

信用等级公告

联合〔2020〕712号

联合资信评估有限公司通过对江苏银宝控股集团有限公司及其拟发行的2020年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定江苏银宝控股集团有限公司主体长期信用等级为AA，江苏银宝控股集团有限公司2020年度第一期中期票据的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告



江苏银宝控股集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA

担保方主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级观点：

江苏银宝控股集团有限公司（以下简称“公司”）系盐城市政府出资设立的国有独资企业，主要从事农业基础设施建设、现代农业产业和盐业的生产与销售等业务，具有水利水电工程施工总承包壹级、通航建筑工程专业承包壹级、地基与基础工程专业承包和桥梁工程专业承包等资质，近年来持续得到当地政府的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司资产流动性较弱、农业基础设施建设业务毛利率低以及公司整体盈利能力较弱等对其信用水平带来的不利影响。

本期中期票据由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”）提供不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，中债增进主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。中债增进的担保实力极强，其担保可显著提升本期债券偿付的安全性。

未来，随着多元化业务格局的进一步发展以及公司农业产业化国家龙头企业战略的落实，有望带动公司整体经营业绩提升。同时，考虑到盐城市政府对公司的持续有力支持，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 盐城市经济稳步发展，公司发展的外部环境良好。2019 年，盐城市实现地区生产总值为 5702.3 亿元；完成一般公共预算收入 383 亿元。
2. 公司是盐城市政府出资设立的农业基础设施建设和现代农业产业的经营主体，持续得到盐城市政府在资金、资产注入和财政补贴方面的有力支持。
3. 中债增进为本期中期票据提供不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期中期票据的安全性。

关注

1. 受公司农业基础设施建设业务以及盐业的生产与销

债项概况：

本期中期票据发行规模：4 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：偿还公司及子公司有息债务

评级时间：2020 年 3 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		aa ⁺	评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

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

分析师：张 勇 李文强

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

售业务占比提高且毛利率下降的影响，公司整体盈利能力较弱。

2. 受注入划拨土地和会计科目调整的影响，公司的非流动资产占比提高。公司流动资产中应收类账款占比较高，存在一定的回收风险。整体看，公司资产流动性较弱。
3. 随着公司在建及拟建项目的持续投入，未来公司存在一定的资本支出压力以及外部筹资压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年9月
现金类资产(亿元)	4.65	6.31	4.55	10.13
资产总额(亿元)	79.67	143.06	141.45	170.95
所有者权益(亿元)	29.29	81.87	82.71	84.34
短期债务(亿元)	8.33	7.39	6.78	18.96
长期债务(亿元)	26.09	32.04	32.35	42.31
全部债务(亿元)	34.42	39.43	39.13	61.27
营业收入(亿元)	21.04	28.95	26.42	23.46
利润总额(亿元)	0.48	1.09	1.15	0.65
EBITDA(亿元)	2.08	2.88	3.59	--
经营性净现金流(亿元)	-10.26	2.79	4.89	-3.15
现金收入比(%)	103.98	96.24	106.60	111.60
营业利润率(%)	15.80	10.45	17.78	13.23
净资产收益率(%)	0.75	1.00	1.09	--
资产负债率(%)	63.24	42.77	41.53	50.66
全部债务资本化比率(%)	54.03	32.51	32.11	42.08
流动比率(%)	290.66	252.63	158.60	159.37
速动比率(%)	176.53	156.94	135.19	137.12
经营现金流动负债比(%)	-44.85	10.05	19.34	--
现金短期债务比(倍)	0.56	0.85	0.67	0.53
EBITDA 利息倍数(倍)	1.32	1.11	2.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.56	13.68	10.89	--

公司本部（母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年9月
资产总额（亿元）	32.59	85.61	87.69	106.63
所有者权益（亿元）	3.49	57.44	57.78	58.39

全部债务(亿元)	27.88	26.41	28.39	44.52
营业收入(亿元)	1.22	1.05	2.51	1.59
利润总额(亿元)	-0.26	1.24	0.61	0.00
现金收入比(%)	126.37	114.54	74.93	47.49
资产负债率(%)	89.28	32.91	34.11	45.24
全部债务资本化比率(%)	88.86	31.50	32.95	43.26
流动比率(%)	1017.58	647.51	415.01	275.93
速动比率(%)	1017.10	647.04	364.82	255.04
经营现金流动负债比(%)	-545.75	74.01	1.47	--
现金短期债务比(倍)	0.39	0.26	0.05	0.35

注：2019 年三季度财务数据未经审计；长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务及相关指标计算；部分数据数值很小，导致四舍五入后显示为 0.00

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2019/12/11	张勇 李文强	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	--
AA	稳定	2018/8/20	孙宏辰 黄琪融	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	--

注：2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由江苏银宝控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江苏银宝控股集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

江苏银宝控股集团有限公司（以下简称“公司”或“银宝控股”）成立于 1998 年 8 月，前身为江苏省银宝盐业有限公司（以下简称“银宝盐业”），系根据江苏省人民政府（苏政复〔1997〕164 号）文件，由江苏省盐业集团有限责任公司将江苏省灌东盐场、江苏省新滩盐场、江苏省射阳盐场合并组建而成的全资子公司，初始注册资本 18019.90 万元。2005 年 5 月，根据苏青办〔2004〕70 号，银宝盐业做核销资产损失的账务处理，减少注册资本 11893.72 万元。2008 年 7 月，根据苏政办函〔2007〕82 号文件，银宝盐业经江苏省人民政府批准无偿划归盐城市政府管理。2011 年 9 月，根据盐国资企〔2011〕38 号，盐城市政府以债（权）转股（权）形式对银宝盐业出资 5532.31 万元。2015 年 7 月，根据盐政发〔2015〕96 号，公司注册资本增至 20.00 亿元，同时，企业名称更为现名。2019 年 5 月 31 日，根据盐国资〔2019〕117 号文件，盐城市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“盐城市国资委”）同意公司以资本公积 18.83 亿元转入资本金，转入后公司的注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，截至 2020 年 2 月底，公司工商变更手续暂未完成。截至 2019 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，盐城市政府持有公司 100% 股权，为公司实际控制人，盐城市国资委代行出资职能。

公司经营范围：政府授权的国有资产和国有股权的经营、管理及资本运作；土地整理及开发；实业投资；资产管理；货物道路运输；货物水路运输；货物仓储（除危险化学品）；房地产开发经营；原盐、加工盐的生产、销售；盐业机械、电力、种植、养殖品的开发、制造、

加工、销售，国内贸易；土地使用权、房屋、机械设备租赁；企业管理咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年 9 月底，公司本部内设党委工作部、人力资源部、党政办公室、工会、纪委监委室、战略企划部、市场营销部、成本控制部、法务风控部、企业运营部、应急管理办、财务部、审计部、招商发展部等 14 个职能部门；截至 2019 年 9 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 34 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 141.45 亿元，所有者权益 82.71 亿元（含少数股东权益 4.17 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 26.42 亿元，利润总额 1.15 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 170.95 亿元，所有者权益 84.34 亿元（其中少数股东权益 4.43 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 23.46 亿元，利润总额 0.65 亿元。

公司注册地址：江苏省盐城市人民南路 1 号华邦东厦 2 幢 17 楼；法定代表人：王强。

二、本期中期票据概况

公司于 2019 年注册了总规模为 8 亿元的中期票据，本期拟在注册额度内发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）4 亿元，期限为 3 年。本期中期票据采用固定利率按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付，募集资金全部用于偿还公司及子公司有息债务。

本期中期票据由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”）提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,全球动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增长进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行,全年GDP同比增长6.1%(见表1),为2008年国际金融危机以来之最低增速;其中第一季度GDP同比增长6.5%,第二季度同比增长6.3%,第三季度和第四季度同比增长均为6.0%,逐季下滑态势明显。

表1 2016-2019年中国主要经济数据
(单位:万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1

注: 1. 增速及增幅均为同比增长情况; 2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价; 3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率, GDP为不变价规模
数据来源: 联合资信根据国家统计局和wind数据整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态, 对外贸易总额同比减少。2019年, 社会消费品零售总额同比增长8.0%, 较上年下滑1.0%, 其中网上零售额10.6万亿元, 同比增长16.5%。全国固定资产投资(不含农户)同比增长5.4%, 比上年低0.5个百分点。从主要投

资领域看, 制造业投资增速为3.1%, 比上年低6.4个百分点, 其中12月有所回升; 基础设施投资增速为3.8%, 增速与上年持平; 房地产投资增速为9.9%, 比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%, 比上年回落4.0个百分点; 国有投资增速为6.8%, 比上年高4.9个百分点。2019年, 货物进出口总额31.54万亿元, 同比增长3.4%, 增速比上年回落6.3个百分点。其中, 出口增长5.0%, 进口增长1.6%。进出口相抵, 顺差2.92万亿元, 同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长38.8%、14.1%、-10.7%和0.4%, 对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元, 增长10.8%。

工业生产较为低落, 服务业较快发展。

2019年, 国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%, 占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%, 增速较上年同期回落0.6个百分点; 工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%, 此后降幅有所收窄, 但一直为负增长, 工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长9.4%, 其中, 战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%; 规模以上服务业企业营业利润同比增长3.5%。2019年12月份, 服务业业务活动预期指数为59.1%, 增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升, 生产价格同比下降。2019年, 居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.9%, 涨幅比上年扩大0.8个百分点, 其中猪肉价格上涨较快, 全年同比上涨42.5%。食品价格全年上涨9.2%, 涨幅比上年提高7.4个百分点; 非食品价格上涨1.4%, 涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%, 涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年, 工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降0.3%, 比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数(PPIRM)同比下降

0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模减税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，

引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政

部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对2020年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的50%给予贴息。2月中下旬以来，财政部会同人保部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低了OMO操作利率和MLF操作利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10bp，5年期报价4.75%，下调5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3—4日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金1.7万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行

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

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

（2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地

方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10

月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投债券相关的主要政策

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

中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

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

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

2. 区域经济环境

公司主要经营区域为江苏省盐城市，其发展受区域经营环境影响较大。近年来，盐城市经济平稳发展但增速趋缓；一般公共预算收入逐年增长，其中税收收入占比较高，公共预算收入质量较好；政府性基金收入占比逐年上升，成为盐城市综合财力的重要补充。

盐城市地处江淮平原东部，江苏省沿海地区中部，长三角辐射范围内，东临黄海，是江苏沿海生态城市、新兴工商业城市和长三角地区会员城市。

盐城市交通便利，拥有公路、铁路、水路和航空立体交通运输网络。盐城市周边主要高速包括盐靖高速、沈海高速和盐淮高速。盐城

南洋机场和盐城大丰港区、滨海港区是国家一类开放口岸，盐城市是同时拥有空港、海港两个国家一类开放口岸的地级市，盐城空港开通国际、国内航线30条。

盐城市拥有较强的滩涂资源优势，城市沿海滩涂面积4553平方千米，占全省沿海滩涂面积的67%。目前，盐城市周边可供开发的沿海滩涂面积合计1300平方公里。

盐城市拥有海岸线总长为582公里，占全省海岸线总长度的61%。城市沿岸有陈家港区、大丰港区、滨海港区及射阳港区等主要港区口岸，其中大丰港为国家对外开放一类口岸，陈家港为国家二类口岸。

产业方面，盐城市拥有汽车、机械、纺织和化工等四大支柱产业。江苏悦达集团有限公司、东风悦达起亚汽车有限公司、江苏江淮动力股份有限公司等企业在江苏省和同行业都占有重要地位。

根据《盐城市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2017—2019年，盐城市实现地区生产总值分别为5082.7亿元、5487.1亿元和5702.3亿元，按可比价格计算，同比增长率分别为6.8%、5.5%和5.1%。2019年，盐城市第一产业实现增加值619.9亿元，比上年增长2.9%；第二产业实现增加值2371.6亿元，比上年增长3.2%；第三产业实现增加值2710.8亿元，比上年增长7.5%；产业结构持续优化，三次产业增加值比例调整为10.9:41.6:47.5，人均地区生产总值达79149元（按2019年年平均汇率折算约11473美元），比上年增长5.3%。2019年底，盐城市常住人口720.89万人，城镇化率64.9%，比上年提高0.87个百分点。

2019年，盐城市固定资产投资增长4.9%，其中，项目投资同口径增长6.9%。投资结构进一步优化，全市第一产业投资同口径增长2.5%，第二产业投资同口径增长4.7%，第三产业投资同口径增长5.3%。2019年，盐城市工业投资同

口径增长 4.8%，高于全省平均水平 0.9 个百分点，其中高技术制造业投资占工业投资比重达到 19.3%，比去年同期提高 6 个百分点。2019 年，盐城市房地产开发投资 426.2 亿元，比上年下降 6.3%。

根据 2017—2018 年《关于盐城市预算执行情况和预算草案的报告》以及《盐城市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，全市实现一般公共预算收入分别为 360.00 亿元、381.00 亿元和 383.00 亿元。盐城市税收收入占一般公共预算收入的比重分别为 75.00%、80.1%和 77.00%。

根据《关于盐城市预算执行情况和预算草案的报告》，2016—2018 年，盐城市一般公共预算支出分别为 732.53 亿元、753.97 亿元和 845.71 亿元。政府性基金收入是盐城市财政收入的另一重要来源，2016—2018 年，盐城市分别实现政府性基金收入 142.50 亿元、303.40 亿元和 350.83 亿元；政府性基金支出 179.36 亿元、369.07 亿元和 437.89 亿元。

2018 年，盐城市地方政府债务限额 1037.00 亿元，其中一般债务限额 605.00 亿元，专项债务限额 432.00 亿元。截至 2018 年底，盐城市地方政府债务余额 1015.41 亿元，其中一般债务余额 586.34 亿元，专项债务余额 429.06 亿元。

五、基础素质分析

公司系盐城市政府出资设立的国有独资企业，主要从事农业基础设施建设、现代农业产业与盐业生产销售等业务，得到了盐城市政府在资金、资产注入及财政补贴方面的支持。

1. 股权状况

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 20 亿元，盐城市政府持有公司 100% 股权，盐城市国资委代行出资人职责，公司实际控制人为盐城市政府。

2. 企业规模和竞争力

公司作为盐城市政府出资成立的国有独资企业，主要经营现代农业产业、农业基础设施建设及盐产品加工与销售。公司利用丰富的沿海滩涂资源，业务发展逐渐呈现多元化趋势：从传统的盐产品加工与销售，延伸到现代高效农业、农业基础设施建设、三农经济扶持等领域。

农业基础设施建设及施工方面，公司子公司江苏盐城水利建设有限公司（以下简称“盐城水建”）具有水利水电工程施工总承包壹级、通航建筑工程专业承包壹级、地基与基础工程专业承包和桥梁工程专业承包等资质，公司业务范围涵盖江苏、上海、广州、四川、青岛、河北等各省，建设内容主要为农田水利、防洪排涝、土地复垦等工程项目。盐产品方面，除公司外，江苏省内主要制盐企业还有江苏省盐业集团有限责任公司、江苏省金桥盐业集团有限公司（为加快苏北建设，江苏省政府将隶属于省盐业集团的江苏省银宝盐业有限公司和江苏省金桥盐业有限公司分别无偿划转给盐城市政府和连云港市政府管理）。

3. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司共有高级管理人员 8 人，包括董事长兼总经理 1 人、副总经理 3 人、总会计师 1 人、纪委书记 1 人、党委工作部长 1 人、财务部部长 1 人。

王强先生，1965 年 3 月出生，研究生学历。1982 年 12 月参加工作，曾任阜宁县工商银行信贷员、副股长、股长，滨海县工商银行行长助理、副行长、行长，阜宁县工商银行行长，阜宁县财政局副局长，阜宁经济开发区副主任（主持工作）、主任、工委副书记，阜宁县委常委、常务副县长、副书记，阜宁县委办主任。2019 年 1 月起任公司党委书记、董事长、总经理。

