

信用等级公告

联合〔2020〕1279号

联合资信评估股份有限公司通过对重庆市合川工业投资（集团）有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定重庆市合川工业投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，重庆市合川工业投资（集团）有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十月二十三日



重庆市合川工业投资（集团）有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AA

担保方长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况

本期中期票据发行规模：不超过 6.00 亿元

本期中期票据期限：3+2 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

担保方式：中证信用融资担保有限公司提供本息全额不可撤销连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2020 年 10 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

重庆市合川工业投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）是合川区重要的基础设施建设主体之一，也是合川工业园区唯一的开发建设主体，主要负责园区内基础设施建设和土地整治等业务。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司业务具有较强的区域专营优势，并持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，公司资产质量较差、债务负担较重、存在较大短期偿债压力、回款进度滞后等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据发行对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证信用担保”）为本期中期票据提供本息全额不可撤销连带责任保证担保。联合资信评定中证信用担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定，中证信用担保的担保实力极强，其担保显著提升了本期中期票据的偿付安全性。

近年来，合川区经济持续增长，合川工业园区发展态势良好，为公司发展创造了良好的外部环境；公司在合川工业园区土地整理和基础设施建设方面专营地位突出，未来有望持续获得有力的外部支持。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况、担保方担保实力以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 外部发展环境良好。近年来，合川区经济实力持续增强，2017—2019 年地区生产总值分别为 595.17 亿元、712.93 亿元和 912.51 亿元，固定资产投资增幅分别为 10.7%、11.4%和 10.9%；合川工业园区是重庆市首批市级特色工业园区之一，对合川区工业经济的贡献较大，近年来园区建设和招商引资正常推进，公司面临良好的外部发展环境。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	bbb	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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F5	现金流	资产质量	5
			盈利能力	3
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		5
调整因素和理由				调整子级
外部支持				6

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

分析师: 张雪婷 王中天 黄 焘

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. 区域专营地位突出。公司作为合川工业园区唯一的开发建设主体,业务具有较强的区域专营优势。
3. 持续获得有力的外部支持。近年来,公司在资产注入、债务置换及财政补贴等方面获得了持续有力的外部支持。2017—2019 年,公司分别获得财政补贴资金 1.42 亿元、1.01 亿元和 1.00 亿元。

关注

1. 整体资产质量较差。公司资产中变现能力较弱的存货、安置房项目投入和应收类款项占比很高,对资金形成较大占用;公司资产受限比例较高,资产流动性较弱,整体资产质量较差。
2. 债务负担较重,且存在较大的短期偿债压力。近年来,公司负债规模不断增长,截至 2020 年 6 月底调整后全部债务资本化比率为 56.85%,债务负担较重;2018 年以来,公司短期债务规模显著上升,2020 年 7—12 月及 2021—2023 年,公司需偿还的有息债务规模分别为 23.50 亿元、57.40 亿元、42.80 亿元和 29.29 亿元,未来将持续面临较大的集中偿债压力。
3. 代建和土整业务回款进度滞后,对资金周转形成较大压力;安置房项目未来回款模式有待关注。公司代建和土整业务回款周期较长,回款进度滞后,对资金周转形成较大压力。截至 2020 年 6 月底,公司应收合川工业园区管委会的工程结算款为 106.17 亿元,账龄较长,未来回收进度存在一定不确定性。此外,公司安置房项目投资规模较大,尚未确定处置方式且未确认相关收入,未来回款模式有待关注。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	8.19	4.01	8.57	15.38
资产总额(亿元)	268.52	287.85	305.76	331.34
所有者权益(亿元)	116.93	118.45	120.67	120.66
短期债务(亿元)	12.56	44.08	45.12	46.62
长期债务(亿元)	99.41	74.52	92.16	109.32
全部债务(亿元)	111.97	118.60	137.29	155.94
营业收入(亿元)	18.36	18.88	17.06	7.29
利润总额(亿元)	2.27	2.62	2.84	0.51
EBITDA(亿元)	2.27	2.70	2.88	--
经营性净现金流(亿元)	0.48	0.93	1.10	0.37
营业利润率(%)	7.51	13.08	12.73	8.65
净资产收益率(%)	1.62	1.85	2.04	--
资产负债率(%)	56.45	58.85	60.53	63.58
全部债务资本化比率(%)	48.91	50.03	53.22	56.38
流动比率(%)	472.17	257.57	253.51	251.74
经营现金流负债比(%)	1.09	1.09	1.24	--
现金短期债务比(倍)	0.65	0.09	0.19	0.33
EBITDA 利息倍数(倍)	0.36	0.33	0.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	49.28	43.90	47.75	--
公司本部(母公司)				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	240.53	248.64	287.67	311.18
所有者权益(亿元)	108.61	110.36	112.26	112.27
全部债务(亿元)	106.00	108.15	133.85	152.72
营业收入(亿元)	18.28	18.83	17.00	7.26
利润总额(亿元)	2.29	2.87	2.48	0.52
资产负债率(%)	54.85	55.61	60.98	63.92
全部债务资本化比率(%)	49.39	49.49	54.39	57.63
流动比率(%)	600.99	317.28	277.88	282.55
经营现金流负债比(%)	-3.39	3.52	0.23	--

注: 公司 2020 年半年度财务报表未经审计

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
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆市合川工业投资（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

重庆市合川工业投资（集团）有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

重庆市合川工业投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）前身为重庆市合川江城实业发展有限公司，由重庆市合川区人民政府（以下简称“合川区政府”）于2002年8月批准成立，初始注册资本为700万元，原合川市南津街街道办事处和原合川市南津街街道办事处林业站分别认缴出资420万元和280万元。2003—2009年，公司共经历了四次增资和四次股东变更。2009年12月，根据合川国资（2009）74号文件，公司以货币资金分别出资组建了重庆市合川润化实业发展有限公司（现更名为重庆市合川医药健康产业发展有限公司，以下简称“合川医药”）等共3家子公司，并更为现名。2010年12月，根据合川国资（2010）70号和合川府（2010）82号文件，合川区政府以土地使用权增加公司注册资本50000万元，公司注册资本增至150000万元，重庆市合川区国有资产管理办公室（以下简称“合川区国资办”）为公司唯一股东。2016年4月，根据合川府（2016）177号和合川国资（2016）235号文件，合川区国资办将持有的公司100%股权无偿划转至重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“合川城投”）。2019年1月和2020年6月，合川区国资办先后更名为“重庆市合川区国有资产保值增值营运中心”和“重庆市合川区国有资产管理中心”（以下简称“合川区国资中心”）。截至2020年6月底，公司注册资本和实收资本均为150000万元，合川城投为公司唯一股东，合川区国资中心为公司实际控制人。

公司经营范围：粮食收购、项目投资、从事建筑相关业务（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，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）；国

有资产经营管理，园林绿化服务，土地整治服务（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

截至2020年6月底，公司本部内设财务管理部、资本运营部、资产管理部、风险控制部、项目管理部、综合办公室共6个职能部门，纳入合并范围的子公司共3家。

截至2019年底，公司合并资产总额305.76亿元，所有者权益120.67亿元；2019年，公司实现营业收入17.06亿元，利润总额2.84亿元。

截至2020年6月底，公司合并资产总额331.34亿元，所有者权益120.66亿元；2020年1—6月，公司实现营业收入7.29亿元，利润总额0.51亿元。

公司注册地址：重庆市合川工业园区核心区科技孵化大楼。法定代表人：陈凯。

二、本期中期票据概况

公司已于2020年注册15.00亿元中期票据，本期计划发行2021年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额不超过6.00亿元，期限为3+2年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据采用单利按年付息，本金于到期日一次性兑付，募集资金拟全部用于偿还公司有息债务。

本期中期票据由中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证信用担保”）提供本息全额不可撤销连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供

需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。

由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年

一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，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；4. 城镇失业率统计中，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。

2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。

2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居

民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。

2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅(11.7%)显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。

2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，

出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。

2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。

2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为 -0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。

2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。

2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21% 和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11% 和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。

2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长

动力来看,8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象,经济内生修复动力加强,再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此,综合资金和经济增长力看,四季度基建投资难有更出色表现,单月增速或将进一步下降。

消费方面,四季度消费将继续保持向好的趋势不变。

冬季疫情的反复可能会对消费造成波动,但北京及青岛区域疫情的快速控制,给居民带来信心,使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心,支撑消费增速继续向上修复的趋势不变,但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看,在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下,消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发,将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面,预计年内出口增速依然保持较强的韧性。

一方面,随着冬季全球第二波疫情的爆发,防疫物资需求短期内依然较为旺盛,支撑我国出口增速;另一方面,全球经济逐步恢复,海外需求上升支撑我国出口增速,联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%,较三季度收窄4个百分点;从主要发达经济体制造业PMI来看,经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展,包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、

供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用,其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初,固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力,而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下,地方政府基础设施建设投融资平台(一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”)应运而生。2008年后,在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下,城投企业数量快速增加,融资规模快速上升,为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险,2010年以来,国家出台了一系列政策法规,如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等,以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年,《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号,以下简称“《43号文》”)颁布,城投企业的政府融资职能逐渐剥离,城投企业逐步开始规范转型。但是,作为地方基础设施投资建设运营主体,城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响,我国经济下行压力持续增大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度,明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》,财政部发布《地

方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

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

下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

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

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

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

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

表2 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退

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

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集

约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难

度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

公司是重庆市合川区重要的基础设施建设主体之一，是合川工业园区唯一的开发建设主体。公司的经营范围、投资方向及融资能力与合川区及合川工业园区的经济增长与发展规划密切相关。

合川区作为重庆市规划的六大区域性中心城市之一，具有一定区位优势，经济实力持续增强。

合川区是重庆市下属的19个行政区之一，地处重庆西北部，毗邻两江新区，是重庆市规划建设的六个区域性中心城市之一和“一小时经济圈”的重要板块，下辖23个镇、7个街道办事处，总人口约160万人。

2017—2019年，合川区分别实现地区生产总值595.17亿元、712.93亿元和912.51亿元，增速分别为9.0%、6.5%和9.5%，经济总量保持较快增长。2019年，合川区装备制造、医药健康、信息技术等三大主导产业产值保持增长；建材、食品加工、日用玻璃等传统产业产值稳步提升；战略性新兴产业、数字经济产业、高技术产业等新兴产业发展较快，产值同比分别增长32.0%、37.8%和27.5%。2017—2019年，合川区固定资产投资保持增长，增速分别为10.7%、11.4%和10.9%。2020年1—6月，合川区实现地区生产总值434.60亿元，较上年同期增长21.28%。

合川工业园区是重庆市首批市级特色工业园区之一，对合川区工业经济的贡献较大，近年来园区建设和招商引资正常推进，为公司发展提供了良好的外部环境。

合川工业园区是2003年3月经重庆市人民政府批准，并经国家发改委核准成立的重庆市第一批市级特色工业园区之一，成立之初，经批准的规划面积仅为2平方公里，即南溪组

团堰口片区。经过多年的发展，目前合川工业园区包含三个片区，分别为南溪片区（原南溪组团A区）、草街片区（原南溪组团C区）、城北片区（原渭沱组团B区），总规划面积为42.19平方公里，建设用地面积32.47平方公里，其中可用于企业建设的工业用地为15.18平方公里。合川工业园区内骨干路网已形成，建成骨干道路50条约78公里，辖区内基础设施建设较为完善，形成了三大产业集群，包括以顺博铝业、迈高电梯、友柱汽车等为龙头的装备制造产业，以希尔安、康佳药业、新峰医疗、德川医疗等为主导的医药健康产业，以韩国宝罗、达方电子、强业电子、恒芯天际等为支撑的电子信息技术产业。

招商引资方面，2019年，合川工业园区推进项目约40个，其中供地类项目包括梅香园扩能、中安颐高诺亚方舟应急安全小镇、华创扩能、海帆节能门窗、盘活中控等，租赁类项目包括合川医药产业孵化器、同科汽配、亿畅环保、全航食品、展雄机械等。全年完成协议资金约76亿元，到位资金（含续建项目）约46亿元，盘活闲置厂房约14万平方米。

