信用等级公告

联合〔2020〕1238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

二〇二〇年五月二十六日

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 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
江苏先行建设有限公司	AA	稳定	AA	稳定
18 先行绿色债/G18 先行	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 先行绿色债/G18 先行	3.00 亿元	3.00 亿元	2025/12/20

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 5 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

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。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；公司中标常州市武进区污水厂网站一体化特许经营项目，将负责武进区未来 30 年污水处理设施的建设、管护与运行，水务业务区域专营优势进一步提高。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、存货及投资性房地产规模较大，对公司资金形成一定占用；公司受限资产比例较高，资产流动性差，资产质量一般；有息债务规模较快增长、债务结构有待优化且存在较大短期偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，武进区经济发展持续向好，地方财政实力不断增强，为公司提供了较好的发展环境；未来，随着多元化发展的不断推进，公司收入规模有望不断扩大。

江苏省信用再担保集团有限公司（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。

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”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**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。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		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	3
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

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 宁 李思卓
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

2. **水务运营区域专营优势进一步提高。**跟踪期内，公司中标常州市武进区污水厂网站一体化特许经营项目，公司将负责武进区未来 30 年污水处理设施的建设、管护与运行，水务业务区域专营优势进一步提高。

3. **受担保条款设置影响，“18 先行绿色债/G18 先行”偿付安全性得到提升。**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. **资产流动性差，资产质量一般。**跟踪期内，公司应收类款项、存货及投资性房地产规模较大，对公司资金形成一定占用；公司受限资产比例较高，资产流动性差，资产质量一般。

2. **有息债务规模较快增长且存在较大短期偿付压力，债务结构有待优化。**截至 2019 年底，公司调整后全部债务 208.52 亿元，较上年底增长 14.40%，短期债务占比大幅上升，债务结构有待优化。公司 2020－2022 年各年到期债务规模分别为 111.95 亿元、27.67 亿元和 45.80 亿元，2020 年为公司偿债高峰。

3. **对外担保比率高，公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年底，公司对外担保总额 66.49 亿元，担保比率为 51.62%，担保比率高，存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	59.17	55.74	65.86
资产总额(亿元)	322.94	344.06	371.90
所有者权益(亿元)	129.40	130.14	128.80
短期债务(亿元)	45.06	81.93	111.95
长期债务(亿元)	109.61	99.14	93.58
全部债务(亿元)	154.67	181.07	205.52
营业收入(亿元)	16.49	21.23	20.36
利润总额(亿元)	1.71	2.84	1.37
EBITDA(亿元)	4.57	6.22	4.08
经营性净现金流(亿元)	3.50	-10.41	17.18
营业利润率(%)	16.95	25.80	21.87
净资产收益率(%)	1.23	1.48	0.54
资产负债率(%)	59.93	62.18	65.37
全部债务资本化比率(%)	54.45	58.18	61.47
流动比率(%)	257.06	207.99	178.85
经营现金流动负债比(%)	4.46	-9.55	12.04
现金短期债务比(倍)	1.31	0.68	0.59
EBITDA 利息倍数(倍)	0.97	0.66	0.48
全部债务/EBITDA(倍)	33.87	29.09	50.39
公司本部（母公司）			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	136.12	150.73	164.13
所有者权益(亿元)	47.58	47.68	47.79
全部债务(亿元)	56.79	72.91	93.24
营业收入(亿元)	0.42	1.00	0.97
利润总额(亿元)	-0.48	0.18	0.15
资产负债率(%)	65.04	68.37	70.88
全部债务资本化比率(%)	54.41	60.46	66.11
流动比率(%)	154.79	162.61	151.01
经营现金流动负债比(%)	45.35	-21.05	-17.26

评级历史：

信用级别	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	2019/06/20	张宁、顾博天	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AA	稳定	2018/07/09	张宁、王超	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）	阅读全文

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

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

江苏先行建设有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（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 2019 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。截至 2019 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 2019 年底，公司资产总额 371.90 亿元，所有者权益 128.80 亿元（含少数股东权益 40.01 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 20.36 亿元，利润总额 1.37 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：王建松。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2019 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，募集资金已全部使用。

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 年底，募投项目累计完成投资 4.51 亿元，投资完成率为 100%，目前正处于试运营状态，预计于 2020 年正式投入运营。

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

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008

年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2

月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级

展望为稳定。

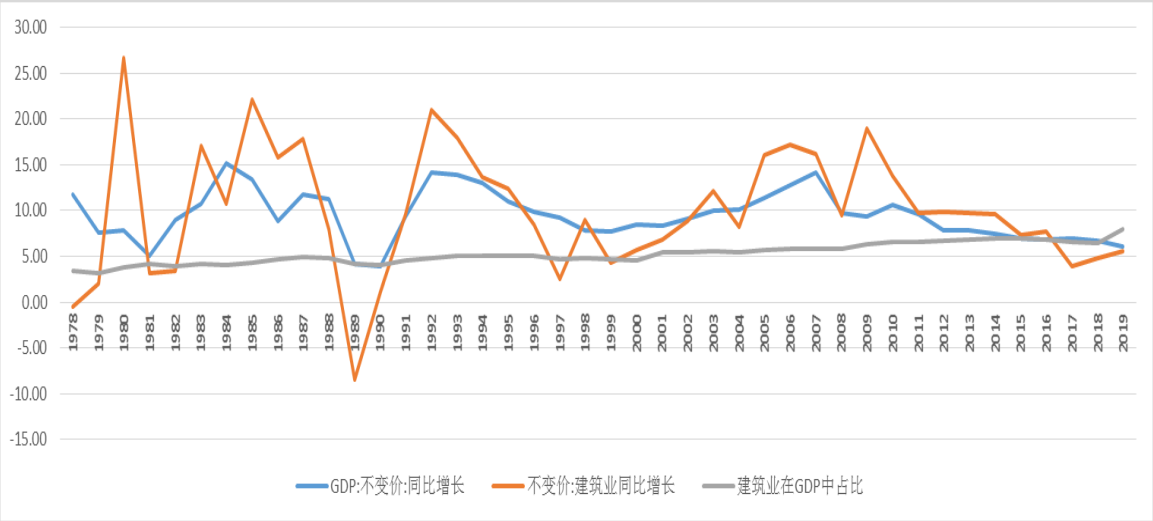
同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 建筑行业分析

