

# 信用评级公告

联合〔2021〕1360号

联合资信评估股份有限公司通过对河南省路桥建设集团有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定河南省路桥建设集团有限公司主体长期信用等级为 AA，河南省路桥建设集团有限公司 2021 年度第一期短期融资券信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年三月二日



# 河南省路桥建设集团有限公司

## 2021 年度第一期短期融资券信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AA  
担保方主体长期信用等级：AAA  
本期短期融资券信用等级：A-1  
评级展望：稳定

### 债项概况：

本期短期融资券发行规模：6.00 亿元  
本期短期融资券期限：1 年  
偿还方式：到期本息一次兑付  
募集资金用途：3.00 亿元用于偿还有息债务，3.00 亿元用于补充流动资金

评级时间：2021 年 3 月 2 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称              | 版本          |
|-----------------|-------------|
| 建筑与工程企业信用评级方法   | V3.0.201907 |
| 建筑与工程企业主体信用评级模型 | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级 | aa   | 评级结果    |         | AA   |
|------|------|---------|---------|------|
| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素    | 评价要素    | 评价结果 |
| 经营风险 | B    | 经营环境    | 宏观和区域风险 | 3    |
|      |      |         | 行业风险    | 4    |
|      |      | 自身竞争力   | 基础素质    | 3    |
|      |      |         | 企业管理    | 2    |
|      |      |         | 经营分析    | 2    |
| 财务风险 | F3   | 现金流     | 资产质量    | 4    |
|      |      |         | 盈利能力    | 3    |
|      |      |         | 现金流量    | 2    |
|      |      | 资本结构    |         | 2    |
|      |      | 偿债能力    |         | 3    |
|      |      | 调整因素和理由 |         |      |
| 外部支持 |      |         | 1       |      |

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

### 评级观点

经联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）评定，河南省路桥建设集团有限公司（以下简称“公司”）拟发行的 2021 年度第一期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”）的信用等级为 A-1。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）为本期短期融资券本金、相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该信用等级反映了中债增担保实力极强，显著提升了本期短期融资券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

### 优势

1. 公司拥有多项建筑施工总承包资质，资质条件较好，行业经验丰富，具备一定的竞争实力。公司拥有公路工程施工总承包特级资质和市政公用工程施工总承包一级资质，同时拥有路基、路面、桥梁、市政公用和交通工程施工 5 个一级专业资质，资质条件较好。
2. 公司作为商丘市国有独资企业，在资产划拨方面能得到一定的外部支持。2018 年，商丘市财政局向公司划入等级公路及附属设施和沱浚河航道河南段一期，评估价值为 49.43 亿元。
3. 本期短期融资券由中债增提供不可撤销的连带责任保证担保。中债增担保实力极强，显著提升了本期短期融资券本息偿付的安全性。

### 关注

1. 公司承揽的 PPP 项目规模较大，项目回款周期较长，对公司资金形成占用，增加了公司的资金压力。截至 2020 年 9 月底，公司中标的 PPP 项目总投资额为 111.12 亿元，规模较大，考虑到 PPP 项目回款周期较长，对公司资金形成较大占用。

分析师：兰迪 黄焘 高志杰

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. 公司资产流动性较弱，权益质量较差。截至2020年9月底，公司资产中公益性资产占比为23.77%，且货币资金大部分受限，整体资产流动性较弱，质量一般。所有者权益主要由公益性资产构成，权益质量较差。
3. 公司对外担保规模较大，存在对民营企业担保，面临一定的或有负债风险。截至2020年9月底，公司对外担保余额为19.05亿元，占净资产的23.69%，其中对民营企业担保余额8.05亿元。



主要财务数据:

| 合并口径           |        |        |        |            |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 项 目            | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
| 现金类资产(亿元)      | 20.13  | 20.77  | 29.44  | 42.43      |
| 资产总额(亿元)       | 84.96  | 158.40 | 184.14 | 207.92     |
| 所有者权益(亿元)      | 20.75  | 73.30  | 77.34  | 80.41      |
| 短期债务(亿元)       | 30.57  | 38.02  | 49.84  | 58.20      |
| 长期债务(亿元)       | 16.38  | 20.67  | 24.51  | 37.67      |
| 全部债务(亿元)       | 46.96  | 58.69  | 74.36  | 95.87      |
| 营业收入(亿元)       | 41.70  | 45.03  | 49.03  | 42.76      |
| 利润总额(亿元)       | 3.39   | 4.02   | 4.16   | 3.41       |
| EBITDA(亿元)     | 5.81   | 6.56   | 7.13   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | -7.54  | 4.46   | 4.60   | 3.03       |
| 营业利润率(%)       | 18.24  | 18.46  | 17.17  | 16.42      |
| 净资产收益率(%)      | 11.69  | 3.98   | 3.95   | --         |
| 资产负债率(%)       | 75.57  | 53.72  | 58.00  | 61.33      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 69.35  | 44.46  | 49.02  | 54.39      |
| 流动比率(%)        | 130.93 | 101.76 | 97.54  | 101.94     |
| 经营现金流流动负债比(%)  | -15.98 | 7.00   | 5.63   | --         |
| 现金短期债务比(倍)     | 0.66   | 0.55   | 0.59   | 0.73       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.44   | 2.04   | 1.84   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 8.07   | 8.95   | 10.43  | --         |

公司本部(母公司)

| 项 目           | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
|---------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额(亿元)      | 80.20  | 151.86 | 160.85 | 171.48     |
| 所有者权益(亿元)     | 18.40  | 70.50  | 73.20  | 75.71      |
| 全部债务(亿元)      | 19.32  | 34.18  | 42.69  | 52.06      |
| 营业收入(亿元)      | 30.31  | 33.22  | 40.80  | 38.69      |
| 利润总额(亿元)      | 3.05   | 3.54   | 3.62   | 3.31       |
| 资产负债率(%)      | 77.06  | 53.58  | 54.49  | 55.85      |
| 全部债务资本化比率(%)  | 51.22  | 32.65  | 36.84  | 40.75      |
| 流动比率(%)       | 91.47  | 75.24  | 81.60  | 83.76      |
| 经营现金流流动负债比(%) | 2.86   | 15.57  | 6.93   | --         |

注: 1.公司 2020 年三季度财务报表未经审计; 2.长期应付款的有息部分调整至有息债务核算

主体评级历史:

| 信用评级 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|------|------|------|------|---------|------|
| --   | --   | --   | --   | --      | --   |

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均无版本编号

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由河南省路桥建设集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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



## 河南省路桥建设集团有限公司 2021 年度第一期短期融资券信用评级报告

### 一、主体概况

河南省路桥建设集团有限公司（以下简称“公司”）前身是1992年9月建立的“商丘公路工程公司”，2005年公司经改制成立“河南省路桥建设集团有限公司”，初始注册资本6,100万元，河南路桥建设集团工会委员会出资5,700万元，持股93.44%，商丘市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“商丘市国资委”）出资400万元，持股6.56%。后经多次增资及股权变更，截至2020年9月底，公司注册资本及实收资本均为25.05亿元，商丘市国资委为公司唯一股东与实际控制人。

公司经营范围：公路工程施工；承包境外公路工程和境内国际招标工程；上述境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；房地产开发与经营；金属材料、煤炭、焦炭、矿产品、燃料油、建材、稀沥青、化工产品、钢材及其制品的销售；市政公用工程施工；园林绿化工程施工；机械设备租赁。

截至2020年9月底，公司本部内设人力资源部、财务部、审计部、市场营销部等共19个职能部门；纳入合并范围的子公司共33家。

截至2019年底，公司合并资产总额184.14亿元，所有者权益77.34亿元（其中少数股东权益1.20亿元）。2019年，公司实现营业收入49.03亿元，利润总额4.16亿元。

截至2020年9月底，公司合并资产总额207.94亿元，所有者权益80.41亿元（其中少数股东权益0.13亿元）。2020年1—9月，公司实现营业收入42.76亿元，利润总额3.41亿元。

公司注册地址：商丘市梁园区新建南路43号。法定代表人：傅亚峰。

### 二、本期短期融资券概况

公司拟于2021年注册10.00亿元短期融资

券，本期计划发行2021年度第一期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”）6.00亿元，期限1年，到期本息一次兑付。中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）为本期短期融资券本金、相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证，经联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）评定，中债增主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，该信用等级反映了中债增担保实力极强，显著提升了本期短期融资券本息偿付的安全性。

本期短期融资券募集资金中3.00亿元用于偿还有息债务，3.00亿元用于补充流动资金。

### 三、主体长期信用状况

公司系商丘市国有独资的建筑施工企业，资质条件较好，行业经验丰富，项目储备充足。

近年来，商丘市财政局为公司发展提供了资产划拨方面的支持，对公司未来发展的形成一定保障。

公司主营业务以工程施工为主，主要承接高速公路、房屋建筑和市政工程等建筑施工业务。2017—2019年，公司营业收入持续增长，分别为41.70亿元、45.03亿元和49.03亿元。其中工程结算收入占比均超过90%且占比持续增长。此外，销售商品业务主要来自公司对外销售的沥青等建材，2017—2019年，销售商品收入持续下降，主要系该业务开展时间较短，外部销售稳定性较差所致。

2020年1—9月，公司实现营业收入42.76亿元，相当于2019年全年营业收入的87.22%。当期，公司综合业务毛利率16.68%，较上年略有下降，主要系工程结算业务毛利率略有下降所致。

近年来，公司资产总额快速增长，截至2019年底，资产以非流动资产为主。公司资产中其他非流动资产和长期应收款规模较大，公司资



产流动性较弱，资产质量较差；公司所有者权益快速增长，其中公益性资产占比较大，权益质量较差；公司负债总额快速增长，以流动负债为主，短期债务占比较大，公司债务结构有待优化，整体债务负担较重。