2019年，合川工业园区实现工业总产值约365亿元，同比增长13.5%，约占合川区全区工业总产值的40%，对合川区工业经济的贡献较大；完成固定资产投资约42亿元，其中工业固定资产投资约38亿元。2020年1—6月，合川工业园区新投产企业19家，截至2020年6月底共拥有投产工业企业224家，其中规模以上工业企业116家，2020年上半年实现工业总产值162.51亿元，其中规模以上工业产值155.66亿元，同比增长8.63%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年6月底，公司注册资本和实收资本均为15.00亿元，公司唯一股东为合川城投，实际控制人为合川区国资中心。

2. 企业规模与竞争优势

公司是合川工业园区唯一的开发建设主体，区域内专营优势较强；合川区主要平台业务区域划分较为明确，不存在明显的竞争关系。

按照区域及职能划分，合川区主要有3家地方投融资建设主体，即公司、合川城投和重庆市合川农村农业投资（集团）有限公司（以下简称“合川农投”）。其中，公司和合川农投是合川城投的子公司，公司主要负责合川工业园区范围内的基础设施建设、土地整治等；合

川农投主要负责合川区城乡基础设施、新农村建设、农业、水利重点工程和其他重大项目建设等；合川城投是合川区最大的城市基础设施建设投资运营主体，本部及下属子公司的业务范围覆盖了合川区主城区、园区及下辖乡镇，其中合川城投本部主要负责合川区主城区范围内的土地整理和基础设施建设。整体看，合川区各主要平台企业在业务区域范围上划分较为明确，不存在明显的竞争关系。

表3 合川区主要平台基本情况（单位：亿元）

企业名称	资产总额	所有者权益	有息债务	营业收入	利润总额	实际控制人	业务范围
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	1028.89	394.86	526.48	67.78	8.17	合川区国资中心	主要负责合川区城市基础设施建设、土地整治、工业园区开发建设等业务
重庆市合川工业投资（集团）有限公司	305.76	120.67	141.34	17.06	2.84	合川区国资中心	主要负责合川工业园区内的基础设施建设及土地整治等业务
重庆市合川农村农业投资（集团）有限公司	201.44	82.97	89.29	7.36	1.64	合川区国资中心	主要负责合川区城乡基础设施建设以及土地运营、砂石采运、自来水供应等业务

注：以上数据时间节点为2019年（底）

资料来源：根据公开资料整理

3. 人员素质

公司高级管理人员具有政府相关单位工作背景及一定管理经验，公司员工学历及年龄构成较为合理，整体素质尚可，能够满足公司日常经营需求。

公司高级管理人员共2名，包括总经理1名、副总经理1名。

陈凯先生，1967年生，大学本科学历，二级法官；历任合川区人民法院书记员、助理审判员、审判员、执行庭副庭长、审监庭庭长、执行庭庭长，合川区人民政府法制办主任、办公室副主任、金融办主任，合川区三庙镇党委书记、草街街道党工委书记等职务；2017年1月起任公司董事长，兼任公司法定代表人。

沈伟先生，1976年生，大学本科学历；历任合川市官渡镇团委书记，合川工业园区规划建设科科长，合川工业园区管委会办公室副主任，合川工业园区管委会办公室副主任，公司

副总经理等职务；2017年1月起任公司总经理。

汤家生先生，1963年生，大学本科学历；历任合川市内口乡财政所副所长兼总会计，合川市古楼镇财经办主任兼财税所副所长，合川市古楼镇党委组织委员党政办主任、财经办主任、财税所副所长，合川工业园区管委会办公室督查办副主任、党政办主任，合川工业园区管委会办公室纪工委书记、财政所所长，江城实业发展有限公司财务部部长、副总经理等职务；2017年1月起任公司副总经理。

从员工结构看，截至2020年6月底，公司共有在职员工102人。从学历结构看，本科及以上学历员工56人，占54.88%；大专学历员工33人，占32.30%；大专以下学历员工13人，占12.82%。从年龄结构看，30岁及以下员工51人，占50.00%；31~50岁员工40人，占39.20%；50岁以上员工11人，占10.80%。

4. 外部支持

近年来,重庆市合川区一般公共预算收入小幅波动,财政自给率低,财政总收入对政府性基金收入和上级补助收入依赖较大;公司在资产注入、债务置换及财政补贴等方面获得了有力的外部支持。

合川区

2017—2019年,合川区全区一般公共预算收入小幅波动,分别为41.53亿元、40.72亿元和41.53亿元。根据《关于合川区2019年财政决算(草案)的报告》,2019年,合川区全区一般公共预算收入中,税收收入27.95亿元,占比67.30%。同期,合川区完成一般公共预算支出106.16亿元,较上年增长7.0%;财政自给率为39.12%,较上年下降1.94个百分点,合川区财政自给能力弱。2019年,合川区全区完成政府性基金收入76.26亿元,同比增长2.4%,其中国有土地使用权出让收入68.54亿元,同比增长1.8%。2019年,合川区获得上级补助收入51.60亿元,占财政总收入比重较大,对合川区财政可用财力形成重要补充。截至2019年底,合川区全区政府债务余额134.37亿元(限额134.40亿元),其中一般债务68.98亿元、专项债务65.39亿元,政府债务率(政府债务余额/(一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入)×100%)为79.33%。

根据《2020年1—6月重庆市合川区财政预算执行情况》,2020年上半年,合川区全区一般公共预算收入完成20.75亿元,同比增长5.02%,其中税收收入12.79亿元,受减税降费政策影响,同比下降8.77%。同期,全区一般公共预算支出45.67亿元,同比下降16.92%,财政自给率为45.43%,合川区财政自给能力仍较弱。2020年上半年,合川区全区完成政府性基金收入25.75亿元,同比下降19.37%。

合川工业园区

根据《重庆市合川区人民政府关于印发合川区镇街(园区)财政体制调整方案的通知》(合川府发〔2016〕8号),合川区一般公共预算收支实行“区与镇街(园区)划分收支,核

定基数,收入共享,转移支付”的分税制财政管理体制模式,街道、园区参照一级政府实行财政体制。镇街(园区)辖区内财政收入按照属地管理的原则划分为区本级固定收入、镇街(园区)固定收入、区本级与镇街(园区)共享收入。

按照上述财政体制,2016—2017年及2019年,合川工业园区分别实现一般公共预算收入7.75亿元、7.87亿元和8.61亿元,政府性基金收入以上级补助形式返还,分别实现5.40亿元、5.02亿元和5.15亿元。同期,合川工业园区一般公共预算支出分别为5.71亿元、6.98亿元和6.98亿元,财政自给能力较强。公司未提供2018年合川工业园区财政数据。

资产注入

2016—2017年,合川区财政局分别向子公司重庆市合川农民创业投资有限公司(以下简称“合川农创”)划入农创园区基建项目配套的土地资产3.01亿元和1.60亿元(相应增加“资本公积”),用于支持合川农创的业务开展。

债务置换

2018年,合川区政府通过地方政府债券资金置换公司债务合计6.72亿元,收到的地方政府债券资金计入“资本公积”(由于当年公司注销土地资产7.22亿元,故资本公积期末余额较上年底有所下降)。

2019年,根据合川财预债〔2019〕213号文件,合川区财政局向公司下达2.54亿元偿债资金,公司将其计入“其他应付款”。

财政补贴

2017—2019年,公司分别获得财政补贴资金1.42亿元、1.01亿元和1.00亿元,计入“其他收益”科目,主要用于工业园区土地整治、基础设施建设和支持公司发展。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况正常,未发现公司其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用记录》(授信机构版),统一社会信用代码:

91500117739840972G），截至2020年10月14日，公司本部无未结清的不良或关注类信贷记录。公司已结清信贷记录中存在4笔次级类贷款，根据重庆农村商业银行合川支行出具的《情况说明》，上述4笔贷款为公司于2005年9月至2006年9月贷入的工业园区土地储备整治项目贷款，贷款银行将此类性质的贷款划入关注类，并在改制为商业银行后将所有关注类贷款自动划入次级类，上述4笔贷款均按期结付本息。公司存在2笔关注类对外担保，被担保人均均为重庆兑旺实业发展有限公司¹（以下简称“兑旺实业”），担保余额合计23918万元，担保到期日为2025年9月，根据中国农业银行股份有限公司重庆合川支行出具的《说明》，由于兑旺实业股东重庆三山建材有限公司的控股股东重庆金九控股集团有限公司为贷款银行风险客户，故暂将兑旺实业贷款列入关注类。整体看，公司实际过往履约情况正常。

截至2020年10月19日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为完善，董事会及监事会成员到位情况较好。

公司按照《中华人民共和国公司法》及其他法律、行政法规，并结合公司实际情况制定了《公司章程》。根据《公司法》和《公司章程》的相关规定，公司建立了较为完善的法人治理机构，并按有关规定规范运作。公司不设股东会，由股东合川城投代合川区国资办履行出资人职责。

公司按照党内相关文件规定设置党的委员会和纪律检查委员会。公司党组织发挥领导核心和政治核心作用，保证监督党和国家的方

针政策在公司贯彻执行，支持董事会、监事会和经理层依法行使职权。

公司设董事会，由5人组成。非职工代表出任的，由股东委派或更换；职工代表出任的，由公司职工通过职工代表大会民主选举产生或更换。董事任期每届三年，任期届满，经委派或选举可以连任。董事会设董事长1名，由股东在董事会成员中指定或罢免。董事会对股东负责。

公司设总经理，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责。

公司设监事会，由5人组成。非职工代表出任的，由股东委派或更换；职工代表出任的，由公司职工通过职工代表大会民主选举产生或更换。每届监事会中的职工代表比例由股东决定，不得低于监事人数的三分之一。监事任期每届三年，任期届满，经委派或选举可以连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会设主席1名，由股东在监事会成员中指定或罢免。

总体看，公司法人治理结构较为完善，目前董事会及监事会成员全部到位。

2. 管理水平

公司根据业务特点建立了较为完善的管理制度，保障日常经营管理工作的顺利开展。

公司根据职能定位、业务特点等设置了财务管理部、资本运营部、资产管理部、风险控制部、项目管理部、综合办公室共6个职能部门，并针对财务管理、资金控制、对外担保、子公司管理等方面制定了一系列符合公司业务发展的管理制度。

财务管理方面，公司制定了《公司财务管理办法》，从公司财务管理体制、机构设置、岗位职责、会计报表、会计档案管理等方面进行规定，明确公司财务部在总经理的领导下，负责公司日常财务活动的计划、组织、指挥和控制。并制定了《预算管理办法》，设立预算（资金）管理委员会，明确将公司各项生产活动全部纳入预算管理。

¹ 重庆兑旺实业发展有限公司成立于2017年，注册资本0.10亿元，重庆市合川区川信建筑工程有限公司和重庆三山建材有限公司分别持有51%和49%股权。其中，重庆市合川区川信建筑工程有限公司为合川区国资中心全资子公司，重庆三山建材有限公司为民营企业。

资金控制方面，公司制定了《资金管理暂行办法》，对货币资金及往来款项管理、固定资产管理、费用审批及报销、管理费的提取和使用、票据的使用管理等方面进行了约束，保证公司资金划出的安全和规范使用。公司依据资金管理制度的有关规定，建立了资金风险日常监控机制，以非现场检查 and 现场检查相结合的方式，通过自查和聘请外部审计机构对公司每年定期和不定期进行财务审计和风险导向审计，加强对公司财务预算执行情况和内部控制风险点的有效控制及审计监督。

对外担保方面，公司实施担保遵循平等、自愿、诚信、互利的原则，明确一切对外担保行为需按程序经董事会批准，并对担保对象、担保调查、担保审查及决议程序、担保合同订立以及担保风险管理等提出了明确规范的要求。

子公司管理方面，为了在控股子公司中贯彻公司的整体发展战略和经营思想，规范公司管理，促进完善公司法人治理结构，保障公司和其他股东的合法权益，公司对控股子公司的管理实行联系人制，公司领导按分工联系，职能部门按业务对口联系并明确具体的联系人。公司对控股子公司实行目标责任考核，并纳入薪酬激励机制。

综合来看，公司法人治理结构符合经营需要，内部管理制度相对健全，公司经营和管理状况较好，整体管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

作为合川区重要的基础设施投资建设主

体之一，公司主要负责合川工业园区范围内的基础设施代建和土地整治业务，形成的代建收入和土地整治收入是营业收入的主要来源，房屋租赁等业务对公司收入及利润形成补充；近年来，公司营业收入较为稳定，综合毛利率受代建和土地整治建设管理费加成比例上调影响有所上升，主营业务整体运营稳定。

