

信用评级公告

联合〔2023〕3132号

联合资信评估股份有限公司通过对“重庆茂和基础设施建设有限公司2023年度第一期中建五局投资PPP资产支持商业票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“重庆茂和基础设施建设有限公司2023年度第一期中建五局投资PPP资产支持商业票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年五月二十二日

重庆茂和基础设施建设有限公司 2023 年度第一期中建五局投资 PPP 资产支持商业票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (亿元)	占比	信用等级
优先级资产支持商业票据	5.55	100.00%	AAA _{sf}
合计	5.55	100.00%	--

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2023 年 5 月 22 日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. NR - 未予评级

交易概览

委托人/发起机构/资产服务机构：重庆茂和基础设施建设有限公司

受托人/受托机构/发行载体管理机构/中航信托：中航信托有限公司

流动性支持机构/中投保：中国投融资担保股份有限公司

资金保管机构：中国农业银行股份有限公司重庆市分行

基础资产：自初始起算日（2021 年 1 月 1 日）起，重庆茂和根据基础资产文件的约定对付款义务人基于《PPP 合同》《巴南区住建委复函》享有的 2021-2024 年度期间 PPP 项目影子通行费及其从权利，委托人根据《信托合同》将该 PPP 项目应收款项信托/转让予受托人

优先级资产支持商业票据还本付息方式：到期一次性还本付息

优先级资产支持商业票据预计到期日：2024 年 7 月 15 日

信托法定到期日：2028 年 7 月 15 日

评级时间

2023 年 5 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
未来应收款项类资产支持证券评级方法	V4.0.202210

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“重庆茂和基础设施建设有限公司 2023 年度第一期中建五局投资 PPP 资产支持商业票据”（以下简称“本资产支持商业票据”）所涉及的交易结构、基础资产、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了综合分析，并结合上述要素对本资产支持商业票据进行了现金流分析。

根据交易安排，本期优先级资产支持商业票据本息偿付的现金流来源于第四期资产支持商业票据的募集资金和当期基础资产现金流即相关 PPP 项目影子通行费。同时，中投保对本期优先级资产支持商业票据到期兑付不足的部分提供流动性支持，中投保股东背景很强，资本充足，整体代偿能力极强，联合资信给予中投保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其作为流动性支持机构对优先级资产支持商业票据的信用等级起到主要的信用支撑作用。此外，联合资信也关注到基础资产现金流对优先级资产支持商业票据兑付的保障程度弱；近年来，国内宏观经济发展仍存在一定压力，担保机构代偿压力仍然较大；中投保担保业务行业和区域集中度略高；投资业务规模较大，需关注相关市场风险和信用风险。

综合上述因素，联合资信确定本资产支持商业票据项下优先级资产支持商业票据的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

中投保信用水平极强。中投保作为国内首家全国性专业信用担保机构，在担保行业位居龙头地位。2020—2022 年，中投保担保业务规模持续较快增长，处于行业上游水平；截至 2022 年末，中投保资本实力很强，资产质量较好，代偿能力极强。另外，中投保股

流动性支持机构主要财务指标：

中国投融资担保股份有限公司			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额（亿元）	258.52	262.56	279.76
所有者权益（亿元）	116.42	111.35	109.42
净资本（亿元）	39.80	38.60	46.49
期末担保余额（亿元）	480.03	634.62	827.82
融资性担保放大倍数	3.67	4.53	5.37
净资本/净资产比率（%）	34.19	34.67	42.49
净资本覆盖率（%）	106.26	77.37	79.82
当期担保代偿率（%）	0.15	0.00	0.38
累计担保代偿率（%）	0.08	0.07	0.10
营业总收入（亿元）	38.95	23.81	17.32
净利润（亿元）	8.34	8.07	5.43
总资产收益率（%）	3.19	3.10	2.00
净资产收益率（%）	7.48	7.09	4.92

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径。

分析师：

宋 旭 石雪琳

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

东背景很强，作为国家开发投资集团有限公司旗下金融板块重要组成部分，受到股东支持力度较大。

关注

1. **需关注中投保的运营风险。**国内宏观经济发展仍存在一定压力，担保机构代偿压力仍然较大；中投保担保业务行业和区域集中度略高；投资业务规模较大，需关注相关市场风险和信用风险。
2. **基础资产现金流对优先级资产支持商业票据兑付的保障程度弱。**在不考虑续发的情况下，联合资信将基础资产未来 2 年现金流按照年化收益率 4.00% 进行折现，得出基础资产现金流量现值合计为 55124.24 万元，对本期优先级资产支持商业票据本金的覆盖倍数为 1.0023 倍，保障程度弱。

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

一、交易概况

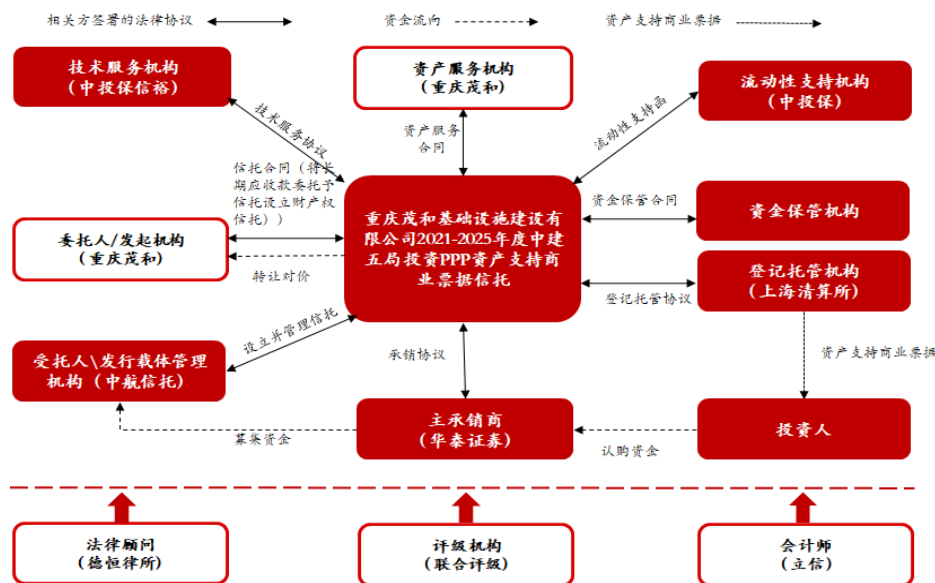
1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构重庆茂和基础设施建设有限公司（以下简称“重庆茂和”或“项目公司”）将享有的自初始起算日（2021年1月1日）起，重庆茂和根据基础资产文件的约定对付款义务人¹基于《巴南区龙洲湾隧道项目 PPP 项目合同》（以下简称“《PPP 合同》”）《巴南区住建委复函》²享有的 2021—2024 年度期间巴南区龙洲湾隧道 PPP 项目³影子通行费及其权利作为基础资产，采用特殊目的载体机制，委托给中航信托有限公司（以下简称“中航信托”或“受托人”）并设立重庆茂和基础设施建设有限公司 2021-2025 年度中建五局投资 PPP 资产支持商业票据信托（以下简称“本资产支持商业票据信托”）。中航信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行资产支持商业票据，其中本期资产支持商业票据为重庆茂

和基础设施建设有限公司 2023 年度第一期中建五局投资 PPP 资产支持商业票据。流动性支持机构中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）在截至优先级资产支持商业票据（以下简称“优先级商业票据”）预期到期日（或本信托于当期优先级商业票据预期到期日之前终止情形下信托终止后的第一个支付日）前一个信托利益核算日⁴，如信托账户余额小于当期应付优先级商业票据持有人的本金、利息、应付未付的信托税费、信托费用之和的情形下履行流动性支持义务。特别说明的是，上述预期到期日前一个信托利益核算日不包含本资产支持商业票据信托 2024 年 7 月 15 日之后的信托利益核算日。

本交易以基础资产形成的属于信托财产的全部资产和收益，按约定向本期资产支持商业票据持有人还本付息。

图 1 交易安排



资料来源：联合资信整理

¹ 付款义务人/巴南区住建委：根据《PPP 合同》负有按时足额支付 PPP 项目应收款项义务的付款义务人重庆市巴南区住房和城乡建设委员会（原为：重庆市巴南区城乡建设委员会，以下简称“巴南区住建委”）及/或其继承人。

² 《巴南区住建委复函》：政府方于 2021 年 7 月 20 日出具的就《PPP 合同》关于竣工验收合格进入运营期、影子通行费支付时间、基础资产范围及同意将《PPP 合同》项下的影子通行费作为基础资产发行资产证券化产品等事宜作出确认的《重庆市巴南区住房和城乡建设委员会关于重庆市巴南区龙洲湾隧道 PPP 项目资产证券化有关事宜的复函》。

³ PPP 项目：《PPP 合同》项下的巴南区龙洲湾隧道 PPP 项目，项目建设内容主要包括道路工程、隧道工程、桥涵工程、立交工程、交通工程以及综合管网工程等，重庆茂和负责 PPP 项目的投融资、设计、建设、运营、维护、移

交，由付款义务人按照 PPP 合同约定标准支付影子通行费，经营期满后，重庆茂和将 PPP 项目资产、项目附属设施等无偿移交给重庆市巴南区城乡建设委员会。

⁴ 信托利益核算日：受托人再次核算信托账户内资金之日，信托核算日为 T-6 工作日。支付日/T 日：就本信托而言，支付日为首期之外各期优先级商业票据之发行日、各期优先级商业票据之预期到期日，本信托在当期优先级商业票据预期到期日之前终止情形下信托终止后次日起算的第 6 个工作日。在发生违约事件或加速清偿事件后，下期优先级商业票据发行日前，增加下列支付日：违约事件或加速清偿事件发生后次月起每月 15 日（如该日非工作日，顺延至下一工作日）。

2. 资产支持商业票据

本资产支持商业票据信托预计存续期限为发行日至2025年7月15日，注册金额为97500.00万元。单期优先级商业票据存续期不超过1年（每年滚动发行），次级资产支持商业票据（以下简称“次级商业票据”）不续发且全部由发起机构或其指定的主体认购。本期优先级商业票据发行

规模为55500.00万元。本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，次级商业票据为优先级商业票据提供信用支持。本期优先级商业票据采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，预期到期日为2024年7月15日，到期一次性还本付息；次级商业票据不设票面利率，到期享有剩余收益。本信托法定到期日为2028年7月15日。

表 1 本期资产支持商业票据概况（单位：万元）

票据名称	金额	占比	预计到期日	还本付息方式
优先级商业票据	55500.00	100.00%	2024 年 7 月 15 日	到期一次性还本付息
合计	55500.00	100.00%	--	--

资料来源：受托人提供，联合资信整理

3. 续期发行安排

除非发起机构、主承销商、受托人及流动性支持机构四方一致通过表决不续发，主承销商应于续期发行启动日启动续期发行下一期优先级商业票据，受托人应当予以必要配合。

主承销商应于续期发行启动日⁵启动续期发行下一期优先级商业票据，受托人应于配合。主承销商应于续期发行启动日后5个工作日内将拟续期发行的下一期优先级商业票据的存续期限、承销安排、发行规模等事宜以书面方式通知主承销商、发起机构、流动性支持机构、资金保管机构、资产服务机构及评级机构等相关交易参与方。

主承销商应在续发书面通知中明确续期发行规模，续期发行规模与续期发行启动日信托账户账面现金之和不低于新一期优先级商业票据发行日预计优先级商业票据持有人的未偿本金余额、应付利息，应付流动性支持机构的流动性支持价款（如有）及与资产支持商业票据相关的应付未付的信托税费、信托费用之和。

根据《重庆茂和基础设施建设有限公司 2021-2025 年度中建五局投资 PPP 资产支持商业票据信托流动性支持承诺函》，中投保在截至当期优先级商业票据预期到期日（或本信托于当期

优先级商业票据预期到期日之前终止情形下信托终止后的第一个支付日）前一个信托利益核算日，信托账户余额小于当期应付优先级持有人的本金、利息、应付未付的信托税费、信托费用之和的情形下履行流动性支持义务。特别说明的是，上述预期到期日前一个信托利益核算日不包含“重庆茂和基础设施建设有限公司 2021-2025 年度中建五局投资 PPP 资产支持商业票据信托”2024 年 7 月 15 日之后的信托利益核算日。

中投保需向信托账户支付的流动性支持价款。流动性支持价款（如超过流动性支持价款上限则按流动性支持价款上限支付）=预计最近一个支付日的优先级商业票据未偿本金余额+最近一个支付日预计应付的优先级商业票据利息+最近一个支付日的应付信托税费及信托费用-截至流动性支持通知日上午十一点（11:00）信托账面现金余额。

无论各期优先级商业票据实际发行规模如何，每一流动性支持划款日之应付流动性支持价款上限均为：9.74 亿元+9.74 亿元×当期优先级商业票据计息期间自然日数×当期优先级商业票据之票面利率/360+应付未付信托税费及信托费用-截至流动性支持通知日上午十一点（11:00）信托账面现金余额。

⁵ 续期发行启动日：受托人、主承销商、委托人及流动性支持机构共同协商决定续期资产支持商业票据发行之日，该续期发行启动日为每年的 5 月 15 日至 5 月 28 日之间的任一，且续期发行启动日在当期资产支持商业票据预期到

期日前 2 个自然月内。流动性支持触发事件发生后、流动性支持资金退出前流动性支持机构决定启动续期发行的，续期发行启动日由流动性支持机构指定。

需要特别注意的是,在后续各期(除最后一个信托利益核算日)存续时,流动性支持机构在支付上述流动性支持价款后得到任何资金的返还,即恢复返还资金对应的额度。

中投保履行流动性支持义务后,有权优先获得分配信托利益(具体金额以当期发行的资产支持商业票据募集说明书中披露的金额为准),即受托人以信托账户内的资金扣除信托税费、信托费用的资金余额为限,将以过手摊还的方式优先向流动性支持机构分配信托利益,应分配的信托利益金额等于流动性支持机构履行流动性支持义务所支付的流动性支持价款。

根据滚动发行安排,信托项下预计滚动(续期)发行3期,对于除最后一期外的续期发行的资产支持商业票据,其兑付资金来源为基础资产回款及下一期续期发行资产支持商业票据募集资金,若续期发行失败,则由流动性支持机构承担流动性支持义务;对于信托项下最后一期续期发行的资产支持商业票据,其兑付资金来源全部为基础资产回款,且无其他外部增信措施。

4. 基础资产合格标准

本交易制定了明确、较为严格的基础资产合格标准。

就基础资产而言,系指:(1)PPP项目已按规定完成PPP项目实施方案评审及必要的审批、审核或者备案等相关手续,且已取得PPP项目的立项批复、可行性研究批复、竣工验收备案、环境影响评价等根据法律规定应当履行的手续或应当取得的资质证明文件,项目公司与政府方已经签署有效的《PPP合同》;(2)项目公司已经履行并遵守了《PPP合同》项下的义务,已经完成PPP项目建设并按照相关规定或协议约定经验收或者政府方认可并开始运营,有权按照规定或约定获得收益;(3)《PPP合同》对项目公司转让PPP项目应收款项未作出限制性约定或项目公司已经满足解除限制性约定的条件;(4)基础资产对应的《PPP合同》项下政府方的付费已经纳入该政府本级或者本级以上政府财政预算或政府财政规划;(5)项目公司真实、合法、