近年来，受项目支出有所下降影响，公司经营现金流量净额由负转正；投资活动规模相对较大，主要是 PPP 项目投入资金规模较大所致；公司保持较大的融资规模，随着项目的建设以及债务本息的到期偿还，公司仍存在一定的资金需求。近年来，公司偿债能力有所弱化，公司短期偿债能力弱，长期偿债能力一般。公司对外担保规模较大，存在对民营企业的担保，面临一定的或有负债风险。考虑到公司间接融资渠道畅通，且公司作为商丘市国有独资企业，自身经营稳健，能得到一定的外部支持，整体偿债能力很强。

经联合资信评定，公司主体长期信用等级

为 AA，评级展望为稳定。

#### 四、主体短期信用分析

##### 1. 资产流动性分析

近年来，公司资产总额快速增长，截至 2019 年底，资产以非流动资产为主。公司资产中其他非流动资产和长期应收款规模较大，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 47.22%。截至 2019 年底，公司资产总额 184.14 亿元，较上年底增长 16.25%。其中，流动资产占比 43.24%，非流动资产占比 56.76%，公司资产以非流动资产为主。

2017—2019 年，公司流动资产波动下降，年均复合下降 10.46%，截至 2019 年底为 119.19 亿元，较上年底增长 16.71%，主要系货币资金和存货增长所致。

表1 公司主要流动资产构成情况（单位：亿元、%）

| 主要构成  | 2017 年 |        | 2018 年 |        | 2019 年 |        | 2020 年 9 月 |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|
|       | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额         | 占比     |
| 货币资金  | 20.13  | 23.69  | 20.77  | 13.11  | 28.58  | 15.52  | 42.43      | 20.40  |
| 应收账款  | 17.01  | 20.02  | 10.46  | 6.60   | 15.33  | 8.33   | 15.61      | 7.51   |
| 预付款项  | 8.36   | 9.84   | 13.09  | 8.26   | 8.03   | 4.36   | 6.82       | 3.28   |
| 其他应收款 | 6.24   | 7.34   | 6.73   | 4.25   | 7.40   | 4.02   | 6.70       | 3.22   |
| 存货    | 9.98   | 11.75  | 13.85  | 8.74   | 19.43  | 10.55  | 19.37      | 9.32   |
| 流动资产  | 61.77  | 72.70  | 64.90  | 40.97  | 79.63  | 43.24  | 90.93      | 43.73  |
| 资产总额  | 84.96  | 100.00 | 158.40 | 100.00 | 184.14 | 100.00 | 207.92     | 100.00 |

资料来源：根据公司审计报告及2020年三季报整理

截至 2019 年底，公司货币资金 28.58 亿元，较上年底增长 37.60%。货币资金中有 21.31 亿元使用受限，系存款保证金，受限比例较高，为 74.58%。

2017—2019 年，公司应收账款波动下降，年均复合下降 5.06%。截至 2019 年底，公司应收账款 15.33 亿元，较上年底增长 46.57%，主要系公司应收工程款项增长所致。从账龄看，公司应收账款余额账龄在 1 年以内的占 75.46%，1~2 年的占 8.30%，2~3 年的占 2.18%，3 年以上的占 14.06%，整体账龄较短，账龄偏长部分应收账款系项目政府审计或社会审计时间较长，尾款结算不及时所致。公司对应收

账款按照账龄组合计提坏账准备，计提的坏账准备金额为 2.99 亿元，计提比例为 16.32%。公司应收账款期末余额前五名合计占应收账款期末余额的比例为 50.30%，集中度一般，欠款单位主要为地方国有单位和企业，具体情况如下表。

表2 截至 2019 年底公司应收账款前五大欠款单位情况（单位：亿元）

| 单位名称            | 欠款余额 | 欠款年限  | 性质或内容 |
|-----------------|------|-------|-------|
| 商丘古城保护开发建设有限公司  | 4.87 | 1 年以下 | 工程款   |
| 商丘市铁路投资有限公司     | 1.49 | 3 年以上 | 工程款   |
| 商丘市一高发展建设管理有限公司 | 1.17 | 1 年以下 | 工程款   |



|                 |      |       |     |
|-----------------|------|-------|-----|
| 中港建设集团有限公司      | 0.98 | 1 年以下 | 工程款 |
| 商丘市路通发展建设管理有限公司 | 0.71 | 1 年以下 | 工程款 |
| 合计              | 9.22 | --    | --  |

2017—2019 年，公司预付账款波动较大。截至 2019 年底，公司预付款项 8.03 亿元，较上年下降 38.67%，主要系预付的工程款下降所致。公司预付款项主要为预付的工程款。

2017—2019 年，公司其他应收款有所增长，年均复合增长 8.91%。公司其他应收款主要为往来款项，截至 2019 年底，公司其他应收款 7.40 亿元，较上年增长 10.08%。从账龄看，公司其他应收款余额账龄在 1 年以内的占 32.18%，1~2 年的占 22.39%，2~3 年的占 21.26%，3 年以上的占 24.17%，整体账龄偏长主要系项目周期较长，相关往来款在项目完工后支付所致。公司对其他应收款按账龄组合计提坏账准备，计提的坏账准备金额为 2.49 亿元，计提比例为 25.18%。公司其他应收款期末余额前五名合计占其他应收款期末余额的比例为 28.80%，集中度不高，其中既有民营企业也有国有企业。

2017—2019 年，公司存货快速增长，年均复合增长 39.55%。截至 2019 年底，公司存货 19.43 亿元，较年初增长 40.26%，主要系工程施工支出增加所致；主要为原材料（0.73 亿元）、库存商品（0.64 亿元）、房地产开发成本（2.01 亿元）和工程施工（16.05 亿元）。公司对存货未计提跌价准备。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 207.92 亿元，较上年增长 12.91%，主要系长期应收款增长所致。其中，流动资产占 43.73%，非流动资产占 56.27%，流动资产占比较上年底保持稳定。

截至 2020 年 9 月底，公司资产受限规模为 32.94 亿元，占总资产的比例为 15.84%，总体受限比例不高，但货币资金受限规模较大。

## 2. 现金流分析

近年来，公司经营活动收现指标好；投资

活动现金流出规模相对较大，主要是 PPP 项目投入资金规模较大所致；公司保持较大的融资规模，随着项目的建设以及债务本息的到期偿还，公司仍存在一定的资金需求。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 42.62 亿元、50.05 亿元和 51.27 亿元，年均复合增长 9.68%，主要系工程结算业务回款增加所致；公司经营活动现金流出分别为 50.16 亿元、45.59 亿元和 46.67 亿元，年均复合下降 3.54%，经营活动现金流出主要系工程支出。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -7.54 亿元、4.46 亿元和 4.60 亿元，2017 年为净流出状态，主要系当年工程支出较大所致。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 101.68%、110.48% 及 103.83%，公司收现指标好。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 41.65 万元、280.62 万元和 217.48 万元，投资活动现金流出分别为 4.42 亿元、8.53 亿元和 8.91 亿元，投资活动现金流出主要为公司 PPP 项目投入资金。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -4.41 亿元、-8.50 亿元和 -8.89 亿元，投资活动呈净流出状态。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 23.51 亿元、12.97 亿元和 32.09 亿元，系取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出分别为 7.16 亿元、10.70 亿元和 27.73 亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 16.35 亿元、2.28 亿元和 4.36 亿元。

2020 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.03 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -12.72 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 11.91 亿元。

## 3. 短期偿债能力分析

公司短期偿债能力弱。公司对外担保规模较大，存在对民营企业的担保，面临一定的或有负债风险。考虑到公司间接融资渠道畅通，



且公司作为商丘市国有独资企业，自身经营稳健，能得到一定的外部支持，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为130.93%、101.76%和97.54%；公司速动比率分别为109.78%、80.04%和73.74%。截至2020年9月底，上述两项指标分别为101.96%和80.24%，较2019年底均有所增长。2017—2019年，公司经营现金流动负债比分别为-15.98%、7.00%和5.63%，公司经营现金流对流动负债保障能力弱。2017—2019年，公司现金类资产/短期债务分别为0.66倍、0.55倍和0.59倍。总体来看，公司短期偿债能力弱。截至2020年9月底，公司现金类资产/短期债务为0.73倍。

截至2020年9月底，公司对外担保余额为19.05亿元，占净资产的23.69%，对外担保比率较高，担保对象为河南神火集团有限公司（以下简称“河南神火”）和河南四建集团股份有限公司（以下简称“河南四建”），金额分别为11.00亿元和8.05亿元。公司对外担保均未采取反担保措施，其中河南四建为民营企业，公司面临一定的或有负债风险。

截至2020年9月底，公司授信总额度为151.40亿元，已使用额度为73.39亿元，尚可使用授信额度为78.01亿元，公司间接融资渠道通畅。

总体看，公司短期偿债能力弱，对外担保面临一定的或有负债风险，但考虑到公司间接融资渠道通畅，且公司作为商丘市国有独资企业，自身经营稳健，能得到一定的外部支持，整体偿债能力很强。

## 五、本期短期融资券偿还能力分析

本期短期融资券发行对公司债务规模及结构存在一定影响，公司经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力强。

1. 本期短期融资券对公司现有债务的影响

公司本期短期融资券计划发行6.00亿元，分别相当于2019年底公司短期债务和全部债务的12.04%和8.07%，对公司现有债务规模及结构存在一定影响。

截至2019年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为58.00%和49.02%。以2019年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期短期融资券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至59.33%和50.96%。考虑到募集资金部分用于偿还有息债务，本期短期融资券发行后公司债务指标将低于上述预测值。

## 2. 本期短期融资券偿还能力分析

2017—2019年，公司非受限现金类资产分别为9.27亿元、2.01亿元和4.99亿元，分别为本期短期融资券拟发行金额的1.55倍、0.34倍和0.83倍。2017—2019年，公司EBITDA分别为5.81亿元、6.56亿元和7.13亿元，对本期短期融资券的保障倍数分别为0.97倍、1.09倍和1.19倍；公司经营活动现金净流量分别为-7.54亿元、4.46亿元和4.60亿元，对本期短期融资券的保障倍数分别是-1.26倍、0.74倍和0.77倍；公司经营活动现金流入量分别为42.62亿元、50.05亿元和51.27亿元，对本期短期融资券的保障倍数分别是7.10倍、8.34倍和8.54倍。公司经营活动现金净流量对本期短期融资券保障能力较弱；公司非受限现金类资产及EBITDA对本期短期融资券保障能力一般；公司经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力强。

