

信用评级公告

联合〔2021〕5294号

联合资信评估股份有限公司通过对长沙经济技术开发区集团有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持长沙经济技术开发区集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“17长经开债01/PR长经01”信用等级为AAA，维持“20长沙经开MTN001”和“21长沙经开MTN001”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司



评级总监

(Handwritten signature)

二〇二一年六月二十五日

长沙经济技术开发区集团有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
长沙经济技术开发区集团有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
中证信用增进股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
17长经开债01/PR长经01	AAA	稳定	AAA	稳定
20长沙经开MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21长沙经开MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17长经开债01/PR长经01	10.00亿元	8.00亿元	2024/03/03
20长沙经开MTN001	15.00亿元	15.00亿元	2023/09/07
21长沙经开MTN001	10.00亿元	10.00亿元	2024/03/15

注：“17长经开债01/PR长经01”从存续期的第3—7个计息年度的付息日分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期兑付日为最后一期本金偿付日；“20长沙经开MTN001”和“21长沙经开MTN001”所列到期兑付日按最近一次行权日计算；上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021年6月25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：

长沙经济技术开发区集团有限公司（以下简称“公司”）是长沙经济技术开发区（以下简称“长沙经开区”）内从事土地开发和基础设施建设的唯一经营实体。跟踪期内，公司外部发展环境良好，业务在所属区域保持专营性优势，并继续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司资产流动性较弱，经营业务中土地板块收入易受土地出让影响和面临较大筹资压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。随着长沙经开区经济的不断发展、长沙经开区内土地开发和道路基础设施建设的持续推进，公司收入规模有望进一步增长。

“17长经开债01/PR长经01”由中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中证信用主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。其担保显著提升了“17长经开债01/PR长经01”偿付的安全性。同时，“17长经开债01/PR长经01”的分期偿还条款可有效降低公司的集中偿付压力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“17长经开债01/PR长经01”信用等级为AAA，维持“20长沙经开MTN001”和“21长沙经开MTN001”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，公司外部发展环境良好。长沙市和长沙经开区经济实力持续增长，固定资产投资快速增长，为公司发展创造了良好的外部发展环境。
- 跟踪期内，公司业务在所属区域保持专营性优势。公司作为长沙经开区内从事土地开发和基础设施建设的唯一经营实体。跟踪期内，公司职能定位未发生变化，业务在所属区域保持专营性优势。
- 跟踪期内，公司继续获得有力的外部支持。跟踪

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果			AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	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	F3	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	3	
			现金流量	4	
		资本结构	2		
		偿债能力	2		
调整因素和理由				调整子级	
外部支持				2	

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：

林青(登记编号:R0150220120050)

李颖(登记编号:R0150221060004)

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

期内，公司继续在政府补贴等方面获得有力的外部支持。

4. **增信措施。**中证信用为“17 长经开债 01/PR 长经 01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了上述债券本息偿还的安全性。

关注

1. **跟踪期内，公司收入水平易受政策影响。**公司营业收入中土地开发收入占比仍大，公司盈利能力易受土地价格、出让政策影响，存在一定不稳定性。
2. **跟踪期内，公司资产流动性较弱。**截至 2021 年 3 月底，公司应收类款项及存货合计占资产总额的比重为 57.98%，对公司资金形成较大占用，且部分土地使用权及房产未办理相关权证或被抵押，资产流动性较弱。
3. **跟踪期内，公司面临较大筹资压力。**公司在建及拟建项目尚需投资额规模大，面临较大筹资压力。
4. **跟踪期内，公司其他应收款存在较大回收风险，并面临一定对外投资风险和或有负债风险。**跟踪期内，公司长期股权投资中新增较大规模对外投资；其他应收款中部分债务人经营不善，面临较大回收风险；对外担保规模大，且部分被担保民营企业资金周转困难，公司面临一定或有负债风险。联合资信将持续关注上述款项回收、对外投资收益情况及退出方式。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	18.05	26.55	30.74	39.90
资产总额(亿元)	305.38	342.05	415.52	435.43
所有者权益(亿元)	150.04	157.68	163.71	162.74
短期债务(亿元)	24.53	31.58	41.55	22.74
长期债务(亿元)	99.21	120.27	155.71	188.61
全部债务(亿元)	123.74	151.85	197.26	211.35
营业收入(亿元)	26.12	33.99	20.57	1.41
利润总额(亿元)	1.28	2.68	2.65	-0.88
EBITDA(亿元)	7.66	9.53	10.56	--
经营性净现金流(亿元)	2.80	5.57	-5.27	-14.38
营业利润率(%)	16.74	14.18	23.69	27.91
净资产收益率(%)	0.78	1.51	1.37	--
资产负债率(%)	50.87	53.90	60.60	62.63
全部债务资本化比率(%)	45.20	49.06	54.65	56.50
流动比率(%)	432.27	413.99	313.75	383.55
经营现金流动负债比(%)	5.44	9.38	-5.79	--
现金短期债务比(倍)	0.74	0.84	0.74	1.75
EBITDA 利息倍数(倍)	1.08	1.30	1.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.16	15.94	18.67	--
公司本部（母公司）				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	266.06	290.78	343.57	362.77
所有者权益(亿元)	137.87	144.24	144.86	143.73
全部债务(亿元)	109.46	130.35	170.72	193.40
营业收入(亿元)	20.53	22.09	11.98	0.15
利润总额(亿元)	1.20	0.57	1.01	-1.13
资产负债率(%)	48.18	50.39	57.84	60.38
全部债务资本化比率(%)	44.26	47.47	54.10	57.37
流动比率(%)	486.20	486.02	336.15	543.77
经营现金流动负债比(%)	18.55	-2.37	14.08	--

注：2021年一季度财务报表未经审计；本报告合并口径中已将长期应付款中付息项纳入长期债务及有息债务中核算，应付债券中政府专项债券部分已从长期债务及有息债务剔除

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 长沙经开 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/03/02	王默璇 杜 晗	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	阅读全文
20 长沙经开 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/05/28	宋金玲 王默璇	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	阅读全文
17 长经开债 01/PR 长经 01	AAA	AA ⁺	稳定	2020/06/24	王 治 王默璇	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	阅读全文
	AAA	AA ⁺	稳定	2017/02/22	周海涵 王 治	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由长沙经济技术开发区集团有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

长沙经济技术开发区集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于长沙经济技术开发区集团有限公司（以下简称“长沙经开”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

跟踪期内，长沙经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）仍为公司的唯一股东及实际控制人。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围均未发生变化，组织架构有所变化。截至 2021 年 3 月底，公司本部内设 3 个部门，包括综合管理部（下设党建督办处、行政综合处、人力资源中心）、财务投融资部（下设财务管理中心、投融资工作处）、风控审计部（下设法务中心、审计监督处和项目管理处）等；合并范围子公司共 17 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 415.52 亿元，所有者权益 163.71 亿元（含少数股东权益 7.15 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 20.57 亿元，利润总额 2.65 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 435.43 亿元，所有者权益 162.74 亿元（含少数股东权益 7.27 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.41 亿元，利润总额-0.88 亿元。

公司注册地址：长沙经济技术开发区三一路二号；法定代表人：谭超纲。

三、债券概况和募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，联合资信所评公司存

续债券“17长经开债01/PR长经01”“20长沙经开MTN001”和“21长沙经开MTN001”尚需偿还债券余额分别为8.00亿元、15.00亿元和10.00亿元。跟踪期内，“17长经开债01/PR长经01”已按期足额支付债券利息及分期本金；“20长沙经开MTN001”和“21长沙经开MTN001”尚未到达付息日。截至报告出具日，“17长经开债01/PR长经01”债券募集资金按规定用途使用完毕，“20长沙经开MTN001”和“21长沙经开MTN001”募集资金已全部按照约定用途分别使用11.33亿元和8.00亿元。

表 1 截至 2021 年 3 月底跟踪评级债券概况
(单位：亿元、年)

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 长经开债 01/PR 长经 01	10.00	6.00	2017/03/03	7
20 长沙经开 MTN001	15.00	15.00	2020/09/07	3+2
21 长沙经开 MTN001	10.00	10.00	2021/03/15	3+2

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

动经济运行保持在合理区间。

表 2 2017—2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行

比较计算的几何平均增长率，下同。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国

政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是

由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、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约束地方政府及其融资平台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