有效拥有基础资产,且除既有质押合同外基础资产、PPP项目上未设定抵押权、质权、其他担保物权或任何第三方权利等权利负担,如已经设有抵押、质押等权利负担的,能够在信托设立日后45日予以解除;不存在《PPP合同》项下项目公司建设期或运营期违约情形且政府方行使终止协议的权利的情形;亦不存在PPP项目出现重大安全事故、被政府回购或其他重大变更等事项,或出现其他导致或可能导致政府减少、中断或停止付费的情形;(6)基础资产可以进行合法有效的转让,且未取得其他主体同意不会影响本信托的存续,也不会导致本信托的目的无法实现或项目公司已经获得相关主体的同意;(7)项目公司与政府方不存在因《PPP合同》的违约、不可抗力因素且PPP项目未出现重大安全事故、被政府回购、以及其他重大变更等事项影响PPP项目持续运营或导致付费机制重大调整等情形;也不存在因《PPP合同》或其他相关协议及其他重大纠纷而影响项目持续运营,或可能导致付费机制重大调整的协商、调解、仲裁或诉讼等情形;亦不存在《PPP合同》终止(包括提前终止),或出现《PPP合同》项下约定的政府和社会资本合作取消的情形,或出现任何其他导致或可能导致《PPP合同》被解除或发生重大不利变更的事项;发生《PPP合同》项下项目公司建设期或运营期违约情形且政府方行使终止协议的权利;

(8)《PPP合同》到期日应不早于资产支持商业票据的最晚到期日;(9)政府方不存在依法可以向项目公司主张抵销的任何到期债权;(10)除项目公司未按照《PPP合同》履行协议项下义务外,政府方在《PPP合同》项下不享有任何主张扣减或减免《PPP合同》项下的政府付费款项的权利;(11)PPP项目不存在政府方违约提供担保,或者政府方采用固定回报、回购安排等、明股实债方式进行变相债务融资情形;(12)针对基础资产而言,无论是就其应付金额、付款时间、付款方式或是其他方面,项目公司和政府方之间均无尚未解决的争议;(13)基础资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序;(14)基础资产能够并将始终能够为确认所有权的目

托人的其他资产相区别；（15）基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；（16）基础资产和PPP项目符合相关主管部门以及交易商协会确定的其他标准（如有）。

5. 现金流收付机制

本交易约定偿付本期优先级商业票据本息的现金流来自于基础资产现金流和第四期优先级商业票据发行的募集资金，如第四期优先级商业票据发行不成功，则中投保履行流动性支持义务。相关交易文件对现金流归集、划付做出了明确安排。

（1）现金流归集

本交易设立有信托账户，由受托人专门在资金保管机构为本资产支持商业票据而开立，并由受托人指定为发行收入缴款账户。

根据《PPP合同》、《收款账户变更通知书》⁶及《收款账户变更通知书回执》⁷，政府方于每年度的3月31日前向信托账户支付前一年度的PPP项目影子通行费。根据滚动发行安排，对于本期资产支持商业票据，其兑付资金来源还包括续期发行的资产支持商业票据募集资金。受托人于信托利益核算日（T-6工作日）核算信托账户内资金，并于同日发行续期并完成缴款至募集资金收款账户。若续期发行失败，或信托账户内资金不足以支付当期优先级商业票据本息、税费的，将触发流动性支持事件，受托人于当天向中投保发出《流动性支持通知书》，中投保将流动性支持价款于流动性支持划款日（T-3工作日）划入信托账户。信托于支付日T日完成本期的兑付，并设立续期优先级商业票据。

（2）信托财产分配划付

在未发生违约事件、加速清偿事件前的每个信托利益核算日，受托人应将信托账户下的资金总金额按照以下顺序进行分配（如同一顺序的多

笔款项不足以同时完全支付的，按各项应受偿金额的比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：

1）依据中国法律，由受托人缴纳的与信托相关的税收和规费包括但不限于信托运营过程中就增值税应税收入应缴纳的增值税及其附加税（如根据法律法规、税收监管政策受托人需就管理、运用信托财产缴纳增值税及其附加税等税赋的，则相应的增值税及其附加税等税赋亦计入信托费用，由信托账户内的资金承担）、所得税等，以及受托人因受托本信托业务而增加的业务规费（如有）；

2）同顺序支付应支付但尚未支付的各项发行费用（包括受托人垫付的该等费用（如有）；受托人或其指定机构垫付的执行费用；受托人或其指定机构垫付的因管理信托事务代垫的其他费用（包括费用支出））；

3）同顺序支付信托设立费用及相关信托费用（在信托账户内的资金不能足额清偿本条各项时，按各项应受偿金额的比例，不足部分在下一个支付日支付）：①资金保管机构的保管费；②受托人的报酬；③资金汇划费（如有）；④承销费用、流动性支持机构费用；⑤支付登记托管机构的发行登记服务费（如有）、北金所的簿记建档费（如有）、兑付兑息费（如有）及其他费用（如有）；⑥技术服务机构费用；⑦委托法律顾问进行尽职调查并出具专业意见所应付的报酬；⑧聘请评级机构应付的报酬（如有）；⑨聘请会计师出具现金流预测报告应付的报酬（如有）；⑩聘请会计师出具会计原则应用报告/会计意见书、商定程序报告应付的报酬（如有）；⑪受托机构报告的年度审计费用及其他清算审计相关费用（如有）；⑫法律顾问的报酬（如有）；⑬其他与本信托直接相关的中介机构费用。

4）支付流动性支持垫付款项（如有）；

将另行发函撤销此次说明。

⁷《收款账户变更通知书回执》：重庆市巴南区住建委于2022年1月25日向重庆茂和发出《收款账户变更通知书回执》，巴南区住建委已收到重庆茂和基础设施建设有限公司发出的《收款账户变更通知书》。同意重庆茂和收款账户变更为《收款账户变更通知书》中指定的账户。

⁶《收款账户变更通知书》：重庆茂和于2022年1月19日向重庆市巴南区住建委发出的《收款账户变更通知书》，请巴南区住建委将2021年（含）至2024年（含）期间对应应收的影子通行费（其中2021年23732.47万元、2022年26348.52万元、2023年29177.58万元、2024年32197.92万元）支付至中航信托账户。2021年（含）至2024年（含）期间，如实际影子通行费超出上述金额，超出部分仍支付至重庆茂和账户，如资产证券化产品未发行成功，重庆茂和

5) 支付该计息期间优先级商业票据利息,直至优先级商业票据的利息清偿完毕;

6) 支付该计息期间优先级商业票据本金;

7) 按《服务合同》的约定向资产服务机构或后备资产服务机构(如有)支付资产服务报酬。

8) 若有剩余信托财产则分配给次级商业票据持有人,其中现金形式的信托财产分配至次级商业票据持有人账户,在本顺位之前各顺位都已经获得足额分配的情形下,将剩余非现金形式的信托财产分配给次级商业票据持有人(如本顺位之前的任何一个顺位未获得足额分配,则受托人有权选择不分配非现金形式的信托财产)。如果存在 2 个以上(含 2 个)次级商业票据持有人的,受托人将信托财产按各次级商业票据持有人持有的次级商业票据份额占次级商业票据总份额的比例将非现金形式信托财产分割转让给各次级商业票据持有人。

如发生违约事件、加速清偿事件的,在前述事件发生后、下期优先级商业票据发行日前的每个支付日应将截至临近的信托利益核算日信托账下的资金总额以过手摊还的方式按以下顺序进行分配(如同一顺序的多笔款项不足以同时完全支付的,按各项应受偿金额的比例支付,当期不足支付的部分在下一期支付):

1) 依据中国法律,由受托人缴纳的与信托相关的税收和规费包括但不限于信托运营过程中就增值税应税收入应缴纳的增值税及其附加税(如根据法律法规、税收监管政策受托人需就管理、运用信托财产缴纳增值税及其附加税等税赋的,则相应的增值税及其附加税等税赋亦计入信托费用,由信托账户内的资金承担)、所得税等,以及受托人因受托本信托业务而增加的业务规费(如有);

2) 同顺序支付应支付但尚未支付的各项发行费用(包括受托人垫付的该等费用(如有));受托人或其指定机构垫付的执行费用;受托人或其指定机构垫付的因管理信托事务代垫的其他

费用(包括费用支出);

3) 同顺序支付信托设立费用及相关信托费用(在信托账户内的资金不能足额清偿本条各项时,按各项应受偿金额的比例,不足部分在下一个支付日支付):①资金保管机构的保管费;②受托人的报酬;③资金汇划费(如有);④承销费用、流动性支持机构费用;⑤支付登记托管机构的发行登记服务费(如有)、北金所的簿记建档费(如有)、兑付兑息费(如有)及其他费用(如有);⑥技术服务机构费用;⑦委托法律顾问进行尽职调查并出具专业意见所应付的报酬;⑧聘请评级机构应付的报酬(如有);⑨聘请会计师出具现金流预测报告应付的报酬(如有);⑩聘请会计师出具会计原则应用报告/会计意见书、商定程序报告应付的报酬(如有);⑪受托机构报告的年度审计费用及其他清算审计相关费用(如有);⑫法律顾问的报酬(如有);⑬其他与本信托直接相关的中介机构费用;

4) 支付流动性支持垫付款项(如有);

5) 支付该计息期间优先级商业票据的利息,直至优先级商业票据的利息清偿完毕;

6) 支付优先级商业票据的本金,直至优先级商业票据的本金清偿完毕;

7) 按《服务合同》的约定向资产服务机构或后备资产服务机构(如有)支付资产服务报酬。

8) 若有剩余信托财产则分配给次级商业票据持有人,其中现金形式的信托财产分配至次级商业票据持有人账户,在本顺位之前各顺位都已经获得足额分配的情形下,将剩余非现金形式的信托财产分配给次级商业票据持有人(如本顺位之前的任何一个顺位未获得足额分配,则受托人有权选择不分配非现金形式的信托财产)。如果存在 2 个以上(含 2 个)次级商业票据持有人的,受托人将信托财产按各次级商业票据持有人持有的次级商业票据份额占次级商业票据总份额的比例将非现金形式信托财产分割转让给各次级商业票据持有人。

二、交易结构分析

1. 结构化安排分析

(1) 流动性支持承诺

流动性支持机构中投保信用水平极高，其对优先级商业票据到期兑付不足的部分提供的流动性支持承诺对优先级商业票据本息偿付具有极强的保障作用。

根据交易结构安排，中投保在截至当期优先级商业票据预期到期日（或本信托于当期优先级商业票据预期到期日之前终止情形下信托终止后的第一个支付日）前一个信托利益核算日，信托账户余额小于当期应付优先级持有人的本金、利息、应付未付的信托税费、信托费用之和的情形下履行流动性支持义务。特别说明的是，上述预期到期日前一个信托利益核算日不包含“重庆茂和基础设施建设有限公司 2021-2025 年度中建五局投资 PPP 资产支持商业票据信托”2024 年 7 月 15 日及之后的信托利益核算日。

无论各期优先级商业票据实际发行规模如何，每一流动性支持划款日之应付流动性支持价款上限均为：9.74 亿元+9.74 亿元×当期优先级商业票据计息期间自然日数×当期优先级商业票据之票面利率/360+应付未付信托税费及信托费用-截至流动性支持通知日上午十一点（11:00）信托账面现金余额。

考虑到中投保资信水平极高，其对优先级商业票据到期兑付不足的部分提供的流动性支持承诺对优先级商业票据本息偿付具有极强的保障作用。

(2) 触发事件

触发机制的安排在一定程度上缓解了各事件、情形风险的影响，对优先级商业票据的安全偿付起到了进一步的保障作用。

本交易主要设有违约事件、加速清偿事件和续期发行终止事件（详见附件2）等触发机制。

当 1）在未发生加速清偿事件的情形下，受托人未能在优先级商业票据预期到期日当日（或在资产支持商业票据持有人会议允许的宽限期内）足额分配优先级商业票据应分未分的本金及

/或利息的；或 2）在发生加速清偿事件的情形下，如优先级商业票据利息及/或本金尚未分配完毕的，受托人未能在预期到期日前（或在资产支持商业票据持有人会议允许的宽限期内）足额分配优先级商业票据应分未分利息及/或本金的；3）信托设立日后 45 个工作日内委托人未能解除既有质押等多种情形下，将触发违约事件，受托人将按照触发事件发生后的分配顺序进行分配。

当 1）资产服务机构未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；2）在优先级商业票据预期到期日，按照《信托合同》的分配顺序无法足额分配优先级商业票据的未偿本金余额；3）本次发行的优先级商业票据评级下调后低于 AA+级（不含 AA+级）的多种情形下，将触发加速清偿事件，受托人将按照触发事件发生后的分配顺序进行分配。

受托人、主承销商、委托人及流动性支持机构共同协商决定取消新一期资产支持商业票据发行的，将触发续期发行终止事件，该产品将停止续发。

2. 风险及缓释措施

(1) 流动性风险

中投保提供的流动性支持承诺有效地缓释了本交易的流动性风险。

在本期发行优先级商业票据的本息偿付方式上，若第四期优先级商业票据发行不成功，则优先级商业票据持有人无法按时足额退出，从而产生流动性风险。

根据交易安排，在后期续发不成功的情况下，中投保将对每期信托账户余额小于当期应付优先级商业票据持有人的本金、利息、应付未付的信托税费、信托费用之和的部分提供流动性支持义务。

(2) 持续运营风险

基于重庆茂和的股东背景，本交易面临的持续运营风险很小。

存续期间，若资产服务机构经营状况出现波

动，将对其持续经营造成影响，进而影响到基础资产现金流。

重庆茂和 2022 年实现营业收入 1.81 亿元，营业成本、税金及附加、销售费用及管理费用合计 0.81 亿元，若基础资产全部运营收入归集至信托账户，重庆茂和剩余收入无法覆盖成本，存

在持续运营风险。但考虑到重庆茂和为中国建筑第五工程局有限公司（以下简称“中建五局”）和政府方共同出资成立的项目公司，专用于该基础资产的建设运营，重庆茂和的持续运营风险可控。

