

信用等级公告

联合[2018] 168 号

联合资信评估有限公司通过对 2018 年第一期绵阳惠东投资控股有限责任公司东兴路 8 号危旧房棚户区改造项目收益债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

2018 年第一期绵阳惠东投资控股有限责任公司
东兴路 8 号危旧房棚户区改造项目收益债券的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年一月十六日



2018 年第一期绵阳惠东投资控股有限公司东兴路 8 号危旧房棚户区改造项目收益债券信用评级报告

评级结果：

本期债券信用等级：AAA

评级时间：2018 年 1 月 26 日

项目收益债券概要

项目收益债券名称	2018 年第一期绵阳惠东投资控股有限公司东兴路 8 号危旧房棚户区改造项目收益债券
募集资金规模	不超过 5 亿元
发行期限	7 年
还本付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次。本期债券从第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按本期债券发行总额的 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还本金。
信用增级	四川发展融资担保股份有限公司作为本期债券的差额补偿人，承担差额补足义务，当本期债券募投项目收入无法覆盖债券本息时，将由其补足差额；四川发展融资担保股份有限公司作为本期债券的担保方，为本期债券本息偿付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
项目实施主体	绵阳惠东投资控股有限公司

分析师

张 依 孙宏辰 薛琳霞

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“2018 年第一期绵阳惠东投资控股有限公司东兴路 8 号危旧房棚户区改造项目收益债券”（以下简称“本期债券”）的评级反映了东兴路 8 号危旧房棚户区改造项目（以下简称“募投项目”）建设对改善城市生态环境和居民的生活环境、推进城市化建设进程的意义以及严格的项目资金流入流出监管和信息披露要求对本期债券操作风险的有效防范。但联合资信也关注到，本期债券募投项目目前仍处于建设前期，预期收益可能会受到项目建设或运营期风险影响。

本期债券偿债资金来源主要为募投项目经营收入和财政补贴。根据预测，存续期内项目总收入和净现金流量可覆盖本期债券本息。同时，本期债券设置了差额补偿和担保机制，差额补偿人兼担保方四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“四川发展担保”）有义务在差额补偿协议正常履行的情况下按约定履行差额补偿义务；同时四川发展担保对本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。联合资信评定四川发展担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，对本期债券保障能力极强。以上措施可有效提升本期债券到期偿还的安全性。

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

优势

1. 近年来绵阳市游仙区经济持续增长，为项目实施主体营造了良好的外部发展环境。
2. 募投项目建设具有良好的社会效益，并将受到绵阳市政府的持续支持。

3. 四川发展担保为本期债券提供差额补偿和全额无条件不可撤销保证担保，有效提升了本期债券到期偿还的安全性。
4. 项目实施主体独立运营，募集资金封闭管理，现金流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。

关注

1. 募投项目尚处于建设前期，建设过程中的施工进度、建设资金的筹措和施工安全等因素对项目如期完工影响较大。
2. 本期债券的还本付息主要依靠募投项目的经营收入及财政补贴，外部环境因素若有变化，可能影响本期债券募投项目经营阶段现金流水平，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。
3. 本期债券设置加速到期条款，一旦发生加速到期情形，项目实施主体和差额补偿人四川发展担保将面临较大集中偿付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由绵阳惠东投资控股有限责任公司（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。

2018 年第一期绵阳惠东投资控股有限公司东兴路 8 号危旧房棚户区改造项目收益债券信用评级报告

一、本期债券概况

1. 基本概况

绵阳惠东投资控股有限公司（以下简称“项目实施主体”或“绵阳惠东”）是绵阳市游仙区城镇化基础设施建设的主体之一，主要负责游仙区的代建和征地工作。绵阳惠东发起设立“2018年绵阳惠东投资控股有限公司东兴路8号危旧房棚户区改造项目收益债券”（以下简称“本次项目收益债券”），计划发行规模不超过人民币10亿元。本期计划发行“2018年第一期绵阳惠东投资控股有限公司东兴路8号危旧房棚户区改造项目收益债券”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过人民币5亿元，发行期限7年，募集资金全部用于东兴路 8 号危旧房棚户区改造项目（以下简称“募投项目”）的投资建设。

本期债券为7年期固定利率债券，每年付息一次。本期债券采用本金分次提前偿还方式，从第3个计息年度开始偿还本金，第3、4、5、6、7个计息年度末分别按本期债券发行总额的20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还本金。

本次项目收益债券设置差额补偿机制，四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“四川发展担保”）为本次项目收益债券的差额补偿人，当债券存续期内偿债资金专户内账户余额不足以足额支付债券本息时，差额补偿人将承担差额补足的义务。同时，四川发展担保为本期债券的担保方，为本次项目收益债券本息偿付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

本次项目收益债券设置了加速清偿条款。发生如下情形时，经债券持有人会议合法作出决议，本次项目收益债券项下所有未偿还债券的本金和相应利息视为立即到期，由绵阳惠东立即予以兑付：（1）债券发行三个月后，项目

仍未开工；（2）项目建设运营过程中出现重大不利事项，导致项目收益不能达到可行性研究报告和第三方专项意见的预测水平；（3）项目实施主体破产，需要对项目有关财产和权益进行清算；（4）项目实施主体除募投项目之外的其他资产或业务发生重大不利事项；（5）项目建设或者运营过程中出现可能影响项目建设进度或收益的重大事项；（6）债项评级下降；（7）项目现金流恶化或其他可能影响投资者利益等情况；（8）项目收益债券发生违约后的债权保障及清偿安排；（9）发生项目资产权属争议时的解决机制；（10）其他法定或者约定情形。

2. 本期债券基本要素

本期债券参与各方如下表所示：

表 1 本期债券基本要素

	名称	内容
1	项目收益债名称	2018年第一期绵阳惠东投资控股有限公司东兴路8号危旧房棚户区改造项目收益债券
2	项目实施主体	绵阳惠东投资控股有限公司
3	募投项目	东兴路8号危旧房棚户区改造项目
4	募集规模	不超过5亿元
5	期限	7年
6	还本付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次。本期债券从第3个计息年度开始偿还本金，第3、4、5、6、7个计息年度末分别按本期债券发行总额的20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还本金。
7	信用增级	四川发展融资担保股份有限公司作为本期债券的差额补偿人，同时对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
8	主承销商/债权人代理人	恒泰长财证券有限责任公司
9	托管人	中央国债登记结算有限责任公司
10	监管人	绵阳市商业银行股份有限公司游仙支行
11	项目可行性研究报告编制单位	达华工程管理（集团）有限公司
12	法律顾问	四川旌启扬律师事务所
13	信用评级	联合资信评估有限公司

资料来源：联合资信整理

3. 本期债券概况

(1) 募集资金现金流

本期债券面向机构投资者非公开发行。本期债券的募集资金将划入绵阳惠东在绵阳市商业银行股份有限公司游仙支行（以下简称“监管银行”或“绵阳商业银行游仙支行”）设立的募集资金使用专户，绵阳商业银行游仙支行对募集资金的使用进行监管。

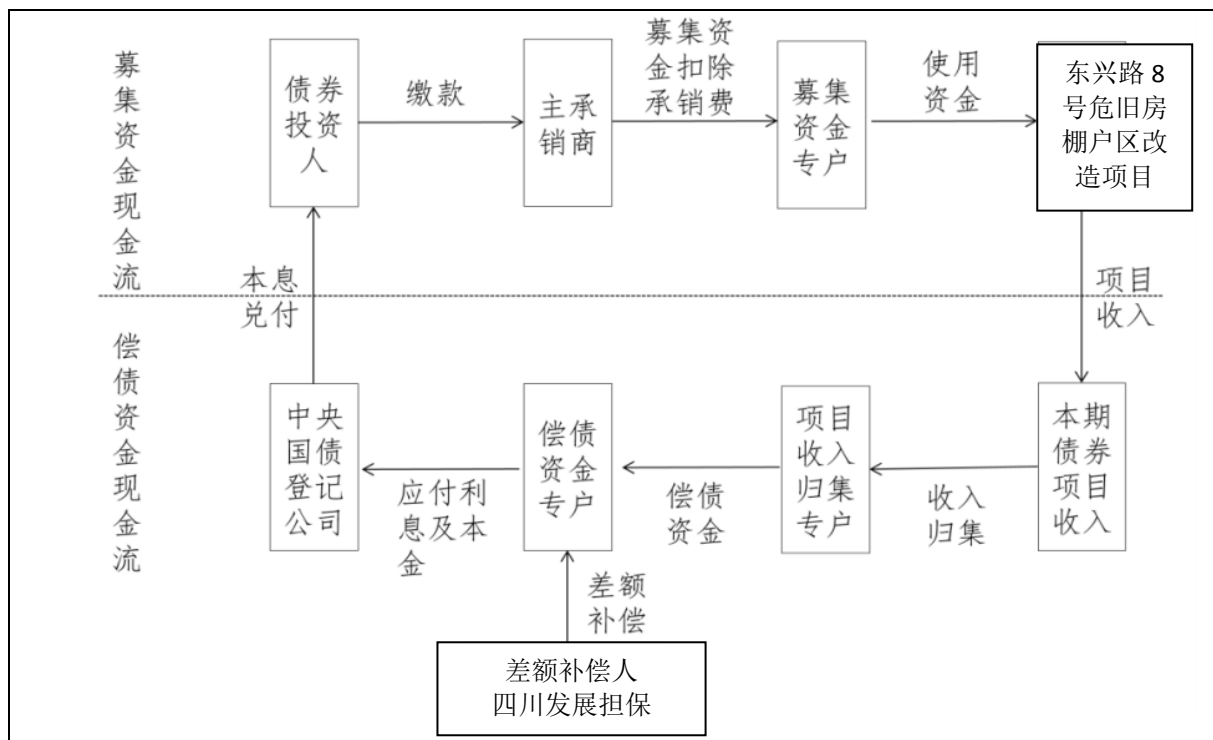
(2) 偿债资金现金流

本期债券还本付息的首要资金来源是本期债券募投项目在债券存续期内项目收入，包括经营收入和财政补贴。本期债券募投项目运营期间所有收入将全部划入唯一的项目收入归集专户，该账户由绵阳商业银行游仙支行实施监管。按照约定，绵阳惠东应在每个季度末将项目收入归集账户中所有资金划转至偿债资金专户，偿债准备金以待偿付的全部债券本息为限，偿债资金专户资金除偿还债券本息外不得用作

其他用途。

四川发展担保是本期债券的差额补偿人兼担保方。在本期债券每年付息日/兑付日（T日）20个工作日（T-20日）之前，绵阳惠东按照《募集说明书》中确定的利息/本息金额向偿债资金专户中划入偿债资金；如果在本期债券付息日或兑付日前第20个工作日（T-20日），偿债资金专户内余额不足以支付本期债券当期本息时，监管银行应书面通知四川发展担保和恒泰长财证券有限责任公司（以下简称“恒泰长财”），差额补偿人应于当年付息日或兑付日15个工作日（T-15日）前补足本期债券当年应付本息与偿债资金专户余额的差额部分。当差额补偿人在T-15日并未补足本期债券当年应付本息与偿债资金专户余额的差额部分，监管银行应于T-15日通知担保方在不晚于本期债券的付息日或兑付日前10个工作日（T-10日）将相应的差额划入偿债资金专户。