公司作为合川区重要的基础设施投资建设主体之一，主要承担合川工业园区范围内的基础设施建设和土地整治业务，区域专营优势较强。2017—2019 年，公司营业收入保持相对稳定，分别为 18.36 亿元、18.88 亿元和 17.06 亿元，主要来自土地整治和代建业务收入，两者合计占比分别为 99.17%、99.21%和 91.50%。公司其他业务收入主要来自房屋租赁，收入规模较小；2019 年，公司其他业务收入中包含 1.21 亿元地票收入，系公司将以 17.8 万元/亩购买的合川区内镇街闲散土地指标，通过合川区国土资源所验收形成地票，并由重庆农村土地交易所挂牌拍卖获得的拍卖价款返还，公司据此确认相关收入并结转成本，地票收入不具有持续性。

从毛利率来看，2017—2019 年，公司综合毛利率持续增长，分别为 7.95%、13.56%和 14.24%。2018 年，综合毛利率同比上升 5.61 个百分点，主要系 2018 年起公司土地整治和代建业务建设管理费加成比例上调所致。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 7.29 亿元，相当于 2019 年全年的 42.73%，仍主要来自土地整治和代建业务收入，合计占比 99.44%。同期，公司综合毛利率为 12.76%，较 2019 年全年下降 1.48 个百分点。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务	5.22	28.43	7.47	5.38	28.50	13.20	4.90	28.72	13.06	3.77	51.78	13.00
土地整治	12.99	70.74	7.39	13.35	70.71	13.03	10.71	62.78	13.07	3.47	47.67	12.97
其他	0.16	0.85	75.00	0.15	0.79	80.00	1.45	8.50	26.90	0.04	0.56	-25.00

合计	18.36	100.00	7.95	18.88	100.00	13.56	17.06	100.00	14.24	7.29	100.00	12.76
----	-------	--------	------	-------	--------	-------	-------	--------	-------	------	--------	-------

注：其他业务收入主要来自房屋租赁及配套物业费，2019 年其他收入包含 1.21 亿元地票收入；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 代建业务

公司受工业园区管委会委托承担园区范围内基础设施建设任务，近年来代建业务收入保持相对稳定，但回款滞后情况较为严重，目前在建及拟建项目未来投资规模较小，联合资信将持续关注公司代建项目回款情况和代建业务持续性。

公司作为合川工业园区唯一的开发建设主体，受重庆合川工业园区管理委员会（以下简称“工业园区管委会”或“管委会”）委托，承担园区内道路等基础设施建设业务。根据工业园区管委会与公司签订的《委托建设合同》，管委会将园区规划范围内的基础设施项目委托公司进行建设管理。公司负责组织实施可行性研究、环评等前期工作，并负责组织和筹措项目建设所需资金，按照总体施工进度要求组织施工，公司有权根据项目进度情况，向管委会提出投资计划及资金拨付申请。项目完工后，管委会负责组织竣工验收，并上报合川区政府审计机关进行项目决算审计，并按照审计金额对代建项目进行回购。按照《委托建设合同》约定，结算金额包含投资金额（不含税）及加成一定比例计提的建设管理费（2018 年以前，

加成比例为 5%~8%；2018 年起，加成比例调整为 15%），管委会将在项目完工决算后 5 年内按年向公司支付结算款项。

账务处理方面，公司将项目建设投入成本计入“其他非流动资产”，并于年末根据当年投入成本加成一定比例确认收入。确认收入时，借记“应收账款”，贷记“营业收入”，并结转相关成本，借记“营业成本”，贷记“其他非流动资产”。收到管委会支付的工程款时，借记“货币资金”，贷记“应收账款”，并将发生的现金流入计入现金流量表“销售商品、提供劳务收到的现金”科目。

2017—2019 年及 2020 年 1—6 月，公司建设的基础设施项目主要分布在工业园区核心区、城北拓展区和草街拓展区，分别确认代建业务收入 5.22 亿元、5.38 亿元、4.90 亿元和 3.77 亿元，累计结转成本 17.04 亿元。截至 2020 年 6 月底，公司应收工业园区管委会的结算价款合计 106.17 亿元（包括代建业务和土地整治业务款项，体现在“应收账款”），受项目回款周期较长以及合川区财政局资金安排等因素影响，公司代建项目回款滞后情况较为严重。联合资信将持续关注公司项目回款情况。

表 5 截至 2020 年 6 月底公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	总投资额	已投资额	建设期间	回款期间	未来投资计划	
					2020 年 7—12 月	2021 年
南溪商住楼 E13 地块	2.27	2.03	2015—2020	2020—2023	0.24	--
沙溪中路（石盘沱疏港大道）	2.80	2.57	2016—2020	2020—2024	0.23	--
合计	5.07	4.60	--	--	0.47	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月底，公司在建的基础设施项目主要包括南溪商住楼 E13 地块和沙溪中路，计划总投资合计 5.07 亿元，已完成投资 4.60 亿元，剩余款项计划于 2020 年内投资完

毕。截至 2020 年 6 月底，公司拟建的基础设施项目主要包括沙溪及草街邻里中心和沙马路高速公路桥项目，预计总投资合计 1.80 亿元，规划建设期间为 2020—2021 年。整体看，公

司在建及拟建基础设施项目未来投资规模较小，未来代建业务的持续性有待关注。

(2) 安置房建设

公司是合川工业园区重要的安置房建设主体，承建的安置房项目投资规模较大，对公司资金形成较大占用；目前安置房项目尚未确定处置方式，公司未实现安置房建设收入。

公司承担了合川工业园区内回迁安置房的建设任务，主要由本部和子公司合川农创负责实施，其中，合川农创主要负责农创园范围内的安置房及片区开发项目建设。

业务模式方面，公司尚未明确安置房项目完工后处置方式及收入确认模式，安置房项目投资暂计入“其他非流动资产”科目核算。自成立以来，公司先后完成了正浩回迁安置房、葛恩回迁安置房、查氏回迁安置房、高阳回迁安置房一期、高阳拆迁还房二期及城北回迁安置房一期等项目。截至 2020 年 6 月底，公司

在建的安置房项目主要有高阳拆迁还房三期、南溪拆迁还房、沙溪还房一期项目等，总投资合计 7.68 亿元，已完成投资 7.53 亿元，未来投资规模较小，公司无拟建的安置房项目。截至 2020 年 6 月底，公司其他非流动资产账面余额 62.68 亿元，主要由农创园项目和回迁安置房项目开发成本构成。

另外，公司作为合川工业园区重要的安置房建设主体，受工业园区管委会委托对园区内安置房项目进行统筹管理，陆续将园区内其他房地产企业建设的安置房项目回购，并由管委会直接进行安置，故公司将支付的购房款（约 3.5 亿元）计入“预付款项”科目，未来与其他安置房项目（计入“其他非流动资产”的部分）一并由管委会安排处置。

整体看，公司安置房项目投资规模较大，未来处置方式尚未确定，对公司资金形成较大占用。

表 6 截至 2020 年 6 月底公司主要在建安置房项目情况（单位：万元、年）

项目名称	总投资额	已投资额	计划建设期间	未来投资计划	
				2020 年 7—12 月	2020 年
高阳拆迁还房三期	23000.00	22022.37	2011—2020	407.68	1000.00
南溪拆迁还房	29800.00	29530.56	2010—2019	787.83	--
沙溪还房一期	24000.00	23764.12	2011—2020	687.77	1180.38
合计	76800.00	75317.05	--	1883.28	2180.38

注：安置房项目由于前期征拆阶段不确定因素较多，对建设进度造成一定影响，故建设期间较长
资料来源：公司提供

(3) 土地整治

公司对合川工业园区范围内规划用地进行整治，并以代建模式确认土地整治收入；近年来，公司整治的土地面积较大，但回款进度较为滞后。

公司受工业园区管委会委托，对合川工业园区范围内规划用地进行整治。土地整治业务模式和账务处理方式与基础设施代建业务相同。公司仅对标的地块实施整治作业，不拥有相应地块的土地使用权。

2017—2019 年及 2020 年 1—6 月，公司累

计整理土地面积 10618.41 亩，分别确认土地整治业务收入 12.99 亿元、13.36 亿元、10.71 亿元和 3.47 亿元，累计结转成本 35.97 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司在建的土地整治项目计划总投资合计 12.48 亿元，已完成投资 9.25 亿元，2020 年下半年及 2021 年分别计划投资 1.06 亿元和 1.57 亿元。截至 2020 年 6 月底，公司拟建的土地整治项目主要位于沙溪片区和城北片区，土地面积合计 3750 亩，预计总投资合计 15.00 亿元。整体看，公司土地整治项目未来尚需一定规模的投资。

表 7 截至 2020 年 6 月底公司主要在建土地整治项目情况（单位：亩、万元、年）

项目名称	土地面积	总投资额	已投资额	整理期间	回款期间	未来投资计划		
						2020 年 7—12 月	2021 年	2022 年
昌兴水泥	1990.00	79600.00	56556.74	2016—2022	2023—2028	7043.26	10000.00	6000.00
金九水泥公司矿山项目	237.50	9500.00	9015.86	2017—2020	2021—2026	484.14	--	--
南溪组团生态化建设工程	625.00	25000.00	18597.65	2017—2021	2022—2027	2402.35	4000.00	--
核心区公用项目	187.50	7500.00	6126.13	2018—2021	2022—2027	373.87	1000.00	--
重庆斯特佳生物科技有限公司项目	80.00	3200.00	2162.07	2018—2021	2022—2027	337.93	700.00	--
合计	3120.00	124800.00	92458.45	--	--	10641.55	15700.00	6000.00

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来仍将以合川工业园区内基础设施建设和土地整治为主业，推动园区开发建设和招商引资。截至 2020 年 6 月底，公司在建项目剩余投资规模较小，各项拟建项目计划总投资合计 16.80 亿元，面临一定投资压力。公司基础设施代建和土地整治业务回款周期较长（一般在项目完工决算后 5 年内回款），导致公司对管委会的应收项目结算款规模快速增长，且未确认处置方式的安置房项目成本规模较大，对公司资金周转造成较大压力，联合资信将持续关注公司项目回款情况。

八、财务分析

1. 财务概况

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计了公司提供的 2017—2019 年财务报告，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年半年度财务报表未经审计。

合并范围方面，2017—2018 年，公司合并范围未发生变化；2019 年，公司合并范围减少 1 家子公司，为合川医药²；2020 年 1—6 月，公司合并范围未发生变化。截至 2020 年 6 月底，公司合并范围内子公司共 3 家。整体看，合川医药出表对公司“其他应收款”“存货”

和“其他非流动资产”等科目有一定影响，公司财务数据可比性尚可。

2. 资产质量

近年来，公司资产总额持续增长，以流动资产为主。公司资产中应收类款项、存货和项目开发成本占比高，其中应收管委会的代建款项规模大、账龄长，未来回款进度存在不确定性，对公司资金形成较大占用；公司资产受限比例较高，资产流动性较弱，整体资产质量较差。

2017—2019 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长 6.71%。截至 2019 年底，公司资产总额 305.76 亿元，较上年底增长 6.22%。其中，流动资产占比 73.49%，非流动资产占比 26.51%，公司资产以流动资产为主。

2017—2019 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 3.64%。截至 2019 年底，公司流动资产 224.70 亿元，较上年底增长 2.64%，构成以应收账款、其他应收款和存货为主。

2017—2019 年，公司货币资金有所波动，年均复合增长 2.26%。截至 2019 年底，公司货币资金 8.57 亿元，较上年底增长 113.89%，其中银行存款 5.47 亿元，另有 3.10 亿元其他货币资金为使用受限的保证金。

公司应收账款主要是应收工业园区管委会的土地整理款项和基础设施建设工程款。2017—2019 年，由于公司项目回款滞后，应收

² 2019 年 7 月，重庆市合川区国有资产监督管理委员会对合川医药增加注册资本 4.00 亿元，本次增资后，公司对其持股比例由 100%下降至 20%，不再将其纳入合并范围。

账款不断增长，年均复合增长12.90%。截至2019年底，公司应收账款98.75亿元，较上年底增长21.68%，其中应收工业园区管委会的项目结算款占比99.95%。公司按账龄分析法计提坏