2019 年 12 月 3 日，根据盐委组〔2019〕371 号文件，尹同阳同志任公司总经理。

尹同阳先生, 1981年3月出生, 研究生学历。2003年7月参加工作, 曾任大丰市新丰镇办事员、共青团大丰市委青工部副部长、共青团大丰市委副书记、共青团大丰市委书记、共青团盐城市委副书记、党组成员、盐城市亭湖区人民政府副区长、共青团盐城市委书记、党组书记。现任江苏银宝控股集团有限公司党委副书记、总经理、董事。

截至2019年9月底, 公司本部拥有在职员工90人。按学历结构分, 拥有本科及以上学历的59人、大专及以下学历的31人; 按年龄分, 50岁及以上的25人, 30~50岁的47人, 30岁及以下的18人。

总体看, 公司高级管理人员管理经验较丰富, 员工素质可以满足目前的经营发展要求。

4. 外部支持

公司成立以来, 得到了盐城市政府在资金、资产注入及财政补贴方面的支持。

资本金注入

2011年9月, 盐城市政府以债(权)转股(权)形式对银宝盐业出资5532.31万元。

2019年5月31日, 根据盐国资〔2019〕117号文件, 盐城市国资委同意公司以资本公积18.83亿元转入资本金, 转入后公司的注册资本和实收资本均为20亿元。

资金支持

2014年12月, 根据《盐城市财政局关于盐城市农业水利发展投资集团有限公司专项应付款转增资本公积的批复》(盐财预〔2014〕45号), 盐城市财政局将拨付的7234.33万元转增资本公积。

2015年, 公司获得盐龙湖项目拨款、盐城市财政局优质稻米生产基地项目拨款、上老湖闸拆迁工程以及准盐北路工程项目拨款分别为2770.00万元、185万元、1124.00万元和100.00万元; 2016年, 公司获得盐城市财政局盐龙湖拨款、电力分公司低压维护费和矿卤工程补偿款分别为812.45万元、705.66万元和5500.00万

元; 2017年, 公司获得低压维护费468.26万元、射阳河口生态修复工程项目拨款88.20万元; 2018年, 公司获得低压维护费529.26万元和废弃盐田农牧结合拨款180.00万元; 2019年1—9月, 公司获得射阳河口生态修复工程项目拨款30.13万元, 全部计入公司“专项应付款”科目。

资产注入

2017年5月19日, 根据盐城市政府《盐城市人民政府专题会议纪要》第22号文, 指出公司是盐城市唯一一家以农业为主营产业的市属国有企业, 将射阳盐场规划调整到位的3万亩国有划拨建设土地, 根据渔村建设的规划功能及实施进度逐步变更为出让土地; 另外6.17万亩国有划拨采矿用地, 按规范程序进行评估, 将资产注入公司。据此, 公司按照盐城市国资委要求进行清产核资, 按清查结果, 并经盐城市国资委批准, 公司将位于盐城市射阳县境内性质为国有划拨用地、面积7.68万亩、总地价为53.78亿元的土地资产进行账务调整, 增加公司资本公积。

2019年, 根据盐城市人民政府常务会议2019年第4号会议纪要、中共盐城市委常委会〔2019〕第12期会议纪要、盐财资〔2019〕5号文件以及公司苏银集〔2019〕26号文件等, 原分别由市粮食局、林业局、农开局等部门管理的盐城市禾和粮食储运有限公司等9户涉农企业无偿划入公司, 截至2019年9月底, 上述9家涉农企业中已有3家公司纳入公司合并范围, 增加资本公积0.68亿元。

财政补贴

2016—2018年以及2019年1—9月, 公司分别获得政府补助0.05亿元、0.08亿元、0.03亿元以及0.30亿元, 体现在“营业外收入”或“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据企业提供的中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码: G1032090200002620J), 截至2020年2月26日, 公司本部已结清信贷

记录中存在 2 笔欠息，分别产生于 2003 年 11 月以及 2012 年 9 月，根据企业提供的说明，上述 2 笔欠息均系操作失误导致，事后均偿还，不属于恶意欠息。除上述 2 笔欠息之外，公司本部无其他已结清和未结清的不良信贷信息记录。

六、管理分析

公司根据相关规定和实际需要建立和完善法人治理体系，并依照业务发展和管理需要制定了相应的管理制度。总体看，公司法人治理结构基本完善，内部管理制度较健全，能够满足日常经营管理需求。

1. 法人治理结构

公司依照《公司法》及其他有关法律和法规的规定制订了《江苏银宝控股集团有限公司章程》，建立并规范了公司治理结构。

公司设董事会，董事会由八名董事组成，其中外部董事一名，职工董事一名。董事会成员由市国资委按干部管理权限和程序委派，其中，非职工董事由市国资委按干部管理权限和程序委派，职工董事由公司职工代表大会或其他民主形式选举产生。董事会每届任期三年。董事会设董事长一人，可以设副董事长。董事长、副董事长由市国资委按干部管理权限和法定程序在董事会成员中指定。董事会设立战略规划委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会，对公司重大决策提出审议、评价和咨询意见，为董事会决策提供建议。

公司设监事会，监事会成员由五人组成，其中职工监事二名。非职工监事成员由市国资委委派，职工监事由公司职工代表大会或其他民主形式选举产生。监事会设主席一人，由市国资委按干部管理权限和法定程序在监事会成员中指定。

公司设总经理一人，副总经理三名。公司董事会成员经批准可以兼任总经理、副总经理。

总经理、副总经理及其他高级管理人员按规定程序由董事会聘任或解聘。

2. 管理水平

公司内设党委工作部、人力资源部、党政办公室、工会、纪委监察室、战略企划部、市场营销部、成本控制部、法务风控部、企业运营部、应急管理办、财务部、审计部、招商发展部等14个职能部门，并针对财务管理、投融资管理、对外担保管理及资产管理等方面制定了相应的管理制度。

财务管理方面，为适应公司经营管理的需要，理顺财务管理关系，明确财务人员的职责、强化财务管理的功能，提高公司的整体经济效益，促进公司长期稳健发展公司制定了财务管理体系、会计内部控制制度、预算管理制度、资金管理制度、费用报销管理办法、资产管理办法、财务档案管理及保密等制度。

投融资管理方面，为降低投资及融资风险，提高投资效益，公司相关职能部门起草投资方案，公司党委会研究通过后，报董事会批准，董事会（必要时）可组织有关专家、专业部门进行评审，报市国资委审批或者备案；公司参股子公司的投资，根据其投资金额及参股比例，折算后形成相应决策意见，并通过本公司委派的董事在该公司董事会上行使表决权；发行股票或债券的方案，由公司党委会审议初步方案，经董事会批准，并报股东审批。

对外担保方面，公司对外担保应当遵循合法、审慎、互利、安全的原则，严格控制担保风险。公司为对外提供担保，应当采取反担保等必要的措施防范风险，反担保的提供方应具备实际承担能力。

资产管理方面，公司对授权范围内的国有资产承担保值增值责任。在人员安排上，公司按规定委派和推荐全资子公司、控股子公司的法定代表人，向参股企业派驻股权代表，并对全资和控股子公司外派董事或监事；在资产运营上，公司结合自身实际，全面实行资产经营

责任制。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事农业基础设施建设、现代农业产业与盐业的生产与销售等业务。近年来，公司主营业务收入波动中有所增长，主营业务毛利率波动中有所下降。

2016—2018 年，受农业基础设施建设收入波动增长的影响，公司主营业务收入波动中有所增长，年均复合增长 10.17%，2018 年为 24.19 亿元。从构成看，农业基础设施建设和现代农业产业为公司最主要收入来源，2018 年以上两个板块收入分别占主营业务收入的 70.28% 和 11.33%。2016—2018 年，公司农业基础设施建设业务收入波动中有所增长，近三年在营业收入中比重均在 60% 以上，为公司的核心业务。同期，公司现代农业收入有所下降，分别为 3.43 亿元、2.75 亿元和 2.74 亿元。盐业生产销售业务是公司的传统业务，2016—2018 年收入规模逐年增长，年均复合增长 33.33%，其中 2018

年为 2.24 亿元。公司其他主营业务收入主要包括自有土地对外承包的发包费收入（主要用于农业种植或水产养殖）、超市收入、酒店收入、电力销售收入以及售房收入等，近三年收入规模有所波动，分别为 2.18 亿元、1.78 亿元和 2.21 亿元。

毛利率方面，2016—2018 年，公司主营业务毛利率波动中有所下降，分别为 14.40%、9.82% 和 13.97%，主要系农业基础设施建设收入以及盐业生产销售收入占比提升且毛利率下降所致。从各板块看，农业基础设施建设业务毛利率较低且呈下降趋势，主要受市场环境的影响，水利工程施工业务的竞争加剧，公司对外投标报价中标价降低，同时，公司自营项目收入下降，挂靠项目数量较多，挂靠项目毛利率较低，从而影响了业务整体毛利率，2018 年为 3.85%；现代农业产业业务毛利率持续增长，2018 年为 43.36%。2018 年，盐业生产销售业务毛利率大幅降至 12.33%，主要系盐业体制改革，公司销售策略变化所致。

2019 年 1—9 月，公司实现主营业务收入 21.69 亿元，主营业务毛利率为 9.76%。

表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农业基础设施建设	13.05	65.51	6.54	21.41	76.56	2.06	17.00	70.28	3.85	13.45	62.01	5.27
现代农业产业	3.43	17.20	30.14	2.75	9.82	40.58	2.74	11.33	43.36	5.86	27.02	7.29
盐业生产销售	1.26	6.33	35.93	2.03	7.25	21.91	2.24	9.26	12.33	1.05	4.84	18.44
其他主营业务	2.18	10.96	24.23	1.78	6.37	41.76	2.21	9.14	57.07	1.33	6.13	59.01
合计	19.93	100.00	14.40	27.96	100.00	9.82	24.19	100.00	13.97	21.69	100.00	9.76

资料来源：联合资信根据审计报告及公司提供的资料整理

2. 业务经营分析

（1）农业基础设施建设

公司农业基础设施建设板块主要包括水利工程施工、委托代建及其他相关业务，委托代建项目以实际发生的建设成本为基准向政府或相关单位收取一定代建费，水利工程施工业务采用市场化的公开招投标获取相关项目。近年来，公司农业基础设施建设业务收入波动中有所增长，随着水利工程施工项目的逐步推

进，公司未来存在一定的投资压力。

公司水利工程施工业务由子公司盐城水建负责，采取公开招投标模式进行运作，盐城水建具有水利水电工程施工总承包壹级、通航建筑工程专业承包壹级、地基与基础工程专业承包和桥梁工程专业承包等资质，除承担盐城市市政项目外，还可对外承接其他类型建筑工程；另有部分项目是由子公司盐城市农业水利发展集团有限公司（以下简称“农水投资”）进行

的委托代建。

委托代建

农水投资接受政府或相关单位委托，组织资金进行基础设施委托代建业务并收取代建费。在代建过程中，由于项目多具有公益性，项目结算是以实际发生的建设成本为基准，代建费率较低。2016—2018年，公司未实现基础设施项目代建收入。

公司的委托代建项目主要是盐龙湖工程项目，该项目系2009年3月根据盐城市政府会议纪要（第26号），明确由农水投资作为投资主体和实施主体建设的改善盐城市区水源水质的民生工程；根据盐城市人大常委会文件（盐人发〔2009〕8号），盐城市人大常委会同意将盐龙湖工程建设项目贷款2亿元分年度列入财政预算。截至2018年底，盐龙湖工程期末余额8.08亿元，计入“其他非流动资产”科目。

根据2018年11月12日，盐城市国资委出具的《关于盐龙湖工程回款的情况说明》，截至2018年10月底，盐龙湖工程主体工程已基本完工，实际投资额为8.10亿元，但由于政府规划调整，此项目一直未能进行竣工结算。根据公

司申请，盐城市国资委将尽快协调政府相关部门，对该工程情况进行核实，尽早完成竣工结算，拟定于2021年前完成该工程的回款任务，回款方式将不限于现金回款、资产置换等，总回款金额不低于审计后的实际总投资额。

水利工程施工

盐城水建通过公开招投标，获取工程建设项目；对于此类项目，一般业主都拨付项目启动资金，后期随项目进度拨付工程款项，项目完工决算后，留有10%左右的工程质保金。在公司取得中标合同后，中标总价和工程实际支出部分的差额即为项目毛利润，对于不同项目，公司毛利率有所波动。

2016—2018年以及2019年1—9月，公司水利工程施工合同数量分别为136个、113个、90个以及57个，合同金额分别为20.48亿元、25.47亿元、22.04亿元以及14.50亿元。

截至2019年9月底，公司水利工程施工业务的在建工程项目总投资额为17.20亿元，其中已投资11.21亿元，尚需投资5.99亿元，未来存在一定的投资压力。

表4 截至2019年9月底公司在建工程项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资额
武隆乌江河洪水治理防洪堤3标	9840.89	12518.91
江苏省江河支流治理新洋港整治工程亭湖区境内工程施工II标	8396.32	5876.69
张家港干河闸站改建工程	7432.10	4708.09
江河支流治理新洋港整治（亭湖区境内）广场施工I标段	7026.18	5176.47
大丰市2017年度城市河道整治工程施工	6719.34	5313.89
安徽省淮河流域西淝河等沿淮洼地治理应急工程淮南市高塘湖泵站施工标	6533.00	7109.92
梁滩河沙坪坝段水环境综合治理项目一期(万达文旅城人工湖和河道改道工程)3标段	6000.00	2413.83
江苏省江河支流治理新洋港整治工程盐都区境内工程施工II标	5968.13	5589.10
盐城市六支河西闸站、中岗河南闸站土建及安装工程施工	4899.03	3248.06
石柱县龙河城区水堤防及水环境综合整治工程5标段	4787.62	3223.89
灾后水利薄弱环节建设项目高邮市横泾河上段整治工程施工标	4750.76	3078.97
盐城市串场河新兴闸站土建及安装工程施工	4669.39	1924.60
其他	94992.29	51867.71
合计	172015.06	112050.13

资料来源：公司提供

截至2019年9月底，公司水利工程施工业务的在建工程项目总投资额为8.08亿元。

表5 截至2019年9月底公司拟建工程项目情况
(单位：万元)

项目	总投资
产业配套码头港池疏浚项目准备工程四标段	15390.80

莞宣机场防洪排涝及水系整治近期工程施工D标段	6355.50
盐城市亭湖区西湖河整治工程施工	6327.90
宿迁市黄河故道后续工程施工7标	5760.77
苏州高新区河道整治工程（前进河、龙塘河段）	4921.02
兵团南疆大中型灌区骨干工程节水改造项目第三师前海灌区中干渠防渗改建工程二标段	4519.70
如东县江海中型灌区节水配套改造项目施工I标	1177.96
其他	36300.97
合计	80754.62

资料来源：公司提供

(2) 现代农业产业

公司现代农业产业板块围绕滩涂产业展开，目前主要包括饲料业务、农业小额贷款业务及农产品销售业务。近年来，受水产品销售收入规模下降的影响，公司现代农业产业收入逐年下降。

2016—2018 年，公司现代农业板块收入逐年下降，年均复合下降 10.62%。2018 年，公司现代农业板块实现收入 2.74 亿元，同比下降 0.36%，主要系水产品销售收入规模下降所致；毛利率水平有所提升，为 43.36%，同比提升 2.78 个百分点。

2019 年 1—9 月，公司现代农业板块收入 5.86 亿元，毛利率大幅下降至 7.29%，主要系毛利率较高的贷款业务以及农产品直销收入下降所致。

饲料业务

公司的饲料销售业务由控股子公司江苏银宝生物科技股份有限公司（以下简称“银宝生物”）负责，主要从事普通淡水鱼饲料和特种水产饲料的研发、生产和销售。

原材料采购方面，公司采用“集中采购为主、零星采购为辅”的采购模式，采购的种类包括豆粕、菜粕、棉粕、鱼粉、猪肉粉、小麦和饲料添加剂等。从原材料采购情况看，2016—2018 年，公司水产饲料主要原材料采购量波动中有所下降，年均复合下降 6.43%；2018 年公司水产饲料主要原材料采购量为 2.11 万吨，同比增长 64.98%，主要系小麦、豆粕和米糠的采购量增加所致。