图1 本期债券交易结构图



资料来源：恒泰长财证券有限责任公司提供

二、行业及区域环境分析

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快

速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，

进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力

支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 区域经济环境

（1）经济概况

绵阳市

绵阳是四川省区域中心城市、四川省第二大城市，是中国重要的国防科研和电子工业生产基地。绵阳市拥有国家级科研院所18家、国家重点实验室8个、国家工程技术研究中心5家、国家企业技术中心8家、“两院”院士26名、各类专业技术人才21.7万名；绵阳市现有大中型骨干企业85家、注册上市公司24家、科技型中小企业7108家，其中代表企业有四川长虹电子控股有限集团公司以及四川九州电气集团有限责任公司。绵阳市下辖“中国（绵阳）科技城”，是国家级高新技术开发区。

根据《绵阳市2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年，绵阳市实现地区生产总值1830.42亿元，按可比价计算同比增长8.3%，三次产业结构由上年的15.3：50.5：34.2调整为15.3:49.0:35.7。2016年底绵阳市常住人口481.09万人，常住人口城镇化率49.5%，当年人口自然增长率2.4%。

2016年，绵阳市实现工业增加值763.09亿元，同比增长9.3%；2016年绵阳市规模以上工业企业实现主营业务收入2540.73亿元，同比增长8.6%，利润总额122.97亿元，同比增长26.6%。

2016年，绵阳市完成固定资产投资1268.97亿元，同比增长10%，从产业看，第一产业完成投资45.37亿元，增长37.4%；第二产业完成投资354.24亿元，增长9.0%；第三产业完成投资754.48亿元，增长4.5%。

游仙区

游仙区隶属于绵阳市，东与梓潼县、西与涪城区、南与三台县、北与江油市相邻，总面

积1018平方公里，总人口55万人。游仙区是绵阳市的核心区和主城区，是中国西部唯一的绿色产业示范区，是“四川黄金旅游九环线”和“川陕三国精品旅游线路”的重要节点。游仙区综合经济发展在绵阳市排名第三位。

根据《游仙区2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年，游仙区属完成地区生产总值181.88亿元，同比增长8.5%。其中一产业完成增加值23.92亿元，同比增长3.7%；二产业完成增加值100.03亿元，同比增长9.0%；三产业完成增加值57.93亿元，同比增长9.6%。三次产业的结构比为：13.1：55.0：31.9，从三次产业对经济增长的贡献来看，三次产业对经济增长的贡献率分别为5.6%、60.2%、34.2%，其中：工业的贡献率达到54.6%。一产业拉动GDP增长0.5个百分点；二产业拉动GDP增长5.1个百分点；三产业拉动GDP增长2.9个百分点，二产业对全区经济发展的拉动作用最大。2016年全区实现人均地区生产总值38809元。

2016年，区属规模以上工业实现总产值364.38亿元，增长13.2%。区属规模以上工业实现增加值增速10.6%。区属规模工业实现主营业务收入304.57亿元，同比增长8.2%。区属规模工业实现利润总额21.85亿元，同比下降7.5%，实现利税总额40.68亿元，同比下降6.8%。

2016年，游仙区属完成全社会固定资产投资143.71亿元，同比增长15.2%。其中工业性投资52.72亿元，增长13.3%；技改投资43.20亿元，增长8.5%；房地产开发投资15.27亿元，同比增长45.2%，农户投资3.5亿元，同比增长

94.4%。

2016年区属完成房屋施工面积122.13万平方米，房屋竣工面积5.37万平方米，商品房销售面积 28.55万平方米，商品房销售额13.74亿元。

(2) 财政实力

近三年，游仙区财政收入波动增长。2014~2016年游仙区地方财政收入分别为23.05亿元、22.56亿元和25.26亿元。2014~2016年，一般预算收入分别为5.15亿元、7.11亿元和7.76亿元；从收入来源看，2014~2016年税收收入占一般预算收入比分别为78.34%、76.05%和71.78%，税收收入占一般预算收入比例逐年下降。补助收入是游仙区地方财力收入的重要构成部分。2014~2016年，补助收入分别为17.61亿元、15.39亿元和16.08亿元，占地方财政收入总额的76.40%、68.20%和63.65%，地方财政收入对上级补助收入的依赖性较大。基金收入方面，2014~2016年游仙区政府性基金收入分别为0.20亿元、0.02亿元和1.43亿元，整体规模较小。

政府债务负担方面，联合资信未获得游仙区2016年底政府债务情况。截至2015年底，游仙区地方政府债务全部为直接债务，共计17.98亿元；债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为80.38%，债务负担较重。

总体看，游仙区经济稳步发展，财政实力有所增强，为公司发展提供了良好的外部环境，但游仙区地方政府债务负担较重。

表2 游仙区 2014~2016 年地方财政收入表（单位：万元）

科目	2014年	2015年	2016年
地方一般预算收入	51460	71087	77552
其中：税收收入	40312	54063	55665
非税收入	11148	17024	21887
政府性基金收入	1964	200	14276
其中：土地出让金收入	0	0	13501
其他政府性基金收入	1964	200	775
补助收入	176104	153852	160809
其中：一般预算补助	160713	144426	158409

基金预算补助	15391	9426	2400
上年结余	967	463	0
地方财政收入总计	230495	225602	252637

资料来源：游仙区财政局

三、本期债券募投项目情况

1. 项目实施主体

本期债券的项目实施主体绵阳惠东系由绵阳市游仙区国有资产监督管理委员会于2003年9月出资组建，初始注册资本为6000.00万元，其中实物出资1148.00万元、无形资产出资4852.00万元。2011年2月，根据绵阳惠东董事会决议，绵阳惠东的注册资本增加至12000.00万元，由原股东认缴。2015年8月，因绵阳市游仙区机构改革，股东名称变更为绵阳市游仙区国有资产监督管理委员会。2017年12月，国开发展基金有限公司向绵阳惠东注资3000.00万元，绵阳惠东注册资本增加至15000.00万元，其中绵阳市游仙区国有资产监督管理委员会持股80%、国开发展基金有限公司持股20%。截至2017年底，绵阳惠东注册资本15000.00万元，绵阳市游仙区国有资产监督管理委员会为实际控制人。

绵阳惠东经营范围包括：基础设施、重点工程建设、高新技术、能源、通讯、房地产、宾馆、旅游项目的投资、管理和服务；房地产开发经营；建筑工程机械设备租赁、维修。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2016年底，绵阳惠东资产总额45.11亿元，负债合计17.58亿元，所有者权益合计27.53亿元。2016年全年绵阳惠东实现营业总收入3.30亿元，利润总额1.04亿元。

截至2017年9月底，绵阳惠东资产总额46.77亿元，负债合计18.61亿元，所有者权益合计28.16亿元。2017年1~9月绵阳惠东实现营业总收入1.57亿元，利润总额0.36亿元。

绵阳惠东注册地址：绵阳市游仙区沈家坝街17号；法定代表人：涂龙。

2. 项目概况

本期债券的募投项目是东兴路8号危旧房棚户区改造项目。东兴路8号地块为绵阳市游仙区原208厂片区，东临原东材生产区、南临制药厂、西临绵山路、北临电视塔。该项目建设内容包括地块内改造安置补偿、安置房建设工程、保障性住房建设、道路工程、绿化及配套设施建设等。该项目建筑面积130000平方米、1787户，全部为住宅建筑。该项目计划货币化安置935户，改造面积58535.25平方米。棚户区综合整治（棚户区修缮）共16幢房屋560户，改造面积约51013.9平方米；产权调换安置292户，改造面积约20450.85平方米。

本期债券募投项目的建设改善了城市生态环境和居民的生活环境，盘活效益低下的城中土地，有效推进绵阳市城市化建设进程。同时，项目的实施有力地拉动了绵阳市建筑业、建材业、交通运输业等相关产业的发展，促进了绵阳市社会经济和谐发展。

该项目计划总投资估算约145000万元，资金来源包括自筹45000万元，占总投资的31.03%；债券融资100000万元，占总投资的68.97%。根据该项目资金使用情况为建设方案预测施工工期24个月，原定施工计划为自2017年1月至2018年12月，但由于拆迁安置等工作进度问题，预期建设工期变更为2017年12月至2019年11月。截至报告出具日，已完成选址和建设用地、项目可研、环评、初设、施工图设计、审查，工程招投标等施工准备工作，尚未进行实际投资，拟于2018年2月开始土建工作。

3. 项目风险

行业政策风险

绵阳惠东主要从事的行业为基础设施建

设，在国民经济的不同发展阶段中，中央和地方政府会有不同程度的政策发布和变更，相关政策的变动可能会在一定程度上影响项目实施主体的主营业务和盈利能力。同时，绵阳惠东运营收益水平与经济周期和国民经济发展水平密切相关。如果未来经济发展速度放缓或者出现萎缩，可能使得项目实施主体经营效益下降、现金流减少，从而影响本期债券的兑付。

项目建设风险

绵阳惠东对本期债券募投项目进行了严格的可行性论证，在经济、技术方面均具有良好的可行性，在一定程度上保障了项目能够保质、保量、按时交付使用。但由于募投项目的投资规模大，建设周期较长，因此在建设过程中，也将面临许多不确定性因素，如项目建设能否如期竣工及正常投入运营、能否按预期开展租

赁经营等存在一定的不确定性。同时，募投项目在建设及后期经营的过程中，可能出现由于市场行情、政策变化等导致的项目建设费用上升，影响后期项目盈利能力，从而影响本期债券还本付息的资金来源。

经营管理风险

绵阳惠东是绵阳市游仙区下属国有企业，主要负责游仙区基础设施建设业务，近年来业务快速发展，需要多层次的专业人才和管理体系进行支持。如果未来其不能及时对公司的人才和管理体系进行提升，可能对募集资金投资项目的运营和收益的实现带来影响。

项目合规性

本期债券募投项目已获得相关部门批复，如下表所示。

表3 东兴路8号危旧房棚户区改造项目批文

文件	出具单位	出具时间	文号
东兴路8号危旧房棚户区改造建设项目选址意见书	绵阳市城乡规划局	2014/6/16	选字第(2014)规棚4号
关于游仙区东兴路8号棚户区改造项目土地利用规划的审查意见	绵阳市国土资源局游仙分局	2015/11/11	--
关于对绵阳惠东投资控股有限责任公司东兴路8号危旧房棚户区改造建设项目环境影响报告表的批复	绵阳市游仙区环境保护局	2016/9/28	绵游环发2016[52]号
关于东兴路8号危旧房棚户区改造项目节能评估报告表的审查意见	绵阳市游仙区发展和改革局	2016/10/12	绵游发改审批【2016】1号-
关于东兴路8号危旧房棚户区改造项目可行性研究报告(代立项)的批复	绵阳市游仙区发展和改革局	2016/10/12	绵游发改审批【2016】2号

资料来源：公司提供

总体看，本期债券募投项目主要风险因素可控，但不排除宏观经济、政策环境及市场竞争等因素发生变化影响本期债券募投项目预期收益实现的可能性。

四、本期债券募投项目收益预测

1. 项目收益预测

本期债券收益预测依据重庆凯宏工程咨询有限公司编制的《绵阳惠东投资控股有限责任公司东兴路8号危旧房棚户区改造项目项目收益和现金流分析专项意见书》(以下简称“《专项意见书》”)。

