信用等级公告

联合〔2019〕1485号

联合资信评估有限公司通过对江苏先行建设有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏先行建设有限公司主体长期信用等级为AA，维持“18先行绿色债/G18先行”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

江苏先行建设有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
18 先行绿色债/G18 先行	3.00 亿元	2025/12/20	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	14.28	59.17	55.74
资产总额(亿元)	132.42	322.94	344.06
所有者权益(亿元)	51.21	129.40	130.14
短期债务(亿元)	39.30	45.06	81.93
长期债务(亿元)	28.19	109.61	99.14
全部债务(亿元)	67.48	154.67	181.07
营业收入(亿元)	15.82	16.49	21.23
利润总额(亿元)	1.93	1.71	2.84
EBITDA(亿元)	4.38	4.57	6.22
经营性净现金流(亿元)	13.52	3.50	-10.41
应收类款项/资产总额（%）	29.44	27.69	28.40
营业利润率(%)	20.98	16.95	25.80
净资产收益率(%)	2.90	1.23	1.48
资产负债率(%)	61.33	59.93	62.18
全部债务资本化比率(%)	56.86	54.45	58.18
流动比率(%)	121.42	257.06	207.99
经营现金流动负债比(%)	26.16	4.46	-9.55
全部债务/EBITDA(倍)	15.42	33.87	29.09
EBITDA 利息倍数	1.60	1.74	2.94

分析师： 张 宁 顾博天
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

江苏先行建设有限公司（以下简称“公司”）作为常州市武进区主要的交通基础设施投资建设主体，在公路、桥梁等方面资质齐全，在建设施工方面经验丰富。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收类款项、存货、用于抵押的投资性房地产规模较大，对资金形成一定占用，债务规模快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2017 年公司收购江苏广湖建设有限公司（以下简称“广湖建设”）后，公司资产规模大幅增加，经营业务更加多元化。未来，随着公司业务范围的扩展，公司收入规模有望不断扩大。

江苏省信用再担保有限公司（以下简称“江苏再担保”）为本期债券提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保实力极强，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。本期债券设置分期偿付条款有助于减轻公司集中偿付压力，同时经营活动现金流入量对本期债券需偿付本金的保障程度较强。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 先行绿色债/G18 先行”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，常州市武进区经济发展持续向好，为公司业务发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司作为武进区主要的交通基础设施投资建设主体，在区域内项目获取方面具有一定优势。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“18 先行绿色债/G18 先行”需偿付本金的

保障程度较强。

4. 江苏再担保为“18 先行绿色债/G18 先行”提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保有效提升了“18 先行绿色债/G18 先行”的偿付安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司应收类款项、存货及用于抵押的投资性房地产规模较大，土地抵押比率高，公司资产流动性差。
2. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，存在一定的偿债压力。
3. 土地使用权的公允价值变动对公司利润总额影响较大。
4. 跟踪期内，公司项目储备存在一定不足，联合资信将密切关注公司未来拟建项目储备情况。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

江苏先行建设有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于江苏先行建设有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，股东仍为江苏先行控股集团有限公司（以下简称“先行控股”），实际控制人仍为常州市武进区国有（集体）资产管理办公室（以下简称“武进区国资办”）。截至 2018 年底，公司实收资本和注册资本均为 12.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，仍为常州市武进区主要的交通基础设施投资建设主体，公司经营范围无变化。截至 2018 年底，公司本部设综合部、财务部和经营部 3 个部门（参见附件 1）；公司纳入合并报表范围的一级子公司共 5 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 344.06 亿元，所有者权益 130.14 亿元（含少数股东权益 40.78 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 21.23 亿元，利润总额 2.84 亿元。

公司注册地址：武进区延政中大道 18-1 号（水务大厦）；法定代表人：张志鸿。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年底，联合资信所评“18 先行绿色债/G18 先行” 尚需偿还债券余额 3.00 亿元。“18 先行绿色债/G18 先行”设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3~7 个计息年末分别按照本次债券发行总额的 20%偿还债券本金。跟踪期内，“18 先行绿色债/G18 先行”已按期足额支付债券利息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 先行绿色债/G18 先行	3.00	3.00	2018/12/20	7 年

资料来源：联合资信整理

“18 先行绿色债/G18 先行”募集资金中 1.50 亿元用于补充公司营运资金，另外 1.50 亿元用于滨湖污水处理厂一期工程（以下简称“募投项目”）的项目建设，项目建成后的主要营业收入主要分为生活污水处理和工业污水处理两部分。截至 2019 年 3 月底，募投项目累计完成投资 4.09 亿元，投资完成率为 90.69%，目前主体工程已基本完工，其中使用募集资金 1.50 亿元，剩余 1.50 亿元募集资金已全部用于补充公司营运资金。募投项目正在进行设备调试及配套管网的建设，预计于 2020 年全部完工。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

（1）行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，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，城投企业快速增加，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，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务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 年以来与城投企业相关的主要政策

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〔2018〕10 号	严格按要求规范的 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企业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 2017 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。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

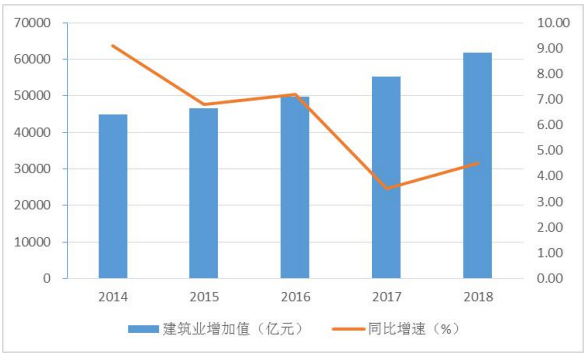
2. 建筑行业分析

（1）建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值仍保持增长态势。初步核算，2018 年中国建筑业增加值 61808 亿元，按不变价计算比上年增长 4.5%，增速较 2017 年回升 1 个百分点。2018 年，全国建筑业新签合同额同比增长 7.14%至 272854.07 亿元，增速较 2017 年大幅下降 12.24 个百分点；在手合同额同比增长 12.49%至 494409.05 亿元，增速同比下滑 4.94 个百分点。

图 1　2014~2018 年中国建筑业增加值及其增长速度

（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

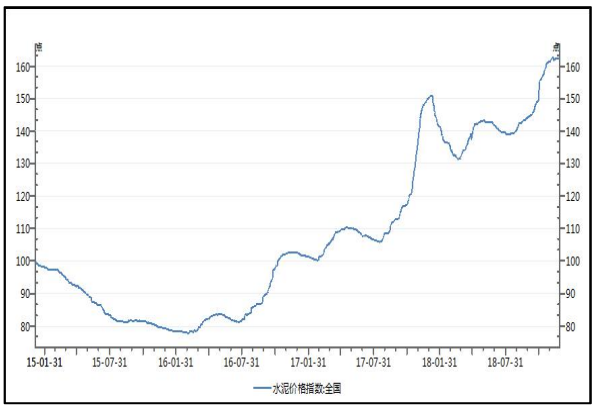
（2）上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产的落实执行，水泥价格持续波动上升。2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处于历史高位。从区域来看，华东地区水泥价格最高，为 550 元/吨，西北地区水泥价格最低，为 357 元/吨，区域市场延续分化。在国内经济下行压力增大的背景下，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润。未来水泥价格预计仍将保持高位。

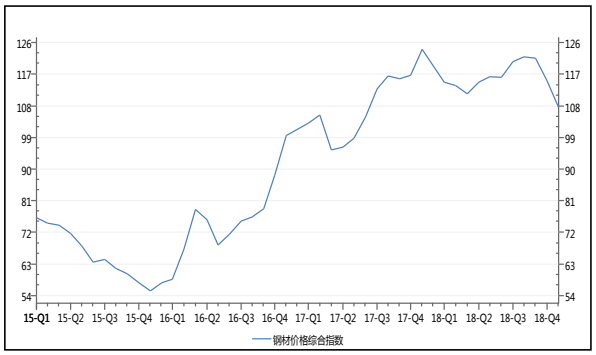
2018 年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018 年 9 月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落 1.24 个百分点至 77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

图 2 近年全国水泥价格指数



资料来源：wind

图 3 近年全国钢材价格指数



资料来源：wind

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但在宽信用、补短板的政策引导下，预计基建投资将有所回暖。

房地产行业作为建筑业的重要下游之一，2018 年以来下行态势明显。2018 年 1~12 月，全国房地产开发投资完成 12.03 亿元，较上年同期增长 9.50%，房屋新开工面积同比增长 17.20%。与此同时，2018 年 1~12 月，全国商品房销售面积同比仅增长 1.30%，房屋竣工面积则较上年同期下降 7.80%。随着棚改货币化的收紧，以及居民杠杆率的持续提高，紧缩的融资环境和趋严的监管环境限制了国内贷款、个人按揭贷款等房地产开发的主要资金来源，从而给地产行业带来了下行压力。

基建投资方面，2018 年 1~12 月，全国基础设施投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，

较去年同期下降 15.2 个百分点，增速较 1~9 月回升 0.5 个百分点。受益于“补短板”和“稳投资”的政策，2018 年四季度基建投资增速企稳回升，结束了 2017 年底以来连续 9 个月的下滑，但仍处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018 年 1~12 月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.9%，增速较前三季度回升 0.7 个百分点；水利、环境和公共设施管理投资同比增长 3.3%，增速较前三季度回升 1.1 个百分点。

2018 年下半年以来，面对国内外需求冲击共振带来的经济下行压力，央行采取了适度宽松的货币政策，多次下调存款准备金；随着地方政府专项债发行和使用进度的加快，积极的财政政策也更加积极。为稳定市场对基建投资的信心，中央政府提出了“基建补短板”，进一步加大基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域的投资力度，并把去杠杆的政策目标变为了稳杠杆。总体看，在宽信用、补短板的政策引导下，基建投资预计将有所回暖，从而给建筑业的下游需求带来一定的支撑。

（3）建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之EPC、BT、BOT和PPP等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

表 3　中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能

		够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）建筑行业风险关注

基建资金到位情况不及预期，行业竞争加剧挤压利润空间

由于地方政府债务快速增长，地方政府组织开展基础设施建设投资的意愿与能力存在不确定性，紧信用的环境使得基建资金到位情况不及预期。此外，由于建筑行业竞争性强，对上下游的议价能力弱，压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。在融资成本高企的金融环境下，整个建筑市场毛利率空间进一步受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

需求方面，随着调控政策持续收紧，一级居民终端需求的透支，房地产开发投资增速下行压力持续加大；在金融防风险、地方政府去杠杆的背景下，基建行业也难以保持过去的高速增长。由于对上游的议价能力相对较弱，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格经历了较大幅度的上涨，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 监管趋严使得企业面临一定的合规风险。

为了控制地方隐形债务风险，财政部加强了对 PPP 项目的监管，将大量不合规的 PPP 项目从项目库中清退。对于积累了大量不合规 PPP 项目的企业，短期内的整改压力很大，如果回归传统的垫资模式，在融资能力不足、地方政府债务负担较重的背景下许多项目都将难以落地，从而给建筑企业带来较大的业绩压力。

（5）建筑行业发展趋势

展望 2019 年，基建投资将逐渐回暖，合规 PPP 项目将成为政府投资的主要资金来源。2018 年下半年以来，国内经济下行压力有所加大，在积极的财政政策和“补短板”的背景下，基建投资将有所回暖。另外，在目前地方政府融资受阻的情况下，通过合规的 PPP 项目吸引社会资本方参与基础设施建设将成为政府投资的重要资金来源。在政策的推动下，PPP 体系将逐渐完善，作为参与 PPP 项目主力的建筑央企未来发展前景良好。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

3. 区域经济发展

公司主要从事常州市武进区内交通基础设施建设，其经营发展受常州市武进区经济实力的影响较大。

常州市武进区经济发展持续向好，固定资产投资保持稳定增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《2018 年武进区国民经济和社会发展统计公报》，2018 年武进区实现地区生产总值 2380.13 亿元，按可比价格计算较上年增长 6.8%。其中第一产业增加值 39.67 亿元，较上年减少 5.2%；第二产业增加值 1292.04 亿元，较上年增长 5.8%；第三产业增加值 1048.42 亿元，较上年增长 8.60%。第三产业增加值占地区生产总值的比重为 44.05%，较上年提高 0.55 个百分点。按常住人口计算的人均地区生产总值 16.45 万元。