## 六、担保方分析

中债增对本期短期融资券的本金、相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，中债增担保实力极强，有效增强了本期短期融资券本息偿还的安全性。

截至 2020 年 9 月底，中债净资产总额 168.74 亿元，负债总额 49.02 亿元，所有者权益 119.72 亿元。2020 年 1—9 月，中债增实现营业收入 13.08 亿元，净利润 7.34 亿元

## 七、结论

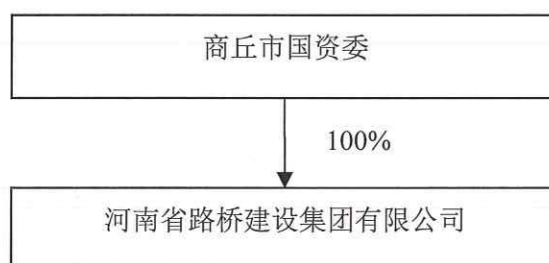
公司作为商丘市国有独资企业，资质条件较好，行业经验丰富，项目储备充足，得到一定的外部支持。同时，联合资信也关注到建筑行业竞争激烈、公司 PPP 项目规模较大、债务规模不断上升、短期偿债压力较大以及存在或有负债风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着国内跨区域全国化发展步伐的加快推进和海外市场的拓展，公司项目承揽量有望提升，经营规模或将有所扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

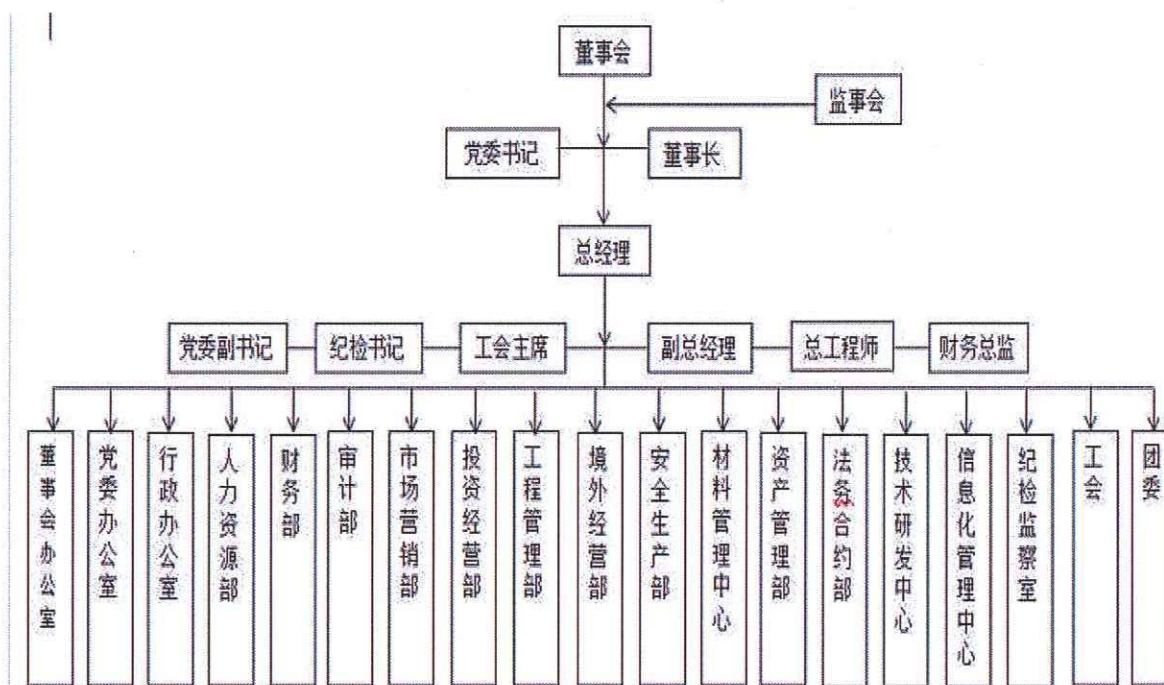
本期短期融资券发行对公司债务规模及结构存在一定影响，公司经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力强。总体看，公司本期短期融资券到期不能偿付风险极低，安全性极高。



附件1 截至2020年9月底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织架构图



## 附件 2 截至 2020 年 9 月底公司子公司情况

| 序号 | 公司名称               | 注册资本(万元) | 持股比例(%) |
|----|--------------------|----------|---------|
| 1  | 河南省路桥集团正鸿路桥建设有限公司  | 3000.00  | 100.00  |
| 2  | 河南省路桥集团远大公路工程有限公司  | 6000.00  | 100.00  |
| 3  | 新疆新豫路桥有限责任公司       | 3000.00  | 100.00  |
| 4  | 河南路桥建设集团商丘通达实业有限公司 | 3000.00  | 100.00  |
| 5  | 河南路泰公路工程有限责任公司     | 2500.00  | 100.00  |
| 6  | 河南尚雅建筑工程有限公司       | 51969.00 | 100.00  |
| 7  | 河南路桥房地产开发有限公司      | 2010.00  | 100.00  |
| 8  | 商丘市路通实业公司          | 150.00   | 100.00  |
| 9  | 河南省怡通路桥工程有限公司      | 2200.00  | 100.00  |
| 10 | 商丘广发公路工程质量检验检测有限公司 | 1000.00  | 100.00  |
| 11 | 巩义市正商路桥工程有限公司      | 2000.00  | 100.00  |
| 12 | 新蔡县新路路桥有限公司        | 15000.00 | 70.00   |
| 13 | 民权县路发建设工程有限公司      | 5000.00  | 70.00   |
| 14 | 商丘顺通建设工程有限公司       | 3000.00  | 25.00   |
| 15 | 咸丰豫鄂建设投资有限公司       | 14000.00 | 90.00   |
| 16 | 邓州市建晟建设管理有限公司      | 5000.00  | 75.00   |
| 17 | 鹿邑县路发建设工程有限公司      | 5000.00  | 91.72   |
| 18 | 西藏西域路桥建设有限公司       | 20300.00 | 100.00  |
| 19 | 河南省路桥建设集团交通工程有限公司  | 900.00   | 100.00  |
| 20 | 河南路鑫交通工程有限公司       | 3200.00  | 100.00  |
| 21 | 新蔡县正浩路桥有限公司        | 15890.34 | 100.00  |
| 22 | 泌阳凯源水系生态工程有限公司     | 39842.54 | 93.97   |
| 23 | 泌阳县拓宇建设管理有限公司      | 16000.00 | 85.50   |
| 24 | 沁阳市怀通路桥有限公司        | 19516.94 | 90.00   |
| 25 | 周口市通运发展建设管理有限公司    | 11532.92 | 74.74   |
| 26 | 中科华建(北京)路桥工程有限公司   | 3000.00  | 51.00   |
| 27 | 四川远瀚建设工程有限公司       | 10000.00 | 100.00  |
| 28 | 来凤县凤豫建设管理投资有限公司    | 5000.00  | 80.00   |
| 29 | 信阳市瑞通工程管理有限公司      | 18936.50 | 55.00   |
| 30 | 正阳县远大建设管理有限公司      | 5000.00  | 90.00   |
| 31 | 郑州鸿雁谷置业有限公司        | 5000.00  | 100.00  |
| 32 | 河南永智建设工程有限公司       | 11877.72 | 90.00   |
| 33 | 五河县坤鼎公路工程有限公司      | 900.00   | 100.00  |

资料来源：公司提供



附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目             | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 20.13  | 20.77  | 29.44  | 42.43      |
| 资产总额(亿元)       | 84.96  | 158.40 | 184.14 | 207.92     |
| 所有者权益(亿元)      | 20.75  | 73.30  | 77.34  | 80.41      |
| 短期债务(亿元)       | 30.57  | 38.02  | 49.84  | 58.20      |
| 长期债务(亿元)       | 16.38  | 20.67  | 24.51  | 37.67      |
| 全部债务(亿元)       | 46.96  | 58.69  | 74.36  | 95.87      |
| 营业收入(亿元)       | 41.70  | 45.03  | 49.03  | 42.76      |
| 利润总额(亿元)       | 3.39   | 4.02   | 4.16   | 3.41       |
| EBITDA(亿元)     | 5.81   | 6.56   | 7.13   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | -7.54  | 4.46   | 4.60   | 3.03       |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 2.03   | 3.28   | 3.80   | --         |
| 存货周转次数(次)      | 4.38   | 3.07   | 2.43   | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 0.59   | 0.37   | 0.29   | --         |
| 现金收入比(%)       | 101.68 | 110.48 | 103.83 | 109.61     |
| 营业利润率(%)       | 18.24  | 18.46  | 17.17  | 16.42      |
| 总资本收益率(%)      | 7.40   | 4.07   | 3.82   | --         |
| 净资产收益率(%)      | 11.69  | 3.98   | 3.95   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 44.11  | 22.00  | 24.07  | 31.90      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 69.35  | 44.46  | 49.02  | 54.39      |
| 资产负债率(%)       | 75.57  | 53.72  | 58.00  | 61.33      |
| 流动比率(%)        | 130.93 | 101.76 | 97.54  | 101.96     |
| 速动比率(%)        | 109.78 | 80.04  | 73.74  | 80.24      |
| 经营现金流动负债比(%)   | -15.98 | 7.00   | 5.63   | --         |
| 现金短期债务比(倍)     | 0.66   | 0.55   | 0.59   | 0.73       |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 8.07   | 8.95   | 10.43  | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.44   | 2.04   | 1.84   | --         |