募投项目工程建设期2年(2017年12月至2019年11月)，募投项目计划总投资估算约145000万元，资金来源包括自筹45000万元，占总投资的31.03%；债券融资100000万元，占总投资的68.97%。募投项目的财务预测基于以下条件：财务计算期7年，其中建设期2年(2017年12月至2019年11月)。债券年利率7%，债券发行期限7年。

成本费用构成

由于开发完成后的房地产除用于安置原棚户区住户产权调换部分外，其余作为保障性住房用于出售，商业部分的停车场用于出租。安置房和保障性住房建设成本在出售期内作为建

设成本分摊，其余在经营期间进行合理折旧和摊销。根据项目批复情况、项目投资估算情况、建筑安装工程工期定额标准、未来物业租赁、物业出售等情况，预计各年度总成本费用。根据测算，债券存续期内，募投项目成本费用合计14.64亿元，主要包括经营成本、折旧费、摊销费、安置房和保障性住房建设成本分摊和利息支出。

经营成本主要包括原辅材料及燃料动力、工资及福利费和其他费用。其中原辅材料及燃料动力为地下车库和设备用房及其他公共区域电耗。其他费用包括其他管理费用和其他营业费用。营业费用中包括项目部门的市场费用、

市场佣金、广告费用等；预计综合销售经营费用为工资及福利收入的10%。管理费用中包括的办公费、差旅费、业务招待费、管理人员工资及福利类费用等日常管理费用及管理人员工资福利，预计管理费用为工资及福利收入的10%。

折旧费按企业会计政策确定的各类资产折旧年限进行直线法预测折旧费；土地使用权摊销按土地取得成本，摊销期按20年进行测算。

财务费用为经营期融资利息，项目拟融资10亿元（计划于2018年分两期发行），期限7年，按年利率为7.0%测算。

表4 总成本费用构成表（单位：万元）

序号	项目	合计	计算期						
			1	2	3	4	5	6	7
1	外购燃料及动力费	1425.00	--	--	285.00	285.00	285.00	285.00	285.00
2	工资及福利费	450.00	--	--	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00
3	其他费用	90.00	--	--	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00
3.1	其他管理费用	45.00	--	--	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
3.2	其他营业费用	45.00	--	--	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
4=1+2+3	经营成本	1965.00	--	--	393.00	393.00	393.00	393.00	393.00
5	折旧费	11533.00	--	--	2306.60	2306.60	2306.60	2306.60	2306.60
6	摊销费	1272.55	--	--	341.51	341.51	341.51	341.51	341.51
7	安置房和保障性住房建设成本分摊	96205.90	--	--	21481.18	18681.18	18681.18	18681.18	18681.18
8	利息支出	35000.00	7000.00	7000.00	7000.00	5600.00	4200.00	2800.00	1400.00
9=4+5+6+7+8	总成本费用合计	146411.45	7000.00	7000.00	31522.29	27322.29	25922.29	24522.29	23122.29

资料来源：依据《东兴路8号危旧房棚户区改造项目项目收益和现金流分析专项意见书》整理

经营收入构成

根据《专项意见书》，本期债券募投项目经营收入包含保障性住房销售收入、商业建筑出租收入（长租和短租）、机动车位出租收入和非机动车位出租收入。

（1）保障性住房销售收入

本项目共新建住宅146368.26 m²，其中24541.02 m²（20450.85 m²*1.2）用于安置棚户区改造产权调换住户，其余为保障性住房可用于出售，可出售面积共计121827.24平方米。根据项目周边住宅售价及商业用房租金市场调查情况，结合绵阳市保障性住房相关售价要求，募投项目保障性住房按4400元/m²、分5年出售。

（2）商业建筑出租收入

商业建筑出租分为长租和短租两部分。长租部分按建成年3元/m²·天计算，租期15年，一次性付款，长租租用期间不考虑价格递增（租用期内不计算租金增长）；除长租部分外其余部分以短租形式出租，短租为每年收取租金，商业用房短期出租价格按建成年3.5元/m²·天计算，此后按每年5%递增。运营期第1~4年出租率按50%、75%、80%、90%计算，第5年及以后均按95%计算。

（3）停车位收入

本项目共计有2399个机动车停车位和2730个非机动车车位，均可用于对本项目小区内业主出租和对外停车收费。机动停车位收入

平均按300元/个·月计算；非机动车位按30元/个·月计算，停车位出租率按100%计算。

表5 计算期内各年营业收入预测表

项目	合计	计算期（年）						
		1	2	3	4	5	6	7
营业收入（万元）	94861.93	--	--	21206.07	24027.71	18632.65	15488.14	15507.36
保障性住房销售（万元）	55816.80	--	--	16745.04	16745.04	11163.36	5581.68	5581.68
建筑面积（m ² ）	126856.38	--	--	38056.91	38056.91	25371.28	12685.64	12685.64
单价（元/m ² ）	--	--	--	4400.00	4400.00	4400.00	4400.00	4400.00
出售率（%）	--	--	--	30	30	20	10	10
商业出租收入(短期租赁)（万元）	9235.07	--	--	1486.69	2095.06	2070.41	1956.54	1626.37
建筑面积（m ² ）	--	--	--	23275.01	20825.01	18375.01	14700.01	11025.00
单价（元/年·m ² ）	--	--	--	1277.50	1341.38	1408.44	1478.87	1552.81
使用率（%）	--	--	--	50	75	80	90	95
商业出租收入（长期租赁）（万元）	24998.66	--	--	2012.06	4225.33	4436.60	6987.64	7337.03
建筑面积（m ² ）	13475.00	--	--	1225.00	2450.00	2450.00	3675.00	3675.00
单价（元/年·m ² ）	--	--	--	1095.00	1149.75	1207.24	1267.60	1330.98
出租年限（年）	--	--	--	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
停车位出租收入（万元）	4320.00	--	--	864.00	864.00	864.00	864.00	864.00
停车位数量（个）	--	--	--	2399.00	2399.00	2399.00	2399.00	2399.00
单价（元/年）	--	--	--	3600.00	3600.00	3600.00	3600.00	3600.00
非机动车位出租收入（万元）	491.40	--	--	98.28	98.28	98.28	98.28	98.28
非机动车位数量（个）	--	--	--	2730.00	2730.00	2730.00	2730.00	2730.00
单价（元/年）	--	--	--	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00

资料来源：《东兴路8号危旧房棚户区改造项目项目收益和现金流分析专项意见书》

本期债券募投项目建设期为2年，经营收入包括建设完工后5年内形成的销售收入以及出租收入，根据《专项意见书》测算，存续期内募投项目实现经营收入共计94861.93万元。其中：保障性住房销售收入55816.80万元，商业出租收入34233.73万元（短租收入9235.07万元、长租收入24998.66万元），停车位出租收入4320.00万元，非机动车收入491.40万元。考虑到项目测算数据中的销售单价和市场实际情况可能存在一定偏差，同时，项目未来经营收入易受保障性住房出售和商业租赁市场波动影响，项目未来收入存在一定不确定性。

除经营收入外，募投项目还有来自地方政府的项目财政补贴收入。根据绵阳市游仙区人大常委会出具的《绵阳市游仙区人大常委会关于批准将绵阳惠东投资控股有限责任公司东兴

路8号危旧棚户区改造项目财政补贴资金列入区级财政年度预算的决议》，绵阳惠东在募投项目建设期内（2017年12月至2019年11月）每年获得7000.00万元的利息财政补贴，在运营期内（2019年12月~2024年11月）分别获得11000.00~15000.00万元不等的财政补贴。

现金流预测

根据财税[2016]36号文及国家税务总局补充的2016年第18号公告的相关规定，募投项目不动产租赁增值税率按11%计算；城市维护建设税和教育费附加的计税以实际缴纳的增值税为计税依据，其中城市维护建设税的税率为7%，教育费附加的税率为3%，地方教育附加税率为2%；房产税按房屋的计税余值或租金收入为计税依据，计税依据为不含增值税收入，税率为租金的12%；所得税率为25%。

基于上述预测，本期债券存续期内现金流量预测如下，扣除项目运营成本、费用及各项税金后，剩余经营性现金流量净额为155146.12万元，项目回款足以覆盖项目建设总投资。

表6 本期债券募投项目经营现金流量预测表（单位：万元）

项目	合计	计算期（年）						
		1	2	3	4	5	6	7
一、营业收入	94861.93	--	--	21206.07	24027.71	18632.65	15488.14	15507.36
减：营业成本	1965.00	--	--	393.00	393.00	393.00	393.00	393.00
营业税金及附加	1047.64	--	--	236.09	269.65	205.49	168.09	168.32
房产税	1797.31	--	--	292.32	383.03	381.77	388.51	351.68
折旧及摊销	13240.55	--	--	2648.11	2648.11	2648.11	2648.11	2648.11
财务费用	35000.00	7000.00	7000.00	7000.00	5600.00	4200.00	2800.00	1400.00
二、营业利润	41811.43	-7000.00	-7000.00	10636.55	14733.92	10804.28	9090.43	10546.25
加：营业外收支净额	80000.00	7000.00	7000.00	15000.00	15000.00	13000.00	12000.00	11000.00
三、利润总额	121811.43	--	--	25636.55	29733.92	23804.28	21090.43	21546.25
减：所得税	6155.86	--	--	989.74	2714.08	1231.67	553.21	667.16
四、净利润	115655.57	--	--	24646.81	27019.84	22572.61	20537.22	20879.09
加：财务费用（税后）	26250.00	5250.00	5250.00	5250.00	4200.00	3150.00	2100.00	1050.00
加：折旧和摊销	13240.55	--	--	2648.11	2648.11	2648.11	2648.11	2648.11
五、经营性净现金流	155146.12	5250.00	5250.00	32544.92	33867.95	28370.72	25285.33	24577.20

注：根据《专项意见书》测算，表中营业成本包括管理费用和销售费用。

资料来源：依据《东兴路8号危旧房棚户区改造项目项目收益和现金流分析专项意见书》，联合资信整理

2. 项目收益对本期债券偿还能力分析

本期债券还本付息的资金来源主要是募投项目的相关收入，包括项目建成投入运营后的营业收入及本期债券存续期内政府给予的财政补贴。

本期债券发行规模为5.00亿元，发行期限7年，若于2018年发行，应于2019年开始偿还利息，2020~2024年分别偿还本金的20%，以票面利率7%来测算，本期债券需偿还的本息合计为67500.00万元。

（1）存续期内现金流总额保障分析

募投项目预计在2019年12月进入运营期，根据《专项意见书》，本期债券存续期内募投项目累计总收入（营业收入+财政补贴）和累计经营性现金流量净额分别为174861.93万元和155146.12万元，为本期债券本金总额的3.50倍和3.10倍，为本期债券全部本息的2.59倍和2.30倍，具备覆盖能力。

（2）存续期内现金流分期保障分析

存续期第1~2年（即建设期）募投项目无经

营性收入，建设期内项目每年获得财政补贴7000.00万元，项目总收入和经营性净现金流量能够完全覆盖当年应偿还利息，分别为当年应偿还利息的2.00倍和1.50倍；第3~7年，募投项目进入运营期，销售和租金收入为当期主要的经营性现金流入收入。募投项目总收入对本期债券单年待偿本息的覆盖倍数为2.41~3.05不等，经营性净现金流对本期债券单年待偿本息覆盖倍数为2.22~2.65倍不等，募投项目总收入及经营性净现金流对当年待偿本金及利息总额的覆盖能力较好，募投项目运营周期和本期债券投资计划存续期匹配程度良好。联合资信也关注到项目预期销售及出租进度、预期收益较为乐观，实际收益的实现在一定程度上将受当地经济发展水平、行业政策及消费能力的影响。当募投项目的实际收益未能达到预期水平时，本期债券的偿付需要绵阳惠东的日常经营性收入作为补充。