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大基础设施领域补短板力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，

明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中共中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占

该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。

《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020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/会议名称	核心内容及主旨
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
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的

			派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、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。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济概况

公司是国家级长沙经济技术开发区（以下简称“长沙经开区”）从事土地开发和出让的唯一经营实体。长沙市经济发展状况、长沙经开区投资环境、招商引资能力、区内产业布局

和政策环境变化都将对公司经营活动产生较大影响。

跟踪期内，长沙市及长沙经开区经济仍保持增长，固定资产投资快速增长，为公司发展创造了良好的外部发展环境。

长沙地处中国华中地区、湘江下游、长浏盆地西缘、湖南东部偏北，是长江中游城市群和长江经济带重要的节点城市。截至2020年，长沙市下辖6个区、1个县、代管2个县级市，总面积11819平方千米，常住总人口1004.79万人。长沙市是综合交通枢纽、国家物流枢纽，京广高铁、沪昆高铁、渝厦高铁在此交汇。

2020年，长沙市地区生产总值12142.52亿元，比上年增长4.0%。分产业看，第一产业增加值423.46亿元，增长4.0%；第二产业增加值4739.27亿元，增长5.0%；第三产业增加值6979.79亿元，增长3.3%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为3.5%、39.0%和57.5%。

2020年，长沙市固定资产投资比上年增长6.2%。其中，民间投资增长2.9%。分投资方向看，工业投资增长3.9%，民生工程投资增长15.2%，基础设施投资增长4.5%，高新技术产业投资增长24.5%。房地产开发投资1868.41亿元，比上年增长12.0%。全年商品房销售面积2379.90万平方米，增长1.9%；商品房销售额2196.91亿元，增长8.7%。

长沙经开区是湖南省首家国家级经开区，位于长株潭自主创新示范区和长沙东部开放型经济走廊，形成了工程机械、汽车及零部件、电子信息等“两主一特”产业格局，工程机械、汽车及零部件产业均为千亿产业。

2020年，长沙经开区完成规模工业总产值2530.5亿元，增长6.2%；规模工业增加值562.1亿元，增长8.1%；全社会固定资产投资311.6亿元，增长7.6%，其中工业投资174.4亿元，增长10.5%（含工业技术改造投资93.4亿元，增长25.9%）；完成进出口总额55亿美元，增长10.82%；实际利用外资8.15亿美元，增长10.46%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为经开区管委会。

2. 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司业务在所属区域保持专营性优势。

公司作为长沙经开区内从事土地开发和基础设施建设的唯一经营实体。跟踪期内，公司职能定位未发生变化，业务在所属区域保持专营性优势。

3. 外部支持

跟踪期内，长沙市和长沙经开区一般公共预算收入保持增长，公司业务多为公益及半公益性质，在财政补贴方面继续得到各级政府的持续的有力支持。

2020年，长沙市完成一般公共预算收入1100.09亿元。同期，长沙市政府性基金收入为1093.41亿元。2020年，长沙市完成一般公共预算支出1480.24亿元，财政自给率为74.32%，对转移支付存在一定依赖。截至2020年底，长沙市本级债务余额为1222.5亿元，整体地方政府债务负担一般。总体看，长沙市一般公共预算收入持续增长，地方政府财政收入对转移支付存在一定依赖，债务负担维持在一般水平。

长沙经开区工程机械、汽车及零部件、电子信息三大支柱行业工业总产值快速增加，园区产业以工业为主；现代服务业等其他产业的

税收收入规模很小，尚不能有效支撑长沙经开区税收。2020年，长沙经开区完成财政收入126.81亿元；其中一般公共预算收入为51.21亿元（本级26.56亿元）。同期，土地出让收入为37.84亿元，主要系长沙经开区加大了土地挂牌的力度所致。

为加强长沙经开区建设发展，经开区管委会财政局根据公司项目建设开发进度，按月向公司拨付财政一般预算收入，作为公司的补贴收入，专用于补充公司的园区基础设施建设资金。2020年，公司共获得补贴收入8.33亿元，主要为拨入的项目建设资金。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91430100184150352A），截至2021年4月23日，公司无未结清、已结清不良信贷及欠息情况发生。

截至2021年6月23日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及管理架构未发生变化，管理制度执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入降幅明显，主要以土地开发收入为主，主营业务毛利率水平受污水处理业务和其他业务带动大幅增长。

2020年，公司主营业务收入大幅下降，且各收入占比出现较大变化。2020年，受与土地储备中心的结算滞后导致土地开发收入下降影响，公司主营业务收入降至18.92亿元；水务板块（包括供水及污水处理）稳步发展；担保业务是公司主营业务收入的有利补充。公司

其他业务主要包括房地产业务和公租房业务，跟踪期内，该板块收入有所增长。

毛利率方面，公司主营业务毛利率大幅增长至 39.70%，主要系毛利率较高的污水处理业务和其他业务收入占比提高所致；污水处理业务毛利率保持稳定且较高水平；供水业务毛利率由正转负，主要系政府尚未对其外购净水的补贴进行确认所致。

2021 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 1.35 亿元，相当于 2020 年全年主营业务收入的 7.14%，主要由于公司土地出让集中在下半年、疫情影响土地出让进度导致土地出让收入减少所致。同期，主营业务毛利率小幅下降，主要系公司房地产业务仅确认了成本、尚未确认收入导致其他业务亏损所致。

表 3 公司主营业务收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发	25.46	78.69	10.11	10.53	55.63	10.10	0.01	0.53	9.32
污水处理	2.17	6.72	54.10	2.43	12.86	59.25	0.67	49.33	63.00
供水	1.39	4.31	22.34	1.47	7.76	-10.32	0.36	26.76	28.56
担保	0.33	1.03	100.00	0.23	1.23	99.98	0.04	2.94	100.00
其他业务	3.00	9.26	31.39	4.26	22.52	51.13	0.28	20.44	-33.77
合计	32.35	100.00	16.49	18.92	100.00	39.70	1.35	100.00	34.80

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供数据整理

2. 业务经营分析

(1) 土地开发业务

公司出让土地以工业用地为主，是公司收入的主要来源；商住综合用地出让价格受经济形势影响存在波动性。

供水土地开发业务主要由公司本部及控股子公司汨罗市普乐投资开发有限公司（简称“汨罗普乐公司”）共同负责。其中，公司本部主要负责长沙经开区本片区、榔梨片区以及黄花片区的土地开发业务，汨罗普乐公司主要负责长沙经开区汨罗（弼时）产业园（以下简称“汨罗产业园”）15 平方公里的土地开发业务。公司土地开发业务主要包括下列三种经营模式：

开发出让（转让）自有土地

公司自有土地主要系政府注入或者招拍挂购入等方式取得。待公司完善土地周边配套后，根据片区规划、市场需求情况等因素制定出让计划，并委托长沙经济技术开发区土地储备中心（以下简称“经开区土储中心”）在长沙县自然资源局开展“招拍挂”进行出让或转

让。

对于政府注入的土地，在土地成交后，竞得人与经开区土储中心签订土地出让合同并向经开区土储中心缴纳土地出让金，经开区土储中心将土地出让金在计提基金税费后全额拨付至公司。

对于招拍挂购入的土地，公司在交易场所挂牌后，与竞得人签订转让合同，在交地手续完成后确认收入。对于经开区管委会由于招商引资或者规划用途调整确需征收公司的土地的，在管委会出具收回决定后，由经开区土储中心与公司签订《国有建设用地土地使用权收回合同》。土地收回价格按公司土地购入成本及资金成本进行补偿。2020 年，公司该模式下未出让土地未实现收入。

代为开发整理土地

根据公司与经开区土储中心签订的协议，经开区土储中心委托公司对长沙经开区区域内的土地进行整理和开发，主要负责对长沙经开区规划范围内的储备土地组织实施征地、拆迁、场地平整、安置补偿等工作，使土地达到

“七通一平”的熟地状态。经开区土储中心按长沙经开区土地整理计划将区域内土地整理项目发包给公司实施，每年按照公司因实施土地整理项目而实际支出的工程款数额并额外计取一定收益率与公司进行结算。