2018 年武进区固定资产投资同比增长 7.5%，其中工业投资同比增长 7.1%，服务业投资同比增长 7.9%。高新技术产业完成投资同比增长 9.3%。房地产开发投资 158.51 亿元，同比增长 58.8%；商品房施工面积 1159.17 万平方米，同比增长 6.1%，其中新开工面积 301.65 万平方米，下降 1.6%；年末商品房待售面积 79.99 万平方米，同比减少 9.0%。

2018 年，武进区共实施 13 个政府性交通投资项目，完成投资 11.67 亿元。2018 年底全

区公路总里程 2880 公里，其中高速公路 64 公里。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年底，公司注册资本和实收资本均为 12.00 亿元，公司唯一股东为先行控股，实际控制人为武进区国资办。

2. 外部支持

公司作为常州市武进区主要的交通基础设施投资建设主体，主要负责武进区内交通基础设施投资建设、资产租赁及污水处理等业务，公司的实际控制人为武进区国资办。

2018 年武进区一般预算收入有所增长，武进区国资办作为公司实际控制人，继续给予了公司财政补贴支持，但支持力度逐渐减小。

财政实力方面，2018 年，武进区一般预算收入分别为 178.48 亿元，同比增长 9.00%。2018 年一般预算收入中税收收入的占比为 88.40%，收入质量良好。2018 年，武进区一般预算支出 171.06 亿元，自给率为 104.34%，财政自给率较好。2018 年，公司获得财政补助资金 0.19 亿元。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版，机构信用代码：G1032041201351780C），截至 2019 年 6 月 5 日，公司存在一笔关注类贷款记录，与之对应存在一笔欠息记录，除此外无未结清和已结清的不良类或关注类贷款记录。公司于 2018 年 9 月 6 日发生一笔关注类贷款，关注的原因为欠息，欠息金额 18.56 万元，经银行出具说明，系工作疏忽导致的临时性欠息，并已于次日结清该笔贷款的本息。除此以外，公司无其他违约记录。

截至 2019 年 6 月 5 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，随着武进区区域整合的不断深化以及武进区国资办对公司资产及股权注入，公司营业收入快速增长，实现多元化发展。

2018年营业收入为21.23亿元，较上年大幅增长28.75%，系公司污水处理收入、电汽销售收入及土地开发业务收入增长所致。收入结构方面，公司收入仍主要来源于建筑劳务，但收入占比已从2017年的70.76%降至56.45%，企业多元化经营效果显著。

从毛利率情况来看，公司整体毛利率由2017年的18.26%上涨至26.52%，主要系公司子公司江苏恒基路桥有限公司（以下简称“恒基路桥”）完成的交通基础设施施工项目利润水平较高导致的建筑劳务业务毛利率提升所致。

表4　2017~2018年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑劳务	11.67	70.76	17.77	11.98	56.45	29.07
污水处理	1.35	8.17	12.29	2.33	10.96	29.52
电汽销售	1.45	8.82	37.43	2.71	12.77	33.79
资产租赁	0.22	1.31	-7.97	0.50	2.36	20.61

土地开发	0.38	2.30	10.95	1.00	4.71	10.71
其他业务	1.42	8.64	14.27	3.21	15.12	13.63
合计	**16.49**	**100.00**	**18.26**	**21.23**	**100.00**	**26.52**

注：各项求和数与合计数不等系四舍五入所致，其他收入中养老代养收入、水电销售收入、教育学杂费收入和青苗收入等为2017年新增的业务收入

资料来源：公司提供

建筑劳务业务

跟踪期内，公司建筑劳各收入情况与上年基本持平；受公司交通基础设施施工项目利润水平高的影响，建筑劳务业务板块毛利率快速增长。

公司建筑劳务业务板块，主要包括由公司本部负责的常州市武进区主要的交通基础设施投融资建设、公司子公司恒基路桥从事的建筑施工业务和公司子公司广湖建设负责的武进区湖塘镇范围内的基础设施工程的开发建设，其业务建设模式分别为投资建设-移交模式、一般总承包模式以及委托代建模式。

对于武进区内的投资建设-移交项目，主要通过公司本部与子公司恒基路桥组成联合体通过招投标方式取得项目。项目取得后，武进区政府向公司发出缴款通知书，公司在收到缴款通知书后将前期费用汇入政府指定账户，由政府相关部门负责组织协调拆迁、管线搬迁等工作。联合体负责项目的投融资、建设、移交，总承包单位为恒基路桥，负责工程的实施。

账务处理上，年底恒基路桥按完工百分比法结转收入后，“存货-工程施工”科目体现为恒基路桥与公司未结算款项，“长期应收款”科目体现为公司应收武进区政府的款项。截至2018年底，恒基路桥承接的投资建设-移交项目均已完工，累计投资额27.05亿元，累计已确认收入13.93亿元，剩余应收款14.56亿元全部计入长期应收款。

除了联合招标取得项目之外，公司下属子公司恒基路桥还作为总承包方单独参与投标从武进区域外取得以公路施工为主的项目。

表5　2017~2018年恒基路桥施工板块合同签订情况

（单位：个、亿元）

项目	2017年		2018年	
	个数	金额	个数	金额
新签合同	9	8.13	11	44.84
其中：武进区内	1	2.14	4	5.61
武进区外	8	5.99	7	39.23
在手合同	11	12.27	21	55.12
其中：武进区内	1	2.14	5	7.75
武进区外	10	10.14	16	47.37
当年施工完成额		10.19		6.50

资料来源：公司提供

受市场竞争较为激烈影响，恒基路桥新签合同金额有所波动，2018年新承接的机场路快速化改造工程一标段、235国道盱眙北段、331省道盱眙绕城段等合同金额均较大，交通施工业务规模大幅增长。从承接项目区域看，近年来公司承接的施工项目中武进区外项目占比较大。

2017年新纳入合并范围的广湖建设子公司常州市武进湖塘集体资产经营公司（以下简称“湖塘资产”）还通过委托代建的模式对武进区湖塘镇范围内的基础设施进行建设（主要包括市政设施和安置房建设），目前该板块没有在建项目。

从经营模式来看，湖塘资产自筹资金并通过公开招标的方式委托给具有专业资质的施工企业来进行建设。随着湖塘镇的基础设施建设已经趋于完善，湖塘资产近年来代建项目较少，2018年公司在工程代建板块实现收入1.51亿元。

除上述三种方式外，公司于2016年4月收购天龙设备安装公司，天龙设备安装公司主要经营武进区范围内的自来水管网施工建设。具体业务模式为，天龙设备与常州市武进供水总

公司（以下简称“供水总公司”）签订工程施工合同，建设模式为总承包，按工程进度施工，供水总公司确认后支付工程进度款，工程竣工审计后 60 日内结清工程余款。2018 年，天龙设备安装公司纳入合并范围的营业收入为 0.97 亿元，同比减少 35.76%，主要系武进区自来水管网已完成建设，工程量有所减少所致。

表6　截至2018年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	建设模式	总投资	已完成投资	尚需投资	累计确认收入	累计收到回款
锡通高速 NT3 标	2017.03~2019.08	总承包	2.08	1.87	0.21	0.95	0.81
长荡湖 SG2 标	2017.10~2019.05	总承包	0.67	0.29	0.38	0.27	0.23
355 省道泰兴段改扩建工程	2017.08~2018.12	总承包	1.15	1.15	0.00	0.77	0.52
交通工程备土服务采购项目	2017.10-2020.09	总承包	0.89	0.27	0.62	0.22	0.23
机场路快速化改造工程一标段	2018.05~2020.02	总承包	4.91	1.68	3.23	1.68	1.60
云南勐腊县农村公路改造工程	2018.01~2020.12	总承包	2.27	0.56	1.71	0.00	0.00
污水主管网工程劳务协作合同	2018.01~2018.12	总承包	0.79	0.50	0.29	0.50	0.50
235 国道盱眙北段、331 省道盱眙绕城段	2018.07~2020.12	总承包	9.36	0.30	9.06	0.05	0.05
武进河道管护项目	2018.09~2028.09	总承包	3.09	0.30	2.79	0.00	0.00
泰兴市沿江污水处理及生态环境提升 ppp 项目	2018.09~2020.09	总承包	9.60	0.26	9.34	0.34	0.38
坪盐通道工程第 6 标段（路面标）	2018.12~2019.12	总承包	1.02	0.30	0.72	0.00	0.00
新沟河延伸拓浚工程常州市境内工程桥梁施工三标	2018.02~2019.04	总承包	0.62	0.29	0.33	0.29	0.28
海安至启东高速公路 HQ-RD1 标	2016.01~2018.04	总承包	2.07	1.45	0.62	1.68	1.68
大明路（中吴大道-312 国道）	2017.04~2018.12	总承包	2.15	0.97	1.18	0.85	0.85
合计			**40.67**	**10.19**	**30.48**	**7.60**	**7.13**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司主要在建项目 14 个，总投资 40.67 亿元，尚需投资 30.48 亿元，主要为恒基路桥工程总承包项目；已累计确认收入 7.60 亿元，收到回款 7.13 亿元。

拟建项目方面，公司目前拟建项目主要为贵州大龙开发区 2018 拟储备 B 块场平工程及致远路（中段）、三寨路工程总承包项目等，项目总投资 13.80 亿元。

表 7　截至 2018 年底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	建设期	未来投资计划		
			2019 年	2020 年	2021 年
贵州大龙开发区 2018 拟储备 B 块场平工程及致远路（中段）、三寨路工程	7.30	2019.07~2020.06	2.44	2.43	2.43
勐满口岸经济区工业园市政道路工程	4.77	2019.10~2020.12	1.59	1.59	1.59
新孟河延伸拓浚工程武进区高速公路桥梁施工	0.63	2019.03~2020.04	0.21	0.21	0.21
凤凰岛北路（青洋中路-大明路）道路施工工程	0.49	2019.05~2020.02	0.16	0.16	0.16
广吉高速公路 CP2 标主线段	0.61	2018.03~2020.03	0.41	0.20	--
合计	**13.80**	**--**	**4.81**	**4.59**	**4.39**

资料来源：公司提供

污水处理业务

跟踪期内，大禹水务作为武进区重要的污

水处理企业，污水处理收入及毛利率快速增长。广湖建设子公司纺织工业园污水处理公司形成的污水处理收入对公司的污水处理收入形成有效补充。

公司污水处理业务主要由2016年新增公司武进水利的重要子公司江苏大禹水务股份有限公司（以下简称“大禹水务”）以及2017年新增的广湖建设子公司常州市武进区纺织工业园污水处理有限公司（以下简称“纺织工业园污水处理公司”）负责。截至2018年底，公司污水处理收入2.33亿元，毛利率29.52%，同比均有较大幅度的增长，主要系跟踪期内大禹水务污水处理总量提升，单位污水处理成本下降所致。

大禹水务拥有5座污水处理厂，实际日处理能力为20.75万吨；纺织工业园污水处理公司拥有1座污水处理厂，实际日处理能力为3.00万吨。在污水处理价格方面，大禹水务居民用水污水处理费为1.70元/立方米；工业污水处理费根据废水类别、主要有害物浓度指标的不同，采用不同的收费标准；纺织工业园污水处理公司的处理费由2018年11月1日之前的6.62元/吨调整为6.90元/吨。

在建污水处理厂为滨湖厂一期工程，总投资为4.51亿元，截至2018年底已投资4.41亿元，计划2019年底投入使用。该水厂设计日处理量为5万吨；拟建污水处理厂为和武南区第二污水处理厂，计划投资额为6.00亿元，设计日处理量为10万吨，计划2020年投入使用。两污水处理厂建成后，公司合计日处理规模将达到38.75万吨。

电汽销售业务

总体看，电汽销售规模快速增长，该板块收入对公司营业收入形成一定补充。

公司电汽销售业务板块由二级子公司常州市湖塘热电有限公司（以下简称“湖塘热电”）负责，主要为火力发电生产蒸汽热供应。2018年公司电汽销售业务收入2.71亿元，同比增长86.90%，主要系湖塘热电为2017年下半年随广湖建设并入公司合并范围，仅确认下半年的电汽销售业务收入所致。

供热业务方面，湖塘热电根据供热协议以及各用热企业每月下旬申报的下月用热计划组织生产供应。2018年湖塘热电供气量为133万吨，供热户数达到59家；电力业务方面，湖塘热电与江苏省电力公司签订了购售电合同，全部销售给江苏省电力公司，2018年实现年发电量4909万千瓦时。