本期债券设置了加速清偿条款。特定情况下（具体情况见上文），经债券持有人会议合法

作出决议，本期债券项下所有未偿还债券的本金和相应利息视为立即到期，由绵阳惠东立即予以兑付。当加速条款生效时，绵阳惠东立即偿付剩余本息，当募投项目当年收益不足以偿付时，将使用公司自有资金或由差额补偿人补足。

根据《差额补偿协议》的约定，四川发展

担保为本期债券的差额补偿人，并对本期债券的差额补偿承担连带责任，有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

总体看，存续期内募投项目总收入和净现金流量对本期债券本金及利息偿还保障能力好。联合资信将对募投项目实际运营情况持续关注。

表7 本期债券还本付息情况（单位：万元、倍）

项目	合计	本期债券存续期						
		1	2	3	4	5	6	7
债券本金	50000.00	50000.00	50000.00	50000.00	40000.00	30000.00	20000.00	10000.00
还本金额	50000.00	--	--	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00
付息金额	17500.00	3500.00	3500.00	3500.00	2800.00	2100.00	1400.00	700.00
本息支付总额	67500.00	3500.00	3500.00	13500.00	12800.00	12100.00	11400.00	10700.00
项目总收入	174861.93	7000.00	7000.00	36206.07	39027.71	31632.65	27488.14	26507.36
对债券待还本金覆盖倍数	3.50	--	--	3.62	3.90	3.16	2.75	2.65
对债券待还本息覆盖倍数	2.59	2.00	2.00	2.68	3.05	2.61	2.41	2.48
经营性净现金流	155146.12	5250.00	5250.00	32544.92	33867.95	28370.72	25285.33	24577.20
对债券待还本金覆盖倍数	3.10	--	--	3.25	3.39	2.84	2.53	2.46
对债券待还本息覆盖倍数	2.30	1.50	1.50	2.41	2.65	2.34	2.22	2.30

资料来源：《东兴路8号危旧房棚户区改造项目项目收益和现金流分析专项意见书》，联合资信整理

注：假设本期债券于建设期第1年初发行，按年付息，债券利率按7%估算；现金流预测数据中未将资本金和本期债券募集资金的流入纳入计算，上述部分指标可能会较实际值有所偏差。

五、增信措施

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，四川发展担保同意作为本期债券的差额补偿人，同时为本期债券到期本金和利息的偿还提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 差额补偿

根据《中华人民共和国合同法》《国家发展和改革委员会关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》（发改办财金[2011]1765号）等法律、法规和规章制度的规定，绵阳惠东与差额补偿人（兼为担保方）四川发展担保以及监管银行绵阳市商业银行游仙支行签订了《2017年绵阳惠东投资控股有限公司东兴路8号危旧房棚户区改造

项目收益专项债券差额补偿协议》（以下简称“差额补偿协议”），约定了绵阳惠东的本息偿还责任、差额补偿人的补偿责任、差额补偿责任的履行、通知方式、各方陈述与保证、违约责任、不可抗力情况、适用法律与争议解决办法、协议的终止条件等相关事项。

差额补偿责任的履行方面，协议中明确约定：四川发展担保是本期债券的差额补偿人。如果在每期付息/兑付日前第20个工作日（T-20日），偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期本息时，绵阳市商业银行游仙支行应书面通知四川发展担保以及恒泰长财，四川发展担保应在付息/兑付日15个工作日（T-15日）前补足偿债账户余额与本期债券应付本息的差额部分。

对于违约责任方面，①绵阳惠东和四川发展担保对本期债券的偿还承担连带责任，即当

绵阳惠东和四川发展担保未按本协议约定的时间及方式完全履行本期债券的偿还责任及补偿责任时，恒泰长财可以要求绵阳惠东和四川发展担保中任一方或多方履行本期债券的偿还责任；②由于绵阳惠东、四川发展担保、绵阳市商业银行游仙支行的过错，造成差额补偿协议不能履行或不能完全履行，由有过错的一方承担违约责任；如因三方的共同过错，造成协议不能履行或者不能完成履行的，根据实际情况，由各方分别承担各自应负的违约责任；③绵阳惠东、四川发展担保、绵阳市商业银行游仙支行任何一方违反本协议，应向他方承担违约责任，并赔偿他方因此所遭受的损失。

2. 担保

根据相关法律和法规，四川发展担保为绵阳惠东出具了担保函，约定由四川发展担保对本期债券提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。在担保函项下债券存续期间和到期时，如绵阳惠东不能全部兑付债券本息，四川发展担保应主动承担担保责任，将兑付资金于付息日及兑付日前划入债券登记托管机构或主承销商指定的账户。债券持有人可分别或联合要求四川发展担保履行保证责任。恒泰长财有义务代理债券持有人要求担保方履行保证责任。保证的范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。四川发展担保承担保证责任的期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。

在担保函项下的债券到期之前，四川发展担保发生分立、合并、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，绵阳惠东应在一定期限内提供新的保证，绵阳惠东不提供新的额保证时，债券持有人有权要求绵阳惠东、四川发展担保提前兑付债券本息。

3. 差额补偿人及担保方

四川发展担保概况

四川发展担保前身为四川省发展融资担保有限责任公司，于2010年9月成立，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）全额出资组建，初始注册资本5.00亿元。2015年4月，四川发展担保新增注册资本3.82亿元，其中原股东四川发展出资3.74亿元，新股东四川发展投资有限公司出资0.08亿元，四川发展担保注册资本增至8.82亿元；四川发展投资有限公司为四川发展的控股子公司。2015年9月，四川发展担保完成股份制改造工作，正式更名为四川发展融资担保股份有限公司。2016年10月，四川发展及国开发展基金有限公司分别出资25亿元对四川发展担保进行增资。截至2016年末，四川发展担保注册资本58.82亿元，实际控制人为四川省国资委。

四川发展担保是在汶川大地震发生后配合灾后重建的大背景下成立的。在成立之初，四川发展担保业务主要集中于灾后重建领域，业务发展相对缓慢。2012年市场化运营以来，四川发展担保业务逐步向除灾后重建以外的其他领域发展，业务规模逐年上升。

2016年以来，四川发展担保围绕四川发展“转型发展、二次创业”的战略部署，不断探索转型发展、增强服务水平和担保能力，在保证原有担保业务稳步发展的同时，新增了债券担保业务，并且积极开展专项基金担保业务，制定了《专项建设基金项目担保工作手册》等规范性文件，且已为14个专项建设基金项目提供担保，担保金额共8.96亿元，涉及项目总投资124.38亿元。四川发展担保业务区域主要集中于四川省内，以成都地区为主。截至2016年末，四川发展担保担保责任余额796282.21万元，其中贷款（包括流动性贷款和中长期贷款）担保责任余额占比59.30%，债券担保责任余额占比36.17%，其余主要为承兑汇票和履约保函担保。

截至2016年末，四川发展担保资产总额

623493.69万元，其中货币资金510080.95万元；负债总额27549.42万元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计20947.85万元；股东权益595944.27万元；担保责任余额796282.21万元。2016年，四川发展担保实现营业收入9555.96万元，净利润1819.49万元。

总体来看，四川发展担保是经四川省人民政府金融办公室批准成立的省级国有融资担保公司，业务经营区域覆盖四川省内各市县，在四川省担保体系内具有较强的竞争力。2016年公司完成新一轮增资扩股，募集资金50亿元，资本实力和担保代偿能力大幅提升。预计未来几年内公司担保业务产品体系有望得到完善，业务规模有望较快增长。经联合资信评定，四川发展担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定（详见附件2）。

四川发展担保对本期债券的偿还能力

本期债券本金按5.00亿元测算，占2016年底四川发展担保资产总额的8.02%，所有者权益的8.39%。2014~2016年，四川发展担保现金及现金等价物净增加额分别为-0.38亿元、5.36亿元和51.01亿元，分别为本期债券本金的-0.08倍、1.07倍和10.20倍。2014~2016年，四川发展担保货币资金分别为6.09亿元、5.36亿元、51.01亿元，分别为本期债券本金的1.22倍、1.07倍和10.20倍。总体看，四川发展担保现金及现金等价物净增加额对本期债券的保障能力一般，货币资金对本期债券的保障能力尚可。

本期债券设立分期偿付条款，分别在第3~7年分别偿付本期债券本金的20%。2014~2016年，四川发展担保现金及现金等价物净增加额分别为本期债券分期最高偿付本金（1.00亿元）的-0.38倍、5.36倍和51.01倍；货币资金为本期债券分期最高偿付本金（1.00亿元）的覆盖倍数为6.09倍、5.36倍和51.01倍。总体看，四川发展担保现金及现金等价物净增加额和货币资金对本期债券分期偿付本金的保障能力较强。

综上，本期债券采取了差额补偿和担保保证的增信方式，差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任，担保方对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。增信措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

六、资金监管

1. 账户设置

为了保证募集资金使用合理以及按时偿还本期债券到期本金和利息，绵阳惠东聘请绵阳市商业银行游仙支行作为本期债券资金监管方，与绵阳市商业银行游仙支行签署了《2017年绵阳惠东投资控股有限责任公司东兴路8号危旧房棚户区改造项目收益债券账户及资金监管协议》。

募集资金使用专户：用于募集资金使用的专项账户，账户资金专项用于绵阳惠东东兴路8号危旧房棚户区改造项目建设。临时闲置的募集资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府支持债券等流动性较好、低风险保本投资，并按约定定期将投资情况告知恒泰长财。

项目收入归集专户：用于接收项目运营期间收入的专项账户，按照约定将项目收入归集账户收到的项目所产生的收入全部划转至偿债资金专户，作为偿债准备金。

偿债资金专户：用于偿还本期债券本息的专项账户。资金来源于项目收入归集专户划转资金、项目实施主体直接划转资金及差额补偿人补足资金，偿债资金专户中的资金只能用于偿债，不得用于其他用途。临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府支持债券等流动性较好、低风险保本投资，并在付息或兑付日前5个工作日全部转化为活期存款。投资情况应按约定定期告知恒泰长财。

2. 监管责任

绵阳市商业银行游仙支行依据《账户及资

金监管协议》的约定，监管募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户，对绵阳惠东按照《募集说明书》约定的用途使用募集资金进行审查，并按照协议规定对绵阳惠东划转、提取和使用项目收入资金和/或偿债资金进行监管。若绵阳惠东发出任何未按《账户及资金监管协议》规定使用募集资金或划转、提取和使用项目收入资金和/或偿债资金的指令时，监管银行应予以拒绝，并立即书面通知恒泰长财及相关监管部门。

募集资金的使用：绵阳惠东需要使用资金时，应提前至少3个工作日向监管银行发出书面划款、提取、使用的指令，并同时提交与该支付/使用有关的资料(包括交易文件或交易凭证等，如有)，监管银行对该募集资金支付/使用指令中指定的资金用途与《募集说明书》中约定的用途进行审核。经监管银行审核符合《募集说明书》要求的，方可准予使用。