三、基础资产分析

本交易基础资产为 PPP 项目影子通行费及其从权利。项目公司重庆茂和依据《PPP 合同》约定履行完相应义务后获得的影子通行费收入是本交易现金流的实际来源。

1. 基础资产概况

根据《PPP合同》，本交易涉及的PPP项目为巴南区龙洲湾隧道，本项目线路起始于教育大道，自西向东，经过龙洲南苑公租房，上跨渝南大道，经红炉片区，穿越铜锣山，上跨渝黔高速，终止于南彭物流基地东城大道，全长约8.0千米，隧道3座，互通式立交3座，简易立交2座（其中1座远期方案，不在本项目合同范围内），桥梁2座。道路等级为城市主干路，设计车速为60公里/小时，采用双向六车道，渝南大道以西段标准路幅宽度为44米，东侧南彭物流基地标准路幅宽度为40米。项目合作期分为准备期、建设期（含试运营期）、运营期，其中建设期4年，运营期20年。

本项目于2016年4月26日开工，于2019年11

月5日正式通车试运营，试运营期为2019年11月5日—2019年12月4日，并于2019年12月5日通过竣工验收。根据《PPP项目合同》，实际通车基准日为2020年1月1日。根据《PPP合同》约定，若本项目在2019年12月31日前通过竣工验收，每提前一日，政府方按该日的实际影子通行费作为奖励支付给重庆茂和。试运营期政府方不支付影子通行费。

2. PPP 项目收益、成本支出以及运营维护

根据《PPP合同》，龙洲湾隧道项目采用PPP模式实施（BOT+EPC模式），重庆茂和在合作期内获得回报的来源为社会资本通过政府付费取得。在运营期内，政府方每年均需向重庆茂和支付影子通行费，即当年应付影子通行费=当年应记当量值（pcu/年）*当年执行的影子通行费单价（元/pcu）。其中，本项目各特征年日标准当量的预测值如下表所示。

表2 项目各特征年日标准当量的预测结果（单位：年，pcu）

流量特征	年份	标准日当量
建设初期阶段	2021	54899.00
	2022	60315.00
快速增长阶段	2023	66172.00
	2024	72425.00
	2025	79207.00
	2026	81546.00
	2027	83950.00
稳定增长阶段	2028	86409.00
	2029	88983.00
	2030	91120.00
	2031	91507.00

稳定流阶段	2032	91896.00
	2033	92287.00
	2034	92699.00
	2035	93142.00
	2036	93536.00
	2037	93119.00
	2038	92702.00
	2039	92289.00

资料来源：《PPP合同》

当年实际当量值低于当年预测当量值的95%时，当年应记当量值等于当年预测当量值的95%；当年实际当量值高于当年预测当量值的95%、低于当年预测当量值的105%时，当年应记当量值等于当年预测当量值；当年实际当量值高于当年预测当量值的105%时，当年应记当量值等于当年预测当量值的105%。

影子通行费单价是指标准车型单次通过本项目所需支付的影子通行费，《PPP合同》的中标单价为12.83元/pcu，批复概算金额在招标估算金额(367292.00万元)基础上每降低或增加1000.00万元，基础票价应在中标票价的基础上按比例降低或提高0.038元/pcu⁸，因此得出初设概算调整的影子通行费单价⁹。以开标当日中国人民银行5年期以上贷款基准利率为基数，与运营期每年1月1日中国人民银行5年期以上贷款基准利率与基数相比较，每上浮或下浮0.25个百分点时，影子通行费单价价格对应上浮或下浮0.476元/pcu¹⁰，因此得出根据利率调整后的影子通行费单价¹¹。

本项目影子通行费的支付周期为每运营年度支付一次，运营期间本项目每年12月31日作为当年的结算期，结算期截止后10个工作日内，重庆茂和提出上一计费时段经第三方机构认可的支付申请，政府方应在收到重庆茂和支付申请后10个工作日内进行审核，并在双方确定审核无误后30个工作日内予以支付。2020年1月14日，市住房城乡建委将专项补助资金3.50亿元一次性

拨付给项目公司重庆茂和，重庆茂和收到该补助资金当年起至运营期末，每年等额扣减影子通行费2785.00万元，扣减原则为运营期每年扣减影子通行费的折现值之和等于政府所支付补助资金总额，折现率采用项目招投标时银行的基准利率年4.90%。即政府方当年应支付的影子通行费=根据当年应记当量值及绩效考核情况计算的影子通行费-每年等额扣减的影子通行费（2785.00万元）。

建设期内，本项目总投资39.72亿元，其中建安成本29.47亿元，非建安成本10.25亿元。运营期内，2020年，本项目运营成本为252.19万元，2021年1—6月，本项目运营成本为164.66万元。自通车基准日期，本项目于每个运营年度检测一次，若检测后项目技术指标MOI<80，重庆茂和进行整改，若整改后仍不达标，重庆茂和支付违约金1000万元，政府方有权从影子通行费中予以扣除或兑付运营保函。自通车基准日起，运营满5年中修¹²一次，满10年大修¹³一次，本项目运营期间全部维修费均由项目公司重庆茂和承担，因政府方原因导致的维护费用增加除外。

3. 重庆市区域经济及财政实力

本次入池 PPP 项目的付款方为重庆市巴南区住建委及/或其承继人和实际付款义务人巴南区财政局，基础资产现金流受重庆市及巴南区当地财政支付能力影响很大。2022年，重庆市GDP总量与人均GDP保持增长。2022年，受房地产

⁸ 批复概算金额与招标估算金额差值金额不足1000万元不予调整。

⁹ 根据初设概算调整的影子通行费单价=中标影子通行费单价+（批复概算金额-367292万元）/1000万元*0.038元/pcu。

¹⁰ 上浮或下浮不到0.25个百分点时，影子通行费单价价格不调整。

¹¹ 根据利率调整后影子通行费单价=根据初设概算调整的影子通行费单价+（当年1月1日5年期以上贷款基准利率-开标当日中国人民银行5年期以上

贷款基准利率）/0.25%*0.476元/pcu。

¹² 中修：对本项目的一般性损坏进行修理，恢复原有的技术水平和标准的工程。

¹³ 大修：对本项目的较大的损坏进行综合治理，全面恢复到原有技术和标准的工程。

市场低迷以及国家政策的影响,巴南区一般公共预算收入与支出减少;2023年,巴南区政府聚焦经济企稳恢复提振,可能对基础资产回款产生一定影响。

《重庆市2022年国民经济和社会发展统计公报》显示,2022年重庆市实现地区生产总值29129.03亿元,比上年增长2.6%。按产业分,第一产业增加值2012.05亿元,增长4.0%;第二产业增加值11693.86亿元,增长3.3%;第三产业增加值15423.12亿元,增长1.9%。三次产业结构比为6.9:40.1:53.0。2022年重庆市固定资产投资总额比上年增长0.7%,其中,基础设施投资增长9.0%,工业投资增长10.4%,社会领域投资增长27.6%。2022年重庆市人均地区生产总值达到90663元,比上年增长2.5%。年末全市常住人口3213.34万人,比上年增加0.91万人,其中,城镇常住人口2280.32万人。2022年重庆市常住人口城镇化率为70.96%,比上年末提高0.64个百分点。2022年重庆市居民人均可支配收入35666元,比上年增长5.5%。按常住地分,城镇居民人均可支配收入45509元,增长4.6%;农村居民人均可支配收入19313元,增长6.7%。全市居民人均消费支出25371元,比上年增长3.1%。按常住地分,城镇居民人均消费支出30574元,增长2.4%;农村居民人均消费支出16727元,增长3.9%。

2022年,巴南区一般公共预算收入403948万元,自然口径下降21.3%,同口径下降17.9%(扣除留抵退税因素后,下同),完成预算的100.5%(调整预算,下同),其中:税收收入220645万元,自然口径下降43.7%,同口径下降38.8%,区级税收收入下降主要是受房地产市场低迷以及国家实施大规模组合式税费支持政策等减收因素影响;加上市级补助收入、调入资金、地方政府一般债务转贷收入,以及动用预算稳定调节基金、上年结转等613272万元后,收入总计1017220万元。全区一般公共预算支出816390万元,下降16.9%,完成预算的100.3%,加上上解市级支出、地方政府一般债务还本支出、结转下年等200830万元后,支出总计1017220万元。2022年全区地方财政收入417669万元,加上各种转移性收支,

当年财力为1724262万元,加上上年结转307708万元,全区总财力2031970万元,减去地方财政支出1733937万元,年末结转298033万元。2022年区对镇街转移支付150989万元,用于保障各镇街运行、社会保障、乡村振兴,以及城市维护、农村公路建设等基本公共服务投入。2023年,巴南区政府将聚焦经济企稳恢复提振,适度扩大财政支出强度,保障重大战略任务实施。全区一般公共预算收入预计444500万元,增长10%;一般公共预算支出安排714492万元,加上上解市级支出、地方政府一般债务还本支出等130850万元后,支出总计845342万元。2023年,全区地方财政收入预计457000万元,加上各种转移性收支,当年财力预计843952万元,加上上年结转298033万元,全区总财力预计1141985万元。其中安排区本级支出1028422万元、补助镇街支出113563万元。

4. 入池 PPP 项目历史回款情况

2022年受实际当量影响,影子通行费较上年有所增长,回款金额符合预期。考虑到付款义务人财政实力较强,对后续现金流的实现具有保障作用。

根据《重庆市巴南区龙洲湾隧道 PPP 项目运营期绩效评价工作方案 2020—2023 年度》,绩效考核包括季度考核及年度考核:季度考核对项目绿化、照明、环卫等内容进行专项考核,每季度 1 次,在每个季度中不定期开展;年度考核重点对各设施的技术状况指数、项目运营所产生的各种影响、满意度及管理工作开展情况等进行考核,每年 1 次,原则上在每年末举行,具体考核时间以实施机构或绩效评价单位通知为准。运营期绩效评价均采用百分制,其中年度考核总权重系数为 60%,季度考核总权重系数为 40%,相应各季度评价权重为 10%(每季度考核权重=年度评价权重/季度评价次数),即运营期年度最终考核得分=年度考核总权重系数(60%)*年度考核得分+第一季度考核权重系数(10%)*第一季度考核得分+.....+第四季度考核权重系数(10%)*第四季度考核得分,运营期绩效考核付费标准详

见表3。实付影子通行费=当年绩效考核系数Q1*当年应付影子通行费*30%+建设期绩效考核系数Q2*当年应付影子通行费70%。本项目已于2021年完成建设期绩效评价工作，考核结果91.50分，对应建设期绩效考核系数Q2为100%。运营期内，截至2023年1月10日，绩效评价工作组已全面完成2022年度绩效评价工作，2022年度考核得分为95.8分，符合本次PPP项目绩效评价基本要求；截至2023年4月10日绩效评价工作组已全面完成2023年第一季度的绩效评价工作，本季度评分93.5分，符合本次PPP项目绩效评价基本要求。

表3 运营期绩效考核付费标准

最终考核得分	绩效考核系数 Q1
A≥80	100%
80分>A≥70分	90%—100%（插值法）
70分>A≥60分	80%—90%（插值法）
A<60 ¹⁴	0

资料来源：重庆茂和提供

2022年，本项目实际当量共计20914226pcu，较上年增长9.87%；影子通行费单价仍为13.93元/pcu。根据《PPP合同》约定的影子通行费计算方式得出，2022年度应支付影子通行费26348.52万元，较上年增长11.02%，截至2023年4月27日，本项目共收到实际回款26348.52万元

运营期内，项目公司重庆茂和获得收益包括影子通行费收入以及广告收入、管廊收入。运营期内本项目历史回款情况详见下表。

表4 本项目历史回款情况（单位：万元）

运营期	影子通行费收入	实际收到影子通行费收入
2020年	21417.77	21417.77
2021年	23732.46	23732.46
2022年	26348.52	26348.52

资料来源：重庆茂和提供

5. 未来现金流预测情况

立信会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“立信”）出具了《重庆茂和基础设施建设

有限公司2023年度第一期PPP资产支持商业票据立信会计师事务所（特殊普通合伙）对基础资产未来现金流预测信息执行商定程序的报告》

（以下简称“商定程序报告”），对本交易基础资产在专项计划特定期间产生的现金流收益情况进行了预测。立信做出了静态情景下现金流预测计算的编制基准和假设：（1）基础资产系指自初始起算日起，项目公司根据基础资产文件的约定对付款义务人基于《PPP合同》、《巴南区住建委复函》享有的2021—2024年度期间PPP项目影子通行费及其从权利。（2）影子通行费计算方式为：当年应付影子通行费=当年应计当量值（T，pcu/年）×当年执行的影子通行费单价（元/pcu）—每年等额扣减的影子通行费（2785.00万元）。

（3）当年应计当量值（T）计算方法如下：当年实际当量值（t）<95%*t_n*D_s（t_n为当年预测日当量值，D_s为当年实际天数）时，当年应计当量值（T）=95%*t_n*D_s；当95%*t_n*D_s≤t≤105%*t_n*D_s时，当年应计当量值（T）=当年实际当量值（t）；当年实际当量值（t）>105%*t_n*D_s时，当年应计当量值（T）=105%*t_n*D_s。本次入池基础资产的当年应计当量值（T）=95%*t_n*D_s。（4）当年执行的影子通行费单价：系指当年标准车型单车单次通过PPP项目所需支付的“影子通行费”，

《PPP合同》的中标“影子通行费单价”为12.83元/pcu。首先，中标影子通行费单价根据批复概算金额按照以下标准进行调整：批复概算金额在招标估算金额基础上每降低或增加1000.00万元，基准票价应在中标票价的基础上按比例降低或提高0.038元/pcu。批复概算金额与招标估算金额差值金额不足1000.00万元不予调整，调整公式为：根据初设概算调整的影子通行费单价=中标影子通行费单价+（批复概算金额-367292.00万元）/1000.00万元*0.038元/pcu；其次、以开标当日中国人民银行5年期以上贷款基准利率为基数，与运营期每年1月1日中国人民银行5年期以上贷款基准利率与基数相比较，按以下标准进行调整：每上浮或下浮0.25个百分点时，影子通行

¹⁴若中标社会资本连续两个付费周期考核得分低于60分，政府方有权解除合

同。

费单价价格对应上浮或下浮0.476元/pcu,上浮或下浮不到0.25个百分点时,影子通行单价价格不调整,调价公式为:根据利率调整后影子通行费单价=根据初设概算调整的影子通行费单价+(当年1月1日5年期以上贷款基准利率-开标当日中国人民银行5年期以上贷款基准利率)/0.25%*0.476元/pcu。目前,批复概算金额=397230.66万元,自开标年度以来,5年期以上贷款基准利率为4.90%且无变动。在基础资产静态情景下,假定5年期以上贷款基准利率为4.90%保持不变,则2023—2024年度期间执行的影子通行费单价为13.93元/pcu。(5)根据《重庆市巴南区龙洲湾隧道PPP项目运营期绩效评价工作方案2020—2023年度》,项目建设期及运营期按7:3比例权重进行考核付费,实付影子通行费=当年绩效考核系数Q1*当年应付影子通行费*30%+建设期绩效考核系数Q2*当年应付影子通行费*70%(建设期绩效考核系数Q2=1),在基础资产静态情景下,假定最终考核得分80分以上。(6)根据巴南区住建委与重庆茂和于2020年1月10日签署《巴南区龙洲湾隧道项目备忘录》,巴南区