（1）建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%，2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019 年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图 1　建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

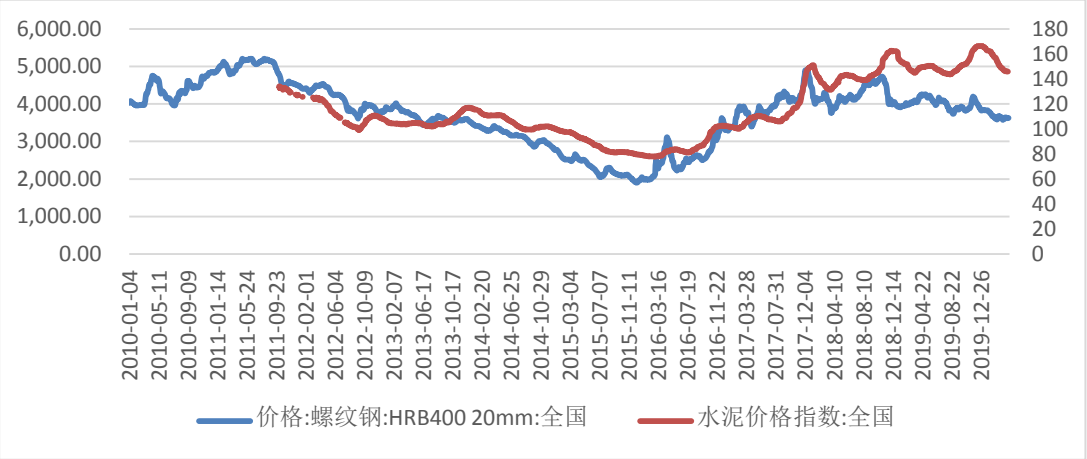
（2）上游原材料供给及下游需求

2019 年，全国水泥价格指数中枢较上年继续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部的“降本增效”的成效显现，钢铁价格维持平稳状态。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的 15%~18%，水泥占 15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018 年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019 年全国水泥价格指数中枢较 2018 年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020 年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018 年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及 2016 年以

来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

图 2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019 年，房地产行业投资仍保持一定韧性，全国基建投资表现低迷。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，房企融资环境有望进一步宽松；在基建支持政策持续加码带动之下，基建投资增速可能会有所回升。

2019 年，全国房地产开发投资 132194 亿元，同比增长 9.9%，增速较上年加快 0.4 个百分点。从房地产开发投资的分项看，依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动，2019 年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到 2019 年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费，以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱，短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019 年 12 月，央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴，不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，房企融资环境有望进一步宽松，房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面，2019 年，地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查，相应配套资金受限；中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响，投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 3.8%，增速较上年同期持平。从细分领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 2.9%，增速较 2019 年 1—11 月回落 0.1 个百分点，仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.4%，增速自 2019 年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长 9.00%，铁路运输业投资同比下降 0.1%。

2019 年下半年以来，促进基础设施建设投资政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

（3）建筑行业竞争态势分析

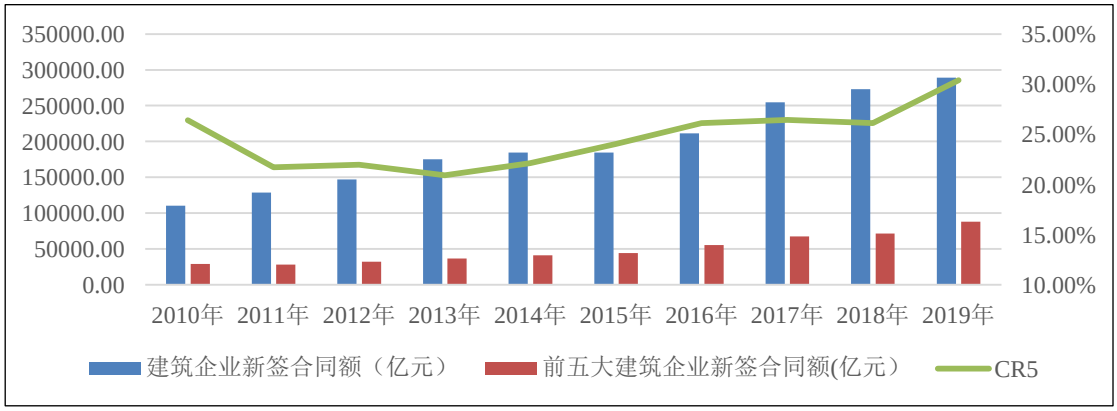
2019 年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

从需求端来看，2016－2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。2019年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看，2019年新签合同CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图 3　2010－2019 年前五大建筑企业新签合同占比情况



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）建筑行业发展趋势

2019 年，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色；但随着经济向中低增长阶段过渡，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。短期来看，基建和房地产逆周期调节力度持续加码，资金面保持相对宽松状态，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

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，为公司创造了良好的外部环境。

根据《2019 年武进区国民经济和社会发展计划执行情况及 2020 年计划安排》，2019 年武进区实现地区生产总值 2500 亿元（预计），按可比价格计算较上年增长 7.00%。全体居民人均可支配收入 5.1 万元，增长 8.3%。武进区连续七年荣获中国中小城市综合实力百强区第三名、投资潜力百强区第一名，同时还荣膺全国绿色发展百强区第二名，全国科技创新百强区和全国新型城镇化质量百强区两项第三名。

五、基础素质分析

1．股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化。截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 12.00 亿元，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，此外污水处理以及电汽销售也对公司业务收入形成重要补充，公司的实际控制人为武进区国资办。

2019 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，继续给予公司一定规模财政补贴支持。

根据《2019 年武进区国民经济和社会发展计划执行情况及 2020 年计划安排》，2019 年，武进区一般预算收入为 187.51 亿元，同比增长 5.06%。2019 年一般预算收入中税收收入的占比为 85.97%，收入质量良好。2019 年，公司获得污水处理专项补助 0.87 亿元，计入“递延收益”科目。

3．企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良及关注类贷款记录；未发现公司有其他不良信用记录。

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 2020 年 5 月 25 日，公司无未结清和已结清不良及关注类贷款记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 5 月 25 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、管理制度等方面无重大变化，公司高管变更系正常人事变更，未对公司日常管理、财务状况及偿债能力产生重大不利影响。