账准备的应收账款余额451.63万元，计提坏账准备20.30万元。公司未对应收工业园区管委会款项计提坏账准备。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.19	3.05	4.01	1.39	8.57	2.80	15.38	4.64
应收账款	77.47	28.85	81.15	28.19	98.75	32.30	106.23	32.06
预付账款	3.71	1.38	4.16	1.45	3.98	1.30	4.13	1.25
其他应收款	14.08	5.24	13.37	4.64	22.22	7.27	26.11	7.88
存货	100.82	37.55	115.31	40.06	90.56	29.62	95.32	28.77
流动资产	209.19	77.90	218.92	76.05	224.70	73.49	247.35	74.65
长期股权投资	--	--	--	--	16.51	5.40	16.50	4.98
其他非流动资产	58.74	21.88	68.28	23.72	59.68	19.52	62.68	18.92
非流动资产	59.33	22.10	68.93	23.95	81.06	26.51	83.99	25.35
资产总额	268.52	100.00	287.85	100.00	305.76	100.00	331.34	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年半年报整理

2017—2019年，公司预付款项有所波动，年均复合增长3.60%。截至2019年底，公司预付款项3.98亿元，较上年底下降4.21%，主要为对重庆金九丰房地产开发有限公司和重庆联强置业有限公司回购安置房项目预付的购房款（合计占比88.73%，账龄为1~3年），其余为少量预付工程款。

公司其他应收款主要为与政府单位或关联方的往来款。2017—2019年，公司其他应收款波动中有所增长，年均复合增长25.61%。截至2019年底，公司其他应收款22.22亿元，较上年底增长66.17%，主要系与政府部门往来款增加及合川医药剥离后公司形成对合川医药的往来款所致。公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款全部为垫付款，期末账面余额6.96亿元，共计提坏账准备1.11亿元。从集中度看，其他应收款前五名期末余额合计16.80亿元，占比72.02%，集中度较高；其中，对重庆东隆投资有限公司的垫付款已计提坏账准备0.62亿元，重庆东隆投资有限公司已将部分土地资产抵押至公司。

表9 截至2019年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	账面余额	账龄	比例
重庆合川工业园区管委会办公室	政府单位往来	8.95	1 年以内	38.35
重庆中城亚源实业有限公司	垫付款	2.45	1 年以内	10.49
重庆合川医药健康产业发展有限公司	关联方往来	1.99	1 年以内	8.55
重庆市合川区川信建筑工程有限公司	关联方往来	1.90	1 年以内	8.15
重庆东隆投资有限公司 ³	垫付款	1.51	3 年以上	6.48
合计	--	16.80	--	72.02

资料来源：公司审计报告

公司存货全部由土地使用权构成，主要通过“招拍挂”方式获得，少量通过合川区政府无偿划拨方式获得，土地用途主要为商住和住宅。2017—2019年，公司存货波动下降，年均复合下降5.23%。截至2019年底，公司存货90.56亿元，较上年底下降21.46%，主要系合川医药拥有的土地使用权随之剥离所致。截至2019年

³ 重庆东隆投资有限公司成立于2014年，注册资本0.30亿元，张艳华和陈光兰分别持有其90%和10%股权，主要从事投资、建筑相关、物业管理和房地产开发等业务。

底，公司因借款抵押受限的土地使用权账面价值为20.96亿元。

公司其他流动资产主要为购买的银行理财产品 and 向合川区小微企业发放的委托贷款。截至2018年底，公司其他流动资产0.92亿元，较2017年底下降81.24%，主要系公司于当年赎回到期的理财产品4.00亿元所致。截至2019年底，公司其他流动资产0.63亿元，较上年底下降31.53%，全部为转贷至小微企业的委托贷款。

2017—2019年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长16.88%，主要系长期股权投资和其他非流动资产增长所致。

截至2019年底，公司可供出售金融资产1.13亿元，较上年底增加0.60亿元，主要系新增对上海君道住宅工业有限公司（持股5.66%）的股权投资所致。截至2019年底，公司新增16.51亿元长期股权投资，主要为对合川医药的股权投资⁴。

截至2019年底，公司新增2.99亿元投资性房地产，系2019年12月公司董事会决议通过变更相关资产持有意图，将相关资产由其他非流动资产转入投资性房地产所致。公司投资性房地产采用成本法进行后续计量。

公司其他非流动资产主要为尚未结转的基建、安置房、土地整治项目开发成本。2017—2019年，其他非流动资产波动较大。截至2018年底，公司其他非流动资产68.28亿元，较上年底增长16.24%，主要系尚未结转的基建项目和安置房项目投资增加所致。截至2019年底，公司其他非流动资产59.68亿元，较上年底下降12.59%，主要系合川医药持有的尚未结转的项目成本随之剥离所致。

截至2020年6月底，公司资产总额为331.34亿元，较2019年底增长8.37%，主要系货币资金、应收账款、存货等科目增长所致；资产结构仍以流动资产为主。截至2020年6月底，公

司货币资金15.38亿元，较上年底增长79.55%，主要系公司当期取得借款规模较大，资金尚未全部使用所致，货币资金存在1.96亿元保证金受限；应收账款106.23亿元，较上年底增长7.57%，系公司于当期确认的营业收入尚未回款所致；其他应收款26.11亿元，较上年底增长17.51%，主要系对关联方和政府部门应收款项增加所致；存货95.32亿元，较上年底增加5.26%，仍全部为土地使用权，增长系公司新购入土地所致；其他非流动资产62.68亿元，较上年底增长5.02%，主要系项目投资增加所致。其余科目无重大变动。

截至2020年6月底，公司存货中土地面积合计847.28万平方米，入账价值合计95.12亿元。其中，划拨性质的土地面积46.56万平方米，入账价值3.61亿元；政府注入的储备性质土地面积79.72万平方米，入账价值21.53亿元；集体性质土地面积298.12万平方米，入账价值8.75亿元；剩余全部为出让性质土地，入账价值61.23亿元。公司账面土地资产除了通过合川区政府资本注入获得（计入“资本公积”），其余均通过“招拍挂”购入。

截至2020年6月底，公司应收类款项合计132.34亿元，占同期资产总额的39.94%；其他非流动资产62.68亿元，占同期资产总额的18.92%，应收类款项和尚未结转的项目开发成本对资金占用较大，公司资产流动性较弱。

截至2020年6月底，公司受限资产账面价值合计32.89亿元，分别占同期总资产和净资产的9.93%和27.26%，主要为用于借款抵质押的土地使用权（17.90亿元）和应收账款（11.28亿元），以及1.96亿元银行保证金和其他非流动资产中用于融资租赁的标的资产1.74亿元，资产受限比例较高。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益保持相对稳定，其实收资本和资本公积占比高，权益结构稳定性较好。

⁴ 公司对合川医药持股20%，此外，根据合川区政府《关于同意转增医药公司的批复》（合川府〔2019〕173号），将公司对合川医药的往来款债权15.29亿元，全部转为对合川医药的资本性投入。

2017—2019年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合增长1.58%，截至2019年底为120.67亿元，较上年底增长1.87%。

2017—2019年，公司实收资本保持稳定，均为15.00亿元。同期，资本公积小幅下降，年均复合下降0.32%。截至2018年底，资本公积83.65亿元，较上年底下降0.60%，系公司将收到的6.72亿元地方政府置换债券资金计入资本公积，同时注销7.22亿元土地使用权所致。截

至2019年底，资本公积83.62亿元，较上年底减少0.03亿元，系合川医药剥离所致。截至2019年底，公司资本公积由45.42亿元土地使用权、12.21亿元政府债券资金和26.00亿元财政拨款构成。

2017—2019年，公司未分配利润逐年增长，年均复合增长11.21%。

截至2020年6月底，公司所有者权益为120.66亿元，较2019年底变动不大。

表10 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	15.00	12.83	15.00	12.66	15.00	12.43	15.00	12.43
资本公积	84.16	71.97	83.65	70.62	83.62	69.30	83.33	69.06
盈余公积	1.66	1.42	1.90	1.60	2.11	1.75	2.11	1.75
未分配利润	16.12	13.79	17.90	15.11	19.94	16.52	20.23	16.77
所有者权益合计	116.93	100.00	118.45	100.00	120.67	100.00	120.66	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年半年报整理

近年来，公司负债规模不断增长，有息债务占比大，整体债务负担较重。2018年以来，公司短期债务规模显著上升，未来将持续面临较大的集中偿债压力。

2017—2019年，公司负债总额不断增长，年均复合增长10.50%。截至2019年底，公司

负债总额185.09亿元，较上年底增长9.27%。2018年以来，公司一年内到期的非流动负债规模大幅增长，导致流动负债占比大幅上升。截至2019年底，公司流动负债和非流动负债占比基本持平，公司有息债务仍以长期债务为主。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.50	0.99	1.35	0.80	2.30	1.24	4.80	2.28
应付账款	6.06	4.00	6.66	3.93	6.63	3.58	6.15	2.92
其他应付款	20.79	13.71	28.66	16.92	30.97	16.73	39.68	18.83
一年内到期的非流动负债	11.06	7.30	40.40	23.85	40.14	21.69	40.35	19.15
流动负债	44.30	29.22	84.99	50.17	88.64	47.89	98.26	46.64
长期借款	70.27	46.36	62.21	36.72	62.46	33.75	57.83	27.45
应付债券	29.13	19.22	12.31	7.27	29.71	16.05	51.49	24.44
长期应付款	3.53	2.33	5.42	3.20	4.05	2.19	3.00	1.42
非流动负债	107.28	70.77	84.40	49.82	96.46	52.12	112.42	53.36
负债总额	151.59	100.00	169.40	100.00	185.09	100.00	210.68	100.00

注：表中长期应付款金额不包含专项应付款

资料来源：根据公司审计报告及2020年半年报整理

2017—2019年，公司流动负债快速增长，年复合增长41.44%，主要系其他应付款和一年

内到期的非流动负债增长所致。截至2019年底，公司流动负债88.64亿元，较上年底增长4.29%。

截至2019年底，公司短期借款2.30亿元，较上年底增长70.37%。短期借款由1.30亿元抵押借款和1.00亿元保证借款构成。

2017—2019年，公司应付账款波动增长，年均复合增长4.60%。截至2019年底，公司应付账款6.63亿元，较上年底下降0.40%，主要为应付施工方工程款。

2017—2019年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长22.04%。截至2018年底，公司其他应付款28.66亿元，较上年底增长37.81%，主要系与关联方往来款增加所致。截至2019年底，公司其他应付款30.97亿元，较上年底增长8.07%。其中，与合川城投、合川农投、重庆合华开发投资有限公司等关联方往来款19.65亿元，与合川区财政局、合川区信息产业城管委会等政府部门往来款9.09亿元，账龄以1年以内和1~2年为主。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动中快速增长，年均复合增长90.52%。截至2019年底，一年内到期的非流动负债40.14亿元，较上年底保持稳定，其中一年内到期的长期借款32.61亿元，一年内到期的应付债券4.70亿元，一年内到期的长期应付款2.83亿元。

2017—2019年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降5.18%。截至2019年底，公司非流动负债96.46亿元，较上年底增长14.28%，主要系应付债券增长所致。

2017—2019年，公司长期借款波动下降，年均复合下降5.73%。截至2019年底，公司长期借款62.46亿元，较上年底增长0.40%，其中保证借款28.13亿元（保证人为合川城投、合川农投等关联方）、质押借款30.27亿元、抵押借款4.06亿元（抵押物为土地使用权，账面价值19.53亿元）。

2017—2019年，公司应付债券波动较大。截至2018年底，应付债券12.31亿元，较上年底下降57.74%，主要系应付债券中一年内到期部分重分类至一年内到期的非流动负债所致。截至2019年底，应付债券29.71亿元，较上年底增

长141.31%，主要系公司2019年发行两期债券融资计划和两期定向债务融资工具所致，发行金额合计30.00亿元，公司其余债券均于2019年到期兑付或调整至一年内到期的非流动负债。

2017—2019年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长7.10%。截至2019年底，长期应付款4.05亿元，较上年底下降25.24%，全部为有息性质的融资租赁款。