产销方面，公司采用“合理库存+以销定产”的生产方式运作，销售模式以直销为主，经销为辅，水产饲料主要销售区域涵盖江苏苏北及沿江地区，包括：盐城、南通、扬州、泰州、徐州、宿迁、连云港等地。2016—2018 年，公司水产饲料生产销售收入呈上升趋势，分别为 1.38 亿元、1.53 亿元和 1.42 亿元。2018 年公司水产饲料生产销售收入同比下降 7.19%；2018 年，水产饲料销量为 3.84 万吨，同比下降 6.11%；水产饲料平均销售价格为 3721.40 元/吨，较上年小幅下降。2018 年饲料销售业务毛利率为 18.73%，同比增长 2.46 个百分点。

表 6 公司水产饲料主要采购原材料情况（单位：吨、元/吨）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价
棉粕	3121.03	2548.23	3377.34	2992.84	3591.53	2665.77	4319.84	2627.64
小麦	5043.44	1938.85	2363.58	2432.42	5200.65	2310.44	1402.66	2291.79
菜粕	7101.56	2514.17	5124.40	2566.02	4381.64	2416.38	2993.41	2340.00
豆粕	5608.43	2819.82	710.30	2931.87	3987.85	3025.97	3286.09	2860.83
米糠	3182.07	1679.00	1200.56	1779.27	3900.47	1893.11	943.95	1762.37
合计	24056.53	--	12766.18	--	21062.14	--	12945.95	--

资料来源：公司提供

农产品销售

公司农产品销售业务包含销鱼收入及水稻收入。公司淡水鱼养殖下设兴阳、旺阳、发阳、达阳四个生态养殖服务区，品种有草鱼、鲫鱼、淡水鲈鱼等十多个品种，并形成了鱼、虾、蟹等良种繁育体系，销售区域主要为广东（环球水产市场、新塘水产市场、增城水产市场）、杭州（勾庄水产市场）和上海（沪太路水产市场）。公司水产品养殖主要是由参股公司江

苏盐阜银宝水产养殖有限公司（以下简称“盐阜养殖”）负责，另有射阳盐场进行少量工业化养殖的尝试；除公司化的养殖外，公司上述四个生态养殖服务区中，大量面积承包给当地养殖户，并收取承包费。盐阜养殖、养殖户及工业化养殖的产品产出后，部分由子公司江苏盐阜银宝水产发展有限公司（以下简称“盐阜水产”）进行对外销售，但由于盐阜水产公司于 2016 年 9 月涉及法律诉讼（借款合同纠纷，诉

讼标的金额 2000.00 万元)，银行账户被冻结导致无法正常经营，水产品的销售转而大部分由参股的盐阜养殖自行负责。

2016—2018 年，公司水产品销售收入快速下降，年均复合下降 80.60%，分别为 7325.79 万元、1733.31 万元、275.58 万元；业务毛利率分别为-5.82%、1.29%和-0.13%，主要系盐阜水产公司因法律诉讼导致无法正常经营所致。

农业小额贷款

子公司盐城市亭湖区顺泰农村小额贷款股份有限公司（以下简称“顺泰农贷”）主要从事面向“三农”发放小额贷款、提供融资性担保等业务，客户群体主要为涉农小微企业、农村个体工商户及农户等。

收入构成方面，小额贷款业务收入是顺泰农贷最主要的收入来源，另有小部分开鑫贷业务收入、小微企业私募债业务收入及委托贷款业务收入。

盈利模式方面，小额贷款业务主要为利差盈利模式，即顺泰农贷以高于融资成本的利率发放贷款，从利息差额中获得收入。开鑫贷和小微企业私募债业务适用担保费收入盈利模式：公司作为担保人，开展开鑫贷业务、小微企业私募债业务等创新性中间业务，运用信用杠杆为客户提供信用增级，收取担保费收入，作为手续费及佣金收入入账。

2016—2018年，顺泰农贷营业收入分别为0.36亿元、0.09亿元和0.15亿元，净利润分别为0.22亿元、-0.34亿元和0.27亿元，顺泰农贷2017年净利润为负值，主要为当期提取了较多的坏账准备；2018年顺泰农贷将部分坏账进行了打包出售给第三方而收回部分资金；同期，顺泰农贷发放小额贷款金额分别为3.51亿元、1.19亿元和0.36亿元，占当期发放贷款总额的比重分别为44.53%、85.63%和78.12%。截至2019年9月底，顺泰农贷小额贷款余额为1.45亿元。

（3）盐业生产销售

公司拥有江苏省制盐许可证，是江苏省食用盐定点生产厂家，公司凭借沿海良好的土地资源，生产原盐和加工盐。近年来，受盐业体

制改革以及公司销售策略变化的影响，公司盐业生产销售业务收入规模逐年增长，但毛利率逐年下降。

盐业生产销售业务是公司的传统业务，由控股子公司江苏银宝盐业有限公司、江苏银宝东昇制盐有限公司和江苏银兴物流有限公司负责。

原材料方面，公司配合生产所需要的原料主要是工业盐和日晒盐。采购流程如下：一方面，对于食用盐原料，公司现在原料盐的主要供应商是江苏银宝东昇制盐有限公司（以下简称“东昇制盐”），在年初与东昇制盐签订全年采购合同；另一方面，对于工业盐原料，公司还会选择与符合公司工业盐销售标准且价格合理的供应方签订采购合同，工业盐供应商主要是山东供应商。

销售方面，2016 年，公司盐产品主要销售给江苏省盐业集团有限公司（以下简称“盐业集团”）。盐业集团负责管理江苏省食盐市场，并分配协调省内食用盐市场产销量，公司在江苏省内食盐销售按照盐业集团下达的计划执行，价格执行政府指导价。

自 2017 年食盐市场全面放开后，公司的销售模式按区域分为江苏省内和江苏省外。其中，在江苏省内的销售模式是通过与盐业集团签订协议，进行订单式销售；江苏省外的销售模式是自主销售，销售区域包括上海、海南、浙江、安徽以及吉林等地。

表 7 公司盐产品产销情况（单位：万吨）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1—9月
盐产品总产量	19.71	24.45	25.32	27.88
盐产品总销量	24.40	90.05	100.27	34.75

资料来源：公司提供

随着盐业体制改革，公司为了扩大市场范围并争取市场份额，主动降低加工盐售价；同时，公司依托自身的销售渠道，采取转手销售模式，赚取差价，增加了原盐的销售量。2016—2018 年，公司盐业销售收入分别 12610.44 万元、20263.97 万元和 22430.57 万元，分别占当期营业收入的 5.99%、7.00%和 8.49%。

销售毛利润分别为 4531.42 万元、4439.61 万元和 2764.95 万元，业务毛利率分别为 35.93%、21.91%和 12.33%。盐业销售业务毛利率逐年下降的原因是近年来工业盐行业产能过剩，原盐平均售价受下游需求减少的影响大幅下降，而公司原盐销售占比逐年提高以及原盐中外购盐占比增加；同时，食盐市场全面放开后，公司为抢占市场，主动降低了食盐产品售价。

从盐业生产销售类别来看，2018 年公司原盐销量为 90.66 万吨，同比增长 58.50%，销售

单价为 184.61 元/吨，同比上涨 40.17%，主要系公司销售的单价较低的大包装腌制盐等较上年大幅减少所致。以食用盐为主的加工盐需求波动较大，2018 年加工盐销量为 9.61 万吨，同比下降 70.75%。

2019 年 1—9 月，公司实现盐业生产销售收入 1.05 亿元，毛利率为 18.44%，主要系销售单价较高的省外销量增加以及加工盐销量占比上升所致。

表 8 公司盐业销量和单价情况（单位：万吨、元/吨）

类别	2016年		2017年		2018年	
	销量	单价	销量	单价	销量	单价
加工盐	10.62	887.77	32.85	387.49	9.61	592.48
原盐	13.78	231.04	57.20	131.70	90.66	184.61
总计	24.40	--	90.05	--	100.27	--

资料来源：公司提供

（4）其他主营业务

公司其他主营业务收入主要包括自有土地对外承包的发包费收入（主要用于农业种植或水产养殖）、超市收入、酒店收入、电力销售收入以及售房收入等。2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司其他主营业务收入规模有所波动，分别为 2.18 亿元、1.78 亿元、2.21 亿元和 1.33 亿元。2018 年公司其他业务收入同比增长 24.16%，主要系电力销售收入大幅增长所致。公司其他业务收入总体占比不大，但毛利率较高，对公司利润形成良好补充。

3. 未来发展

2019 年以来，根据盐城市委、市政府对公司“担当农字头，做足盐文章”定位要求，公司将按照“围绕上市目标、聚焦农业主业，打造为农平台、全面转型发展”的思路，以农业、盐业为主业发展方向，全力以赴推进好农业基础开发、农业科技研发、农业推广应用、农业购销贸易、大宗农副产品交易、农业产业投资等工作，着力打造高端盐业、现代农业示范、农产品精深加工、高标准农田示范种植、盐城农产品品牌创塑、全市优质农产品接轨上海等工作。未来，公司将逐步跻身至农业产业化国家龙头企业 50 强，成为盐城市农业五星级

企业。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报表，江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年三季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 9 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司有 34 家。其中，2017 年底减少 1 家子公司；2018 年底新增 2 家子公司，减少 1 家子公司；2019 年 9 月底，公司合并范围较 2018 年底增加 5 家子公司（其中 3 家属于政府划转，2 家属于投资设立）。总体看，合并范围新增子公司规模较小，对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2018 年底，公司资产总额 141.45 亿元，所有者权益 82.71 亿元（含少数股东权益 4.17 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 26.42 亿元，利润总额 1.15 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 170.95 亿元，所有者权益 84.34 亿元（其中少数股东权益 4.43 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 23.46 亿元，利润总额 0.65 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模呈上升趋势，受划拨用地注入以及科目调整的影响，公司资产结构逐步变为以非流动资产为主。公司流动资产中，应收类账款占比较高，存在一定的回收风险。整体看，公司资产流动性较弱，资产质量

一般。

2016—2018年，公司资产规模波动增长，年均复合增长33.25%。2018年底，公司资产总额为141.45亿元，较2017年底下降1.12%，从构成上看，流动资产占28.37%、非流动资产占71.63%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.64	5.82	6.27	4.38	4.52	3.20	10.06	5.88
应收账款	6.22	7.81	7.88	5.51	8.25	5.83	9.51	5.56
其他应收款	16.22	20.36	18.07	12.63	13.25	9.37	18.36	10.74
存货	26.12	32.79	26.53	18.54	5.92	4.19	9.38	5.49
其他流动资产	8.74	10.98	6.61	8.29	5.15	3.64	12.99	7.60
流动资产	66.52	83.49	70.05	48.97	40.13	28.37	67.17	39.29
固定资产	4.42	5.55	13.15	9.19	14.74	10.42	16.15	9.45
无形资产	0.54	0.68	54.34	37.98	54.38	38.44	54.57	31.92
其他非流动资产	3.33	4.17	2.31	2.90	28.69	20.28	28.26	16.53
非流动资产	13.15	16.51	73.01	51.03	101.32	71.63	103.78	60.71
资产合计	79.67	100.00	143.06	100.00	141.45	100.00	170.95	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2016—2018年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合下降22.33%，2018年底为40.13亿元，较2017年底下降42.71%，主要系存货大幅下降所致，主要由货币资金（占11.27%）、应收账款（占20.57%）、其他应收款（占33.03%）、存货（占14.76%）以及其他流动资产（占12.82%）构成。

2016—2018年，公司货币资金波动中有所下降，年均复合下降1.30%，2018年底为4.52亿元，较2017年底下降27.81%。2018年底，公司货币资金以银行存款为主（占97.52%），其余为少量库存现金与其他货币资金；其中，0.60亿元货币资金使用受限，占公司货币资金的13.37%。

2016—2018年，公司应收账款持续增长，年均复合增长15.18%，2018年底为8.25亿元，较2017年底增长4.77%，主要为应收工程款和饲料款。2018年底，公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为3.11亿元，其

中1年以内占63.02%，1—2年占20.26%，2年以上的占比16.72%。2018年底，公司计提坏账准备0.99亿元，计提比例10.74%。整体看，公司应收账款客户分布较分散，存在一定回收风险。

表10 2018年底公司应收账款欠款前五名情况
（单位：万元、%）

欠款单位	金额	占比
国网江苏省电力公司	11120.70	12.03
江苏盐阜银宝水产养殖有限公司	5336.48	5.77
盐城市财政局	3082.92	3.33
滨海侨宏置业有限公司	2053.15	2.22
顾明高	1831.97	1.98
合计	23425.23	25.33

资料来源：公司审计报告

公司预付款项主要为预付水利建设项目工程款项、购置固定资产预付款项和饲料原材料预付货款。2016—2018年，公司预付账款波动中有所增长，年均复合增长6.86%，2018年底为2.99亿元，较2017年底下降35.54%，主要为未结算的工程款。

2016—2018 年，公司其他应收款波动中有所下降，年均复合下降 9.60%，2018 年底为 13.25 亿元，较 2017 年底下降 26.67%，主要系往来款和对外借款规模有所减少所致。2018 年底，公司其他应收款累计计提坏账准备 1.41 亿元，计提比例为 9.60%。公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 6.65 亿元，其中 1 年内的占 13.45%，1—2 年的占 35.01%，2 年以上的占 51.54%。整体看，公司其他应收款欠款对象较为分散（包括个人、民营企业），且账龄较长，存在回收风险，对公司资金占用明显。

表 11 2018 年底公司其他应收款欠款前五名情况
(单位: 万元、%)

欠款单位	金额	占比	款项性质
江苏盐阜银宝水产养殖有限公司	23386.63	15.95	往来款
江苏高德建设投资有限公司	10627.93	7.25	借款
盐城市产业投资集团有限公司	10165.00	6.93	应收债权转让款
江苏银豪房地产开发有限公司	5441.50	3.71	借款
扬州水利建筑工程有限公司	4508.98	3.08	应收代偿款
合计	54130.04	36.92	--

资料来源：审计报告

2016—2018 年，公司存货波动中下降，年均复合下降 52.37%，2018 年底为 5.92 亿元，较 2017 年底下降 77.67%，主要系土地储备、盐龙湖工程期末余额调整计入“其他非流动资产”。2018 年底，公司存货主要由开发成本（占 72.66%）、库存商品（占 10.64%）以及原材料（占 7.46%）构成。

2016—2018 年，公司其他流动资产逐年下降，年均复合下降 23.30%。2018 年底，公司其他流动资产 5.15 亿元，较 2017 年底下降 22.14%，主要系顺泰农贷对客户贷款以及委托贷款下降所致。2018 年底，公司其他流动资产主要由顺泰农贷对客户贷款（占 22.16%）以及银行理财产品（占 64.78%）构成。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 177.60%，2018 年底为

101.32 亿元，较 2017 年底增长 38.78%，主要系其他非流动资产增长所致。2018 年底，公司非流动资产主要由固定资产（占 14.55%）、无形资产（占 53.67%）以及其他非流动资产（占 28.32%）构成。

2016—2018 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 132.10%。2018 年底，公司固定资产账面价值为 14.74 亿元，较 2017 年底增长 12.08%，主要系企业合并增加机器设备 1.25 亿元所致。

2016—2018 年，公司在建工程波动中有所下降，年均复合下降 46.55%，主要系风电项目、公司办公楼等在建工程完工结转固定资产所致。2018 年底，公司在建工程为 1.26 亿元，较 2017 年底增长 14.29%，主要系水建公司新办公大楼以及九支河绿化景观投入增加所致。