项目收入归集账户监管：绵阳惠东在不晚于本期债券发行首日前5个工作日在监管银行开立唯一的项目收入归集专户，专门用于接收本期债券募投项目所产生的所有收入。绵阳惠东应将全部项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为偿债准备金。偿债准备金以待偿付的全部债券本息为限。该专户不得用作其他用途，绵阳惠东和监管银行不得在其上设定任何权利限制。

偿债专户的监管：在本期债券付息日或兑付日前第20个工作日(T-20日)，监管银行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知绵阳惠东和恒泰长财。当本期债券偿债资金专户中的余额不足以支付本期债券当年应付本金及利息，恒泰长财应通知差额补偿人和恒泰长财，差额补偿人应于当年付息日或兑付日15个工作日(T-15日)前补足本期债券当年应付本息与偿债资金专户余额的差额部分。当差额补偿人在T-15日并未补足本期债券当年应付本息与偿债资金专户余额的差额部分，监管银行应于T-15日通

知担保方在不晚于本期债券的付息日或兑付日前10个工作日(T-10日)将相应的差额划入偿债资金专户。绵阳惠东在本期债券付息日或兑付日前5个工作日(T-5日)向监管银行发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，监管银行应根据绵阳惠东的划款指令，在本期债券付息日或兑付日前3个工作日(T-3日)将当期应付的利息/本息划转至本期债券中央国债登记结算有限责任公司指定的账户。监管银行在完成划款工作后2个工作日内，应将有关结算凭证复印件分别传真给绵阳惠东及恒泰长财。

3. 资金监管人

绵阳市商业银行股份有限公司(以下简称“绵阳市商业银行”)成立于2000年9月，是中国(绵阳)科技城唯一一家国有控股法人金融机构。成立至今，绵阳市商业银行秉承“服务地方、服务中小”的企业宗旨，全力打造一流中小企业金融服务机构，不断开创科学发展新局面。

绵阳市商业银行现有72个营业网点，在岗员工1145人，覆盖绵阳市所有县(市)区及广元市部分县区，与国家开发银行等机构组建了绵阳市北川羌族自治县富民村镇银行，独资组建了绵阳市平武富民贷款公司，跨区域机构广元分行于2011年3月正式开业。

截至2016年底，资产总额648.01亿元，增长23%；各项存款余额377.89亿元，增长21%；贷款余额247.53亿元，增长11%；实现净利润5.41亿元，上交税金2.96亿元。

总体上，绵阳市商业银行发展较快，在绵阳地区具有一定业务优势，作为资金监管人，本期债券的资金流转能得到有效的监管。

4. 信息披露机制

本期债券存续期间，绵阳惠东及其他信息披露义务人将按照国家有关规定履行信息披露义务。信息披露的方式将依照国家有关规定，通过相关媒体进行发布。

(1) 绵阳惠东在本期债券存续期内，每年4月30日以前在相关媒体上发布上一年度审计报告。每年8月31日以前在相关媒体上发布当年未经审计的半年财务报表。

(2) 绵阳惠东需在本期债券发行首日起每半年在相关媒体上发布《募投项目建设及运营情况报告》，该报告需披露项目已完成投资额、进展情况、完工进度、运营情况等事项。

(3) 绵阳惠东和承销机构应在发行后三个月在中国债券信息网等相关媒体上公告或向机构投资者通报项目实施进展情况及募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户收支情况，此后每半年公告或通报上述情况。

(4) 在债券存续期内，项目建设、运营情况发生重大变化或绵阳惠东发生对债券持有人有重大影响的事项，应按照规定或约定履行程序，并及时公告或通报。

(5) 绵阳惠东及承销机构承诺保证相关披露信息的及时性、完备性、一致性和可理解性。

总体看，本期债券募投项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。

七、结论

本期债券募投项目符合国家政策导向，财政补贴已纳入游仙区区级财政年度预算，在一定程度上对项目未来收益形成支撑。同时本期债券募投项目对资金的流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。但联合资信也关注到，本期债券募投项目目前仍处于建设前期，建设过程中的施工进度、建设资金的筹措和施工安全等因素对项目如期完工影响较大，同时预期收益可能会受到外部环境因素影响，具有一定不确定性。

本期债券偿债资金来源主要为募投项目

自身收益，存续期内的项目募投项目总收入及经营性净现金流对本期债券本息合计和分期偿还本息覆盖程度较好。同时，本期债券设置了差额补偿和担保机制，项目实施主体及差额补偿人（兼担保方）承担连带责任。以上措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿还风险极低。

附件 1 项目实施主体股权结构图



附件 2 差额补偿人/担保方信用评级报告

附件 3-1 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 3-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 3-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 2018 年第一期绵阳惠东投资控股有限责任公司东兴路 8 号危旧房棚户区改造项目收益债券 的跟踪评级安排

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

绵阳惠东投资控股有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

绵阳惠东投资控股有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对绵阳惠东投资控股有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，绵阳惠东投资控股有限责任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绵阳惠东投资控股有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现绵阳惠东投资控股有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对绵阳惠东投资控股有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如绵阳惠东投资控股有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对绵阳惠东投资控股有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与绵阳惠东投资控股有限责任公司联系，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。

四川发展融资担保股份有限公司

2017 年主体跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2017 年 7 月 27 日

上次评级结果

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2016 年 12 月 12 日

主要数据

单位：万元/倍/%

项目	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产总额	623493.69	120661.62	73161.93
所有者权益	595944.27	100646.58	53472.30
担保责任余额	796282.21	434812.41	360317.04
净资产担保责任余额倍数	1.34	4.32	6.74
净资本担保责任余额倍数	1.47	5.15	6.35
累计担保代偿率	4.51	2.87	2.64

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业总收入	9555.96	12049.77	11184.31
净利润	1819.49	1192.70	1522.34
费用收入比	38.28	22.58	19.97
平均资产收益率	0.49	1.23	2.27
平均净资产收益率	0.52	1.55	2.88

数据来源：公司审计报告及提供的其他资料，联合资信整理。

分析师

郎朗 马鸣娇 张博

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）是经四川省人民政府金融办公室批准成立的省级国有融资担保公司。公司成立以来，逐步形成了适应自身发展阶段的内控与风险管理体系。目前公司担保业务产品体系有待完善，业务经营区域以成都市为中心，并覆盖四川省内各市县，在四川省担保体系内具有较强的竞争力。2016 年公司完成增资扩股，募集资金 50 亿元，资本实力和担保代偿能力大幅提升。预计未来几年内公司担保业务产品体系有望得到完善，业务规模有望较快增长。联合资信评估有限公司确定上调四川发展融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。以上评级结论反映了四川发展融资担保股份有限公司代偿能力极强，风险极小。

优势

- 作为四川省级担保机构，公司业务发展过程中承担了部分政策性职能，也得到当地政府部门的支持。公司控股股东综合财务实力强，在经营管理、资金等方面对公司提供了较大力度的支持；
- 公司担保业务平稳增长，客户基础逐步增强，在四川省内担保体系中具有较强的竞争力；
- 公司资产质量保持较好水平，流动性充足，实际债务负担较轻；
- 公司 2016 年完成增资，引入新股东国开发展基金有限公司，使公司资本实力和担保代偿能力得到显著增强，未来几年内公司担保业务产品体系有望得以完善，担保业务规模有望较快增长，综合实力将得到提升。

关注

- 随着国内宏观经济增速放缓，中小企业经营压力上升，公司担保业务面临的信用风险有

所上升，担保代偿金额明显增加；

- 随着公司担保业务的快速增长，公司经营决策与风险管理水平能否与业务增长相匹配仍有待观察；
- 我国有关金融担保机构设立和监管的法律法规体系尚不完善，金融担保业务潜在风险的控制值得关注。

声 明

一、本报告引用的资料主要由四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本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、该公司信用等级自本评级报告出具日至2017年12月11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。

四川发展融资担保股份有限公司

2017 年主体跟踪信用评级报告

一、公司概况

四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）前身为四川省发展融资担保有限责任公司，于 2010 年 9 月成立，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）全额出资组建，初始注册资本 5.00 亿元。2015 年 4 月，公司新增注册资本 3.82 亿元，其中原股东四川发展出资 3.74 亿元，新股东四川发展投资有限公司出资 0.08 亿元，公司注册资本增至 8.82 亿元；四川发展投资有限公司为四川发展的控股子公司。2015 年 9 月，公司完成股份制改造工作，正式更名为四川发展融资担保股份有限公司。2016 年 10 月，四川发展及国开发展基金有限公司分别出资 25 亿元对公司进行增资。截至 2016 年末，公司注册资本 58.82 亿元，股东持股比例见表 1，公司实际控制人为四川省国资委。

表 1 公司股东及持股情况 单位：%

股东	持股比例
四川发展（控股）有限责任公司	57.37
国开发展基金有限公司	42.50
四川发展投资有限公司	0.13
合计	100.00

数据来源：公司章程，联合资信整理。

公司设有业务一部至六部、风控部、评审部、稽核审计部等 15 个职能部门。截至 2016 年末，公司共有员工 91 人。

截至 2016 年末，公司资产总额 623493.69 万元，其中货币资金 510080.95 万元；负债总额 27549.42 万元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 20947.85 万元；股东权益 595944.27 万元；担保责任余额 796282.21 万元。2016 年，公司实现营业总收入 9555.96 万元，净利润 1819.49 万元。

公司注册地址：成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 1 栋 16 楼

法定代表人：鄢国松

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消（见表 2）。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受

益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；

出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

表 2 宏观经济主要指标

单位：%/亿美元

项目	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
GDP 增长率	6.7	6.9	7.4	7.7	7.8
CPI 增长率	2.0	1.4	2.0	2.6	2.6
PPI 增长率	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9	-1.7

M2 增长率	11.3	13.3	12.2	13.6	13.8
固定资产投资增长率	8.1	10.0	15.7	19.3	20.6
社会消费品零售总额增长率	10.4	10.7	10.9	13.1	14.3
进出口总额增长率	-0.9	-7.0	2.3	7.6	6.2
进出口贸易差额	33523	36865	23489	2592	2311

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。
 注：2014 年、2015 年和 2016 年进出口贸易差额的单位为亿元。

2. 担保行业发展

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。

从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系迅速发展。根据融资性担保业务监管部际联席会议办公室对融资性担保机构的统计数据显示，目前，全国融资性担保行业法人机构合计超过 8000 家，核心资本金合计 9000 亿元左右，在保余额超过 2 万亿元。

但另一方面，由于我国宏观经济低迷，传统企业经营困难，以融资性担保业务为主的担保行业整体风险水平上升，导致担保机构代偿规模持续增加。根据中国银监会数据统计，2015 年，我国担保行业新增代偿 415 亿元，年末代偿余额 661 亿元，担保代偿率 2.17%，为统计以来最高水平。

为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失(主要针对的是政策性担保机构)，并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的担保能力。近年来，东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。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中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约

保证、财产保全担保、工程建设保证等。但随着国内资本市场的发展，担保机构业务已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保机构。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。国内现有的担保机构大都是为中小企业提供融资担保服务，因规模小、资本实力弱等原因，担保机构为企业债券(证券)等金融产品提供信用增级服务的实力偏弱。为促进债券市场增信体系的发展，2009 年 9 月，中国银行间市场交易商协会联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立中债信用增进投资股份有限公司。这标志着我国首家专门债券信用增进机构的诞生，对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。截至目前，开展金融担保业务的担保公司有十余家，多为资本规模在 20 亿元以上、具有政府背景且专业化水平较高的担保公司。