龙洲湾隧道PPP项目纳入市级重点项目,市住房城乡建设委给予项目建安费用30%市级城建专项补助资金。2020年,巴南区住建委协调区财政局一次性拨付给重庆茂和3.50亿元专项补助资金,重庆茂和收到该补助资金当年起至运营期末,每年等额扣减影子通行费2785.00万元。(7)2023—2024年度,每年度期间影子通行费的回收款对应期间为2024—2025年度期间。(7)鉴于加速清偿事件发生概率较低,假设未发生加速清偿事件,本期资产支持商业票据在整个存续期间完整运行;(8)根据PPP影子通行费的历史支付情况,不考虑早偿影响;假设资产池未发生不回款及延迟回款的情况。(9)本期资产支持商业票据存续期内国家宏观经济政策、产业政策无重大变化,不考虑自然力和其他不可抗力等因素影响。(10)基础资产于发行日不存在法律上的障碍。

基础资产每期现金流入为当期 PPP 项目影子通行费预计收回金额,与滚动发行后续期资产支持商业票据募集资金之和,基础资产的现金流预计回款情况如下:

表 5 基础资产现金流预计回款情况(单位:万元)

回款期	2023/7/16—2024/7/15	2023/7/16—2024/7/15	合计
现金流入	29177.58	32197.92	61375.50

资料来源:商定程序报告

总体看,立信对基础资产现金流的预测主要基于《PPP 合同》约定,其中影子通行费的计算较为谨慎。但立信在预测现金流过程中未考虑绩

效考核对基础资产现金流带来的影响,若后续基础资产运营期绩效考核结果不如预期,则将影响现金流的实现。

四、定量分析

在第四期优先级商业票据如期发行的情况下,预期现金流入合计能覆盖本交易优先级商业票据的本息支出;在不考虑续发的情况下,基础资产现金流对本期优先级商业票据偿付的保障程度弱。考虑到流动性支持机构中投保代偿能力极强,其对优先级商业票据到期兑付不足的部分提供的流动性支持承诺对优先级商业票据本息偿付具有重要的保障作用。

本交易基础资产现金流来源于相应政府购

买服务支付的款项,本PPP项目付款义务人财政实力较强,且考虑到流动性支持机构中投保信用评级与本交易的预设信用等级一致。鉴于此,联合资信对现金流的分析重点关注正常情况下预期基础资产可供分配现金流是否能满足优先级商业票据预期本息的支付。

根据约定,本交易优先级商业票据到期一次性还本付息,考虑到首期发行税费从募集资金中扣除,后续期发行税费从信托账户现金流中分配

的情况下,假设专项计划的预计设立日为2023年7月15日,预期收益率分别为3.00%、3.50%和4.00%,在本交易预期到期还本付息时点(2024年7月15日),需要滚动发行的第四期优先级商业票据的募集资金下限分别为28200万元、

28500.00万元、28700.00万元。如第四期优先级商业票据能如期发行,预期现金流入合计对优先级商业票据预期本息的覆盖倍数能达到1.00倍以上。

表6 基础资产预期现金流与优先级商业票据预期支出对比(单位:万元,倍)

预期利率	3.00%	3.50%	4.00%
当期 PPP 项目影子通行费收入	29177.58	29177.58	29177.58
预期续发规模	28200.00	28500.00	28700.00
预期现金流入合计	57377.58	57677.58	57877.58
可供分配现金流	57265.73	57556.24	57746.86
优先级商业票据本息支出	57183.50	57464.08	57744.67
覆盖倍数	1.0014	1.0016	1.0000

注:1.基础资产预期现金流入=当期PPP项目影子通行费预计收入+预期续发规模;可供分配现金流入=预期现金流入-本交易合计税费。增值稅費用=(优先级商业票据预期收益)*3.26%¹⁵;增信增進費及技術服務費合計費率1.00%;律師、評級及會計師費用11萬元;發行登記費率0.0049%;付息兌付服務費率0.0035%;集中簿記建檔費率0.00392%;信託管理費率0.02%;承銷費率0.10%。

资料来源:联合资信整理。

在不考虑续发的情况下,联合资信将基础资产未来2年现金流按照年化收益率4.00%进行折现,得出基础资产现金流量现值合计为55124.24

万元,对本期优先级商业票据本金的覆盖倍数为1.0023倍,保障程度弱。

五、流动性支持机构主体信用分析(具体分析详见附件1-1)

本期优先级商业票据流动性支持机构中投保主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,其对优先级商业票据到期兑付不足的部分提供的流动性支持承诺对优先级商业票据的偿付起到主要的信用支撑作用。

中投保前身为中国经济技术投资担保有限公司,是经国务院批准特例试办,于1993年12月注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经济贸易委员会共同发起组建,初始注册资本金5.00亿元。2006年根据国务院国有资产监督管理委员会(2006)1384号《关于国家开发投资集团公司和中国投资担保有限公司重组的通知》文件,中投保并入国家开发投资集团有限公司(以下简称“国投集团公司”),同时增资至30.00亿元。2010年9月起,中投保引入多家境内外投资者,并经历多次股权变更,截至2012年末,

中投保注册资本增至45.00亿元。2015年12月,中投保正式挂牌全国中小企业股份转让系统,证券代码“834777.NQ”。截至2023年3月末,中投保注册资本及股本均为45.00亿元,前五大股东及持股情况见下表,控股股东为国投集团公司,实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会(以下简称“国务院国资委”)。国投集团公司为实现专业化经营,将中投保划为金融板块,并委托其控股子公司国投资本股份有限公司(以下简称“国投资本”)进行管理。截至2022年末,中投保前五大股东持有股权不存在被质押的情况。

表7 截至2023年3月末中投保前五大股东持股情况

股 东	持股比例(%)
国家开发投资集团有限公司	48.93
青岛信保投资发展合伙企业(有限合伙)	17.62
信宸资本担保投资有限公司	6.68

¹⁵测算时将增值稅及附加稅綜合稅率記為3%*(1+12%)/(1+3%),即3.26%。

金鼎投资（天津）有限公司	6.63
鼎晖嘉德（中国）有限公司	6.00
合 计	85.86

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

中投保主要业务为担保、投资与资管、金融科技等。截至 2022 年末，中投保拥有主要子公司 5 家，主要参股公司 1 家。

中投保注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层；法定代表人：段文务。

中投保作为国内首家全国性专业信用担保机构，在担保行业位居龙头地位。2020—2022 年，中投保担保业务规模持续较快增长，处于行业上游水平；截至 2022 年末，中投保资本实力很强，资产质量较好，代偿能力极强。另外，中投保股东背景很强，作为国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团公司”）旗下金融板块重要组成部分，受到股东支持力度较大。

同时，联合资信也关注到，国内宏观经济发展仍存在一定压力，担保机构代偿压力仍然较大；中投保担保业务行业和区域集中度略高；投资业务规模较大，需关注相关市场风险和信用风险。

未来，随着各项业务的发展及股东支持，中投保整体竞争实力有望进一步增强。

基于对中投保主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定中投保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东背景很强，支持力度较大。**中投保系国投集团公司旗下金融板块的重要组成部分，国投集团公司是国内最大的国有投资控股

公司和骨干中央企业之一，综合实力非常强，其能够在资金注入、业务资源等方面能够给予中投保较大支持。

2. **综合竞争力很强。**中投保作为国内首家全国性专业担保机构，并且为中国融资担保业协会发起单位和首任会长单位，在推动行业发展及政策推进等方面具有重要作用。2020—2022 年，中投保担保业务发展良好，期末担保业务规模持续较快增加，处于行业上游水平。
3. **资本实力很强，资产质量较好，代偿能力极强。**中投保资本实力很强，且资产质量较好；2020—2022 年，中投保担保业务代偿规模较小，代偿率指标保持较好水平，代偿能力极强。

关注

1. **宏观经济发展存在不确定性，担保机构代偿压力增加；业务转型成效仍有待观察。**未来，宏观经济发展存在一定不确定性，企业经营压力或将加大，担保机构代偿压力随之增加；中投保积极推动业务转型，但需关注业务转型成效。
2. **担保业务行业及区域集中度略高。**2020—2022 年末，中投保担保业务前三大行业集中度波动下降，前三大区域集中度波动上升，行业和区域集中度略高。
3. **需关注投资业务面临的市场风险及信用风险。**中投保投资收益占营业总收入比重较大，且收益受市场波动影响较大，需关注其投资业务面临的市场风险和信用风险。

六、其他参与机构尽职能力分析

1. 资产服务机构

本交易资产服务机构重庆茂和股东背景强，本交易因资产服务机构丧失履约能力而使本交易发生违约的概率较小。

重庆茂和成立于 2016 年 3 月，截至 2023 年 3 月底，注册资本及实缴资本均为 14.69 亿元，其中中建五局持股比例 89.99%、重庆市渝兴建设投资有限公司持股比例 10.01%，只运营巴州区龙洲

湾此一个项目。重庆茂和注册地为重庆市巴南区龙洲大道2号2幢附20号，法定代表人为封令民。为确保工程质量、安全、工期、投资目标的顺利实现，重庆茂和制定了工程进度管理、技术管理、质量管理、安全文明施工及CI管理、工程验工计量管理、资料管理。资金管理方面，为加强现金管理、有效防范现金使用风险资金，实行年度预算总控制、季度预算滚动编制备案、月度资金预算审批，并按月申请拨付资金的方式进行管理。

截至2022年底，重庆茂和资产总额为35.51亿元，较年初下降17.21%，主要系重庆茂和发行了本资产支持商业票据，并以募集资金偿还有息债务，致使总资产规模减少所致；负债总额为14.18亿元，较年初下降37.31%，主要系重庆茂和以募集资金偿还有息债务，导致总负债规模减少所致；所有者权益为21.33亿元，较年初增长5.23%。2022年，重庆茂和实现营业收入1.81亿元，较上年下降27.63%，主要系2022年度发行本资产支持商业票据，导致通过摊余成本法确认的利息收入减少所致；实现利润总额0.99亿元，较上年下降30.15%。2022年，重庆茂和经营活动由现金净流入5.23亿元，未发生投资活动，筹资活动由现金净流出5.23亿元。

截至2023年3月底，重庆茂和资产总额为35.65亿元，负债总额为14.21亿元，所有者权益合计为21.44亿元。2023年一季度，重庆茂和实现营业收入0.23亿元，实现利润总额0.11亿元。

根据重庆茂和提供的征信报告，截至2023年5月9日，重庆茂和无不良类或关注类信贷信息。

2. 受托人/受托机构/发行载体管理机构

本交易受托人/受托机构/发行载体管理机构中航信托资产规模较大，风控体系较完善，本专项计划因信托受托人丧失履约能力而使本次证券发生违约的概率很小。

中航信托成立于2009年12月28日，前身系江西江南信托股份有限中航信托，由中航工业、中国航空技术深圳有限中航信托、（新加坡）华侨银行有限中航信托（以下简称“华侨银行”）等

5家机构共同发起设立。中航信托注册地为江西省南昌市红谷滩新区会展路1009号航信大厦，法定代表人为姚江涛。截至2021年底，注册资本与实缴资本均为64.66亿元人民币，其中中航投资控股有限公司持股比例为84.42%、华侨银行有限公司持股比例为15.58%。中航信托主要开展业务分为信托业务和固有业务。其中，信托业务为主营业务，主要包括另类投资、资产管理和财富管理业务；固有业务主要包括贷款、金融产品投资和金融股权投资业务。

截至2022年底，中航信托资产总额为202.38亿元，较上年底增长3.04%；负债总额为22.17亿元，较上年底增长2.17%；所有者权益合计为180.21亿元，较上年底增长3.71%。2022年，中航信托实现营业收入22.67亿元，较上年下降35.01%；实现利润总额为22.10亿元，较上年下降51.09%。

截至2022年底，中航信托管理信托资产6300.12亿元。中航信托建立了风险管理的基本原则，包括：全面性原则、相互制衡原则、一致性原则、时效性原则、定性与定量相结合原则等，注重风险控制管理，坚持积极稳健的经营原则，规范运作，审慎经营；通过开展风险识别、风险控制和风险应对等风险管理流程，逐步形成“事前防范、事中控制、事后监督”的风险管理规程，制定了系统的风险控制制度。中航信托已建立了以董事会、风险管理委员会及审计委员会、高级管理层和风险管理职能部门为主体的风险管理组织体系。该体系体现为“董事会及其风险管理委员会和审计委员会—高级管理层—风险管理职能部门—各部门”四个层级。此外，中航信托计划财务部、财富管理中心负责从业务经济可行性、财务风险以及信托发行可行性及风险的角度对项目风险进行评估。各部门提出独立、专业、全面的评估意见为高管层实施项目决策提供参考与支持。风险管理职能部门通过加强与中航信托各业务部门、高级管理层及董事会的横向信息沟通和纵向风险报告，形成较为完善的风险管理组织体系。

3 资金保管机构

中国农业银行股份有限公司经营财务状况良好，风控体系较完善，能够很好的为本专项计划提供资金保管服务。

本专项计划资金保管机构为中国农业银行股份有限公司重庆市分行。中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）的前身最早可追溯至1951年成立的农业合作银行。自1979年2月恢复成立以来，农业银行相继经历了国家专业银行、国有独资商业银行和国有控股商业银行等不同发展阶段。2009年1月，农业银行整体改制为股份有限公司。2010年7月，农业银行分别在上海证券交易所和香港联合交易所有限公司挂牌上市。

截至 2022 年底，农业银行资产总额为 339275.33 亿元，较上年底增长 16.70%；负债总额为 312530.82 亿元，较上年底增长 17.3%；所有者权益合计 26744.51 亿元，较上年底增长

10.50%。2022 年，农业银行实现营业收入 7248.68 亿元，同比增长 0.69%；实现营业利润 3077.48 亿元，同比增长 4.00%；实现净利润 2586.88 亿元，同比增长 6.90%。

风险管理方面，农业银行持续推进巴塞尔协议实施和全面风险管理体系建设，着力提升风险管理的有效性；加强受疫情影响产行业、客户风险评估，强化大额集团、房地产等重点领域风险管控，加大不良资产处置力度，资产质量保持总体稳定；审慎增提风险拨备，拨备覆盖率 260.64%，继续保持较高水平；完善线上信贷业务风险管理策略，搭建企业级智能反欺诈平台，成立风险作业中心，不断提升线上业务风控能力；高度关注债券违约、汇率与大宗商品价格大幅波动等风险，完善限额管理、压力测试和预警机制，防止风险交叉传染；完善流动性管理机制和工具，根据市场情况适时调整资金营运策略，确保流动性绝对安全。