2016—2018 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 906.51%，主要系 2017 年盐城市国资委将位于盐城市射阳县境内的 7.68 万亩土地（划拨用地评估价 53.78 亿元）注入公司所致。2018 年底，公司无形资产为 54.38 亿元，较 2017 年底增长 0.07%。

2016—2018 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 193.73%，2018 年底为 28.69 亿元，较 2017 年底增加 26.38 亿元，主要系土地储备、盐龙湖工程期末余额从“存货”科目转入以及增加建湖县城房地产（2018 年 12 月 27 日公司收到江苏省盐城市中级人民法院执行裁定书，将被执行人江苏中利世纪置业有限公司名下的房地产交付公司抵偿借款债权）所致。

2019 年 9 月底，公司资产总额 170.95 亿元，较 2018 年底增长 20.85%，主要系货币资金、其他流动资产（系理财产品增加所致）以及其他应收款（主要为往来款）增加所致。构成方面，公司非流动资产 103.78 亿元（占 60.71%），占比有所下降。

2019 年 9 月底，公司受限资产为 16.66

亿元，主要为货币资金（2.47 亿元，主要为保证金以及定期存单）、应收账款（1.54 亿元，主要为借款以及融资租赁质押）、固定资产（0.89 亿元，主要为融资租赁资产）、其他非流动资产中的土地储备（11.68 亿元，主要为银行借款抵押）以及无形资产（0.09 亿元，主要为银行借款抵押），受限比例为 9.75%。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益规模持续增长，以资本公积和实收资本为主；近年来，公司有息债务规模呈大幅上升趋势，债务负担有所加重，且2020—2022年公司到期债务较集中。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，主要来自资本公积的增加。2018 年底，公司所有者权益为 82.71 亿元，主要由资本公积（占 90.04%）构成。

2016—2018 年，公司实收资本保持不变，为 1.17 亿元。

2016—2018 年，公司资本公积快速增加，年均复合增长 82.10%。2017 年，公司资本公积较 2016 年底增加 52.01 亿元，主要系盐城市国资委向公司注入土地使用权（53.78 亿元）所致。2018 年底，公司资本公积为 74.47 亿元。

2019 年 9 月底，公司所有者权益为 84.34 亿元，较 2018 年底略有上升。其中，受资本公积 18.83 亿元转入资本金的影响，公司实收资本增加至 20.00 亿元。

负债

2016—2018 年，公司负债总额波动中有所增长，年均复合增长 7.98%，2018 年底为 58.74 亿元，较 2017 年底下降 4.00%，其中非流动负债占 56.92%，流动负债占比 43.08%。

2016—2018 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 5.15%，2018 年底为 25.30 亿元。2018 年底，公司流动负债构成以应付账款（占 51.84%）、短期借款（占 26.32%）以及其他应付款（占 10.60%）为主。

2016—2018 年，公司短期借款持续下降，年均复合下降 6.97%，2018 年底为 6.66 亿元，较 2017 年底下降 6.80%，由保证借款（占 72.82%）、抵押借款（占 10.66%）、抵押+保证借款（占 9.01%）及信用+保证（占 7.51%）构成。

2016—2018 年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 11.11%，主要为农业基础设施建设中产生的应付施工单位材料款与工程款。2018 年底，公司应付账款为 13.12 亿元，较 2017 年底下降 20.43%，主要系应付材料款与工程款下降所致。

2016—2018 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长 5.05%。2018 年底，公司其他应付款为 2.68 亿元，较 2017 年底增长 29.76%，主要系往来款增加所致。

2016—2018 年，公司非流动负债规模有所增长，年均复合增长 10.28%。2018 年底，公司非流动负债 33.44 亿元，较 2017 年底下降 0.07%，主要由应付债券（占 65.17%）和长期借款（占 22.91%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长 30.57%，2018 年底为 7.66 亿元，较 2017 年底下降 8.47%。公司长期借款由抵押+质押（占 84.83%）、保证借款（占 9.79%）和信用借款（占 5.38%）构成。

2016—2018 年，公司应付债券略有增长，年均复合增长 0.44%，2018 年底为 21.79 亿元，主要为“16 银宝债”（3+2 年期、10 亿元）及“16 银宝 01”（3+2 年期、11 亿元）。根据上海证券交易所于 2017 年 9 月 4 日向公司下发的《监管警示函》，公司存在违规使用“16 银宝 01”募集资金的情形。截至本报告出具日，相关违规行为已经纠正。

2018 年，公司新增长期应付款 0.89 亿元，为公司融资租赁应付款，由于该笔款项需公司支付利息，因此本报告已将该科目计入长期债务计算。

2017 年，公司新增其他非流动负债 1.97

亿元，2018 年底为 2.00 亿元。公司其他非流动负债为棚户区改造项目借款，由于该笔款项需公司支付利息，因此本报告已将该科目计入长期债务计算。

表 12 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期债务	8.33	7.39	6.78	18.96
长期债务	26.09	32.04	32.35	42.31
全部债务	34.42	39.43	39.13	61.27
长期债务资本化比率	47.12	28.13	28.11	33.41
全部债务资本化比率	54.03	32.51	32.11	42.08
资产负债率	63.24	42.77	41.53	50.66

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

有息债务方面，2016—2018 年，公司有息债务波动中有所增长，年均复合增长 6.61%，2018 年底，公司全部债务为 39.13 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 17.33%和 82.67%，公司债务以长期债务为主。

债务指标方面，2016—2018 年，受政府注资的影响，公司资产负债率、长期债务资本化比率以及全部债务资本化比率持续下降，2018 年底分别为 41.53%、28.11%和 32.11%，公司整体债务负担较轻。

截至 2019 年 9 月底，公司负债总额 86.61 亿元，较 2018 年底增长 47.73%，主要系短期借款、应付债券以及长期应付款增长所致，其中非流动负债占 51.33%，占比较 2018 年底下降 5.59 个百分点；有息债务方面，2019 年 9 月底，公司全部债务 61.27 亿元，较上年底增长 56.60%；长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 33.41%、42.08%和 50.66%，较 2018 年底均有所上升。

2020—2022 年，公司到期债务规模分别为 21.17 亿元、15.36 亿元以 12.00 亿元，公司到期债务较集中。

4. 盈利能力

近年来，虽然公司收入规模呈上升趋势，但整体盈利能力较弱。

2016—2018 年，公司营业收入波动中有所增长，年均复合增长 12.07%，主要系水利工程施工收入增长所致。2018 年，公司实现营业收入 26.42 亿元，同比下降 8.74%。2016—2018 年，公司营业成本波动中有所增长，年均复合增长 11.45%，2018 年营业成本 21.52 亿元，同比下降 16.41%，受此影响，2018 年，公司营业利润率上升 7.33 个百分点至 17.78%。

费用控制方面，2016—2018 年，公司期间费用持续增长，年均复合增长 10.84%，2018 年为 3.23 亿元，同比增长 14.05%，主要系财务费用增长所致。近三年，公司期间费用率分别为 12.51%、9.79%和 12.24%。

2017 年，公司实现资产处置收益 1.55 亿元，同比增加 1.30 亿元，主要来自土地指标出让利得（1.39 亿元）以及土地使用权转让利得（0.16 亿元）。2018 年公司实现资产处置收益 0.27 亿元，同比大幅下降。

2016—2018 年，公司获得政府补助 0.05 亿元、0.08 亿元和 0.03 亿元，体现在“营业外收入”或“其他收益”。2016—2018 年，公司利润总额分别为 0.48 亿元、1.09 亿元和 1.15 亿元。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司总资本收益率波动中有所下降，净资产收益率持续增长，2018 年分别为 2.01%和 1.09%，公司整体盈利能力较弱。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 23.46 亿元，营业利润率为 13.23%，利润总额为 0.65 亿元。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	21.04	28.95	26.42
政府补贴	0.05	0.08	0.03
利润总额	0.48	1.09	1.15
营业利润率	15.80	10.45	17.78
总资本收益率	2.50	1.76	2.01
净资产收益率	0.75	1.00	1.09

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5. 现金流分析

近年来,公司经营活动现金流净额由负转正,收现质量较好;受在建项目持续投入的影响,公司存在一定的外部筹资压力。

经营活动方面,2016—2018年,公司经营活动现金流入波动中有所增长,年均复合增长18.11%,2018年为31.45亿元,同比下降0.96%,由销售商品、提供劳务收到的现金28.17亿元(占89.56%)与收到其他与经营活动有关的现金3.28亿元(占10.44%,主要为收回委托贷款和贷款、收到的往来款以及利息收入)构成。2016—2018年,公司经营活动现金流出逐年下降,年均复合下降10.04%,主要系支付其他与经营活动有关的现金逐年下降所致,其中2016年支付其他与经营活动有关的现金15.26亿元(主要由往来款与委托贷款构成)。2018年,公司经营活动现金流出主要由购买商品、接受劳务支付的现金23.19亿元(占87.32%)构成。近三年,公司经营活动现金流量净额逐年增长,分别为-10.26亿元、2.79亿元和4.89亿元。

从收入实现质量看,2016—2018年,公司现金收入比分别为103.98%、96.24%和106.60%,收入实现质量较好。

表14 公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	22.55	31.76	31.45
经营活动现金流出量	32.81	28.97	26.56
经营活动现金流量净额	-10.26	2.79	4.89
现金收入比	103.98	96.24	106.60
投资活动现金流量净额	-5.28	-5.07	-4.62
筹资活动现金流量净额	15.60	4.60	-1.52

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面,2016—2018年,公司投资活动现金流入规模大幅增长,年均复合增长318.61%,2018年为30.01亿元,同比增加28.04亿元,主要系收回投资(银行理财产品)收到的现金增加27.60亿元导致。2016—2018年,公司投资活动现金流出规模逐年增长,年

均复合增长122.51%,2018年为34.63亿元,同比增加27.58亿元,主要系投资支付的现金增加30.35亿元所致。2016—2018年,公司投资性净现金流分别为-5.28亿元、-5.07亿元和-4.62亿元。

筹资活动方面,2016—2018年,公司筹资活动现金流入逐年下降,分别为38.04亿元、13.79亿元和8.13亿元,年均复合下降53.76%,2016年筹资活动产生的现金流入较大,主要系当年公司通过发行16银宝债和16银宝01两只公司债券获得了21.00亿元的现金流入。2016—2018年,公司筹资活动现金流出分别为22.45亿元、9.19亿元和9.66亿元,主要为偿还债务本息支付的资金。2018年,公司筹资活动由现金净流入转变为现金净流出状态,为-1.52亿元。

2019年1—9月,公司经营活动现金净流出3.15亿元,投资活动现金净流出8.07亿元,筹资活动现金净流入15.21亿元。

6. 偿债能力

公司存在一定的短期偿付压力,长期偿债指标较弱,考虑到盐城市政府对公司的支持力度较大,以及公司多元化业务的持续发展,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看,2016—2018年,公司流动比率和速动比率逐年下降,2018年底分别为158.60%和135.19%,同比分别下降94.03个百分点和21.75个百分点;2019年9月底,上述两项指标分别为159.37%和137.12%,较2018年底略有上升。2016—2018年,公司经营现金流动负债比分别-44.85%、10.05%和19.34%,经营性净现金流对流动负债的保障能力弱。2018年底和2019年9月底,公司现金类资产分别为4.55亿元和10.13亿元,分别相当于短期债务的0.67倍和0.53倍。整体看,公司存在一定的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看,2016—2018年,公司EBITDA逐年增长,分别为2.08亿元、

2.88 亿元和 3.59 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 16.56 倍、13.68 倍和 10.89 倍；EBITDA 利息倍数分别为 1.32 倍、1.11 倍和 2.15 倍。整体看，公司长期偿债指标较弱。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额 0.49 亿元，对外担保比率为 0.58%，被担保企业经营正常，其中，针对国有企业的担保余额占总担保余额的 81.35%，且未提供反担保措施。总体看，公司对外担保余额小，或有风险可控。

截至 2019 年 9 月底，公司获得银行授信总额 32.26 亿元，尚未使用额度为 5.20 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来自子公司，母公司收入规模占比较小，所有者权益较为稳定，整体负债负担较轻。

2018 年底，母公司资产总额为 87.69 亿元，较 2017 年底增长 2.43%。其中，非流动资产为 63.74 亿元，占 72.69%。2018 年底，母公司流动资产主要由其他应收款（16.77 亿元）、其他流动资产（3.16 亿元）和一年内到期的非流动资产（2.90 亿元）构成。非流动资产主要由无形资产（53.78 亿元）构成。

2018 年底，母公司所有者权益为 57.78 亿元，较 2017 年底增长 0.60%。其中，实收资本和资本公积分别为 1.17 亿元和 55.19 亿元，所有者权益较为稳定。

2018 年底，母公司负债总额为 29.91 亿元，较 2017 年底增长 6.17%，主要由非流动负债（占 80.71%）构成。其中，流动负债主要由短期借款（4.60 亿元）和应交税费（0.77 亿元）构成；非流动负债主要由应付债券（21.79 亿元）和其他非流动负债（2.00 亿元）构成。同期，母公司资产负债率为 34.11%，同比略有增长，整体债务负担较轻。

2018 年，母公司营业收入为 2.51 亿元，营业成本为 0.75 亿元。同期，母公司净利润

为 0.42 亿元，同比下降 56.16%。

2019 年 9 月底，母公司资产总额 106.63 亿元，所有者权益 58.39 亿元；2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 1.59 亿元，利润总额 1.46 万元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模为 4 亿元，相当于 2019 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 9.45% 和 6.53%，其发行对公司现有债务规模及结构有一定影响。

2019 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 50.66%、42.08% 和 33.41%。以 2019 年 9 月底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，预计本期中期票据发行后，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 51.79%、43.63% 和 35.44%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据所筹资金将全部用于偿还公司及子公司有息债务，公司实际债务负担将小于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 22.55 亿元、31.76 亿元和 31.45 亿元，分别为本期中期票据发行规模的 5.64 倍、7.94 倍和 7.86 倍；公司经营性净现金流分别为 -10.26 亿元、2.79 亿元和 4.89 亿元，分别为本期中期票据发行规模的 -2.57 倍、0.70 倍和 1.22 倍；公司 EBITDA 分别为 2.08 亿元、2.88 亿元和 3.59 亿元，分别为本期中期票据发行规模的 0.52 倍、0.72 倍和 0.90 倍。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

十、本期中期票据增信担保措施

中债增进为本期中期票据提供不可撤销

的连带责任保证担保,担保范围包括本期中期票据存续期公司应偿还的不超过人民币4亿元本金、相应票面利息,因公司未履行或未完全履行向票据持有人的兑付义务而产生的违约金、损害赔偿金和实现债权的费用,担保期间为本期中期票据存续期及本期中期票据兑付日起两年。

中债增进成立于2009年9月,是由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合6家银行间市场成员单位共同发起设立,截至2019年3月底,中债增进股本60.00亿元,均为货币出资,股东及持股情况见表15。中债增进是国内首家专业债券信用增进机构,业务方面接受中国人民银行指导和管理。

表15 中债增进股东及持股情况(单位:亿元、%)

股东	出资金额	持股比例
中国石油集团资本有限责任公司	9.90	16.50
国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
中国中化股份有限公司	9.90	16.50
北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
首钢集团有限公司	9.90	16.50
中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合计	60.00	100.00

资料来源:公司提供

中债增进在坚持市场化发展理念的同时坚守全员化风险意识,以“整体规模可控、总体风险可控”为原则,积极推动各类增信业务稳健发展。中债增进信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务以及境外业务三个板块。中债增进的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、定向融资工具、资产支持票据、金融债、企业债、公司债等债券类产品以及信托计划、资产管理计划等投资类产品的增信。中债增进是目前经交易商协会认定的45家信用风险缓释工具交易商之一,也是29家信用风险缓释凭证创设机构之一。在立足国内业务的同时,中债增进积极寻求境外业务机会,在信用衍生产品、境外融资担保、境外投资等领域探索开展离岸市场业务。目前中

