

信用等级公告

联合[2016] 1618 号

联合资信评估有限公司通过对武汉市黄陂区城建投资开发有限公司及其拟发行的2016年武汉市黄陂区城建投资开发有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

武汉市黄陂区城建投资开发有限公司

主体长期信用等级为

AA

2016 年武汉市黄陂区城建投资开发有限公司

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
二零一六年七月二十五日



2016 年武汉市黄陂区城建投资开发有限公司 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

本期债券发行额度：17.3 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，存续期内第 3 年至第 7 年末每年分期偿还本金的 20%

发行目的：用于募投项目建设以及补充公司营运资金

评级时间：2016 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	122.28	171.13	168.69
所有者权益(亿元)	66.87	69.76	88.22
长期债务(亿元)	20.89	28.99	27.63
全部债务(亿元)	21.44	37.49	27.93
营业收入(亿元)	14.97	7.86	8.23
利润总额(亿元)	4.26	2.93	2.58
EBITDA(亿元)	4.27	2.94	2.70
经营性净现金流(亿元)	-5.04	-10.79	-5.72
营业利润率(%)	27.15	30.42	7.39
净资产收益率(%)	6.33	4.15	2.76
资产负债率(%)	45.32	59.24	47.70
全部债务资本化比率(%)	24.28	34.95	24.05
流动比率(%)	937.82	564.04	1109.43
全部债务/EBITDA(倍)	5.02	12.75	10.33
EBITDA 利息倍数(倍)	3.51	2.13	27.40
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.21	0.15	0.14

注：已将长期应付款调整至长期债务。

分析师

黄琪融 郝一哲 车 驰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

武汉市黄陂区城建投资开发有限公司（以下简称“公司”）作为武汉市黄陂区城市基础设施开发建设的重要主体，主要负责黄陂区范围内基础设施建设。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司在政府补助、资产和资金注入等方面得到了武汉市黄陂区政府的大力支持。同时联合资信也关注到，公司资产流动性较弱及收入实现质量差等因素给公司带来不利影响。

近几年，武汉市黄陂区地方可控财力稳步增长；根据黄陂区的开发需要，城市基础设施建设的投资力度将进一步加大，公司发展外部环境良好。随着公司基础设施建设工程的陆续完工以及政府回款安排的逐步落实，未来公司收入规模和利润水平有望改善，经营活动获现能力有望提高。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设立提前分期偿还条款，在一定程度上缓解了本期债券未来的集中偿付压力。中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小”）为本期债券提供了全额不可撤销连带责任保证担保；经联合资信评定，中合中小主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中合中小担保实力强，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

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低，安全性高。

优势

1. 武汉市黄陂区经济及财政实力持续增强，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是武汉市黄陂区城市开发建设的重要主体，在资产注入、股权划拨以及政府补

助方面获得政府的大力支持。

3. 中合中小为公司提供了连带责任保证担保，有效增强本期债券的偿付保障能力。

关注

1. 自2015年起，公司不再承做黄陂区土地整理项目，对公司盈利能力造成一定影响。
2. 公司在基础设施建设项目的拟投资规模较大，未来筹资压力较为明显。
3. 公司资产以存货为主，土地资产占比大，资产变现能力较弱，整体流动性较弱；公司资本公积中水库占比较大，所有者权益质量较差。
4. 本期债券发行规模大，对公司现有债务影响明显。本期债券偿付主要依赖于募投项目预期收益，预期收益的实现受当地房地产市场景气度影响大。

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）与武汉市黄陂区城建投资开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与武汉市黄陂区城建投资开发有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因武汉市黄陂区城建投资开发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武汉市黄陂区城建投资开发有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2016 年武汉市黄陂区城建投资开发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。

一、主体概况

武汉市黄陂区城建投资开发有限公司（以下简称“本公司”或“公司”）成立于2001年7月25日，初始注册资本为1.2亿元，依据武汉市国有资产管理委员会下发的武国资委[2001]13号文件，黄陂区建委代行出资人职责；2003年5月，黄陂区建委以土地使用权对公司增资7.16亿元；2008年10月，武汉市黄陂区人民政府下发《关于将武汉市黄陂区城建投资开发有限公司国有股权整体划转给黄陂区财政局的通知》，公司出资人变更为黄陂区财政局；截至2015年底，公司注册资本合计8.36亿元，黄陂区财政局为公司唯一股东。

公司经营范围：城市基础设施建设及投资，建设项目总承包，土地转让，城市给水，城市建设项目中介服务，物流管理，建设和装饰材料、工程机械设备销售。

截至2015年底，公司内设经营部、工程部、财务部、综合部和稽核部5个职能部门，公司目前拥有一家全资子公司及一家控股子公司，分别为武汉盘龙润海置地有限公司（以下简称“盘龙润海”）；及武汉环通路桥工程有限公司（以下简称“环通路桥”）。（公司组织结构图见附件1-2）。

截至2015年底，公司（合并）资产总额168.69亿元，所有者权益（含少数股东权益）88.22亿元；2015年公司实现营业收入8.23亿元，利润总额2.58亿元。

公司注册地址：黄陂区前川街黄陂大道建设大厦；法定代表人：黄文胜。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2016年发行公司债券17.30亿元（以下简称“本期债券”），债券期限为7年，采用固定利率，票面利率根据Shibor基准利率加上基本利差确定，并在债券存续期内保持不变。

本期债券每年付息一次，于债券存续期内的第3~7年末每年按照债券本金总额20%的比例偿还债券本金，后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

本期债券由中合中小提供连带责任保证担保，经联合资信评定，中合中小主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。中合中小担保实力强，可有效增强本期债券的偿付保障能力。同时，公司将设立偿债资金专户，以进一步保证债券本息的按时兑付。公司将根据本期债券还本付息的资金需求，将企业日常经营所产生的部分现金划转至偿债资金专户，专门用于本期债券的还本付息，对本期债券偿付安全性进一步起到了保障作用。

2. 募投项目概况

本期债券拟募集资金17.30亿元，其中募集资金中6.30亿元用于临空产业园空港花园还建小区建设项目、5.00亿元用于临空产业园后湖人家还建小区建设项目、5.00亿元用于临空产业园横店街还建小区建设项目、1.00亿元用于补充公司营运资金，本期债券募投项目属于具有经营性现金流的非公益性项目。募集资金使用情况如下表：

表1 本期公司债券募集资金使用计划

（单位：万元、年）

项目名称	总投资额	拟使用本期债券资金	建设周期
临空产业园空港花园还建小区建设项目	112420.16	63000.00	3
临空产业园后湖人家还建小区建设项目	88971.45	50000.00	3
临空产业园横店街还建小区建设项目	78608.39	50000.00	3
补充营运资金	--	10000.00	
合计	280000.00	173000.00	--

资料来源：公司提供

临空产业园横店街还建小区建设项目

(1) 项目建设内容

根据《关于黄陂区临空产业园横店街还建小区项目可行性研究报告的批复》，该项目地点位于横店街彭家垺、建国社区、红旗社区，建设工期为 36 个月。项目规划总用地面积 368332.07m²，总建筑面积 455920.73m²，容积率 1.24，建筑密度 24.5%，绿地率 38.9%，主要建设内容为 17 层高层住宅 2 栋，16 层高层住宅 4 栋，11 层小高层住宅 28 栋，9 层住宅建筑 1 栋，6 层多层住宅 26 栋，6 层综合楼 1 栋，2 层服务管理用房，配套建设停车位、绿化、给排水、电气、照明、消防、通风、燃气、道路等附属工程。项目总投资为 78608.39 万元，资金来源为公司自筹。

(2) 项目审批情况

2015 年 3 月 20 日，公司获得武汉市黄陂区发展和改革委员会《关于黄陂区临空产业园横店街还建小区项目可行性研究报告的批复》（陂发改投资[2015]131号）；

2015 年 2 月 11 日，公司获得武汉市黄陂区国土资源和规划局《关于临空产业园横店街还建小区建设用地预审意见的复函》（陂土资规预审[2015]137 号）；

2014 年 12 月 25 日，获得武汉市黄陂区环境保护局《关于临空产业园横店街还建小区项目环境影响报告表的批复》（陂环管[2014]165 号）。

(3) 项目经济效益分析

项目收入主要由房产和商业销售收入组成。按照项目建设期 3 年，经营期 5 年来测算，预计项目的投资回收期 8.27 年（含建设期），内部收益率是-1.82%。

(4) 项目实施进度

截止 2016 年 7 月 11 日，临空产业园横店街还建小区建设项目已完成前期投资额 3892.09 万元，项目完工进度为 4.95%。

临空产业园后湖人家还建小区建设项目

(1) 项目建设内容

根据《关于黄陂区临空产业园后湖人家还建小区项目可行性研究报告的批复》，项目建设地点位于横店街川龙大道西侧建华村、红寨村，建设工期为 36 个月。项目规划总用地面积 243560.22m²，总建筑面积 495019.6m²，容积率 2.11，建筑密度 21.2%，绿地率 34%，主要建设内容为 16 层高层住宅 13 栋，11 层小高层住宅 36 栋，5 层综合楼，2 层服务管理用房，配套建设停车位、绿化、给排水、电气、照明、消防、通风、燃气、道路等附属工程。项目总投资为 88971.45 万元，资金来源为公司自筹。

(2) 项目审批情况

2015 年 3 月 20 日，公司获得武汉市黄陂区发展和改革委员会《关于黄陂区临空产业园后湖人家还建小区项目可行性研究报告的批复》（陂发改投资[2015]135 号）；

2015 年 2 月 16 日，公司获得武汉市黄陂区国土资源和规划局《关于临空产业园后湖人家还建小区建设用地预审意见的复函》（陂土资规预审[2015]135 号）；

2014 年 12 月 26 日，公司获得武汉市黄陂区环境保护局《关于临空产业园后湖人家还建小区项目环境影响报告表的批复》（陂环管[2014]166 号）。

(3) 项目经济效益分析

项目建成后主要收入来源主要是房产和商业销售收入构成。按照项目建设期 3 年，经营期 5 年测算，预计项目投资回收期 8.54 年（含建设期），内部收益率为-3.38%。

(4) 项目实施进度

截止 2016 年 7 月 11 日，临空产业园后湖人家还建小区建设项目已完成前期投资额 8185.04 万元，项目完工进度为 9.20%。

临空产业园空港花园还建小区建设项目

(1) 项目建设内容

根据《关于黄陂区临空产业园空港花园还建小区项目可行性研究报告的批复》，项目建设地点位于横店街建国社区，建设工期

为 36 个月。项目规划总用地面积 320573.51m²，总建筑面积 522260.55m²，容积率 1.63，建筑密度为 23.36%，绿地率 33.08%，主要建设内容为 16 层 5 栋，15 层 1 栋，11 层小高层住宅 46 栋，6 层多层住宅 29 栋，物业及其他配套用房，配套建设停车位、绿化、给排水、电气、照明、消防、通风、燃气、道路等附属工程。项目总投资为 112420.16 万元，资金来源为公司自筹。

（2）项目审批情况

2015 年 4 月 18 日，公司获得武汉市黄陂区发展和改革委员会《关于黄陂区临空港产业园空港花园还建小区项目可行性研究报告的批复》（陂发改投资[2015]143号）；

2015 年 2 月 11 日，公司获得武汉市黄陂区国土资源和规划局《关于临空港产业园空港花园还建小区建设用地预审意见的复函》（陂土资规预审[2015]136 号）；

2014 年 12 月 24 日，公司获得武汉市黄陂区环境保护局《关于临空港产业园空港花园还建小区项目环境影响报告表的批复》（陂环管[2014]164 号）。

（3）项目经济效益分析

项目建成后收入来源主要是由房地产销售收入和物业费用收入构成。按照项目建设期 3 年，经营期 5 年来测算，预计项目投资回收期 10.43 年（含建设期），内部收益率是 -9.87%。

（4）项目实施进度

截止 2016 年 7 月 11 日，临空港产业园空港花园还建小区建设项目已完成前期投资额 12749.98 万元，项目完工进度为 11.34%。

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%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，

同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年,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。为减轻政府债务和财政压力,监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资,一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元,以支持地方基础设施建设、促进经济增长;二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金,主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域;三是监管层积极推广 PPP 模式,为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

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。在公开市场操作方面,央行多次开展逆回购操作,并通过短期流动性调节工具(SLO)、中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款(PSL)分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元,向市场注入流动性。截至 2015 年末,中国广义货币(M2)余额 139.2 万亿元,同比增长 13.3%,比上年末高 1.1 个百分点,高于年初设定的 12.0%的增速目标;狭义货币(M1)余额 40.1 万亿元,同比增长 15.2%,比上年末高 12.0 个百分点。整体看,2015 年,较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松,有助于带动社会融资成本回落,促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年,中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策,助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。