七、法律风险分析

北京德恒律师事务所为本交易出具相关法律意见。根据上述法律意见，本次发行符合各项法律法规，各参与方均具有相应的法律资格；且基础资产真实有效、权属明确。

本法律意见是根据《公司法》《信托法》《信托公司管理办法》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《非金融企业债务融资工具注册发行规则（2016 版）》《非金融企业资产支持商业票据指引》《非金融企业资产支持商业票据公开发行注册文件表格体系》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则（2020 版）》《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程（2020 版）》等法律法规和规范性文件出具。

法律意见显示，发起机构具备本期资产支持商业票据发行的主体资格；中航信托具备经营信托业务、担任本期发行的发行载体管理机构资格；华泰证券具备担任本期资产支持商业票据发

行的主承销商资格；联合资信具有担任本期发行的信用评级机构资格；立信具有担任本期发行的现金流评估机构资格；重庆茂和具有担任本期发行的资产服务机构资格；农业银行具有担任本期发行的资金保管机构资格。发行文件已按照《资产支持商业票据指引》等法律、法规和规范性文件的要求编制，内容符合交易商协会相关规则指引有关信息披露的规定，相关交易文件签署主体按照法律法规及公司章程规定的程序已获得签署该交易文件项下的交易的必要的公司文件、批文或授权书；交易文件内容不违反法律法规的规定；在该等交易文件已由相关方签署生效，该等交易文件将对相关各方产生法律约束力，该等交易文件签订后可以通过登记、公示及其他特定化手段能确保相关交易文件所明确的权利义务关系能够形成。

经北京德恒律师事务所（以下简称“德恒律所”）核查，项目公司以《PPP 合同》项下影子通行费出质，向兴业银行股份有限公司重庆分行

（以下简称“兴业银行”）贷款人民币 113700 万元，用于重庆巴南区龙洲湾隧道工程项目建设，贷款期限 15 年，按季付息。根据德恒律所查询，兴业银行未办理应收账款出质登记手续，根据《民法典》，以《PPP 合同》项下影子通行费的质权并未设立。根据兴业银行于 2022 年 5 月 27 日出具的《确认函》，同意项目公司将龙洲湾隧道项目 2021—2024 年度期间所享有的项目权利作为基础资产转让至资产支持商业票据信托用于开展资产支持商业票据项目，同意解除 2021—2024 年度期间项目公司龙洲湾隧道项目享有的政府购买服务项下预期收益形成的应收账款质押担保。据此，发起机构已解除以 PPP 项目项下影子通行费为质押财产签订的《应收账款质押合同》及相关质押约定。

故德恒律所认为，虽然发起机构与兴业银行股份有限公司重庆分行就影子通行费作为质押财产签订了《应收账款质押合同》但质权并未设立，发起机构已经偿还完毕《重庆茂和基础设施建设有限公司 2021—2025 年度中建五局投资 PPP 资产支持商业票据信托基础资产清单》所载基础资产相应部分的有息负债，且项目公司已经获得兴业银行股份有限公司重庆高新支行出具的《确认函》解除了关于前述清单内所载基础资

产的质押约定，符合《非金融企业资产支持票据指引》第十八条的规定。

法律意见显示，基础资产及其运营符合法律法规及国家相关产业政策，真实有效、权属明确。基础资产不存在法律法规规定的禁止或限制转让的情形，基础资产的形成、取得和转让符合法律规定。同时发起机构已采取相关措施，在本期发行各参与机构按照相关法律法规及交易文件的约定履行相应的权利和义务的情况下，确保基础资产在资产支持商业票据存续期内产生的现金流作为偿付支持。资产支持商业票据续发所对应的信托受益权代理转让安排不违反现行法律法规的规定；本期发行交易结构不存在损害发起机构股东、债权人利益的不当安排，并制定了现金流归集、管理机制、资金混同风险隔离措施以及投资者保护机制，在本期发行各参与机构按照相关法律法规及交易文件的约定履行相应的权利和义务的情况下，可对资产产生的现金流进行有效控制，在一定程度上缓解基础资产与相应初始债权人自有财产的混同风险。本期发行的上述信用增级措施安排符合法律法规及相关规则指引的规定，信用增级措施合法有效。本期发行募集资金用途符合国家产业政策以及交易商协会相关规则指引的要求。

八、评级结论

联合资信对本资产支持商业票据所涉及的交易结构、基础资产、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了综合分析，并结合上述要素对本资产支持商业票据进行了现金流分析。

根据交易安排，本期优先级商业票据本息偿付的现金流来源于第四期资产支持商业票据的募集资金和当期基础资产现金流即相关 PPP 项目影子通行费。同时，中投保对本期优先级商业票据到期兑付不足的部分提供流动性支持，中投保股东背景很强，资本充足，整体代偿能力极强，联合资信给予中投保主体长期信用等级为 AAA，

评级展望为稳定，其作为流动性支持机构对优先级商业票据的信用等级起到主要的信用支撑作用。此外，联合资信也关注到近年来，国内宏观经济下行压力加大，担保行业整体代偿率有所上升，中投保担保业务行业和区域集中度较高，同时其投资业务存在相关的市场风险和信用风险。

综合上述因素，联合资信确定本资产支持商业票据项下优先级商业票据的信用等级为 AAA_{sf}。该评级结果反映了优先级商业票据预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 流动性支持机构中国投融资担保股份有限公司主体信用分析

一、主体概况

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中投保”）前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。公司由财政部和原国家经济贸易委员会共同发起组建，初始注册资本金 5.00 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会〔2006〕1384 号《关于国家开发投资公司和国投资担保有限公司重组的通知》文件，公司并入国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团公司”），同时增资至 30.00 亿元。2010 年 9 月起，公司引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，截至 2012 年末，公司注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 12 月，公司正式挂牌全国中小企业股份转让系统，证券代码“834777.NQ”。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本及股本均为 45.00 亿元，前五大股东及持股情况见下表，控股股东为国投集团公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。国投集团公司为实

现专业化经营，将公司划为金融板块，并委托其控股子公司国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）进行管理。截至 2022 年末，公司前五大股东持有股权不存在被质押的情况。

表 1 截至 2023 年 3 月末公司前五大股东持股情况

股 东	持股比例（%）
国家开发投资集团有限公司	48.93
青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	17.62
信宸资本担保投资有限公司	6.68
金鼎投资（天津）有限公司	6.63
鼎晖嘉德（中国）有限公司	6.00
合 计	85.86

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

公司主要业务为担保、投资与资管、金融科技等。截至 2022 年末，公司拥有主要子公司 5 家，主要参股公司 1 家。

公司注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层；法定代表人：段文务。

表 2 截至 2022 年末公司主要子公司和主要参股公司情况

子公司全称	简称	业务性质	注册资本（亿元）	持股比例（%）	总资产（亿元）	净资产（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
天津中保财险资产管理	天津中保	资产管理	0.30	100.00	27.43	-1.71 ¹⁶	0.03	-1.74
中投保信裕资产管理（北京）有限公司	信裕资管	投资管理	16.00	100.00	36.94	25.13	0.15	2.42
上海经投资产管理	上海经投	资产管理	0.30	100.00	18.54	-4.60	0.01	-1.55
中投保数字科技北京股份有限公司	中投保数科	金融服务	0.50	100.00	0.57	0.31	0.26	0.02
中投保科技融资担保有限公司	科技融担	融资担保	10.00	100.00	10.82	10.36	0.13	0.17
参股公司全称	简称	业务性质	注册资本（亿元）	持股比例（%）	总资产（亿元）	净资产（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）

¹⁶ 2022 年末天津中保、上海经投的净资产均为负值，主要受宏观经济形势影响，市场收益率普遍下降，投资收益及公允价值变动收益下滑导致净利润减少，未分配利润随之减少所致。

中国国际金融股份 有限公司	中金公 司	金融 服务	48.27	2.64	6487.64	994.75	260.87	75.95
------------------	----------	----------	-------	------	---------	--------	--------	-------

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值

121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度经济同比增速再次回落至 2.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受需求端拖累，工业、服务业活动放缓所致。

表 3 中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额（万亿元）	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速（%）	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速（%）	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速（%）	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速（%）	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅（%）	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅（%）	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速（%）	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率（%）	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，消费需求特别是餐饮等聚集型服务消费需求回落明显。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走

弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨2.00%，涨幅比上年扩大1.10个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心CPI走势平稳。2022年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨4.10%，涨幅比上年回落4.00个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022年，全国新增社融规模32.01万亿元，同比多增6689亿元；2022年末社融规模存量为344.21万亿元，同比增长9.60%，增速比上年同期下降0.70个百分点。分项看，2022年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增1074亿元和9746亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增5275亿元、少减1.41万亿元和少减1505亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022年，全国一般公共预算收入20.37万亿元，同比增长0.60%，扣除留抵退税因素后增长9.10%。2022年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约4.20万亿元。支出方面，2022年全国一般公共预算支出26.06万亿元，同比增长6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022年，全国一般公共预算收支缺口为5.69万亿元，较上年（3.90万亿元）显著扩大，是除2020年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022年，全国各月城镇调查失业率均值为

5.58%，高于上年0.46个百分点，受经济下行影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022年，全国居民人均可支配收入3.69万元，实际同比增长2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022年12月，中央经济工作会议指出2023年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

三、行业分析

近年来担保行业发展平稳，其中金融产品担保业务发展较快，但随着宏观经济下行影响，

信用风险仍保持较高水平,担保机构代偿压力大。

中国担保行业是在金融体制不完善、融资供应结构失衡的背景下应运而生,为促进社会信用体系建设、助力社会经济发展提供支持,尤其是在缓解中小企业融资难、担保难问题方面发挥了积极的作用。

金融担保机构从分类来看,主要包含全国性担保公司、信用增进公司、省级担保公司、地市级担保公司等,各机构的展业区域和业务类别存在一定差异。近年来,金融担保机构整体发展较快,且逐步进入资本市场。

金融产品担保业务方面,根据 Wind 统计,2020—2022 年末,金融担保机构金融产品担保余额分别为 5932.36 亿元、8812.09 亿元和 9642.07 亿元¹⁷,呈持续增长趋势,但 2022 年增速较 2021 年明显回落至 9.42%。截至 2022 年末,前十大金融担保机构市场份额达 63.57%,较 2021 年末提高 0.73 个百分点,行业集中度略微上升,集中度仍较高。从所担保金融产品省份分布来看,截至 2022 年末,金融产品担保余额最高的三个省份依次为江苏省(占 18.74%)、四川省(占 13.81%)和湖南省(占 10.37%),占比均较 2021 年末有所下降;截至 2022 年末,从所担保金融产品发行主体信用等级来看,主要集中在 AA 级别,占比为 64.69%,占比较 2021 年末提高 1.16 个百分点,AA+级别发行主体占比为 7.86%,占比较 2021 年末提高 0.82 个百分点,AA-级别发行主体占比为 11.92%,占比较 2021 年末下降 1.94 个百分点,整体看,金融产品担保主体信用等级向上迁徙,主要受《融资担保公司监督管理条例》(以下简称《条例》)出台影响,所担保客户主体信用等级 AA 级(含)以上,在计算责任余额和单一客户集中度时会进行一定折算;从金融产品担保发行主体公司属性来看,地方国有企业占比变动不大,截至 2022 年末,被担保客户中地方国企责任余额占比较 2021 年末略微下降至 92.40%。2022 年债券违约规模同

比大幅下降 59.66%,其中国企和民企违约金额下降明显,外企违约金额上升明显;违约主体集中在房地产类民企,其违约规模同比增长 8.51%。考虑到债券担保业务未发生集中代偿情况,因此债券担保业务占比大的金融担保业务代偿率或将保持在较低水平;未来国内宏观经济仍存在一定不确定性,需防范部分行业、地区集中违约风险,金融产品担保机构代偿压力较大。

再担保在担保体系中起着重要的风险分散和转移作用,被称为担保公司的担保公司,可以有效降低融资担保公司的损失风险。再担保是一种准公共产品,商业性融资担保公司无动力去完成这种低收益的风险分散,因此由政府牵头组建再担保公司是最有效的解决方法。近年来,我国积极倡导各地设立省级或市级的再担保机构,但目前再担保公司数量总体依然较少,省级再担保机构的全覆盖尚未实现。

担保行业随着监管机构政策不断出台,政策性担保机构职能逐渐显现,行业监管逐渐规范,有利于行业规范化发展。

全国性监管政策方面,随着融资担保业快速发展,2010 年中国银行业监督管理委员会等七部门联合发布的《融资性担保公司管理暂行办法》已难以适应当前和未来行业发展和监管的实际需要。2017 年 8 月,国务院颁布《条例》,并于 2017 年 10 月 1 日起施行;《条例》从过去的管理暂行办法上升到条例,适应当前和未来行业发展和监管的实际需要;《条例》适当提高了行业准入门槛,特别强调风险防控,提出发展政府出资的融资担保公司,重塑了行业格局,进一步规范行业发展。2018 年 4 月,中国银行保险监督管理委员会(简称“中国银保监会”)发布了自成立以来的第一份法律法规——《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)(以下简称《四项配套制度》),对《条例》进一步细化,对金融担保公司业务运营产生影响比较大的主要包括融

¹⁷ 数据统计未考虑债券回售和提前赎回情况。

资担保业务权重、融资性担保放大倍数和集中度、资产管理等方面的规范化管理。

2019年10月，中国银保监会等九部联合印发了《关于印发融资担保公司监督管理补充规定的通知》（银保监发〔2019〕37号）（以下简称“37号文”），37号文对《条例》内容进一步细化、明确，基本实现融资担保机构和融资担保业务监管全覆盖，对实质经营融资担保业务的机构严格实行牌照管理，同时，37号文的发布对于净资产规模偏低的融资担保公司及信用增进公司业务冲击较大，融资担保公司和信用增进公司净资产规模亟待补充。

2020年5月，财政部出台了《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》，引导政府融资担保机构、再担保机构充分发挥政策性职能，扶持小微及“三农”经济发展，并提出适当放宽对融资担保机构盈利能力考核，有利于解决融资担保公司风险与收益匹配度低的问题，政府性担保机构定位为提供准公共性服务。2020年8月，中国银保监会等七部门发布《关于做好政府性融资担保机构监管工作的通知》（以下简称《通知》）：开展政府性融资担保机构确认工作；要求政府性融资担保机构坚守准公共定位，弥补市场不足，聚焦支小支农主业，稳步提高小微企业和“三农”融资担保在保余额占比；《通知》的印发是建立健全政府性融资担保体系的重要举措，持续促进政府性融资担保机构聚焦支小支农主业，健康可持续发展。

2022年12月，国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，提到要推进投融资体制改革，健全政府性融资担保体系。各省均出台相关政策纾解中小微企业融资痛点，抓好“三农”工作，推进乡村振兴。