债增进已获得国家外汇管理局核定的10亿美元的境外担保资格,为拓展海外市场业务开辟了空间。经过近年来的经营实践,中债增进初期发展规划得到落实,与信用增进行业相适应的全面风险管理体系逐步建立健全,增信业务基础不断夯实。

截至2019年3月底,中债增进资产总额137.35亿元,负债总额50.76亿元,所有者权益86.60亿元;增信余额1060.47亿元。2018年,中债增进实现营业收入13.37亿元,其中增信业务收入7.06亿元;净利润6.28亿元。

经联合资信评定,中债增进主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,该信用等级反映了中债增进信用代偿能力极强,风险极低。中债增进的担保显著提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

十一、结论

近年来,盐城市经济持续发展,为公司发展提供了良好的外部环境。公司系盐城市政府出资成立的国有独资企业,主要从事农业基础设施建设、现代农业产业与盐业生产销售等业务,在资金、资产注入和财政补贴方面获得了盐城市政府的有力支持。

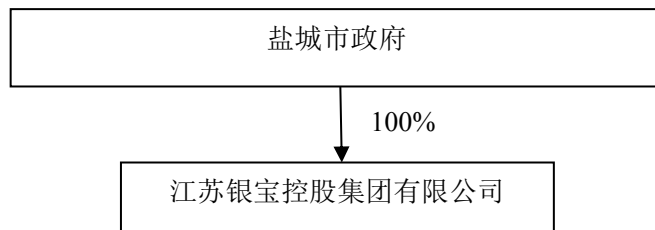
近年来,公司资产规模保持增长,以非流动资产为主;公司流动资产中,应收类账款占比较高,存在一定的回收风险;整体看,公司资产流动性较弱,资产质量一般。公司主营业务较为多元化,收入主要源于农业基础设施建设业务和现代农业产业业务,公司主营业务毛利率持续处于较低水平,整体盈利能力较弱;随着公司在建及拟建项目的持续投入以及公司落实盐城市市委、市政府对其的定位要求,未来公司存在一定的资本支出压力。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。中债增进为本期中期票据提供不可撤销的连带责任保证担保,可显著提升本期中期票据偿付的安全性。

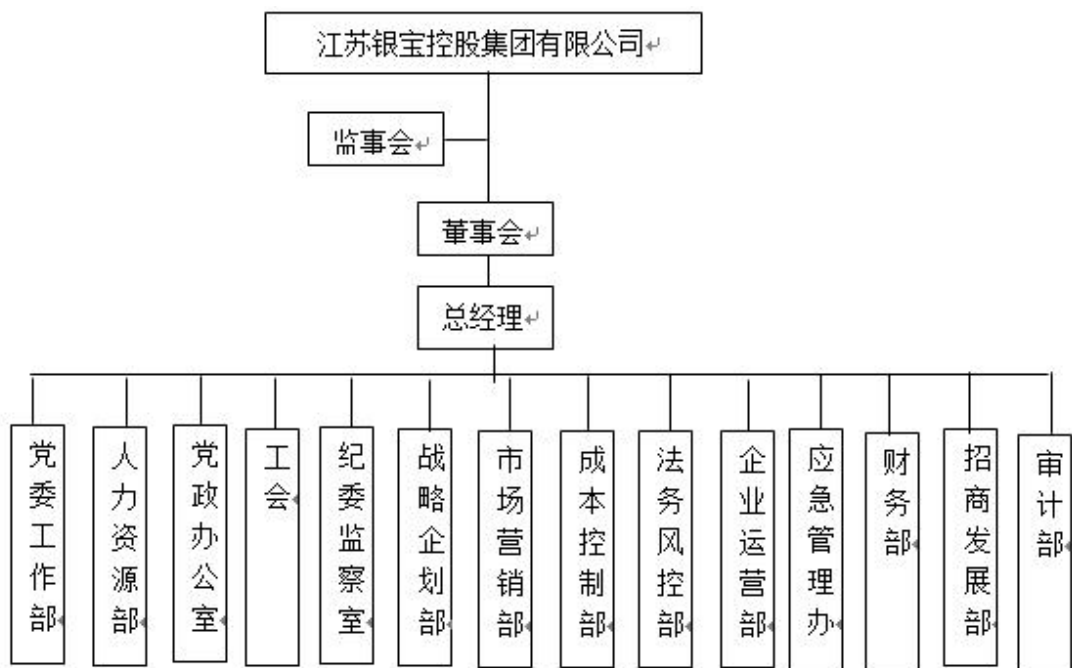
未来随着多元化业务格局的进一步发展以及公司农业产业化国家龙头企业战略的落实，有望带动公司整体经营业绩提升。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 9 月底公司合并范围子公司

序号	子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	盐城市农业水利发展投资集团有限公司	农村和城乡水利基础设施、农业重点投资建设项目的投融资等	20000.00	100.00	100.00
2	江苏省发阳水产实业有限公司	水产品养殖、销售；农副产品种植、销售；饲料销售	10000.00	100.00	100.00
3	江苏省双发塑料制品有限公司	生产和销售 PVC 盐用薄膜、农用薄膜、防渗膜、PP 塑料编织袋、承揽各种类型塑料加工业务等	668.00	100.00	100.00
4	江苏银兴物流有限公司	普通货运；物流信息咨询；普通货物装卸搬运服务、钢材、化肥、塑料制品销售等	500.00	100.00	100.00
5	江苏银宝置业有限公司	房地产开发与经营；酒店管理、物业管理土地整理、土地复垦等	2000.00	100.00	100.00
6	江苏银宝生物科技股份有限公司	配合饲料生产；生物技术研发；动物饲料研发、销售；农产品种植；水产品养殖等	6000.00	90.00	100.00
7	江苏银宝农牧科技有限公司	农牧业技术研发、粮食、种植，农作物包装种子、化肥、农膜零售，农业观光服务，果蔬采摘服务等	500.00	100.00	100.00
8	江苏银宝东昇制盐有限公司	工业盐制造	500.00	100.00	100.00
9	江苏盐阜银宝水产发展有限公司	水产品养殖、冷藏、收购、批发、零售；水产品养殖技术服务	2000.00	51.00	51.00
10	江苏盐城水利建设有限公司	承包境外水利水电工程及境内国际招标公司。地基与基础工程专业承包；桥梁工程专业承包；市政公用工程施工总承包等	10000.00	35.00	55.56
11	盐城市亭湖区顺泰农村小额贷款股份有限公司	面向“三农”发放小额贷款、提供融资性担保、开展金融机构业务代理以及其他业务	15000.00	47.01	100.00
12	盐城市鹿鸣现代农业发展有限公司	农作物种植；淡水养殖；农产品销售；农业技术研发、转让；农业技术及信息咨询服务等	500.00	100.00	100.00
13	盐城市顺兴工程项目管理有限公司	工程项目管理等	5000.00	100.00	100.00
14	盐城市盐东新城乡投资发展有限公司	房地产开发经营；房地产投资、农业投资、市政设施投资、水利投资；农田土地整理服务等	2000.00	41.00	60.00
15	盐城市中小企业服务有限公司	商务信息咨询服务。	10000.00	40.00	100.00
16	江苏顺泰农场有限公司	谷物及其他农作物种植；农产品销售；农业生产技术推广服务；农机具制造、销售	3000.00	100.00	100.00
17	盐城市亿泰置业有限公司	房地产开发经营。房地产经纪；酒店管理	2000.00	100.00	100.00
18	江苏鑫勒电气科技有限公司	电力设施承装类五级，承修类五级；一般经营范围：电气设备研发及其技术转让等	1200.00	55.00	55.00
19	江苏银宝创业投资有限公司	创业实业投资；酒店管理；房地产开发经营；物业管理；风力发电项目建	10000.00	100.00	100.00

序号	子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
		设；土地使用权租赁，企业管理咨询，工艺品（象牙及其制品除外）、食品批发、零售（食盐限零售），盐制品零售等			
20	上海银宝康健股权投资 基金管理有限公司	股权投资管理，资产管理，投资管理，投资咨询，企业管理咨询	1000.00	55.00	55.00
21	江苏盐阜银宝新能源有 限公司	风力发电项目的建设、管理；风力发电技术咨询及服务	16000.00	55.00	55.00
22	盐城银宝投资发展有限 公司	实业投资；投资管理咨询；通用设备、矿产品批发、零售；经营各类商品及技术的进出口业务	1000.00	64.28	64.28
23	江苏省银宝盐业有限公 司	原盐、加工盐生产；盐业机械制造；普通货物道路运输；普通货物水路运输；自营和代理各类商品的进出口业务（国家限定企业经营或者禁止进出口的商品除外）；预包装食品（食盐限零售）、生活日用品、工艺品批发、零售。	10000.00	100.00	100.00
24	江苏银宝海富水产种苗 有限公司	鱼苗、蟹苗、虾苗生产（按水产苗种生产许可证经营）；水产养殖技术研发、推广、应用；水产养殖；鲜活水产品、饲料销售；农产品购销	3000.00	65.00	65.00
25	盐城顺泰资产管理有限 公司	资产管理，实业投资，企业管理，投资咨询，企业重组、并购服务，财务顾问，法律咨询，资产评估等	2000.00	100.00	100.00
26	江苏银宝精品酒店有限 公司	餐饮服务；住宿服务；会务服务；酒店用品销售；卷烟（雪茄烟）零售；非学历职业技能培训等	1000.00	100.00	100.00
27	盐城综合保税区进出口 商品贸易有限公司	自营和代理各类商品和技术的进出口业务；预包装食品批发兼零售；会议及展览服务；普通货物仓储、装卸搬运服务；农产品、蔬菜、水果、肉类、汽车配件销售等	5000.00	51.00	51.00
28	盐城乾能太阳能发电有 限公司	太阳能光伏电站项目设施建设；光伏发电及自产电力销售（不得直接向用户供电）	2800.00	100.00	100.00
29	盐城市进出口电子商务 有限公司	自营和代理各类商品和技术的进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）；预包装食品、乳制品（含婴幼儿配方乳粉）批发兼零售（按许可证核定的项目经营）；五金产品、计算机及辅助设备、电子产品、通讯产品及配件（除无线卫星地面接收装置）、日用品（除电动三轮车）、工艺礼品、办公用品、珠宝首饰、家居用品、初级农产品、车载设备、智能家居设备销售；会展服务；普通货物仓储、装卸搬运服务；货物运输代理服务；设计、制作、代理、发布国内户外广告。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	5000.00	51.00	51.00
30	盐城市粮油集团有限公 司	自营代理各类商品及技术进出口业务（国家限定经营或禁止进出口的商品	20000.00	100.00	100.00

序号	子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
		和技术除外)；国内外贸易；货物仓储；装卸、搬运服务；实业投资；农副产品购销、仓储、加工；互联网网络销售粮食。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)			
31	盐城市禾丰粮油储备有限公司	粮食、农产品仓储、销售；粮食、豆类、菜籽、棉籽收购；饲料销售。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)	3000.00	70.00	70.00
32	盐城市瑞丰谷物有限公司	粮食、饲料销售；农产品仓储；粮食加工；粮食、豆类、菜籽、棉籽收购；粮食烘干；自营和代理各类商品和技术的进出口业务(国家限定经营或禁止进出口的商品和技术除外)。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)	2000.00	100.00	100.00
33	江苏银宝大地禾农业股份有限公司	谷类种植；农产品批发、零售；农业生产技术推广服务；农作物种子生产、研发；农机具制造、批发、零售；粮食收购、批发、零售、仓储；大米加工；物联网、农业设备及控制系统、农业计算机信息及系统集成专业的技术服务、技术开发、技术转让、技术咨询；食品加工、批发、零售(食盐限零售)；钢结构工程设计、施工；设施农业设备设计、制造、安装。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)	20000.00	70.00	70.00
34	江苏银宝配售电有限公司	售电业务；电力供应；配电网的投资、建设、维护及运营；电力技术咨询和技术服务；新能源开发与利用；清洁能源开发与利用；合同能源管理；综合能源服务；电力工程设计与施工。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)	5000.00	50.88	50.88

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.65	6.31	4.55	10.13
资产总额(亿元)	79.67	143.06	141.45	170.95
所有者权益(亿元)	29.29	81.87	82.71	84.34
短期债务(亿元)	8.33	7.39	6.78	18.96
长期债务(亿元)	26.09	32.04	32.35	42.31
全部债务(亿元)	34.42	39.43	39.13	61.27
营业收入(亿元)	21.04	28.95	26.42	23.46
利润总额(亿元)	0.48	1.09	1.15	0.65
EBITDA(亿元)	2.08	2.88	3.59	--
经营性净现金流(亿元)	-10.26	2.79	4.89	-3.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.24	4.10	3.27	--
存货周转次数(次)	0.66	0.98	1.33	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.26	0.19	--
现金收入比(%)	103.98	96.24	106.60	111.60
营业利润率(%)	15.80	10.45	17.78	13.23
总资本收益率(%)	2.50	1.76	2.01	--
净资产收益率(%)	0.75	1.00	1.09	--
长期债务资本化比率(%)	47.12	28.13	28.11	33.41
全部债务资本化比率(%)	54.03	32.51	32.11	42.08
资产负债率(%)	63.24	42.77	41.53	50.66
流动比率(%)	290.66	252.63	158.60	159.37
速动比率(%)	176.53	156.94	135.19	137.12
经营现金流动负债比(%)	-44.85	10.05	19.34	--
现金短期债务比(倍)	0.56	0.85	0.67	0.53
全部债务/EBITDA(倍)	16.56	13.68	10.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.32	1.11	2.15	--

注：公司 2019 年三季度财务数据未经审计；长期应付款与其他非流动负债中有息部分已计入长期债务和全部债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.78	0.70	0.23	3.81
资产总额(亿元)	32.59	85.61	87.69	106.63
所有者权益(亿元)	3.49	57.44	57.78	58.39
短期债务(亿元)	2.00	2.74	4.60	10.89
长期债务(亿元)	25.88	23.67	23.79	33.63
全部债务(亿元)	27.88	26.41	28.39	44.52
营业收入(亿元)	1.22	1.05	2.51	1.59
利润总额(亿元)	-0.26	1.24	0.61	0.00
EBITDA(亿元)	0.94	2.48	1.91	--
经营性净现金流(亿元)	-13.87	2.83	0.08	-8.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.90	1.14	2.97	--
存货周转次数(次)	4.26	25.94	0.52	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.02	0.03	--
现金收入比(%)	126.37	114.54	74.93	47.49
营业利润率(%)	59.54	60.61	68.67	63.63
总资本收益率(%)	-0.72	1.18	0.50	--
净资产收益率(%)	-6.51	1.68	0.73	--
长期债务资本化比率(%)	88.10	29.18	29.17	36.55
全部债务资本化比率(%)	88.86	31.50	32.95	43.26
资产负债率(%)	89.28	32.91	34.11	45.24
流动比率(%)	1017.58	647.51	415.01	275.93
速动比率(%)	1017.10	647.04	364.82	255.04
经营现金流动负债比(%)	-545.75	74.01	1.47	--
现金短期债务比(倍)	0.39	0.26	0.05	0.35
全部债务/EBITDA(倍)	29.61	10.66	14.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.75	2.26	1.73	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计；长期应付款与其他非流动负债中有息部分已计入长期债务和全部债务核算；部分数据数值很小，导致四舍五入后显示为 0.00

附件 3 担保方信用评级报告

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 江苏银宝控股集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

江苏银宝控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

江苏银宝控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江苏银宝控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江苏银宝控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

如江苏银宝控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对江苏银宝控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与江苏银宝控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

中债信用增进投资股份有限公司 2019 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

2019 年 7 月 3 日

主要数据

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额(亿元)	137.35	139.83	150.91	159.36
负债总额(亿元)	50.76	57.12	71.14	82.19
所有者权益(亿元)	86.60	82.71	79.76	77.18
增信余额(亿元)	1060.47	1065.60	956.60	936.10
净资产覆盖率(%)	88.10	81.14	78.10	74.40
项目	2019 年 1—3 月	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入(亿元)	3.82	13.37	12.66	13.23
利润总额(亿元)	3.34	8.30	7.64	9.11
净利润(亿元)	2.50	6.28	5.86	6.96
平均资产收益率(%)	-	4.32	3.78	4.35
平均净资产收益率(%)	-	7.73	7.46	9.16