2020年，公司在代为开发整理土地模式下共出让土地1158.24亩、实现收入10.10亿元、完成回款2.80亿元。

园区合作开发模式

根据《长沙经济技术开发区管委会关于合作开发长沙经开区汨罗（弼时）产业园合作协议》及补充协议，汨罗普乐公司主要负责汨罗产业园的规划设计、项目招商引资、基础设施建设投资建设、土地成片综合开发、工程管理、物业管理及市政建设等工作。汨罗市政府将在合作期的前13年，将产业园企业形成的税收、土地的出让收入及土地出让所产生的税收等三项汨罗市地方留存部分，以政府补贴的方式全额划拨给汨罗普乐公司，作为汨罗普乐公司的投资回报。汨罗普乐公司将土地的出让收入所形成的回款作为土地合作开发收入，并结转土地开发成本。

2020年，汨罗普乐公司在园区合作开发模式下共出让土地1113.85亩、实现收入0.43亿

元、完成回款0.43亿元。

截至2020年底，公司待出让土地共计13105.49亩，账面价值合计88.97亿元，计入“存货-开发成本”科目，对公司资金形成较大占用。

表4 截至2020年底公司待出让土地情况

(单位：亩、亿元)

片区	土地位置	面积	账面价值
长沙经开区	京珠高速以东、长永高速以南、新安路以北、东一路以西	600.53	4.07
	盼盼路以南、东四线以西、东一线以东、远大路以北	287.65	1.95
	东四线以东、漓湘路以南、东十二线以西、檀木路以北	2299.28	15.60
	财富大道两厢	742.51	5.04
	蓝田路以东、远大路以北、长永高速以南	4789.55	32.51
	机场高速以南、劳动路以北、蓝田大道以东	2018.85	13.70
	零星土地	746.62	5.10
汨罗产业园	107国道以西，王家园路以南，唐家桥路以东	1620.50	11.00
合计		13105.49	88.97

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司正在进行的土地开发整理项目共计19个，总投资额为25.11亿元，已完成投资4.61亿元，公司在建土地开发项目规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

表5 公司主要正在进行土地开发整理项目情况 (单位：万元、亩)

地块名称	总投资额	已投资额	开发面积	计划出让年份	未来投资计划		
					2021年	2022年	2023年
工程机械配套润滑油合成与分装中心建设	7583.33	5835.43	101.05	2020年	1747.90	--	---
大众北路二期建设项目	7953.40	5005.45	134.88	2022年	982.65	982.65	982.65
中医诊疗设备生产建设项目	4676.23	3150.22	119.38	2022年	637.97	888.04	888.04
钛白废水中回收高纯氧化钛项目	1715.53	1650.55	47.09	2020年	64.98	--	---
速冻食品生产建设项目	338.92	116.00	26.22	2022年	74.31	74.31	74.31
2016年度报部用地(十一)中地块五项目	782.89	514.23	28.06	2018年	268.66	--	---
2016年度报部用地(十一)地块十六项目	2805.73	1680.00	15.36	2022年	335.24	335.24	335.24
2016年度报部用地(十一)地块十一、十五项目	1144.88	823.55	27.13	2021年	224.42	96.91	--
2013年度第五批次建设用土地块一、地块二项目	2464.57	768.85	129.35	2022年	565.24	565.24	565.24
机场北辅道道路工程项目	2476.83	2250.00	20.74	2020年	226.83	--	---
2018年度报部批准城市建设用地(一)	18545.49	8150.31	285.00	2022年	3341.72	3526.73	3526.73
2016年报国土资源部批准城市建设用地(十四)	14891.65	7955.2	226.77	2022年	2169.44	2383.51	2383.51

2016年度第十批次建设项目	34913.97	2525.84	682.18	2022年	10796.04	10796.04	10796.04
长沙县龙峰大道等建设项目	17657.08	2866.52	303.23	2022年	4783.40	5003.57	5003.57
长沙县（经开区）2018年第五批次建设用地	17756.80	156.64	273.18	2023年	5866.72	5866.72	5866.72
长沙县（经开区）2017年报国土资源部批准城市建设用地（十三）	21937.05	700.50	365.62	2022年	6958.48	7125.54	7125.53
长沙县（经开区）2018年第十七批次建设用地	36407.13	765.85	543.39	2022年	11837.10	11902.00	11902.00
长沙县（经开区）2018年报部批准城市建设用地（二）	35557.62	667.85	507.97	2022年	8722.44	8722.44	8722.44
长沙县2019年第七十二批次建设用地（2019年报部）	21496.95	500.88	320.85	2023年	2917.13	6449.09	6449.09
合计	251106.05	46083.87	4157.45	--	62520.67	64718.03	64621.11

数据来源：公司提供

（2）水务业务

跟踪期内，公司取得污水处理及管网独家特许经营权，在污水处理方面具有专营优势。公司供水、污水等业务收入均有所增长，仍是公司主营业务收入的重要补充。

公司供水业务由下属子公司长沙经济技术开发区星沙水务集团股份有限公司（原长沙星沙供水工程有限公司，以下简称“星沙水务”）负责。星沙水务是长沙县县城和长沙经开区唯一供水单位，主要负责长沙县县城和长沙经济技术开发区60余万人口和1200多家企事业单位的自来水供应，在长沙经开区内具有区域专营优势。

截至2020年底，星沙水务下辖社仓地下水厂和松雅河地表水厂两座水厂，设计日供水能力18万吨，同时向长沙水业集团有限公司下属廖家祠堂水厂和长沙榔梨自来水有限公司购买净水19~23万吨/日，并由政府对星沙水务按照外购净水价格减去公司制水成本的方式进行补贴。2020年，星沙水务输配水干管长度531.28公里，供水普及率100%，水质综合合格率100%。

目前长沙经开区水费征收使用长沙县标准。根据《长沙县发展和改革局关于制定和调整污水处理费征收范围和收费标准的通知》（长县发改〔2020〕180号），自2020年11月1日起，因污水处理费随自来水水费代收，故长沙县执行调整后的自来水价格。调整后长沙县自来水价格如下表所示：

表6 长沙县城区现行水价情况（单位：元/吨）

水价类别	水厂供水	引水工程	污水处理	垃圾处理	合计
居民生活用水	1.43	0.10	0.95	0.20	2.68
工业用水	2.29		1.40		0.40
行政事业用水				4.19	
经营服务用水				4.19	
特种行业用水	5.56				7.46

数据来源：公司提供

公司污水处理业务由星沙水务子公司长沙经济技术开发区水质净化工程有限公司（以下简称“水质净化公司”）负责。2020年9月，水质净化公司取得长沙县主城区污水处理及管网独家特许经营权。

水质净化公司下设星沙、城北、城南、城西四座污水处理厂，总占地面积为563.35亩，总设计污水处理能力为59万吨/天。截至2020年末，水质净化公司管网共计约779.19公里，其中污水管约109.33公里，雨水管约328.39公里，雨污合流管约341.47公里。水质净化公司主要服务于长沙经开区和长沙县，服务面积达87.53平方公里，服务人口约70万人。

（3）担保业务

跟踪期内，公司担保业务收入规模较小，客户集中度和担保代偿率低，公司担保风险相对可控。

公司担保业务主要由长沙经济技术开发区融资担保有限公司（以下简称“经开担保”）、长沙星城中小企业融资担保有限公司（以下简称“星城担保”）负责运营，主要为向湖南省内企业提供专业融资担保，收取担保费实现收

入。截至 2020 年底，经开担保和星城担保相关担保指标如下：

表 7 公司相关担保指标（单位：万元、%、倍）

担保业务种类	经开担保	星城担保
融资担保余额	86020.51	13270.00
工程履约担保余额	1321.59	572.34
诉讼保全担保余额	0.00	1305.88
合计担保余额	87342.10	15148.22
当年代偿额	327.28	0.00
当年担保代偿率	0.37	0.00
累计代偿回收率	59.80	26.11
融资性担保责任余额	86020.51	13270.00
融资性担保放大倍数	4.20	1.08
拨备覆盖率	1689.00	/

数据来源：公司提供

从被担保方来看，经开担保被担保企业前五名主要从事批发和零售业、制造业和电力、热力、燃气及水的生产和供应业等行业，担保余额共计 8110.00 万元；星城担保被担保企业前五名主要从事制造业和工业等行业，担保余额共计 4220.00 万元，集中度低。综合来看，公司担保业务代偿率处于较低水平，公司担保代偿风险相对可控。