土地开发业务

总体看，该板块收入很少，且没有约定具体的成本加成方式，土地开发成本的结算时间受土地指标的情况约束，未来公司土地出让及开发业务受政府规划影响具有一定不确定性。

公司土地开发业务主要由收购的广湖建设的重要子公司湖塘资产负责，业务内容主要为对武进区湖塘镇范围内土地进行前期拆迁、土地平整等。项目前期工作有湖塘镇人民政府协调并协助湖塘资产开展融资工作，湖塘资产对拟出让土地进行征地、拆迁、整理，整理完成并经验收后，湖塘镇人民政府在与湖塘资产签订结算协议，根据不同地块的情况确认土地整理收入及成本。由于土地整理收入及成本在项目完成后确认，所以土地开发成本的结算时间受土地指标的情况约束，未来公司土地出让及开发业务受政府规划影响具有一定不确定性。

2018年，公司实现土地开发项目收入1.00亿元，主要来自麻塑及周边地块的土地开发收入，毛利率为10.71%。公司2019年无新增土地开发计划。

其他业务

公司其他业务板块收入包括资产租赁、贸易收入、苗木销售、资产管理和教育学杂费收入等。2018年，公司实现其他业务收入3.21亿元，主要系资产租赁业务、贸易业务和教育学杂费收入大幅增长所致。由于教育学杂费毛利率较高，2018年公司其他业务毛利率上升至13.63%。

公司未来仍以建筑劳务为主；在此基础上，公司还将继续发展污水处理和电汽销售业务；考虑到相关项目投资规模较大，存在一定的对外融资需求。

截至 2018 年底，建筑劳务业务板块在建项目和拟建项目分别为 14 个和 5 个，尚需投资额分别为 30.48 亿元和 13.80 亿元；污水处理业务方面，在建和拟建项目各一个，尚需投资额为 6.10 亿元、整体看，公司未来面临一定的融资压力。

未来公司将坚持市场化方向：大禹水务将积极引入社会资本，向污泥处置领域拓展，延伸产业链；恒基路桥将积极探索股份制改造，拓展业务方向。

八、财务分析

公司提供了2018年年度合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。

从合并范围看，2018年，纳入公司合并范围的一级子公司为5家，较2017年无变化。

截至 2018 年底，公司资产总额 344.06 亿元，所有者权益 130.14 亿元（含少数股东权益 40.78 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 21.23 亿元，利润总额 2.84 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长；公司应收类款项、存货及用于抵押的投资性房地产规模较大，对公司资金形成一定占用；土地抵押比率高，公司资产流动性差。

截至 2018 年底，公司资产总额 344.06 亿元，同比增长 6.54%，其中流动资产占 65.93%，非流动资产占 34.07%。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	58.48	18.11	55.09	16.01
应收账款	8.48	2.63	6.40	1.86
其他应收款	58.53	18.12	76.75	22.31
存货	70.77	21.91	73.68	21.41
流动资产	**201.81**	**62.49**	**226.83**	**65.93**
长期应收款	22.41	6.94	14.56	4.23
投资性房地产	67.15	20.79	68.50	19.91
固定资产	16.09	4.98	15.24	4.43
非流动资产	**121.13**	**37.51**	**117.23**	**34.07**
资产总额	**322.94**	**100.00**	**344.06**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 226.83 亿元，同比增长 12.40%，主要系其他应收款大幅增长所致。截至 2018 年底，公司货币资金 55.09 亿元，较上年减少 3.40 亿元，主要系跟踪期内公司购买银行理财产品金额增加所致。公司货币资金主要以银行存款为主（占比 93.32%），2018 年底受限资金 16.47 亿元，系因定期存单质押和存入银行承兑汇票保证金而受限。

截至 2018 年底，公司应收账款 6.40 亿元，同比下降 24.52%，主要系公司收回应收工程施工款项及项目前期投资回报款所致。从账龄看，一年以内占 83.36%，账龄较短。应收账款前 5 名占比 51.33%，集中度较一般。截至 2018 年底，公司共计提坏账准备 0.15 亿元，计提比例 2.35%。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 76.75

亿元，较上年增加 18.22 亿元，主要系公司与常州市武进交通产业发展有限公司往来款大幅增加所致。其他应收款前 5 名占其他应收款期末余额的 77.32%，集中度较高；公司共计提坏账准备 3.06 亿元，计提比例 3.83%。

截至 2018 年底，公司存货为 73.68 亿元，较上年增加 2.91 亿元，主要由工程和施工成本 73.47 亿元构成（包括土地整理拆迁成本 38.19 亿元，安置房工程代建成本 27.06 亿元）。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 7.84 亿元，同比增长 191.08%。其他流动资产主要构成为理财产品，其中 4.30 亿元理财产品为受限资产，质押用于公司开立银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司长期应收款为 14.56 亿元，同比减少 7.85 亿元，主要系 2017 年的 5.36 亿元长期应收款由于即将到期，重分类至一年内到期的非流动资产所致。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 1.25 亿元，较上年减少 1.28 亿元，主要系公司本年响应武进区国有资产管理体制改革，将投资于常州市武进农业发展有限公司的资金全部退出所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 68.50 亿元，同比增长 2.01%，主要为公司持有的用于出租的标准厂房、商铺及土地使用权，变动系公允价值变动损益所致；公司在建工程 2.22 亿元，较上年增长 1.61 亿元，主要系主管网工程及滨湖一期。

在受限资产方面，截至 2018 年底，除货币资金及其他流动资产中的受限资产外，投资性房地产中 66.37 亿元及固定资产中的 0.72 亿元已抵押用于公司借款，无形资产中 0.07 亿元的土地使用权已抵押用于公司借款。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所上涨，少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性一般。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 130.14 亿元，同比增长 0.57%。公司所有者权益主要由实收资本（占比 9.22%）、资本公积（占比 55.76%）、未分配利润（占比 3.47%）和少数股东权益（占比 31.34%）构成，稳定性一般。

截至 2018 年底，公司实收资本 12.00 亿元。其中实物资产 4.20 亿元，货币资金 7.80 亿元；公司资本公积 72.56 亿元，同比减少 1.16%，主要系公司将武进水利持有的常州市武进农业发展有限公司股权无偿划转给先行控股所致。

跟踪期内，公司债务规模不断增长，债务负担偏重；其中短期债务规模增长加快，债务结构仍以长期债务为主。

2018 年底，公司负债合计 213.92 亿元，较上年底增加 20.37 亿元。2018 年底，公司流动负债占比 50.98%，非流动负债占比 49.02%，公司负债结构较平均。

表 9 公司主要流动负债构成（单位：亿元、%）

	2017 年		2018 年	
项目	金额	占比	金额	占比
短期借款	23.19	11.98	30.24	14.14
应付票据	11.54	5.96	15.36	7.18
应付账款	8.15	4.21	8.64	4.04
其他应付款	21.46	11.09	16.16	7.55
一年内到期的非流动负债	10.33	5.34	36.33	16.98
流动负债合计	**78.51**	**40.56**	**109.06**	**50.98**
长期借款	108.62	56.12	91.19	42.63
应付债券	1.60	0.51	1.20	3.72
非流动负债合计	**115.04**	**59.44**	**104.86**	**49.02**

负债总额	**193.55**	**100.00**	**213.92**	**100.00**
实收资本	12.00	9.27	12.00	9.22
资本公积	73.41	56.73	72.56	55.76
少数股东权益	40.26	31.11	40.78	31.34
所有者权益合计	**129.40**	**100.00**	**130.14**	**100.00**

资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司流动负债合计 109.06 亿元，同比增长 38.92%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的流动负债增长所致。

截至 2018 年底，公司短期借款 30.24 亿元，同比增长 30.40%，主要由保证借款（占比 50.23%）、抵押借款（占比 22.72%）和保证加抵押借款（占比 17.46%）构成。截至 2018 年底，公司应付票据为 15.36 亿元，较上年增加 3.82 亿元，主要系开立银行承兑汇票及商业承兑汇票增加所致。

截至 2018 年底，公司应付账款 8.64 亿元，同比增长 6.06%，主要系尚未支付的土地金及工程款增加所致；截至 2018 年底，公司其他应付款为 16.16 亿元，较上年底减少 5.30 亿元，主要系往来款减少所致；截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 36.33 亿元，较上年增长 26.00 亿元，主要系保证借款增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 104.86 亿元，较上年减少 10.18 亿元，主要由于长期借款减少所致。公司长期借款 91.19 亿元，较上年减少 17.43 亿元，主要由保证借款（占比 54.07%）、保证和抵押（占比 19.08%）和抵押借款（占比 16.48%）构成。

有息债务方面，考虑到公司长期应付款的有息债务部分，截至 2018 年底，公司调整后全部债务 182.27 亿元，同比增长 16.64%，主要系短期债务增加所致。从债务结构来看， 2018 年底公司短期债务占调整后全部债务的 44.95%，占比较上年底快速上升 16.12 个百分点。同期，公司调整后长期债务资本化比率有所下降、调整后全部债务资本化比率和资产负债率上升，上述指标分别为 43.54%、58.34%和 62.18%，公司债务负担偏重。公司 2019~2021 年各年到期债务规模分别为 66.57 亿元、62.66 亿元和 16.78 亿元，2019 年为公司偿债高峰

3. 盈利能力

公司营业收入以建筑劳务收入为主。跟踪期内，公司收入规模不断增长，整体盈利能力有所提升，但仍然处于较低水平。

2018年，公司营业收入为21.23亿元，较上年底增长28.75%，主要系教育学杂费收入、土地开发、贸易租赁收入和物业管理收入增加所致。

从期间费用来看，公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2018 年，公司管理费用为 2.13 亿元，较 2017 年增长 0.41 亿元，主要系公司规模增长所致。

2018 年，公司营业利润及利润总额不断增长，分别为 2.88 亿元和 2.84 亿元，分别较 2017 年增长 69.57%和增长 65.79%，主要系土地开发收入、租赁业务收入和养老业务增长所致。

从盈利指标来看，2018 公司营业利润率为 25.80%，较 2017 年提升 8.86 个百分点，营业利润率的提升主要系交通基础设施施工项目的利润水平提高所致；2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.30%和 1.48%，公司整体盈利能力仍较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，受支付其他与经营活动有关的现金增加的影响，公司经营活动现金净流量由正转负；公司增加对外投资，投资活动现金净流量由正转负；公司 2018 年发行企业债融资，筹资活动现金净流量表现为净流入。

2018 年，公司经营活动现金流入为 33.01 亿元。2018 年，公司销售商品、提供劳务收到

的现金不断增长，为 22.24 亿元，较 2017 年增长 67.16%。2018 年，公司建筑施工业务回款和收入确认情况较往年好转，公司现金收入比波动较大为 106.18%，较 2017 年增长 24.40 个百分点。受往来款不断减少影响，2018 年收到其他与经营活动有关的现金持续下降，下降至 10.44 亿元。2018 年公司经营活动现金净流出 43.43 亿元，较 2017 年增长 100.06%，主要系支付其他与经营活动有关的现金大幅增长所致。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要由恒基公司对外采购、广湖建设集团中湖塘热电、湖塘集体资产经营对外采购构成，2018 年为 15.86 亿元；支付其他与经营活动有关的现金为 24.08 亿元，较 2017 年增长 21.36 亿元，涨幅巨大，主要系公司与恒磊公司的往来支出增加所致。2018 年受支付其他与经营活动有关的现金快速增长的影响，公司经营活动现金净流量由正转负为净流出 10.41 亿元。

投资活动方面，2018 年公司收回投资收到现金为 7.70 亿元，较 2017 年增长 7.53 亿元，涨幅巨大，主要系公司购买的短期理财如银行的周周赢、天天赢等理财产品增加所致；2018 年公司处置固定资产和其他长期资产收回的现金 5.54 亿元，主要系武进公路处按照回购协议，回购 BT 项目所致；公司收到其他与投资活动有关的现金主要为公司对区属其他企业提供资金借款和购买的理财产品，2018 年为 0.38 亿元，较 2017 年减少 98.54%，降幅巨大的主要系公司于 2017 年合并广湖建设，导致 2017 年该项现金流入大幅增加；2018 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金分别为 2.88 亿元，主要系公司购置土地支付的现金；同期，公司投资支付的现金为 15.28 亿元，2018 年主要系购买银行理财产品的现金支出。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为净流出 4.46 亿元。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入为74.65亿元，主要由取得借款收到的现金构成；公司收到其他与筹资活动有关的现金6.82亿元，主要为收回的质押融资保证金。2018年公司筹资活动支出主要用于偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金。其中偿还债务支付的现金为45.35亿元，同比下降2.87%，变化不大；支付其他与筹资活动有关的现金为11.79亿元，较2017年增加10.13亿元，涨幅较大，主要系广湖建设、恒基路桥对外质押存单及保证金增加所致。2018年，公司筹资活动净现金流量为7.95亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模快速增长，短期偿债能力弱；长期偿债能力很弱，但考虑到政府及股东对公司支持，公司总体偿债能力很强；融资渠道较为通畅；对外担保比率一般，被担保方均为国企，公司或有风险一般。