资料来源: 公司审计报告和提供资料, 联合资信整理

分析师

丁倩岩 谢冰姝

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月,是国内首家专业债券信用增进机构。经过近年来的经营实践,公司初期发展规划得到落实,与信用增进行业相适应的全面风险管理体系逐步建立健全,增信业务基础不断夯实。另一方面,公司单笔增信业务金额较高,行业集中度较高,存在一定的业务集中风险;在国内宏观经济增速放缓的大环境下,公司增信业务创新对风险控制和流动性管理水平提出更高要求;增信业务的持续发展对资本充足水平的影响需关注。联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强,违约风险极低。

优势

- 作为我国首家专业债券信用增进机构,公司拥有较大的市场发展空间。
- 公司资本实力强,股东背景强大,股东有能力和意愿在必要时提供资本补充支持。
- 公司具备较强的创新能力及市场推动力,信用增进业务基础不断夯实。
- 高级管理层专业素质较高,有助于公司保持较高的专业化运营水平。

关注

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

水平提出更高要求。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司主体长期信用等级自 2019 年 7 月 3 日至 2020 年 7 月 2 日有效;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

中债信用增进投资股份有限公司 2019 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月,由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。截至 2019 年 3 月末,公司股本 60 亿元,均为货币出资,股东及持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构,业务方面接受中国人民银行指导和管理。

表 1 公司股东及持股情况

序号	股东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中国石油集团资本有限责任公司	9.90	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
6	首钢集团有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合计		60.00	100.00

资料来源:公司提供,联合资信整理

公司经营范围包括:企业信用增进服务;信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广;信用产品的创设和交易;资产投资;资产受托管理;投资策划、投资咨询;经济信息咨询;人员技术培训;会议服务。

公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务部、国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部十个部门。截至 2019 年 3 月末,公司共有员工 104 人,绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2018 年末,公司资产总额 139.83 亿元,负债总额 57.12 亿元,所有者权益 82.71 亿

元;增信余额 1065.60 亿元。2018 年,公司实现营业收入 13.37 亿元,其中增信业务收入 7.06 亿元;净利润 6.28 亿元。

截至 2019 年 3 月末,公司资产总额 137.35 亿元,负债总额 50.76 亿元,所有者权益 86.60 亿元;增信余额 1060.47 亿元。2019 年 1—3 月,公司实现营业收入 3.82 亿元,其中增信业务收入 1.81 亿元;净利润 2.50 亿元。

注册地址:北京市西城区月坛南街 1 号院 6 号楼 8 层 801、9 层 901、10 层 1001

法定代表人:谢多

二、运营环境

1. 宏观经济和政策环境

2018 年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年,我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018 年,我国国内生产总值(GDP)90.0 万亿元,同比实际增长 6.6%,较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点,实现了 6.5%左右的预期目标,增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

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

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

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资

成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

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

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个

百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

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

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积

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

表 2 宏观经济主要指标

单位：%、亿元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP 增长率	6.6	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI 增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI 增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2 增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7

社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

2. 行业发展概况

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

近年来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具品种逐步丰富。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使得为资本市场提供外部信用增进服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2014 年 5 月，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，对规范发展债券市场等提出具体要求，要求完善债券增信机制，规范发展债券增信业务，同时探索发展信用债券保险。据此，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研

究建立行业增信机构，规范管理融资性担保机构。2015 年 1 月，根据中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》，公司债券的发行范围由原来的境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，未来公司债券发行规模有望保持快速增长趋势，这为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

3. 政策与监管

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

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司注册资本 60 亿元，股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的企业组成，股东承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。公司董事会从经营情况、业务创新等方面对公司经营层进行考核。

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

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

公司董事会由 9 名董事组成，包括非职工董事 8 名和职工董事 1 名。公司董事长由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会和审计与风险管理委员会 3 个专门委员会。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，有助于董事会进行合理决策。近年来，公司董事会先后审议了股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案、年度财务预决算等议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、资本覆盖率管理办法、风险准备金计提管理办法、关联交易管理操作规程、高管人员年度考核办法等基础管理制度，并对综合经营、投资策略、重大采购项目及重大人事任免等重要事项进行了决策。各专门委员会能够在相应职权范围内履行职责，较好地发挥了各自职能。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股

东监事和 1 名职工监事，尚未实施外部监事制度。公司监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。近年来，公司监事会相继审议通过了监事会议事规则、监事长选举、年度工作报告等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，高级管理层设总裁 1 名，战略总监、总法律顾问、风险总监、营运总监各 1 名。公司高级管理人员由总裁提名，经董事会通过后任命。公司总裁在董事会授权范围内行使职权，包括主持公司日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等，接受董事会的指导和监事会的监督。公司注重专业团队建设，高级管理层成员均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士，具备较高的专业化营运水平。

公司根据银行间市场交易商协会发布的关于信息披露规则的公告制定了信息披露管理办法，规定公司按季度定期对外公开披露财务信息，不定期对外公开披露重大事项。

总体看，公司持续规范治理架构，管理制度体系逐步建立健全，各治理主体运作有序。

2. 内部控制

公司构建了符合内部控制管理要求的前、中、后台组织管理架构。目前公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务部、国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部十个部门（见附录 2），各部门职责分工明确。

近年来，公司继续加强内控制度体系建设，强化内控执行力。2018 年，公司组织开展了制度流程梳理及内部控制手册修订工作，根据公司新组织架构及部门职责的调整，以现有规章制度为基础，以风险管理为导向，紧密结合工作实际，全面梳理现有的管理制度和业务流程，查找制度及流程中存在的问题及遗漏等。在此基础上，根据新增及修订后的制度开展绘制业

务流程图、查找风险点及风险事件、制定有针对性、可操作性强的防控措施等工作，并对各部门内部控制手册材料进行了修订、完善。同时，公司遵循全面性、重要性和客观性原则，组织各部门开展内部控制自我评价工作，将内部控制评价工作分为确定自评范围、开展全面自评、抽查验收、缺陷认定和整改等四个工作环节，并最终形成公司年度内部控制评价报告；另外，为确保各项业务规范有序开展，公司按年度制定风险管理指引，针对业务种类制定了细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等制度，以及涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内控制度，公司内控体系逐步完善。

近年来，公司结合审计工作实际开展需要，对《内部审计办法》《项目审计操作规程》《离任审计管理办法》进行了全面修订，并根据对审计发现事项后续整改落实的管理需要，制定了《内部审计发现事项整改管理办法》，进一步完善了内部审计制度体系。2018年，公司对中小企业集合票据业务开展了专题调研，从产品结构、项目准入、风险评价与审批、后续运营管理等方面进行了分析，对相关产品结构缺陷、准入审慎性不足以及对发行主体自身信用风险判断不够重视等问题进行了揭示，促使公司今后在稳健开拓业务、切实控制风险敞口、提高处置风险能力等方面不断进行总结和反思，提升经营管理水平。同时，公司开展了投资业务操作风险审计、增信业务流程审计、离任审计及支持工具业务全过程纪检监督及跟踪审计等各类专项审计工作，并将后续审计与内部控制评价工作相结合，同时测试和验证后续审计项目与内部控制评价风险点，挖掘问题成因，识别内部控制缺陷，并根据内部控制缺陷的认定标准推动及时有效整改，内控稽核管理水平进一步提升。

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

水平有所提升。

3. 发展战略

公司的战略定位是成为以债券信用增进为核心、适度多元经营的大型一流国际化信用增进集团公司，同时成为推动我国金融市场信用风险分散分担机制建设与创新的重要而卓越的市场基础设施平台。

立足该战略定位，公司制定了以下发展目标：立足国内，面向国际，专注债券市场，放眼金融市场，以基础信用增进业务、衍生信用增进业务、信用风险管理业务为三大关键业务领域，以金融市场信用资源优化配置中枢为核心建设目标，以一体化信用增进服务商为重要发展支撑，引导公司发展成为金融市场信用风险分散分担机制的探索者和建设者、金融市场信用增进及风险管理服务的专业提供商、金融市场信用增进及风险管理工具的创新者和引领者、金融市场信用增进及风险管理标准的制定者和推广者、信用增进市场国际化的推动者和实践者。短期来看，国内市场是公司的发展重点，长期来看，公司需统筹协调国内市场和国际市场，最终形成以国内市场为主、国际市场为辅的综合性发展格局。两大市场上，公司均以债券市场为核心，在多元化经营中，深耕债券市场信用增进业务，建立和保持公司的核心竞争力。

总体看，公司具备较强的市场推动力，初期发展战略得到了落实，为公司未来发展奠定了基础。由于我国信用增进基础设施建设处于发展初期，市场认知度待提高、参与者尚待培育，因此公司中长期发展规划尚需在实践过程中逐步明确。

四、主要业务经营分析

公司在坚持市场化发展理念的同时坚守全员化风险意识，以“整体规模可控、总体风险可控”为原则，积极推动各类增信业务稳健发

展。公司信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务以及境外业务三个板块。

1. 基础增信业务

结合战略规划，公司以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模逐年增长。公司的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、定向融资工具、资产支持票据、金融债、企业债、公司债等债券类产品以及信托计划、资产管理计划等投资类产品的增信。

截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内增信项目 123 个，增信余额 1065.60 亿元(见附录 3：表 1)。

2018 年以来，公司中期票据增信业务规模上升较快，企业债增信业务规模有所下降。整体看，公司中期票据、企业债及公司债信用增信业务规模较大，占基础增信业务规模的比重维持在 50%以上。其中，公司首单永续中期票据增信项目于 2017 年成功发行，进一步丰富了公司增信债券品种。

公司定向融资工具增信项目包括保障房私募债、小城镇项目和一般企业项目。银行间市场交易商协会支持保障房建设企业通过发行定向债务融资工具来筹建保障房，以降低房企保障房项目的融资成本，截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 1 个，增信余额 13.51 亿元。2014 年，公司将天津市开发东丽区军粮城示范镇、津南区咸水沽示范镇、蓟县新城等六区县示范小城镇项目作为合作契机，推出了小城镇项目非公开定向债务融资工具信用增进服务，并与天津市人民政府探讨签署全面战略合作框架协议。截至 2018 年末，公司小城镇增信项目 7 个，增信余额 148.00 亿元。此外，截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内一般企业项目 10 个，增信余额 56.00 亿元。公司定向融资工具增信项目主要与地方政府融资平台合作，公司对合作的融资平台主体资质要求较为严格，大部分合作平台外部评级在 AA

级以上。此外，为防范局部平台债务违约的风险，公司根据不同地区、不同平台的风险差异性，建立了一系列筛选条件，实施差异化准入。

公司审慎选择经营业绩较好、业务规模较大、市场排名靠前的机构合作，推广信托、资产管理计划等理财类增信业务。2018 年末尚在增信责任期内信托计划增信项目 6 个，增信余额 34.50 亿元；尚在增信责任期内资产管理计划增信项目 10 个，增信余额 7.00 亿元。

由于项目收益票据将发行主体和地方政府债务隔离，有利于防范和化解地方政府债务风险，公司重点推进现金流有保障、地方政府支持力度大的项目收益类业务。2014 年，公司提供增信服务的银行间市场首单项目收益票据成功发行，首期募集资金 5 亿元。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内项目收益票据增信项目 5 个，增信余额 25.00 亿元。

公司保险债权计划的偿债主体一般为中央企业、大型地方国有企业或省级城投平台企业，未来将不断加大与保险资产管理公司合作，推动该类业务的发展。2016 年，由公司提供增信服务的保险债权计划“长江养老—上海地产三林棚户区改造债权投资计划”成功发行，并于 2017 年成功发行第二期。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内保险债权计划增信项目 4 个，增信余额 51.00 亿元。

公司积极响应国家号召，支持绿色环保行业的发展。2017 年，由公司提供增信服务的银行间市场首单绿色资产支持票据成功发行。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内资产支持票据增信项目 5 个，增信余额 16.10 亿元。

近年来，由于金融租赁行业发展较快，金融租赁公司受到银监会的严格监管且普遍资质较好，公司积极推动金融租赁公司金融债增信业务开展。2016 年，由公司提供增信服务的 20.00 亿元金融租赁公司金融债项目成功发行，首期 10.00 亿元。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内金融债增信项目 2 个，增信余额 20.00 亿元。此外，截至 2018 年末，公司尚在

增信责任期内短期融资券增信项目 3 个，增信余额 20.00 亿元；超短期融资券增信项目 1 个，增信余额 10.00 亿元。

公司不断探索新的业务模式，在交易商协会的统一指导下，公司于 2011 年推出区域集优直接债务融资方案，即由地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的融资主体，借助地方政府专项扶持措施，联合商业银行和其他中介机构，由公司提供信用增信，为融资主体提供直接债务融资服务。近年来，由于中小企业信用风险逐渐暴露，公司针对此类项目持续收缩规模。截至 2018 年末，公司上述产品的增信责任均已到期兑付。

2019 年以来，公司重点推进城投企业合作项目，在持续拓展地方国有企业和民营企业债券增信业务的同时，积极探索资产证券化类增信业务。2019 年一季度，公司新增基础增信项目 12 个，增信金额 53.00 亿元；截至 2019 年 3 月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 130 个，增信余额 1060.47 亿元。

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

2. 创新型业务

公司是目前经交易商协会认定的 45 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 29 家信用风险缓释凭证创设机构之一。结合战略导向，公司在初设期尝试开展创新型增信业务，基本形成包括中债合约 I 号(可选择信用增进合约)、中债合约 II 号(贷款信用风险缓释合约增信服务)、中债合约 III 号(信用风险缓释合约)、中债合约 IV 号(信用风险缓释凭证)在内的创新型业务体系。目前，上述产品的增信责任已到期。

2018 年以来，公司配合交易商协会推进信用联结票据等信用风险缓释工具业务创新工作。2018 年，公司共开展 3 笔信用风险缓释工具交易，其中创设信用联结票据（CLN）1 笔、买入信用风险缓释合约 1 笔以及卖出信用风险缓

释凭证 1 笔，名义本金合计 0.95 亿元。

此外，为落实人民银行关于引导设立民营企业债券融资支持工具，促进民营企业债券融资相关政策，公司通过独立创设及与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证（CRMW）的方式支持民营企业发展。从信用风险缓释凭证挂钩的民营企业所在区域来看，已从浙江省逐步扩展至江苏、北京、广东、四川、安徽、湖北等 11 个省（市）；从行业分布来看，已从原材料拓展至交通运输、纺织、大型制造、农林牧渔、通信设备等 10 余个细分行业，整体行业分布较为分散。截至 2018 年末，公司独立创设民营企业债券信用风险缓释凭证 9 只，名义本金 8.60 亿元；与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证 10 只，名义本金 11.20 亿元。

2019 年以来，公司持续推进风险缓释工具等信用产品开发。2018 年至 2019 年 3 月末，公司共开展 13 笔信用风险缓释工具交易，其中创设信用联结票据（CLN）1 笔、买入信用风险缓释合约 1 笔、买入信用违约互换合约 1 笔及买入信用风险缓释凭证 10 笔，名义本金合计 5.21 亿元；独立创设民营企业债券信用风险缓释凭证 10 只，名义本金 8.95 亿元；与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证 12 只，名义本金 13.90 亿元。

3. 境外业务

在立足国内业务的同时，公司积极寻求境外业务机会，在信用衍生产品、境外融资担保、境外投资等领域探索开展离岸市场业务。目前公司已获得国家外汇管理局核定的 10 亿美元的境外担保资格，为拓展海外市场业务开辟了空间。公司于 2012 年与上海国际信托等相关机构合作完成首单海外投资 QDII 信托项目，公司对此信托计划 A 类持有人（优先级）提供本金到期偿付保证，增信金额 9 亿元，增信期 3 年。目前，上述产品的增信责任已到期。