注：1. 2020 年三季度财务报表财务数据未经审计；2. 长期应付款的有息部分调整至有息债务核算

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

| 项 目            | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 11.88  | 14.51  | 20.76  | 31.39      |
| 资产总额(亿元)       | 80.20  | 151.86 | 160.85 | 171.48     |
| 所有者权益(亿元)      | 18.40  | 70.50  | 73.20  | 75.71      |
| 短期债务(亿元)       | 13.64  | 29.31  | 39.89  | 50.15      |
| 长期债务(亿元)       | 5.68   | 4.87   | 2.80   | 1.91       |
| 全部债务(亿元)       | 19.32  | 34.18  | 42.69  | 52.06      |
| 营业收入(亿元)       | 30.31  | 33.22  | 40.80  | 38.69      |
| 利润总额(亿元)       | 3.05   | 3.54   | 3.62   | 3.31       |
| EBITDA(亿元)     | /      | /      | /      | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 1.61   | 11.91  | 5.88   | 4.06       |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 1.54   | 2.48   | 3.11   | --         |
| 存货周转次数(次)      | 3.95   | 2.85   | 2.73   | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 0.42   | 0.29   | 0.26   | --         |
| 现金收入比(%)       | 115.43 | 112.07 | 103.22 | 111.32     |
| 营业利润率(%)       | 20.78  | 20.83  | 16.82  | 16.21      |
| 总资本收益率(%)      | 6.89   | 2.63   | 2.43   | --         |
| 净资产收益率(%)      | 12.45  | 3.77   | 3.69   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 23.59  | 6.46   | 3.68   | 2.47       |
| 全部债务资本化比率(%)   | 51.22  | 32.65  | 36.84  | 40.75      |
| 资产负债率(%)       | 77.06  | 53.58  | 54.49  | 55.85      |
| 流动比率(%)        | 91.47  | 75.24  | 81.60  | 83.76      |
| 速动比率(%)        | 77.76  | 61.26  | 64.95  | 70.32      |
| 经营现金流动负债比(%)   | 2.86   | 15.57  | 6.93   | --         |
| 现金短期债务比(倍)     | 0.87   | 0.50   | 0.52   | 0.63       |
| 全部债务/EBITDA(倍) | /      | /      | /      | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍) | /      | /      | /      | --         |

注：1. 2020 年三季度财务报表财务数据未经审计；2. 长期应付款的有息部分调整至有息债务核算



#### 附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

## 附件 5-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

| 信用等级设置 | 含义                       |
|--------|--------------------------|
| A-1    | 为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高 |
| A-2    | 还本付息能力较强，安全性较高           |
| A-3    | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响  |
| B      | 还本付息能力较低，有一定的违约风险        |
| C      | 还本付息能力很低，违约风险较高          |
| D      | 不能按期还本付息                 |



## 附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

## 联合资信评估股份有限公司关于 河南省路桥建设集团有限公司

### 2021 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期短期融资券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。

河南省路桥建设集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期短期融资券正式发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

河南省路桥建设集团有限公司或本期短期融资券如发生重大变化，或发生可能对本期短期融资券信用等级产生较大影响的重大事项，河南省路桥建设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河南省路桥建设集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期短期融资券相关信息，如发现河南省路桥建设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。

如河南省路桥建设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本期短期融资券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河南省路桥建设集团有限公司联系，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。



# 信用等级公告

联合（2020）2081号

联合资信评估有限公司通过对中债信用增进投资股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中债信用增进投资股份有限公司 2019 年无固定期限金融债券（第一期）（人民币 15 亿元）、2020 年无固定期限金融债券（第一期）（人民币 15 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告





# 中债信用增进投资股份有限公司

## 2020 年跟踪评级报告

### 本次跟踪评级结果

主体长期信用等级: AAA  
无固定期限金融债券信用等级: AAA  
评级展望: 稳定  
评级时间: 2020 年 7 月 8 日

### 上次评级结果

主体长期信用等级: AAA  
无固定期限金融债券信用等级: AAA  
评级展望: 稳定  
评级时间: 2020 年 2 月 26 日

### 本次评级使用的评级方法、模型:

| 名称             | 版本          |
|----------------|-------------|
| 融资担保企业评级方法     | V3.0.201907 |
| 融资担保企业主体信用评级模型 | V3.0.201907 |

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果:

| 指示评级                                                      | aa <sup>+</sup> | 评级结果    |      | AAA  |
|-----------------------------------------------------------|-----------------|---------|------|------|
| 评价内容                                                      | 评价结果            | 风险因素    | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险                                                      | B               | 经营环境    | 区域风险 |      |
|                                                           |                 |         | 行业风险 | 3    |
|                                                           |                 | 自身竞争力   | 公司治理 | 1    |
|                                                           |                 |         | 风险管理 | 1    |
|                                                           |                 |         | 未来发展 | 1    |
|                                                           |                 |         | 经营分析 | 2    |
| 财务风险                                                      | F1              | 现金流     | 资产质量 | 2    |
|                                                           |                 |         | 盈利能力 | 1    |
|                                                           |                 | 资本结构    |      | 1    |
|                                                           |                 | 代偿能力    |      | 2    |
|                                                           |                 | 调整因素和理由 |      |      |
| 股东支持: 股东由交易商协会和多家实力雄厚的央企、国企组成, 能够在信息渠道、公司治理、流动性等方面提供有利支持。 |                 |         |      | +1   |

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

分析师: 谢冰妹 朱晗

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:

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对中债信用增进投资股份有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为我国首家专业债券信用增进机构, 在公司治理、业务经营与创新、资本实力及股东支持等方面所具备的优势。同时, 联合资信也关注到, 公司单笔增信业务金额及增信业务行业集中度较高使其面临一定业务集中风险、业务的持续拓展与创新对公司治理和风险控制体系提出了更高要求, 以上因素对其经营发展及信用水平可能带来不利影响。

未来, 随着公司业务种类的逐步丰富和资本实力的进一步提升, 公司业务规模和竞争力将不断提升; 另一方面, 监管政策的趋严以及国内宏观经济增速的放缓对公司风险控制和流动性管理水平提出更高要求。联合资信对公司的评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司资本实力强, 股东背景强大, 股东有能力和意愿在必要时提供资本补充支持。
2. 公司具备较强的创新能力及市场推动力, 信用增进业务基础不断夯实。
3. 公司高级管理层专业素质较高, 有助于公司保持较高的专业化运营水平。
4. 2019 年以及 2020 年公司成功发行规模共计 30 亿元的无固定期限金融债券, 资本实力得到进一步提升。

### 关注

1. 公司单笔增信业务金额高, 行业集中度高, 存在较高的业务集中风险; 投融资平台类增信项目占比较高, 在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下, 相关风险需予以关注。
2. 在国内宏观经济增速放缓的大环境下, 公司增信

业务创新对风险控制和流动性管理水平提出更高要求。

#### 主要财务数据：

| 项目          | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 资产总额(亿元)    | 150.91  | 134.80  | 150.47  |
| 负债总额(亿元)    | 71.14   | 54.22   | 48.73   |
| 所有者权益(亿元)   | 79.76   | 80.58   | 101.74  |
| 增信余额(亿元)    | 959.94  | 1068.79 | 960.50  |
| 净资本         | 44.83   | 52.63   | 72.57   |
| 净资产增信倍数     | 12.04   | 13.26   | 9.44    |
| 净资本增信倍数     | 21.41   | 20.31   | 13.24   |
| 净资本比率       | 56.20   | 65.31   | 71.33   |
| 项目          | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  |
| 营业收入(亿元)    | 12.66   | 13.45   | 13.51   |
| 利润总额(亿元)    | 7.64    | 8.38    | 8.51    |
| 净利润(亿元)     | 5.86    | 6.33    | 6.61    |
| 平均资产收益率(%)  | 3.78    | 4.43    | 4.64    |
| 平均净资产收益率(%) | 7.46    | 7.90    | 7.25    |

数据来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

#### 主体评级历史：

| 信用等级 | 评级展望 | 评级时间       | 项目小组   | 评级方法/模型        | 评级报告                 |
|------|------|------------|--------|----------------|----------------------|
| AAA  | 稳定   | 2020/02/26 | 谢冰姝 朱晗 | 融资担保行业企业信用评级方法 | <a href="#">阅读全文</a> |

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均无版本编号

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、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。



# 中债信用增进投资股份有限公司

## 2020 年跟踪评级报告

### 一、主体概况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月,由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。截至 2019 年末,公司股本 60 亿元,均为货币出资,股东及持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构。国务院在 2017 年印发的《融资担保公司监督管理条例》中要求融资担保公司需获得融资担保业务牌照,《融资担保公司监督管理补充规定》要求开展债券发行保证、担保业务的信用增进公司,由债券市场管理部门统筹管理,同时应当按照《条例》规定,向属地监督管理部门申领融资担保业务经营许可证,并接受其对相关业务的监管。目前公司已向相关监管部门提交申领融资担保业务经营许可证的申请。

表 1 2019 年末公司股东及持股情况

| 股东名称           | 出资金额<br>(亿元) | 持股比例<br>(%) |
|----------------|--------------|-------------|
| 中国石油集团资本有限责任公司 | 9.90         | 16.50       |
| 国网英大国际控股集团有限公司 | 9.90         | 16.50       |
| 中化资本有限公司       | 9.90         | 16.50       |
| 北京国有资本经营管理中心   | 9.90         | 16.50       |
| 中银投资资产管理有限公司   | 9.90         | 16.50       |
| 首钢集团有限公司       | 9.90         | 16.50       |
| 中国银行间市场交易商协会   | 0.60         | 1.00        |
| 合计             | 60.00        | 100.00      |

资料来源:公司提供,联合资信整理

公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务部、国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部十个部门。截至 2019 年末,公司员

工绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2019 年末,公司资产总额 150.47 亿元,负债总额 48.73 亿元,所有者权益 101.74 亿元;增信余额 960.50 亿元。2019 年,公司实现营业收入 13.51 亿元,其中信用增进业务净收入 7.11 亿元;净利润 6.61 亿元。