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

根据先行控股2019年10月8日出具的《江苏先行建设有限公司股东决定》，决定免去张志鸿在公司的执行董事兼经理职务，重新委派王建松为公司的执行董事兼经理。公司的法定代表人由张志鸿变更为王建松。本次高管变更属于正常人事调整，未对公司日常管理、财务状况及偿债能力产生重大不利影响。

王建松先生，硕士研究生学历，先后任科长、武进区公路管理处副处长以及武进区交通局综合计划科科长兼质监站站长等职务。2016年至今任公司股东先行控股副总经理并于2019年10月起兼任公司总经理及法定代表人。

七、经营分析

1.经营概况

跟踪期内，公司营业收入规模较为稳定，收入构成仍以建筑劳务为主，受收入占比较高的建筑劳务毛利率下降影响，公司综合毛利率有所下降。

2019年，公司实现营业收入20.36亿元，同比减少4.10%，收入规模较为稳定。收入结构方面，公司收入仍主要来源于建筑劳务，收入占

比从2018年的56.45%上升至62.05%，此外，公司污水处理和电汽销售收入也对公司收入形成补充，2019年收入占比分别为13.92%和12.49%。公司其他业务收入包括水电销售收入、教育费学杂、养老代养以及贸易业务等，2019年实现收入2.35亿元，同比减少26.79%，主要系贸易业务收入较上年减少所致。

2019年，公司综合毛利率22.56%，较上年下降3.96个百分点，主要系收入占比较高的建筑劳务毛利率下降所致。同期，公司建筑劳务毛利率为17.63%，较上年底下降11.44个百分点，主要系公司收益较高的武进区内道路施工项目收入较上年下降以及新增的武进区域外道路施工项目盈利能力较低综合影响所致。

表3　2018—2019年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑劳务	11.98	56.45	29.07	12.63	62.05	17.63
污水处理	2.33	10.96	29.52	2.83	13.92	32.81
电汽销售	2.71	12.77	33.79	2.54	12.49	42.15
土地开发	1.00	4.71	10.71	--	--	--
其他业务	3.21	15.12	13.63	2.35	11.54	15.53
合计	**21.23**	**100.00**	**26.52**	**20.36**	**100.00**	**22.56**

注：各项求和数与合计数不等系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2.业务分析

建筑劳务业务

跟踪期内，公司 BT 项目已全部完工，但尚未全部结算；总承包项目新签合同金额较上年呈下降趋势；公司账面尚存大规模已完工未结算委托代建项目。公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在一定资金压力。

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、公司子公司江苏恒基路桥有限公司（以下简称“恒基路桥”）[1]从事的建筑施工业务和公司子公司江苏广湖建设有限公司（以下简称“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 BT 模式、总承包模式以及委托代建模式。

对于武进区内的 BT 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。项目竣工后，由政府组织相关单位对项目进行验收，并按合同约定金额支付项目回购款。收入确认方面， 公司 BT 项目收入主要来自于恒基路桥工程施工收入，此外还包括先行建设确认的部分 BT 项目投资收益。

账务处理上，年底恒基路桥按完工百分比法结转收入后，应收 BT 项目工程的款项在“长期应收款”科目体现（一年内到期的长期应收款体现在“一年内到期的非流动资产”），先行建设确认的 BT 项目投资收益在“应收账款”中反映。截至 2019 年底，恒基路桥承接的 BT 项目均已完工，累计投资额 34.48 亿元，累计已确认收入 15.17 亿元，累计已收到回款 17.70 亿元。

[1]恒基路桥是 1999 年成立的交通工程施工企业，具有公路工程施工及总承包一级资质，市政公用工程施工总承包一级资质、港口与航道工程二级资质、混凝土构件二级资质、公路工程试验乙级资质以及独立承包国际工程资格，可承接高等级公路、特大型桥梁、市政工程、港口和航务工程。

表4 截至2019年底公司BT模式已完工项目情况（单位：亿元）

项目名称	已投资额	累计确认收入	累计已收到回款	未来5年预计回款情况				
				2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
青洋路快速化工程1标	18.38	7.24	9.16	2.84	2.84	2.84	0.70	--
青洋路快速化工程2标								
武进大道（礼毛路-无锡界）	9.05	4.03	4.73	1.44	1.44	1.44	--	--
长虹西路快速化改造工程	7.05	3.89	3.81	1.08	1.08	1.08	--	--
合计	**34.48**	**15.17**	**17.70**	**5.36**	**5.36**	**5.36**	**0.70**	--

注：由于公司收入确认存在一定的滞后性，会存在公司累计已收到回款金额高于累计确认收入金额现象
资料来源：公司提供

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取得以公路施工为主的项目。受区域内新增公路施工项目减少以及区域外竞争加剧影响，2019年恒基路桥新签合同金额较上年同期下降71.59%至12.74亿元。从承接项目区域看，2019年公司新承接的施工项目仍以武进区外项目为主占比为96.70%。2019年恒基路桥实现工程施工收入7.61亿元，同比减少10.58%。

表5 2018—2019年恒基路桥施工板块合同签订情况（单位：个、亿元）

项目	2018年		2019年	
	个数	金额	个数	金额
新签合同	11	44.84	5	12.74
其中：武进区内	4	5.61	1	0.42
武进区外	7	39.23	4	12.32
在手合同	21	55.12	25	75.54
其中：武进区内	5	7.75	8	41.18
武进区外	16	47.37	17	34.06

注：在手合同金额为公司在建项目的合计合同金额，未减去已完工产值，由于BT项目尚未完成结算，故将BT合同金额也包括在内
资料来源：公司提供

公司委托代建模式的建设主体主要为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”），其主要负责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）。项目建成后，湖塘镇政府根据实际需要及财政资金状况与公司签订项目结算协议，结算金额为审定项目成本加成一定比例收益。随着湖塘镇的基础设施建设已经趋于完善，湖塘资产近年来已无在建项目，截至2019年底，公司账面尚存已完工未结算开发成本为27.73亿元（在“存货-工程施工中”反映）。2019年，公司在工程代建板块实现工程施工收入2.55亿元，同比增长68.87%。