公司基础设施建设项目持续获得合川区财政局拨付的专项资金，计入“专项应付款”。2017—2019年，公司专项应付款波动下降，年均复合下降76.62%。截至2019年底，专项应付款0.24亿元，较上年底下降94.68%，主要系合川医药名下的化工园项目、西南制药一厂基础设施等项目建设专项资金随之剥离所致。

截至2020年6月底，公司负债总额210.68亿元，较2019年底增长13.82%，主要系应付债券增长所致，公司负债结构保持相对稳定。其中，短期借款4.80亿元，较2019年底增长108.70%，包括2.30亿元保证借款、1.30亿元信托借款和1.00亿元抵押借款；其他应付款39.68亿元，较2019年底增长28.14%，主要系应付合川区财政局及关联方往来款增加所致；长期借款57.83亿元，较2019年底下降7.41%，主要系部分调整至一年内到期的非流动负债所致，其中保证借款占56.49%、质押借款占34.88%、抵押借款占5.46%、信用借款占3.16%；应付债券51.49亿元，较2019年底增长73.33%，主要系公司于2020年上半年合计发行债券23.50亿元所致。其余科目无重大变动。

有息债务方面，2017—2019年，公司全部债务规模不断增长，分别为111.97亿元、118.60亿元和137.29亿元。考虑到公司长期应付款全部为有息性质的融资租赁款，2017—2019年，公司调整后全部债务分别为115.50亿元、124.03亿元和141.34亿元，其中短期债务占比分别为10.87%、35.54%和31.92%，公司自2018年以来短期债务压力大幅提升。从债务指标看，

2017—2019 年，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率呈逐年上升趋势，调整后长期债务资本比率波动下降，2019 年底上述指标分别为 60.53%、53.94%和 44.36%，较上年底分别上升 1.68 个、2.79 个和 4.06 个百分点，债务负担较重。

截至 2020 年 6 月底，公司调整后全部债务为 158.94 亿元，较 2019 年底增长 12.45%，以调整后长期债务为主（占 70.10%）。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别增长至 63.58%、56.85%和 48.21%，公司整体债务负担进一步加重。

从有息债务期限结构看，2018 年以来，公司短期债务规模显著上升，以公司 2020 年 6 月底调整后全部债务为基准，2020 年 7—12 月及 2021—2023 年，公司需偿还的有息债务规模分别为 23.50 亿元、57.40 亿元、42.80 亿元和 29.29 亿元，公司将持续面临较大的集中偿债压力。

4. 盈利能力

近年来，公司营业利润率波动增长，期间费用控制能力尚可；公司利润总额对政府补助依赖较大，整体盈利能力一般。

2017—2019 年，公司营业收入波动下降，年均复合下降 3.61%；同期，营业成本不断下降，年均复合下降 6.95%。公司营业利润率波动增长，2017—2019 年分别为 7.51%、13.08%和 12.73%，2018 年增长主要系公司代建和土地整治业务加成比例上调所致。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用有所波动，分别为 0.28 亿元、0.30 亿元和 0.27 亿元，主要由管理费用构成，期间费用占营业收入的比重分别为 1.51%、1.57%和 1.57%，考虑到公司利息费用大部分资本化，公司期间费用控制能力尚可。

2017—2019 年，公司分别获得政府补助收入 1.42 亿元、1.01 亿元和 1.00 亿元，计入“其

他收益”科目。2019 年，公司确认投资收益 0.46 亿元，主要系合川医药划出后，公司持有其剩余股权公允价值重新计量产生的利得收益。同期，公司利润总额分别为 2.27 亿元、2.62 亿元和 2.84 亿元，利润总额对政府补助依赖较大。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率均持续增长，2019 年分别为 0.95%和 2.04%，公司盈利指标偏弱。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 7.29 亿元，相当于 2019 年全年的 42.73%，营业利润率为 8.65%，较 2019 年有所下降。同期，公司未获得政府补助，利润总额为 0.51 亿元。整体看，公司期间费用控制能力尚可，利润总额对政府补助依赖较大，整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流呈小幅净流入，但收现质量差；公司投资活动现金流持续净流出，资金缺口有所缩窄；整体看，公司资金需求对外部融资依赖较大。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与政府相关单位和关联方的往来款等。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量有所增长，分别为 56.87 亿元、63.55 亿元和 66.22 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金波动下降，分别为 7.72 亿元、15.77 亿元和 3.96 亿元，主要为收到的工程结算回款，现金收入比分别为 42.05%、83.54%和 23.21%，公司收现质量差，回款效率低。2017—2019 年，公司收到其他与经营活动有关的现金波动增长，分别为 49.03 亿元、47.78 亿元和 62.26 亿元，主要为收到的往来款和政府补助资金。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 56.39 亿元、62.62 亿元和 65.12 亿元，构成以项目建设投入、购地款和支出的往来款资金为主。其中，支付的项目工程款和购地款体现在购买商品、接受劳务支付的现金，三年

分别为 15.57 亿元、29.82 亿元和 11.10 亿元；支付其他与经营活动有关的现金主要为支出的往来款资金和保证金等，三年分别为 38.20 亿元、31.44 亿元和 53.08 亿元。2017—2019 年，公司经营活动净现金流规模较小，分别为 0.48 亿元、0.93 亿元和 1.10 亿元。

2017—2019 年，公司投资活动现金流持续净流出。2017—2018 年，公司收回投资收到的现金分别为 4.42 亿元和 4.56 亿元，主要为赎回到期的银行理财产品收到的现金。2019 年，公司收到其他与投资活动有关的现金 0.84 亿元，主要为收到小微企业偿还的委托贷款本金。2017—2019 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金分别为 5.93 亿元、8.97 亿元和 5.02 亿元，主要为公司预付的购房款和安置房建设投入的资金；投资支付的现金主要为购买银行理财产品支付的款项，2017 年和 2019 年分别为 4.50 亿元和 0.87 亿元；支付其他与投资活动有关的现金主要为公司支出的资金拆借款和对合川区小微企业的委托贷款，2017—2019 年分别为 7.64 亿元、4.06 亿元和 1.86 亿元。2017—2019 年，公司投资活动净现金流分别为 -13.54 亿元、-8.36 亿元和 -6.63 亿元，投资活动资金缺口有所缩窄。

2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 32.33 亿元、34.81 亿元和 76.36 亿元，主要为取得借款及发行债券收到的现金。2017—2019 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金分别为 5.00 亿元、4.32 亿元和 1.00 亿元，主要为收到的关联方拆借款和融资租赁款。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息；同期，支付其他与筹资活动有关的现金分别为 3.09 亿元、2.86 亿元和 7.84 亿元，主要为归还融资租赁本息和关联方拆借款，以及存入银行承兑汇票保证金。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额快速增长，分别为 0.88 亿元、1.36 亿元和 8.97 亿元。

2020 年 1—6 月，公司经营活动现金流入为 22.48 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现

金 0.05 亿元，现金收入比为 0.64%，回款效率低；收到其他与经营活动有关的现金 22.43 亿元，仍以收到的往来款和保证金等为主；同期，公司经营活动现金流出为 22.11 亿元，其中代建及土整项目投入等经营性支出 2.52 亿元、支付的往来款等 18.82 亿元；公司经营活动现金流量净额 0.37 亿元。2020 年 1—6 月，公司投资活动净现金流仍呈净流出状态，现金流入规模较小，现金流出主要体现为购建固定资产、无形资产等支付的现金 3.24 亿元。2020 年 1—6 月，公司筹资活动现金流入 37.53 亿元，全部为取得借款及发行债券收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出 24.93 亿元，其中偿还债务支付的现金 17.20 亿元，支付融资租赁、关联方拆借款等其他与筹资活动有关的现金 2.19 亿元；公司筹资活动现金流量净额 12.59 亿元，净流入规模有所扩大，公司资金需求对外部融资依赖较大。

6. 偿债能力

公司自身偿债能力弱，间接融资渠道亟待拓宽，综合考虑持续有力的外部支持对公司偿债能力形成的有力支撑，公司整体偿债风险很低。

短期偿债能力方面，2017—2019 年，公司流动比率持续下降，速动比率波动下降，2019 年底分别为 253.51% 和 151.34%；2020 年 6 月底上述指标保持相对稳定，分别为 251.74% 和 154.73%。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比分别为 1.09%、1.09% 和 1.24%，经营性净现金流对流动负债的保障能力偏弱。2017—2019 年底及 2020 年 6 月底，公司现金类资产分别为 8.19 亿元、4.01 亿元、8.57 亿元和 15.38 亿元，对同期短期债务的覆盖倍数分别为 0.65 倍、0.09 倍、0.19 倍和 0.33 倍，考虑到货币资金中存在部分保证金受限，公司现金类资产对短期债务覆盖程度弱。整体看，公司短期偿债指标弱，短期偿债压力大。

长期偿债能力方面，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 2.27 亿元、2.70 亿元和 2.88 亿元；

同期，公司调整后全部债务/EBITDA分别为50.83倍、45.90倍和49.16倍，公司EBITDA利息倍数分别为0.36倍、0.33倍和0.30倍。公司长期偿债能力弱。考虑到公司获得的外部支持力度较大，对公司偿债能力提供了有力支撑，公司整体偿债风险很低。

银行授信方面，截至2020年6月底，公司获得银行授信额度68.58亿元，剩余未使用额度7.40亿元，间接融资渠道亟待拓宽。

对外担保方面，截至2020年6月底，公司对外担保余额合计37.15亿元，担保比率30.79%。被担保企业全部为合川区国有企业，部分关联方存在互保，其中对兑旺实业的2.40亿元担保被列入关注类（具体情况详见第五部分“基础素质分析-企业信用记录”），公司整体或有负债风险一般。

7. 母公司财务概况

母公司资产和负债占合并口径的比例很高。母公司作为经营和管理主体，承接了公司几乎全部有息债务。公司业务主要由母公司承接，对公司整体收入和利润贡献很大。

截至2019年底，母公司资产总额为287.67亿元，较上年底增长15.70%，占合并口径资产总额的94.08%。其中，流动资产占79.17%，主要由存货和应收类款项构成，对资金占用较大；非流动资产占20.83%，主要由长期股权投资和其他非流动资产构成。

截至2019年底，母公司负债总额为175.41亿元，较上年底增长26.86%，占合并口径负债总额的94.77%。其中，流动负债占46.72%，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债占53.28%，构成以长期借款、应付债券和长期应付款为主。母公司全部债务133.85亿元，占合并口径的97.49%，母公司是主要债务融资主体。截至2019年底，母公司所有者权益合计112.26亿元，占合并口径的93.03%，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

2019年，母公司实现营业收入17.00亿元，占合并口径的99.65%，母公司获得其他收益1.00亿元，利润总额2.48亿元。母公司作为公司的经营和管理主体，公司业务主要由母公司承接。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。本期中期票据由中证信用融资担保有限公司提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保显著提升了本期中期票据的偿付安全性。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行金额不超过6.00亿元，按发行金额上限测算，分别相当于2019年底公司调整后长期债务和调整后全部债务的6.24%和4.25%，对公司现有债务规模影响较小。

截至2019年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为60.53%、53.94%和44.36%；以公司2019年底财务报表数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据以上限金额发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至61.29%、54.98%和45.86%，公司债务负担将进一步加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司有息债务，公司债务指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年，公司EBITDA分别为2.27亿元、2.70亿元和2.88亿元，分别为本期中期票据发行金额上限的0.38倍、0.45倍和0.48倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为56.87亿元、63.55亿元和66.22亿元，分别为本期中期票据发行金额上限的9.48倍、10.59

倍和 11.04 倍；公司经营活动现金流量净额分别为 0.48 亿元、0.93 亿元和 1.10 亿元，规模较小，对本期中期票据的保障能力弱。总体看，本期中期票据发行对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

集中兑付方面，若本期中期票据以上限金额于 2021 年发行，且于 2024 年全部行权，公司将于 2024 年兑付到期债券本金合计 16.00 亿元（假设存续债券“19 合川投资 PPN001”未于存续期第 3 年末行权），公司 2017—2019 年经营活动现金流入量分别为上述债券到期本金的 3.55 倍、3.97 倍和 4.14 倍，公司债券集中兑付压力一般。

3. 担保情况分析

本期中期票据由中证信用担保提供本息全额不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中证信用担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保实力极强，显著提升了本期中期票据的偿付安全性。（详情请见附件担保方中证信用融资担保有限公司评级报告）