从短期偿债能力指标看， 2018 年公司流动比率和速动比率均较 2017 年有所下降，分别为 207.99%和 140.43%。2018 年，公司经营现金流动负债比率由正转负，为-9.55%。2018 年，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力弱，为 0.68 倍，若考虑受限的货币资金，2018 年公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.40 倍，短期偿债能力弱。

从长期偿债能力看，2018 年，公司调整后全部债务/EBITDA 为 29.28 倍，保障能力较 2017 年有所提升。总体看，公司债务规模不断扩大，长期偿债能力依然很弱，但考虑到政府及股东对公司支持，公司总体偿债能力很强。

截至 2018 年底，公司（合并）共获得各金融机构授信额度合计 213.00 亿元，已使用金额 162.12 亿元，公司外部融资渠道较为通畅。

截至 2018 年底，公司对外担保总额 26.77 亿元，公司担保比率为 20.57%。公司对外担保企业中常州市武进供水总公司（担保余额 9.20 亿元）及常州市武进交通产业发展有限公司（担保余额 7.00 亿元）均系常州市武进城市建设投资有限责任公司的子公司。被担保方大部分为国有企业且目前经营正常。总体看，公司担保

比率一般，公司或有负债风险一般。

6. 母公司财务状况

截至2018年底，母公司资产总额150.73亿元，同比增加10.73%，主要系其他应收款增加所致。其中流动资产占52.03%、非流动资产占47.97%，流动资产占比较上年底略有上升。

截至2018年底，母公司所有者权益合计47.68亿元，同比增长0.20%，所有者权益规模略有增长。其中实收资本占25.17%、资本公积占69.90%、未分配利润占4.35%。

截至2018年底，母公司负债合计103.05亿元，同比增长16.39%，主要系应付票据及一年内到期非流动负债增长所致。其中流动负债占52.03%、非流动负债占47.97%，债务结构均衡。2018年公司全部债务规模为77.76亿元，较2017年增长26.12%；全部债务资本化率为61.99%，较2017年略有增长。

2018年，母公司实现营业收入1.00亿元，同比增长138.56%，营业利润率87.25%；利润总额0.17亿元。

2018年，母公司经营活动产生的现金流量净额由正转负，为-11.29亿元；投资活动产生的现金流量净额仍为净流出，但流出量大幅减少，为-1.77亿元；筹资活动产生的现金流量净额为6.74亿元。

九、存续期内债券偿债能力分析

截至2019年5月底，公司存续债券余额3.00亿元，无一年内到期的应付债券，存续债券无短期兑付压力，未来偿债压力集中度较低。

截至2019年5月底，公司无一年内到期的应付债券。公司将于2020年开始按照分期偿还条款，偿还债券本金的0.60亿元（债券本金的20%）。

截至2018年底，公司剔除受限后的现金类资产39.27亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为33.01亿元、-10.41亿元和6.22亿元，对存续债券保障情况如下表，总体看，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值覆盖能力强。

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019年5月底
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	0.60
剔除受限后的现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	55.02
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-17.35
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	10.37

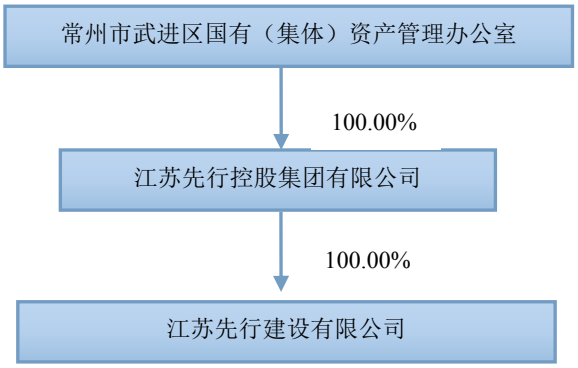
资料来源：联合资信整理

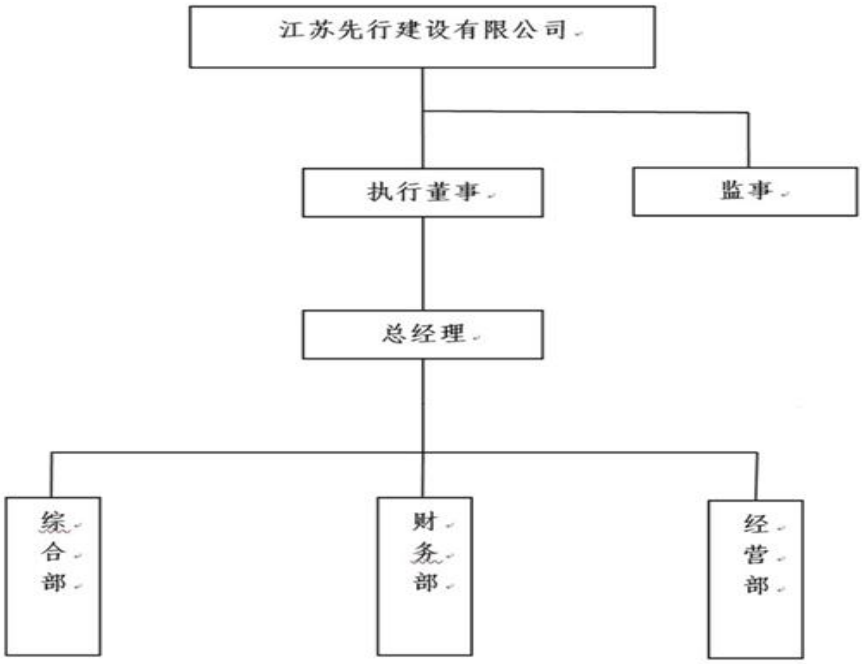
此外，江苏省信用再担保有限公司为“G18先行”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据联合资信于2019年6月17日出具的江苏省信用再担保有限公司主体跟踪评级报告，江苏省信用再担保有限公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效增强了“G18先行”本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“G18先行”的信用等级为AAA。

附件 1 公司股权及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	14.28	59.17	55.74
资产总额(亿元)	132.42	322.94	344.06
所有者权益(亿元)	51.21	129.40	130.14
短期债务(亿元)	39.30	45.06	81.93
长期债务(亿元)	28.19	109.61	99.14
调整后长期债务(亿元)	28.19	111.21	100.33
全部债务(亿元)	67.48	154.67	181.07
调整后全部债务(亿元)	67.48	156.27	182.27
营业收入(亿元)	15.82	16.49	21.23
利润总额(亿元)	1.93	1.71	2.84
EBITDA(亿元)	4.38	4.57	6.22
经营性净现金流(亿元)	13.52	3.50	-10.41
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.77	1.72	2.62
存货周转次数(次)	4.51	0.36	0.22
总资产周转次数(次)	0.13	0.07	0.06
现金收入比(%)	69.64	81.78	106.18
应收类款项/资产总额(%)	29.44	27.69	28.40
营业利润率(%)	20.98	16.95	25.80
总资本收益率(%)	2.33	1.21	1.30
净资产收益率(%)	2.90	1.23	1.48
长期债务资本化比率(%)	35.50	45.86	43.24
调整后长期债务资本化比率(%)	35.50	46.22	43.54
全部债务资本化比率(%)	56.86	54.45	58.18
调整后全部债务资本化比率(%)	56.86	54.70	58.34
资产负债率(%)	61.33	59.93	62.18
流动比率(%)	121.42	257.06	207.99
速动比率(%)	114.07	166.92	140.43
经营现金流动负债比(%)	26.16	4.46	-9.55
全部债务/EBITDA(倍)	15.42	33.87	29.09
调整后全部债务/EBITDA(倍)	15.42	34.22	29.28
EBITDA 利息倍数	1.60	1.74	2.94

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2. 调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息部分；

附件 3 江苏省信用再担保集团有限公司
2019 年主体跟踪信用评级报告

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/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

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

承 诺 书

本机构承诺出具的《江苏省信用再担保集团有限公司2019年主体长期信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十四日

信用等级公告

联合〔2019〕1410号

联合资信评估有限公司通过对江苏省信用再担保集团有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定江苏省信用再担保集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

江苏省信用再担保集团有限公司
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 6 月 14 日

主要数据

项　目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额(亿元)	143.93	122.24	108.48
所有者权益(亿元)	75.27	71.73	69.86
净资本(亿元)	46.02	41.45	45.49
在保余额(亿元)	1215.72	1036.65	931.68
担保责任余额(亿元)	476.60	623.94	491.65
净资产担保倍数(倍)	6.33	8.70	7.04
净资本担保倍数(倍)	10.36	15.05	10.81
项　目	**2018 年**	**2017 年**	**2016 年**
营业收入(亿元)	13.31	11.26	10.03
净利润(亿元)	3.78	3.19	2.84
平均资产收益率(%)	2.84	2.77	2.92
平均净资产收益率(%)	5.15	4.51	4.49

注：1. 在保余额、担保责任余额为母公司口径；
2. 净资本、净资产担保倍数、净资本担保倍数为合并口径，由联合资信根据内部评级方法估算；
3. 2018 年担保责任余额为根据《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度权重折算
数据来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

分析师

卢司南　刘荚欣

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

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2009 年 12 月，是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业，实际控制人为江苏省人民政府。近年来，公司内控体系及风险管理体系逐步完善，主营业务发展良好，逐步搭建起具有自身特色的金融集团框架；近年来，江苏省人民政府对公司进行了多次增资扩股，公司资本实力得到提升。另一方面，公司担保业务对象以江苏省地方国有企业为主，部分贷款业务和信托产品投资对象也是地方国有企业，客户及行业集中度较高；在宏观经济形势下行、地方债务约束增强以及监管政策对平台类增信业务限制背景下，平台类项目风险持续加大，业务发展及风险管理情况面临较大压力；代偿项目多为中小企业历史遗留项目，处置时间较长，后续回收情况需持续关注。2019 年 5 月，江苏省人民政府发布《江苏省财政厅关于实行省级国有金融资本集中统一管理的通知》，授权省财政厅履行省级国有金融资本出资人职责，公司成为省财政厅直接管理金融机构，政策性担保公司的属性有所增强，业务开展能够进一步得到当地政府的有力支持，但在国办发〔2019〕6 号文以及担保条例的影响下，公司未来业务发展及资产配置或更加面临转型的压力。

综上所述，联合资信评估有限公司确定江苏省信用再担保集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该信用等级反映了江苏省信用再担保集团有限公司代偿能力最强，风险最小。

优势

1. 公司实际控制人为江苏省人民政府，在业务发展、资本金补充和专项补助等方面对公司的支持力度较大。
2. 随着增资扩股和利润转增股本的实施，公司

资本实力得到提升，资本金规模位居行业前列，担保代偿能力及风险抵御能力强。

3. 公司逐步搭建起具有自身特色的金融集团框架，收入来源趋向多元化，盈利能力较好。
4. 随着再担保体系构建以及比例再分担模式的稳步推进，公司担保业务对当地中小企业融资具有较大的促进作用。

关注

1. 公司担保业务对象以地方国有企业为主，部分贷款业务和信托产品投资对象也是地方国有企业，客户及行业集中度较高。
2. 在宏观经济形势下行、地方债务约束增强以及监管政策对平台类增信业务限制背景下，公司地方国有企业项目风险持续加大，风险管理面临一定挑战，并具有一定的业务转型压力。
3. 公司代偿项目多为中小企业历史遗留项目，代偿时间较长，后续回收情况需持续关注。
4. 公司贷款类资产及投资资产规模较大，宏观经济下行的背景下，相关信用风险有所上升，资产质量面临一定下行压力。
5. 多元化的金融集团运营对公司风险管理能力提出更高要求。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2019 年 6 月 14 日至 2020 年 6 月 13 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。