（4）其他业务

跟踪期内，公司其他业务主要包括房地产开发业务和公租房建设运营业务，受房地产销售收入增长影响，其他业务有所增长。公司在建房地产待投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。

公司其他业务主要包括房地产开发业务和公租房建设运营业务。其中，房地产开发业务主要由长沙力都置业有限公司（简称“力都置业”）、长沙经济技术开发区城建开发有限公司（简称“城建公司”）以及汨罗普乐公司负责；公租房建设和运营主要由子公司城建公司负责。资质方面，力都置业和城建公司拥有房地产开发二级资质，汨罗普乐公司拥有房地产开发四级资质。

房地产开发业务

跟踪期内，公司房地产销售收入主要来自广悦星苑、金广星苑、泉星大厦和优冠一期等项目。2020 年，公司房地产销售面积和收入分别为 8.25 万平方米和 2.87 亿元。

表 8 截至 2020 年底公司在建房地产项目情况

（单位：万元、平方米）

项目名称	项目类别	总投资额	已投资额	可销售面积
漓湘大厦	商业	35000.00	10827.00	642.35
	酒店			17324.48
	公寓式办公			15777.56
人民东路综合体	商铺	73000.00	278.00	5155.06
	人才公寓			42527.90
广汽菲克员工小区	商品房	110000.00	60900.00	159049.56
合计		218000.00	72005.00	240476.91

资料来源：公司提供

公司目前在建房产项目主要包括漓湘大厦、人民东路综合体和广汽菲克员工小区等，可销售面积合计 24.05 万平方米，总投资合计 21.80 亿元。截至 2020 年底，上述项目累计投资 7.20 亿元。公司在建房地产待投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。

公租房建设和运营

公司公租房建设和运营业务主要为通过政府划拨取得项目用地，并使用自筹、财政补贴和公积金中心贷款等方式获取建设资金。对于资金缺口较大的项目，也可通过适当增加商业用房的比例来平衡收入。公司公租房的收入来源主要为租金及配套商业用房的租金、政府补贴收入以及其他相关优惠政策。

自 2012 年起，公司已陆续建设板桥公租房、榔梨公租房 1、2、3 期、干杉公租房等 5 个公租房项目，总建筑面积达 35.93 万平方米，共计房源 6750 套。2020 年，公司实现公租房建设和运营收入 0.93 亿元、商业出租收入 0.33 亿元。截至 2020 年末，公司已开发公租房项目的运营情况如下：

表 9 截至 2020 年底公司已开发公租房项目运营情况 (单位: 平方米、套、%)

项目名称	类型	面积	配租情况		出租率
			配租企业	配租套数	
板桥公租房	公租房	45973.82	蓝思科技	1060	100.00
	商铺	1164.97	--	--	100.00
板桥公租房原 LG 宿舍 2-3#、10-11# 栋	公租房	20385.21	蓝思科技及其配套服务企业	340	97.70
板桥公租房原 LG6# 栋	商铺	4021.00	--	--	74.87
榔梨公租房一期	公租房	146236.19	蓝思科技及其配套服务企业	3430	100.00
	商铺	26136.81	--	--	89.10
榔梨公租房二期	公租房	55738.08	上汽大众	1014	100.00
	商铺	10975.26	--	--	98.30
榔梨公租房三期	公租房	20847.17	梨江物流	162	100.00
			中国铁建	360	
干杉公租房	公租房	22717.84	上汽大众 17 家配套供应商	406	73.30
	商铺	10527.61	--	--	13.26
合计		364723.96	--	6772	--

注: 蓝思科技全称为“蓝思科技(长沙)有限公司”; 公租房采取配租方式出租, 商铺为市场化出租。
资料来源: 公司提供

3. 未来发展

未来公司仍将以土地整理和基础设施建设为主要业务, 在建项目投资规模较大, 存在一定融资压力。

公司作为长沙经开区的土地整理、基础设施建设的主体, 未来将围绕长沙经开区发展规划, 紧密结合城市基础设施建设, 大力发展两水上市、房地产开发、公租房建设及 PPP 项目等领域, 逐步构建园区特许经营的核心产业, 为长沙经开区基础设施和公用事业的可持续建设及运营提供强有力的支持, 形成园区建设与公司发展的良性互动。

两水上市方面, 公司不断推进给水管网建设及污水提标、改扩建工作, 落实两水股份制改造工作, 并以两水主体合并物业运营等优质资产, 做大拟上市主体资产规模; 房地产开发方面, 公司在建及拟建房地产开发项目主要包

括漓湘大厦和力都商业综合体项目, 由长沙力都商务置业有限公司负责建设及销售工作。公租房建设方面, 公租房项目主要为政府划拨项目用地, 公司通过自筹、财政补贴和公积金中心贷款取得建设资金, 后续资金平衡主要来源于租金、政府补贴收入以及其他相关优惠政策。PPP 项目方面, 公司主要与中煤、中铁、湖南建工、中冶等背景公司合作, 共同设立 SPV 公司(公司均代表政府出资方持股 10%), 由 SPV 公司对项目的后续建设、运营负责, 项目建设期一般为 3~4 年, 公司负责监管, 建设完毕后社会资本方享有 20 年运营权收益, 到期后公司收回相应运营权。

根据长沙经开区发展规划以及公司的开发节奏, 目前公司主要的在建及拟建项目如下表所示。未来公司投资规模大, 面临较大筹资压力。

表 10 公司主要在建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	项目资本金	截至 2020 年已投入金额	未来投资计划		
				2021 年	2022 年	2023 年
索恩格二期项目	59924.24	19924.24	14170.00	19462.12	19462.12	6830.00
长沙经开区“腾笼换鸟”一期项目	81710.79	21710.79	44600.00	12370.26	12370.26	12370.26
星沙污水厂扩容(四期)提标工	54798.59	13000.00	22394.70	16202.65	16202.65	--

程						
漓湘大厦（赛西传感地块）	35000.00	10500.00	10827.00	12086.50	12086.50	--
长沙师范附属经开区幼儿园	17600.00	--	10659.00	6941.00	--	--
9万吨改扩建项目	69036.60	69036.60	42700.00	13168.30	13168.30	--
城南污水厂二期扩容	14969.86	--	564.09	7202.88	7202.88	
人民东路综合体	73000.00	--	278.00	24240.66	24240.66	24240.66
合计	406040.08	134171.63	146192.79	111674.37	104733.37	43440.92

资料来源：公司提供

表 11 公司主要拟建项目情况（单位：万元、年）

项目名称	项目类型	项目总投资	预计建设周期	未来投资计划		
				2021年	2022年	2023年
长沙经开区东四-东五路片区产业综合开发及基础设施配套建设项目	基础设施建设	91173.57	2	9117.36	63821.10	18235.11
长沙经开区梨江-榔梨片区产业综合开发及基础设施配套建设项目		133992.78	2	13399.28	80395.67	40197.83
长沙经开区三一智联重卡片区产业综合开发及基础设施配套建设项目		70458.76	2	7045.88	42275.26	21137.63
长沙经开区人民东路两厢产业综合开发及基础设施配套建设项目		109995.77	2	10999.58	65997.46	32998.73
长沙经开区租赁住房建设项目		216187.87	2	21618.79	129712.72	64856.36
“腾笼换鸟”二期项目		129151.89	1	38745.57	90406.32	0.00
力都商业综合体项目	房地产开发	138849.00	2	30000.00	83280.00	25569.00
东方韵动汇		37700.00	2	11310.00	18473.00	7917.00
黄花大厦		18468.00	3	6156.00	6156.00	6156.00
湘龙 57#地		190000.00	3	28000.00	81000.00	81000.00
合计	--	1135977.64	--	176392.46	661517.53	298067.66

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2020 年，公司合并范围减少 2 家子公司，其中无偿划出 1 家、转为孙公司 1 家；2021 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围子公司 17 家。由于上述公司资产及权益规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产快速增长；资产中应收类款项和存货占比大，对资金占用较大，公司资产流动性较弱，资产质量一般。此外，公司长期股权投资中新增较大规模对外投资；其他应收款中部分债务人经营不善，面临较大回收风险。联合资信将持续关注上述款项回收、对外投资收益情况及退出方式。