同时,并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

20 世纪 90 年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立企业的投资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年,在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010 年以来,为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月,银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路,以降旧控新为重点,以风险缓释为目标,继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底,国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文,支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融

资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为公司债务的情况，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公司债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

公司是武汉市黄陂区重要的城市开发建设主体，承担着区内基础设施建设以及土地整理项目投融资的任务。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受黄陂区经济实力及财政收支状况的影响，并与武汉市黄陂区发展规划密切相关。

（1）武汉市经济概况

武汉市地处中国中部，是拥有常住人口 910 万的特大中心城市，距广州、北京、上海、重庆等特大中心城市均在 1000 公里左右，总面积 8494 平方公里，常住人口 1022 万人，是全国重要的工业基地和交通枢纽，有很强的市场集散功能和经济辐射作用。随着“中部崛起”及“长江经济带”战略的提出与实施，武汉发展机遇良好。优越的自然地理位置及便利的交通条件，加上雄厚的经济力量，武汉已成为长江中游地区经济发展的龙头。

根据《武汉市2015年暨“十二五”期间国民经济和社会发展统计公报》，2015年，武汉市实现生产总值（GDP）10905.60亿元，按可比价格计算，较2014年增长8.8%。其中，第一产业增加值359.81亿元，增长4.8%；第二产业增加值4981.54亿元，增长8.2%；第三产业增加值5564.25亿元，增长9.6%。人均生产总值104132元，增长6.8%。

2015年，武汉市一般公共预算总收入2231.67亿元，比上年增长12.7%。地方一般公共预算收入1245.63亿元，增长12.0%。其中，税收收入1015.91亿元，增长12.0%；非税收入229.73亿元，增长11.9%。

2015年，武汉市实现社会固定资产投资7725.26亿元，比上年增长10.3%。其中，民间投资4340.99亿元，增长6.8%，占全社会固定资产投资的56.5%。全年施工项目（不含房地产开发，下同）2777个，下降6.9%。其中，本年新开工项目1797个，下降4.9%。全年投产项目1779个，增长10.2%。

（2）黄陂区经济概况

黄陂区位于湖北省东部偏北、武汉市北部，与武汉市中心城区依水相依，五桥相连。区域面积 2261 平方公里，占武汉市的 1/4；人口 116 万人，占全区的 1/8，是武汉市版土面积最大、人口最多的新型城区。黄陂区推进产业特色发展、规模发展、集约发展、转型发展。

根据《黄陂区 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，黄陂区 2015 全年完成生产总

值 570.22 亿元，按可比价计算，比上年增长 11%。其中，第一产业增加值 114.16 亿元，增长 4.8%；第二产业增加值 270.96 亿元，增长 12.7%；第三产业增加值 185.11 亿元，增长 11%。三次产业结构为 20:47.5:32.5，与上年相比第一产业下降了 0.7 个百分点，第二产业下降了 0.2 个百分点，第三产业上升了 0.9 个百分点；2015 年一般公共预算总收入 65.3 亿元，比上年增长 0.7%。地方一般公共预算收入 48.32 亿元，增长 3.9%。其中，税收收入完成 31.61 亿元，下降 3.7%；非税收入 16.71 亿元，增长 21.9%。；全年规模以上工业增加值 191.43 亿元，比上年增长 13.9%；全社会固定资产投资 627.22 亿元，比上年增长 11.2%。

总体看，黄陂区优良的区位和快速增长的区域经济为公司提供了良好的经营环境。

（3）黄陂区财政实力

2013~2015 年，武汉市黄陂区地方可控财力呈波动增长态势，近三年分别为 115.62 亿元、112.38 亿元和 124.65 亿元。从财政收入结构看，2015 年，一般公共预算收入、上级补助收入和政府性基金收入分别占地方可控财力的 38.76%、32.47%和 28.76%，一般公共预算收入和上级补助收入为武汉市黄陂区本级可控财力的主要组成部分。2015 年，黄陂区一般公共预算收入为 48.32 亿元，同比增长 3.9%，其中，税收收入 31.61 亿元，同比下降 3.7%；政府性基金收入 40.48 亿元，同比增长 5.97%。

表2 武汉市黄陂区2013~2015年财政收入构成情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	增长率（%）
（一）地方一般公共预算收入	40.71	46.74	48.32	8.95
1、税收收入	32.52	32.82	31.61	98.59
2、非税收入	8.19	13.92	16.71	42.84
（二）政府性基金收入	48.40	38.20	40.48	-8.55
1、国有土地使用权出让金	48.40	38.20	40.48	-8.55
2、其他	--	--	--	--
（三）上级补助收入	26.51	27.44	35.85	16.29
1、税收返还收入	1.39	0.75	0.78	-25.09

2、一般性转移支付收入	16.93	17.19	20.69	10.55
3、专项转移支付收入	8.18	9.50	14.37	32.54
(四) 预算外财政专户收入	--	0.0015	--	--
地方可控财力	115.62	112.38	124.65	3.83

资料来源：武汉市黄陂区财政局

黄陂区地方政府债务全部为直接债务，截至 2015 年全部债务余额合计 81.00 亿元(直

接债务余额+担保债务余额*50%)。黄陂区政府债务率为 64.99%，地方政府债务负担较重。

表 3 2015 年武汉市黄陂区地方可支配收入及地方政府债务(单位: 万元)

地方债务(截至 2015 年 12 月底)	金额	地方财力(2015 年度)	金额
(一) 直接债务余额	810000.00	(一) 地方一般预算本级收入	483221.00
1、外国政府贷款		1、税收收入	316141.00
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	167080.00
(1) 世界银行贷款	109.49	(二) 转移支付和税收返还收入	358454.00
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	206926.00
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	143728.00
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	7800.00
3、国债转贷资金	24516.00	(三) 国有土地使用权出让收入	404761.00
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	404761.00
5、解决地方金融风险专项借款	589.00	2、国有土地收益基金	
6、国内金融机构借款		3、农业土地开发资金	
(1) 政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	328824.50	(四) 预算外财政专户收入	
7、债券融资			
(1) 中央代发地方政府债券	152340.00		
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	120000.00		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款	183621.01		
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
(二) 担保债务余额			
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	810000.00	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	1246436.00
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		64.99%	

资料来源：武汉市黄陂区财政局

总体看，近年来武汉市黄陂区可控财力波动增长，一般预算收入和上级补助收入为地方可控财力的主要来源；黄陂区政府债务全部为直接债务，政府整体债务负担较重。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年底，公司注册资本合计 8.36

亿元，武汉市黄陂区财政局持股 100%。黄陂区财政局为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司为黄陂区内国有独资的政策性投资有限公司，直属区政府领导，是黄陂区基础设施开发建设以及土地整理的重要实施主体及投融资平台。

截至 2015 年底，公司下设 1 家全资子公

司以及 1 家控股子公司，所涉及的业务范围包括城市基础设施建设，建筑工程施工以及房地产开发。

总体看，公司作为黄陂区重要的投融资平台，统筹推进黄陂区基础设施项目建设。同时，按照黄陂区政府的要求，负责黄陂区范围内的土地整理工作。

3. 人员素质

截至 2015 年底，公司高级管理人员有总经理 1 人、副总经理 2~3 人。

公司董事长黄文胜先生，1980 年 10 月生，湖北省武汉市黄陂区人，湖北省委党校政经专业研究生毕业，经济师，1991 年 7 月加入中国共产党。自 1998 年参加工作以来，黄文胜曾任大潭原种场党务副书记、黄陂区经信局副局长、汉口北管委会副主任，现任公司法人。

公司总经理阮诗军先生，1974 年 7 月生，湖北省潜江市人，武汉大学经济管理学院 MBA 专业研究生毕业，土地登记代理人。自 1998 年 7 月参加工作以来，阮诗军曾任黄陂区国土规划信息中心主任、湖北省国土资源厅土地利用处主任科员、黄陂区土地储备交易中心主任、六指街道办事处副主任，现任公司总经理。

截至 2015 年底，公司本部共有员工 17 人，本科及以上学历占 64.32%；从年龄结构看，30 岁及以下人员 57.91%，30~50 岁员工 39.24%，50 岁以上员工 2.85%。

总体看，公司高管人员具有丰富的工作经验和政府工作背景；公司员工素质满足目前公司经营需要，随着业务规模的增长，对公司人员的数量和能力将提出更高的要求。

4. 政府支持

公司承担着武汉市黄陂区城市基础设施投资建设任务以及全区土地整理和开发的职责等，获得区政府的大力支持：

资本金注入

根据 2008 年《区人民政府关于将部分土地使用权无偿划转至武汉市黄陂区城建投资开发有限公司的通知》，黄陂区人民政府将 2 宗土地面积为 183804.07 平方米，评估价值为 836125240.84 元（经中南资产评估有限公司出具的鄂中资评字[2008]第 035 号评估报告评估）的土地使用权投入至公司，增加实收资本 836000000.00 元，差额 125240.84 元计入“资本公积—股本溢价”。

股权划转

根据区政府于 2008 年 11 月 24 日下发的《关于将武汉环通路桥有限公司国有股权划转至武汉市黄陂区城建投资开发有限公司的通知》，将武汉环通路桥工程有限公司（以下简称“环通路桥”）61%的国有股权无偿划转给公司，此部分国有股权的划转基准日为 2008 年 12 月 31 日，划转净额为划转基准日相应公司净资产的价值。公司按通路桥 2008 年 12 月 31 日净资产价值的 61%计入“长期股权投资”，同时增加资本公积 1909.22 万元。2013~2015 年审计报告已将环通路桥纳入合并范围。

根据区政府于 2008 年 11 月 26 日出具的《关于将夏家寺水库无偿划转至武汉市黄陂区城建投资开发有限公司的通知》，将夏家寺水库整体划转至公司。划转后，夏家寺水库未来各项收益（包括但不限于开发、投资、出让或租赁等所得）全部归公司所有。公司以其评估价值 26.10 亿元计入“资本公积”。

资产注入

根据区政府于 2010 年 6 月 28 日以及 2010 年 6 月 29 日出具的《关于将部分土地使用权无偿划转至武汉市黄陂区城建投资开发有限公司的通知》，区政府将 6 宗共计 655942.05 平方米，评估价值合计 15.65 亿元的土地使用权投入至公司（经湖北中南资产评估有限责任公司出具鄂中资评字[2010]036 号、[2011]037 号评估报告评估），计入“存货”，

同时增加资本公积。

根据《关于确认政府资本性投入的通知》（陂财文[2015]857号），为保证公司的日常运营及项目建设，经政府办公厅研究决定，将武汉市黄陂区财政局历年来拨付给公司的“专项资金—刘店地区开发资金”160000万元作为政府对公司资本性投入，计入“资本公积”。

土地出让金

根据区政府于2008年12月1日下发的《关于黄陂区土地出让收入处理的通知》，为了更加有效的缓解平台公司建设资金不足和项目开发资金瓶颈的问题，充实公司的现金类和营运资金，从通知颁发日起，由区财政将黄陂区每年的土地出让收入部分返还给区域城投公司。2013~2014年，公司分别收到土地出让收入13.80亿元、6.31亿元。2015年末收到土地出让收入。

税收优惠

根据陂政[2015]11号文，公司2014~2018年取得的财政性资金和政府补贴收入列入不征税范围；黄陂区地税局按照湖北省地方税务局《关于土地流转有关税收问题的通知》（鄂地税发[2013]97号）的相关规定，对公司2014~2018年取得的土地整理收入的营业税和土地增值税，予以免税办理；黄陂区税务局按照《财政部国家税务总局关于专项用途财政学资金企业所得税处理问题的通知》（财税[2011]70号）的相关规定，对公司2014~2018年取得的土地整理收入和工程代建收入的所得税，予以免税办理。

应收账款保障

根据武汉市黄陂区政府出具的《关于应付武汉市黄陂区城建投资开发有限公司款项有关情况的说明》，截至2015年底，区政府各部门、各行政事业单位与公司形成应收账款、其他应收账款和长期应收账款共计248902.74万元，上述账款形成原因主要为区政府委托公司及下属子公司从事建设项目多

处于建设期，项目建设周期与回款周期存在跨期及与相关单位形成借款。为了保障公司的持续经营能力，区政府及相关部门将在2020年末以前将上述款项清偿完毕；其中，2016~2020年分别计划偿还38902.74万元、45000.00万元、50000.00万元、55000.00万元以及60000.00万元。