江苏省信用再担保集团有限公司
2019 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“公司”）前身为成立于 2009 年 12 月的江苏省信用再担保有限公司，是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业。公司初始注册资本 31.00 亿元，经过多次增资扩股和利润转增股本，2019 年宿迁市人民政府、扬州龙川控股金融投资有限公司、徐州市贾汪城市建设投资有限公司等省内地方政府及国有企业对公司以货币形式进行增资，2019 年 3 月末公司股本增至 72.75 亿元，其中国有股占总股本的 98.49%。公司股东主要为地方各级政府，实际控制人及第一大股东为江苏省人民政府，持股比例为 29.25%，江苏省财政厅代表省政府履行出资人职责，前五大股东及其持股比例见表 1。2019 年 5 月，江苏省人民政府发布《江苏省财政厅关于实行省级国有金融资本集中统一管理的通知》，授权省财政厅履行省级国有金融资本出资人职责，公司成为省财政厅直接管理金融机构。

表 1　前五大股东及持股比例　单位：%

股东名称	持股比例
江苏省人民政府	29.25
江苏省国信集团有限公司	6.05
江苏国经控股集团有限公司	4.54
常州市新北区人民政府	4.54
启东国有资产投资控股有限公司	4.54
合　计	**48.92**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

公司经营范围：再担保业务，担保业务，投资和资产管理，财务顾问，市场管理，商务服务，社会经济咨询，资产评估，机械设备租赁。

公司下设再担保业务部、产业金融部、区域金融部、普惠金融部、资金运营部、金融信息部、风险管理部和计划财务部等 14 个职能部门。目前，公司在江苏省内设有 14 家分公司，下设 6 家全资子公司及 4 家控股子公司，包括小额贷款公司、担保公司、融资租赁公司、典当公司、投资公司、资产管理公司等。

截至 2018 年末，公司合并口径资产总额 143.93 亿元，负债总额 68.66 亿元，所有者权益 75.27 亿元。2018 年，公司实现营业收入 13.31 亿元，其中再担保业务收入 0.99 亿元，直保业务收入 5.58 亿元，贷款利息收入 4.07 亿元，融资租赁业务收入 2.20 亿元；实现净利润 3.78 亿元。

截至 2018 年末，母公司资产总额 99.39 亿元，负债总额 32.99 亿元，所有者权益 66.40 亿元；母公司再担保在保余额 679.00 亿元，再担保连带责任余额 197.32 亿元；直保在保余额 536.72 亿元。2018 年，母公司实现营业收入 6.62 亿元，净利润 4.10 亿元。

注册地址：南京市建邺区江东中路 311 号中泰广场 16 楼

法定代表人：瞿为民

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

（1）国内经济环境

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%（见表 2），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和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，受全球经济增速放缓、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）区域经济发展概况

公司业务主要集中于江苏省内。江苏省是我国经济最发达的地区之一，经济总量位居全国第二。近年来，江苏省逐步建立起以高新技术产业为主导、先进制造业为支撑、现代农业为基础的产业体系，抓住“一带一路”建设、苏南现代化建设示范区和国家自主创新示范区建设等机遇，全面深化供给侧结构性改革，加快淘汰低水平落后产能，引导企业提升高技术含量、高附加值产品产量，加大对新技术、新材料、新工艺应用等领域的扶持力度，推动全省产业结构优化升级。另一方面，受国内外宏观环境的影响，中美贸易摩擦加剧、国内经济形势下行、区域经济发展不平衡等因素加大了江苏省沿海沿江地区劳动密集型产业发展的不确定性，传统制造业、进出口贸易以及高附加值、高科技产业面临较大发展压力，并逐步扩大至一般性行业。随着 PPP 项目清理、资管新规等政策的实施，基础设施建设和重大项目的主融资渠道受限，江苏省内基础设施建设对投资增长的支撑引领作用减弱。

江苏省是债务大省，地方城投平台债务规模大，政府性债务率仅次于山东省。近年来，江苏省根据国家政策导向，完善和落实政府性债务管理制度，严禁各类违法违规举债、担保行为，严格管控地方政府性债务规模和债务率，长期的债务化解和平台转型问题需持续关注。

近年来，江苏省经济总体运行平稳，但经济增速有所放缓。2016—2018 年，江苏省地区生产总值增速分别为 7.8%、7.2%和 6.7%。2018 年，江苏省全年地区生产总值为 92595.4 亿元。其中，第一产业增加值 4141.7 亿元，同比增长 1.8%；第二产业增加值 41248.5 亿元，同比增长 5.8%；第三产业增加值 47205.2 亿元，同比增长 7.9%；三次产业增加值比例为 4.5:44.5:51。2018 年，江苏省完成一般公共预算收入 8630.2 亿元，同比增长 5.6%；城镇居民人均可支配收入 4.72 万元，同比增长 8.2%；农村居民人均可支配收入 2.08 万元，同比增长 8.8%。截至 2018 年末，全省金融机构人民币存款余额 139718 亿元，同比增长 7.5%；人民币贷款余额 115719 亿元，同比增长 13.3%。

总体看，江苏省经济总量位居全国前列，为地区经济金融发展奠定了良好基础。但中美贸易摩擦、国内经济形势下行等因素加大了省内传统制造业、进出口贸易等产业发展的不确定性，经济增长面临一定压力；江苏省区域经济发展水平、财政实力不均衡，部分地方债务负担较重，为金融机构发展带来一定负面影响。

2. 担保行业发展

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

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

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

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

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

资本实力方面，为应对风险、加强资本储备以及开展业务的需要，担保公司增资扩股的意愿有所上升，尤其是能够开展债券担保业务的金融担保公司，其多为省属国有控股，部分还承担着政策性义务，政府支持力度及意愿强，净资产规模不断增长。从股东背景看，除了传统的地方性质政府及企业股东外，目前已有部分省级国有担保公司获得了政策性银行或政策性银行基金注资的先例，例如重庆进出口信用担保有限公司、东北中小企业信用再担保股份有限公司以及四川省金玉融资担保有限公司等。2018 年 7 月 26 日，国家融资担保基金有限责任公司注册成立，未来将通过股权投资的方式向各省级担保公司进行增资，向各省市区建立由国家牵头的自上而下的担保信用体系，省级国有控股且专业化水平较高的担保机构将面临更大的机遇。

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

保公司的需求，金融担保公司债券担保责任余额保持快速增长，担保倍数升高且单笔债券风险敞口较大，这将导致金融担保公司承担的担保业务风险持续上升。

3．政策与监管

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

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

2015 年 8 月，国务院法制办公开了《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》，2017 年 6 月经国务院常务会议审议通过，2017 年 8 月颁布并于 2017 年 10 月 1 日起正式实施。《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“条例”）明确了融资担保公司的监督管理体系，强化了中央与地方政府的分层监管职责，并对设立融资担保公司及跨区域分支机构所需的准入条件、融资担保公司退出机制、融资担保公司开展业务的经营规则以及所承担的法律责任均予以了明确规定。此外，条例强化了融资担保公司在支持普惠金融、降低社会融资成本方面的地位，同时推动政府性融资担保公司体系的发展，建立政府、银行业金融机构、融资担保公司合作机制，进一步鼓励、支持融资担保公司为小微企业和“三农”提供融资担保服务。

2018 年 4 月 2 日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布了《关于印发《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度的通知》（银保监发〔2018〕1 号），制定了《融资担保业务经营许可证管理办法》《融资担保责任余额计量办法》《融资担保公司资产比例管理办法》和《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》。其中，《融资担保业务经营许可证管理办法》旨在规范监督管理部门对融资担保业务经营许可证的管理，促进融资担保公司依法经营，维护融资担保市场秩序。《融资担保责任余额计量办法》旨在规范融资担保公司经营活动，防范融资担保业务风险，准确计量融资担保责任余额。《融资担保公司资产比例管理办法》是为引导融资担保公司专注主业、审慎经营，确保融资担保公司保持充足代偿能力，优先保障资产流动性和安全性。《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》旨在规范银行业金融机构与融资担保公司业务合作行为，维护双方合法权益，促进银担合作健康发展，更好地服务小微企业和“三农”发展。银保监会表示，各地可根据《条例》及四项配套制度出台实施细则，实施细则应当符合《条例》及四项配套制度的规定和原则，且只严不松。

2018 年 7 月 26 日，国家融资担保基金有限责任公司注册成立，由财政部联合商业银行共同发起，初始注册资本 661.00 亿元，其中财政部

持股 45.39%。国家融资担保基金有限责任公司经营范围主要包括再担保业务、项目投资、投资咨询以及监管部门批准的其他业务，未来将采取股权投资、再担保等形式支持各省（区、市）开展融资担保业务，带动各方资金扶持小微企业、“三农”和创业创新，着力缓解小微企业、“三农”等普惠领域融资难、融资贵问题，并支持战略性新兴产业的发展。

2019 年 2 月 14 日，国务院办公厅发布了《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》（国办发〔2019〕6 号文）（以下简称“国办发 6 号文”）意在解决小微企业和“三农”融资难的问题。国办发 6 号文明确要求政府性融资担保、再担保机构聚焦支小支农主业，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，不得向非融资担保机构进行股权投资，以及其他与之配套的支持政策。与此同时，国办发 6 号文还在担保业务转型、银担合作风险分担机制设计等方面对政策性担保机构加以规范。未来，政策性担保机构的业务重心将向“三农”及小微企业客户倾斜，行业发展将更为规范。

总体看，随着担保行业的不断发展，政府及监管部门日益重视担保行业规范、健康、持续的发展，出台了一系列相关政策扶植并规范融资担保机构发展，鼓励并引导融资担保公司为“三农”及小微企业服务，这将有助于防控融资担保行业风险集中，促进担保行业的健康发展。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司是江苏省内唯一省级担保集团，实际控制人为江苏省人民政府。2019 年 5 月，江苏省人民政府发布《江苏省财政厅关于实行省级国有金融资本集中统一管理的通知》，授权省财政厅履行省级国有金融资本出资人职责，公司成为省财政厅直接管理金融机构。公司在坚持国有股份占主导地位的同时，吸引优质民营资本投资，股权结构的多元化有利于公司治理的规范化和运营的市场化。

按照相关法律法规及公司章程规定，公司设立股东会、董事会和监事会。近年来，公司根据股东会决议，选举董事会及监事会成员；董事会由 8 名成员组成，其中董事长由省政府委派；董事会下设战略与发展委员会、投资与风险控制委员会、审计委员会和薪酬、考核与提名委员会。公司监事会由 5 名成员组成，监事会主席由省政府金融办委派。公司实行总裁负责制，公司总裁全面负责公司的经营和行政管理。

总体看，公司作为省级担保集团，实际控制人为江苏省人民政府，能够在资本金补充、设立风险补偿专项资金、税收优惠等方面获得支持。公司已搭建起现代公司治理架构，与当前的业务发展基本适应。

2. 内部控制

公司本部主要承担研发创新、管理控制职能，各分公司为公司担保业务基地和对外服务窗口，各子公司主要从事与再担保相关的延伸业务。

公司设有风险评审与控制委员会、总裁办公会/经营决策委员会，两个委员会依据决策权限的不同对公司拟进行的投资项目、经营活动进行审议决策并提出相应的风险防范要求。公司下设各分公司主要承担直保、再担保业务的调研、拓展、保后监督及投资项目的前期调研、推荐工作。区域金融部、产业金融部及普惠金融部负责担保项目的初审、筛选、统计及重大项目的调查等。资金运营部主要承担 I 级资产以外的债权类资产业务的组织推动、立项审核、业务办理、渠道建设等职能。风险管理部主要负责全面风险管理、内部控制、业务合规及法律事务等。计划财务部主要承担财务管理、会计核算、年度经营指标考核分解与跟踪推进、经营业务数据统计、对外融资管理、I 级资产的投资（包括对子公司资金拆借）等职能，公司组织结构图见附录 1。

公司出台了各项内控管理制度，主要包括担

保与投资业务管理制度、行政管理制度、人力资源管理制度、财务管理制度等。随着业务快速发展和风险管理需要，公司内控体系有待进一步完善。

总体看，公司组织架构设置合理，各职能部门职责明确，内控管理制度逐步健全。但随着业务快速发展，内控制度体系有待进一步完善。

3. 战略规划

公司未来将以促进中小企业健康发展和推进金融强省为宗旨；坚持走以再担保为主业，同时扩展其他金融服务，优化资本金经营，形成增信-增值业务优势互补、协调发展的道路。公司将立足江苏省，面向长三角，逐步建成金融服务特色鲜明、风险防范体系完善、业绩和品牌优良的省属大型控股集团。