除上述三种方式外，公司子公司天龙设备安装公司（以下简称“天龙设备”）还负责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，建设模式为总承包模式，供水总公司确认工程进度后支付工程进度款，工程竣工审计后60日内结清工程余款。2019年，天龙设备实现建筑劳务收入1.51亿元，较上年增长0.54亿元。

表6 截至2019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
备土服务采购项目	2017.10—2020.09	总承包	0.89	0.76	0.21	0.45	0.54
云南勐腊县农村公路改造工程	2018.01—2020.12	总承包	2.27	0.69	0.38	0.10	0.10
235国道盱眙北段、331省道盱眙绕城段改扩建工程	2018.07—2020.12	总承包	3.74	0.92	0.62	0.55	0.12
武进河道管护项目	2018.09—2028.09	总承包	3.09	0.30	3.23	0.29	0
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	1.96	0.38	1.71	0.35	0.38

坪盐通道工程第 6 标段	2018.12－2019.12	总承包	1.02	0.25	0.29	0.23	0.24
新孟河延伸拓浚工程武进区高速公路桥梁施工	2019.03－2020.04	总承包	0.63	0.26	9.06	0.23	0.25
凤凰岛北路（青洋中路-大明路）道路	2019.04－2019.12	总承包	0.34	0.27	0.70	0.06	0.08
常州至宜兴高速公路路面工程施工项目 CY-21 标	2019.07－2020.09	总承包	3.00	0.54	2.50	0.66	0.54
合计	--	--	**16.94**	**4.37**	**12.57**	**2.92**	**2.25**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司主要在建项目 9 个，总投资 16.94 亿元，尚需投资 12.57 亿元，主要为恒基路桥工程总承包项目；已累计确认收入 2.92 亿元，收到回款 2.25 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 12.74 亿元。整体看，公司在建及拟建项目尚存在一定资金压力。

表 7　截至 2019 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	2019.07－2021.06	2.44	2.43	2.43
勐满口岸经济区工业园道路工程	4.77	2019.10－2020.12	1.59	1.59	1.59
新长铁路平改立（谭庄道口、杨桥道口）工程施工项目	0.15	2019.11－2020.05	--	0.15	--
溧高 LY2 标路基供土 1 标	0.10	2019.04－2020.09	--	0.1	--
新孟河延伸拓滩工程武进区太嵩运河跨桥 2 标	0.42	2020.01－2021.01	--	0.21	0.21
合计	**12.74**	--	**4.81**	**4.59**	**4.39**

资料来源：公司提供

污水处理业务

2019 年，公司污水处理收入有所增长。跟踪期内，公司新增 2 座污水处理厂，污水处理能力有所提升，未来随着在建污水处理厂的逐步完工，公司污水处理能力有望进一步提升。

公司污水处理业务主要由公司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。

2019 年，大禹水务拥有 7 座污水处理厂，实际日处理能力为 27.55 万吨，较上年底增长 33.00%，主要系滨湖污水处理厂一期以及马杭水厂投入使用所致（目前处于试运营状态）；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，较上年底无变化。

在污水处理价格方面，大禹水务涉及的居民污水处理费实行收支分离原则。居民污水处理费同水费一起由相关部门按 1.70 元/立方米进行收缴，月末财政局根据公司当月污水处理考核情况与公司进行污水处理费结算（未约定具体结算价格，但原则是可以覆盖处理成本；2019 年大禹水务中标常州市武进区污水厂网站一体化特许经营项目，2020 年起污水处理结算价格将有明确约定）；工业污水处理费则根据废水类别、主要有害物浓度指标的不同，采用不同的收费标准并由公司直接收取；纺织工业园污水处理公司的处理费为 6.90 元/吨，由纺织工业园污水处理公司直接收取。

2019 年，公司实现污水处理收入 2.83 亿元，同比增长 21.46%，主要系当年财政局与公司污水处理费结算规模增加所致；同期，公司污水处理毛利率 32.81%，较上年增长 3.29 个百分点，主要系公司在技术层面进行改造导致

单位污水处理成本降低以及当年财政局与公司污水处理费结算规模增加综合影响所致。

截至目前，公司主要在建污水处理厂为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 2021 年投入使用，截至 2019 年底已投入 0.55 亿元。此外，公司还对湟里污水处理厂以及漕桥污水处理厂进行改扩建工程，项目总投资分别为 1.36 亿元和 1.32 亿元，截至 2019 年底，上述项目分别累计投资 200.00 万元和 672.00 万元，上述项目完工后，公司污水处理能力将进一步提升。

电汽销售业务

跟踪期内，受发电量较上年有所减少影响，公司电汽销售规模有所下降，盈利能力受煤炭价格降低影响有所提高。

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，主要为火力发电和蒸汽热供应。

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，2019 年实现年发电量 4746.00 万千瓦时，较上年底减少 3.32%。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。2019 年湖塘热电供气量为 125 万吨，较上年底增长 5.73%，供热户数达到 56 家，较上年底减少 5.08%。

2019 年公司电汽销售业务收入 2.54 亿元，同比减少 6.27%，主要系发电量较上年有所减少所致；毛利率为 42.15%，较上年底增长 8.36 个百分点，主要系原材料煤炭成本有所下降所致。

土地开发业务

跟踪期内，公司未实现土地开发业务收入且账面存在大量已完工未结算土地整理成本。公司 2020 年无新增土地开发计划，未来公司土地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。项目前期工作由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。2019 年，由于政府未与公司进行土地整理结算，因此公司当年未实现土地开发项目收入。截至 2019 年底，公司账面存在已完工未结算的土地整理成本规模 41.23 亿元，在“存货-工程施工”中反应，公司账面已无尚在整理土地。公司 2020 年无新增土地开发计划，未来公司开发业务受政府规划影响具有一定不确定性。

3. 未来发展

公司是常州市武进区重要的交通基础设施建设主体，收入主要来源于建筑劳务业务。近年来随着武进区国资办对公司的资产及股权注入，公司业务规模不断扩张，收入实现多元化发展。