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

公司法定代表人:谢多。

### 二、已发行债券概况

截至本报告出具日,公司存续期内且经联合资信评级的债券为 2019 年发行的 15 亿元无固定期限金融债券和 2020 年发行的 15 亿元无固定期限金融债券,债券概况见表 2。

表 2 债券概况

| 债券简称           | 规模    | 利率    | 期限                |
|----------------|-------|-------|-------------------|
| 19 中债增金融永续债 01 | 15 亿元 | 4.69% | 与发行人持续经营<br>存续期一致 |
| 20 中债增金融永续债 01 | 15 亿元 | 3.80% | 与发行人持续经营<br>存续期一致 |

资料来源:中国货币网,联合资信整理

### 三、营运环境

#### 1. 宏观经济与政策环境分析

##### (1) 宏观经济环境

2019 年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,国际动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增速进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,财政收支缺口扩大,就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行,全年 GDP 同比增长 6.1% (见

表3)，为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，

受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表3 2016—2020年一季度中国主要经济数据

| 项 目               | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| GDP (万亿元)         | 73.6   | 78.7   | 84.0   | 89.2   | 18.4      |
| GDP 增速 (%)        | 6.8    | 6.9    | 6.7    | 6.1    | -6.8      |
| 规模以上工业增加值增速 (%)   | 6.0    | 6.6    | 6.2    | 5.7    | -8.4      |
| 固定资产投资增速 (%)      | 8.1    | 7.2    | 5.9    | 5.4    | -16.1     |
| 社会消费品零售总额增速 (%)   | 10.4   | 10.2   | 9.0    | 8.0    | -19.0     |
| 出口增速 (%)          | -1.9   | 10.8   | 7.1    | 5.0    | -11.4     |
| 进口增速 (%)          | 0.6    | 18.7   | 12.9   | 1.6    | -0.7      |
| CPI 增幅 (%)        | 2.0    | 1.6    | 2.1    | 2.9    | 4.9       |
| PPI 增幅 (%)        | -1.4   | 6.3    | 3.5    | -0.3   | -0.6      |
| 城镇失业率 (%)         | 4.0    | 3.9    | 4.9    | 5.2    | 5.9       |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 5.6    | 6.5    | 5.6    | 5.0    | -3.9      |
| 公共财政收入增速 (%)      | 4.5    | 7.4    | 6.2    | 3.8    | -14.3     |
| 公共财政支出增速 (%)      | 6.4    | 7.7    | 8.7    | 8.1    | -5.7      |

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩

大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济

效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%(1—2 月数据)，工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。

在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## （2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源



项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

### （3）宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国

内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需

在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 2. 行业分析

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

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

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

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

## 3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律依据缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。2010年10月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(以下简称“《指引》”)。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。2012年8月，《信用增进机构管理规范》、《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012年11月，财政部发布了《企业会计准则解释第5号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。未来信用增进行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。2016年，为丰富银行间市场信用风险管理工具，完善市场信用风险分散、分担机制，促进市场持续健康发展，协会发布了四款CRM产品的业务指引。未来信用增进行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推

进行行业健康发展。

#### 四、公司治理与内部控制

**2019年以来,公司持续规范治理架构,管理制度体系进一步建立健全,各治理主体运作有序;公司内控体系不断完善,内控管理水平持续提升。**

公司注册资本 60 亿元,股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的企业组成,股东承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。

公司按照市场化模式运作,搭建了由股东大会、董事会、监事会及高级管理层组成的现代股份制公司治理架构。2019 年以来,公司各治理主体能够相互制衡、协调运作,治理体系不断完善,治理水平逐渐提高。股东大会是公司的最高权力机构,由全体股东组成,董事会、监事会和高级管理层分别履行决策、监督和管理的职能。截至 2019 年末,公司董事会由 9 名董事组成,包括非职工董事 8 名和职工董事 1 名;监事会由 3 名监事组成,包括 2 名股东监事和 1 名职工监事,尚未实施外部监事制度。公司实行董事会领导下的总裁负责制,高级管理层设总裁 1 名,战略总监、总法律顾问、风险总监、营运总监各 1 名,公司高级管理层成员均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士,具备较高的专业化营运水平。

公司构建了符合内部控制管理要求的前、中、后台组织管理架构(见附录 2),各部门职责分工明确。2019 年,公司组织开展了内控制度专项检查工作,通过全面梳理内部管理相关规章制度,形成《关于内控制度自查工作的报告》《内控制度情况梳理表》等材料;公司修订完善了《内部控制手册》,根据制度新增及修订情况,结合业务实际,组织各部门绘制业务流程图、查找风险点及风险事件、制定有针对性、可操作性强的防控措施等;同时,公司开展了 2019 年度上半年及全年内部控制评价工作,形成《2019

年度上半年内部控制评价报告》及《2019 年度内部控制评价报告》;通过以上工作的持续推进,公司内控体系逐步完善,内控执行力得到进一步强化。内部审计方面,2019 年公司开展了民营企业债券融资支持工具全过程跟踪审计、同业存单市场专项全过程跟踪审计、信息系统审计、投资业务内部控制调研、固定资产专项自查、新办公用房装修改造工程项目结算复核审计等项目,充分发挥审计监督和咨询功能;与此同时,公司持续开展以前年度审计整改情况及后续审计,确保审计发现的问题得到落实整改;此外,公司开展了现行组织架构运行情况调研,重点关注公司组织架构优化目标实现情况、优化后组织架构的稳定性和有效性及组织关系协调性的改进情况等,揭示了需要进一步完善的问题,发挥审计的评价和建议功能。

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

#### 五、业务经营分析

##### 1. 经营概况

公司在坚持市场化发展理念的同时坚守全员化风险意识,以“整体规模可控、总体风险可控”为原则,积极推动各类增信业务稳健发展。公司信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务以及境外业务三个板块,公司业务以基础信用增进业务为主。2019 年以来,公司增信业务以防范流动性问题引发的风险暴露、把握风险与收益均衡选择、加快产品创新、探索增信分出模式为总体经营策略。

##### 2. 增信业务分析

###### (1) 基础增信业务

**2019 年以来,受企业债和公司债增信业务规模下滑的影响,公司基础增信业务规**



模有所下降。

公司以基础增信业务为最主要的业务类别，公司基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、定向融资工具、资产支持票据、金融债、企业债、公司债等产品的增信。截至 2019 年末，公司尚在增信责任期

内增信项目 128 个，尚在增信责任期内增信余额 958.34 亿元（见表 4）；公司中期票据、定向融资工具及企业债信用增信业务规模较大，占基础增信业务规模的比重在 70%以上。

表 4 公司尚在责任期内增信业务余额分布

单位：亿元、个

| 项目种类             | 2017 年末       |           | 2018 年末        |            | 2019 年末       |            |
|------------------|---------------|-----------|----------------|------------|---------------|------------|
|                  | 增信余额          | 项目数量      | 增信余额           | 项目数量       | 增信余额          | 项目数量       |
| <b>基础类信用增信业务</b> | <b>956.60</b> | <b>90</b> | <b>1065.60</b> | <b>123</b> | <b>958.34</b> | <b>128</b> |
| 其中：中期票据          | 108.00        | 10        | 218.40         | 25         | 221.40        | 29         |
| 短期融资券            | 12.00         | 2         | 20.00          | 3          | 16.00         | 3          |
| 超短期融资券           | --            | --        | 10.00          | 1          | 20.00         | 4          |
| 定向融资工具           | 241.00        | 19        | 217.51         | 18         | 207.00        | 21         |
| 项目收益票据           | 25.00         | 5         | 25.00          | 5          | 21.00         | 4          |
| 资产支持票据           | 20.00         | 6         | 16.10          | 5          | 13.45         | 4          |
| 绿色票据             | --            | --        | --             | --         | 6.00          | 1          |
| 企业债              | 371.30        | 34        | 305.90         | 30         | 258.57        | 29         |
| 公司债              | 143.20        | 10        | 140.20         | 14         | 82.40         | 10         |
| 金融债              | 10.00         | 1         | 20.00          | 2          | 10.00         | 1          |
| 信托计划             | 0.10          | 1         | 34.50          | 6          | 40.90         | 8          |
| 资产支持证券           | --            | --        | 7.00           | 10         | 6.62          | 9          |
| 保险债权计划           | 26.00         | 2         | 51.00          | 4          | 51.00         | 4          |
| 委托债权计划           | --            | --        | --             | --         | 4.00          | 1          |
| <b>合计</b>        | <b>956.60</b> | <b>90</b> | <b>1065.60</b> | <b>123</b> | <b>958.34</b> | <b>128</b> |

注：该数据未包含已到期仍承担增信责任业务余额

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

公司定向融资工具增信项目包括小城镇项目和一般企业项目。公司定向融资工具增信项目主要与地方政府融资平台合作，公司对合作的融资平台主体资质要求较为严格，大部分合作平台外部评级在 AA 级以上。此外，为防范局部平台债务违约的风险，公司根据不同地区、不同平台的风险差异性，建立了一系列筛选条件，实施差异化准入。截至 2019 年末，公司尚在增信责任期内定向融资工具增信项目 21 个，增信余额 207.00 亿元；其中小城镇增信项目 6 个，增信余额 130.00 亿元；一般企业项目 15 个，增信余额 77.00 亿元。

在企业债增信业务方面，公司适度拓展地方国有企业的债券项目，同时持续开展企

业债券增信业务品种创新工作。2019 年，公司增信的国内首单批复的债转股专项企业债项目成功发行，进一步拓宽了公司增信业务品种覆盖面，通过资金定向支持服务实体经济发展。2019 年以来，在宏观经济下行、债券违约事件频发的背景下，公司企业债增信业务规模有所收缩。截至 2019 年末，公司尚在增信责任期内企业债券增信项目 29 个，增信余额 258.57 亿元。

公司在短融和中期票据等协会产品增信业务中具有明显优势。截至 2019 年末，公司尚在增信责任期内中期票据增信项目 29 个，增信余额 221.40 亿元；短期融资券增信项目 3 个，增信余额 16.00 亿元；超短期融资券增信项目 4 个，增信余额 20.00 亿