五、风险管理分析

1. 风险管理体系

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

公司结合中国金融市场发展的现状和规律，借鉴巴塞尔新资本协议风险管理的理念和方法，构建了以《风险管理指引》为纲领，以基础类信用增进、投资交易、创新型信用增进业务等各项业务管理办法为支撑，各类具体业务品种操作规程为基础，涉及风险识别、计量、定价、风险缓释、资本管理以及后续管理等各个环节全方位、多层次的风险管理政策制度体系，促进各类业务规范、稳健开展。公司结合宏观经济形势和产业经济发展状况，从行业、区域、产品等多角度形成动态调整的经营策略和风险管理政策，指导公司业务经营。

为客观评估项目风险，公司开发了涵盖模型体系、管理体系、应用体系在内的公司客户内部评级框架体系。公司客户内部评级模型包括定性模块、定量模块。其中，定性模块从客户的行业风险特征、公司治理与管理能力、经

营风险、财务风险等角度选取特定定性指标来揭示客户违约风险。定量模块开发方面，公司筛选出能够良好揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反映客户盈利能力、偿债能力、成长能力、运营能力的财务指标，并相应确定定量模块各指标的权重，提高了评级方法的量化程度和风险预测解释能力。模型体系方面，公司根据客户规模、所属行业、所在地域、数据源、业务类型、产品等风险特征的差异，对内部评级模型进行了细分。针对公司类敞口，建立了相应的内部评级体系，包括工业、商贸业、能源基础设施业、建筑业、房地产开发业、投资类、城市基础设施类、综合类客户评级体系。此外，根据公司业务特征，单独开发了针对融资性担保公司类客户的评级体系。评级流程方面，公司制定《公司客户信用评级工作管理办法（试行）》，界定了相关部门在内部评级工作中的职责。

公司建立了风险监控预警体系，通过专业团队对信用增进项目和投资交易业务进行日常风险监控，对增信业务每季度进行动态风险分类和重点现场风险排查，对投资交易头寸进行动态及时估值与限额监控，及时预警和化解风险。公司针对突发事件，建立重大风险事件应急处理机制，强化应对突发风险的能力。此外，还专门组织人员对公司信用增进业务和投资业务整体风险、各组合维度风险、单一最大客户风险进行压力测试与敏感性分析，准备金与资本占用测算，风险限额监控预警以及构建风险预警指标体系等工作，使公司各组合层面信用风险与市场风险得到及时感知与预警。

近年来，公司通过对相关规章制度的修订与完善，不断规范审批方式、审批内容、组织程序和审批结论等方面内容，审批流程不断完善。公司的业务审批流程为：增信业务部门对增信业务展开尽职调查，撰写业务评价报告并报送风险管理部；风险管理部审查合规后，撰写风险评价报告并组织完成业务审批会会议材料，随后报送公司业务审批会审批。业务审批

会议实行有权审批人投票表决制，有权审批人包括审批牵头人和审批人，每次审批会议应至少包括 7 名审批人，其中审批牵头人 1 名、独立审批委员 1 名，审批牵头人负责主持会议。各审批人在审批会上对报批项目进行充分讨论研究，当场进行独立表决，由风险管理部根据相应规则汇总后形成会议结论并报公司总裁专题会或董事长办公会进行最终审定，会后由各部门分头落实最终审定的结论。为保持评审的独立性，审批会议实行审批人独立审批制度，各委员履行独立表决权，同时审批会议实行回避制度。

在信用增进业务风险管理方面，公司对信用增进业务的项目受理和立项、项目尽职调查、项目合规性审查和风险评价、项目审批、风险缓释措施落实、合同签订、项目发行和收费以及增信后管理等关键环节的风险管理要求和各部门的职能进行明确，实现对信用增进业务的全流程管理。在投资业务方面，公司对各投资品种的业务发起、交易操作、合规监控、交割清算、档案管理等环节的风险管理要求进行明确，建立起风险限额、交易授权与交易监测相结合的管理模式，监控公司的整体风险水平。公司通过限额、止损、套期保值等手段的综合运用，使投资业务各组合风险敞口控制在安全范围内，并明确各分类、分级授权和转授权，确保了较为高效的运营效率。在信用风险缓释工具业务风险管理方面，公司实行分类管理并与信用增进业务、投资业务紧密结合的管理模式，根据公司经营风险特性逐步探索形成了完整的主动风险管理体系。公司根据不同业务类型的特点，从套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等角度对不同产品、不同交易目的产品设置了有针对性的风险额度，并采取相应的管理措施。同时公司在准备金、资本覆盖等组合风险管理工具的应用上，充分考虑了创新产品在风险对冲方面的作用，为公司从单一业务层面风险管理向组合层面风险管理、实施经营中的主动风险管理奠定

了基础。

随着各项业务的发展，公司逐步提升风险管理的精细化水平，基本形成包括风险估值定价、准备金和资本管理、风险缓释转移机制在内的风险管理体系。近年来，公司先后出台了《资本覆盖率管理办法》《风险准备金计提管理办法》《信用增进业务风险分类管理办法》《信用风险缓释措施管理办法》和《资产损失核销管理办法》等管理制度并适时进行修订。

在风险分类办法方面，公司细分为四大类七级分类，加强对存续项目的精细化管理，便于根据风险差异性，采取不同措施。在风险准备金计提方面，公司遵循谨慎性、客观性、及时性、重要性和动态性计提原则，按季提取信用增进及投资业务准备金。公司风险准备金包括一般准备金、专项准备金和特种准备金三种。近年来，公司对风险准备金计提方案进行了调整和优化：对一般准备进行了差异化处理，将企业评级划分为三个档次，采用不同的一般准备计提比例，大幅提高了低评级项目的计提比例；对专项准备进行了精细化处理，并适当提高了专项比例计提标准，以增强公司对风险的抵御能力。

为保证公司资本充分覆盖各项业务出现的非预期损失，公司在充分计提风险准备金的基础上，计量并监控各项业务的风险资本要求。公司建立了资本占用额度监测管理机制，由风险管理部根据相关规定按季度对资本占用额度和资本覆盖率进行测算，并向公司管理层报告。公司资本要求按照风险类型不同分为两类，一类是信用风险资本要求，体现为公司信用增进业务、债券投资业务、信用风险缓释工具等各类业务所承担信用风险的非预期损失程度；一类是市场风险资本要求，体现为公司投资的金融产品因市场变化面临的非预期损失程度。公司通过对资本覆盖率(资本覆盖率为资本与信用风险资本要求和市场风险资本要求之和的比率)的监测，确保公司资本充分覆盖各类业务面临的非预期损失。

为确保公司稳健运营和健康发展，公司对存续期项目的风险状况和投资业务持仓资产风险状况进行压力测试，同时对代偿压力增加、现金流缺口增大情景下，公司所面临的流动性风险状况进行流动性压力测试。增信业务存续期项目方面，公司采用 Credit Portfolio View 模型分析宏观经济和金融市场发生较大波动时，各类信用资产利差的变化情况，从而评估公司存续期增信项目的预期损失程度。在投资业务持仓资产方面，公司采用传统的历史分析法，参考当前金融市场波动性特征以及历次金融事件中债券收益率曲线和股票市场变动情况，结合公司持仓金融资产风险特征属性，评估其在压力情景下的最大亏损程度。流动性风险方面，采用现金流分析方法，全面分析投资业务、增信业务、公司运营等方面现金流情况，结合货币市场流动性状况及波动特征，评估相关现金流缺口给公司带来的流动性压力。以上措施分别从公司整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组合管理。公司通过资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单项业务指标，监测和分析风险管理状况。总体看，公司风险管理体系逐步完善，风险管理水平有所提升。

2. 增信业务组合分析

● 增信业务

截至 2018 年末，公司尚在责任期内增信项目 123 个，涉及企业 83 家，增信余额 1065.60 亿元。

成立之初，为迅速做大规模、扩大影响，公司针对一批资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模快速增长。随着自身经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。近

年来，国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险逐渐暴露，公司对产能过剩行业的中小企业严格风险准入，增量业务重新向信用等级较高的客户倾斜。截至 2018 年末，公司 AA^①及以上企业^①客户涉及增信责任余额 1002.01 亿元，占全部增信责任余额的 94.03%。总体看，公司增信责任余额以高信用等级企业客户为主。

从公司增信余额的行业分布情况来看，2018 年末前五大行业依次为投融资平台、金融、采矿业、房地产和保障房项目。其中，第一大行业增信余额占比为 68.98%，前五大行业增信余额合计占 96.07%，行业集中度高，但客户资质较好，整体风险可控。从增信余额的项目分布情况来看，公司单一最大项目增信余额 25.00 亿元，占公司净资产的 30.22%，此项目为天津东方财信投资集团有限公司非公开定向债务融资工具项目；最大五家项目增信余额合计 112.00 亿元，为公司净资产的 1.35 倍，主要为小城镇项目，项目集中度高，但考虑到小城镇项目主体信用评级较高，项目具有改善民生的社会效益，风险可控。从到期期限分布上看，2018 年公司到期期限在 1 年内、1~3 年、3~5 年及 5 年以上的增信业务占比分别为 22.74%、43.54%、28.02%和 5.70%。总体来看，公司增信项目期限分布较均衡。

公司根据《信用增进业务风险分类管理办法》对增信对象进行风险分类。截至 2018 年末，公司增信业务风险分类中 99%以上为正常项目，不良类（含次级、可疑、损失，下同）项目增信责任余额占全部增信责任余额的 0.05%。截至 2018 年末，公司增信业务累计计提风险准备金 20.99 亿元，相当于同期增信余额的 1.97%。

投融资平台类项目在公司增信业务中占比较高，目前尚未出现违约情况。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内投融资平台项目增信余额 735.00 亿元，占全部增信余额的 68.98%。但随着政府强力推行政府与融资平台债务偿还责

^①此处不包括主体无评级，反担保或原始权益人为 AA 及以上项目

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

2016 年由于区域集优项目风险暴露，代偿规模为 5.80 亿元，2017 年以及 2018 年，公司到期增信业务未发生代偿情况。截至 2018 年末，公司累计发生 12 笔代偿，金额合计 6.09 亿元，累计代偿回收额 3.11 亿元，其余代偿仍在回收过程中；累计代偿率为 0.40%，代偿回收率为 51.07%。

截至 2019 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 130 个，涉及企业 86 家，增信余额 1060.47 亿元。其中，公司增信责任余额仍以高信用等级企业客户为主，行业集中度高。2019 年 1—3 月，公司到期增信业务未发生代偿情况。

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

● 创新业务

对于由公司提供保护的信用风险缓释工具净头寸，公司将承担由标的实体发生支付违约、破产等信用事件造成的损失，主要承担的信用风险是标的债务违约风险。2016 年，交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据等四类产品的业务指引。对此，公司制定了《信用风险缓释凭证业务操作规程（试行）》，就信用风险缓释凭证的交易前准备、买入保护类业务操作流程、交易实施、业务后续管理制定细则。同时，公司积极构建和完善相关业务的风险管理框架，从业务开展策略、操作规程、风险指引和限额、风险准备金、资本占用管理方案以及会计处理规则等方面，建立了完备的前中后台管理制度框架，确保相关业务有序开展、风险可控。

总体看，公司建立了并不断完善具有信用增进行业特点的全面风险管理体系，目前业务风险可控。

六、财务分析

公司提供了 2016~2018 年度财务报告以及 2019 年 1—3 月财务报表，其中信永中和会计师事务所对公司 2016 年度财务报告进行了审计，致同会计师事务所对公司 2017~2018 年度财务报告进行了审计，审计意见均为标准无保留；2019 年 1—3 月财务报表未经审计。

1. 资本结构

公司目前资本来源以资本金和利润留存为主，公司根据资金业务的需要调整负债规模。2016~2018 年，公司均分配现金股利 3.00 亿元，近年来公司未分配利润余额有所增长，利润留存对资本起到了一定的补充作用。截至 2018 年末，公司所有者权益 82.71 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 4.38 亿元，未分配利润 17.83

亿元。未来，公司将采取适度的分红政策来回报股东，并通过利润留存支持业务发展。此外，公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本支持。

公司负债主要由卖出回购金融资产、长期借款及增信责任准备金组成(见附录 3：表 6)。公司卖出回购金融资产标的为债券，近年来卖出回购金融资产规模逐年下降，导致公司负债规模呈现逐年下降状态。

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提，特种准备是针对重大突发事件的风险计提。近年来，国内宏观经济增速放缓，公司对风险准备金计提加大了计提力度。截至 2018 年末，公司风险准备金余额 20.99 亿元，占同期增信余额的 1.97%，对已发生代偿和存量项目的覆盖水平较好。

截至 2018 年末，公司长期借款余额 19.16 亿元，其中办公楼抵押贷款 14.17 亿元，信用贷款 5.00 亿元。为拓宽资金来源，公司积极争取银行及其他机构授信。截至 2018 年末，公司共获得 7 家机构合计 259 亿元的授信额度。

近年来，公司负债规模和杠杆率呈逐年下降趋势，2018 年末公司资产负债率为 40.85%。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益 86.60 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 4.38 亿元，未分配利润 20.33 亿元；负债规模为 50.76 亿元，其中风险准备金余额 20.83 亿元，资产负债率为 36.95%。

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

2. 资金运用与资产质量

近年来，受负债规模持续压缩的影响，公司资产总额整体呈逐年下降的趋势，2018 年末资产总额为 139.83 亿元。公司资金主要运用于投资业务，投资资产占资产总额的比例保持在

较高水平（见附录 3：表 7）。

近年来，受买入返售金融资产规模下滑的影响，公司同业资产规模呈逐年下降趋势。截至 2018 年末，公司同业资产余额 3.75 亿元，其中买入返售金融资产余额 1.19 亿元，标的资产全部为债券。

在投资策略上，公司以高信用等级、高流动性投资品种为主，根据市场情况进一步控制债券组合久期及利率敏感性，并适当根据持仓债券到期情况合理降低债券类资产投资规模。同时，公司积极探索权益类投资业务，在深入研究各行业和公司基本面的基础上，结合市场情况积极开展长期配置及阶段性调仓等操作。公司投资资产以可供出售金融资产为主，同时公司将部分债券转入持有至到期账户以稳定收息资产规模。截至 2018 年末，公司投资资产余额 111.72 亿元，占资产总额的 79.90%。其中，可供出售金融资产余额 56.50 亿元，其中债券投资余额 35.34 亿元、信托投资余额 11.23 亿元、股票投资余额 9.94 亿元，计提可供出售金融资产减值准备余额 0.54 亿元；交易性金融资产余额 10.02 亿元，持有至到期投资余额 33.56 亿元，投资标的均为债券；衍生金融资产投资余额 10.80 万元，全部为信用风险缓释工具；投资性房地产余额 11.60 亿元，主要是公司办公大楼完工，部分因出租转入此科目。此外，公司投资资产还包括少量对联营企业的长期股权投资。

公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括国债、地方政府债券、政策性金融债券、中期票据、短期融资券、企业债以及公司债。公司投资的利率债以及外部评级在 AA+ 及以上的信用债余额合计占债券投资余额的 90.37%，债券投资的信用风险可控。

2016 年由于区域集优项目风险暴露，公司应收代偿款明显增加，2016 年末余额为 4.43 亿元；2017 年以及 2018 年公司均未发生代偿。近年来，公司其他资产规模较大，主要是由于公司办公大楼完工，部分转入固定资产所致。截至 2018 年末，公司其他资产余额 22.61 亿元，

其中固定资产余额 10.99 亿元;应收代偿款 3.51 亿元。

2019 年以来,公司资产总额呈持续下降趋势。截至 2019 年 3 月末,公司资产总额为 137.35 亿元,其中投资资产余额 106.21 亿元,主要投资品种为债券。