截至 2020 年底，公司资产总额 415.52 亿元，较上年底增长 21.48%。公司资产以流动资产为主，占比 68.71%。

表 12 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目名称	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	26.54	7.76	28.84	6.94	39.79	9.14
应收账款	76.39	22.33	83.58	20.11	85.73	19.69
其他应收款	32.41	9.48	41.79	10.06	40.60	9.32
存货	96.42	28.19	122.50	29.48	126.13	28.97
流动资产	245.66	71.82	285.50	68.71	303.76	69.76
长期股权投资	20.13	5.89	36.52	8.79	36.61	8.41
投资性房地产	26.70	7.81	28.49	6.86	28.48	6.54
固定资产	23.13	6.76	27.34	6.58	26.84	6.16
无形资产	19.61	5.73	26.03	6.26	25.93	5.96
非流动资产	96.38	28.18	130.02	31.29	131.66	30.24
资产总额	342.05	100.00	415.52	100.00	435.43	100.00

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季度财务数据整理

(1) 流动资产

截至2020年底, 公司流动资产285.50亿元, 较上年底增长16.22%, 主要系应收类款项和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

截至2020年底, 公司货币资金28.84亿元, 其中1.88亿元票据保证金及担保保证金受限。

截至2020年底, 公司应收账款83.58亿元, 较上年底增长9.41%, 主要系应收蓝思科技的土地款及水费所致。应收账款账面余额89.59亿元, 其中按账龄计提坏账准备的应收账款72.60亿元、应收政府款项15.58亿元、应收贷款组合1.38亿元; 公司共计提坏账准备5.99亿元。截至2020年底, 公司应收账款金额较大的前五名欠款单位合计欠款占36.71%, 集中度较低。

表 13 2020 年底公司应收账款前五名情况

(单位: 亿元、%)

债务人名称	欠款金额	欠款年限	占比
长沙经济技术开发区土地储备中心	10.54	1~3 年	11.77
蓝思科技(长沙)有限公司	6.53	1 年以内、5 年以上	7.29
长沙礼盛房地产开发有限公司	6.14	1~2 年	6.85
长沙景科置业有限公司	5.07	1~2 年	5.66
上海大众汽车有限公司	4.60	5 年以上	5.14

债务人名称	欠款金额	欠款年限	占比
合计	32.88	--	36.71

资料来源: 公司提供

截至2020年底, 公司其他应收款41.79亿元, 较上年底增长28.94%, 主要由经营性其他应收款17.62亿元(包括经营性往来款、应收租金、预付土地款、押金和保证金等)和非经营性其他应收款26.20亿元(包括代付工业扶持基金、拆借款和代付工业发展奖励资金等)构成。公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款共计28.91亿元, 其中账龄在一年以内的款项占比23.44%, 公司其他应收款账龄长。公司其他应收款前五名主要为对经开区管委会的往来款和对部分制造类企业的扶持基金及委托贷款, 合计占比65.34%, 集中度较高。截至2020年底, 公司共对1.88亿元的其他应收款计提了坏账准备。

表 14 2020 年底公司其他应收款前五名情况

(单位: 亿元、%)

债务人名称	欠款金额	款项性质	占比
经开区管委会	11.91	往来款	27.17
上海大众汽车有限公司	7.76	代付工业扶持基金	17.71
中国铁建重工集团有限公司	3.87	代付工业扶持基金	8.83
广汽三菱汽车有限公司	2.85	代付工业扶持基金	6.50

债务人名称	欠款金额	款项性质	占比
湖南猎豹汽车股份有限公司	2.25	租金	5.13
合计	28.63		65.34

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司其他应收款前十名债务人中，部分公司经营不善，多次被列为失信被执行人，且已经进入破产程序；同时，湖南金宏源投资股份有限公司（以下简称“金宏源投资”）流动资金周转产生困难。公司面临较大回收风险，联合资信将持续关注上述款项回收情况。

表 15 公司其他应收款经营异常债务人情况
(单位：亿元)

债务人名称	欠款金额	款项性质	经营情况
湖南猎豹汽车股份有限公司	2.25	租金	进入破产重整
湖南江南汽车制造有限公司	1.45	委托贷款	进入破产重整
湖南金宏源投资股份有限公司	1.40	担保代偿款	资金周转困难
湖南千山慢病健康管理有限公司	1.08	担保代偿款	进入破产重整
合计	6.18	--	--

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司存货122.50亿元，较上年底增长27.04%，由113.86亿元的开发成本（主要为土地开发整理成本及资本化利息）和8.64亿元的开发产品（主要为已建成待出售的房地产）构成。

(2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产130.02亿元，较上年底增长34.90%，主要系长期股权投资和无形资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产等科目构成。

截至2020年底，公司长期股权投资36.52亿元，较上年底增长81.40%，主要系新增对长沙领新产业投资合伙基金的投资款14.00亿元和对湖南省纾困转型发展基金企业（有限合伙）的投资款1.50亿元所致。公司长期股权投资中新增较大规模对外投资，面临一定对外

投资风险，联合资信将持续关注上述对外投资收益情况及退出方式。

截至2020年底，公司投资性房地产28.49亿元，较上年底增长6.73%，主要系存货中房屋建筑物完工转入所致。公司固定资产27.34亿元，较上年底增长18.21%，主要系在建工程中房屋转入所致。公司无形资产26.03亿元，较上年底增长32.76%，主要系公司购入土地使用权所致。公司无形资产主要由26.01亿元土地使用权构成。

截至2020年底，公司仍有1.47亿元的土地使用权及19.84亿元的房屋建筑物尚未办理权证，联合资信将持续关注上述资产产权证书办理进度。

表 16 截至2020年底公司未办妥产权证书详情

(单位：亿元)

科目名称	资产种类	账面价值	当前进度
投资性房地产	土地使用权	1.10	尚在办理中
	房屋建筑物	15.48	尚在办理中
固定资产	房屋建筑物	4.36	尚在办理中
无形资产	土地使用权	0.37	尚在办理中
合计		21.31	--

资料来源：公司审计报告

截至2021年3月底，公司资产总额435.43亿元，较上年底增长4.79%，仍以流动资产为主，资产结构变动不大。截至2021年3月底，公司货币资金39.79亿元，较上年底增长37.96%，主要系对外融资扩张所致。存货126.13亿元，较上年底增长2.96%，主要系对土地开发项目持续投入所致。其他科目较上年底变动不大。

截至2021年3月底，公司受限资产共计29.33亿元，占资产总额的6.74%，包括保证金、土地使用权、房地产及土地开发成本等。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，

所有者权益稳定性好。

截至 2020 年底，公司所有者权益 163.71 亿元，较上年底增长 3.82%，主要系少数股东权益和未分配利润增长所致。所有者权益中实收资本和资本公积合计占比 80.45%，稳定性好。

截至 2020 年底，公司实收资本仍为 10.00 亿元，较上年底保持稳定。公司资本公积 121.71 亿元，较上年底增长 0.36%，主要系公

司获得担保行业专项扶持基金及联营企业资本公积变动所致。公司未分配利润 21.72 亿元，较上年底小幅增长，主要系公司净利润的累积。公司少数股东权益有所增长，主要系公司为推动两水上市，稀释了自来水集团部分股权所致。截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 162.74 亿元，各科目较上年底变化不大。

表 17 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2019 年		2020		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	10.00	6.34	10.00	6.11	10.00	6.14
资本公积	121.26	76.90	121.71	74.34	121.71	74.79
未分配利润	20.28	12.86	21.72	13.27	20.63	12.67
少数股东权益	3.07	1.94	7.15	4.37	7.27	4.47
所有者权益合计	157.68	100.00	163.71	100.00	162.74	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季度财务数据整理