元。

公司审慎选择经营业绩较好、业务规模较大、市场排名靠前的机构合作，推广信托计划增信业务。2019 年末尚在增信责任期内信托计划增信项目 8 个，增信余额 40.90 亿元。

由于项目收益票据将发行主体和地方政府债务隔离，有利于防范和化解地方政府债务风险，公司重点推进现金流有保障、地方政府支持力度大的项目收益类业务。截至 2019 年末，公司尚在增信责任期内项目收益票据增信项目 4 个，增信余额 21.00 亿元。

公司保险债权计划的偿债主体一般为中央企业、大型地方国有企业或省级城投平台企业，未来将不断加大与保险资产管理公司合作，推动该类业务的发展。截至 2019 年末，公司尚在增信责任期内保险债权计划增信项目 4 个，增信余额 51.00 亿元。

公司积极响应国家号召，支持绿色环保行业的发展。2017 年，由公司提供增信服务的银行间市场首单绿色资产支持票据成功发行。截至 2019 年末，公司尚在增信责任期内资产支持票据增信项目 4 个，增信余额 13.45 亿元。

近年来，由于金融租赁行业发展较快，金融租赁公司受到银监会的严格监管且普遍资质较好，公司积极推动金融租赁公司金融债增信业务开展。截至 2019 年末，公司尚在增信责任期内金融债增信项目 1 个，增信余额 10.00 亿元。

## (2) 创新型业务

公司是目前经交易商协会认定的 45 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 29 家信用风险缓释凭证创设机构之一。2019 年以来，公司积极推进信用联结票据等信用风险缓释工具业务创新工作，并通过独立创设及与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证（CRMW）的方式支持民营企业发展。

结合战略导向，公司在初设期尝试开展

创新型增信业务，基本形成包括中债合约 I 号（可选择信用增进合约）、中债合约 II 号（贷款信用风险缓释合约增信服务）、中债合约 III 号（信用风险缓释合约）、中债合约 IV 号（信用风险缓释凭证）在内的创新型业务体系。目前，上述产品的增信责任已到期。

2019 年以来，公司配合交易商协会推进信用联结票据等信用风险缓释工具业务创新工作。2019 年末，公司共开展 23 笔信用风险缓释工具交易，其中创设信用联结票据（CLN）1 笔、买入信用风险缓释合约 1 笔、买入信用违约互换合约 1 笔及买入信用风险缓释凭证 20 笔，名义本金合计 9.46 亿元。

此外，为落实人民银行关于引导设立民营企业债券融资支持工具，促进民营企业债券融资相关政策，公司通过独立创设及与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证（CRMW）的方式支持民营企业发展。从信用风险缓释凭证挂钩的民营企业所在区域来看，已从浙江省逐步扩展至江苏、北京、广东、四川、安徽、湖北等 11 个省（市）；从行业分布来看，已从原材料拓展至交通运输、纺织、大型制造、农林牧渔、通信设备等 10 余个细分行业，整体行业分布较为分散。截至 2019 年末，公司独立创设民营企业债券信用风险缓释凭证 16 只，名义本金 21.40 亿元；与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证 13 只，名义本金 14.90 亿元。

## (3) 境外业务

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

品的增信责任已到期。

## 六、风险管理分析

### 1. 风险管理体系

2019 年以来，公司不断完善具有信用增进行业特点的全面风险管理体系，目前业务风险可控。

作为经营风险的专业机构，公司注重强化风险管理能力。在风险制度方面，公司结合中国金融市场发展的现状和规律，借鉴巴塞尔新资本协议风险管理的理念和方法，构建了以《风险管理指引》为纲领，以基础类信用增进、投资交易、创新型信用增进业务等各项业务管理办法为支撑，各类具体业务品种操作规程为基础，涉及风险识别、计量、定价、风险缓释、资本管理以及后续管理等各个环节全方位、多层次的风险管理政策制度体系，促进各类业务规范、稳健开展。

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

风险资产管理的组织支撑。

风险控制流程与模式方面，公司对信用增进业务的项目受理和立项、项目尽职调查、项目合规性审查和风险评价、项目审批、风险缓释措施落实、合同签订、项目发行和收费以及增信后管理等关键环节的风险管理要求和各部门的职能进行明确，实现对信用增进业务的全流程管理。

### 2. 增信业务组合分析

#### ● 增信业务

公司增信责任余额以高信用等级企业发行为主，尚在增信期内的客户到期期限分布较均衡，但面临较高的业务集中风险。此外，公司投融资平台类增信项目占比较高，在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下，相关风险需予以关注。截至 2019 年末，公司尚在责任期内增信项目 128 个，涉及企业 83 家，尚在增信责任期内增信余额 958.34 亿元。

成立之初，为迅速做大规模、扩大影响，公司针对一批资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模快速增长。随着自身经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。随着国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险逐渐暴露，公司对产能过剩行业的中小企业严格风险准入，增量业务向信用等级较高的客户倾斜。截至 2019 年末，公司 AA 及以上企业客户（不包括发行人无评级项目）涉及增信责任余额 894.97 亿元，占全部增信责任余额的 93.39%。总体看，公司增信责任余额以高信用等级企业客户为主。

表5 公司尚在责任期增信业务级别分布情况

单位：亿元、%

| 项目种类 | 2017 年末 |       | 2018 年末 |       | 2019 年末 |       |
|------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
|      | 金额      | 占比    | 金额      | 占比    | 金额      | 占比    |
| AAA  | 128.30  | 13.41 | 158.90  | 14.91 | 142.60  | 14.88 |



|              |        |        |         |        |        |        |
|--------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| AA+          | 284.30 | 29.72  | 381.10  | 35.76  | 322.67 | 33.67  |
| AA           | 446.10 | 46.63  | 440.61  | 41.35  | 429.70 | 44.84  |
| AA-          | 42.40  | 4.43   | 21.40   | 2.01   | 14.40  | 1.50   |
| A+及以下        | 10.50  | 1.10   | 6.00    | 0.56   | 1.00   | 0.10   |
| 发行人无评级       | 45.00  | 4.70   | 14.40   | 5.41   | 47.97  | 5.01   |
| 其中：原始权益人 AAA | 20.00  | 2.09   | 16.10   | 1.51   | 13.45  | 1.40   |
| 反担保保证人 AAA   | -      | -      | 7.00    | 0.66   | 6.62   | 0.69   |
| 反担保保证人 AA+   | 20.00  | 2.09   | 20.00   | 1.88   | 15.00  | 1.57   |
| 反担保保证人 AA    | 5.00   | 0.52   | 14.50   | 1.36   | 12.90  | 1.35   |
| 合计           | 956.60 | 100.00 | 1065.60 | 100.00 | 958.34 | 100.00 |

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

从公司增信余额的行业分布情况来看，2019 年末前五大行业依次为建筑业，保障房、城镇化建设及棚改旧改，综合，金融业和采矿业；公司建筑业和保障房、城镇化建设及棚改旧改项目主要为投融资平台类项目。截至 2019 年末，公司第一大行业增信余额占比为 43.24%，前五大行业增信余额合计占 92.39%，行业集中度较上年末有所下降但呈保持高水平。

表6 公司尚在责任期增信业务行业分布情况  
单位：亿元、%

| 项目种类           | 2019 年末 |        |
|----------------|---------|--------|
|                | 金额      | 占比     |
| 建筑业            | 414.40  | 43.24  |
| 保障房、城镇化建设及棚改旧改 | 177.50  | 18.52  |
| 综合             | 148.57  | 15.50  |
| 金融业            | 83.00   | 8.66   |
| 采矿业            | 62.00   | 6.47   |
| 水的生产和供应业       | 18.45   | 1.93   |
| 商务服务业          | 13.00   | 1.36   |
| 公共设施管理业        | 11.62   | 1.21   |
| 医药制造业          | 8.00    | 0.83   |
| 批发与零售业         | 8.00    | 0.83   |
| 燃气生产和供应业       | 7.40    | 0.77   |
| 化学原料及化学制品制造业   | 4.40    | 0.46   |
| 文化             | 2.00    | 0.21   |
| 合计             | 958.34  | 100.00 |

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

投融资平台类项目在公司增信业务中占比较高，目前尚未出现违约情况。但随着政府强力推行政府与融资平台债务偿还责任分离，地方政府对融资平台的隐性担保趋

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

从增信余额的项目分布情况来看，截至 2019 年末，公司单一最大项目增信余额 25.00 亿元，占公司净资产的 24.57%，此项目为天津东方财信投资集团有限公司非公开定向债务融资工具项目；最大五家项目增信余额合计 112.00 亿元，为公司净资产的 1.10 倍，主要为小城镇项目，项目集中度高，但考虑到小城镇项目主体信用评级较高，项目具有改善民生的社会效益，风险可控。

从到期期限分布上看，2019 年末公司到期期限在 1 年内、1~3 年、3~5 年及 5 年以上的增信业务占比分别为 25.52%、45.69%、

24.52%和 4.27%。总体来看，公司增信项目 期限分布较均衡。

表7 尚在责任期增信业务到期期限分布情况

单位：亿元、%

| 项目种类         | 2017 年末 |        | 2018 年末 |        | 2019 年末 |        |
|--------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|              | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     |
| 1 年以内（含 1 年） | 201.30  | 21.04  | 242.27  | 22.74  | 244.60  | 25.52  |
| 1~3 年（含 3 年） | 387.27  | 40.48  | 464.00  | 43.54  | 437.82  | 45.69  |
| 3~5 年（含 5 年） | 254.54  | 26.61  | 298.55  | 28.02  | 235.01  | 24.52  |
| 5 年以上        | 113.49  | 11.86  | 60.79   | 5.70   | 40.91   | 4.27   |
| 合计           | 956.60  | 100.00 | 1065.60 | 100.00 | 958.34  | 100.00 |