结合当前宏观经济形势和自身业务特点，公司明确了以下几个方面的经营重点：由规模扩张向质量和效益转变，坚持再担保体系建设的扩张与巩固相结合、再担保主业的规模增长与防范风险相结合、合作担保机构的扶优与限劣相结合以及政策性导向与市场化运作相结合；支持重大战略产业布局，围绕新兴产业、先进制造业、高新技术产业以及传统产业改造升级研究配套政策，同时大力发展普惠金融，以创新特色产品优化小微企业及“三农”信用供给；加强集团化建设，完善子公司管控模式，实现优势互补和协同发展；突出经营风险防范，实现对风险的总量控制和区域平衡。

总体看，公司定位清晰，目标明确，以再担保为主业，逐步探索出一条具有自身特色的市场化发展道路。

四、担保业务经营分析

公司成立于 2009 年 12 月，旨在构建江苏省再担保体系，充分发挥再担保资金的引导作用，加大对中小企业的信贷支持，解决中小企业融资难、贷款难问题，促进江苏省内中小企业发展。截至 2019 年 3 月末，公司实收资本为 72.75 亿元，在已成立的省级再担保公司中，公司资本规模位居前列，具备较强的担保能力和抵御风险能力。

近年来，公司积极与银行进行沟通，协商战略合作方式，争取授信空间，为担保业务的开展奠定良好基础。截至 2018 年末，公司已与工商银行、中国银行、建设银行、国家开发银行、光大银行、江苏银行等多家银行展开合作，共获得授信总额 935.30 亿元，其中未使用授信余额 398.58 亿元。在公司与银行的战略合作框架下，合作担保公司能享受到银行给予的担保倍数放大至实收资本的 10 倍、免收保证金、享受优惠利率等方面的政策，同时个别银行与公司达成风险分担的协议。此外，在主办机构和承办机构的再担保业务模式下，公司与省内多家担保机构建立了合作关系，基本建立起覆盖全省的再担保网络体系，较好地促进了各地担保机构的发展。

公司担保业务包括直保业务和再担保业务，其中直保业务以融资担保业务为主，非融资担保业务规模较小。近年来，公司根据监管政策导向，推进再担保体系建设和业务模式创新，稳步发展债券增信业务和中小企业担保业务，整体担保业务规模稳步增长。截至 2018 年末，公司在保余额为 1215.72 亿元（见附录 2：表 1），其中直保余额和再担保余额分别占公司在保余额的 44.15%和 55.85%。

1. 再担保业务

公司再担保业务由再担保业务部负责开展。公司将纳入再担保体系中的担保机构划分为主办、承办、专办、特办四种，分别采取相应的合作模式开展再担保业务。主办是基于公司对担保机构进行综合评价后，将资质条件好、历史运营情况良好、财务状况和风险控制能力强的担保机构确定为主办机构。公司与该类担保机构签订主办机构再担保合同。按照合同规定，主办机构在合同期内的担保业务均纳入公司再担保业务范围；合同对主办机构承担的代偿责任比例、再担

保费率水平做了明确规定。公司对主办机构的再担保费率相对较低，约为万分之七。专办是主办方式的一种延伸，是指针对某一银行或中介机构，公司对其客户给予整体再担保。特办是指在某一特殊领域或与政府合作的项目。目前特办项目均为公司为大学生村官创业项目提供的再担保。除以上方式外，公司将其余纳入再担保体系的担保机构确认为承办机构，与其签订承办机构再担保合同。在合同期内，承办机构按项目逐笔提交公司，经核准后，纳入公司再担保业务。

2018 年以前，公司再担保业务模式包括风险补偿模式和风险分担模式。风险补偿模式下，公司仅设定再担保承保项目条件，由担保公司独立开展业务，并设定代偿上限为备案金额的 0.28%，有效降低了公司的代偿风险。风险分担模式是在省财政再担保风险补偿资金的支持下，对于符合国家产业政策和行业重点支持方向的小微企业，由银行发放贷款，政策性担保机构提供担保，公司提供再担保。对项目出现的实质性风险，由公司（含省级财政再担保风险补偿资金）、地方政府、银行以及政策性担保机构进行四方风险分担。2018 年以来，公司探索发展比例再担保业务模式，积极对接国家融资担保基金，争取成立省级担保基金，构建国家融资担保基金、公司、担保机构三层分险机制。当融资担保项目发生代偿、担保机构履行代偿责任后，公司对符合条件的代偿项目承担 50%的风险分担责任，公司可向国家融资担保基金进行代偿补偿申报，国家融资担保基金按照担保项目融资金额（含债权人承担风险责任部分）的 20%分担再担保责任。公司于 2018 年 9 月与国家融资担保基金签约，为全国首批与国家融资担保基金签约机构，获得首期授信规模 300 亿元。截至 2018 年末，公司比例再担保业务余额 2.25 亿元。

近年来，受宏观经济增速放缓以及部分地区担保机构业务去平台化影响，再担保体系内部分担保机构受到冲击。为此，公司加强合作担保机构准入审查，合作担保机构以江苏省内市县级国有担保机构为主，同时坚持支持中小微企业和地方经济发展的政策导向，拓展战略新兴、绿色发展、扶贫支农、创业孵化等产业领域担保业务。整体看，公司再担保业务规模稳步增长。2016—2018 年，公司再担保在保余额分别为 599.45 亿元、584.61 亿元和 679.00 亿元；2018 年末再担保连带责任余额为 197.32 亿元。

总体看，公司积极推进再担保体系建设和再担保业务转型发展，近年来再担保业务规模稳步增长。未来随着比例再担保业务模式的进一步确立，公司再担保业务有望实现进一步发展。

2. 直保业务

目前公司直保业务以融资担保业务为主，由区域金融部、产业金融部、普惠金融部负责开展。近年来，由于宏观经济形势下行、地方政府债务约束趋严及中小企业客户经营风险加大等因素影响，公司直保业务信用风险有所上升。为此，公司加强存量业务风险排查，严格控制业务增量，对大额贷款担保业务规模进行适当压缩，重点发挥在地方债务结构调整、平台类公司转型、产业融资服务等方面的增信功能。截至 2018 年末，公司直保在保余额为 536.72 亿元，其中债券担保和贷款担保在保余额分别占比 85.43%和 14.57%。

公司债券担保对象主要为江苏省地方国有企业，债券担保费率水平为 0.9%~1.05%，期限集中于 7~10 年。近年来，随着地方政府债务约束加强，监管政策限制为政府融资平台融资提供增信服务，公司债券担保业务由传统城投债向停车场、地下管廊、农村产业融合发展等专项债转移，重点支持基础设施、产业领域、生态建设和民生类项目，将信用资源向旅游、文化、科技、三农、双创、养老等产业领域倾斜。整体看，公司债券担保规模保持增长，但增速明显放缓。2016—2018 年末，公司债券担保在保余额分别为 202.84 亿元、362.80 亿元和 458.50 亿元。

公司贷款担保对象包括中小企业及地方国有企业。近年来，受经济形势下行及规范地方政府融资行为监管政策影响，银行贷款审核标准趋

严，存量大额贷款风险有所上升。因此，公司调整贷款担保业务发展策略，重点拓展先进制造业、高新技术产业、绿色发展、扶贫支农以及传统产业改造升级等产业领域，开发全流程、标准化、高效率的线上线下联动的中小微企业融资担保产品，推动贷款担保业务由大额直保向小微分散业务转型，并根据国家政策导向适当降低担保费率，目前贷款担保费率水平在1.2%~1.35%。整体看，公司贷款担保业务规模有所下降。2016—2018年末，公司贷款担保在保余额分别为107.10亿元、80.72亿元和78.22亿元；2018年末地方国有企业贷款担保占比在70%以上，仍处于较高水平。

总体看，公司根据监管政策导向调整直保业务发展策略，推动债券担保业务由传统城投债向实体产业、生态建设和民生类项目转型，同时推动贷款担保业务由大额直保向分散小微转变，直保业务规模保持增长。另一方面，目前公司存量客户仍以地方国有企业为主，随着地方债务约束加强带来信用风险暴露增加，以及国办发6号文等监管政策对平台类增信业务进行限制，未来公司直保业务发展面临一定压力。

3. 主要子公司业务

公司目前拥有6家全资子公司以及4家控股子公司。

江苏省信用担保有限责任公司（以下简称“江苏信用担保”）成立于2002年10月，由公司全资持有，注册资本10.00亿元。2010年7月，江苏省信用担保有限责任公司（以下简称“江苏信用担保”）在剥离原担保业务后作价3.00亿元作为江苏省国信资产管理集团有限公司对公司的第二期出资，成为公司全资子公司，主要开展中小微企业融资担保业务。江苏信用担保已在省内南京、镇江、盐城、苏州等地设13家分支机构，累计为超过6500户中小微企业提供担保服务，担保金额近500亿元。

江苏省再保融资租赁有限公司（以下简称“江苏再保租赁”）成立于2010年11月，是公司为进一步拓宽经营服务范围、服务中小企业而设立的一家中外合资融资租赁企业，注册资本4.28亿元人民币，公司持股比例为59.81%。目前江苏再保租赁主要开展直接租赁和售后回租，并根据客户需求提供委托租赁、杠杆租赁等业务，客户以江苏省内地方国有企业为主，另有少量省内学校和省外公立医院，其资金主要投向基础设施及建筑类企业。截至2018年末，江苏再保租赁资产总额37.60亿元，所有者权益5.02亿元；2018年实现净利润0.33亿元。

南京市再保科技小额贷款股份有限公司（以下简称“再保科技小贷”）成立于2011年2月，注册资本8.00亿元，，公司持股比例53.62%。再保科技小贷是以支持科技型中小企业发展为目的，由公司作为主发起人，联合江苏高科技投资集团等多家国企和民营股东共同组建的南京市首家科技小额贷款公司，主要从事中小企业贷款、科技型企业股权投资、融资性担保、金融机构业务代理等业务。截至2018年末，再保科技小贷资产总额9.54亿元，所有者权益6.27亿元；2018年实现净利润0.62亿元。

五、担保业务风险管理分析

1. 再担保业务

公司基本搭建起由经营风险评估委员会（以下简称“评估委员会”）、风险评估小组、再担保业务部组成的再担保业务风险管理架构。公司评估委员会由公司高管组成；风险评估小组成员由分管风险领导及再担保业务部、风险控制部、资产经营部、计划财务部负责人组成。评估委员会负责审批风险评估小组审批权限以上的项目。公司评审会采用集体审议、投票表决的方式进行，2/3以上评估委员通过的项目视其通过。董事长具有一票否决权。

结合再担保业务合作模式，公司初步形成包括担保机构准入、再担保业务审查、审批、保后管理、代偿及追偿等环节的再担保业务风险管理体系。

（1）再担保体系准入政策

公司借助江苏省金融办对省内金融资源的配置能力，由要求加入公司再担保体系的担保机构自主提出申请，经所在地金融办或主管部门审核后向公司推荐。公司根据再担保业务的风险特点，主要从担保公司基本情况、业务经营情况、财务状况、代偿及损失情况等多项指标对担保公司进行百分制打分，审核其是否满足进入公司再担保体系的相关要求。进入公司再担保体系的担保机构由省金融办最终认定并对外公布。公司与担保机构的合同有效期为一年，公司每年对合作担保机构进行跟踪评价，确认或调整合作类型，确保合作担保机构具备相应的合作资格。

（2）再担保业务风险控制

公司通过再担保合作合同约束合作担保机构，从业务政策导向、业务风险控制、反担保措施、担保业务集中度等方面进行控制；同时约束所有再担保项目，要求被担保企业的资产负债比例合理，有较强还款能力；有适当的反担保措施，抵（质）押物具有变现能力；提供反担保的企业不能是被担保企业的关联企业等。

公司每季度对主、承办担保机构进行一次非现场跟踪；每半年进行一次现场调查跟踪，以控制再担保业务的风险。同时，公司对于与主、承办机构合作的再担保项目，实行限额管理。对于主办机构，全部实行备案制管理；对于承办机构，单笔再担保金额在1000万元（含）以下的项目，由分公司负责审查、核实项目资料、反担保条件、还款来源等，再担保业务部审核同意，并送风险管理部备案；单笔金额在1000万元以上的再担保项目实行评审制，由风险评估小组进行评审，公司领导进行最后审批。

针对再担保体系出现的风险，公司对体系中从事高风险行业的担保机构，特别是从事钢贸类担保业务的担保机构进行排查、梳理，及时中止与其的再担保合作。同时，公司结合省经信委担保机构年检结果，加强合作担保机构的动态管理，及时清退不合规的担保机构。