担保机构风险控制体系尚不完善，被担保客户信息透明度不高；担保业务盈利能力较弱，对委托贷款业务依赖度较高；担保机构反担保措施不足；关联交易风险较高。

目前，大部分担保机构内部信用评级体系和风险评估制度建立尚不完善，担保机构与被担保客户之间信息不对称现象较为严重，被担保企业

信息透明度不高，担保机构因尽调操作制度的不规范或尽调不充分，无法对被担保企业偿付能力进行准确的风险评估。

在担保业务收入之外，担保机构为了使闲置资金产生更多的收益，通常会使用闲置资金进行投资，以此提高资产收益。担保机构一般通过发放委托贷款来获取高额收益，委托贷款业务主要面向无法从银行获得贷款的中小企业客户，随着宏观经济增速放缓，中小企业违约风险仍较高，担保机构委托贷款业务盈利的可持续性存在一定的不确定性。此外，担保机构为存续信用风险客户提供委托贷款，还可能掩盖其真实担保代偿和客户信用风险状况。

反担保措施是为了控制担保机构业务风险，保障其将来可能会发生的追偿权实现的措施。目前，担保机构所采用的反担保措施呈现出内容单一、变现能力弱以及可供执行的力度不够等特点。从处置周期来看，抵、质押物处置时间较长且处置价值偏低，一定程度上也导致担保机构求偿权受到损害；另一方面，担保机构追偿能力偏弱，在发生代偿后没有有效的追偿措施，无法全额收回代偿金额，也会给担保机构带来损失。

近年来担保业务中关联交易的问题比较严重，实际控制人通过其他公司代持股份的方式跨区域设立若干家担保机构掩盖其实际控制人身份，这些关联担保机构之间存在着复杂的业务往来关系，还与其实际控制人的关联企业在账外开展了大量的关联交易，其中存在大量的虚假交易等问题，一旦一方出现资金链断裂，担保机构将出现代偿风险。

未来，各区域金融担保机构仍将偏向于区域性展业；国有担保机构整体资本实力有望进一步增强，担保机构经营模式逐渐成熟，其风险补偿机制将不断完善。

对于各省级担保机构，凭借其在省内的地缘优势，倾向于拓展区域内客户群体，同时作为各区域信用体系中的重要组成部分，省级金融担保机构会从收费、反担保措施等方面对省内发债主体有所倾斜，以维护区域经济环境稳定。

担保机构经营风险与经济周期存在一定关联性，当经济状况下滑时，担保机构代偿上升易使其资金压力加大。行业发展趋势方面，国有背景担保机构仍将持续获得注资，整体行业资本实力不断增强，抗风险能力将有所增强；担保机构业务趋于多元化发展，担保品种也将日趋丰富，经营模式将逐渐成熟，规模化及专业化特征将显现；风险补偿机制将不断完善，通过多渠道风险补偿机制实现风险分担的运营，一方面担保机构不断提高自身的风险识别能力，另一方面担保机构通过与省级再担保机构合作，充分发挥再担保机构增信、风险分担的职能。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月末，公司股本为45.00亿元，国投集团公司为公司控股股东，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司作为首家全国性专业信用担保机构，具有很强的品牌知名度，位居行业龙头地位，资本实力与担保业务规模处于行业上游水平，行业竞争力很强。

公司是国内首家全国性专业信用担保机构，公司先后组织“中国担保论坛”并发起成立“中国担保业联盟”，促进了国内担保机构的交流与合作。2013年，中国融资担保业协会正式成立，公司作为主要发起人当选为协会首任会长单位。2017年，公司连任会长单位，积极参与融资担保行业监管政策意见征询讨论，为行业税收优惠政策的落地起到积极推动作用。公司在融资担保行业位居龙头地位，具有很强的市场竞争力和品牌知名度。截至2022年末，公司获得银行授信1273亿元。此外，公司资本实力很强，截至2022年末，公司股本45.00亿元，归属于母公司的所有者权益109.40亿元，处于行业前列；公司期末担保余额为827.82亿元，规模处于担保行业上游水平。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2023年4月10日查询日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司有逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2023年4月末，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了相对完善的法人治理结构，能够满足日常经营管理需要；管理层具备较丰富的金融机构经营管理经验。

公司严格按照《公司法》《全国中小企业股份转让系统挂牌公司治理规则》《公司章程》和“三会”议事规则等的规定和要求，召集、召开股东大会，确保股东对公司重大事项知情权。

公司股东大会是公司的最高权利机构。

公司董事会由11名董事组成，其中独立董事2名。董事会下设战略发展委员会、风险审计委员会和薪酬委员会3个专门委员会。

公司监事会由5名监事组成，其中职工监事2名。监事会对股东大会负责。

截至2022年末，公司高级管理层由8名人员组成，包括总经理1名，副总经理4名（其中1名副总经理兼任财务总监），董事会秘书1名，首席合规官兼总法律顾问1名以及首席风险官1名。

国投集团公司为实现专业化经营，将公司划为金融板块，并委托子公司国投资本管理，其委托主要表现为授权管理，不影响法人治理结构及实际控制力。

公司董事长段文务先生，1969年出生，大学本科学历，硕士学位，正高级会计师；曾任云南漫湾水电站工程管理局财务处干部、云南大朝

山水电有限公司大潮实业公司财务负责人、云南大朝山水电有限公司副总经理兼总会计师、国投集团公司财务会计部主任、国投资本总经理、国投财务有限公司董事长等职务；2020年5月起担任公司董事长。

公司总经理赵良先生，1973年出生，大学本科学历，硕士学位，高级会计师；曾任国投集团公司财务会计部财务处处长、总裁办公室秘书处处长、办公厅副主任、国投财务有限公司副总经理等职务；2021年11月起担任公司总经理。

根据公司于2023年5月18日发布的《中投融资担保股份有限公司董事、董事长辞职公告》，公司董事会已于2023年5月15日收到董事长段文务先生递交的辞职报告，自股东大会选举产生新任董事之日起辞职生效。根据公司于2023年5月19日发布的《中国投融资担保股份有限公司董事任命公告》，公司第三届董事会第十五次会议审议并通过提名邓星斌先生为公司董事，本次任免尚需提交2023年第一次临时股东大会审议，自相关议案审议通过之日起生效，上述事项不会对公司生产、经营产生重大不利影响。公司控股股东国投集团公司已任命邓星斌先生担任公司党委书记职务，公司后续将按照公司章程等规章尽快履行程序增补董事并选举董事长。联合资信将持续关注上述事项可能给公司经营与管理带来的影响。

2. 内部控制水平

公司建立了较为完善的内控管理体系，能够满足业务发展的各项需要。

组织机构方面，公司设有前、中、后台完整的部门架构，各机构职责划分较为明确，内部机构设置合理，前、中、后台部门相互分离与制衡。

公司建立了全面风险管理体系，风险管理工作涵盖各业务流程，实行前、中、后台分离的内控管理体系。公司建立了事前担保评估制度和决策程序、事中运营监管制度、事后追偿和处置制度、风险预警机制和突发事件应急机制，并制定了相关业务操作规程。

六、经营分析

1. 经营概况

2020—2022年，受市场收益率下行、汇率波动等因素影响，营业总收入和利润总额持续减少；其中已赚保费随担保业务规模扩大而持续增加，担保业务发展良好。

2020—2022年，受投资收益持续减少、其他收入波动减少的影响，公司营业总收入持续减少，营业总收入年均复合下降33.31%。公司营业总收入主要由已赚保费和投资收益构成，2020—2022年，已赚保费的收入占比持续上升；投资收益的收入占比持续下降，但仍为主要收入来源。

具体来看，随着担保业务余额持续增加，2020—2022年公司已赚保费亦持续增加，年均复合增长48.93%。其中担保业务收入持续快速增长，年均复合增长146.57%。2021年及2022年当期新增担保规模较大，同期提取未到期责任准备金规模较大。2022年，已赚保费和担保业务收入同比分别增长44.04%、31.43%。

2020—2022年，公司投资收益持续减少，年均复合下降50.74%；一方面主要受市场收益率下行影响，另一方面，2020年大额投资项目退出使得当期投资收益基数较高。2022年，投资收益同比下降39.37%，占营业总收入的比重下降至41.98%，对收入贡献度仍较高。

2020—2022年，公允价值变动收益有所波动，年均复合增长0.79%，占营业总收入的比重持续增长。

其他收入主要为利息收入、手续费及佣金收入和汇兑收益等，2020—2022年，受汇率波动影响，其他收入波动较大，年均复合下降61.05%；其中2021年其他收入大幅增长75.12%，主要系公司承做的“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”使用亚洲开发银行主权贷款转贷资金，贷款币种为欧元，汇率变化导致汇兑损益大幅增长所致；2022年，其他收入同比大幅下降91.33%，主要系当期汇兑收益同比下降150.50%所致。

利润实现方面，2020—2022 年，公司利润总额持续减少，年均复合下降 31.87%，与营业

总收入的变动趋势一致；2022 年，公司实现利润总额 5.80 亿元，同比下降 43.80%。

表 4 公司营业总收入结构（单位：亿元）

项目	2020年		2021年		2022年	
	收入	占比（%）	收入	占比（%）	收入	占比（%）
已赚保费	2.89	7.42	4.45	18.69	6.41	37.00
其中：担保业务收入	2.16	5.55	9.99	41.94	13.13	75.80
减：分出保费及收入返还	0.06	0.15	0.06	0.26	0.68	3.90
减：提取未到期责任准备金	-0.78	-2.00	5.48	23.00	6.05	34.90
投资收益	29.97	76.94	11.99	50.34	7.27	41.98
公允价值变动收益	3.14	8.07	2.20	9.23	3.19	18.43
其他收入	2.96	7.57	5.18	21.74	0.45	2.59
营业总收入合计	38.95	100.00	23.81	100.00	17.32	100.00
利润总额		12.50		10.32		5.80

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 担保业务

2020—2022 年，公司担保业务余额持续增加，主要系发行债券担保和借款类担保规模增长所致；期末担保业务保持较大规模，处于行业上游水平；担保业务结构以发行债券担保为主。

公司担保业务包括融资性担保业务和非融资性担保业务。公司融资性担保业务主要包括发行债券担保、借款类担保及其他融资担保；非融资性担保业务主要包括投标担保、工程履约担保和诉讼保全担保等。

2020—2022 年，公司当期担保发生额分别为 192.03 亿元、429.10 亿元和 470.62 亿元，其中 2021 年，公司加大担保增信业务拓展力度，且部分创新业务发展迅速，当期担保发生额同比大幅增加；2022 年，公司保持较高的业务投放规模，新增担保业务规模同比增长 9.68%。

2020—2022 年，公司期末担保余额持续增加，年均复合增长 35.41%，主要系发行债券担保和借款类担保规模持续增加，加之工程履约担保、投标保函担保小幅增加所致；公司期末担保业务规模较大，处于行业上游水平。其中 2022 年末担保余额为 827.82 亿元，较上年末增长 30.44%。2020—2022 年末，融资性担保责任余额持续增加，年均复合增长 17.18%；融资性担保放大倍数亦逐年上升，2022 年末为 5.37，处于行业一般水平。

2020—2022 年末，公司担保业务始终以融资性担保业务为主，但占比逐年下降，2022 年末占比为 88.29%。2020—2022 年末，融资性担保业务以发行债券担保为主，规模及占比显著高于其他品种；截至 2022 年末，被担保人的主体信用级别为 AA 级的发行债券担保业务规模的比重为 68.69%，AA+级的比重为 31.31%。

借款类担保业务主要包括供应链金融-电票担保产品、保微贷项目等。2020—2022 年末，借款类担保业务规模持续增加，年均复合增长 184.29%，主要系公司借助金融科技手段推进电子商票等线上小额分散业务、持续扩大普惠金融担保业务规模所致。

其他融资担保业务主要包括 ABS、ABN、ABCP 等资产证券化产品担保等。2020—2022 年，其他融资担保业务规模持续减少；截至 2022 年末，其他融资担保业务规模较上年末下降 32.03%，主要系部分项目集中解保所致。

2020—2022 年末，公司非融资性担保业务规模持续增加，年均复合增长 59.58%；其中工程履约担保业务规模占非融资性担保业务规模的比重持续上升，2022 年末该比重已升至 45.06%。工程履约类担保主要包括预付款担保和履约担保。公司研发“信易佳”电子保函平台，可实现在线秒开保函，提高了承保效率。

表 5 公司担保业务情况（单位：亿元）

类别	2020 年末	2021 年末	2022 年末
融资性担保余额	441.95	562.26	730.85
其中：借款类担保	16.55	70.72	133.76
发行债券担保	314.47	389.15	527.50
其他融资担保	110.93	102.39	69.59
非融资性担保余额	38.08	72.37	96.97
其中：投标担保	3.95	14.68	19.32
工程履约担保	10.09	22.73	43.69
诉讼保全担保	4.23	4.23	5.73
其他担保	19.81	30.73	28.23
期末担保余额合计	480.03	634.62	827.82
融资性担保责任余额	368.98	431.95	506.67
融资性担保放大倍数	3.67	4.53	5.37

注：公司部分业务实际承担风险的计量方法有所调整，故 2021 年融资性担保责任余额、融资性担保业务放大倍数相应追溯调整
资料来源：公司提供，联合资信整理

公司担保业务期限结构较为分散，集中代偿压力较小。2020 - 2022 年末，公司担保业务行业和区域集中度略高，客户在保余额分布较为分散。

担保期限组合方面，截至 2022 年末，公司担保业务到期期限较为分散，整体期限较长，集中代偿压力较小。

表 6 2022 年末公司担保业务到期期限分布

到期年份	担保余额 (亿元)	占期末担保余额的比重 (%)
2023 年	176.75	21.35
2024 年	156.19	18.87
2025 年	134.55	16.25
2026 年	144.70	17.48
2026 年及以后	215.64	26.05

合计	827.82	100.00
----	--------	--------

资料来源：公司提供，联合资信整理

从行业分布来看，截至 2022 年末，公司担保业务主要集中在建筑业，水利、环境和公共设施管理业，以及租赁和商务服务业。2020 - 2022 年末，水利、环境和公共设施管理业的占比持续下降，建筑业占比持续上升；截至 2022 年末，公司担保行业分布中，建筑业占比最大，该行业客户主要为城投平台公司和施工类企业。2020 - 2022 年末，公司担保业务前三大行业的集中度波动下降，集中度水平略高。

表 7 公司担保业务行业集中情况

2020 年末		2021 年末		2022 年末	
行业	占比 (%)	行业	占比 (%)	行业	占比 (%)
水利、环境和公共设施管理业	48.78	水利、环境和公共设施管理业	26.29	建筑业	34.77
租赁和商务服务业	16.15	建筑业	22.66	水利、环境和公共设施管理业	16.49
金融业	15.61	租赁和商务服务业	15.23	租赁和商务服务业	13.67
其他	19.46	其他	35.82	其他	35.07
合计	100.00	合计	100.00	合计	100.00

注：上表为担保余额占比。

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

从区域分布来看，2020—2022年末，因公司担保业务结构以发行债券担保为主且该类项目偏向于经济发达、财政实力较强的地区，江苏省始终为公司担保业务最为集中的区域，其占比较稳定；山东省担保业务规模占比持续上升；北京