3. 政策与监管

在担保行业发展过程中，为引导、扶持和规范担保机构的发展，相关政府管理部门出台了多项管理规定。2009 年 2 月 9 日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》(下称《通知》)，《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议(以下简称“联

席会议”)，加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相关职能部门相应的监管职责。2010年3月8日，银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行办法》(以下简称《办法》)。《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定，形成了相对统一的担保行业监管法规。

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

2010年3月24日，财政部发布了《关于地方财政部门积极做好融资性担保业务相关管理工作的意见》，该意见明确了地方财政部门对融资性担保机构的管理与财务监督职能。2010年4月30日，财政部、工业和信息化部联合发布了《中小企业信用担保资金管理暂行办法》。担保资金采取业务补助、担保费补助、资本金投入等方式支付给担保机构和再担保机构。这体现了政府对担保行业发展的支持。2013年国务院办公厅下发《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》(国办发〔2013〕67号)文件，明确规定：“鼓励地方人民政府出资设立或参股融资性担保公司，以

及通过奖励、风险补偿等多种方式引导融资性担保公司健康发展，帮助小微企业增信融资，降低小微企业融资成本，提高小微企业贷款覆盖面”、“建立健全主要为小微企业服务的融资担保体系，由地方政府参股和控股部分担保公司，以省(区、市)为单位建立政府主导的再担保公司，创设小微企业信贷风险补偿基金”。国家对小微企业的扶持和鼓励为担保行业带来新的机遇。

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

2015年，国务院下发《关于促进融资担保行业加快发展的意见》(国发〔2015〕43号)，按照政策扶持与市场主导相结合的原则，大力发展政府支持的融资担保机构，推进融资担保机构“减量增质”；发挥政府主导作用，推进再担保体系建设，实现省级再担保机构三年内基本全覆盖；构建政银担三方共同参与的合作模式，加快发展小微企业和“三农”服务的新型融资担保企业；出台《融资担保公司管理条例》及配套细则，加强监管法治建设；落实财税支持政策，持续加大政策扶持力度。43号文的出台，将有助于突破制约担保行业发展的瓶颈，缓解当前经济形势下的代偿压力。

2016年1月，银监会等六部委联合印发《关于融资担保机构支持重大工程建设的指导意见》(银监发〔2016〕1号)，明确提出要加快建立统一规范的政府性融资担保体系，发挥融资担保机构作用，政银担三方共同参与，加大对小微企业参与重大工程建设的支持力度。上述政策的出台将进一步促进中小企业融资担保行业的发展，未来政银担三方风险分担机制的建立将有助于缓解担保行业的代偿压力，防控担保机构信用风险。

2016年1月,中国证券业协会印发《融资担保公司证券市场担保业务规范》(中证协发【2016】11号),明确了融资担保公司开展公司债券、资产证券化产品等证券市场担保业务的必备条件及信息披露义务。上述政策的出台有利于规范融资担保公司证券市场担保业务行为,塑造良性竞争环境,促进证券市场担保业务持续、健康发展。

2016年,监管部门重视《国务院关于促进融资担保行业加快发展的意见》(国发【2015】43号)的落实工作,中央及各级政府加大对融资担保机构的政策扶持,以破解小微企业和三农融资难融资贵问题。2016年4月,由财政部、农业部、银监会共同组建的国家农业信贷担保联盟有限责任公司成立,这将有助于统一担保业务标准、强化系统风险控制、规范农业信贷担保体系建设,标志着我国在建立健全全国性农业信贷担保体系方面迈出重要一步。

总体看,随着担保行业的发展,政府有关部门日益重视担保行业规范、健康、持续发展,政府出台的相关政策有利于扶植中小企业融资担保机构发展,同时规范融资担保机构运营环境,有助于防控担保公司风险。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司是经四川省人民政府金融办公室批准成立的省级国有融资担保公司,截至2016年末,公司注册资本为58.82亿元,控股股东为四川发展(控股)有限责任公司(以下简称“四川发展”),实际控制人为四川省国资委,公司股权结构图见附录1。

公司控股股东四川发展成立于2009年1月,注册资本为人民币800亿元,出资人为四川省人民政府,由四川省国资委代行出资人职责。四川发展的经营范围主要包括投融资及资产经营管理,投资重点是交通、能源、水务、旅游、农业、优势资源开发、节能环保及省政府授权的其他领域;基本职能是以参股、控股、

债权等不同方式对专业投资公司进行投资,以出资人身份对划入的国有资产进行经营管理,以企业法人身份筹集建设资金。截至2016年末,四川发展资产总额7558亿元,所有者权益2035亿元。公司在运营中得到控股股东四川发展的支持,同时公司日常经营决策受控股股东的影响较大。

2016年10月,公司引入新股东国开发展基金有限公司(以下简称“国开基金”)。国开基金投资25亿元作为公司注册资本金,用于支持民营企业投资的专项建设基金项目,在满足资金需求的前提下可支持民营企业其他投资项目,以及根据四川省发改委的要求,进一步探索为更多专项建设基金项目、符合国家产业政策的中小微企业项目等提供担保服务的方式。国开基金有权选择以股东回购、减资、市场化方式(并有权优先选择股东回购方式)实现投资回收。股东回购条款约定,由公司控股股东四川发展自2021年起按照合同约定的时间表开始回购,至2036年完成全部回购;上述回购条款不会对公司注册资本金额产生影响。国开基金不参与公司的日常经营决策,不向公司委派董事、监事和高级管理人员。

公司依据《公司法》及有关法律法规,建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构。股东大会为公司最高权力机构;董事会为决策机构,对股东大会负责;监事会负责进行监督管理;经营管理层负责公司的日常经营工作。

公司董事会由5人组成,其中董事长1人,由控股股东四川发展委派董事1人,职工董事1人。董事会下设审保及风险控制委员会。公司监事会由2人组成,分别为控股股东四川发展委派监事1人以及职工监事1人。公司经营管理层由1名总经理、3名副总经理、1名财务总监和1名总经理助理组成。

总体看,公司建立了较为规范的法人治理架构,业务发展过程中得到控股股东的支持,但日常经营决策受控股股东的影响较大,公司治理体系有待逐步完善。

2. 内部控制

公司实行前、中、后台分离的内控管理体系，并根据担保业务种类和风险属性对相关职能进行了细化。公司前台部门包括六个业务部门及业务发展部；中台部门包括风控部、运营部、审批部以及资产保全部，负责公司担保业务的审查、法律事务、风险管理等工作；后台部门包括人力资源部、财务部、稽核审计部、办公室等，主要负责公司人力资源管理、行政管理、内部审计、发展战略研究、年度经营计划及会计核算等工作。公司组织结构图见附录 2。

公司明确了担保业务受理、项目评审、保后管理、项目追偿等操作流程并设立独立的审保与风险控制委员会作为公司担保项目的决策机构，制定了《担保业务管理试行办法》、《业务风险管理暂行办法》、《审保与风险控制管理委员会工作规则》等一系列管理制度，建立了业务及风险管理制度体系以及会计核算、财务管理、人力资源、行政管理等制度体系。同时，公司根据业务经营环境及自身实际情况定期开展制度梳理工作，不断调整、完善内部控制体系。

总体看，公司不断完善组织架构设置，内控管理体系逐步健全。

3. 发展战略

公司制定了 2016~2020 年发展战略与规划，总体发展目标为：围绕小微金融综合业务进行多元化发展，建立包括担保、小贷、保理、租赁、再担保、互联网金融等小微金融综合服务体系，将公司打造成四川省最具影响力、全国一流的综合性中小微企业金融服务提供商。预计到 2020 年，公司将实现营业总收入 10.91 亿元，净利润 5.41 亿元，净资产收益率 10.82%。

为实现上述发展目标，公司确定了以下战略措施。首先，利用增资扩股筹集的资金搭建省市联动的担保体系以及全省的小微金融综合服务体系。第二，通过吸收合并建立新的省级担保平台，通过股权合作的方式将市级担保

公司改组为分公司，并适时设立全资子公司及省外分支机构。第三，在继续深耕银行渠道的基础上，大力拓展其他金融机构及地州市担保公司等业务渠道。第四，在大力发展担保业务的同时，加强与其他相关业务的协同发展，形成联动机制，逐步建立覆盖四川省、辐射西部地区的全国性中小微企业服务平台。第五，提高优质客户比例，建立小额贷款公司基本客户群体，并且充分利用股东优势，完善对地方经济的服务手段。第六，利用公司的资源优势和股东背景优势，发起设立 P2P 平台公司，实现担保平台、客户平台、P2P 平台的有机结合，同时计划参股四川发展小贷公司。第七，全面梳理各项规章制度，制定全面的风险管理工作实施细则和流程，建立风险预警机制，并完善保后监管制度，以提升公司管控水平。第八，完善组织机构的设置，进一步引进人才，并做好员工培训，提升员工整体素质。

总体看，公司战略规划清晰，明确了未来发展目标和战略定位；经过之前的发展，公司已步入成长期阶段，具有一定的市场竞争力和行业影响力；2016 年增资扩股的完成，使公司资本实力得到较大提升，担保代偿能力显著增强，有利于未来主营业务的较快发展。

四、业务经营分析

公司成立于 2010 年 9 月，是在汶川大地震发生后配合灾后重建的大背景下成立的。在成立之初，公司业务主要集中于灾后重建领域，业务发展相对缓慢。2012 年市场化运营以来，公司业务逐步向除灾后重建以外的其他领域发展，业务规模逐年上升。

2016 年以来，公司围绕四川发展“转型发展、二次创业”的战略部署，不断探索转型发展、增强服务水平和担保能力，在保证原有担保业务稳步发展的同时，新增了债券担保业务，并且积极开展专项基金担保业务，制定了《专项建设基金项目担保工作手册》等规范性文件，且已为 14 个专项建设基金项目提供担保，担保金额共 8.96 亿元，涉及项目总投资 124.38 亿元。公司

业务区域主要集中于四川省内，以成都地区为主。公司主要采取和银行直接合作的业务模式，同时不断扩大合作银行的范围，目前已与国家开发银行、农业发展银行、中国银行等 30 家银行建立战略合作关系，总授信额度约为 200 亿元。自成立以来，公司服务的主要客户群体为当地中小企业及民营企业。面对全省经济增速放缓，中小企业经营压力上升的环境，公司加强风险防控，客户群体逐步延伸至政府平台类企业及国有企业；同时公司逐步推行“四五一”责任分担模式，即公司、地州市地方担保公司以及银行分别承担 40%、50% 和 10% 的责任。截至 2016 年末，公司担保责任余额 796282.21 万元，其中贷款（包括流动性贷款和中长期贷款）担保责任余额占比 59.30%，债券担保责任余额占比 36.17%，其余主要为承兑汇票和履约保函担保（附录 3：表 2）。