在建筑劳务业务领域，公司在保持常州武进区市场优势的同时，将加大力度拓展区外业务，进一步优化企业的市场布局，努力将企业的发展融入到“一带一路”、“中部崛起”、“西部大开发”等国家战略中。除了传统的桥梁建设施工外，恒基路桥将经营延伸至交通领域外，参与管网建设、管护施工等工程。在污水处理领域，2019 年公司中标常州市武进区污水厂网站一体化特许经营项目，大禹水务将负责武进区未来 30 年污水处理设施的建设、管护与运行，为大禹公司发展壮大打下了坚实的基础。

未来，公司将会进一步在教育、医疗、养老、热电等领域进行深化发展，形成多元化可持续发展的良好局面。同时，公司在结合公司自身产业链的基础上，将向水利工程，环境整治，公路安全环境技术咨询，建筑材料销售等方向延伸拓展。

八、财务分析

公司提供了2019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意见的审计结论。从合并范围看，2019年，纳入公司合并范围的一级子公司为5家，较2018年无变化。

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、存货及投资性房地产规模较大，对公司资金形成一定占用；公司受限资产比例较高，公司资产流动性差，资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 371.90 亿元，较上年底增长 8.09%，资产构成仍以流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	55.09	16.01	65.17	17.52
应收账款	6.40	1.86	7.62	2.05
其他应收款	76.75	22.31	91.13	24.50
存货	73.68	21.41	72.66	19.54
流动资产	**226.83**	**65.93**	**255.21**	**68.62**
长期应收款	14.56	4.23	9.63	2.59
投资性房地产	68.50	19.91	61.44	16.52
固定资产	15.24	4.43	14.61	3.93
非流动资产	**117.23**	**34.07**	**116.69**	**31.38**
资产总额	**344.06**	**100.00**	**371.90**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司流动资产 255.21 亿元，较上年底增长 12.40%，主要系其他应收款大幅增长所致。公司货币资金 65.17 亿元，较上年底增长 18.29%，主要系公司债务规模增加相应货币资金增加所致。公司货币资金主要以银行存款为主（占比 97.39%），2019 年底受限资金 25.34 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。公司应收账款 7.62 亿元，较上年底增长 19.04%，主要系恒基路桥应收工程款增加所致。从账龄看，一年以内占 57.44%，1~2 年占比 28.76%，3 年以上占比 13.80%，综合账龄较短。应收账款前 5 名占比 49.54%，集中度一般。截至 2019 年底，公司共计提坏账准备 0.23 亿元，计提比例低。公司其他应收款为 91.13 亿元，较上年底增长 18.74%，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 78.28%，集中度较高；公司共计提坏账准备 3.07 亿元，计提比例 3.26%。公司存货为 72.66 亿元，较上年底减少 1.39%，主要由工程施工成本 72.30 亿元构成（包括土地整理拆迁成本 41.23 亿元，安置房工程以及市政工程代建成本 27.73 亿元）。公司其他流动资产 11.73 亿元，较上年底增长 49.58%。其他流动资产中主要为理财产品，其中 2.40 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 2019 年底，公司非流动资产 116.69 亿元，较上年底基本持平。公司可供出售资产 6.77 亿元，较上年底持平，主要由可供出售债务工具 6.00 亿元构成。公司长期应收款为 9.63 亿元，较上年底大幅减少 33.87%，应收 BT 项目款较上年大幅减少所致。公司投资性房地产 61.44 亿元，较上年底减少 10.30%，主要系公司处置 7.10 亿元土地使用权所致。公司固定资产 14.61 亿元，较上年底减少 4.14%，主要由

房屋及建筑物构成，其中未办妥权证的固定资产为 4.03 亿元。公司在建工程 5.17 亿元，较上年底增长 2.95 亿元，增长主要系主管网工程及滨湖一期投入增加所致。公司其他非流动资产 12.25 亿元，较上年底增长 9.11 亿元，主要系南沿江铁路项目资本金增加 7.70 亿元（省级项目，2020 年项目资金来源转为财政资金，该笔资金于 2020 年 1 季度由政府退回）以及污水管网建设支出增加 2.11 亿元所致。

在受限资产方面，截至 2019 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 58.18 亿元、无形资产中 0.45 亿元的土地使用权已抵押用于公司借款。截至 2019 年底，公司受限资产比例为 23.23%，公司受限资产比例较高。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模较上年底略有下降，少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 128.80 亿元，较上年底略有下降。公司所有者权益主要由实收资本（占比 9.32%）、资本公积（占比 54.93%）、未分配利润（占比 3.61%）和少数股东权益（占比 31.06%）构成，稳定性一般。

截至 2019 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，较上年底无变化；公司资本公积 70.75 亿元，较上年底减少 2.49%，主要系子公司广湖建设投资性房地产首次评估增值部分，重分类进其他综合收益科目所致。

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，债务结构转为以短期债务为主，债务结构有待调整。

截至 2019 年底，公司负债合计 243.10 亿元，较上年底增长 13.64%。截至 2019 年底，公司流动负债占比 58.70%，非流动负债占比 41.30%，公司负债仍以流动负债为主。

表 9 公司主要负债和权益构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	30.24	14.14	47.53	19.55
应付票据	15.36	7.18	27.14	11.16
应付账款	8.64	4.04	8.86	3.64
其他应付款	16.16	7.55	19.01	7.82
一年内到期的非流动负债	36.33	16.98	37.28	15.34
流动负债合计	**109.06**	**50.98**	**142.69**	**58.70**
长期借款	91.19	42.63	57.35	23.59
应付债券	1.20	3.72	36.22	14.90
非流动负债合计	**104.86**	**49.02**	**100.41**	**41.30**
负债总额	**213.92**	**100.00**	**243.10**	**100.00**
实收资本	12.00	9.22	12.00	9.32
资本公积	72.56	55.76	70.75	54.93
少数股东权益	40.78	31.34	40.01	31.06
所有者权益合计	**130.14**	**100.00**	**128.80**	**100.00**

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司流动负债合计 142.69 亿元，较上年底增长 30.84%，主要系短期借款、和应付票据增长所致。公司短期借款 47.53 亿元，较上年底增长 57.18%，主要由保证借款（占