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

在风险缓释措施方面，公司主要以第三方保证担保、股票质押、股权质押、应收账款质押和房产土地抵押等形式作为风险缓释措施。截至 2019 年末，公司已发行未到期增信项目中，除部分主体评级为 AA<sup>+</sup>级及以上企业外，绝大部分增信主体都向公司提供了风险缓释措施；其中，评级为 AA<sup>+</sup>及以下级别企业全提供了全额覆盖信用风险敞口的风险缓释措施。

公司根据《信用增进业务风险分类管理办法》对增信对象进行风险分类。截至 2019 年末，公司增信业务风险分类中全部为正常项目。截至 2019 年末，公司增信业务累计计提风险准备金 17.60 亿元，相当于同期增信余额的 1.84%。

2019 年，公司到期增信业务未发生代偿情况。截至 2019 年末，公司累计发生 13 笔代偿，金额合计 6.59 亿元，累计代偿回收额 3.39 亿元，其余代偿仍在回收过程中；累计代偿率为 0.37%，代偿回收率为 51.44%。

#### ● 创新业务

对于由公司提供保护的信用风险缓释工具净头寸，公司将承担由标的实体发生支付违约、破产等信用事件造成的损失，主要承担的信用风险是标的债务违约风险。2016 年，交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据等四类产品的业务指引。对此，公司制定了《信用风险缓释凭证业务操

作规程（试行）》，就信用风险缓释凭证的交易前准备、买入保护类业务操作流程、交易实施、业务后续管理制定细则。同时，公司积极构建和完善相关业务的风险管理框架，从业务开展策略、操作规程、风险指引和限额、风险准备金、资本占用管理方案以及会计处理规则等方面，建立了完备的前中后台管理制度框架，确保相关业务有序开展、风险可控。

## 七、财务分析

公司提供了 2019 年财务报告，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年度财务报告进行了审计，审计意见为标准无保留。2019 年，公司对部分会计政策进行了变更，并按规定进行了追溯调整。

### 1. 资本结构

公司资本实力强，2019 年以来无固定期限金融债券的成功发行对资本起到了一定补充作用。

公司资本来源以资本金和利润留存为主，2019 年 7 月，公司成功发行一期规模为 15.00 亿元的无固定期限金融债券，计入其他权益工具科目，资本实力得到进一步提升。截至 2019 年末，公司所有者权益 101.74 亿元，其中股本 60.00 亿元，其他权益工具 15.00 亿元，盈余公积 4.83 亿元，未分配利润 18.86 亿元。2019 年，公司分配现金股利

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

公司负债主要由卖出回购金融资产、长期借款及信用增进业务准备金组成（见表 8）。2019 年以来，由于卖出回购金融资产规模的

快速下滑，公司负债规模有所下降。截至 2019 年末，公司负债总额为 48.73 亿元，较上年末下降 10.12%。

公司卖出回购金融资产款全部源于质押式回购业务。截至 2019 年末，公司卖出回购金融资产余额 6.96 亿元，较上年末下降 48.58%。

表 8 公司负债结构

单位：亿元

| 项 目         | 2017 年末      | 2018 年末      | 2019 年末      |
|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 卖出回购金融资产    | 28.27        | 13.53        | 6.96         |
| 长期借款        | 19.17        | 19.17        | 19.16        |
| 信用增进业务准备金   | 19.41        | 16.36        | 17.60        |
| 其他          | 4.29         | 5.16         | 5.01         |
| <b>负债合计</b> | <b>71.14</b> | <b>54.22</b> | <b>48.73</b> |

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司计提的信用增进业务准备金包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提，特种准备是针对重大突发事件的风险计提。2019 年以来，在国内宏观经济增速放缓的背景下，公司加大了信用增进业务风险准备金计提力度。截至 2019 年末，公司风险准备金余额 17.60 亿元，占同期增信余额的 1.84%，对已发生代偿和存量项目的覆盖水平较好。

公司长期借款主要为办公楼抵押贷款，2019 年末长期借款规模保持稳定。截至 2019 年末，公司长期借款余额 19.16 亿元，其中办公楼抵押贷款 14.16 亿元，信用贷款 5.00

亿元。为拓宽资金来源，公司积极争取银行及其他机构授信，截至 2019 年末，公司共获得 9 家机构合计 291.25 亿元的授信额度。

## 2. 资金运用与资产质量

2019 年以来，受所有者权益规模快速增长的影响，公司资产总额较上年末快速上升；公司投资规模较大，投资品种以债券为主；公司投资资产出现违约情况，需持续关注违约资产后续处置进程。截至 2019 年末，公司资产总额为 150.47 亿元，较上年末增长 11.63%。公司资金主要运用于投资业务，投资资产占资产总额的比例保持在较高水平（见表 9）。

表 9 公司资产结构

单位：亿元

| 项 目                       | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|---------------------------|---------|---------|---------|
| 货币资金                      | 0.53    | 0.86    | 0.08    |
| 贷款                        | 1.37    | --      | --      |
| 同业资产                      | 11.33   | 3.49    | 2.39    |
| 投资资产                      | 112.61  | 111.72  | 129.53  |
| 其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 8.95    | 10.02   | 16.51   |
| 持有至到期投资                   | 38.33   | 33.56   | 38.69   |
| 可供出售金融资产                  | 56.16   | 56.50   | 62.57   |
| 其他资产                      | 25.07   | 18.73   | 18.47   |



|           |               |               |               |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 其中：应收代偿款  | 4.03          | 0.03          | 0.16          |
| 递延所得税资产   | 5.36          | 5.15          | 4.81          |
| <b>合计</b> | <b>150.91</b> | <b>134.80</b> | <b>150.47</b> |

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2019 年末，公司同业资产余额 2.39 亿元，全部为买入返售金融资产，标的资产全部为债券。

投资资产是公司最主要的资产类别。2019 年以来，公司持续加强短久期债券投资力度，减持长久期债券和低收益率债券，提高优质信用债占比；权益投资业务方面，公司秉持价值投资策略，择机配置优质龙头公司，投资标的以 A 股中沪深 300 和港股通中 AH 标的为主。公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括国债、地方政府债券、政策性金融债券、中期票据、短期融资券、企业债以及公司债；截至 2019 年末，公司投资的利率债以及外部评级在 AA+ 及以上的信用债余额合计占债券投资余额的 85.74%，整体信用等级较高。2019 年以来，由于股票市场行情回暖，公司加大了股票投资力度，保持稳健的投资策略，主要买入并持有行业龙头上市公司为股票，集中于金融、公用事业和可选消费等高分红、低估值行业。截至 2019 年末，公司投资资产净额 129.53 亿元，占资产总额的 86.09%。其中，可供出售金融资产净额 62.57 亿元，其中债券投资余额 35.59 亿元、信托投资余额 5.02 亿元、股票投资余额 22.31 亿元，计提可供出售金融资

产减值准备余额 0.35 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额 16.51 亿元，投资标的均为债券；持有至到期投资净额 38.69 亿元，投资标的为债券，计提持有至到期投资减值准备余额 0.07 亿元；衍生金融资产投资余额 0.01 亿，全部为信用风险缓释工具；投资性房地产余额 11.71 亿元，主要是公司办公大楼完工，部分因出租转入此科目。此外，公司投资资产还包括少量对联营企业的长期股权投资。公司投资资产出现个别违约情况，违约资产规模占总投资资产总额的比重较小。

公司其他资产规模较大，主要是由于公司办公大楼完工，部分转入固定资产所致。截至 2019 年末，公司其他资产余额 18.47 亿元，其中固定资产余额 10.68 亿元；应收代偿款 0.16 亿元。

### 3. 经营效率及盈利能力

公司营业收入主要由信用增进业务净收入和投资收益构成，2019 年以来，得益于投资收益的增加，公司营业收入略有增长，整体盈利水平较好。2019 年公司实现营业收入 13.51 亿元，较上年增长 0.45%（见表 10）。

表 10 公司收益指标

单位：亿元、%

| 项 目            | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 营业收入：          | 12.66  | 13.45  | 13.51  |
| 其中：信用增进业务净收入   | 6.66   | 7.14   | 7.11   |
| 投资收益           | 5.38   | 4.94   | 5.67   |
| 利息收入           | 0.30   | 0.18   | 0.16   |
| 营业成本：          | 5.01   | 5.07   | 5.00   |
| 其中：提取信用增进业务准备金 | 0.92   | 2.31   | 1.24   |
| 业务及管理费         | 1.79   | 1.70   | 1.92   |
| 利息支出           | 1.33   | 1.25   | 1.15   |
| 净利润            | 5.86   | 6.33   | 6.61   |
| 平均资产收益率        | 3.78   | 4.43   | 4.64   |
| 平均净资产收益率       | 7.46   | 7.90   | 7.25   |

公司综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价，同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平，公司增信业务议价能力较强。2019 年，由于增信业务规模有所下降，公司增信业务收入较上年末略有下滑，2019 年实现增信业务收入 7.11 亿元，较上年末下降 0.39%，占营业收入的 52.63%。

2019 年以来，受投资资产规模增长以及股市回暖的影响，公司投资收益规模快速增长，主要以债券利息收入为主。2019 年，公司实现投资收益 5.67 亿元，较上年末增长 14.87%，占营业收入的 41.98%。

公司营业成本主要来自提取信用增进业务准备金、业务及管理费和利息支出。2019 年以来，由于增信业务规模的下降，公司风险准备金计提力度有所减弱。2019 年，公司提取信用增进业务准备金 1.24 亿元。2019 年，公司业务及管理费 1.92 亿元，相当于营业收入的 14.24%，营业费用整体保持在合理范围。2019 年，公司利息支出 1.15 亿元，主要为卖出回购金融资产利息支出和长期借款利息支出。

2019 年，得益于投资收益的快速增长和风险准备金计提规模的下降，公司净利润有所上升。2019 年，公司实现净利润 6.61 亿元，较上年末增长 4.40%，平均资产收益率