公司在大力拓展传统融资担保业务的同时，积极探索业务的创新发展。公司于 2015 年实现了与鹏金所、民生电商的 P2P 融资担保业务合作；在探索政府类项目的融资模式时，经过与阿里金融和京东非标金融业务部的接触，已初步达成共识，将政府融资的债券打造成为私募债券产品，通过公司的担保增信，在金融交易所发行；积极拓展地方平台业务，配合地方政府基础设施建设以及民生工程项目融资，发挥自身在四川省金融市场上的优势及影响力，通过提供金融增信和杠杆作用，拓宽地方平台公司的融资渠道和融资方式，提高融资额度，为地方经济稳步增长提供保障。

总体看，公司担保业务定位明确，拥有良好的发展基础。目前公司担保业务以融资性贷款担保为主，产品体系逐渐丰富。2016 年增资扩股后，公司担保代偿能力显著增强。

五、风险管理分析

公司重视风险管理流程和制度建设，近年

来不断梳理、修订、完善各项担保业务风险管理制度，出台了担保业务风险管理暂行办法、项目风险评审指引和担保业务授信风险指引，坚持严格的项目评审流程。同时，公司完善审保与风险控制委员会工作细则，优化审批流程和制度。

1. 担保业务风险管理

● 项目受理及项目调查

公司每发起一笔项目时，首先由公司客户经理提出融资申请，业务部门人员进行前期调查和项目初审。客户经理决定受理项目后，通知客户准备开展项目调查。公司的项目调查实行 A、B 角调查制度，A 角在调查过程中负责全面收集客户资料，注重对业务进行全面调查，B 角的调查重点为揭示业务风险。根据授信额度的不同，部门负责人或分管领导至少到现场调查一次。公司层面的尽职调查形式包括实地查看、面谈、第三方询证等，同时结合客户所处行业、地位、上下游及竞争对手评价、反担保措施等方面进行调查。项目调查后，项目经理根据实际情况出具《项目调查报告》，并由部门负责人复核及分管领导出具意见，连同项目资料一起转交给评审部进行审查。

● 项目评审及审批

公司的授信项目审批按照金额由评审会或审保与风险控制委员会（以下简称“审保会”）进行审批；续保项目金额不超过 800 万，新增项目金额不超过 500 万的由评审会负责审批，超过上述金额的由审保会负责审批。公司项目审批由业务部门提交尽职调查报告和风险项目报告，并经评审部反担保物价值评估复核后，经项目评审人员进行评审并反馈，出具评审意见；然后由评审部出具合规审核意见，资产评估和风险定价；最后将全部项目资料递交到评审会或审保会做最终决议。公司评审会由高级管理层人员任委员，需出席会议的委员全数同意方视为项目通过；审保会由公司董事长任主任委员，公司其他高级管理层人员任内部委员，同时聘请了金融、法律、财务等方面行业内资深专家任外部委员，

审保会由得到通知的 2/3（含）以上的委员出席且至少有 1 名外部委员方为有效，2/3（含）以上的同意票数视为项目通过。项目通过公司评审会或审保会审批之后需上报集团总经理办公会，其中金额超过 1 亿元的项目还需上报集团董事会。

项目通过评审后，公司风控部法务工作小组完成合同的草拟、准备、报批等工作。只有落实了反担保条件，风控部审核放款要素，分管财务等领导及有权审批人审批后，合同才能盖章发出。

● 项目保后、代偿及追偿处置管理

根据有关保后管理的规定，公司定期对在保项目进行调查和监测，并按时填报《报后监管调查表》对于异常项目及时采取相应措施。公司根据调查数据及实际情况对在保企业按正常、关注、风险进行风险分类；对评估为“风险”类企业按“风险预警”机制进行管理，即该项目经办人员对企业风险进行初步评估、预测，并制定风险预案，包括如何代偿、追偿、反担保措施处理方案等。

公司对发生担保代偿的企业即时开展债权追偿工作，债权追偿工作一般分为协议还款和依法追偿两种方式。

● 反担保管理

公司采取的反担保措施主要包括土地、房地产、三权资产抵押，股权、知识产权质押和第三方担保等。较为有力的反担保措施对缓释担保风险起到了积极作用。

总体看，公司构建了较为清晰的业务操作流程，业务管理制度逐步健全，担保业务风险管理体系逐步完善。随着未来担保产品体系的丰富和担保业务规模的扩大，公司风险管理的精细化程度有待提高，风险管理的信息化水平有待加强。

2. 担保业务组合风险分析

2016 年以来，公司担保业务较快增长。截至 2016 年末，公司担保责任余额 796282.21

万元，主要为融资性贷款担保和债券担保。

公司立足四川省区域内，服务客户主要面向四川省内中小微企业和民营企业，业务经营区域集中于成都市，并向省内各区县延伸。从担保行业分布来看，2016 年，公司担保业务主要集中在租赁和商务服务业、制造业、批发和零售业、建筑业等行业。截至 2016 年末，公司第一大行业租赁和商务服务业担保业务余额占比 49.79%，前五大行业担保业务余额占比 85.64%，担保业务行业集中度较之前年度有所下降，但仍较高，且第一大贷款行业租赁和商务服务业在保余额上升较快（见附录 3：表 3）。

近年来，公司担保业务客户集中度保持较高水平。截至 2016 年末，公司单一最大客户担保责任余额为 160000 万元，单一最大客户集中度为 26.85%；前十大客户担保责任余额为 391181.5 万元，前十大客户集中度为 65.64%（见附录 3：表 4）。

从担保项目期限分布情况看，公司担保项目期限主要集中在 1 年以内和 5 年以上期限。2016 年末，担保期限在 1 年以内的担保项目责任余额占比为 44.97%，并主要集中于 6 个月至 1 年以内；担保期限在 5 年以上的担保项目责任余额占比为 48.65%（见附录 3：表 5），公司担保业务期限集中度有所改善。

2016 年，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，公司担保代偿规模呈现上升趋势，主要集中在批发和零售业、小型制造业等行业。截至 2016 年末，公司累计担保代偿金额为 83573.85 万元，其中 2016 年代偿金额 25956.79 万元；2016 年末公司累计担保代偿率为 4.51%。目前，公司对代偿的担保项目采取执行债权转让、诉讼等措施进行追偿，由于抵质押物为设备、土地等固定资产且担保抵质押物充足，未来代偿款收回的可能性较大；公司开展“代偿项目清收”专项活动，对代偿项目实施精细化管理，加强与法院对接，并按类别予以快速处理，截至 2016 年末，公司累计代偿回收金额为 1961.58 万元。公司应收代偿款坏账账龄主要在

2 年以内，另有少数账款账龄在 2-3 年，坏账账龄较短。整体看，公司代偿风险可控。

总体看，目前公司担保业务以融资性贷款担保和债券担保为主，存在一定的行业集中风险。2016 年以来，公司担保代偿规模明显上升，相关信用风险管理能力有待加强。

六、财务分析

公司提供了 2016 年财务报表，上述财务报表由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）成都分所审计，审计意见为标准无保留意见。

1. 资本结构

目前公司的担保资金来源以股东投入的资本金为主。公司初始注册资本为 50000 万元；2015 年，公司实施增资，注册资本增至 88198.85 万元；2016 年 10 月，公司完成新一轮增资扩股，四川发展及国开发展基金有限公司分别出资 25 亿元对公司进行增资，使公司注册资本增至 58.82 亿元，资本实力得到显著增强。截至 2016 年末，公司所有者权益合计 59.59 亿元，其中股本 58.82 亿元，未分配利润 -0.10 亿元。

2016 年，公司负债总额持续增长，主要是由于保险合同准备金增长所致。截至 2016 年末，公司负债总额 27549.42 万元。其中，保险合同准备金余额 20947.85 万元，包括未到期责任准备金及担保赔偿准备金，占负债总额的 76.04%；其他应付款余额 3347.02 万元，占负债总额的 12.15%，其中购买债权款余额 1900.00 万元，为公司拟与遂宁广利工业发展有限公司开展债权转让等业务合作而收到的购买债权转让款，但该项业务未合作成功，该款项于期后已全额归还。截至 2016 年末，公司资产负债率为 4.42%，实际的债务负担较轻。

总体看，公司资本实力强，资产负债率低，财务杠杆水平不高。

2. 资产质量

公司以资金的安全性为首要原则，并考虑宏观经济环境和货币政策变化等外部因素，制定资金运用计划。2016 年，公司资产规模呈现较快上升趋势，年末公司资产总额增至 623493.69 万元。公司资产主要由货币资金和其他类资产构成，公司账面留存的货币资金规模较大，其他类资产规模呈快速增长趋势，资产结构有所调整（见附录 3：表 1）。

2016 年，公司货币资金规模比较充足，这主要是基于支付日常所需资金及担保代偿款等因素的考虑。截至 2016 年末，公司货币资金余额 510080.95 万元，较上年末大幅增长，占资产总额的 81.81%，主要原因为收到股东货币出资 50 亿元。公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其中其他货币资金为由四川发展集中管理的资金。

公司投资资产规模总体不大。截至 2016 年末，公司投资资产余额 11470.00 万元，占资产总额的 1.84%，均为银行短期理财产品。

2016 年，公司其他类资产规模快速增长，主要是由于公司应收账款和其他非流动资产规模增长所致。截至 2016 年末，公司其他类资产余额 101942.74 万元，占资产总额的 16.35%。其中，应收账款 68566.36 万元，主要为计提坏账准备之后的应收代偿款净额；其他非流动资产 28568.67 万元，主要为存出担保保证金。

总体看，2016 年公司货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；公司资金主要配置于银行理财计划，投资风险较小；应收代位追偿款规模增长较快，相关风险需关注。

3. 盈利能力

2016 年，公司营业收入有所下降，主要是由于担保费收入下降所致。2016 年，公司实现营业收入 9555.96 万元，主要来自担保费收入、咨询顾问费和服务性代偿资金占用费（见附录 3：表 6），同比有所下降，主要原因：一是 2016 年营改增以后，公司在报表内确认的担保费收入

为不含税收入，而 2015 年收入为含税收入，二是公司 2016 年新增 30 亿元债券担保业务，此部分债券未发行成功，故收入未计入 2016 年度利润表中。2016 年，公司实现担保费收入 9285.02 万元。公司担保费率水平近年来基本保持稳定，目前针对中小企业客户的平均担保费率约为 2.50%-3.00%，针对政府平台类企业客户的平均担保费率约为 2.00%-2.20%。公司整体投资收益呈下降态势，主要是由于公司投资规模的减少所致；2016 年，公司实现投资收益 307.92 万元，均为处置银行理财产品取得的投资收益。

公司的营业总成本主要由提取保险合同准备金、管理费用、财务费用、营业税费及附加和资产减值损失构成。2016 年，公司营业总成本为 6601.39 万元，同比下降明显，主要是由于提取保险合同准备金净额下降所致。2016 年，公司提取保险合同准备金净额为 2923.44 万元，包括未到期责任准备金-1099.16 万元和担保赔偿准备金 4022.60 万元；其中公司担保赔偿准备按当年年末担保责任余额的 1% 计提，且由于公司债券担保业务由于发行未成功，故不计提准备金；未到期担保责任准备金按差额计提法，根据 2015 年计提余额，2016 年回冲 1099.16 万元，故利润表中反映当年计提未到期责任准备金为-1099.16 万元。2016 年以来，随着业务规模的扩大，公司管理费用逐年增加；公司财务费用呈负增长趋势，均为利息净支出。2016 年，公司管理费支出 4034.09 万元；费用收入比为 38.28%。公司资产减值损失主要为计提的应收代偿款坏账准备。