政府补助

作为黄陂区基础设施建设和土地整理的主体，公司近年来在基础设施建设、棚户区改造及安置房建设等方面投入较大，区政府在政府补助方面给予了公司一定的支持。根据区财政局出具的《关于2013年确认财政补贴收入的函》、《关于2014年确认财政补贴收入的函》以及陂财文[2015]858号，2013~2015年，公司分别收到财政补贴收入3000.00万元、5000.00万元以及20167.50万元。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是由武汉市黄陂区财政局出资的国有独资企业，根据《公司法》和其他相关规定，建立了现代化的法人治理结构，设立董事会、监事会和经理层。

公司设立董事会，不设股东会。董事会由5人组成，设董事长1人，董事4人。公司设立监事会，设监事长1人，监事4人，监事会领导稽核部的工作。公司设立总经理1人，总经理层由董事长授权履行《公司章程》中所规定的职权，总经理主持公司的生产经营和管理工作，实行董事会领导下的总经理负责制。

2. 管理水平

从内部管理来看，公司设5个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理体系。

在财务管理方面，公司依照法律、行政法规的规定，建立财务会计制度和内部审计制度，目前公司的资金由公司结算中心统一

调度，统筹使用。公司实行资金集中式的财务运作模式，即各公司独立核算，但在资金资源的控制运用上由公司统一运作，成立专门的资金管理部门，负责调剂下属公司的资金余缺。

在资金管理方面，公司为加强资金管理，规范内部交易的经济行为，维护股东合法权益，制定了资金管理办法。资金管理的基本任务是做好各项结算资金计划、预算控制、核算、分析和考核等管理工作，合理筹集和使用资金，保证生产经营工作的有序进行，严格执行结算纪律，提高资金使用效率。按照“集中、公开、合理、监督”的原则，公司资金管理实行集中管理、统一信贷前提下的分级分权管理原则。财务部是资金管理的组织实施机构。主要负责信贷与抵押担保业务以及内部贷款的审批、资金收支与资金占用指标下达与考核、投资收益管理以及资金划拨和回收。下级子公司提出资金需求，以委托贷款方式发放。

在固定资产管理方面，公司固定资产实行财务管理本部、归口管理部门和使用单位三级管理。财务管理本部负责公司固定资产总分类核算、会同各归口管理部门办理固定资产增减变动、调拨、报废等账务处理。

在对外担保管理方面，公司财务部对公司本部以及子公司的担保业务实施集中管理

制度。公司财务部负责对被担保企业的资信状况、该项担保的利益和风险进行充分分析，并对被担保企业生产经营状况、财务情况、投资项目进展情况、人员情况进行实地考察，通过各项考核指标，对被担保企业的盈利能力、偿债能力、成长能力进行评价。财务部根据被担保企业资信评价结果，就提供担保、反担保具体方式和担保额度提出建议，上报公司总经理，总经理上报给董事会。公司股东大会或董事会做出担保决策后，由合规人员审查有关主债权合同、担保合同和反担保合同等法律文件，由财务部负责与主债权人签订书面担保合同，与反担保提供方签订书面反担保合同。

总体看，公司管理体系较为完善，能够满足公司日常的经营管理需求。

七、经营分析

公司作为黄陂区基础设施建设和土地开发主体，近年代建项目建设管理费收入、工程结算收入和土地整理收入是公司营业收入的主要来源。2013~2015年，受土地整理收入快速下降的影响，公司营业收入波动下降，分别为14.97亿元、7.86亿元和8.23亿元。从毛利率看，2013~2015年，公司毛利率波动下降，分别为27.52%、31.98%和10.82%。

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		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建设管理	3612.40	2.41	100.00	6599.94	8.39	100.00	--	--	--
工程结算	6709.21	4.48	-17.57	7563.07	9.62	18.76	82298.52	100.00	10.82
土地整理	138000.00	92.20	27.10	63110.40	80.27	25.00	--	--	--
租金	1350.00	0.90	100.00	1350.00	1.72	100.00	--	--	--
合计	149671.60	100.00	27.52	78623.42	100.00	31.98	82298.52	100.00	10.82

资料来源：公司提供

1. 基础设施建设

公司城市基础设施建设业务主要表现为建设管理业务以及工程结算业务。其中，管理业务按工程管理费确认收入，工程结算业务按

投资成本以及加成确认收入。承做主体方面，建设管理业务主要由公司本部经营；截至2014年底，公司工程结算业务主要由下属子公司环通路桥承做，自2015年起，公司工程结算业

务主要由公司本部承做。

建设管理业务方面，作为黄陂区基础设施建设的重要主体，公司每年根据黄陂区政府规划，承担大量基础设施建设任务，包括交通基础设施、饮水工程、学校及医院建设等。

2014 年以前，公司所代建的项目每年与黄陂区政府签订基础设施建设项目工程建设管理协议。根据协议，黄陂区政府委托公司负责工程项目质量、投资以及进度控制，并负责项目投融资工作；待工程完工后，公司将验收合格的工程移交黄陂区建设管理部门，黄陂区政府根据审计的工程实际造价金额按约定比例（每年不一致）将工程建设管理费支付给公司。公司将工程建设管理费计入“营业收入—建设管理”，由于公司按加成部分确认收入，因此该业务不产生营业成本。

2015 年，公司确认建设或购买形成的在建资产中城市建设项目 366859.21 万元，黄陂区财政局将根据财政资金安排在 9 年内完成资金的支付。

工程结算业务方面，环通路承接的市政项目每年按工程进度与黄陂区政府进行结算。自 2015 年起，依据区政府《关于武汉市黄陂区城建投资开发有限公司城市基础设施投资处理的通知》文件的精神，由区财政局将每年对投入到区旧城改造、安全饮水基础设施建设、棚户区改造及安置房建设等方面的资金，按其相应资金成本总额的 110%返还给区城投公司。

2013~2014 年，公司分别确认建设管理业务收入 3612.40 万元和 6599.94 万元；2015 年未确认该板块业务收入，主要系公司将 2015 年区财政局返还公司的区旧城改造、安全饮水基础设施建设、棚户区改造及安置房建设等资金计入工程结算业务收入所致。

2013~2015 年，公司先后完成后湖北路道路工程、十索旅游公路改建工程、空港南大街工程等项目；三年分别确认工程结算收入 6709.21 万元、7563.07 万元和 8.23 亿元。2013~2015 年，该板块业务毛利率波动较大，三年分别为-17.57%、18.76%和 10.82%。

表 5 2013~2015 年工程结算业务收入情况

（单位：万元）

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
后湖北路道路工程	2207.00	620.00	--
十索旅游公路改建工程	1386.86	949.80	779.89
空港南大街工程	970.00	2289.00	780.00
锦里沟工程	500.00	--	--
前川六条街刷黑工程	--	2070.68	1580.00
川龙大整治刷黑工程	--	860.00	10150.00
路网工程	487.63	609.97	1259.04
台创园工程	--	--	1000.00
零星工程	1157.72	163.62	3758.85
城投公司项目	--	--	62990.74
合计	6709.21	7563.07	82298.52

注：城投公司项目具体为区旧城改造、安全饮水基础设施建设、棚户区改造及安置房建设

资料来源：公司提供

表 6 截至 2015 年底公司主要在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2015 年底完成投资
饮水安全工程	6.45	5.81
旧城改造工程	2.65	2.12
新十公路改扩建工程	5.73	4.01
黄武公路	4.23	3.81
川龙大道整治及大修	4.80	4.08
合计	23.86	19.83

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司承担的在建项目主要有饮水安全工程、旧城改造工程、新十公路改扩建工程、黄武公路和川龙大道整治及大修等项目，上述项目预计总投资 23.86 亿元，尚需投资 4.03 亿元。总体看，公司未来投资规模较大，存在一定筹资压力。

2. 土地整理业务

公司土地整理业务主要由本部承做，主要负责武汉市黄陂区的土地收购、整理以及前期开发利用等。

根据 2008 年区政府下发的《关于将黄陂区土地整理相关业务委托黄陂区城建投资开发有限公司经营的通知》，黄陂区国有土地储备中心（以下简称“土储中心”）将土地收购、整理、前期开发利用等相关业务委托给公司经营，公司承担相应的土地业务费、农业开发资

金、廉租房保障基金、失地农民保障基金、教育基金和水利建设基金等相关费用；土储中心将全部或部分土地出让收入支付给公司作为土地整理开发的投资回报。公司将收到的投资回报部分计入“营业收入—土地整理”，同时将所承担的相关费用计入“营业成本—土地整理”。2015年，应区政府的要求，公司不再承担黄陂区土地整理任务。

2013~2014年，公司分别实现土地整理业务收入13.80亿元和6.31亿元；2015年末确认该板块业务收入，主要系公司未承做黄陂区土地整理项目所致。2013~2014年，土地整理业务毛利率有所下降，分别为27.10%和25.00%。

3. 租赁业务

公司租赁业务收入主要来自夏家寺水库。2009年，公司将夏家寺水库的水面使用权以包租的方式有偿租赁给武汉市黄陂区水产服务中心（以下简称“水产中心”）用作水产养殖；该水库水面使用面积约45000亩，签订的租赁期为5年，自2009年1月1日至2014年12月31日，每年的租金为1350.00万元。2015年，公司未确认夏家寺水库租赁业务收入，系未签订正式租赁协议所致。由于该业务经营成本由水产中心承担，2013~2014年，该业务毛利率均为100.00%。

2015年，由于租赁协议条款以及租金仍在协商，因此公司未确认该板块业务收入。

4. 未来发展

公司是黄陂区最大的区属城镇基础设施建设企业，未来伴随黄陂区经济的发展及政府财政实力的不断增强，在政府的大力支持下，公司基础设施建设业务收入及利润有望获得较大发展。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013~2015年三年连审报告经

武汉中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。

2015年公司合并报表范围内共2家子公司，分别为环通路桥、盘龙润海（持股100%，截至2015年底资产总额为17.19万元）。其中，环通路桥系武汉市黄陂区人民政府于2008年底无偿划转至公司，公司持有其61.00%的股权；盘龙润海为2014年新纳入合并范围。公司于2012年和2014年5月份分别收购盘龙润海49%、51%的股权，支付共计1006.71万元。总体看，公司子公司规模不大，对财务数据可比性影响较小。

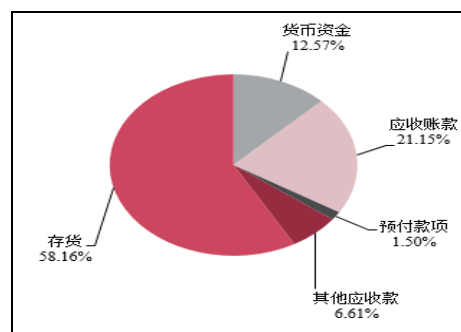
截至2015年底，公司（合并）资产总额168.69亿元，所有者权益（含少数股东权益）88.22亿元；2015年，公司实现营业收入8.23亿元，利润总额2.58亿元。

2. 资产质量

2013~2015年，公司的资产总额波动增长，年均复合增长率为17.46%。截至2015年底，公司资产总额为168.69亿元，同比下降1.43%。其中，流动资产占53.19%，非流动资产占46.81%，公司资产以流动资产为主。

2013~2015年，公司的流动资产总额波动增长，年均复合增长率为24.01%。截至2015年底，公司流动资产为89.73亿元，同比下滑0.40%，主要来自货币资金和其他应收款的减少。从资产构成上看，公司流动资产主要为货币资金（占比12.57%）、应收账款（占比21.15%）和存货（占比58.16%）。

图1 截至2015年底流动资产构成



数据来源：根据审计报告整理

2013~2015 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降率为 3.01%。截至 2015 年底，公司货币资金为 11.28 亿元，同比下降 38.62%，均为银行存款。截至 2015 年底，公司货币资金中无受限资金。

2013~2015 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 35.56%。截至 2015 年底，公司应收账款为 18.98 亿元，同比增长 49.49%，主要为应收黄陂区财政局的工程回款及黄陂区水产服务中心的租赁款；在按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1~2 年的占 49.95%，2~3 年的占 49.95%，3 年以上的占 0.1%。公司对黄陂区水产服务中心及关葛道路工程建设指挥部的欠款分别计提 202.50 万元和 0.75 万元坏账准备。