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

3. 经营效率及盈利能力

公司营业收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见附录 3:表 8)。近年来,受增信业务收入变动的影 响,公司营业收入有所波动,2018 年实现营业收入 13.37 亿元,其中租金收入 0.77 亿元,为公司部分办公大楼出租收入。

公司综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价,同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平,公司增信业务议价能力较强。2018 年,由于增信业务规模增速较快,公司增信业务收入较上年末有所上升,2018 年实现增信业务收入 7.06 亿元,占营业收入的 52.81%。

近年来,受投资资产规模压缩以及股市波动较大的影响,公司投资收益规模逐年下降,主要以债券利息收入为主。2018 年,公司实现投资收益 4.94 亿元,占营业收入的 36.92%。

公司营业成本主要来自提取风险准备金、业务及管理费和利息支出。2016~2017 年,由于高风险区域集优项目大量到期,公司风险准备金计提规模大幅下降;2018 年由于增信业务规模快速增长,公司加大了风险准备金计提力度。2016~2018 年,公司分别提取风险准备金 0.98 亿元、0.92 亿元和 1.57 亿元。2018 年,公司业务及管理费 1.70 亿元,相当于营业收入的 12.70%,营业费用整体保持在合理范围。2018 年,公司利息支出 1.25 亿元,主要为卖出回购金融资产利息支出和长期借款利息支出。

近年来,公司净利润水平呈波动状态。2016 年,由于风险准备金计提规模大幅下降,公司

净利润明显增加;2017 年,受增信业务收入下降以及利息支出和业务及管理费支出规模上升的影响,公司净利润有所下降;2018 年,受增信业务收入以及办公大楼租金收入增长的影响,公司净利润有所上升。2018 年,公司实现净利润 6.28 亿元,平均资产收益率及平均净资产收益率分别为 4.32%和 7.73%。

2019 年 1—3 月,公司实现营业收入 3.82 亿元,其中增信业务收入 1.81 亿元,投资收益 1.54 亿元;营业支出 0.48 亿元,其中提取风险准备金-0.16 亿元,利息支出 0.32 亿元;2019 年 1—3 月,公司实现净利润 2.50 亿元。

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

4. 资本充足率及代偿能力

公司目前面临的风险主要源于增信项目和信用风险缓释产品的代偿和投资损失。在发生代偿后,如果公司不能足额追偿,公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的增信业务风险敞口、信用风险缓释工具卖出保护规模、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于增信业务及信用风险衍生产品卖出保护代偿的净资本时,考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看,2017 年以来,由于公司未发生代偿,公司经营活动产生的现金流由净流出转为净流入状态且规模逐年增长;由于收到买入返售金融资产现金款规模较大,投资活动产生的现金呈净流入状态;筹资活动产生的现金流入主要为取得借款和收到卖出回购金融资产款,现金流出主要为借款支付和支付卖出回购金融资产款,近年来呈净流出状态且净流出规模逐年增长。总体看,公司现金流趋紧(见附录 3:表 9)。

近年来，公司净资产及净资本规模持续上升。根据公司 2018 年末的资产状况，估算出公司净资本为 51.88 亿元，净资本比率为 62.72%（见附录 3：表 10）。由于公司净资本规模有所增长，净资本增信倍数较上年末有所下降，净资本覆盖率呈上升状态。截至 2018 年末，公司净资产增信倍数为 12.88 倍，净资本增信倍数为 20.54 倍。经测算，截至 2018 年末，公司净资本覆盖率为 81.14%。

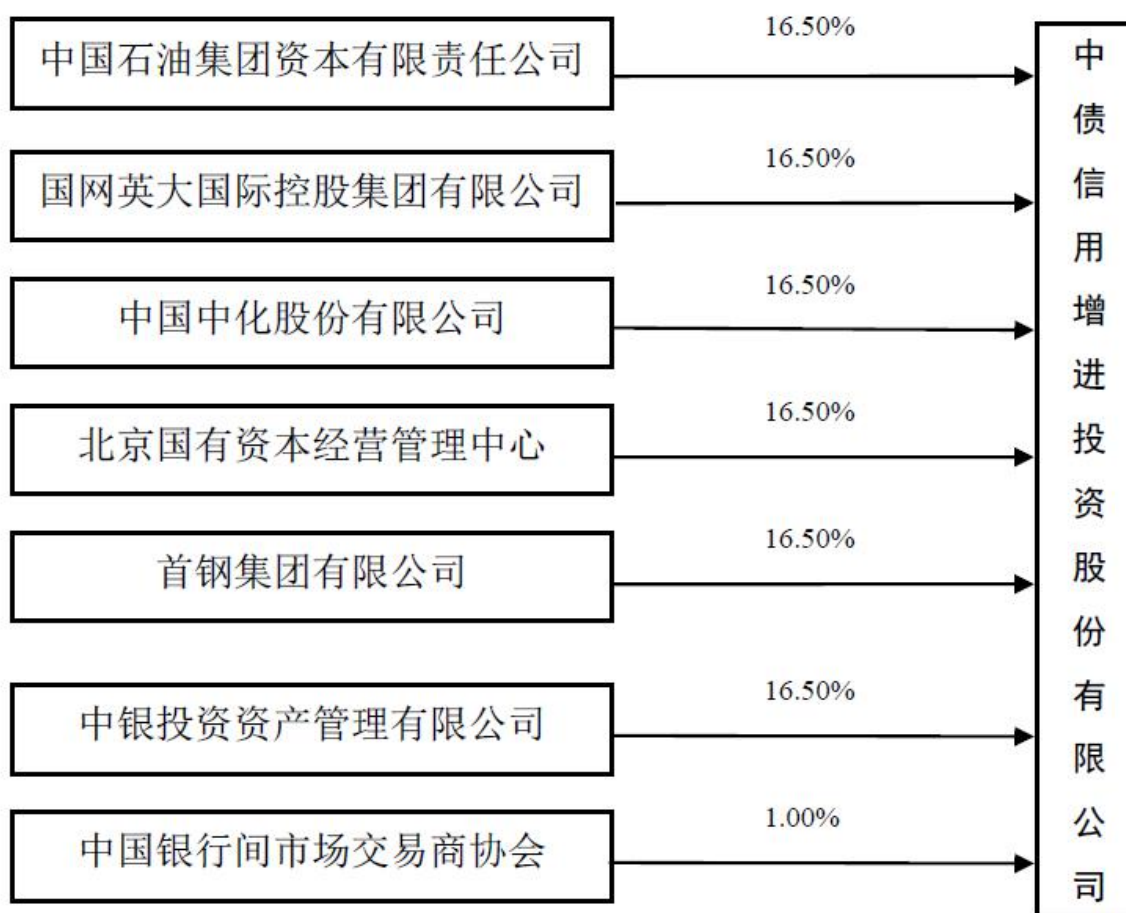
根据公司 2019 年 3 月末的资产状况，估算出公司净资本为 56.06 亿元，净资本比率为 64.74%，净资产增信倍数和净资本增信倍数分别为 12.25 倍和 18.92 倍，净资本覆盖率为 88.10%。

公司增信业务的持续发展对公司资本充足水平的影响需关注。

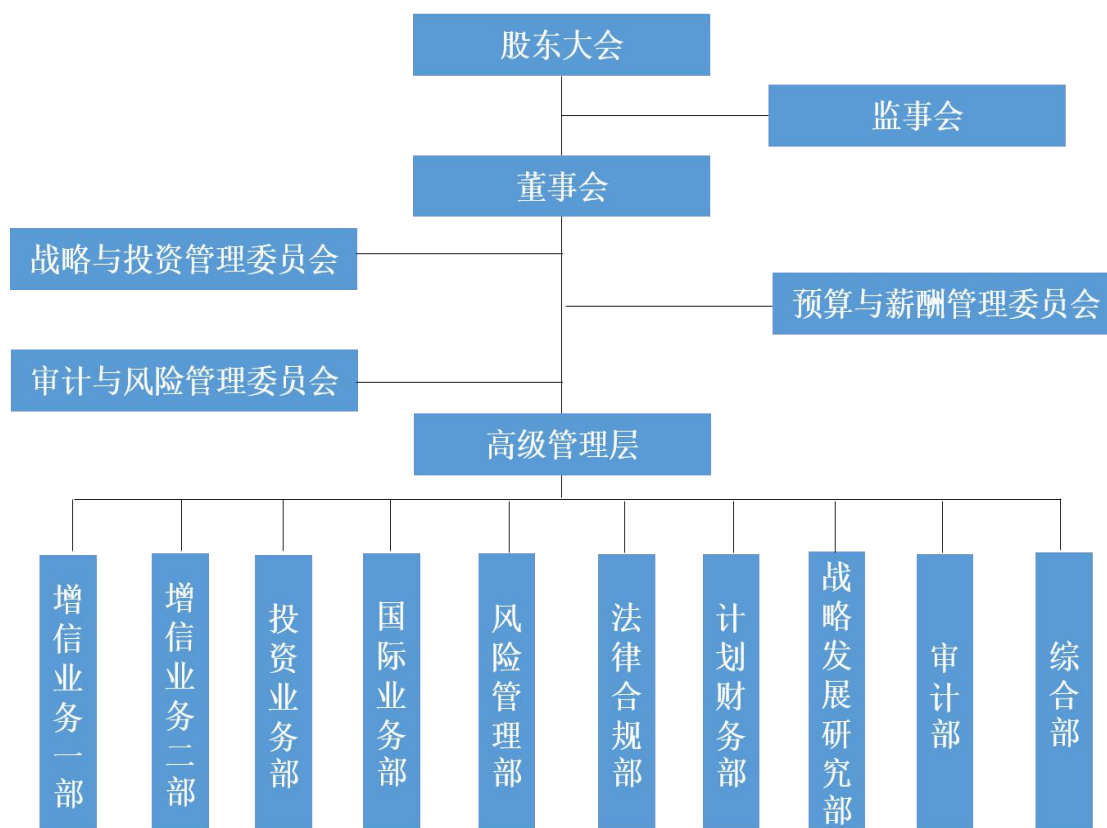
七、评级展望

作为国内首家信用增进机构，经过近年来的经营实践，公司增信业务基础不断夯实，创新业务持续推进。公司资本实力强，股东背景强大，形成了完善的内控与风险管理架构，市场竞争力进一步增强。另一方面，随着公司增进业务规模的增长，公司面临资本消耗、风险管理压力加大以及业务相对集中等问题。根据公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织架构图



附录 3 主要财务数据及指标

表 1 公司尚在责任期内增信业务余额分布 单位：亿元、个

项目种类	2019 年 3 月末		2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量
基础类信用增信业务	1060.47	130	1065.60	123	956.60	90	936.10	76
其中：中期票据	226.40	28	218.40	25	108.00	10	56.00	6
短期融资券	18.00	3	20.00	3	12.00	2	-	-
超短期融资券	28.00	6	10.00	1	-	-	20.00	1
定向融资工具	221.51	19	217.51	18	241.00	19	284.80	19
项目收益票据	25.00	5	25.00	5	25.00	5	25.00	5
资产支持票据	16.10	5	16.10	5	20.00	6	-	-
企业债	273.00	28	305.90	30	371.30	34	365.80	29
公司债	140.20	14	140.20	14	143.20	10	141.00	8
金融债	20.00	2	20.00	2	10.00	1	10.00	1
次级债	-	-	-	-	-	-	10.00	1
信托计划	34.50	6	34.50	6	0.10	1	5.00	1
资产支持证券	6.77	10	7.00	10	-	-	-	-
保险债权计划	51.00	4	51.00	4	26.00	2	16.00	1
区域集优	-	-	-	-	-	-	2.50	4
合计	1060.47	130	1065.60	123	956.60	90	936.10	76

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 2 2019 年 3 月末公司增信业务级别分布情况

主体级别	增信金额（亿元）	增信金额占比（%）
AA+及以上	539.50	50.88
AA	442.21	41.70
AA-	19.4	1.83
A+及以下	2.01	0.20
无评级	57.37	5.41
合计	1060.47	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 3 2019 年 3 月末公司增信业务行业分布情况

行业	增信金额（亿元）	增信金额占比（%）
投融资平台	733.40	69.16
金融	155.80	14.69
采矿业	72.00	6.79
房地产	42.10	3.97
水的生产和供应业	16.10	1.52
保障房项目	15.51	1.46
燃气生产和供应业	7.40	0.70
公共设施管理业	6.77	0.64
化学原料和化学制品制造业	4.40	0.41
其他	6.99	0.66
合计	1060.47	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 4 2019 年 3 月末增信业务到期期限分布情况

到期期限	增信金额(亿元)	占比 (%)
1 年以内 (含 1 年)	250.33	23.61
1-3 年 (含 3 年)	468.98	44.22
3-5 年 (含 5 年)	285.82	26.95
5 年以上	55.35	5.22
合计	1060.47	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 5 2019 年 3 月末公司增信业务风险分类情况

项目	占增信金额 (%)
稳定一档	29.25
稳定二档	42.74
关注一档	23.80
关注二档	4.19
次级	-
可疑	0.02
损失	-
合计	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 6 公司负债结构 单位：亿元

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
卖出回购金融资产	7.22	13.53	28.27	45.12
长期借款	19.16	19.16	19.17	14.71
风险准备金	20.83	20.99	19.41	18.49
其他	3.55	3.43	4.29	3.87
负债合计	50.76	57.12	71.14	82.19

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 7 公司资产结构 单位：亿元

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
货币资金	2.75	0.61	0.53	0.24
贷款	1.15	1.15	1.37	1.49
同业资产	4.20	3.75	11.33	14.87
投资资产	106.21	111.72	112.61	112.99
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	12.16	10.02	8.95	5.51
持有至到期投资	32.36	33.56	38.33	17.16
可供出售金融资产	50.06	56.50	56.16	86.85
其他资产	23.04	22.61	25.07	29.77
其中：应收代偿款	3.44	3.51	4.03	4.43
合计	137.35	139.83	150.91	159.36

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 8 公司收益指标 单位：亿元、%

项目	2019年1—3月	2018年	2017年	2016年
营业收入：	3.82	13.37	12.66	13.23
其中：增信业务收入	1.81	7.06	6.66	6.97
投资收益	1.54	4.94	5.38	5.59
利息收入	0.04	0.18	0.30	0.17
营业成本：	0.48	5.07	5.01	4.14
其中：提取风险准备金	-0.16	1.57	0.92	0.98
业务及管理费	0.27	1.70	1.79	1.57
利息支出	0.32	1.25	1.33	0.99
净利润	2.50	6.28	5.86	6.96
平均资产收益率	-	4.32	3.78	4.35
平均净资产收益率	-	7.73	7.46	9.16

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 9 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2019年1—3月	2018年	2017年	2016年
经营活动产生的现金流量净额	0.88	3.95	2.97	-3.06
投资活动产生的现金流量净额	8.13	13.89	12.30	10.12
筹资活动产生的现金流量净额	-6.62	-20.02	-14.60	-7.51
现金及现金等价物净增加额	2.39	-2.18	0.60	-0.45
期末现金及现金等价物余额	3.22	0.83	3.02	2.42

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 10 公司资本充足性指标 单位：亿元、%

项目	2019年3月末	2018年	2017年末	2016年末
增信余额	1060.47	1065.60	956.60	936.10
净资产	86.60	82.71	79.76	77.18
净资本	56.06	51.88	44.83	41.79
净资产增信倍数	12.25	12.88	11.99	12.13
净资本增信倍数	18.92	20.54	21.34	22.40
净资本比率	64.74	62.72	56.20	54.14
净资本覆盖率	88.10	81.14	78.10	74.40

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

附录 4 主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
累计代偿率	累计增信代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/增信代偿额
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)×100%
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)×100%
资产负债率	(负债总额-风险准备金)/资产总额×100%
净资产增信倍数	增信余额/净资产
净资本增信倍数	增信余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/增信业务组合风险价值×100%

附录 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附录 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 中债信用增进投资股份有限公司 的跟踪评级安排

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

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

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

如中债信用增进投资股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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