市在前三大担保业务区域中的排名下滑，并于2022年退出前三大区域，浙江省区域占比升至第三位；其他省份占比波动下降。2020—2022年末，公司担保业务前三大区域的集中度波动上升，集中度水平略高。

表 8 公司担保业务区域分布情况

2020 年末		2021 年末		2022 年末	
行业	占比 (%)	行业	占比 (%)	行业	占比 (%)
江苏省	30.50	江苏省	26.85	江苏省	29.61
北京市	13.72	山东省	18.38	山东省	18.76
山东省	10.68	北京市	9.39	浙江省	10.30
其他	45.10	其他	45.38	其他	41.33
合计	100.00	合计	100.00	合计	100.00

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

从客户集中度来看，2020—2022年末，公司担保业务单一客户集中度和前十大客户集中度均持续下降。截至2022年末，单一客户集中度和前十大客户集中度分别为1.68%和12.98%，客户

在保余额分布较为分散。根据《融资担保责任余额计量办法》的规定，结合分保安排，截至2022年末，公司的同一被担保人的担保责任余额均符合监管要求。

表 9 公司客户集中度情况

项 目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
单一客户集中度 (%)	3.75	2.27	1.68
前十大客户集中度 (%)	30.32	18.25	12.98

注：单一客户集中度=担保业务最大单一客户在保余额/担保业务总在保余额；前十大客户集中度=担保业务前十大客户在保余额/担保业务总在保余额。

资料来源：公司年报，联合资信整理

3. 投资与资管业务

2020—2022 年，公司投资规模持续增加；受亚行项目部分到期和第二期项目开发的影响，委托贷款规模波动增长。考虑到公司投资规模较大，需对投资业务相关的市场风险及信用风险保持关注。

从投资收益来看，2020—2022 年，公司投资收益持续减少，年均复合下降 50.74%；一方面主要受市场收益率下行影响，另一方面，2020 年大额投资项目退出使得当期投资收益基数较高。2022 年，投资收益同比下降 39.37%。受市场环境等因素影响，投资收益具有较大波动性。

从投资规模来看，2020—2022 年，公司投资规模持续增加，年均复合增长 14.22%。截至 2022

年末，投资规模总计 192.08 亿元，较上年末增长 13.52%。从构成来看，公司投资品种以股权投资、债券投资、基金投资、信托计划、理财计划和委托贷款为主。公司整体投资规模较大，需对投资业务相关的市场风险及信用风险保持关注。

2020—2022 年，公司长期股权投资规模持续增加，年均复合增长 10.51%，主要系公司持有中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）股权带来的投资损益导致长期股权投资账面价值增长所致。截至 2022 年末，长期股权投资较上年末增长 10.16%，其中对中金公司长期股权投资的账面价值为 21.88 亿元。

委托贷款业务主要为亚行项目¹⁸。2020—2022 年末，公司委托贷款规模波动增长，年均复合增长 18.59%。截至 2021 年末，委托贷款规模下降 10.87%，主要系亚行部分项目到期所致。截至 2022 年末，委托贷款规模增长 57.79%，主要系亚行第二期项目已经签约，进行项目开发所致；存量委托贷款业务未发生逾期情况。

2020—2022 年末，公司交易性金融资产波动增加，年均复合增长 3.22%，股权投资始终为最主要的投资品种，股权投资主要为公司作为有限合伙人参与投资合伙企业及基金合伙企业形

成的投资。截至 2021 年末，交易性金融资产同比增长 17.45%，主要系理财计划投资规模增加所致。截至 2022 年末，交易性金融资产同比下降 9.28%，主要系理财计划和股权投资规模减少所致。

2020—2022 年末，公司其他债权投资持续增加，年均复合增长 37.72%，债券投资始终为最主要的投资品种；受公司增加高评级债券资产的配置影响，截至 2022 年末，债券投资规模较上年末增长 26.67%。

表 10 公司投资业务投资品种情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
长期股权投资	19.44	21.55	23.74
交易性金融资产	83.48	98.05	88.95
债券投资	1.15	1.29	2.33
信托计划	1.76	3.93	8.55
理财计划	9.37	22.89	16.83
基金投资	25.42	21.50	20.93
股权投资	45.78	48.43	40.31
买入返售金融资产	0.32	3.58	6.18
债权投资	19.80	17.60	27.31
委托贷款	18.87	16.82	26.54
应收款项类投资	0.93	0.79	0.77
其他债权投资	24.20	28.42	45.90
信托计划	6.71	3.20	10.29
债券投资	16.33	24.75	31.35
应计利息	0.41	0.47	0.75
其他	0.74	0.00	3.51
合计	147.24	169.21	192.08

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

信裕资管发展较好。

信裕资管为公司“投资+资管”业务平台，截至 2022 年末，信裕资管注册资本为 16.00 亿元。信裕资管围绕担保增信业务链条，形成担保、投资、资管三个业务领域相互协同的局面。信裕资管关注国家支持的战略新兴产业，加大中长期战略资产配置，投资方向主要为产业园开发、医疗健康、新能源基础建设和先进制造业等领域。

截至 2022 年末，信裕资管合并口径资产总额 40.15 亿元，所有者权益 28.42 亿元，存量资管规模超过 88.92 亿元；2022 年，信裕资管实现净利润 4.61 亿元，同比增长 131.66%。

4. 金融科技

公司持续加强金融科技平台建设，并逐步发挥金融科技赋能的优势，为公司未来转型提供

¹⁸ 公司申请亚洲开发银行长期主权贷款，综合利用担保增信、科技金融、投资等多种工具搭建绿色金融平台，为京津冀、长三角及周边地区在节能减排、清洁能源、绿色交通及废弃物资源化利用等方面项目提供一揽子金融服务方案。截至 2022 年末，公司已向亚洲开发银行提款 5.32 亿欧元。

支持。

近年来，公司优化调整金融科技板块定位，制定数字化转型方案。同时，公司加强对金融科技的持续投入，运用科技手段提升风险管控能力，建立具有金融科技属性的业务系统。

2016 年，公司全资设立科技子公司北京快融保金融信息服务股份有限公司（2021 年更名为中投保数字科技（北京）股份有限公司）。中投保数科是公司金融科技核心平台，致力于应用大数据、云计算、人工智能等科技手段，处理在线业务和大数据风控。

2020 年 4 月，公司全资子公司科技融担在北京城市副中心（通州区）注册成立，科技融担通过线上线下相结合的增信模式，服务“三农”、小微和科创企业发展。科技融担成立时间较短，目前业务规模较小。

5. 未来发展

公司处于战略转型期并制定了明确的发展战略，符合自身发展特色及监管政策导向，整体前景较好。

公司经过长期发展和业务实践，建立健全以担保增信为一体，资管投资、金融科技为两翼，延伸信用服务链条探索第二增长曲线的“一体两翼+”信用风险服务链条，坚持推进“数字中投保”建设。公司将进一步规范经营，防控风险，推进产品和服务创新转型，加大战略性新兴产业投资力度，加强公司业务基础建设，推进数字化转型，提升数据风控能力，努力构建与市场相适应的体制和机制，增强公司发展的比较优势和可

持续发展能力。

七、风险管理分析

1. 风险管理制度

公司风险管理体系较为完善。

公司已形成较为成熟的全面风险管理体系，董事会下设的风险审计委员会统筹公司风险管理工作；公司风险管理部牵头全面风险管理的具体工作，负责制定各项风险管理办法、业务政策，并组织实施；各个部门分别负责各自权限范围的风险监测。

公司采用项目评审、科学决策流程、项目动态跟踪管理等手段有效控制和管理公司风险，并利用数字化手段丰富风险管理工具，优化风控理念和模式，推动风控体系的迭代。

2. 风险管理水平

2020—2022 年，公司代偿金额波动增加，但代偿规模较小，代偿率指标保持较好水平，整体风险管理水平较高。

从代偿指标来看，2020—2022 年，公司当期代偿额波动增加，其中 2021 年公司未发生代偿；2022 年公司代偿额有所增加，代偿项目主要为普惠金融类担保项目，基本已在当期实现回收。2020—2022 年末，公司累计担保代偿率波动增长；截至 2022 年末，公司累计担保代偿率为 0.10%，代偿率水平较低。总体看，相对于业务及资本规模，公司代偿规模很小，代偿率指标表现较好，整体风险管理水平较高。

表 11 公司代偿及回收水平（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
当期解保额	213.68	274.51	277.42
当期代偿额	0.32	0.00	1.06
当期代偿回收额	0.24	0.04	1.07
当期代偿率（%）	0.15	0.00	0.38
累计代偿额	2.22	2.22	3.28
累计代偿回收额	6.31	6.35	7.41
累计担保代偿率（%）	0.08	0.07	0.10
当期代偿回收率（%）	1.90	0.37	11.90

注：本表累计代偿额仅统计自 2015 年至当期末的累计数；由于 2015 年前代偿的项目近几年仍有回收，但未反映在累计代偿额中，因此累计代偿回收指标不能真实反映公司实际的回收效率。

资料来源：公司年报，联合资信整理

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020—2022 年合并财务报表，2020—2021 年财务数据经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2022 年财务数据经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留的审计意见。

从合并范围来看，2020 年公司新增 2 家子公司，减少 1 家子公司；2021 年减少 1 家子公司；2022 年新增 1 家子公司，减少 3 家子公司。

公司自 2021 年 1 月 1 日实施财政部于 2018 年颁布修订后的《企业会计准则第 21 号—租赁》（以下简称“新租赁准则”），对首次执行日前已存在的合同，选择不重新评估其是否为租赁或者包含租赁，并根据衔接规定，对可比期间信息不予调整。

整体看，新增或减少子公司规模均较小，新租赁准则的实施对公司财务数据影响较小，公司财务数据可比性强。

截至 2022 年末，公司资产总额 279.76 亿元，所有者权益 109.42 亿元（含少数股东权益 135.19 万元）；2022 年，公司实现营业总收入 17.32 亿元，其中已赚保费 6.41 亿元；实现利润总额 5.80 亿元。

2. 资本结构

2020—2022 年末，受其他综合收益减少的影响，公司所有者权益持续减少，但权益稳定性较好；负债规模持续增加，杠杆水平一般。

公司用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的留存收益等。2020—2022 年末，随着其他综合收益的减少，公司所有者权益持续减少，年均复合下降 3.05%。截至 2022 年末，公司所有者权益合计 109.42 亿元，较上年末下降 1.74%，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.99%；实收资本 45.00 亿元，占所有者权益比重为 41.13%，所有者权益稳定性较好。

利润分配方面，2020—2022 年，公司现金分红分别为 6.80 亿元、8.78 亿元和 3.15 亿元，分别占上年净利润的比重为 81.85%、105.27% 和 39.01%；2023 年 4 月，公司公布 2022 年年度权益分派预案，拟进行现金分红 3.02 亿元，占上年净利润的比重为 55.62%。公司分红力度整体较大，利润留存对公司权益的积累贡献一般。

2020—2022 年末，公司负债规模持续增加，年均复合增长 9.49%。截至 2022 年末，公司负债总额 170.34 亿元，较上年末增长 12.64%，主要系计提各类准备金和长期借款增加所致；公司负债主要由短期借款、长期借款、应付债券和各类准备金构成。

表 12 公司负债构成及杠杆水平（单位：亿元）

项目	2020 年末		2021 年末		2022 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
未到期责任准备金	3.71	2.61	9.18	6.07	15.23	8.94
担保赔偿准备金	10.17	7.16	12.04	7.96	13.53	7.94
短期借款	31.15	21.92	32.87	21.74	32.86	19.29
长期借款	42.95	30.22	43.67	28.88	53.46	31.38
应付债券	45.97	32.35	44.75	29.59	44.59	26.18
其他负债	8.15	5.74	8.71	5.76	10.68	6.27
负债合计	142.10	100.00	151.22	100.00	170.34	100.00
实际资产负债率（%）	49.60		49.51		50.61	

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2020—2022 年末，受公司担保业务规模扩大的影响，未到期责任准备金和担保赔偿准备金逐年增加，2022 年末，未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计占负债总额的 16.88%。

公司短期借款主要为信用借款和质押借款。2020—2022 年末，公司短期借款波动增加，年均复合增长 2.71%；截至 2022 年末，短期借款较上年末变动不大。

公司长期借款主要为信用借款和抵押借款。2020—2022 年末，公司长期借款波动增加，年均复合增长 11.57%；2021 年末较 2020 年末变化不大；截至 2022 年末，长期借款较上年末增长 22.42%，主要系亚行项目贷款增加所致。

2020—2022 年末，应付债券持续减少，年均复合下降 1.51%，规模变动不大。

杠杆水平方面，2020—2022 年末，公司实际资产负债率波动增长，杠杆水平一般；其中 2022 年末实际资产负债率为 50.61%，较上年末上升 1.10 个百分点，主要系长期借款增加所致。

3. 资产质量

2020—2022 年末，公司资产总额持续增加，资产构成以货币资金、定期存款和各类投资资产为主，整体资产质量较高；但公司投资资产规模较大，需关注其面临的市场及信用风险。

2020—2022 年末，公司资产总额持续增加，

主要系公司主动调整资金配置结构，货币资金大幅增加、定期存款大幅减少、高评级债券等资产配置明显增长，整体资产质量较高。截至 2022 年末，公司资产总额 279.76 亿元，较上年末增长 6.55%，资产构成以货币资金（占比 11.39%）、定期存款（占比 11.95%）和各类投资资产（占比 68.66%）为主。

公司现金类资产主要为货币资金和定期存款。2020—2022 年末，公司货币资金持续增加，年均复合增长 60.19%；定期存款持续减少，年均复合下降 33.61%。现金类资产结构变动主要系公司出于资金安全及收益性考虑，对资产配置进行调整所致。

2020—2021 年末，公司各类投资资产持续增加，年均复合增长 14.22%。截至 2022 年末，投资资产规模较大，各类投资资产较上年末增长 13.52%，主要系公司增加高评级债券资产所致，未来需持续关注受外部环境波动可能产生的市场及信用风险。

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产合计 43.03 亿元，占资产总额的比重为 15.38%，主要由公司经营所需部分资产抵质押资金构成。

截至 2022 年末，公司 I 级资产、II 级资产和 III 级资产之和、III 级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例满足监管要求¹⁹。

表 13 公司资产情况构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
资产总额	258.52	262.56	279.76
其中：货币资金	12.42	27.57	31.87
定期存款	75.83	43.84	33.42
各类投资资产	147.24	169.21	192.08

注：各类投资资产为投资业务分析中的投资资产合计
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

4. 盈利能力

2020—2022 年，受市场收益率下行、汇率波动等因素影响，公司营业总收入和净利润持

续减少，投资业务收入具有较大波动，增加了公司整体盈利的波动性，但整体盈利能力仍很强。

¹⁹ 《融资担保公司资产比例管理办法》规定：融资担保公司 I 级资产、II 级资产之和不得低于资产总额扣除应收代偿款后的 70%；I 级资产不得低于资产总额扣除应收代偿款后的 20%；III