比 56.24%）、抵押借款（占比 21.25%）和保证加抵押借款（占比 15.91%）构成。公司应付票据为 27.14 亿元，较上年底增加 11.78 亿元，主要系新增国内信用证所致。公司应付账款 8.86 亿元，较上年底增长 2.53%，主要由恒基路桥以及湖塘资产应付供应商款项构成。公司其他应付款为 19.01 亿元，较上年底增长 17.62%，主要系往来款增加所致。公司一年内到期的非流动负债 37.28 亿元，较上年底增长 2.61%，主要由一年内到期的长期借款 34.89 亿元构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债 100.41 亿元，较上年底减少 4.25%。公司长期借款 57.35 亿元，较上年底减少 37.11%，主要由保证借款（占比 54.26%）、保证和抵押（占比 19.11%）和抵押借款（占比 16.98%）构成。公司应付债券 36.23 亿元，较上年底大幅增长 28.28 亿元，主要系公司于 2019 年发行 ZR001、ZR002、ZR003 债权融资计划及 PPN 合计 21.70 亿元和子公司发行非公开公司债合计 8.74 亿元所致。公司长期应付款 2.99 亿元，较上年底增长 1.79 亿元，主要由融资租赁款构成。

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 2019 年底，公司调整后全部债务 208.52 亿元，较上年底增长 14.40%，主要系短期债务增加所致。从债务结构来看，2019 年底公司短期债务占调整后全部债务的 53.69%，占比较上年底快速上升 8.74 个百分点，债务结构有待调整。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 42.85%、61.82%和 65.37%，公司债务负担偏重。公司 2020－2022 年各年到期债务规模分别为 111.95 亿元、27.67 亿元和 45.80 亿元，2020 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，公司收入规模较为稳定，受建筑施工业务毛利率下降影响，公司整体盈利能力指标均有所下降。

2019年，公司营业收入为20.36亿元，同比减少4.10%，收入规模较为稳定，收入构成仍以建筑劳务为主。

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。2019 年，公司期间费用为 3.15 亿元，较 2018 年减少 24.29%，主要系财务费用较上年下降幅度较大所致。公司期间费用率为 15.50%，较上年下降 4.13 个百分点。

2019 年，公司资产处置收益 1.05 亿元，较上年底增长 1.04 亿元，主要由非流动资产处置损益 1.05 亿元构成。同期，公司公允价值变动损益表现为-1.07 亿元，主要系公司以公允价值计量的地块被收储，导致原确认的公允价值变动损益转出所致。2019 年，公司营业利润及利润总额分别为 1.41 亿元和 1.37 亿元，分别较 2018 年减少 50.85%和 51.63%，主要系 2019 年公司公允价值变动损益表现为负值所致。

从盈利指标来看，2019 年公司营业利润率为 21.87%，较 2018 年下降 3.93 个百分点，主要系受建筑施工业务毛利率较上年下降影响；受此影响，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率均较上年有所下降，分别为 0.65%和 0.54%，公司整体盈利指标仍较弱。

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减少的影响，公司经营活动净现金流转为净流入；公司投资活动受理财产品收支影响较大，2019 年投资活动净流出缺口持续增加；由于 2019 年为公司债务偿还高峰期，因此筹资活动现金净流量表现为净流出。

2019 年，公司经营活动现金流入为 41.52 亿元，同比增长 25.79%，主要来自于销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金的增长。2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 26.57 亿元，同比增长 17.87%，主要系当年政府支付以前年度 BT 项目回款 5.36 亿元所致。受此影响，公司现金收

入比为 130.50%，较上年大幅上升 24.32 个百分点。公司收到其他与经营活动有关的现金主要由往来款构成，2019 年较上年同比增长 43.22%至 14.95 亿元。2019 年公司经营活动现金流出为 24.35 亿元，同比减少 43.93%，主要系当年往来款支出主要以票据的形式支付，未产生大量现金流导致支付其他与经营活动有关的现金减少所致。受此影响，2019 年，公司经营活动现金流量净额 17.18 亿元，公司经营活动净现金流由负转正。

投资活动方面，2019 年公司投资活动现金流入 18.43 亿元，同比增长 34.54%，主要来自于收回投资收到的现金的增长。2019 年，公司收回投资收到现金 18.05 亿元，较上年底大幅增长 10.35 亿元，主要为公司当年购买理财产品大量到期所致。2019 年公司投资活动现金流出 30.85 亿元，同比大幅增长 69.88%，主要来自于投资支付的现金增长。2019 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 4.85 亿元，同比增长 68.78%，主要由大禹水务的污水处理厂以及管网铺设项目资金支出构成；同期，公司投资支付的现金为 25.95 亿元，同比大幅增长 69.83%，主要系购买银行理财产品的现金支出。2019 年，受投资支付的现金较上年增长影响，公司投资活动产生的现金流量净额为净流出 12.42 亿元，投资缺口较上年加大。

从筹资活动看，2019年，公司筹资活动现金流入为112.25亿元，主要由取得借款收到的现金构成；此外，公司收到其他与筹资活动有关的现金12.15亿元，较上年增长5.33亿元，主要为收回的质押融资保证金。2019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87.41亿元，同比大幅增长92.73%；支付其他与筹资活动有关的现金为19.04亿元，较2018年增加7.25亿元，增幅较大，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。2019年受公司偿还债务支付的现金大幅增长影响，公司筹资活动净现金流量为-3.56亿元，表现为净流出。

5. 偿债能力

跟踪期内，长期及短期偿债能力弱，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；担保比率高，存在一定或有负债风险。

从短期偿债能力指标看，受流动负债增加影响，2019 年公司流动比率和速动比率均较2018 年有所下降，分别为 178.85%和 127.93%。2019 年，公司经营现金流动负债比率由负转正，为 12.04%。2019 年，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力弱，为 0.59 倍，若考虑受限的货币资金，2019 年公司非受限现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.49 倍，短期偿债能力弱。

从长期偿债能力看，2019 年，公司调整后全部债务/EBITDA 为 51.12 倍，保障能力弱。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 2019 年底，公司（合并）共获得各金融机构授信额度合计 141.53 亿元，已使用金额 107.02 亿元，公司外部融资渠道较为通畅。

截至 2019 年底，公司对外担保总额 66.49 亿元，公司担保比率为 51.62%。公司对外担保企业中除江苏新光纺织有限公司、常州新光印染有限公司为民企外，其余被担保单位均为国企，截至目前，被担保企业经营正常。总体看，公司担保比率高，公司存在一定或有负债风险。