十、结论

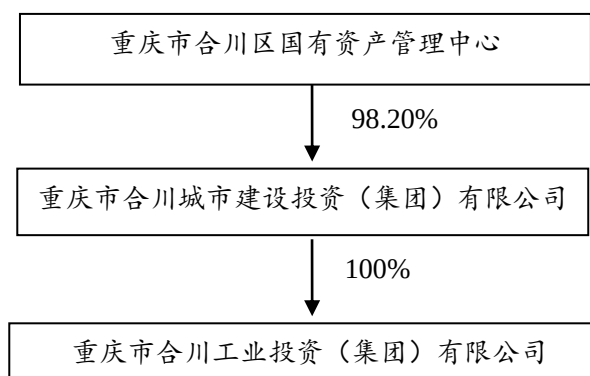
公司作为重庆市合川区重要的城市基础设施投资建设主体之一，以及合川工业园区唯一的开发建设主体，主要从事合川工业园区内基础设施建设和土地整治业务，具有较强的区域专营优势，在资产注入、债务置换及财政补贴等方面获得了有力的外部支持。近年来，公司资产规模持续增长，存货、安置房项目投入和应收类款项占比很高，资产受限比例较高，整体资产质量较差；公司业务以基础设施代建和土地整治为主，收入规模较为稳定，但回款进度滞后较为严重，对资金周转造成较大压力；随着项目建设的推进，公司负债规模不断增长，债务负担较重，且存在较大的短期偿债压力。

近年来，合川区经济总量持续增长，合川工业园区建设和招商引资正常推进，为公司发展提供了良好的外部环境。公司未来仍将以合川工业园区内基础设施建设和土地整治为主业，推动园区发展，未来有望持续获得有力的外部支持。

本期中期票据发行对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。同时，中证信用担保为本期中期票据提供本息全额不可撤销连带责任保证担保，其担保显著提升了本期中期票据的偿付安全性。

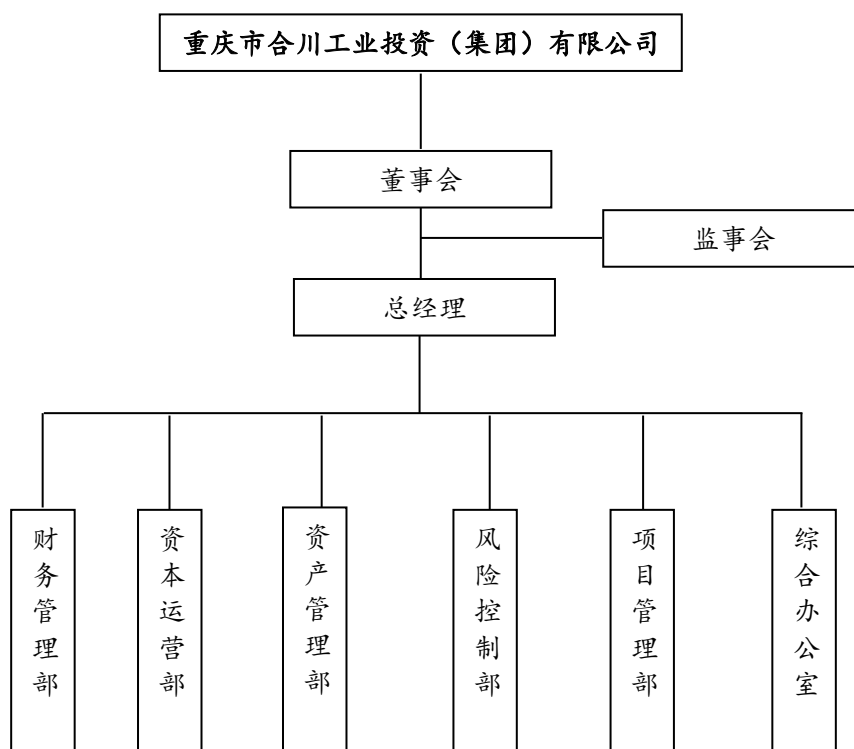
基于对公司主体长期信用状况、担保方担保实力以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 6 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 6 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	经营范围	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	取得方式
重庆市合川农民创业投资有限公司	从事创业投资业务，代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务，创业投资咨询业务，为创业企业提供创业管理服务业务，参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构；从事水利工程建设投资及管理；从事基础设施建设投资及管理；房地产开发；从事建筑相关业务；园林绿化服务	11000.00	100.00	出资设立
重庆市合川区旭辉创业投资有限公司	从事创业投资业务，代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务，创业投资咨询业务，为创业企业提供创业管理服务业务，参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构	3000.00	100.00	出资设立
重庆市适逸物业管理有限公司	物业管理（凭资质证执业），建筑材料（不含化学危险品）、金属材料、五金交电、百货、机械设备、纺织服装原材料、塑料制品销售，计算机软件开发	800.00	100.00	出资设立

资料来源：公司提供

附件 2 截至 2020 年 6 月底公司对外担保情况

序号	被担保人名称	担保金额 (万元)	担保余额 (万元)	担保期限
1	重庆市合川旅游发展有限公司	97000.00	19425.00	2016.12—2036.12
2	重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	77000.00	64000.00	2016.08—2021.08
3		15000.00	15000.00	2018.10—2020.10
4		35000.00	35000.00	2019.06—2021.06
5		15000.00	14250.00	2019.09—2022.09
6		10000.00	9500.00	2019.10—2021.10
7		20500.00	17500.00	2019.11—2022.11
8		27000.00	27000.00	2019.12—2021.12
9		64000.00	64000.00	2020.06—2029.06
10		重庆市合川农村农业投资（集团）有限公司	50000.00	20000.00
11	重庆合华开发投资有限公司	30000.00	11110.00	2020.04—2022.05
12	重庆兑旺实业发展有限公司	23900.00	19363.00	2017.09—2025.09
13		4600.00	4590.00	2017.09—2025.09
14	重庆市合川医药健康产业发展有限公司	14000.00	14000.00	2018.09—2030.12
15		16000.00	12800.00	2016.02—2021.01
16		14000.00	14000.00	2018.12—2030.12
17		7000.00	7000.00	2019.01—2030.12
18		10000.00	3000.00	2020.05—2023.05
合计		530000.00	371538.00	--

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.19	4.01	8.57	15.38
资产总额(亿元)	268.52	287.85	305.76	331.34
所有者权益(亿元)	116.93	118.45	120.67	120.66
短期债务(亿元)	12.56	44.08	45.12	46.62
长期债务(亿元)	99.41	74.52	92.16	109.32
调整后长期债务(亿元)	102.94	79.94	96.22	112.32
全部债务(亿元)	111.97	118.60	137.29	155.94
调整后全部债务(亿元)	115.50	124.03	141.34	158.94
营业收入(亿元)	18.36	18.88	17.06	7.29
利润总额(亿元)	2.27	2.62	2.84	0.51
EBITDA(亿元)	2.27	2.70	2.88	--
经营性净现金流(亿元)	0.48	0.93	1.10	0.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.26	0.24	0.19	--
存货周转次数(次)	0.17	0.15	0.14	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.06	--
现金收入比(%)	42.05	83.54	23.21	0.64
营业利润率(%)	7.51	13.08	12.73	8.65
总资本收益率(%)	0.83	0.96	0.97	--
调整后总资本收益率(%)	0.82	0.93	0.95	--
净资产收益率(%)	1.62	1.85	2.04	--
长期债务资本化比率(%)	45.95	38.62	43.30	47.53
调整后长期债务资本化比率(%)	46.82	40.30	44.36	48.21
全部债务资本化比率(%)	48.91	50.03	53.22	56.38
调整后全部债务资本化比率(%)	49.69	51.15	53.94	56.85
资产负债率(%)	56.45	58.85	60.53	63.58
流动比率(%)	472.17	257.57	253.51	251.74
速动比率(%)	244.60	121.90	151.34	154.73
经营现金流动负债比(%)	1.09	1.09	1.24	--
现金短期债务比(倍)	0.65	0.09	0.19	0.33
EBITDA 利息倍数(倍)	0.36	0.33	0.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	49.28	43.90	47.75	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	50.83	45.90	49.16	--

注：公司2020年半年度财务报表未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款付息项；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 4 主要财务数据及指标 (公司本部)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.10	2.98	8.21	15.06
资产总额(亿元)	240.53	248.64	287.67	311.18
所有者权益(亿元)	108.61	110.36	112.26	112.27
短期债务(亿元)	12.05	41.19	44.69	44.86
长期债务(亿元)	93.95	66.96	89.16	107.86
全部债务(亿元)	106.00	108.15	133.85	152.72
营业收入(亿元)	18.28	18.83	17.00	7.26
利润总额(亿元)	2.29	2.87	2.48	0.52
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.17	2.31	0.19	0.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.25	0.24	0.19	--
存货周转次数(次)	0.18	0.17	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.08	0.06	--
现金收入比(%)	30.78	83.53	22.92	0.21
营业利润率(%)	7.36	13.05	13.03	8.46
总资本收益率(%)	1.27	1.74	1.21	--
净资产收益率(%)	1.79	2.20	1.88	--
长期债务资本化比率(%)	46.38	37.76	44.27	49.00
全部债务资本化比率(%)	49.39	49.49	54.39	57.63
资产负债率(%)	54.85	55.61	60.98	63.92
流动比率(%)	600.99	317.28	277.88	282.55
速动比率(%)	325.80	177.53	174.80	181.29
经营现金流动负债比(%)	-3.39	3.52	0.23	--
现金短期债务比(倍)	0.59	0.07	0.18	0.34
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 年半年度财务报表未经审计

附件 5 有关计算指标的计算公式

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) ^{1/(n-1)} - 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%
应收类款项/资产总额	(应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 资产总额 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 重庆市合川工业投资（集团）有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

重庆市合川工业投资（集团）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

重庆市合川工业投资（集团）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对重庆市合川工业投资（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，重庆市合川工业投资（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重庆市合川工业投资（集团）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现重庆市合川工业投资（集团）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对重庆市合川工业投资（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如重庆市合川工业投资（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重庆市合川工业投资（集团）有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与重庆市合川工业投资（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。

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺所出具的《中证信用融资担保有限公司 2020 年主体长期信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年二月十日



信用等级公告

联合〔2020〕218号

联合资信评估有限公司通过对中证信用融资担保有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定中证信用融资担保有限公司主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年二月十日



中证信用融资担保有限公司

2020 年主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2020 年 2 月 10 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
融资担保企业信用评级方法	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-		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	C	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			经营分析	4
			未来发展	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	7
		资本结构		3
			代偿能力	
调整因素和理由				调整子级
股东支持：公司作为中证信用的全资子公司，在业务开展、资本补充及风险防御等方面能够得到股东的有力支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；通过矩阵分析模型得到指示评级结果；财务指标为 2019 年末审计数据，财务风险结果未能完全体现公司财务水平

分析师：寇妙融 尹奕茗 谢冰姝

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”）对中证信用融资担保有限公司（以下简称“公司”或“中证融担”）的评级反映了其作为中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”或“母公司”）设立的专业从事融资担保业务的全资子公司，资本实力及股东背景强，高管人员、管理制度、业务策略均沿袭母公司，为各项业务开展奠定了良好的基础等方面的优势。同时，联合资信也关注到，公司成立时间短，公司治理和内部控制等方面的有效性尚未得到检验，业务经营、投资状况以及风险管理水平未经历完整周期等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来，在中证信用的支持下，公司在融资担保业务方面的展业能力将逐步显现，担保业务有望形成一定的市场竞争优势。此外，公司在担保业务的多元化发展方面仍有待提升；公司重点开展的政府融资平台债券担保业务受监管政策影响较大，需关注相关业务风险。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为中证信用根据监管政策以及自身要求而设立的全资子公司，资本实力及股东背景强，在业务开展、资本补充及风险防御等方面能够得到股东的有力支持。
2. 公司高级管理层人员均来自中证信用，具备丰富的从业经验以及较高的专业水平，加之公司业务发展战略及管理制度均沿袭母公司，为各项业务开展奠定了良好的基础，有助于公司在运营初期即具备较高的专业化运营水平。
3. 公司资本金规模较大，担保代偿能力较强。