2013~2015 年，公司其他应收款波动减少，年均复合下降 2.55%。截至 2015 年底，公司其他应收款为 5.86 亿元，同比下降 37.51%，主要系往来款项的减少所致；同期，公司计提了 806.71 万元坏账准备，计提较充分其中；组合中按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款，账龄在 1 年以内的占 1.26%，1~2 年的占 0.8%，2~3 年的占 0.68%，3 年以上的占比 97.26%。从集中度来看，公司前五大客户欠款金额为 5.86 亿元，占其他应收账款总额的 97.41%，集中度高。根据区政府下发的《关于应付武汉市黄陂区城建投资开发有限公司款项有关情况的说明》，政府及相关部门将在 2020 年末以前将于公司形成应收账款、其他应收账款和长期应收账款共计 248902.74 万元清偿完毕；其中，2016~2020 年分别计划偿还 3.89 亿元、4.50 亿元、5.00 亿元、5.50 亿元以及 6.00 亿元。总体看，公司其他应收款账龄较长且规模较大，对公司资金形成一定占用。

表 7 截至 2015 年底其他应收款欠款金额前五名
(单位：亿元、%)

单位名称	金额	账龄	占比
黄陂区财政局	2.22	1~3 年	36.93
刘店指挥部	2.46	3 年及以上	40.85
盘龙城开发区管委会	0.90	1~3 年及 3 年以上	14.97
黄陂区公路管理局养	0.16	1~2 年	2.66

护中心			
指挥部	0.12	3 年及以上	2.00
合计	5.86	--	97.41

数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司的存货稳定增长，年均复合增长 34.07%。截至 2015 年底，公司存货为 52.19 亿元，同比增长 7.76%，主要为土地使用权和土地拆迁成本，其中土地使用权 33.08 亿元、土地拆迁成本 13.83 亿元。截至 2015 年底，公司用以抵押的土地使用权为 8.50 亿元，占比 25.69%，在一定程度上削弱了公司的资产流动性。

2013~2015 年，公司非流动资产波动中有所增长，年均复合增长 11.13%。截至 2015 年底，公司非流动资产为 78.97 亿元，同比下降 2.57%，主要系可供出售金融资产和在建工程减少所致。公司非流动资产中可供出售金融资产、长期股权投资、在建工程和其他非流动资产分别占比 3.85%、3.83%、43.23%和 48.88%。

2013~2015 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 125.22%。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 3.02 亿元，同比大幅增长 586.65%，主要系跟踪期内武汉新港江北铁路有限责任公司（以下简称“新港铁路”）召开关于新港铁路引入国开发展基金增资的股东会决议，经表决同意公司委派一名董事对新港铁路产生重大影响，公司将对新港铁路的投资由可供出售金融资产转入长期股权投资所致。

2013~2015 年，公司其他非流动资产有所增长，年均复合增长 5.47%。截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 38.60 亿元，较 2014 年底无变化。公司其他非流动资产构成为轻轨一号线汉口延长线 10.00 亿元、天河机场三期工程 2.50 亿元和夏家寺水库使用权 26.10 亿元，其中前两个项目均为公司代黄陂区政府出资，夏家寺水库使用权为黄陂区政府向公司无偿划拨，并已办理土地使用权证。

2013~2015 年，公司的在建工程波动增长，年均复合增长率 20.45%。截至 2015 年底，公司在建工程为 34.14 亿元，同比下降 6.95%。

总体看,近年来,公司资产规模波动增长,资产构成以流动资产为主;流动资产中存货和应收账款的占比较高,存货中土地资产规模较大,公司资产流动性较弱;非流动资产的主要构成为其他非流动资产和在建工程,考虑到夏家寺水库在其他非流动资产的占比大,公司整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2013~2015 年,公司所有者权益快速增长,年均复合增长 14.86%,主要来自资本公积的增加。截至 2015 年底,公司所有者权益(含少数股东权益)为 88.22 亿元,其中少数股东权益 483.51 万元,在所有者权益中的占比小;在公司所有者权益中,实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 9.48%、65.68%和 22.64%。截至 2015 年底,公司资本公积为 57.94 亿元,同比上升 38.15%,主要构成为土地使用权 8.36 亿元、夏家寺水库使用权 26.10 亿元以及刘店综合体的专项开发资金 16.00 亿元。

总体看,公司所有者权益稳定性较好;但公司资本公积中水库占比大,所有者权益质量较差。

负债

2013~2015 年,公司负债总额波动增长,年均复合增长 20.51%。截至 2015 年底,公司负债总额为 80.47 亿元,同比下滑 20.62%,其中流动负债和非流动负债的占比分别为 10.05%和 89.95%,公司负债以非流动负债为主。

2013~2015 年,公司流动负债波动较大,年均复合增长 14.02%。截至 2015 年底,公司流动负债为 8.09 亿元,同比下降 49.36%,主要系一年内到期的非流动负债的减少所致;从结构上看,其他应付款(占比 50.96%)、应付账款(占比 18.00%)和预收款项(占比 16.19%)占比较大。

2013~2015 年,公司应付账款波动中略有

增长,年均复合增长 1.61%。截至 2015 年底公司应付账款为 1.46 亿元,同比增长 19.06%,主要为应付尚未完工的工程结算款。从账龄看,1 年以内的占 71.48%,1~2 年的占 8.41%,2~3 年的占 10.32%,3 年以上的占 9.79%。2013~2015 年,公司预收款项波动中略有增长,年均复合增长 1.50%。截至 2015 年底,公司预收款项为 1.31 亿元,同比下降 23.51%,系预收黄陂区财政局的建设工程款项结转收入所致。从账龄看,1 年内的占 59.03%,1~2 年的占 40.97%。

2013~2015 年,公司的其他应付款快速增长,年均复合增长 23.65%。截至 2015 年底,公司其他应付款为 4.12 亿元,同比增长 5.49%,主要包括应付资金往来款 4.02 亿元和土地保证金 747 万元。

截至 2014 年底,公司的一年内到期的流动负债为 8.50 亿元,均为一年内到期的长期借款。由于公司与中国农业发展银行武汉市黄陂区支行就 2016 年 2 月 3 日到期的 3.7 亿贷款签订了延期协议,因此,截至 2015 年底,公司无一年内到期的非流动负债。

2013~2015 年,公司的长期借款快速下降,年均复合下降 38.22%。截至 2015 年底,长期借款为 6.26 亿元,同比下降 13.91%,主要由抵押借款(占比 58.98%)、信用借款(占比 29.18%)和保证借款(占比 11.84%)构成;其中,中国农业发展银行武汉市黄陂区支行的 3.7 亿贷款于 2016 年 2 月 3 日到期,公司与中国农业发展银行签订了借款延期协议,延期期限至 2018 年 2 月 3 日,原抵押标的继续为贷款承担抵押担保责任,在一定程度上暂时缓解了公司的资金支出压力。

截至 2015 年底,公司应付债券为 11.86 亿元,同比增加 3440 万元,主要来自“14 黄陂城投债”的溢价。

2013~2015 年,公司的长期应付款波动幅度较大,年均复合增长 45.77%。截至 2015 年底,公司长期应付款为 9.50 亿元,同比下降

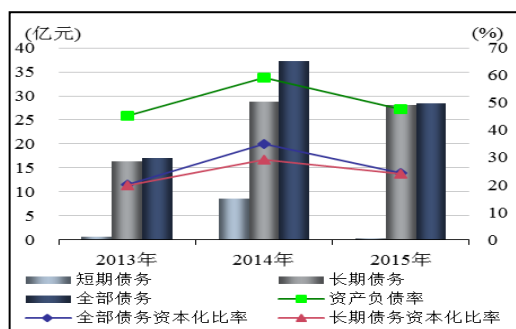
27.96%，主要为黄陂区公路局、黄陂区人民医院、武汉市木兰山生态旅游发展有限公司、黄陂区土储中心向银行申请的长期借款转借给公司使用形成的长期应付款项，与黄陂区财政局形成的长期应付款由2015年债务置换形成，由于以上长期应付款的利息均由公司支付，本报告将长期应付款调整至长期债务。

2013~2015年，公司专项应付款动增长，年均复合增长25.75%。截至2015年底，公司专项应付款为44.76亿元，主要为轻轨一号线出资款、黄陂区川龙大道改造工程黄武公路及连接线工程等收到的专项款。

2013~2015年，公司的全部债务波动增长，年均复合增长14.14%。截至2015年底，公司全部债务为27.93亿元，同比下滑25.50%，主要系一年内到期非流动负债减少所致。其中，长期债务占98.86%，短期债务占1.14%；公司以长期债务为主，债务结构合理。

从债务指标来看，受公司2014年发行债券的影响，公司债务负担在当年加重。2013~2015年，公司的资产负债率和长期债务资本化比率都呈波动增长态势，三年均值分别为50.69%和25.49%；全部债务资本化比率波动下降，三年均值为27.36%。截至2015年底，上述三项指标分别为47.70%、23.85%和24.05%，公司整体债务负担较上年有所减轻。

图2 2013~2015年公司债务情况



资料来源：根据公司审计报告整理

总体看，公司债务以长期债务为主，债务结构合理；2015年，公司债务规模缩减，且所有者权益规模上升，整体债务压力较2014年

有所减小。

4. 盈利能力

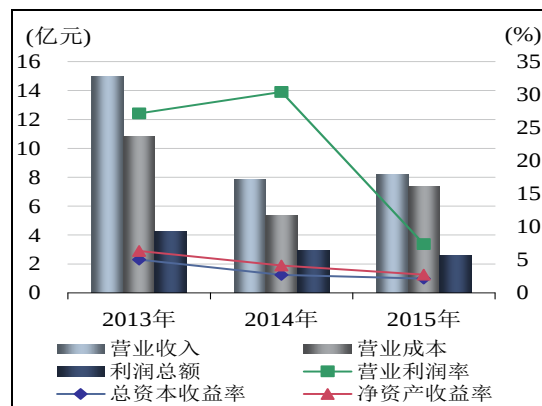
2013~2015年，公司营业收入波动下降，年均复合下降25.85%。2015年，公司营业收入为8.23亿元，较上年增长4.67%，收入主要来自工程结算业务；同时，营业成本也波动下降，三年年均复合下降17.75%，2015年为7.34亿元，同比增长37.24%，成本涨幅明显高于收入涨幅。2013~2015年，公司营业利润率分别为27.15%、30.42%和7.39%。

期间费用方面，主要由管理费用构成，2013~2015年，公司期间费用分别为769.28万元、953.58万元和944.75万元，年均复合增长10.82%。2015年，公司期间费用中，管理费用以及财务费用的占比分别为89.36%和10.64%；其中，由于公司对外融资规模扩大，近三年财务费用的增长较快。2013~2015年期间费用率分别为0.51%、1.21%和1.15%。总体看，公司对期间费用的控制力度较强。

近年，政府补助为公司主要利润来源，2013~2015年公司实现利润总额分别为4.26亿元、2.93亿元和2.58亿元，获得政府补助分别为0.30亿元、0.50亿元和2.02亿元。2015年，公司利润总额对政府补助依赖较大。

从盈利指标看，2013~2015年，总资本收益率和净资产收益率逐年下降，三年均值分别为2.86%和3.89%，2015年分别为2.18%和2.76%。公司整体盈利能力一般。

图3 2013~2015年公司盈利情况



资料来源：根据公司审计报告整理

总体来看,受政府回款进度以及土地整理市场因素的影响,公司收入规模波动下降,公司利润总额对政府补助依赖较大,整体盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面,2013~2015年,公司经营活动现金流入量波动下降,年均复合下降50.22%,2015年为4.00亿元,同比增长111.93%。2013~2015年,公司销售商品提供劳务收到的现金波动较大,年均复合下降65.87%,2015年为1.53亿元,主要系公司回款项未及时收回所致;2013~2015年,公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为3.00亿元、0.63亿元和2.47亿元,其中,2015年金额较大的包括收到政府补助2.02亿元、收到往来款0.44亿元等。2013~2015年公司经营活动现金流出规模大幅减少,年均复合下降32.25%,2015年为9.72亿元,同比下降23.31%;2013~2015年公司购买商品、接受劳务支付的现金逐年下降,年均复合下降22.08%;2015年为9.37亿元,同比下滑24.14%。2013~2015年,公司经营活动现金流净额分别为-5.04亿元、-10.79亿元和-5.72亿元。2013~2015年公司现金收入比分别为87.82%、15.95%和18.61%,收入实现质量差。

投资活动方面,2013~2015年公司没有投资活动方面的现金流入;投资活动现金流出分别为9.81亿元、13.96亿元和0.62亿元,主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金。其中,购建固定资产、无形资产等支付的现金大幅减少,2015年为273.44万元,同比大幅下降99.8%。筹资活动方面,2013~2015年,公司筹资活动现金流入量波动下降,年均复合下降39.29%。2015年,公司筹资活动现金流入量为8.84亿元,同比下降75.11%。2013~2015年公司筹资活动现金流入主要为收到其他与筹资活动有关的现金。2013~2015年,公司取得借款收到的现金大幅