(2) 负债

跟踪期内，公司有息债务规模增长较快，以长期债务为主，债务负担较重。

截至 2020 年底，公司负债总额 251.81 亿元，较上年底增长 36.58%，主要系长短期借款增长所致。公司负债仍以非流动负债为主。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.00	4.34	18.17	7.22	21.88	8.02
应付账款	10.30	5.59	18.57	7.38	11.19	4.10
其他应付款	11.40	6.18	24.53	9.74	37.62	13.80
一年内到期的非流动负债	22.75	12.34	23.31	9.26	0.79	0.29
流动负债	59.34	32.19	91.00	36.14	79.20	29.04
长期借款	50.49	27.39	71.94	28.57	94.78	34.76
应付债券	69.13	37.50	68.56	27.23	88.47	32.44
长期应付款	0.65	0.35	15.20	6.04	5.36	1.97
非流动负债	125.02	67.81	160.81	63.86	193.49	70.96
负债总额	184.36	100.00	251.81	100.00	272.69	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季度财务数据整理

截至 2020 年底，公司流动负债 91.00 亿元，较上年底增长 53.35%，主要系短期借款、其他应付款和应付账款增长所致。公司短期借款 18.17 亿元，较上年底增长 127.11%，主要系保证借款和信用借款增长所致。公司应付账

款 18.57 亿元，较上年底增长 80.29%，主要包括 14.58 亿元应付工程款和质保金以及 3.99 亿元购地款等。公司其他应付款 24.53 亿元，较上年底增长 115.21%，主要系往来款大幅增长所致。公司其他应付款主要为拆借款、往来款、

基础设施资金、押金保证金及应付暂收款等款项。公司一年内到期的非流动负债 23.31 亿元，较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司非流动负债 160.81 亿元，较上年底增长 28.62%，主要系长期借款及长期应付款增长所致。公司长期借款 71.94 亿元，较上年底增长 42.49%。其中，信用借款 39.01 亿元、抵押借款 18.32 亿元、保证借款 9.33 亿元和质押借款 2.51 亿元。公司应付债券 68.56 亿元，较上年底变化不大，主要系公司新发行 15.00 亿元的“20 长沙经开 MTN001”和地方政府专项债券由应付债券科目重分类至长期应付款科目的综合影响。公司长期应付款 15.20 亿元，较上年底大幅增长，主要系地方政府专项债券转入所致。

表 19 截至 2020 年底公司长期应付款明细
(单位：亿元)

债务人名称	金额
2019 年湖南省园区建设专项债券（二期）— 2019 年湖南省政府专项债券（十五期）	2.50
2019 年湖南省“两供两治”专项债券（一期）— 湖南省政府专项债券（十八期）	0.33
2020 年湖南省园区建设专项债券（六期）— 2020 年湖南省政府专项债券（十二期）	7.00
2020 年湖南省政府专项债券（一十四期）	1.00
2020 年湖南省水务建设专项债券（六期）— 2020 年湖南省政府专项债券（三十二期）	4.00
应计利息	0.37
合计	15.20

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 272.69 亿元，较上年底增长 8.29%，主要系其他应付款、长期借款和应付债券增长所致。截至 2021 年 3 月底，公司其他应付款增长 53.35% 至 37.62 亿元，主要系专项债资金由长期应付款科目调整至其他应付款科目所致；长期借款增长 31.75% 至 94.78 亿元；应付债券增长 29.03% 至 88.47 亿元主要系公司发行 10.00 亿元的“21 长沙经开 MTN001”以及未将一年内到期的应付债券调整至流动负债所致。其他科目较 2020 年

底变动不大。

截至 2020 年底，公司全部债务 197.26 亿元，较上年底增长 29.91%，主要系长期债务增长所致。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.60%、54.65% 和 48.75%。公司债务负担较重。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 211.35 亿元，较上年底增长 7.14%，债务结构仍以长期债务为主。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.63%、56.50% 和 53.68%，较上年底均有所提高，公司债务负担加重。

从有息债券期限结构来看，截至 2021 年 3 月底，公司将于未来三年内分别需要偿还债务 32.98 亿元³、51.13 亿元和 32.14 亿元，有息债务到期期限主要集中在 2022 年，公司未来面临一定集中偿债压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入降幅明显；公司业务公益属性较强，政府补助和投资收益是公司主要利润来源；公司期间费用对利润侵蚀严重，期间费用控制能力亟待加强。公司整体盈利能力一般。

2020 年，公司实现营业收入 20.57 亿元，同比下降 39.50%，主要系当期出让土地减少、土地开发业务收入下降所致。公司营业成本同步下降 43.45% 至 15.42 亿元。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 8.23 亿元，同比增长 11.83%，主要系管理费用增长所致。从构成看，公司管理费用和财务费用占比分别为 24.56% 和 69.48%，是期间费用的主要构成。2020 年，公司期间费用率为 40.02%，同比提高 18.37 个百分点，公司费用控制能力减弱。总体看，公司期间费用对利润侵蚀严重，期间费用控制能力亟待加强。

非经常损益方面，2020 年，公司获得股权

³ 高于同期短期债务规模，主要系公司未将一季报中部分一年内到期的长期债务调整至流动负债科目所致。

及理财产品投资收益 0.33 亿元，对利润总额的支撑减弱；信用减值损失 2.30 亿元，主要系公司计提坏账所致。同期，公司获得政府补助款 8.33 亿元（计入“其他收益”科目）；公司利润总额为 2.65 亿元，政府补助是公司主要利润来源。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.24% 和 1.37%，公司整体盈利能力较一般。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.41 亿元，主要来自土地开发及水务收入，营业成本 0.87 亿元。同期，公司期间费用合计 2.61 亿元，主要由财务费用构成，期间费用率 184.71%。公司实现利润总额 -0.88 亿元，营业利润率为 27.91%。

5. 现金流分析

跟踪期内，在往来款流入支撑下，公司经营现金流量仍保持净流入，收现质量较差；投资活动现金仍持续净流出；因筹资力度增强，公司筹资活动现金继续净流入。

经营活动现金流方面，2020 年，由于公司大规模往来款收支的支撑下，公司经营现金流量流入/流出仍保持较大规模；由于公司加大对土地开发项目的投入，公司经营净现金流由净流入转为净流出。公司现金收入比为 67.27%，收现质量较差。

表 20 公司现金流情况（单位：亿元）

科目名称	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入	37.40	39.08	6.29
经营活动现金流出	31.83	44.34	20.67
经营活动产生的现金流量净额	5.57	-5.27	-14.38
投资活动现金流入	0.85	5.75	0.12
投资活动现金流出	12.07	39.98	5.57
投资活动产生的现金流量净额	-11.22	-34.23	-5.45
筹资活动现金流入	66.92	90.11	41.91
筹资活动现金流出	51.81	48.87	12.34
筹资活动产生的现金流量净额	15.10	41.25	29.56

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季度财务数据整理

投资活动现金流方面，2020 年，公司投资活动现金流入和流出均有所上升。公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金主要为对土地使用权的购入、投资支付的现金主要为对长沙领新产业投资合伙基金、湖南省纾困转型发展基金企业（有限合伙）等基金的投入。公司投资性现金流仍保持净流出，且流出规模进一步增长。

筹资活动现金流方面，2020 年，公司筹资活动现金流入快速增长，主要系公司取得借款和收到的政府专项债券资金大幅增长所致；筹资活动现金流出小幅下降，主要系偿还到期债务及利息支出。跟踪期内，公司融资规模有所拓宽，存量债务规模增加，筹资活动现金流仍保持净流入。

2021 年 1—3 月，公司经营现金流量流入 6.29 亿元，主要为对土地开发项目的持续投入，现金收入比 288.78%，主要为预收购房款；经营活动现金流出 20.67 亿元，为往来款支出及对土地开发项目的投入。公司投资活动现金流入 0.12 亿元；投资活动现金流出 5.57 亿元，主要为对长沙经开区内建设工程项目的投入。筹资活动现金流入 41.91 亿元，全部为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 12.34 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力一般；长期偿债能力尚可。公司间接融资渠道通畅；对外担保规模大，且部分被担保民营企业资金周转困难，公司面临一定或有负债风险。考虑到政府对公司的全力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别下降至 313.75% 和下降至 179.13%，经营现金流动负债比率下降 15.17 个百分点至 -5.79%，现金短期债务比下降至 0.74 倍，公司短期偿债能力有所弱化。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率与速动比