关注

1. 公司成立时间短，公司治理、组织架构及人力资源配置等方面仍需健全和完善，且随着业务的开展，将对其公司治理和内部控制水平提升更高要求。
2. 公司中长期发展规划尚需在实践过程中进一步明确，未来战略规划的实施情况、业务经营、投资状况以及风险管理水平有待观察。

主要财务数据:

项目	2019 年末
资产总额(亿元)	40.03
所有者权益(亿元)	40.01
项目	2019 年 12 月 9 日~2019 年末
营业收入(亿元)	0.10
净利润(亿元)	0.01

注: 1. 公司 2019 年财务报表未经审计

数据来源: 公司财务报表, 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
--	--	--	--	--	--

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证信用融资担保有限公司（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、该公司信用等级自 2020 年 2 月 10 日至 2021 年 2 月 9 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中证信用融资担保有限公司

2020 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

公司成立于 2019 年 12 月，是由中证信用全资设立的专业从事融资担保业务的子公司，初始注册资本 30.00 亿元，均为货币出资；后经中证信用增资 10.00 亿元，注册资本增至 40.00 亿，目前增资已全部到位，并完成工商变更。中证信用成立于 2015 年 5 月，由安信证券股份有限公司、中国人保资产管理有限公司、前海金融控股有限公司、东方财富信息股份有限公司等 20 家股东共同发起设立，注册资本 45.86 亿元。截至 2019 年末，公司实收资本 40.00 亿元，股东及持股情况见表 1。

表 1 2019 年末公司股东及持股情况

序号	股东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中证信用增进股份有限公司	40.00	100.00
	合计	40.00	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司经营范围包括：借款类担保业务，发行债券担保业务和其他融资担保业务。

公司设立基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、线上产品事业部、投资业务部、风控法务部、稽核审计部、资金财务部、信息数据中心、战略发展部、综合管理部。截至 2019 年末，公司员工总数为 60 人。

截至 2019 年末，公司资产总额 40.03 亿元，所有者权益合计 40.01 亿元。2019 年，公司实现营业收入 0.10 亿元，净利润 0.01 亿元。

公司注册地址：深圳市前海深港合作区南山街道桂湾五路 128 号前海深港基金小镇对冲基金中心 513。

公司法定代表人：冯辞。

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

(1) 国内及国际经济环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%（见表 2），较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

2019 年 1—6 月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述

政策背景下，2019年1—6月，我国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活

日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，我国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放

缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生

一定抑制。总体来看，2019年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

表 2 2016—2019 年上半年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

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

4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

数据来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，我国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含

电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月(8.3%)略有回升，较上年同期(9.4%)有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速(1.2%)较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，我国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速(3.9%)较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速(-6.9%)较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2. 担保行业发展

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

商业性、互助性担保机构为补充的信用担保体系迅速发展。

但另一方面，由于我国宏观经济低迷，传统企业经营困难，以融资担保业务为主的担保行业整体风险水平上升，导致担保机构代偿规模持续增加。为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失(主要针对的是政策性担保机构)，并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的担保能力。近年来，东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。因此，再担保机构的成立对健全担保行业体系，规范担保行业市场，建立担保行业风险分散机制等方面具有积极的意义。

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

近年来，宏观经济增速放缓、银行业不良贷款率不断上升加大了担保公司面临的代偿风险，此外银行普遍收紧了银担合作渠道，降低担保机构授信额度，甚至有的银行暂停与民营担保机构的合作，加大了担保机构生存压力。受上述因素影响，加之国内资本市场的蓬勃发展，担保公司纷纷进行业务结构调整，部分实力较强的担保机构已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保公司。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机

构。一旦担保机构不能履行担保责任,则不仅会影响到银行的利益,还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。自2009年我国首家专门债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司发起设立以来,活跃在资本市场上的金融担保公司(含增信公司)有几十家,多为资本规模在20亿元以上、具有省政府背景、专业化水平较高的金融担保公司,这对于发展直接融资市场,完善信用风险分担机制,缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外,低风险性质的非融资担保业务近年来也逐步得到重视,未来将成为担保机构拓展低风险业务的新选择。

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

盈利、投资及风险管理方面,近年来担保行业竞争日趋激烈,加之担保代偿率的上升,对担保机构收入带来一定负面影响;省属政策性担保公司支持地方中小企业而适当降低担保费率,也对盈利造成一定压力。此外,由于利率市场化等因素,担保公司贷款利息收入及投资收益也受到一定影响。为此,部分自有资金运作能力较强的金融担保公司纷纷拓展资金使用渠道、提高资金运作效率,加大了委托贷款、信托、资产管理

计划等风险较高资产的配置力度,其投资资产(尤其是II级及III级资产)比重呈上升趋势,从而导致净资本比率不断下降、面临的表内外风险有所积聚。此外,债券市场的快速发展、城投债去政府信用背书的监管环境带来了高评级担保公司的需求,金融担保公司债券担保责任余额保持快速增长,担保倍数升高且单笔债券风险敞口较大,这将导致金融担保公司承担的担保业务风险持续上升。

3. 政策与监管

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

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

促进担保行业的健康发展。

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

2018年4月2日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布了《关于印发〈融资担保公司监督管理条例〉四项配套制度的通知》（银保监发〔2018〕1号），制定了《融资担保业务经营许可证管理办法》《融资担保责任余额计量办法》《融资担保公司资产比例管理办法》和《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》。其中，《融资担保业务经营许可证管理办法》旨在规范监督管理部门对融资担保业务经营许可证的管理，促进融资担保公司依法经营，维护融资担保市场秩序。《融资担保责任余额计量办法》旨在规范融资担保公司经营活动，防范融资担保业务风险，准确计量融资担保责任余额。

《融资担保公司资产比例管理办法》是为引导融资担保公司专注主业、审慎经营，确保融资担保公司保持充足代偿能力，优先保障资产流动性和安全性。《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》旨在规范银行业金融机构与融资担保公司业务合作行为，维护双方合法权益，促进银担合作健康发展，更好地服务小微企业和“三农”发展。银保监会表示，各地可根据《条例》及四项配套制度出台实施细则，实施细则应当符合

《条例》及四项配套制度的规定和原则，且只严不松。

2018年7月26日，国家融资担保基金有限责任公司注册成立，由财政部联合商业银行共同发起，初始注册资本661.00亿元，其中财政部持股45.39%。国家融资担保基金有限责任公司经营范围主要包括再担保业务、项目投资、投资咨询以及监管部门批准的其他业务，未来将采取股权投资、再担保等形式支持各省（区、市）开展融资担保业务，带动各方资金扶持小微企业、“三农”和创新创业，着力缓解小微企业、“三农”等普惠领域融资难、融资贵问题，并支持战略性新兴产业的发展。

2019年2月14日，国务院办公厅发布了《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6号）（以下简称“国办发6号文”）意在解决小微企业和“三农”融资难的问题，进一步推进国家融资担保基金与省级平台共建担保体系。国办发6号文明确要求政府性融资担保、再担保机构聚焦支小支农主业，不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信，不得向非融资担保机构进行股权投资，以及其他与之配套的支持政策。与此同时，国办发6号文还在担保业务转型、银担合作风险分担机制设计等方面对政府性担保机构加以规范。未来，政府性担保机构的业务重心将向“三农”及小微企业客户倾斜，行业发展将更为规范。

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

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

鉴于国务院在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须在公司名称中标明“融资担保”字样，以及中证信用推进集团专业化管理、提升各子公司运营效率、防范风险在集团内部跨业传导等因素，中证信用综合考虑监管要求和业务经营情况，于2019年12月出资30亿元设立全资子公司中证融担，并根据其资金安排增资10亿元，使得公司注册资本增至40亿元。公司在获得融资担保业务牌照后专门开展融资担保相关业务，而母公司主要负责管理存量业务直至到期。

中证信用是一家专业信用服务机构，股东包括大中型券商、保险公司、互联网上市公司以及深圳前海金融控股平台等，强大的股东背景以及品牌优势，使其同业竞争力很强。公司作为中证信用的全资子公司，在高管团队、管理制度、业务策略等方面均沿袭母公司，为各项业务开展奠定了良好的基础，且能够在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到母公司较大力度的支持。

根据公司章程，公司为单一股东的有限责任公司，故不设立股东会。股东的职权包括决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等。

公司不设董事会，设执行董事1名，执行董事行使董事会权利，执行董事由股东任命产生，对股东负责。执行董事的职权包括负责召集股东，并向股东报告工作；执行股东的决定；决定公司的经营计划和投资方案等。

公司不设监事会，设监事1名。监事由股东委任。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事的职权包括检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设经营管理机构，经营管理机构设总经理1人，下设基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、线上产品事业部、投资业务部、风控法务部、稽核审计部、资金财务部、信息数据中心、战略发展部、综合管理部共计11

个部门。公司经营管理机构总理由执行董事聘任或者解聘，总经理对执行董事负责，总经理的职权包括主持公司的生产经营管理工作、组织实施执行董事决定；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案等。

公司执行董事、执委会主任牛冠兴先生，历任武汉市工商银行办事处主任、招商银行总行信贷部总经理、招商证券总裁、招商基金董事长、安信证券董事长、安信基金董事长，中国证券业协会副会长等。公司监事王晓荷女士，曾在中国证监会国际部、人教部任职，曾任安信证券监事会主席。公司法人代表、总经理、执委会副主任冯辞先生，历任海南富南国际信托上海证券营业部总经理、海南省国际信托证券总部总经理、金元证券财务总监、金元比联基金董事长、金元证券副总裁。

总体看，公司初步搭建了由单一股东、执行董事、监事和经营管理机构组成的公司治理架构，各层级人员均为原母公司人员，高管人员具有丰富的专业背景和管理经验。目前，公司成立时间尚短，组织架构仍在逐步完善中，随着业务的开展，将对公司治理水平提出更高要求。

2. 内部控制

目前，公司根据自身发展需求，对内部组织架构进行了初步设计，成立了基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、线上产品事业部、投资业务部、风控法务部、稽核审计部、资金财务部、信息数据中心、战略发展部、综合管理部等部门（见附录2）。

其中，公司的担保业务主要由基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部等部门负责开展。担保涉及的行业主要包括公用事业、金融业及产业等领域。基础增信事业部侧重于开展公司债券、企业债券等债券类增信业务以及企业和个人的借款类增信业务。创新增信事业部侧重于开展各类非标准化金融产品的增信业务，以及信用风险产品和缓释工具的创设与交易等。互联网信用事业部侧重于依托大数据技术开展消

费金融类增信业务。

投资业务主要由投资业务部负责开展。主要以实现自有资金保值增值为核心，规范、稳健、高效的开展非权益类投资业务；实施产品交易，对公司的资金流动性进行优化管理，开展以固定收益为主要投资方向的投资顾问业务等。

此外，风控法务部主要负责制订风控合规相关制度并组织实施，建立与完善全面风险管理体系；对公司经营中的各类潜在风险进行全程管理；负责建立畅通、可靠、完整、独立的风险管理报告体系；对公司经营活动的合规性、全面风险管理和内部控制的有效性进行独立稽核和评价；负责公司法律相关事务，协助公司有效规避风险等。稽核审计部主要负责对公司内部控制的有效性进行独立监督和评价。资金财务部主要负责中证融担财务会计管理及会计核算、资金融通和资本管理。信息数据中心主要负责中证融担信息系统工作和日常运营支持。制度方面，目前公司初步制定了多项管理办法，涵盖公司治理、财务管理、预算管理、资金管理等。

总体看，公司成立时间短，初步搭建了较为完善的组织架构体系，相关制度仍需不断完善，内控及稽核体系尚待逐步建立；随着业务的逐步开展，将对公司内控管理水平提出较高的要求。

3. 发展战略

公司在延续中证信用过往经验模式的基础上，将秉承“小额、分散、可控”的业务理念，一手抓传统主体类业务，一手抓小微消金类业务，借助中证信用科技优势，通过线上化、数据化的方式，不断探索新型担保业务模式，力争发展成为“风控水平高、业务效率好、科技属性强”的专业型融资担保机构。

公司将根据监管要求，建立规范的财务、内控、业务、管理及信息披露等日常管理机制。一是按照审慎经营原则，建立健全融资担保项目评审、保后管理、代偿责任追偿等方面的业务规范以及风险管理等内部控制制度；二是建立完善内部决策程序和内审制度，保持公司治理的有效性；