（3）再担保业务代偿与追偿

公司通过再担保合作合同明确再担保业务出险时的代偿顺序及追偿方式等内容，同时，再担保合同内设有免责条款，当担保机构出现免责条款内行为时，若发生风险，公司不予代偿。当再担保项目出现代偿时，先由担保机构全额代偿；公司通过现场调查和审核，确认属于再担保保证责任范围的，以担保公司缴纳的再担保费余额为限向担保机构支付首期代偿资金；代偿项目处置结束并确认最终损失后，再确定公司应承担的代偿金额。再担保代偿后，双方共同对债务人进行追偿，分配追偿所得。再担保代偿项目由风险管理部进行现场调查，形成代偿与追偿意见后，报公司经营决策委员会评审决策，并由其负责审查代偿项目的抵债资产处置办法、确认代偿项目资产呆账核销。

2. 贷款担保业务

对于所有非金融直保业务，项目的接洽、尽职调查、保后管理、代偿等均由各分公司负责，总公司区域金融部、产业金融部负责项目的初审、综合管理、数据统计等。针对不同业务，公司采用不同等级的授权审批制。大额直保、分贷统保项目，担保责任金额在5000万元（含）以下项目，由风险评审与控制委员会进行审批，报公司领导签批；担保责任金额在5000万元以上项目，由经营决策委员会评审决策。

公司在保项目的保后跟踪由分公司项目经办人负责。在承担保证责任之日起的30日内项目经办人进行首次保后检查；首次检查后，每90日进行一次现场检查，掌握企业的经营状况和资金运用情况。保后检查结束后，项目经办人需填写《保后管理记录》，并确认是否存在风险预警信号。集团担保业务部（区域金融部、产业金融部）是保后管理工作的协同部门，负责分析评估业务风险、协助分公司做好风险预警信号的处置工作、参与部分重点客户及产品等保后检查管理工作。风险管理部是保后管理工作的综合监督部门，负责监督和指导分（子）公司保后管理工作。

3. 债券担保业务

目前，公司债券担保业务对象主要是资本市场的非金融企业债务融资工具和企业债等。公司参照非金融直保业务流程管理此类业务，不断完善业务部门、风险管理部、风险评审与控制委员会及经营决策委员会四个层次的风险控制体系：由相应业务部门或分公司负责对申请单位的资信状况进行调查评估，风险管理部负责对担保项目进行复核并出具复核意见，风险评审与控制委员负责对担保项目进行评审。对于子公司承保的业务，在子公司授权额度内，由子公司全权负责风险控制，公司不再介入具体管理环节；超出子公司授权额度的项目，由公司风险评审与控制委员负责相应评审工作。针对业务的结构性风险、特别是地方国有企业业务权重大的风险，公司进行逐笔统计分析工作，建立业务数据库，每季度提交《公司直保业务结构性风险分析报告》，并撰写《关于目前政府融资主体授信的风险分析及工作提示》。

总体看，公司采取的担保业务模式及目前已建立的较广泛的担保体系有助于业务的快速增长。相应地，公司的风险管理体系需进一步细化，风险管理能力仍需加强，以匹配业务的快速发展。

4. 直保业务组合分析

公司直保业务主要面向江苏省内地方国有企业和中小微企业，以中长期地方国有企业项目为主，参与项目包括保障性住房、市政基础设施建设及土地开发等，单笔金额较大，直保业务的客户集中度较高。截至 2018 年末，公司直保业务单一最大客户担保责任余额为 20.00 亿元，为母公司净资产的 30.12%；前五大客户担保责任余额 83.00 亿元，为母公司净资产的 1.25 倍，均为江苏省内地方国有企业发行的中长期债券。整体看，公司直保业务存在较大的客户集中风险。从直保项目期限分布来看，公司直保项目期限较长且分布集中。截至 2018 年末，公司直保项目存续期限在 5 年及以上的项目占直保责任余额的 87.78%。

近年来，受经济形势下行及监管政策趋严影响，公司部分在保项目面临政府部门要求撤回或废止已出具政府信用支持性文件的压力，且新增项目反担保措施多为信用、土地抵押等，存在反担保能力偏弱、土地处置变现困难等问题，地方国有企业信用风险加大。为此，公司加强在保项目风险排查，根据项目进展将项目分为已发行在保、已报国家主管部门、已报省级主管部门等类别，综合评估政府撤函后的还款能力，并根据风险敞口要求增加抵质押物及第三方信用反担保等措施；新项目准入方面，关注重点从地方财力转至地方国有企业自身实力，综合考虑市场、客群、利润和杠杆等因素，同时对项目区域进行总量控制，避免区域过度集中；集团管控方面，加强对分公司和子公司动态监测，要求每季度上报风险数据和代偿逾期等预警情况，不断完善集团化风险管控体系。

5. 担保业务代偿情况

公司担保代偿项目主要为 2016 年以前发生的中小企业及小额贷款公司担保业务，涉及生产制造、服务贸易等行业，另有部分中小企业集合债担保项目。受经济环境下行影响，部分中小企业出现产品及服务销售情况不佳、下游回款缓慢的情况，经营状况及现金流出现问题，导致公司代偿风险上升。近年来，公司加大对担保项目审核力度，严格限制与小额贷款公司合作，同时加强保后跟踪及抵押物监管措施，代偿项目规模逐年下降，代偿风险整体可控。截至 2018 年末，公司应收代偿款余额 3.80 亿元；公司本部 2018 年担保代偿额为 0.02 亿元。公司反担保措施包括土地抵押、房产抵押、收费权质押以及第三方保证、股权质押等。公司对担保代偿项目主要采取诉讼手段保全有效资产、破产债权申报及债权转让等措施进行追偿，对于无财产可供执行案件提交不良资产处置小组决议进行核销。近年来，公司加强存量代偿项目催收力度，定期召开风险处置会议对处置难点及后续处置计划进行研究，

积极沟通法院推进司法进程。目前，公司大部分代偿款项已向法院提起诉讼并对债务人的有效资产进行了保全，但由于代偿项目多为历史遗留项目，涉及案件众多，且代偿时间较长，执行程序中不可控因素较多，未来追偿回收情况存在一定不确定性。2018 年，公司本部代偿回收额为 0.74 亿元。

总体看，公司搭建了较为有效的担保业务体系，业务管理制度及风险管理体系不断健全和完善，为担保业务的发展奠定基础；目前公司正稳步推进再担保体系建设，未来有望通过比例再担保业务模式及风险补偿资金池进一步降低业务风险。另一方面，公司担保客户以江苏地方国有企业为主，客户集中度较高，受经济形势下行、地方债务约束加强以及国办发 6 号文等监管政策趋严影响，公司地方国有企业业务风险加大，未来业务经营情况需进一步观察。

六、财务分析

公司提供了 2016—2018 年合并财务报表，其中 2016 年财务报表经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017 年财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年财务报表经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计意见均为标准无保留意见。截至 2018 年末，公司纳入合并报表范围的子公司合计 10 家（见表 3）。

表 3　公司主要子公司情况　　单位：亿元、%

名称	注册资本	持股比例	并表时间
江苏省信用担保有限责任公司	6.00	100.00	2010
江苏省信用再担保集团投资有限公司	1.00	100.00	2010
江苏省再保融资租赁有限公司	4.28	59.81	2010
南京市再保科技小额贷款有限公司	3.73	53.62	2011
江苏再保典当有限公司	1.19	73.59	2011
江苏再保资产管理有限公司	4.95	100.00	2012
江苏武进信用融资担保有限公司	3.00	100.00	2013
江苏再保金融信息服务股份有限公司	0.21	85.71	2015
江苏常州高新信用融资担保有限公司	3.00	100.00	2015
江苏再保南通信用担保有限公司	2.00	100.00	2016

数据来源：公司提供，联合资信整理

1. 资本结构

近年来，公司主要通过增资扩股和利润留存补充资本。2016—2017 年，公司以货币出资和股权划转方式募集资金 12.11 亿元，其中股本增加 10.85 亿元；2018 年公司以资本公积和未分配利润转增股本 5.73 亿元。截至 2018 年末，公司所有者权益合计 75.27 亿元，其中股本 63.08 亿元，未分配利润 4.32 亿元，少数股东权益 5.23 亿元。2019 年以来，宿迁市人民政府、扬州龙川控股金融投资有限公司、徐州市贾汪城市建设投资有限公司等省内地方政府及国有企业对公司以货币形式增资，公司股本增至 72.75 亿元。

近年来，随着银行借款和发行债券等外部融资规模增加，公司负债规模逐年增长。截至 2018 年末，公司负债总额 68.66 亿元，主要由银行借款、担保业务准备金及应付债券构成（见附录 2：表 2）；资产负债率为 47.71%，扣除担保赔偿准备金和未到期责任准备金后的资产负债率为 35.83%，实际负债率不高。

银行借款是公司最主要的负债来源，借款对象主要为国有大型银行、股份制商业银行和城市商业银行等。近年来，随着业务规模的增长，公司融资需求上升，银行借款余额持续上升。截至 2018 年末，公司银行借款余额 23.78 亿元，占负债总额的 34.63%。从借款期限来看，公司银行借款以长期借款为主，2018 年末长期借款余额占银行借款余额的 67.53%。从担保方式来看，公司保证借款、抵质押借款和信用借款占比分别为 50.42%、37.68%和 11.91%。

公司再担保业务和直保业务（不包括票据担保）按照期末再担保、担保责任余额的 1%差额提取担保赔偿准备，按当期再担保、担保收入的 50%差额计提未到期责任准备金。截至 2018 年末，公司担保赔偿准备金余额 13.66 亿元，未到期责任准备金余额 3.44 亿元，上述两项准备金余额合计负债总额的 24.90%。

2017 年 10 月，公司在上海证券交易所发行公司债券以补充资金，进一步拓宽融资渠道。2018 年末公司应付债券余额 5.00 亿元，为公开

发行期限为 5 年期的固定利率债券，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回收选择权。

公司保证金包括融资租赁业务保证金和担保业务保证金。截至 2018 年末，公司保证金余额 4.99 亿元，占负债总额的 7.27%，其中融资租赁保证金余额 4.47 亿元。

总体看，随着持续增资扩股和利润留存增加，公司资本实力不断增强。公司负债规模持续增长，负债渠道不断拓宽；扣除两项准备金后资产负债率不高，公司实际债务负担不重。

2. 资产质量

公司本着审慎的原则运用资金，在确保安全性、流动性的基础上提高资金收益率。近年来，公司资产规模保持较快增长。截至 2018 年末，公司资产总额 143.93 亿元，主要由货币资金、贷款类资产和投资资产构成（见附录 2：表 2）。

公司贷款类资产包括委托贷款、子公司江苏再保租赁的应收融资租赁款、子公司江苏再保典当有限公司（以下简称“江苏再保典当”）和再保科技小贷发放的贷款。近年来，公司贷款类资产呈较快增长态势，2018 年末贷款净额为 54.09 亿元，占资产总额的 37.58%。其中，公司委托贷款余额为 9.47 亿元，贷款期限多为一年，主要投向江苏省内地方国有企业及商贸公司。截至 2018 年末，子公司江苏再保租赁的应收融资租赁款净额为 34.06 亿元，占公司贷款类资产余额的 62.97%，主要投向江苏省内基础设施建设及公用事业，以及部分四川省内县级公立医院；再保租赁按照 0.5%比例计提减值准备，2018 年末融资租赁资产减值准备余额为 0.51 亿元，融资租赁资产拨备率为 1.46%。截至 2018 年末，子公司江苏再保典当贷款及垫款总额为 1.86 亿元，其中逾期贷款占比 50.62%，逾期 90 天及以上贷款占比 40.25%，上述贷款以财产权利质押贷款和房地产抵押贷款为主，风险缓释措施对逾期贷款的清收处置起到一定的保障作用；年末贷款减值准备余额 0.33 亿元，贷款拨备率为 17.66%。截至 2018 年末，子公司再保科技小贷短期贷款总额为 9.04 亿元，其中抵质押贷款占比 92.31%；年末不良贷款率为 0.24%，贷款减值准备余额 0.01 亿元。