率分别为 383.55%和 224.29%；现金短期债务比增长至 1.75 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 10.56 亿元，同比增长 10.90%。从构成看，公司 EBITDA 中计入财务费用的利息支出占 55.34%、利润总额占 25.05%，公司 EBITDA 质量一般。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.30 倍下降至 1.08 倍，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司全部债务/EBITDA 由上年的 15.94 倍提高至 18.67 倍，公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度减弱。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2020 年底，公司及下属子公司对外担保余额合计 38.39 亿元，规模较大，担保比率为 23.45%。其中，融资担保类子公司经开担保和星城担保对外担保余额为 13.31 亿元；剩余 25.08 亿元中，3.28 亿元为对金宏源投资和湖南烁普新材料有限公司（以下简称“烁普新材”）等民营企业的担保；公司为金宏源投资的银行贷款担保 3.00 亿元（置换公司对其借款），金宏源投资部分高管提供连带责任担保；对烁普新材担保 0.28 亿元，为湖南经济建设融资担保有限公司替烁普新材提供担保进行的反担保，烁普新材股东钟海燕、宁波梅山保税港区弘嘉股权投资中心（有限合伙）、吴新建提供连带责任反担保且烁普新材提供价值不低于 4000 万的机器设备进行抵押反担保。考虑到，对外担保规模大，且部分被担保民营企业资金周转困难，公司面临一定或有负债风险。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得各家银行授信额度合计 419.12 亿元，尚未使用额度 204.06 亿元，公司间接融资渠道畅通。考虑到公司获得的外部支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产、权益占合并口径比例高，债务负担较重；短期偿债能力较弱，自身盈利能力一般。

截至2020年底，母公司资产总额343.57亿元，较上年底增长18.16%。其中，流动资产220.76亿元（占比64.26%），主要为货币资金、应收账款、其他应收款和存货；非流动资产122.81亿元（占比35.74%），主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产构成。母公司资产占合并口径的82.68%，占比高。

截至2020年底，母公司所有者权益为144.86亿元，较上年底变化不大。所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，稳定性较好。母公司所有者权益占合并口径的88.49%，占比高。

截至2020年底，母公司负债总额198.71亿元，较上年底增长35.61%。其中，流动负债65.67亿元（占比33.05%），非流动负债133.04亿元（占比66.95%）。母公司负债占合并口径的78.91%，占比较高。母公司全部债务170.72亿元，其中短期债务37.69亿元，现金短期债务比为0.47倍，母公司短期偿债能力较弱；资产负债率和全部债务资本化比率分别为57.84%和54.10%，整体看，母公司债务负担较重。

2020年，母公司营业收入为11.98亿元，利润总额为1.01亿元。经营活动现金流由净流出转为净流入，为流入9.24亿元；投资活动现金净流出34.58亿元；筹资活动现金净流入32.68亿元。

综合来看，母公司资产及权益占合并口径的比重高，短期偿债能力较弱，整体债务负担较重，自身盈利能力一般。

十、存续债券偿还能力分析

截至2021年5月底，公司存续债券余额86.00亿元，本年度剩余应到期债券金额10.00亿元。截至2021年3月底，公司现金类资产对本年度剩余应到期债券金额覆盖能力好。公司未来存在一定集中偿债压力。

截至2021年5月底，公司存续债券余额86.00亿元，本年度剩余应到期债券金额10.00亿元，2022年将达到存续债券待偿本金峰值

37.00亿元⁴。截至2021年3月底，公司现金类资产39.90亿元；2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为39.08亿元、-5.27亿元和10.56亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表21 公司存续债券保障情况

主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	10.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	37.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	3.99
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.06
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.29

注：1. “18长沙经开PPN001”和“19长沙经开PPN001”在存续期第3年末设有投资者提前回售或公司调整票面利率选择权，到期兑付日按投资者回售选择权行权日计算；2. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；3. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底）；4. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用最新一期年报数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

跟踪期内，公司存续债券规模较大。截至2021年3月底，现金类资产对本年度剩余应到期债券金额覆盖能力好；2020年，公司经营活动现金流入量和EBITDA对未来待偿债券本金峰值均较弱，公司未来存在一定集中偿债压力。

“17长经开债01/PR长经01”由中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，使得本期债券本息到期按时足额偿付的安全性得到有效提升。

“17长经开债01/PR长经01”由中证信用为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。如公司不能兑付本期

债券时，中证信用将主动承担担保责任，将本期债券当期兑付资金划入债券登记托管机构指定的账户，以确保本期债券当期应付本息能够按时偿付。

根据联合资信于2020年7月16日出具的中证信用的主体评级报告，中证信用主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。中证信用担保实力极强，其担保显著增强了“17长经开债01/PR长经01”本息偿还的安全性。

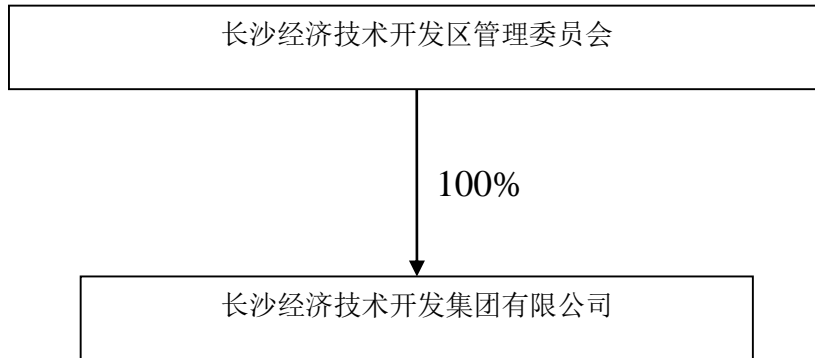
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，并维持“17长经开债01/PR长经01”信用等级为AAA，维持“20长沙经开MTN001”和“21长沙经开MTN001”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

⁴到期债券为“15长沙经开PPN001”（20亿元）、“19长沙经开PPN001”（15亿元）和“17长经开债01/PR长经01”分期

偿还本金部分（2亿元）。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	经营范围	持股比例 (%)
长沙力都置业有限公司	50000.00	房地产业	100.00
长沙经济技术开发区东方产业投资有限公司	50000.00	投资咨询	100.00
长沙经济技术开发区投资控股有限公司	11972.00	金融业	100.00
长沙新盛地实业投资有限公司	3000.00	房地产业	100.00
长沙经济技术开发区金融服务中心有限公司	2000.00	金融业	100.00
长沙海外投资有限公司	2000.00	投资咨询	100.00
湖南星云时代投资有限公司	2000.00	金融业	100.00
长沙长银经开发展合伙企业（有限合伙）	90100.00	投资咨询	100.00
长沙普乐开发建设有限公司	90100.00	房地产业	100.00
长沙经济技术开发区经沅小额贷款有限责任公司	12000.00	小额贷款	100.00
长沙长银经开新能源合伙企业（有限合伙）	50100.00	投资咨询	100.00
长沙经济技术开发区城建开发有限公司	11000.00	房地产业	90.91
长沙星城中小企业融资担保有限公司	12000.00	金融业	83.33
长沙经济技术开发区星沙水务集团股份有限公司	30000.00	制造业	70.00
汨罗市普乐投资开发有限公司	20000.00	房地产业	60.00
长沙经济技术开发区融资担保有限公司	15000.00	金融业	52.00
长沙经济技术开发区经沅财务咨询有限公司			

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	18.05	26.55	30.74	39.90
资产总额 (亿元)	305.38	342.05	415.52	435.43
所有者权益 (亿元)	150.04	157.68	163.71	162.74
短期债务 (亿元)	24.53	31.58	41.55	22.74
长期债务 (亿元)	99.21	120.27	155.71	188.61
全部债务 (亿元)	123.74	151.85	197.26	211.35
营业收入 (亿元)	26.12	33.99	20.57	1.41
利润总额 (亿元)	1.28	2.68	2.65	-0.88
EBITDA (亿元)	7.66	9.53	10.56	--
经营性净现金流 (亿元)	2.80	5.57	-5.27	-14.38
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.52	0.51	0.26	--
存货周转次数 (次)	0.23	0.28	0.14	--
总资产周转次数 (次)	0.08	0.11	0.05	--
现金收入比率 (%)	42.63	51.15	67.27	288.78
营业利润率 (%)	16.74	14.18	23.69	27.91
总资本收益率 (%)	2.02	2.37	2.24	--
净资产收益率 (%)	0.78	1.51	1.37	--
长期债务资本化比率 (%)	39.80	43.27	48.75	53.68
全部债务资本化比率 (%)	45.20	49.06	54.65	56.50
资产负债率 (%)	50.87	53.90	60.60	62.63
流动比率 (%)	432.27	413.99	313.75	383.55
速动比率 (%)	244.86	251.49	179.13	224.29
经营现金流动负债比 (%)	5.44	9.38	-5.79	--
现金短期债务比 (倍)	0.74	0.84	0.74	1.75
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.08	1.30	1.08	--
全部债务/EBITDA (倍)	16.16	15.94	18.67	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；已将长期应付款中付息项纳入长期债务及有息债务中核算