下降,分别为11.05亿元、2.10亿元和0.31亿元;同期,公司收到其他与筹资活动有关的现金波动下降,2015年为8.54亿元,同比下降60.17%,金额较大的主要为黄陂区财政局、土储中心和黄陂区人民医院对公司的转借款构成。2013~2015年,公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金。2015年,公司支付其他与筹资活动有关的现金净额分别为22.01亿元、31.14亿元和-0.75亿元。

综合来看,公司经营活动现金流入受政府回款额实际到位情况的影响较大,近年,经营现金流持续为负,公司收入实现质量差;公司目前投入资金主要依靠政府资金拨付以及借款等融资渠道,未来随着在建项目的进一步推动,公司融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2013~2015年,流动比率呈波动增长态势,三年均值为870.43%;速动比率呈波动下降趋势,三年均值为398.71%;2015年底分别为1109.43%和464.17%。2013~2015年,公司现金类资产分别为11.99亿元、18.38亿元和11.28亿元,对短期债务的保障倍数分别为21.80倍、2.16倍和37.90倍;公司经营现金流净额为负,对短期债务不具有保障能力。总体看,公司现金类资产较为充足,对短期债务的保障程度高。

从长期偿债能力指标来看,2013~2015年,公司EBITDA呈现下降趋势,分别为4.27亿元、2.94亿元和2.70亿元;2013~2015年,全部债务/EBITDA值分别5.02倍、12.75倍和10.33倍。从指标上看,公司长期偿债能力较弱;考虑到公司债务期限结构、政府回款资金的逐步到位以及政府对公司的持续支持,未来,公司对全部债务的保障能力有望增强。

截至2016年5月底,公司对外担保总额14.50亿元,担保比率为16.44%,公司存在一定的或有负债风险。

表 8 截止 2016 年 5 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
武汉盘龙城镇建设发展有限公司	100000.00	2016.01.27	2026.01.26
武汉盘龙城镇建设发展有限公司	75000.00	2016.04.05	2021.04.05
武汉盘龙城镇建设发展有限公司	70000.00	2016.02.02	2021.02.01
合计	145000.00	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司获得银行授予信用 9.80 亿元，均已使用，公司融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1042011600506500K），截至 2016 年 7 月 14 日，公司有 4 笔未结清关注类贷款以及 5 笔已结清关注类贷款。对于上述 4 笔未结清关注类贷款，根据国家开发银行湖北省分行（以下简称“国开行湖北分行”）于 2016 年 3 月 25 日出具的《关于武汉市黄陂区城建投资开发有限公司贷款项目资产质量分类情况的说明》，公司在国开行湖北分行存量项目贷款余额合计 7420 万元；由于国开行湖北分行资产质量分类执行标准较为严格，将上述贷款资产划分为关注类，但仍属于国开行湖北分行优良贷款，所有项目还本付息情况正常。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及武汉市黄陂区经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到武汉市黄陂区政府对公司在资产注入、股权划拨以及补贴收入等方面的支持，公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行额度为 17.30 亿元，占 2015 年底公司全部债务和长期债务的 61.94% 和 62.62%，本期公司债的发行对公司现有债务影响大。

截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 47.70%、24.05% 和 23.85%。以 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，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 52.57%、33.89% 和 33.74%。本期债券成功发行后，公司债务负担将加重，但仍在可控范围内。

2. 本期公司债偿还能力分析

2013~2015 年，公司 EBITDA 值分别为 4.27 亿元、2.94 亿元和 2.70 亿元；为本期债券拟发行额度的 0.25 倍、0.17 倍与 0.16 倍，EBITDA 值对本期债券覆盖程度弱。

2013~2015 年，公司经营活动的现金流入量分别为 16.15 亿元、1.89 亿元和 4.00 亿元，分别为本期债券发行额度的 0.93 倍、0.11 倍和 0.23 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度弱；2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -5.04 亿元、-10.79 亿元和 -5.72 亿元，公司经营活动现金流量净额对本期债券无保障能力。

公司于 2014 年 9 月 17 日发行 7 年期 12 亿元“14 黄陂城投债”，该期债券本金在存续期第 3 年末至第 7 年末分别按发行总额的 20% 偿还本金。假设本期债券于 2017 年成功发行，并且公司于第 3 个计息年度末开始每年偿还本金的 20%，则 2020 年，公司最大偿付本金额度为 5.86 亿元。

2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为上述最大偿付额度（5.86 亿元）的 0.73 倍、0.50 倍和 0.46 倍；经营活动流入量分别为上述最大偿付额度

(5.86亿元)的2.76倍、0.32亿元和0.68亿元。

总体看,公司经营活动产生的现金流入量对本期债券覆盖程度较弱,对未来最大偿付本金额度的覆盖程度较弱。考虑到本期债券可分期偿付,公司集中偿付压力将得到一定的缓解。

3. 偿债资金来源

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。根据公司提供的《临空产业园空港花园还建小区建设项目可行性研究报告》、《临空产业园横店街还建小区建设项目可行性研究报告》、《临空产业园后

湖人家还建小区建设项目可行性研究报告》,本期债券建设期付息来源于公司自身营业收入,后续本息偿付来源为募投项目经营收入。经测算,以上建设项目的税后内部收益率分别为 IRR=-9.87%、IRR=-1.82%和 IRR=-3.38%,税后投资回收期分别为 10.43 年、8.27 年和 8.54 年,项目投资不能实现在经营期全部回收,项目收益和投资无法实现平衡,本期债券未来还本付息更多地依靠公司自身营业收入,一定程度上加大公司偿还压力和债务负担,联合资信将对此持续关注。

根据上述《可行性研究报告》,本期募投项目经营现金流预测表编制如下。

表 9 本期债券募投项目经营现金流量预测表(单位:万元)

项目	合计	年份					
		2017	2018	2019	2020	2021	2022
经营性现金流入	335165.43	124061.50	120482.15	46983.24	36567.18	3535.68	3535.68
3535 收入	335165.43	124061.50	120482.15	46983.24	36567.18	3535.68	3535.68
经营性现金流出	145961.12	88920.91	31467.88	12296.00	10954.67	1160.83	1160.83
建设投资	56000.00	56000.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
经营成本	2515.84	710.31	752.41	384.92	332.84	167.68	167.68
经营税金及附加	19104.42	7071.51	6867.48	2678.04	2084.33	201.53	201.53
所得税	68340.86	25139.10	23847.98	9233.04	8537.50	791.62	791.62
经营性净现金流量	189204.30	35140.58	89014.27	34687.24	25612.51	2374.85	2374.85

资料来源:根据《临空产业园空港花园还建小区建设项目可行性研究报告》、《临空产业园横店街还建小区建设项目可行性研究报告》以及《临空产业园后湖人家还建小区建设项目可行性研究报告》整理。

本期债券还本付息的资金来源是募投项目中安置住宅销售收入、商品住宅销售收入、商业销售收入等。募投项目预期收益规模受项目所在地区房地产行业景气程度影响,未来可能存在一定不确定性。

假定本期债券以票面利率 8.00%来测算,本期债券需偿还的本息合计为 24.22 亿元。

表10 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
2017	1.384	0.00	1.384	8.96	2.54
2018	1.384	0.00	1.384	8.71	6.43

2019	1.384	3.46	4.844	0.97	0.71
2020	1.1072	3.46	4.5672	0.80	0.56
2021	0.8304	3.46	4.2904	0.08	0.06
2022	0.5536	3.46	4.0136	0.09	0.06
2023	0.2768	3.46	3.7368	0.00	0.00
合计	6.92	17.30	24.22	1.38	0.78

资料来源:联合资信整理。

注:1.上表中利息以 8%年化利率来测算;

2.假设本期债券于 2016 年成功发行,则 2017 为本期债券的第一个计息年;

3.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(2017~2023年)项目累计经营现金流入量和经营性净现金流量分别是 33.52 亿元和 18.92 亿元,剔除物业收入部分后分别为 31.89 亿元和 17.29 亿元,对本期债券本息合计(24.22 亿元)偿还倍数分别是 1.32 倍和

0.71倍，项目累计经营现金流入量可以覆盖本期债券本息的偿还。但项目累计经营性净现金流量无法完全覆盖本期债券本息的偿还，并且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，未来存在不确定性。

本期债券存续期内现金流分期保障分析

2017~2022年，本期募投项目募投项目自身可产生现金流入，其还本付息资金主要来源于项目自身收入。根据表10，2017~2022年，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0.08倍~8.96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0.56倍~6.43倍之间；2017~2018年，募投项目现金流入量对当期的本期债券本息的偿还覆盖程度尚可，但2019~2022年，募投项目现金流入量和现金流量净额对当年的本息偿还保障程度弱，当年的主要偿债来源将依赖于公司自身的经营性现金流入。

由于本期募投项目的经营期从2018年至2022年，因此，本期债券存续期最后一年（2023年）的还本付息依靠公司自有资金支付。

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。在项目建设期及经营期，本期债券募投项目的收益与其本息支付存在一定不匹配性。

十、本期债券增信担保

本期债券由中合中小提供全额不可撤销连带责任保证担保，具体为本期债券到本期债券兑付日，如公司不能全部履行本期债券责任，中合中小承担担保责任，担保范围包括本期债券本金、利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他支付的费用。上述担保期间为本期债券存续期及债券到期日起两年。

中合中小成立于2012年7月，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。中合中小由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司机构等

共同发起设立。初始注册资本51.26亿元。2016年5月，中合中小进行了增资扩股，增资完成后公司注册资本增至71.76亿元。截至2015年底，中合中小资产总额77.06亿元，其中货币资金0.11亿元，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产7.21亿元，可供出售金融资产50.15亿元；负债总额19.08亿元，所有者权益57.98亿元，其中股本51.26亿元。2015年底，中合中小实现营业收入10.68亿元，主要为担保业务净收入；中合中小营业支出为4.89亿元，主要为提取担保合同准备金和业务及管理费，净利润为4.45亿元，综合收益总额4.73亿元。2016年5月，中合中小完成增资扩股，资本实力进一步增强。经联合资信评定，中合中小主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其担保实力强，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

十一、偿债资金专户监管

公司聘请湖北银行股份有限公司武汉黄陂支行为本期债券偿债资金监管银行，并与该行签订了本期债券《偿债资金专户监管协议》，在协议签订之日起30个工作日内，公司需在监管银行的开设偿债资金专户，用以存放本期债券每年所需偿还的利息与本金。

监管账户是公司在监管银行处开立的专门用于接收发行公司债券所募资金及所有项目相关资金的银行账户，所有与本期债券相关的支出活动，均必须通过该账户进行。

偿债账户实行专户管理，本期债券存续期间的还本付息工作将通过该账户来完成。偿债账户内资金仅能划付至本期债券募集说明书规定的债券托管机构的指定银行账户。公司应在本期债券付息日或兑付日前5个工作日向监管银行发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，监管银行应根据公司的划款指令，在本期债券付息日或兑付日前3个工作日将当期应付的利息/本息划转至本期债券登记结算机构指定的账户。监管银行在完成划款工作后2个工

作日内，应将有关结算凭证传真给公司。

偿债资金专户的设立将保证债券本息的按时兑付，对本期债券偿付安全性进一步起到了保障作用。

十二、结论

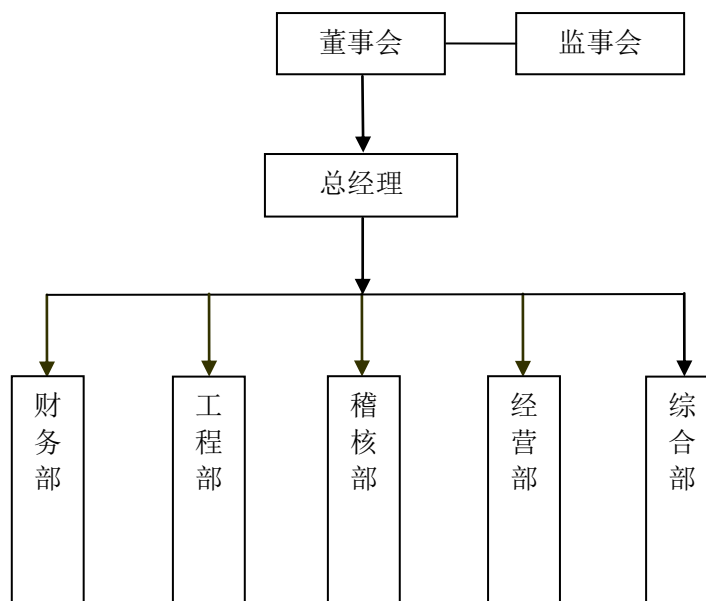
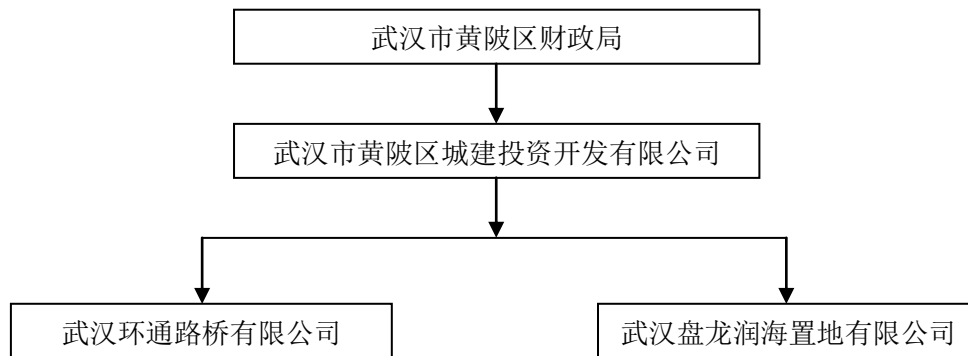
公司作为武汉市黄陂区重要的城市基础设施开发建设主体，公司在土地资产注入、补贴收入等方面获得政府的大力支持。公司资产规模波动增长，但主要以存货为主，资产流动性较弱；公司整体债务规模呈波动增长趋势，债务负担较轻；公司整体盈利能力一般，政府补贴对公司利润总额影响较大；经营活动现金流入规模波动下降，收入实现质量差；未来随着公司项目回款资金的逐步到位，公司收入水平有望得到提升。