级资产不得高于资产总额扣除应收代偿款后的 30%。

公司营业总收入主要由已赚保费和投资收益构成，其中投资业务收入具有较大波动，营业总收入分析详见“经营概况”。

公司营业总成本以业务及管理费、其他业务成本、提取担保赔偿准备金和信用减值损失为主。2020—2022 年，公司营业总成本持续减少，年均复合下降 33.95%。

2020 年，公司根据经验数据并结合相关政策、市场形势等因素对预期信用损失模型相关系数进行了调整，基于谨慎性原则，公司计提信用减值损失 5.51 亿元，同比大幅增长 206.11%；提取担保赔偿准备金 6.67 亿元，同比大幅增长 594.79%。2021 年，公司根据市场形势等因素，

计提信用减值损失 3.78 亿元，同比下降 31.40%；提取担保赔偿准备金 1.83 亿元，同比下降 72.56%。2022 年，公司计提信用减值损失 1.66 亿元，同比下降 56.08%；提取担保赔偿准备金 1.48 亿元，同比下降 19.13%。

2020—2022 年，公司净利润持续减少，年均复合下降 19.31%；2022 年净利润同比下降 32.71%。

从盈利能力指标来看，2020—2022 年，公司资产收益率和净资产收益率均持续下降，2022 年上述两项盈利指标分别同比下降 1.10 个百分点和 2.17 个百分点，但结合行业来看，盈利能力仍属很强。

图 14 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入	38.95	23.81	17.32
营业总成本	26.43	13.49	11.53
其中：提取担保赔偿准备金	6.67	1.83	1.48
业务及管理费	6.25	3.79	4.61
其他业务成本	5.81	3.79	3.55
信用减值损失	5.51	3.78	1.66
利润总额	12.50	10.32	5.80
净利润	8.34	8.07	5.43
总资产收益率（%）	3.19	3.10	2.00
净资产收益率（%）	7.48	7.09	4.92

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

与同行业企业相比，2022 年，受市场收益率下行和汇率波动较大影响，公司净资产收益

率与样本平均水平基本一致，营业利润率、总资产收益率低于样本平均值。

表 15 同行业 2022 年财务指标比较

项目	营业利润率（%）	净资产收益率（%）	总资产收益率（%）
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	41.82	6.17	3.90
江苏省信用再担保集团有限公司	45.27	5.41	3.16
中债信用增进投资股份有限公司	61.65	4.58	4.58
上述样本平均值	49.58	5.38	3.88
中投保	33.46	4.92	2.00

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

5. 资本充足性及代偿能力

2020—2022 年末，公司净资本规模波动增加；融资性担保放大倍数处于行业一般水平；整体资本充足性一般，代偿能力极强。

公司面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债

总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。

2020—2022 年末，公司净资产规模持续减少，净资本波动增加。根据公司 2022 年末的资产状况，联合资信估算出公司 2022 年末公司净资本为 46.49 亿元，较上年末增长 20.44%，主要系未到期责任准备金和担保赔偿准备金增加所致；公司净资本/净资产比率为 42.49%，净资本比率较上年末有所上升，但仍属一般水平。

2020—2022 年末，公司融资性担保放大倍数持续上升，截至 2022 年末，公司融资性担保放大倍数为 5.37，处于行业一般水平。

联合资信根据公司的担保业务风险特性、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，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信估算，公司 2022 年末的净资本覆盖率为 79.82%，较上年末有所上升，净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度一般，整体资本充足性一般。

2020—2022 年末，公司当期代偿额波动增加，加之受准备金规模增加影响，公司代偿准备金率波动上升；未到期责任准备金和担保赔偿准备金均持续增加，担保业务安全垫逐步增厚，同时考虑到公司具有很强的股东背景以及畅通的融资渠道等因素，公司整体代偿能力极强。

表 16 公司资本充足性和代偿能力（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
期末担保余额	480.03	634.62	827.82
净资产	116.42	111.35	109.42
净资本	39.80	38.60	46.49
净资本/净资产比率（%）	34.19	34.67	42.49
净资本担保倍数（倍）	9.27	11.19	10.90
融资性担保放大倍数	3.67	4.53	5.37
代偿准备金率（%）	1.72	0.00	3.06
净资本覆盖率（%）	106.26	77.37	79.82

资料来源：公司提供、年度报告，联合资信整理

6. 或有事项

截至 2022 年末，公司不存在担保业务外的对外担保情况，且不存在作为被告的重大未决诉讼情况。

九、外部支持

公司控股股东国投集团公司是骨干央企，其能在资金注入、业务资源等方面能够给予公司较大支持。

公司控股股东国投集团公司是国内最大的国有投资控股公司和骨干中央企业之一，其业务范围涉及实业、金融服务业、国有资产经营等领域，且在国内地位突出。截至 2022 年末，国投集团公司资产总额 7958.21 亿元，所有者权益 2592.59 亿元。2022 年实现营业总收入 2114.42

亿元，实现利润总额 230.37 亿元，综合实力很强。

截至 2022 年末，国投集团公司持有公司 48.93%的股权。公司系国投集团公司旗下金融板块的重要组成部分，国投集团公司在资金注入、业务资源等方面能够给予公司较大支持。2013 年，国投集团公司出具了支持函，承诺将长期维持控股股东地位，并在公司经营与发展过程中面临流动性困难时给予必要的注资或流动性资金支持。

十、结论

基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-2 中国投融资担保股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
财务及业务数据			
资产总额（亿元）	258.52	262.56	279.76
所有者权益（亿元）	116.42	111.35	109.42
净资本（亿元）	39.80	38.60	46.49
营业总收入（亿元）	38.95	23.81	17.32
全部债务（亿元）	120.07	123.38	131.10
短期债务（亿元）	31.15	34.88	32.86
净利润（亿元）	8.34	8.07	5.43
期末担保余额（亿元）	480.03	634.62	827.82
财务及业务指标			
实际资产负债率（%）	49.60	49.51	50.61
总资产收益率（%）	3.19	3.10	2.00
净资产收益率（%）	7.48	7.09	4.92
代偿准备金率（%）	1.72	0.00	3.06
融资性担保放大倍数	3.67	4.53	5.37
净资本/净资产比率（%）	34.19	34.67	42.49
净资本覆盖率（%）	106.26	77.37	79.82
当期担保代偿率（%）	0.15	0.00	0.38
累计担保代偿率（%）	0.08	0.07	0.10

资料来源：中投保提供、审计报告、年度报告，联合资信整理

附件 1-3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1] ×100%
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额 ×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额 ×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额 ×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额 ×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额 ×100%
费用收入比	业务及管理费/营业总收入 ×100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/ (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) /资产总额 ×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产 ×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值 ×100%
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和 ×100%

附件 1-4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 1-4-2 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 2 相关的事件定义

违约事件：以下任一事件：

- (a) 回收款不能合法有效交付给受托人或未能对抗第三人对相关信托财产提出的权利主张；
- (b) 在未发生加速清偿事件的情形下，受托人未能在优先级商业票据预期到期日当日（或在资产支持商业票据持有人会议允许的宽限期内）足额分配优先级商业票据应分未分的本金及/或利息的；
- (c) 在发生加速清偿事件的情形下，如优先级商业票据利息及/或本金尚未分配完毕的，受托人未能在预期到期日前（或在资产支持商业票据持有人会议允许的宽限期内）足额分配优先级商业票据应分未分利息及/或本金的；
- (d) 交易文件的相关方（委托人、受托人、资产服务机构、流动性支持机构、资金保管机构）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持商业票据持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善；
- (e) 受托人未能在法定到期日分配资产支持商业票据本金；
- (f) 委托人或流动性支持机构发生任何一起丧失清偿能力事件；
- (g) 委托人未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金且在 5 个工作日内仍未纠正的；
- (h) 委托人的债权人就影子通行费、资产或回收款向司法机构主张资产保全或处置的权利并已经或即将进行司法处置程序；
- (i) 委托人的影子通行费收费权资格丧失等原因，导致资产灭失或无法回收的；但委托人的影子通行费收费资格由第三人承接且该第三人同意概括承担委托人在相关交易文件项下的全部权利义务，且经资产支持商业票据持有人会议决议同意由该第三人承继上述权利义务的除外；
- (j) 影子通行费项下的结算方式、收费标准发生重大变更或调整等情形导致影子通行费收入现金流不足以覆盖当期优先级商业票据应偿付本金、利息及相关税费，且委托人未按照受托人的要求将变更后的和/或新增的影子通行费结算方式项下的影子通行费收入归集至监管账户的；
- (k) 委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；
- (l) 发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产有重大不利影响的事件；
- (m) 《主定义表》《信托合同》《服务合同》《资金保管合同》《流动性支持承诺函》全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善，资产支持商业票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件；
- (n) 信托设立日后 45 个工作日内委托人未能解除既有质押的；
- (o) 委托人解除既有质押后，将影子通行费收费权或基础资产为本信托以外的第三方设定质押或者其他权利担保的。
- (p) 与流动性支持机构有关的违约事件：流动性支持机构如下列任何一项事件发生及继续，则投资者均可向发起机构或主承销商（如有代理追偿责任）发出书面通知，表明应即刻启动投资者保护机制。在此情况下，发起机构应依据本条款有关规定即刻启动投资者保护机制。有关事件在发起机构或主承销商接获有关通知前已予以纠正的，则另作别论：①拖欠付款：如发生流动性支持触发事件，流动性支持机构未按照《流动性支持承诺函》的约定履行流动性支持义务；②解散：流动性

支持机构于支付流动性支持价款前解散或因其他原因不再存在。因获准重组引致的解散除外；③破产：到流动性支持机构破产、全面无力偿债、拖欠到期应付款项、停止/暂停支付所有或大部分债务或终止经营其业务，或发起机构根据《破产法》规定进入破产程序。

以上（a）至（j）项所列的任一事件发生时，违约事件视为已在该事件发生之日发生。发生以上（k）项至（p）项所列的任何一起事件时，资产支持商业票据持有人会议应决定是否宣布发生违约事件，并通知受托人以书面通知的方式告知资产服务机构、流动性支持机构、资金保管机构、登记托管机构、支付代理机构和评级机构；在资产支持商业票据持有人会议做出上述决定之前，受托人应按照《信托合同》规定的加速清偿机制分配回收款；如资产支持商业票据持有人会议宣布发生违约事件，则受托机构应按照《信托合同》规定的分配顺序进行分配。

加速清偿事件：以下任一事件：

A、自动生效的加速清偿事件

- （a）委托人发生任何丧失清偿能力事件；
- （b）发生任何资产服务机构解任事件；
- （c）资产服务机构未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；
- （d）在优先级商业票据预期到期日，按照《信托合同》第 12.4 款规定的分配顺序无法足额分配优先级商业票据的未偿本金余额；
- （e）评级机构给予流动性支持机构的主体长期信用等级低于 AA+级（不含 AA+级）时；
- （f）本次发行的资产支持商业票据产品优先级商业票据评级下调后低于 AA+级（不含 AA+级）；
- （g）除非由于资产服务机构或其代理人不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障等不可抗力原因导致未能及时付款，而使该付款到期日顺延，资产服务机构或其代理人在相关交易文件规定的宽限期内或经受托人催告的合理期限内，未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；
- （h）根据《信托合同》的约定，需要更换受托人或必须任命替代资产服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的受托人或替代资产服务机构，或（ii）在已经委任替代资产服务机构的情况下，该替代资产服务机构停止根据《服务合同》提供服务，或（iii）替代资产服务机构被免职时，未能根据交易文件的规定任命继任者；

B、需经宣布生效的加速清偿事件

（a）委托人、资产服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务（上述自动生效的加速清偿事件中（c）项规定的义务除外），并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；

（b）委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时便有重大不实或误导成分；

（c）交易文件（《承销协议》、收费文件除外）全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

发生以上任何一起自动生效的加速清偿事件时，加速清偿事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时，受托人获知前述事件发生后，应于 3 个工作日内通知所有的资产支持商业票据持有人，若持有 50%及以上资产支持商业票据持有人要求召开资产支持商业票据持有人会议，且资产支持商业票据持有人会议决议宣布发生加速清偿事件的，受托人应向资产服务机构或其代理人、资金保管机构、流动性支持机构、登记托管机构、支付代理机构和评级机构发送书面通知，宣布加速清偿事件已经发生，宣布之日应视为该等加速清偿事件的发生之

日。

流动性支持触发事件：系指于“重庆茂和基础设施建设有限公司 2021-2025 年度中建五局投资 PPP 资产支持商业票据信托”存续期间，流动性支持机构出具的《流动性支持承诺函》生效，如截至当期优先级资产支持商业票据预期到期日（或本信托于当期优先级资产支持商业票据预期到期日之前终止情形下信托终止后的第一个支付日）前一个信托利益核算日，信托账户余额小于当期应付优先级资产支持商业票据持有人的本金、利息、应付未付的信托税费、信托费用之和，流动性支持机构需按照《流动性支持承诺函》履行流动性支持义务的事件。任何情况下，上述信托利益核算日均不包含 2024 年 7 月 15 日及之后的信托利益核算日。

续期发行终止事件：受托人、主承销商、委托人及流动性支持机构共同协商决定取消新一期资产支持商业票据发行的事件。

权利完善事件：以下任一事件：

- （a）发生任何一起资产服务机构解任事件，导致资产服务机构被解任；
- （b）发生任何一起与委托人有关的丧失清偿能力事件；
- （c）流动性支持触发事件发生时，流动性支持机构按照《流动性支持承诺函》的约定，流动性支持机构已履行流动性支持义务。
- （d）项目公司收款账户被查封、冻结、采取其他强制措施或因其他情形导致项目公司收款账户不能按照《资产服务协议》及《资金监管协议》约定的方式进行使用的。

信托于信托终止日终止。信托终止日系指下列任一情形发生之日：

- （a）信托之信托目的已经无法实现；
- （b）基础资产被认定为违约基础资产/违约资产，且流动性支持机构履行完毕流动性支持义务之日即流动性支持划款日起 1 年内未能完成续期发行；
- （c）流动性支持机构履行任何一次流动性支持义务后，流动性支持机构决定提前终止信托；
- （d）信托被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决终止；
- （e）相关监管部门依法命令终止信托；
- （f）资产支持商业票据持有人会议决议提前终止信托并经流动性支持机构同意；
- （g）信托财产（不含合格投资）全部处置变现完毕；
- （h）信托财产已分配完毕。

附件 3 资产支持商业票据信用等级设置及含义

联合资信资产支持商业票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

联合资信评估股份有限公司关于 重庆茂和基础设施建设有限公司 2023 年度第一期中 建五局投资 PPP 资产支持商业票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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。

评级协议委托方（以下简称“委托方”）或受托机构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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，委托方或受托机构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本期债项相关信息，如发现重大变化，或出现可能对本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如委托方或受托机构不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。