及平均净资产收益率分别为 4.64%和 7.25%。

#### 4. 资本充足率及代偿能力

2019 年以来，得益于无固定期限金融债券的成功发行，公司资本实力得到一定增强，公司净资本规模快速上升。

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

从现金流情况来看，2019 年以来，由于提供信用增进服务取得的现金规模较大，公司经营活动产生的现金流保持净流入状态；受收到买入返售金融资产现金款规模快速下降的影响，投资活动产生的现金转为净流出状态；由于支付卖出回购金融资产款规模快速下降，2019 年以来筹资活动产生的现金转为净流入状态（见表 11）。

表 11 公司现金流情况 单位：亿元

| 项 目           | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 2.97   | 3.95   | 3.90   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 12.30  | 13.89  | -8.63  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -14.60 | -20.02 | 3.96   |
| 现金及现金等价物净增加额  | 0.60   | -2.18  | -0.77  |
| 期末现金及现金等价物余额  | 3.02   | 0.83   | 0.06   |

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

2019 年 7 月，公司成功发行一期规模为 15.00 亿元的无固定期限金融债券，计入其他权益工具科目，资本实力得到进一步提升；得益于资本实力的快速增长，公司净资本规

模持续上升。根据公司 2019 年末的资产状况，估算出公司净资本为 72.57 亿元，净资本比率为 71.33%（见表 12）。由于公司净资本规模快速增长，2019 年末公司净资本增

信倍数较上年末快速下降，净资产覆盖率先上升状态。截至 2019 年末，公司净资产增信倍数为 9.44 倍，净资产增信倍数为 13.24 倍，净资产覆盖率为 126.21%。

表 12 公司资本充足性指标

单位：亿元、%

| 项 目     | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|---------|---------|---------|---------|
| 增信余额    | 959.94  | 1068.79 | 960.50  |
| 净资产     | 79.76   | 82.71   | 101.74  |
| 净资本     | 44.83   | 52.63   | 72.57   |
| 净资产增信倍数 | 12.04   | 13.26   | 9.44    |
| 净资本增信倍数 | 21.41   | 20.31   | 13.24   |
| 净资本比率   | 56.20   | 65.31   | 71.33   |
| 净资产覆盖率  | 78.10   | 82.32   | 126.21  |

注：净资本数据为联合资信内部测算口径  
 资料来源：公司提供资料，联合资信整理

## 八、债券偿债能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内的无固定期限金融债券本金为30亿元。在2019年财务数据基础上，公司经营活动现金流入量、净利润和股东权益对无固定期限金融债券本金的保障倍数见表13。总体看，公司经营活动现金流入量和净利润对无固定期限金融债券的保障能力一般，股东权益对无固定期限金融债券的保障能力强。

表 13 以 2019 年末数据测算无固定期限金融债券保障情况

单位：亿元、倍

| 项 目                   | 金额    |
|-----------------------|-------|
| 无固定期限金融债券本金           | 30.00 |
| 经营活动现金流入量/无固定期限金融债券本金 | 0.31  |
| 净利润/无固定期限金融债券本金       | 0.22  |
| 股东权益/无固定期限金融债券本金      | 3.39  |

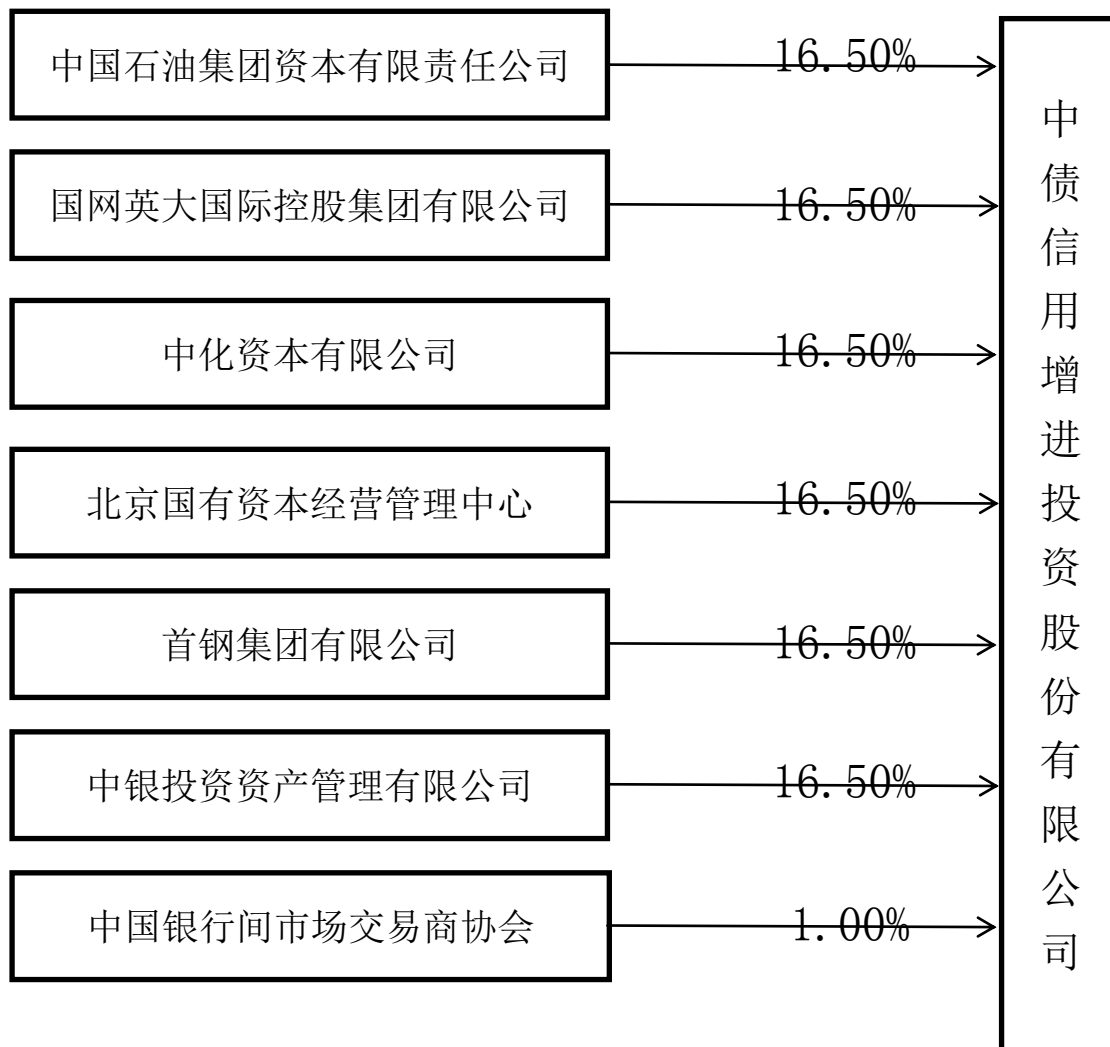
数据来源：公司审计报告，联合资信整理

## 九、结论

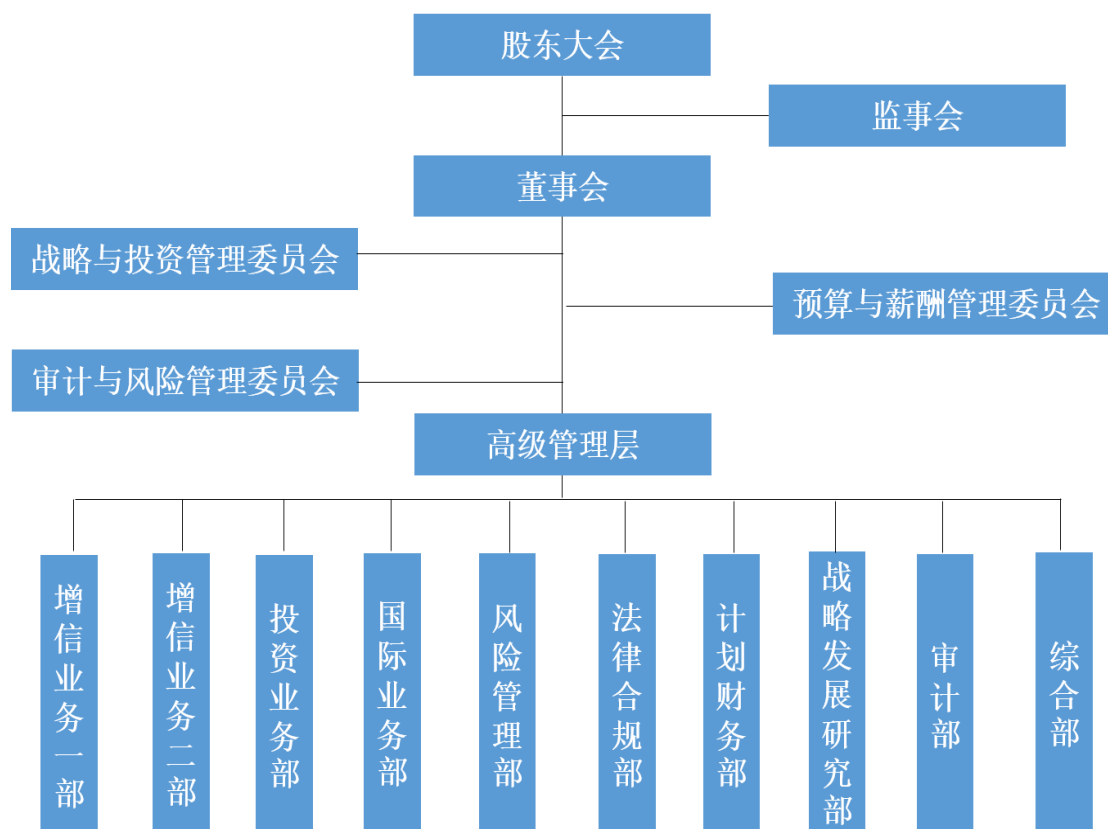
综合上述对公司的公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时期内公司的信用水平将保持稳定。



附录 1 2019 年末股权结构图



## 附录 2 2019 年末组织结构图



### 附录 3 主要财务指标的计算公式

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



## 附录 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

## 附录 4-2 信用增进公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信信用增进公司中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附录 4-3 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 |