考虑到公司在武汉市黄陂区内的基础设施建设业务中的重要地位，以及近年来武汉市黄陂区生产总值和地方可控财力的稳步增长，公司获得政府支持的力度有望进一步提高，联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券分期偿还本金将减轻公司集中偿付压力；中合中小为本期债券提供了全额不可撤销连带责任保证担保，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

综合看，本期债券到期不能偿付的风险低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.99	18.38	11.28
资产总额(亿元)	122.28	171.13	168.69
所有者权益(亿元)	66.87	69.76	88.22
短期债务(亿元)	0.55	8.50	0.30
长期债务(亿元)	20.89	28.99	27.63
全部债务(亿元)	21.44	37.49	27.93
营业收入(亿元)	14.97	7.86	8.23
利润总额(亿元)	4.26	2.93	2.58
EBITDA(亿元)	4.27	2.94	2.70
经营性净现金流(亿元)	-5.04	-10.79	-5.72
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.45	0.68	0.52
存货周转次数(次)	0.37	0.14	0.15
总资产周转次数(次)	0.12	0.05	0.05
现金收入比(%)	87.82	15.95	18.61
营业利润率(%)	27.15	30.42	7.39
总资本收益率(%)	4.79	2.70	2.18
净资产收益率(%)	6.33	4.15	2.76
长期债务资本化比率(%)	23.80	29.35	23.85
全部债务资本化比率(%)	24.28	34.95	24.05
资产负债率(%)	45.32	59.24	47.70
流动比率(%)	937.82	564.04	1109.43
速动比率(%)	471.15	260.81	464.17
经营现金流动负债比(%)	-80.98	-67.58	-70.77
EBITDA 利息倍数(倍)	3.51	2.13	27.40
全部债务/EBITDA(倍)	5.02	12.75	10.33
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.81	0.09	0.20
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.25	-0.54	-0.29
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.21	0.15	0.14

注：已将长期应付款调整至长期债务

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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

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

附件 4 中合中小企业融资担保 2016 年主体信用评级报告

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 2016 年武汉市黄陂区城建投资开发有限公司 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）将在本期企业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。

武汉市黄陂区城建投资开发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）。武汉市黄陂区城建投资开发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，武汉市黄陂区城建投资开发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武汉市黄陂区城建投资开发有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现武汉市黄陂区城建投资开发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。

如武汉市黄陂区城建投资开发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武汉市黄陂区城建投资开发有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一六年七月二十五日



中合中小企业融资担保股份有限公司 2016 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间

2016 年 5 月 31 日

主要数据

单位：亿元/倍/%

项 目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产总额	77.06	63.24	56.66
所有者权益	57.98	54.31	53.23
净资本	43.19	45.39	43.45
担保责任余额	488.18	303.12	120.77
净资产担保责任余额倍数	8.42	5.58	2.27
净资本担保责任余额倍数	11.30	6.68	2.88
融资性担保放大倍数	7.70	5.58	2.27
融资性担保风险调整担保责任放大倍数	3.68	-	-
净资本比率	74.49	83.57	83.04
净资本覆盖率	84.93	128.90	390.56
项 目	2015 年	2014 年	2013 年
营业收入	10.68	6.95	3.12
投资收益	4.21	3.94	2.86
净利润	4.45	2.67	1.61
平均资产收益率	6.34	4.45	2.96
平均净资产收益率	7.92	4.97	3.07

注：融资性担保风险调整担保责任放大倍数按照《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》的有关规定计算得到。
数据来源：中合担保提供，联合资信整理。

分析师

刘 睿 宋 歌 张 博

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“公司”）成立于 2012 年 7 月，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。公司由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司等共同发起设立。近年来，公司担保业务快速发展，盈利水平有所提升，但担保业务的快速发展对公司资本充足性形成压力，2016 年进行的增资扩股对公司提升资本实力和代偿能力形成帮助。基于公司强大的资本实力和股东背景，以及高管层较高的专业素质等因素，联合资信评估有限公司评定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强，违约风险极低。

优势

- 公司资本实力位于国内担保行业前列，其强大的股东背景有利于公司在运营过程中得到股东的支持；
- 公司高管层专业素质高，这有助于形成较高的专业化运作水平；
- 公司担保业务发展快速，盈利能力得到增强；
- 2016 年进行的增资扩股对公司补充资本实力，提高担保代偿能力形成帮助；
- 作为国家利用外资设立担保公司的试点项目，公司立足于支持中小企业发展，在运营过程中可能得到政府相关政策的支持。

关注

- 公司担保业务规模快速发展导致担保放大倍数快速上升，资本充足性水平有所下降；
- 公司担保业务以直接融资担保业务为主，单笔业务规模较大，城投类项目担保占比

较高，存在一定的客户和行业集中风险；

- 基金和信托计划投资规模较大，相关风险需关注；
- 增资扩股的完成可能导致海航资本集团有限公司及其关联方对公司的影响能力得到提升，因此可能导致的对公司现有公司治理、战略定位、业务策略等方面的改变值得关注；
- 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合中小企业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5月31日至2017年5月30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。



一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“公司”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。公司成立于 2012 年 7 月 19 日，由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、西门子（中国）有限公司及内蒙古鑫泰投资有限公司共同发起设立。截至 2015 年末，公司注册资本 51.26 亿元，资本金规模在全国融资担保行业中位居前列。

2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，增资完成后公司注册资本增至 71.76 亿元。目前公司已完成营业执照变更手续。截至 2015 年末以及增资完成后公司的股东及持股比例情况见表 1。

表 1 公司股东及持股情况 单位：%

股 东	2015 年末	增资后
中国进出口银行	9.75	6.97
JPMorgan China Investment Company Limited	24.89	17.78
海航资本集团有限公司	23.41	16.72
天津天海投资发展股份有限公司	-	26.62
宝钢集团有限公司	20.48	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	11.71	9.47
西门子（中国）有限公司	6.83	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93	2.93
合 计	100.00	100.00

数据来源：中合担保提供，联合资信整理。

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

并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

截至 2015 年末，公司设有金融市场部、金融产品部、小微金融部、互联网金融部、投资部、战略规划部、风险管理部、法律合规部、办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部、内控审计部、董事会办公室、监事会办公室等部门；共有员工 149 人。

2015 年，公司发起设立了 2 家全资子公司：中合共赢资产管理有限公司和中合投资控股有限公司；子公司的经营范围为投资管理；金融信息咨询、投资咨询、财务咨询、商务信息咨询；提供金融中介服务，接受金融机构委托等。

截至 2015 年末，公司资产总额 77.06 亿元，负债总额 19.08 亿元，所有者权益 57.98 亿元。2015 年，公司实现营业收入 10.68 亿元，其中已赚保费 5.00 亿元，投资收益 4.21 亿元，实现净利润 4.45 亿元。截至 2015 年末，公司担保责任余额 488.18 亿元。

注册地址：北京市西城区平安里西大街 28 号楼中海国际中心 12 层

法定代表人：周纪安

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

(1) 国际经济环境

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

中合担保是中外合资的融资担保机构，截至 2015 年末公司注册资本为 51.26 亿元，均为货币出资。公司股东中既包括政府全资拥有的政策性银行、大型国有企业、民营中小企业，也包括国际知名金融集团和企业，多元化的股权结构设置有助于中合担保建立现代化的公司治理机制，并打下市场化运营的基础。公司的股东背景强大，有助于在运营过程中得到股东的支持。

2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，通过引入新股东以及向部分现有股东增发方式增发 20.50 亿股，募集资金 23.58 亿元，目前公司已完成营业执照变更。公司引入的新股东为天津天海投资发展股份有限公司，该公司为海航资本集团有限公司的关联方。增资完成后天津天海投资发展股份有限公司持有公司 26.62% 的股份，成为公司的单一最大股东；海航资本集团有限公司和天津天海投资发展股份有限公司合计持有公司 43.34% 的股份；中国进出口银行在公司的持股比例由 2015 年末的 9.75% 下降至 6.97%；美国摩根大通集团的持股比例由 2015 年末的 24.89% 下降至 17.78%；宝钢集团有限公司的持股比例由 2015 年末的 20.48% 下降至 14.63%；西门子（中国）有限公司的持股比例由 2015 年末的 6.83% 下降至 4.88%。联合资信认为上述增资事宜的完成使公司的资本实力和担保代偿能力得到提升，但另一方面亦可能导致海航资本集团有限公司及其关联方对公司的影响能力得到提升，联合资信将对公司的公司治理、战略定位、业务策略等方面变化情况保持持续关注。

按照《公司法》及其他相关要求，中合担保形成了股份制公司治理架构，成立了股东大会、董事会和监事会。

目前，中合担保董事会由 9 名董事组成，包括执行董事 1 名、股东董事 6 名（其中 1 名

兼任董事长）、独立董事 2 名。公司董事长由海航集团董事局副董事长兼总裁谭向东担任，其余 5 名股东董事分别由除内蒙古鑫泰投资有限公司以外的 5 家股东各自委派 1 名。董事会会议按照相关流程规定召开，负责公司重大事项的决策。中合担保董事会成员均具有高等学历，以及大型机关、企事业单位相关管理经验，专业素质较高。董事会下设提名与薪酬委员会、发展战略委员会、风险控制委员会及审计委员会 4 个专门委员会，负责向董事会提供决策建议和专业支持，协助董事会监督公司的运营。增资完成后，公司董事会董事数量将增加至 11 名，其中 1 名增加的董事为天津天海投资发展股份有限公司委派的股东董事，另 1 名增加的董事将为独立董事。

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

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

目前，公司已初步搭建起股份制公司治理架构，三会一层管理构架初步建立；2016 年增资扩股的完成对公司的资本实力和代偿能力有

所提升，但亦可能导致公司控制权发生变化，从而改变公司原有的公司治理、战略定位、业务开展策略情况，联合资信将对此保持持续关注。

2. 内部控制

中合担保聘请外部专业咨询机构对公司的部门设置、岗位设置及人员配置情况进行了规划。根据业务发展需要，公司对组织架构进行了调整，按照前、中、后台划分职能部门。截至 2015 年底，前台部门包括金融市场部、金融产品部、小微金融部、互联网金融部、投资部等；中台部门包括战略规划部、风险管理部、法律合规部、业务审核部等；后台部门包括办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部、内控审计部、董事会办公室、监事会办公室等。公司组织结构见附录一。

公司按业务条线制定了管理办法，包括财务管理制度、风险管理制度、合规制度、人事制度以及担保业务制度，内控制度体系已初步建立。

自成立以来，公司即建立了包括《关联交易管理暂行办法》在内的一整套关联交易管理制度，并在经营过程中逐步加以完善和补充。公司从股权关系、经营管理权、施加重大影响等方面逐一认定关联方，对关联方的认定标准较为明确和严格。公司对关联交易实行限额管理，公司规定任一股东及其关联方作为被担保人的关联担保责任余额不得超过该股东出资额。在关联交易审批环节，公司股东大会和董事会及董事会下设的风险控制委员会在审议有关关联交易事项时，关联股东及董事均不得行使表决权，关联交易事项需要过半数或者三分之二以上的非关联表决权方可通过。从关联交易的实际开展情况来看，截至 2015 年末公司为关联方提供的担保责任余额合计 28.22 亿元，占公司担保责任余额的比例为 5.78%，占比较低；其中涉及海航资本集团有限公司的关联担保责任余额 10.93 亿元，涉及中国进出口银行