三是结合公司实际情况，建立健全财务会计制度，真实地记录和反映企业的财务状况、经营成果和现金流量；四是根据监管及行业协会要求，及时做好各项监管报表报送及信息披露工作。

公司融资担保业务将主要为企业及个人提供借款类担保、债务融资担保等融资性担保等。公司对未来五年的经营情况及盈利情况进行了测算。融资担保业务方面，受监管条例对担保规模上限及单一集中度的约束，预计融资担保业务在 2020—2024 年期末担保余额约为 150 亿元、250 亿元、400 亿元、500 亿元和 550 亿元，平均担保费率维持在 0.7%~0.9%。投资业务方面，根据监管条例对于 I、II、III 级资产配置比例的规定，预计公司平均投资收益率在 5.5%~6.3% 区间。2020—2024 年，公司营业收入预计分别为 2.98 亿元、4.30 亿元、6.02 亿元、7.79 亿元和 9.12 亿元，五年年均复合增长率 32%；净利润预计分别为 1.63 亿元、2.17 亿元、2.92 亿元、3.95 亿元和 4.83 亿元，若不考虑分红因素，预计未来五年净资产分别为 41.63 亿元、43.80 亿元、46.72 亿元、50.67 亿元和 55.50 亿元，净资产收益率预计分别为 3.99%、5.07%、6.46%、8.11% 和 9.11%。

总体看，公司资本实力及股东背景强，在业务开展、资本补充及风险抵御等方面能够获得股东的有力支持，高管人员具备丰富的金融从业经验以及较高的专业水平，以上因素都将有助于公司未来业务的发展。另一方面，公司成立时间短，公司治理、组织架构及人力资源配置等方面仍需健全和完善，中长期发展规划尚需在实践过程中进一步明确，经营模式、内控水平尚待实践检验。

四、业务经营分析

公司作为中证信用根据监管政策以及自身要求而设立的全资子公司，在高管团队、管理制度、业务策略等方面均沿袭母公司安排，为各项业务开展奠定了良好的基础。

按照公司成立初期设定的业务规划，公司主

要开展融资担保业务和投资业务。公司将继续按照中证信用较为稳健的业务发展思路,以低风险偏好,为外部评级较高的地方政府融资平台、优质国企、金融企业等债券市场的优质发行人提供债券担保,城投债的区域选择以经济相对发达、政府还款能力和还款意愿较强的地级市为主;此外,在主体增信的基础上,公司将秉承“小额分散、风险可控”的发展理念,通过“数据+模型+系统”的管控方式,对资产证券化、消费金融、供应链金融、中小微企业融资等各类产品提供担保服务,形成科技驱动的新型担保模式。由于公司成立时间较短,目前尚未有担保项目落地。

投资业务方面,面对当前的市场环境,公司采取稳健的投资策略,在保证资产流动性和增信业务代偿能力的前提下,以追求风险可控、持续稳定的绝对收益为目标,以低风险的固定收益资产投资为主,形成以可预期的稳定现金流为价值基础的低风险组合投资的投资理念。目前,公司投资类资产类别主要包括基金、信托计划、债券和理财产品,另有少量资产管理计划。截至2018年末,投资资产净额36.85亿元。其中,基金投资19.51亿元,均为货币市场基金;信托计划净额10.98亿元,底层资产均投向房地产行业;企业债券净额4.37亿元,涉及房地产、煤炭及投资行业的发行主体,外部评级均为AAA;理财产品1.88亿元,均为股份制银行理财产品;资产管理计划0.10亿元,底层资产为债券。

总体看,公司作为中证信用全资子公司,在高管团队、管理制度、业务策略等方面均沿袭母公司安排,为各项业务开展奠定了良好的基础。未来,随着各项资质的不断完善,其展业能力将逐步得到显现。

五、担保业务风险管理分析

公司根据母公司的业务管理模式和风险管理体系,已初步建立全面风险管理机制,对经营中的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险等各类潜在风险进行识别、审慎评估、动态监

控、及时应对及全程管理。信用风险管理方面,公司遵循“事前预防、事中监控、事后监督”的原则,对信用类业务实行全流程管理;市场风险管理方面,公司密切关注宏观经济指标和趋势,重大经济政策动向,评估宏观因素变化可能给投资带来的系统性风险,定期监测市场风险控制指标,对投资策略进行调整,同时,建立危机处置机制、执行及责任机构,制定各种可预期极端情况下的应急预案,并根据严重程度对危机进行分级和管理;流动性风险管理方面,公司建立流动性风险管理制度体系,及时进行流动性分析和跟踪,建立流动性预警机制,开展资产负债配置、资本管理、风险限额及融资管理,进行流动性压力测试,建立危机处置机制,确保流动性需求能够及时以合理成本得到满足,将流动性风险控制可在承受的范围内;操作风险方面,公司建立操作风险管理制度体系,实行岗位分离制衡的管理机制,统一、固化业务操作流程,通过操作风险三大工具(即风险与控制自我评估、关键风险指标、损失事件收集)对操作风险进行事前、事中、事后管理,及时处置风险事件,加大问责力度,从而减少因人为错误、系统失灵和内部控制缺陷而产生的操作风险,保障公司内部控制及风险管理体系有序规范运行。

公司未来业务将沿袭母公司之前业务模式,主要针对信用等级较高的地方政府融资平台、优质国企、金融企业等开展增信业务。对于地方政府融资平台项目,公司根据融资平台隶属的政府行政级别、经济财政实力以及债务负担状况,制定了严格的准入标准,原则上为市级以上平台。此外,公司要求交易对手提供充足有效的风险缓释措施,如其他主体信用等级较高的企业提供连带责任保证、应收账款质押、土地使用权及在建工程抵押、差额补足承诺函等。针对房地产类融资项目,公司对融资主体制定了严格的准入标准,目前仅选择头部的地产商并对排名和关键经营指标保持高标准和高要求。同时,公司要求交易对手提供充足有效的风险缓释措施,如控股股东、母公司提供连带责任保证或差额补足承诺

函、项目公司股权质押、项目土地抵押等，以控制项目风险敞口。在后续管理上，公司要求项目经办人定期或不定期进行现场或非现场跟踪，持续关注项目风险变化，发现风险及时采取有效措施控制风险。

总体看，公司根据母公司的业务管理模式和风险管理体系，逐步建立各项风险管理制度。未来，公司主要针对信用等级较高的企业开展增信业务，随着业务的开展及规模的上升，公司相关风险控制流程及管理水平有待进一步提升。

六、财务分析

公司提供了 2019 年 12 月份财务报表，财务报表未经审计。

公司募集资金均已到位，资本实力及担保代偿能力较强。截至 2019 年 12 月末，公司所有者权益合计 40.02 亿元，其中实收资本 40.00 亿元。目前，公司负债为少量的应交税费和递延所得税，尚无其他负债。成立初期，公司资产主要以流动性和安全性为主，资产配置以为货币基金为主，另有部分非标产品、企业债券、银行理财以及基金资产管理计划。截至 2019 年末，公司资产总额 40.03 亿元，其中交易性金融资产 21.50 亿元，主要包括货币基金、银行理财产品，以及少量资产管理计划；债权投资 15.35 亿元，主要包括底层资产为房地产行业的非标产品以及外部评级较高的企业债券。公司针对投资资产共计提减值准备余额 0.09 亿元，其中针对企业债券和非标产品分别计提减值准备余额 0.05 亿元和 0.04 亿元。

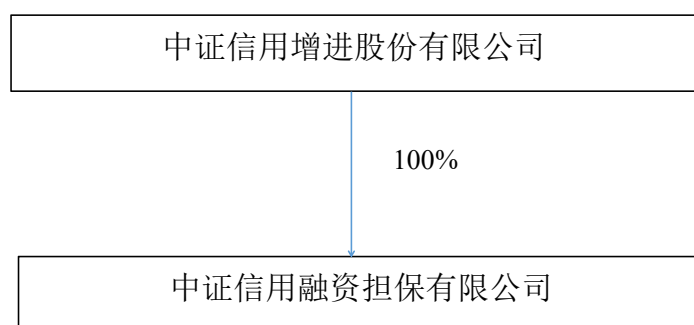
2019 年，公司实现营业收入 0.10 亿元，均为投资货币基金、非标产品以及银行理财产品等实现的投资收益和利息收入；营业支出 0.10 亿元，其中信用减值损失 0.09 亿元，均为针对投资资产计提的减值准备；所得税费用-39.57 万元，主要是由其投资货币基金产生的分红具有免税效应所致；实现净利润 0.01 亿元。由于公司成立时间尚短，偿债及代偿方面压力不大，随着其

持续经营，需对财务表现的定量评价结果保持持续关注。

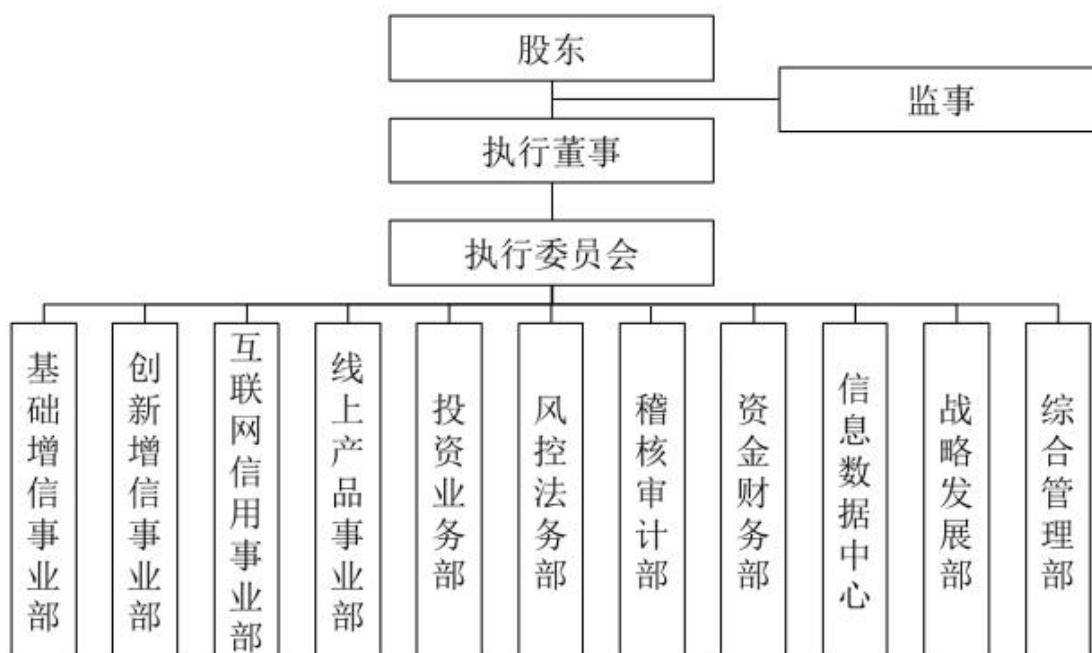
七、结论

公司作为中证信用的全资子公司，资本实力及股东背景强，在业务开展、资本补充及风险防御等方面能够得到股东的有力支持；公司高级管理层人员均来自中证信用，具备丰富的金融从业经验以及较高的专业水平，加之公司业务发展策略及管理制度均沿袭母公司，为各项业务开展奠定了良好的基础，有助于公司在运营初期即具备较高的专业化运营水平。另一方面，公司成立时间短，公司治理、组织架构及人力资源配置等方面仍需健全和完善，且随着业务的开展，将对其公司治理和内部控制水平提出更高要求；中长期发展规划尚需在实践过程中进一步明确，未来战略规划的实施情况、业务经营、投资状况以及风险管理水平有待观察。综上，联合资信认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

附录 1 2019 年末股权结构图



附录 2 2019 年末组织结构图



附录3 主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

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

附录 4-1 金融担保机构信用等级的设置及含义

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

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

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

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

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

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

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

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

附录 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 中证信用融资担保有限公司 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，联合资信将在中证信用融资担保有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中证信用融资担保有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。中证信用融资担保有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，中证信用融资担保有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中证信用融资担保有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现中证信用融资担保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。

如中证信用融资担保有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中证信用融资担保有限公司联系，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。