表 10 截至 2019 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	企业性质
常州滨湖物流有限公司	2000.00	国企
常州驰善亦禾物资有限公司	7900.00	国企
常州湟里众信企业发展服务有限公司	7900.00	国企
常州千颂丰农业科技有限公司	21800.00	国企
常州市湟里工业集中区投资开发有限公司	11800.00	国企
常州市湟里振兴市政建设发展有限公司	10900.00	国企

被担保单位	担保金额	企业性质
常州市武进供水总公司	142000.00	国企
常州市武进交通产业发展有限公司	70000.00	国企
常州市武进新农村建设发展有限公司	26800.00	国企
常州市雪堰雪湖投资开发有限公司	38879.64	国企
常州市雪洲城镇建设发展有限公司	6980.00	国企
常州市雪洲农业发展有限公司	14000.00	国企
常州市杨柳埠农业产业园有限公司	35300.00	国企
常州旺利达建设发展有限公司	13350.00	国企
常州武南标准厂房投资发展有限公司	2000.00	国企
江苏菲林苗木有限公司	7390.00	国企
江苏恒磊建设有限公司	69802.98	国企
江苏武进经济发展集团有限公司	22993.25	国企
江苏武进太湖湾旅游发展有限公司	20000.00	国企
江苏先行控股集团有限公司	50000.00	国企
伟驰控股集团有限公司	80000.00	国企
江苏新光纺织有限公司	1500.00	民企
常州新光印染有限公司	1600.00	民企
合计	**664895.87**	--

资料来源：公司财务报告

6. 母公司财务状况

母公司资产以及负债占合并口径比重较高，母公司收入占合并口径收入规模很小，整体债务负担有所加重。

截至2019年底，母公司资产总额164.13亿元，较上年底增长8.89%，主要系其他应收款以及其他非流动资产增加所致。其中流动资产占59.73%、非流动资产占40.27%，公司资产仍以流动资产为主。截至2019年底，母公司资产规模相当于合并口径的44.13%。

截至2019年底，母公司所有者权益合计47.79亿元，较上年底基本持平。其中，实收资本占25.11%、资本公积占69.73%、未分配利润占4.56%。截至2019年底，母公司所有者权益相当于合并口径的37.10%。

截至2019年底，母公司负债合计116.34亿元，较上年底增长12.89%，主要系应付债券及短期借款所致。其中流动负债占55.81%、非流动负债占44.19%，母公司负债仍以流动负债为主。截至2019年底，公司全部债务规模为93.24亿元，较上年底增长27.89%；全部债务资本化率为66.11%，较2018年底增长5.65个百分点。截至2019年底，母公司负债相当于合并口径的47.86%。

2019年，母公司实现营业收入0.97亿元，同比减少2.23%，营业利润率86.39%；利润总额0.15亿元。2019年母公司营业收入占合并口径收入很小。

2019年，母公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，为-11.20亿元；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-91.92万元；筹资活动产生的现金流量净额为15.60亿元。

九、存续期内债券偿债能力分析

截至2019年底，公司剔除受限后的现金类资产对一年内到期的应付债券保障程度高。经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力尚可。

截至2019年底，公司一年内到期的应付债券2.00亿元。截至2019年底，公司剔除受限后的现金类资产40.52亿元，对一年内到期的应付债券覆盖倍数为20.26倍，保障程度高。

公司存续债券集中兑付峰值出现在 2022 年，公司需于当年兑付 23.30 亿元。2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 的对债券集中兑付峰值的保障倍数分别为 1.79 倍、0.74 倍和 0.18 倍。总体看，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力尚可。

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2019 年底
一年内到期债券余额	2.00
未来待偿债券本金峰值	23.30
剔除受限后的现金类资产/一年内到期债券余额	20.26
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.79
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.74
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.18

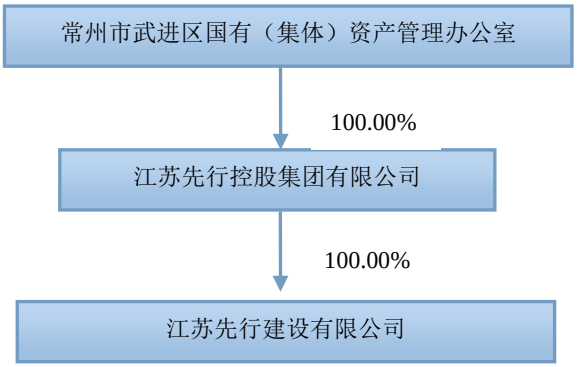
资料来源：联合资信整理

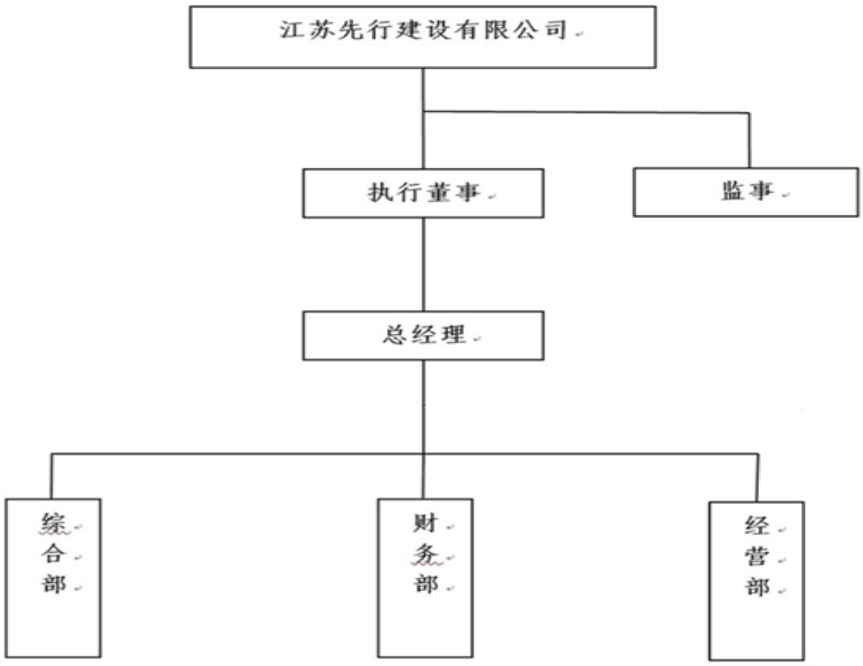
此外，江苏省信用再担保集团有限公司为“G18先行”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据联合资信于2019年6月14日出具的江苏省信用再担保集团有限公司2019年主体长期信用评级报告，江苏省信用再担保集团有限公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效增强了“18先行绿色债/G18先行”本息偿还的安全性。