的关联担保责任余额 13.12 亿元。整体来看，公司关联交易管理较为严格，关联交易风险可控。

总体看，公司逐步完善组织架构设置，各部门职责明确，内部管理制度逐步健全。公司针对关联交易制定了较为明确和严格的控制制度，目前关联交易风险可控。随着未来业务发展，公司内部管理架构需不断完善。

3. 发展战略

中合担保是在国家利用外资服务中小企业发展的政策背景下成立的，其市场定位将偏重于支持中小企业发展。中合担保战略规划的主要内容包括：

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

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

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

总体看，公司战略规划清晰，明确了未来发展目标和战略定位；经过之前的发展，公司已步入成长期阶段，具有一定的市场竞争力和行业影响力；2016 年增资扩股的完成可能导致公司控制权发生变更，不排除控制权变化后导致公司战略设定发生变化的可能性。

四、担保业务经营分析

公司成立于 2012 年 7 月，并于 2013 年正式开展担保业务。目前，公司已与工商银行、建设银行、中国银行、进出口银行、民生银行、

北京银行等 16 家银行开展担保业务合作，共计获得担保业务授信额度超过 800 亿元。近年来，公司担保业务快速拓展，担保责任余额显著上升。2013~2015 年，公司担保责任余额年均复合增长率为 101.05%；截至 2015 年末，公司担保责任余额 488.18 亿元（见表 3）。

公司担保业务模式主要包括以下两种方式：一种是由公司与被担保客户直接签署担保协议，公司直接提供担保，公司称之为个案业务，目前从担保责任余额数据来看公司业务以个案业务为主。截至 2015 年末，公司个案业务担保责任余额 485.64 亿元，占期末担保责任余额的比例超过 99%。此外，公司亦通过批量模式开展担保业务。公司与银行、小贷公司、其他担保公司等金融机构合作，采取批量打包形式，对合作机构的担保项目按比例承担担保责任，担保项目以金额较小的中小企业贷款担保业务为主。对于批量业务，公司对于承担担保比例、担保期限、责任限额、合作担保机构成立年限、资产规模等都设立了明确的标准。成立之初，批量业务曾经在公司担保业务构成中占据一定比例，但随着公司直接融资担保业务的快速发展，公司逐步退出批量业务合作，2015 年末批量业务占比低。截至 2015 年末，公司批量业务担保责任余额 2.54 亿元。

从业务构成情况来看，公司担保业务以直接融资担保业务为代表的融资性担保业务为主。近年来，公司加大了公募市场企业债担保业务的开拓力度，企业债担保责任余额显著上升，是导致公司担保业务规模快速上升的主要原因。截至 2015 年末，以信托计划和区域交易市场私募债为主的金融产品担保业务亦在公司担保业务中占有一定比例。近年来，公司主动控制信托计划担保业务规模，信托计划担保责任余额有所波动。公司间接融资担保规模较小，在业务构成中占比低。

公司非融资担保业务为保本基金履约保证担保。公司自 2015 年以来开始开展保本基金履约保证担保，截至 2015 年末该业务仅 1 家客户，

担保责任余额 41.50 亿元。

表 3 公司期末担保责任余额 单位：亿元

项 目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
融资性担保合计	446.68	303.12	120.77
直接融资担保合计	425.53	271.25	97.06
债券担保合计	231.43	101.60	26.00
企业债	209.50	90.50	26.00
公司债	3.00	3.00	-
非公开定向债务融资工具	5.00	5.00	-
中小企业私募债	2.50	3.10	-
境外债券	11.43	-	-
金融产品担保合计	194.10	164.15	71.06
信托计划	64.29	104.54	55.00
专项资产管理计划	14.45	27.90	12.50
区域交易市场私募债	62.60	28.00	-
P2P 等平台借款融资	23.51	-	-
债券（收益权）转让融资	17.91	4.30	-
资产证券化	8.50	-	-
租赁融资	2.84	4.91	3.56
间接融资担保合计	21.15	31.68	23.71
银行贷款	21.15	31.86	23.11
票据承兑	-	-	0.60
非融资担保合计	41.50	-	-
保本基金履约保证担保	41.50	-	-

数据来源：中合担保提供，联合资信整理。

总体看，公司担保业务以直接融资担保为主，近年来担保责任余额快速增长，业务发展速度快。

五、风险管理分析

1. 担保业务风险管理

公司秉持“制度先行”的原则，在成立之初就制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、合规风险和操作风险的全面风险管理政策，初步搭建了全面风险管理的组织架构。董事会负责建立并实施充分有效的全面风险管理体系，批准公司的风险管理基本制度和政策，承担风险管理的最终责任；监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况；首席风险官负责拟定风险管理制度和政策，建立和完善风险管理组织结构，保证风险管理体系的

充分性和有效性；风险管理部向首席风险官报告工作，负责具体拟订并实施识别、评估、监测、控制、预警及应急处理的程序和措施，对公司产品和业务进行风险审核，保障风险管理目标的实现；各业务部门和后台支持部门设立参与风险管理职能的岗位，构成抵御风险的三道防线。

公司制订了担保业务管理基本制度，确立了风险分担的业务原则，制定了调查、审批、落实、代偿、追偿等各项职能相互分离、相互制约的操作方法。担保业务部门根据公司业务政策对项目申请进行筛选，项目受理后，担保业务部门成立项目小组进行保前调查，风险管理、法律、财务等专业人员组成调查组对项目进行尽职调查；在评审和审批上，业务部门、风险管理部、法律合规部、业务评审委员会、总经理或被授权人等遵循“分级评审、分级审批”原则，在各自职权和责任范围内对项目进行评审和审批。公司业务评审委员会由 7 名常任委员及若干名非常任委员组成，其中常任委员由公司高级管理层担任。评审项目有 2/3 以上参会委员同意视为通过，总经理有一票否决权。

公司将风险防范工作前置，由业务部门负责在保项目的保后管理，并由风险管理部和法律合规部等部门协助管理。公司保后管理采取现场检查及非现场检查相结合方式，要求现场检查每半年进行一次。在担保项目检查过程中，如出现重大问题，相关部门需在一个工作日内发出预警信号，如需要启动重点检查，则将会同风险管理部、法律合规部等部门，提出重点检查的关键指标及检查措施，形成重点检查方案，并报备总经理。公司每季度对在保项目进行风险分类，在保项目依照信贷业务五级分类原则实施业务风险初分，风险管理部对分类结果进行复评，首席风险官负责审核分类结果，总经理对分类结果进行最终审定。公司把设定综合反担保措施作为风险控制的重要手段，将反担保物分为硬性、一般两种属性。公司目前采取的反担保措施主要包括：财产抵押、股权

质押、存单质押、设备抵押、第三方保证、收费权质押等。

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

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

总体看，公司确立了较为稳健的风险偏好，初步搭建了全面风险管理框架，为开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。未来，随着公司业务的相继开展，相关业务流程、风险管理制度仍需不断完善。

2. 担保业务组合分析

截至 2015 年末，公司担保责任余额 488.18 亿元，其中融资性担保责任余额 446.68 亿元，直接融资担保责任余额 425.53 亿元。

现阶段公司担保业务以企业债、信托计划等直接融资担保产品为主，受其单笔规模普遍较大影响，公司担保业务客户分布较为集中。截至 2015 年末，公司融资担保业务中单笔担保规模在 1 亿元以上的客户合计 93 户次，1 亿元以上的项目担保责任余额合计 430.68 亿元，占

期末融资担保责任余额的比例为 96.42%。截至 2015 年末，公司融资性担保业务中单一最大客户担保责任余额 16.00 亿元，占融资性担保期末合计担保责任余额的比例为 3.58%，相当于公司期末净资产的 27.60%；前十大客户担保责任余额 139.00 亿元，占融资性担保期末合计担保责任余额的比例为 31.12%，相当于公司期末净资产的 239.74%。整体来看，公司担保业务存在一定的客户集中风险。

担保项目客户行业分布方面，按照期末担保责任余额统计，截至 2015 年末公司城投类企业担保责任余额 300.17 亿元，占担保责任余额的比例为 61.49%，占比高。在城投类企业的选择上，公司首先选择经济环境较好、政府信誉较高的地区，并密切关注该企业的职能和定位，同时要求企业提供相应的反担保措施。整体看，公司承保的城投类企业项目占比较高，相关风险值得关注。

从担保项目剩余期限分布情况来看，公司担保责任余额剩余期限主要集中在二年以上。截至 2015 年末，公司担保项目担保责任余额剩余期限在一年以内、一年到二年和二年以上担保责任余额占比分别为 29.71%、12.37%和 57.92%。受企业债担保业务占比上升影响，公司担保项目剩余期限较之前年度有所拉长。

担保代偿方面，受宏观经济增速放缓影响，公司担保代偿规模有所上升。截至 2015 年末，公司累计代偿金额 1.94 亿元，其中 2015 年代偿金额 1.37 亿元；2015 年当期代偿率和截至 2015 年末累计代偿率分别为 1.32%和 1.35%。2015 年，公司当年代偿回收额 0.23 亿元，当年代偿回收率 16.79%，累计代偿回收率 12.15%。目前，公司对代偿的担保项目采取执行债权转让、诉讼等措施进行追偿，由于抵质押物为设备、土地等固定资产且担保抵质押物充足，未来代偿款收回的可能性较大。整体来看，公司代偿风险可控。

总体看，公司目前担保业务以直接融资担保为主，受业务模式影响，担保业务客户分布

相对集中，单笔担保规模较大，担保期限较长，存在一定的客户及行业集中风险。

六、财务分析

中合担保根据《中华人民共和国会计法》、《企业财务会计报告条例》、《企业会计准则》和《金融企业财务规则》、《融资性担保公司管理暂行办法》等法律法规及相关规定的要求，制订了财务管理基本制度和会计核算方法。中合担保提供了 2013~2015 年财务报表，毕马威华振会计师事务所对 2013~2014 年财务报表进行审计，普华永道中天会计师事务所对 2015 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见。

1. 资本结构

公司资金来源以股东投入的资本金为主，负债规模较小。近年来，公司股东权益规模稳步增加。截至 2015 年末，公司股东权益 57.98 亿元，其中股本 51.26 亿元，未分配利润 4.63 元。

近年来，公司负债规模大幅增长。截至 2015 年末，公司负债总额 19.08 亿元，其中担保合同准备金余额 3.53 亿元，其为担保赔偿准备金，公司以产品类型确定计量单位，对担保合同尚未解除的正常类项目，根据产品的风险等级对应的违约率及损失率计提担保合同准备金；对担保合同尚未解除的非正常类项目，根据逐案厘定的违约率及损失率计提担保合同准备金；应付债券余额 6.94 亿元，为 2015 年公司在上海证券交易所发行的公司债券。截至 2015 年末，公司资产负债率为 24.76%。总体看，公司资本实力强，资产负债率较低，财务杠杆水平不高。

2. 资产质量

近年来，公司资产总额保持较快增长，2013~2015 年年均复合增长 16.62%。截至 2015

年末，公司资产总额 77.06 亿元，其中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额 7.21 亿元，可供出售金融资产余额 50.15 亿元，定期存款余额 5.17 亿元，应收款项类投资余额 8.47 亿元，长期股权投资 2.59 亿元。

在资金运用上，公司以安全性、流动性、收益性为原则，制定各类风险资产的投资限额，审慎选择投资标的，较好实现了公司资本的保值增值。公司投资资产以基金和信托计划为主，其余为资产管理计划、银行理财产品、信贷资产收益权、委托贷款和指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的权益工具。2013~2015 年，公司投资资产年均复合增长 26.96%。截至 2015 年末，公司投资资产余额 68.42 亿元，其中信托计划投资余额 19.64 亿元，全部为集合信托产品，融资方涉及地产、消费、有色金属及化工等多个行业；资产管理计划投资余额 3.90 亿元，主要是证券公司及资管公司发行的资管计划产品；基金投资余额 21.38 亿元，主要投向货币基金、海外债基金以及并购基金；银行理财产品投资余额 4.81 亿元，主要为短期理财产品；信贷资产收益权余额 0.53 亿元；委托贷款余额 8.73 亿元。2015 年，公司新增指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的权益工具，主要为基金和信托计划，年末余额为 7.21 亿元；公司新增对联营企业—中国金融投资管理有限公司股权投资 2.59 亿元，目前仍在限售期。针对上述投资资产，公司共计提了 0.37 亿元的资产减值准备。