近年来，随着公司信托产品、权益类投资规模持续增长，公司投资资产规模显著上升。截至 2018 年末，公司投资资产净额 39.78 亿元，占资产总额的 27.64%。其中，公司信托产品投资余额 19.90 亿元，占投资资产余额的 50.02%，主要为光大信托、平安信托、中信信托、中融信托等信托公司设立的集合资金信托计划，项目期限集中于 1~3 年，主要投向江苏省内地方国有企业。2018 年以来，公司投资本金为 0.50 亿元的信托产品发生逾期，针对此笔投资的后续追偿工作仍在进行，公司已计提了部分减值准备，由于风险缓释措施相对较完善，公司对于后续偿付可能性较为乐观。目前 2018 年末公司权益性投资余额 15.62 亿元，占投资资产余额的 39.27%，其中中国农业银行股票投资余额 3.77 亿元，华泰证券股份有限公司股票投资 3.56 亿元，其余为对省内担保公司、农商行、小额贷款及创业投资等公司的权益投资。

公司应收代偿款主要来自 2016 年以前发生的中小企业及小额贷款公司担保业务，近年来公司主要采取诉讼手段予以追偿，应收代偿款规模有所下降。截至 2018 年末，公司应收代偿款余额 3.80 亿元，占资产总额的 2.64%，均有保证金、抵质押等反担保措施，但由于诉讼执行期限较长且执行难度较大，该类款项回收具有一定的不确定性。

总体看，公司贷款类资产及投资资产规模较大，贷款客户及信托产品投资对象主要为江苏省内地方国有企业，在宏观经济增速放缓及监管政策趋严环境下，地方国有企业现金流趋紧，政府债务兜底责任取消带来其风险水平上升，资产质量面临一定的下行压力。此外，在担保条例对 III 级资产配置比例限制的影响下，公司未来需压缩投资资产的配置力度，资产结构或有所调整，调整效果有待观察。

3. 盈利能力

公司营业务收入主要来源于直保业务收入、贷款利息收入和融资租赁业务收入，再担保业务对营业收入的贡献度较低。近年来，公司营业收入持续增长，2018 年实现营业收入 13.31 亿元（见附录 2：表 3）。其中，直保业务收入、贷款利息收入和融资租赁业务收入分别占营业收入的 41.93%、30.55%和 16.53%。

公司营业支出主要包括营业成本、提取担保准备金、业务及管理费。近年来，随着业务规模扩大，公司营业成本、业务及管理费支出有所上升，但整体控制在较好水平，费用收入比较低。2018 年，公司营业支出为 8.94 亿元。其中，营业成本 2.00 亿元，占营业支出的 22.37%，主要为再担保业务和融资租赁业务营业成本；提取担保准备金净额 3.09 亿元，占营业支出的 34.53%；业务及管理费支出 2.82 亿元，费用收入比为 21.23%，成本控制能力较好。

近年来，得益于主营业务的稳步发展和较好的成本控制，公司净利润逐年增加。2018 年，公司实现净利润 3.78 亿元；平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 2.84%和 5.15%，盈利水平较好。

总体看，公司搭建了以担保公司、融资租赁公司及小额贷款公司为主的金融集团框架，收入结构趋向多元化，整体盈利能力良好。但值得注意的是，未来受国办发〔2019〕6 号文的影响，公司担保业务发展或受到一定限制，加之在宏观经济下行的背景下资产质量面临一定的下行压力，对盈利水平可能产生一定负面影响，

4. 资本充足率及代偿能力

公司面临的风险主要是再担保及担保项目的代偿。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，由于收回委托贷款规模较大以及新增投放规模下降影响，公司经营性现金流由负转正（见附录 2：表 4）；由于权益投资规模较大，公司投资性现金流呈净流出状态；公司通过增资扩股、银行借款及发行债券筹集资金，筹资性现金净流入规模较大。截至 2018 年末，公司现金及现金等价物余额为 37.63 亿元，整体现金流较为充裕。

近年来，公司增资扩股带来净资产规模稳步上升。根据公司 2018 年末的资产状况，联合资信估算出公司 2018 年末公司净资本余额为 46.02 亿元（见附录 2：表 5），净资本比率为 61.15%；净资产担保倍数及净资本担保倍数分别为 6.33 倍和 10.36 倍。

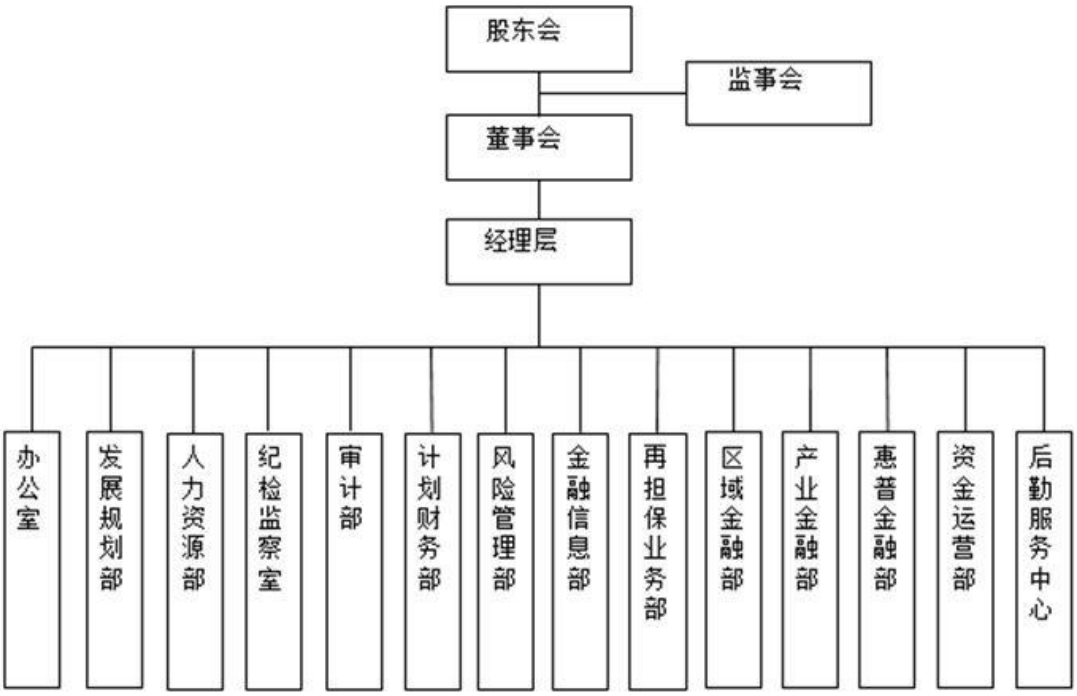
联合资信根据公司担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。近年来，由于担保业务规模呈较快增长态势，公司净资本覆盖率明显下降，2018 年末净资本覆盖率为 77.77%。2019 年，江苏省人民政府对公司进行了增资，公司资本实力有所提升，净资本覆盖水平将所有改善。

七、评级展望

公司是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业，实际控制人为江苏省人民政府。近年来，公司内控体系及风险管理体系逐步完善，主营业务发展良好，逐步搭建起具有自身特色的金融集团框架；近年来，江苏省人民政府对公司进行了多次增资扩股，公司资本实力得到提升。另一方面，公司担保业务对象以地方国有企业为主，部分贷款业务和信托产品投资对象也是地方国有企业，客户及行业集中度较高；在宏观经济形势下行、地方债务约束增强以及监管政策对平台类增信业务限制背景下，地方国有企业项目风险持续加大，业务发展及风

险管理情况面临较大压力；代偿项目多为中小企业历史遗留项目，处置时间较长，后续回收情况需持续关注。2019 年 5 月，江苏省人民政府发布《江苏省财政厅关于实行省级国有金融资本集中统一管理的通知》，授权省财政厅履行省级国有金融资本出资人职责，公司成为省财政厅直接管理金融机构，政策性担保公司的属性有所增强，业务开展能够进一步得到当地政府的有力支持，但在国办发〔2019〕6 号文以及担保条例的影响下，公司未来业务发展及资产配置或更加面临转型的压力。综合以上因素，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　组织结构图


股东会
监事会
董事会
经理层
办公室
发展规划部
人力资源部
纪检监察室
审计部
计划财务部
风险管理部
金融信息部
再担保业务部
区域金融部
产业金融部
惠普金融部
资金运营部
后勤服务中心

附录 2　主要财务数据及指标

表 1　担保业务余额　　单位：亿元

项　目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
在保余额	**1215.72**	**1036.65**	**931.68**
其中：再担保业务	**679.00**	**584.61**	**599.45**
直保业务	**536.72**	**452.04**	**332.23**
融资担保业务	**536.72**	**452.04**	**327.25**
贷款担保	78.22	89.24	107.10
债券担保	458.50	362.80	202.84
其他金融担保	-	-	17.31
非融资担保业务	**-**	**-**	**4.98**

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差

数据来源：公司提供，联合资信整理

表 2　资产负债结构　　单位：亿元、%

项目	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	37.66	26.17	23.77	19.45	28.46	26.23
贷款类资产	54.09	37.58	55.97	45.79	38.43	35.42
投资资产	39.78	27.64	28.30	23.15	29.65	27.33
其他类资产	12.40	8.61	14.20	11.61	11.94	11.01
其中：应收代偿款	3.80	2.64	4.11	3.36	4.55	4.19
资产合计	**143.93**	**100.00**	**122.24**	**100.00**	**108.48**	**100.00**
银行借款	23.78	34.63	21.41	42.38	17.87	46.29
担保赔偿准备金	13.66	19.89	11.88	23.52	10.19	26.38
未到期责任准备金	3.44	5.01	2.87	5.69	2.37	6.14
应付债券	5.00	7.28	5.00	9.90	-	-
保证金	4.99	7.27	3.96	7.85	4.05	10.48
其他类负债	17.79	25.91	5.39	10.66	4.13	10.70
负债合计	**68.66**	**100.00**	**50.51**	**100.00**	**38.61**	**100.00**

注：1. 贷款类资产包括发放贷款及垫款、短期贷款、长期应收款、计入一年内到期的非流动资产科目的委托贷款、计入其他流动资产科目的委托贷款、计入其他非流动资产科目的中长期贷款和委托贷款；

2. 投资资产包括以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产、应收款项类投资、长期股权投资、计入一年内到期的非流动资产、其他流动资产和其他非流动资产科目的投资资产；

3. 银行借款包括短期借款、一年内到期的非流动负债和长期借款；

4. 保证金包括存入保证金、计入长期应付款科目的融资租赁保证金

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

表 3　公司盈利情况　　单位：亿元、%

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	13.31	11.26	10.03
其中：再担保业务收入	0.99	0.44	0.45
直保业务收入	5.58	5.08	4.19
贷款利息收入	4.07	3.17	3.06
融资租赁业务收入	2.20	1.37	1.74
营业支出	8.94	7.72	6.70

其中：营业成本	2.00	1.64	1.48
提取担保准备金净额	3.09	3.04	2.94
业务和管理费	2.82	2.42	1.94
加：投资收益	0.56	0.75	0.32
净利润	3.78	3.19	2.84
费用收入比	21.23	21.48	19.34
平均资产收益率	2.84	2.77	2.92
平均净资产收益率	5.15	4.51	4.49

注：业务及管理费包括销售费用和管理费用
数据来源：公司审计报告，联合资信整理

表 4　公司现金流情况　　单位：亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营活动产生的现金流量净额	5.07	-6.63	-6.58
投资活动产生的现金流量净额	-3.52	-4.36	-6.29
筹资活动产生的现金净流量	12.29	6.31	16.42
现金及现金等价物净增加额	13.84	-4.67	3.56
年末现金及现金等价物余额	37.63	23.79	28.46

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

表 5　资本充足性指标　　单位：亿元、%

项　目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
担保责任余额	476.60	623.94	491.65
净资产	75.27	71.73	69.86
净资本	46.02	41.45	45.49
净资本比率	61.15	57.78	65.11
净资产担保倍数	6.33	8.70	7.04
净资本担保倍数	10.36	15.05	10.81
净资本覆盖率	77.77	82.19	119.06

注：1. 2018 年担保责任余额为根据《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度权重折算；
2. 净资产、净资本、净资本比率、净资产担保倍数、净资本担保倍数及净资本覆盖率均为合并口径数据，由联合资信根据内部评级方法估算
数据来源：公司提供，联合资信整理

附录 3　主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
不良担保率	不良担保额/担保责任余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
费用收入比	业务及管理费/营业收入
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产－经调整的负债
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

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

附录 4-1　金融担保机构信用等级的设置及含义

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

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

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

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

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

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

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

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

附录 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于
江苏省信用再担保集团有限公司
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，联合资信将在江苏省信用再担保集团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。

江苏省信用再担保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。江苏省信用再担保集团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，江苏省信用再担保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省信用再担保集团有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现江苏省信用再担保集团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。

如江苏省信用再担保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省信用再担保集团有限公司联系，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。