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“18 先行绿色债/G18 先行”的信用等级为AAA。

附件 1 截至 2019 年底公司股权及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	59.17	55.74	65.86
资产总额(亿元)	322.94	344.06	371.90
所有者权益(亿元)	129.40	130.14	128.80
短期债务(亿元)	45.06	81.93	111.95
长期债务(亿元)	109.61	99.14	93.58
调整后长期债务(亿元)	111.21	100.33	96.57
全部债务(亿元)	154.67	181.07	205.52
调整后全部债务(亿元)	156.27	182.27	208.52
营业收入(亿元)	16.49	21.23	20.36
利润总额(亿元)	1.71	2.84	1.37
EBITDA(亿元)	4.57	6.22	4.08
经营性净现金流(亿元)	3.50	-10.41	17.18
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.72	2.62	2.65
存货周转次数(次)	0.36	0.22	0.22
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.06
现金收入比(%)	81.78	106.18	130.50
营业利润率(%)	16.95	25.80	21.87
总资本收益率(%)	1.21	1.30	0.65
净资产收益率(%)	1.23	1.48	0.54
长期债务资本化比率(%)	45.86	43.24	42.08
调整后长期债务资本化比率(%)	46.22	43.54	42.85
全部债务资本化比率(%)	54.45	58.18	61.47
调整后全部债务资本化比率(%)	54.70	58.34	61.82
资产负债率(%)	59.93	62.18	65.37
流动比率(%)	257.06	207.99	178.85
速动比率(%)	166.92	140.43	127.93
经营现金流动负债比(%)	4.46	-9.55	12.04
现金短期债务比(倍)	1.31	0.68	0.59
全部债务/EBITDA(倍)	33.87	29.09	50.39
调整后全部债务/EBITDA(倍)	34.22	29.28	51.12
EBITDA 利息倍数(倍)	0.97	0.66	0.48

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息部分

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	28.01	18.88	26.51
资产总额(亿元)	136.12	150.73	164.13
所有者权益(亿元)	47.58	47.68	47.79
短期债务(亿元)	13.09	24.83	42.78
长期债务(亿元)	43.70	48.08	50.45
全部债务(亿元)	56.79	72.91	93.24
营业收入(亿元)	0.42	1.00	0.97
利润总额(亿元)	-0.48	0.18	0.15
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	19.58	-11.29	-11.20
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.14	0.49	1.79
存货周转次数(次)	0.15	0.14	0.30
总资产周转次数(次)	0.00	0.01	0.01
现金收入比(%)	324.43	304.02	201.79
营业利润率(%)	65.18	87.25	86.39
总资本收益率(%)	-0.35	1.83	1.12
净资产收益率(%)	-0.76	0.20	0.24
长期债务资本化比率(%)	47.87	50.21	51.35
全部债务资本化比率(%)	54.41	60.46	66.11
资产负债率(%)	65.04	68.37	70.88
流动比率(%)	154.79	162.61	151.01
速动比率(%)	153.09	161.24	151.01
经营现金流动负债比(%)	45.35	-21.05	-17.26
现金短期债务比(倍)	2.14	0.76	0.62
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

附件 4 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 5 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-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　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 6-2　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 6-3　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。

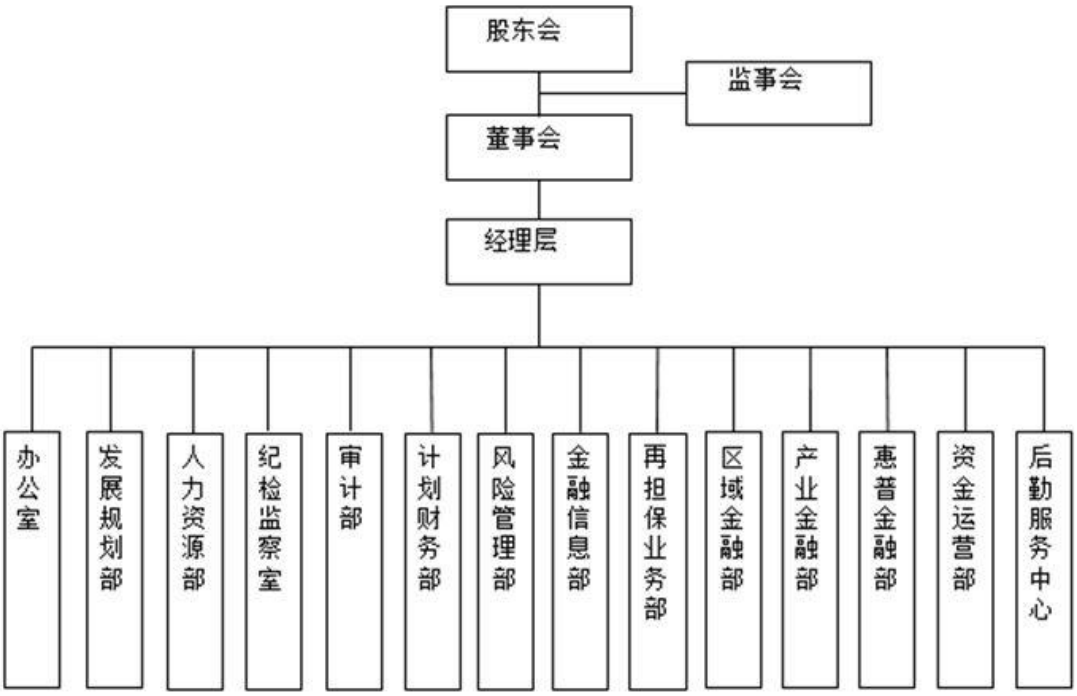
联合资信根据公司担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。近年来，由于担保业务规模呈较快增长态势，公司净资本覆盖率明显下降，2018 年末净资本覆盖率为 77.77%。2019 年，江苏省人民政府对公司进行了增资，公司资本实力有所提升，净资本覆盖水平将所有改善。

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。