总体看，公司资金主要配置于基金和信托计划等，鉴于公司拥有较为严格的管理制度和风险评判标准，投资风险总体可控。

3. 经营效率与盈利能力

公司营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。近年来，随着公司担保业务的快速发展，公司担保业务收入显著增加，已赚保费逐年增加，2015 年实现已赚保费收入 5.00 亿元，占营业收入的比例为 46.83%。近年来，公司加大投

资资产的配置力度，投资收益稳步增长，2015 年公司实现投资收益 4.21 亿元，占营业收入的比例为 39.36%。

公司营业支出主要包含提取担保合同准备金、业务及管理费和资产减值损失。近年来，随着业务规模的扩大，公司业务及管理费逐年增加，由于营业收入的快速增长，公司费用收入比逐年降低。2015 年，公司业务及管理费支出 1.77 亿元，费用收入比 16.56%。公司资产减值损失主要来自针对应收代位追偿款、应收款项类投资和可供出售金融资产计提的减值损失。2015 年公司计提应收代偿款减值损失 0.37 亿元、应收款项类减值准备 0.26 亿元，可供出售金融资产减值准备 0.11 亿元。

近年来，随着业务发展，公司提取担保合同准备金规模有所增加。2015 年，公司提取担保合同准备金 2.01 亿元。由于营业收入的快速增长，公司净利润增长快速。2015 年，公司实现净利润 4.45 亿元。从收益率指标看，2015 年公司平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 6.34%和 7.92%，盈利水平有所提升。

表 4 公司盈利情况 单位：亿元/%

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
营业收入	10.68	6.95	3.12
其中：担保业务净收入	5.12	3.14	0.62
减：分出保费及收入返还	0.11	0.21	0.01
已赚保费	5.00	2.93	0.53
投资收益	4.21	3.94	2.86
其他业务收入	0.75	0.04	0.04
营业支出	4.89	3.51	1.13
提取担保合同准备金	2.01	1.44	0.08
业务及管理费	1.77	1.42	0.92
资产减值损失	0.73	0.39	0.02
净利润	4.45	2.67	1.61
费用收入比	16.56	20.39	30.33
平均资产收益率	6.34	4.45	2.96
平均净资产收益率	7.92	4.97	3.07

注：2013 年数据根据 2015 年审计报告口径列示。

数据来源：中合担保审计报告，联合资信整理。

总体看，随着公司担保业务规模的增长，公司担保业务收入增长快速，公司整体盈利水

平得到提升。

4. 资本充足率及代偿能力

公司面临风险主要是担保项目的代偿。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。截至2015年末，公司累计代偿金额1.94亿元。其中，2015年公司代偿金额1.37亿元，代偿项目回收0.23亿元。

从现金流情况来看，随着主营业务的开展，公司经营活动现金流入量和流出量逐年增加，经营活动现金流量净额基本保持稳定；投资活动现金流表现为净流出，主要是公司投资规模不断扩大所致；2015年公司发行了7亿元公司债券，筹资活动现金流表现为净流入（见表5）。总体看，公司2015年末现金及现金等价物余额较之前年度有所下降。公司在资产结构中配置了一定比例的高流动性资产；此外，公司2016年开展的增资对补充流动性亦形成帮助。

表5 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	2.31	2.54	2.26
投资性现金流量净额	-7.29	-2.44	-1.73
筹资性现金流量净额	4.68	-0.38	-
现金及现金等价物净增加额	-0.28	-0.28	0.50
现金及现金等价物余额	0.10	0.38	0.65

数据来源：中合担保审计报告，联合资信整理。

自2013年开展担保业务以来，公司担保业务快速发展，担保责任余额、净资产担保责任余额倍数和净资本担保责任余额倍数均呈快速上升趋势。截至2015年末，公司担保责任余额488.18亿元，净资产担保责任余额倍数为8.42倍，净资本担保责任余额倍数为11.30倍（见表6）。

按照北京市金融工作局2015年6月发布的

《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（实行）》计算，截至2015年末中合担保风险调整担保责任余额227.18亿元，其中融资性风险调整担保责任余额213.49亿元，融资性风险调整担保责任余额净资产放大倍数为3.68倍。

表6 公司资本充足性和偿债能力 单位：亿元/倍/%

项 目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
担保责任余额	488.18	303.12	120.77
净资产	57.98	54.31	53.23
净资本	43.19	45.39	43.45
净资产担保责任余额倍数	8.42	5.58	2.27
净资本担保责任余额倍数	11.30	6.68	2.76
净资本比率	74.49	83.57	83.04
净资产覆盖率	84.93	128.90	390.56

数据来源：中合担保提供，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。经联合资信测算，截至2015年末，公司净资本43.19亿元，净资本/净资产指标为74.49%，净资本对担保业务组合风险值的覆盖率为84.93%。总体看，随着公司担保业务规模的扩大，未来公司资本充足性有所下降。

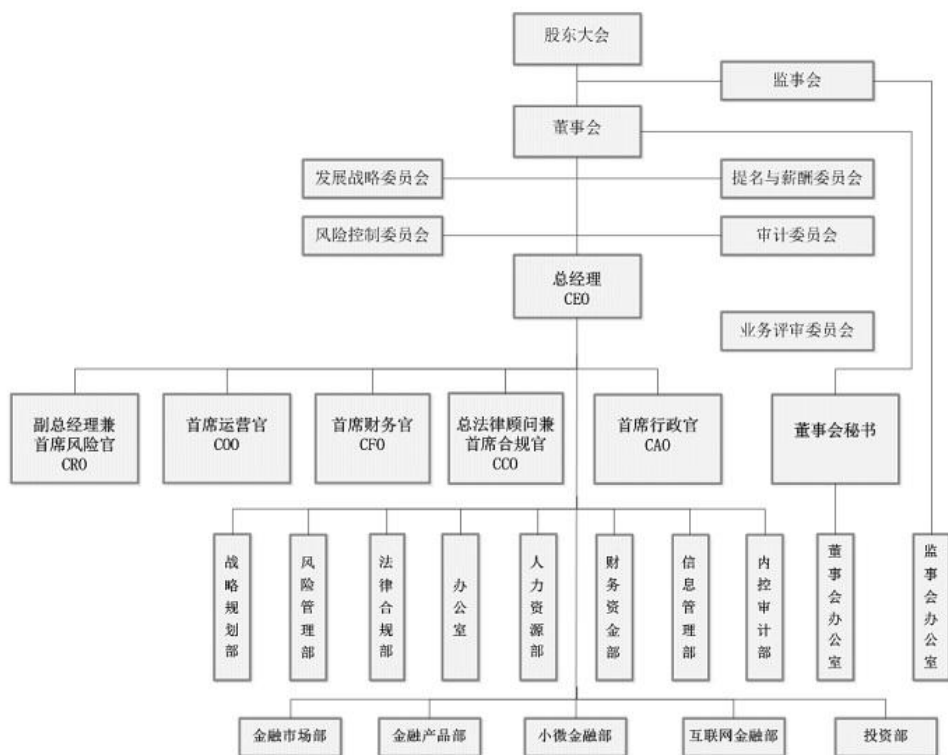
2016年5月，公司完成了增资扩股，本次增资增发20.50亿股，募集资金23.58亿元，增资的完成对公司提高资本实力和担保代偿能力形成帮助。

七、评级展望

公司拥有强大的资本实力和股东背景，初步建立了风险管理架构和内部控制体系，制定了比较稳健的业务开展和资金运用管理办法。公司业务开展时间不久，未来业务运营及风险管理能力尚待进一步观察。近年来公司担保业务规模快速上升，公司资本充足性水平有所下

降。2016 年增资扩股的完成使公司的资本实力和代偿能力得到提升，但另一方面亦可能导致海航资本集团有限公司及其关联方对公司影响能力得到提升，从而可能对公司原有的公司治理结构、战略定位、业务开展策略等方面形成改变。联合资信对中合担保上述方面的变化情况将保持持续关注。根据公司面临的外部经营环境、股东支持因素以及自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间内的信用水平将保持稳定。

附录一 组织结构图



附录二 资产负债表

编制单位：中合中小企业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	0.11	0.38	0.65
应收利息	0.95	1.01	1.00
应收代位追偿款	0.93	0.16	-
定期存款	5.17	12.45	12.35
应收款项类投资	8.47	1.11	1.70
可供出售金融资产	50.15	47.60	40.75
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	7.21	-	-
长期股权投资	2.59	-	-
固定资产	0.02	0.03	0.03
无形资产	0.04	0.04	0.04
递延所得税资产	0.42	0.13	
其他资产	0.99	0.34	0.14
资产合计	77.06	63.24	56.66
存入保证金	0.01	-	-
卖出回购金融资产款	-	1.20	0.00
应付职工薪酬	0.62	0.39	0.18
应交税费	0.78	0.53	0.38
担保合同准备金	3.53	1.52	0.08
递延收益	6.56	4.98	2.63
递延所得税负债	0.00	-	0.05
应付债券	6.94	-	-
其他负债	0.63	0.31	0.11
负债合计	19.08	8.93	3.43
股本	51.26	51.26	51.26
其他综合收益	0.27	-0.01	-0.01
盈余公积	0.91	0.46	0.20
一般风险准备	0.91	0.46	0.20
未分配利润	4.63	2.14	1.58
所有者权益合计	57.98	54.31	53.23
负债及所有者权益合计	77.06	63.24	56.66

注：2013 年数据根据 2015 年审计报告口径列示。

附录三 利润表

编制单位：中合中小企业融资担保股份有限公司

单位：亿元

项 目	2015 年	2014 年	2013 年末
一、营业收入	10.68	6.95	3.12
担保业务净收入	5.12	3.14	0.62
减：分出保费及收入返还	0.11	0.21	0.01
已赚保费	5.00	2.93	0.61
投资收益	4.21	3.94	2.86
公允价值变动收益	0.05	-	-
汇兑收益(损失)	0.68	0.05	-0.39
其他业务收入	0.75	0.04	0.04
二、营业支出	4.89	3.51	1.13
赔付支出	0.01	-	-
提取担保合同准备金	2.01	1.44	0.08
营业税金及附加	0.35	0.26	0.11
业务及管理费	1.77	1.42	0.92
资产减值损失	0.73	0.39	0.02
其他业务成本	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	5.80	3.44	1.99
加：营业外收入	0.04	0.01	0.10
减：营业外支出	-	-	-
四、利润总额	5.83	3.45	2.09
减：所得税费用	1.38	0.78	0.48
五、净利润	4.45	2.67	1.61
六、其他综合收益	0.28	0.00	-0.01
七、综合收益总额	4.73	2.67	1.60

注：2013 年数据根据 2015 年审计报告口径列示。

附录四 现金流量表

编制单位：中合中小企业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			
收到担保合同保费取得的现金	6.38	5.13	2.91
收到再担保业务现金净额	0.01	0.32	0.31
收到其他与经营活动有关的现金	1.06	0.05	0.20
经营活动现金流入小计	7.45	5.51	3.42
支付担保代偿款项现金	1.17	0.55	0.02
支付再担保业务现金净额	0.23	0.09	0.03
支付给职工以及为职工支付的现金	1.02	0.71	0.41
支付的各项税费	2.07	1.19	0.39
支付其他与经营活动有关的现金	0.65	0.42	0.32
经营活动现金流出小计	5.14	2.96	1.16
经营活动产生的现金流量净额	2.31	2.54	2.26
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资收到的现金	208.82	89.36	163.38
取得投资收益收到的现金	4.33	3.51	2.26
投资活动现金流入小计	213.15	92.87	165.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.03	0.06	0.10
投资支付的现金	220.42	95.25	167.27
投资活动现金流出小计	220.44	95.31	167.37
投资活动产生的现金流量净额	-7.29	-2.44	-1.73
三、筹资活动产生的现金流量			
发行债券收到的现金	6.94	-	-
卖出回购金融资产款收到的现金	-	1.20	-
筹资活动现金流入小计	6.94	1.20	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1.07	1.58	-
支付其他与筹资活动有关的现金	1.20	-	-
筹资活动现金流出小计	2.27	1.58	-
筹资活动产生的现金流量净额	4.68	-0.38	-
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.03	0.00	-0.02
五、现金及现金等价物净(减少)/增加额	-0.28	-0.28	0.50
加：期初现金及现金等价物余额	0.38	0.65	0.15
六、期末现金及现金等价物余额	0.10	0.38	0.65

附录五 主要财务指标的计算公式

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

注：1. 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；

2. 风险调整担保责任余额和融资性担保风险调整担保责任放大倍数按照《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》的有关规定计算得到。

附录六 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。