2016 年，公司净利润整体呈增长趋势。2016 年，公司实现净利润 1819.49 万元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 0.49% 和 0.52%，由于股东的大幅增资，故盈利指标有所下降。

整体看，2016 年以来，公司营业总收入和总成本均同比有所下降，但净利润同比增幅明显；由于增资扩股，盈利指标较之前年度有所

下降。

4. 资本充足率及代偿能力

公司面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，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。

2016 年，公司经营活动产生的现金流呈净流出状态，主要是支付代偿款项和存出保证金规模较大所致；公司投资活动产生的现金流呈净流入状态，主要是收回投资及取得投资收益收到的现金规模较大所致；筹资活动产生的现金流呈净流入状态，主要为增资扩股收到的募集资金（见附录 3：表 7）。总体看，近年来公司现金流较宽松。公司在资产结构中配置了一定比例的高流动性资产；此外，公司 2016 年的增资扩股对补充流动性亦形成帮助。

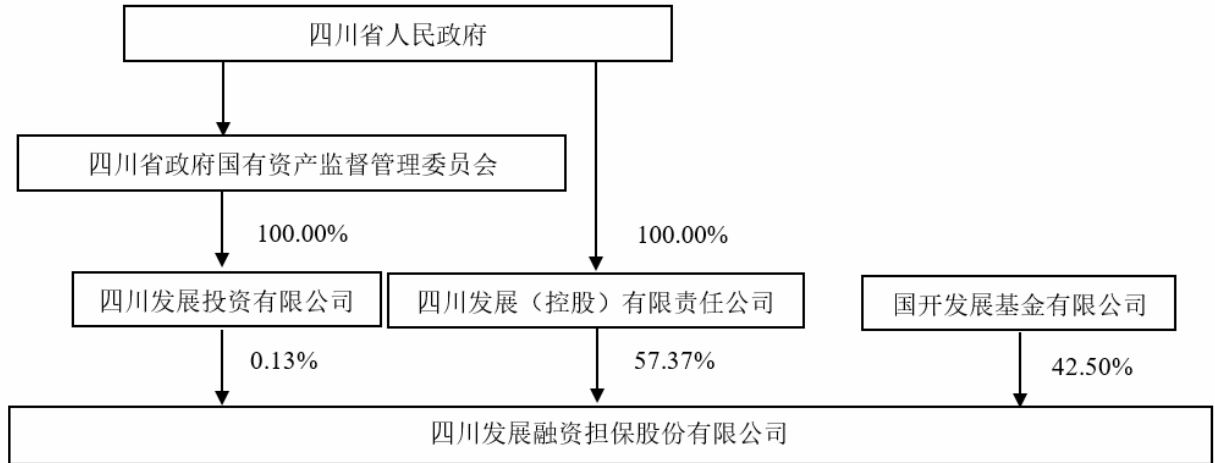
根据公司财务报表估算，2016 年末公司净资本为 543202.15 万元，较之前年度上升明显；净资本比率为 91.15%（见附录 3：表 8）。2016 年，公司担保业务规模平稳增长，受增资扩股后净资产上升影响，净资产担保责任余额倍数和净资本担保责任余额倍数不高，年末以上两项指标分别为 1.34 倍和 1.47 倍。

联合资信根据公司的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。截至 2016 年末，公司净资本覆盖率为 660.83%，公司净资本对担保业务组合风险的覆盖程度高。

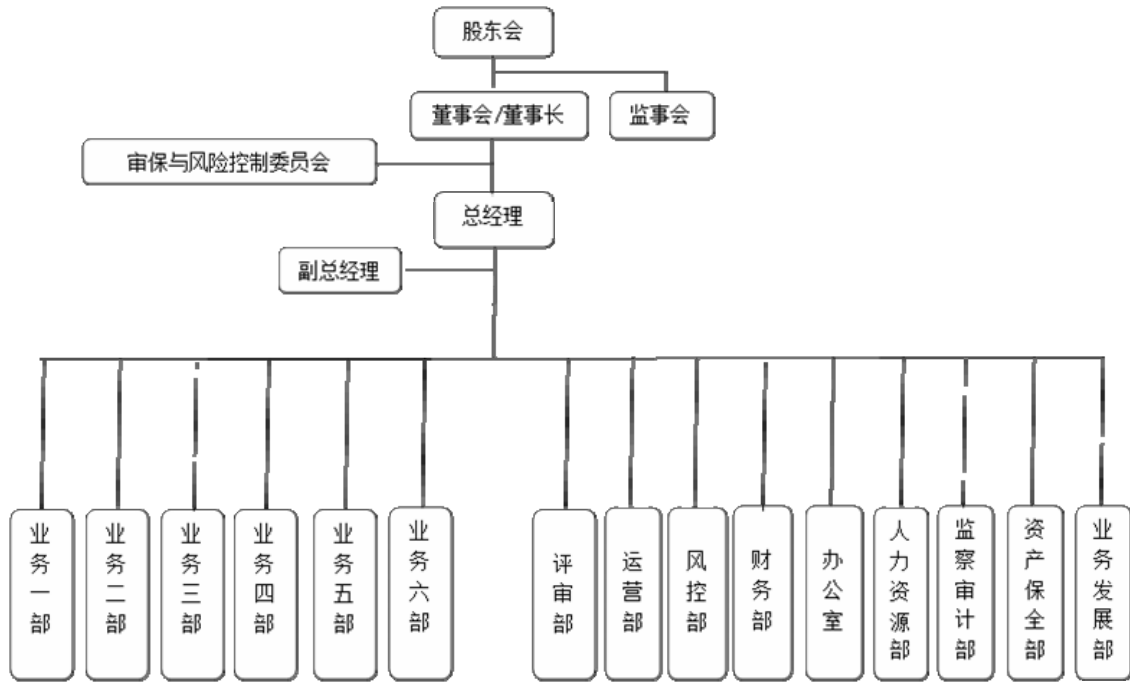
七、评级展望

四川发展融资担保股份有限公司是经四川省人民政府金融办公室批准成立的省级国有融资担保公司。公司成立以来，逐步形成了适应自身发展阶段的内控与风险管理体系。目前公司担保业务产品体系有待完善，业务经营区域以成都市为中心，并覆盖四川省内各市县，在四川省担保体系内具有较强的竞争力。2016 年公司完成新一轮增资扩股，募集资金 50 亿元，资本实力和担保代偿能力大幅提升。预计未来几年内公司担保业务产品体系有望得到完善，业务规模有望较快增长。根据公司面临的外部经营环境、股东支持因素以及自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织结构图



附录 3 主要财务数据及指标

表 1 资产负债结构

单位：万元/%

项目	2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	510080.95	81.81	53619.07	44.44	60908.16	83.25
投资资产	11470.00	1.84	15200.00	12.60	-	-
其他类资产	101942.74	16.35	51842.55	42.97	12253.77	16.75
其中：应收代偿款	68566.36	11.00	19744.59	16.36	11442.95	15.64
应收客户应急周转金	4464.44	0.75	31674.57	26.25	-	-
合计	623493.69	100.00	120661.62	100.00	73161.93	100.00
其他应付款	3347.02	12.15	1169.87	5.84	2751.83	13.98
保险合同准备金	20947.85	76.04	15498.87	90.05	15498.87	78.72
其它类负债	3254.55	11.81	820.77	4.10	1438.94	7.31
合计	27549.42	100.00	20015.05	100.00	19689.63	100.00

注：其他类负债=预付款项+应付职工薪酬+应交税费+应收利息。

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 2 担保业务统计数据

单位：万元

项目	2016 年末	2015 年末	2014 年末
当年担保责任发生额	1607791.78	545817.94	395146.19
期末担保责任余额	796282.21	434812.41	360317.04
其中：流动资金贷款担保	372791.88	425279.73	349507.53
中长期贷款（3-5 年不含 3 年）担保	99365.20		
承兑汇票担保	8226.89	6013.11	8287.29
履约保函担保	27898.24	3519.57	-
债券担保	288000	-	-
诉讼保全担保	-	-	2522.22

数据来源：公司提供，联合资信整理。

表 3 前五大行业担保责任余额

占比 单位：%

2016 年末		2015 年末		2014 年末	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
租赁和商务服务业	49.79	批发和零售业	31.60	批发和零售业	40.51
制造业	11.67	制造业	28.68	制造业	30.49
批发和零售业	10.62	建筑业	18.66	建筑业	15.46
建筑业	9.03	租赁和商务服务业	6.53	信息传输、计算机服务和软件业	2.94
水利、环境和公共设施管理业	4.52	信息传输、计算机服务和软件业	3.98	科学研究、技术服务和地质勘查	2.69
合计	85.64	合计	89.45	合计	92.09

数据来源：公司提供，联合资信整理。

表 4 客户集中度

单位：%

项目	2016 年末	2015 年末	2014 年末
单一最大客户集中度	26.85	7.95	8.42
前十大客户集中度	65.64	54.36	60.78

数据来源：公司提供，联合资信整理。

表 5 2016 年末担保业务期限分布

单位：万元/%

担保期限	担保责任余额	占比
6 个月及以下	11963.76	1.50
6 个月-1 年（含）	346112.30	43.47
1-2 年（含）	38047.93	4.78
2-5 年（含）	12802.02	1.61
5 年以上	387356.20	48.65
合计	796282.21	100.00

数据来源：公司提供，联合资信整理。

表 6 收益指标

单位：万元/%

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业总收入	9555.96	12049.77	11184.31
其中：担保费收入	9285.02	11483.34	10752.42
营业总成本	6601.39	10338.60	10113.09
提取保险合同准备金净额	2923.44	4713.58	7648.56
营业税金及附加	306.69	683.22	665.23
管理费用	4034.09	3092.37	2553.84
财务费用	-675.10	-1171.11	-754.54
资产减值损失	12.26	3020.54	-
投资收益	307.92	475.14	849.54
营业利润	3262.49	2186.31	1920.76
净利润	1819.49	1192.70	1522.34
费用收入比	38.28	22.58	19.97
平均资产收益率	0.49	1.23	2.27
平均净资产收益率	0.52	1.55	2.88

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 7 现金流情况

单位：万元

项目	2016 年	2015 年	2014 年
经营活动产生的现金流量净额	-1859.10	886.26	-14037.89
投资活动产生的现金流量净额	4031.50	-14828.40	10722.00
筹资活动产生的现金净流量	500000.00	47363.99	-465.73
现金及现金等价物净增加额	502172.39	33421.85	-3781.62
期末现金及现金等价物余额	510080.95	53619.07	20197.23

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 8 资本充足性指标

单位：万元/倍/%

项 目	2016 年末	2015 年末	2014 年末
担保责任余额	796282.21	434812.41	360317.04
净资产	595944.27	100646.58	53472.30
净资本	543202.15	84440.64	56717.40
净资产担保责任余额倍数	1.34	4.32	6.74
净资本担保责任余额倍数	1.47	5.15	6.35
净资本比率	91.15	83.90	106.07
净资本覆盖率	660.83	177.72	143.92

数据来源：公司提供，联合资信整理。

附录 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前十大客户集中度	前十大客户在保责任余额/净资产余额
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保责任额
费用收入比	管理费用/(营业收入-财务费用+投资收益)
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保责任余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保责任余额倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

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

附录 5-1 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 5-2 评级展望设置及其含义

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

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