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	13.70	10.74	17.68	28.98
资产总额 (亿元)	266.06	290.78	343.57	362.77
所有者权益 (亿元)	137.87	144.24	144.86	143.73
短期债务 (亿元)	20.43	23.66	37.69	18.24
长期债务 (亿元)	89.03	106.69	133.04	175.16
全部债务 (亿元)	109.46	130.35	170.72	193.40
营业收入 (亿元)	20.53	22.09	11.98	0.15
利润总额 (亿元)	1.20	0.57	1.01	-1.13
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	7.20	-0.94	9.24	-7.74
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.46	0.37	0.17	--
存货周转次数 (次)	0.20	0.25	0.13	--
总资产周转次数 (次)	0.07	0.08	0.04	--
现金收入比率 (%)	36.57	1.46	23.75	63.35
营业利润率 (%)	18.57	9.11	24.57	49.45
总资本收益率 (%)	0.49	0.21	0.32	--
净资产收益率 (%)	0.87	0.39	0.69	--
长期债务资本化比率 (%)	39.24	42.52	47.87	54.93
全部债务资本化比率 (%)	44.26	47.47	54.10	57.37
资产负债率 (%)	48.18	50.39	57.84	60.38
流动比率 (%)	486.20	486.02	336.15	543.77
速动比率 (%)	277.84	317.01	235.87	391.86
经营现金流动负债比 (%)	18.55	-2.37	14.08	--
现金短期债务比 (倍)	0.67	0.45	0.47	1.59
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；数据未获取使用“/”表示

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 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 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。



信用等级公告

联合〔2020〕2275号

中证信用增进股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中证信用增进股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定：

中证信用增进股份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

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年七月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中证信用增进股份有限公司 2020 年主体信用评级报告

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2020年7月16日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	110.91	97.31	100.00
可快速变现资产(亿元)	54.20	53.82	57.44
可快速变现资产/期末增 信责任余额(%)	11.32	12.32	10.00
所有者权益(亿元)	59.68	60.80	62.72
营业总收入(亿元)	7.96	11.54	11.14
主营业务收入	3.36	5.98	5.77
投资收益(亿元)	4.24	4.92	4.46
净利润(亿元)	2.96	3.31	3.74
实际资产负债率(%)	46.07	36.48	35.89
营业利润率(%)	42.78	34.36	40.05
净资产收益率(%)	5.70	5.50	6.06
期末增信责任余额(亿元)	479.01	436.77	574.18
增信放大倍数(倍)	8.03	7.18	9.42
累计代偿回收率(%)	--	--	100.00
当期增信代偿率(%)	0.00	0.00	7.56
累计增信代偿率(%)	0.00	0.00	1.84

注：1.本报告申报数据均为合并口径，部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中证信用增进股份有限公司（以下简称“公司”或“中证信用”）的评级，反映了其作为由大中型券商、保险公司、上市公司以及金融控股平台等多家股东共同出资设立的信用增进机构，股东背景和资本实力均很强。公司自2015年成立以来，增信业务规模迅速增长，实现了较好收益；风控管理体系逐步健全并不断完善，整体发展良好。近年来，公司通过新设和收购子公司，围绕“全信用”价值链拓展业务范围，业务多元化程度稳步提升。

同时，联合评级也关注到，公司增信业务客户集中度相对较高，需对后续情况保持关注。

基于对公司主体长期信用的综合评估，联合评级评定公司主体信用等级为AAA。未来随着公司业务的持续发展，公司的整体盈利能力和代偿能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

优势

1. **股东背景和资本实力很强，整体代偿能力极强。**公司战略目标清晰，作为立足资本市场的全国专业化信用增进和风险管理机构，随着债券市场的发展，未来拥有较大的市场发展空间；而且，公司由大中型券商、保险公司、上市公司以及金融控股平台等多家股东共同出资设立，股东背景和资本实力很强，整体代偿能力极强。

2. **围绕“全信用”价值链开展业务，业务多元化程度和净利润水平稳步提升。**公司成立以来各项业务快速发展，“全信用”价值链模式日趋完善，数据和科技服务能力提升，通过专业子公司拓展了资信评级、数据及信用内评服务等业务板块，利润水平稳步

提高，盈利水平较好。

3. **建立了全面的风险管理体系，增信资产质量较好。**公司风控体系较为完善，城投类、产业类增信业务主要集中于外部评级AA+及以上级别的企业客户；消费金融类项目采用数据化风控技术实现有效监控；截至2019年末，公司增信业务无代偿损失，整体增信资产质量较好。

关注

1. **投资资产规模较大，或受市场环境变化影响。**公司持有较大规模的投资资产，如果未来金融市场和宏观经济环境出现大幅波动，或将对公司财务状况产生不利影响。

2. **增信业务客户集中度较高。**公司增信业务客户集中度相对较高，需对后续情况保持关注。

分析师

陈 凝 登记编号（R0040215040001）

张 帆 登记编号（R0040219030002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，不可用于资本市场融资，也不构成任何投资、融资、交易等行为的建议或依据。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该评级对象的主体长期信用等级有可能发生变化。

分析师：



张中凡

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中证信用增进股份有限公司（以下简称“公司”或“中证信用”）成立于2015年5月，经中国证监会同意，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股东共同发起设立，初始注册资本33.00亿元，均为货币出资；2015年7月，中国人民保险集团股份有限公司、恒生电子股份有限公司等5家股东向公司增资扩股8亿股股份，公司注册资本增至41.00亿元；2017年8月，深圳市承信管理咨询合伙企业（普通合伙）向公司增资0.41亿元，公司注册资本增至41.41亿元；2017年10月，东吴证券股份有限公司、深圳天图兴卓投资企业（有限合伙）等7家股东向公司增资4.45亿元，公司注册资本增至45.86亿元。2018年3月，深圳天图兴卓投资企业（有限合伙）将其所持8,000.00万股转让至深圳天图兴鹏大消费产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）；2018年12月，深圳市洹禾资本投资企业（有限合伙）将其所持1,000.00万股转让至深圳市新洹资本投资企业（有限合伙）；2018年12月，深圳市新洹资本投资企业（有限合伙）将其所持1,000.00万股转让至深圳市君达瑞投资合伙企业（有限合伙）。截至2019年末，公司注册资本及实收资本为45.86亿元，股东及持股情况见下表，公司股权分散，无控股股东和实际控制人。截至2019年末，公司无股权质押情况。

表1 截至2019年末公司股东及持股情况（单位：亿股、%）

序号	股东	持股数量	持股比例
1	东吴证券股份有限公司	2.25	4.91
2	安信证券股份有限公司	2.00	4.36
3	东方证券股份有限公司	2.00	4.36
4	光大证券股份有限公司	2.00	4.36
5	广发证券股份有限公司	2.00	4.36
6	国泰君安证券股份有限公司	2.00	4.36
7	国元证券股份有限公司	2.00	4.36
8	中泰证券股份有限公司	2.00	4.36
9	中国人保资产管理有限公司	2.00	4.36
10	中国人民保险集团股份有限公司	2.00	4.36
11	中国太平洋人寿保险股份有限公司	2.00	4.36
12	前海金融控股有限公司	2.00	4.36
13	佛山市顺德区新碧贸易有限公司	2.00	4.36
14	深圳市天图创业投资有限公司	2.00	4.36
15	珠海横琴中科白云中证股权投资合伙企业（有限合伙）	2.00	4.36
16	深圳市新洹资本投资企业（有限合伙）	2.00	4.36
17	深圳市洹禾资本投资企业（有限合伙）	1.90	4.14
18	嘉兴华懂投资合伙企业（有限合伙）	1.60	3.49
19	兴业证券股份有限公司	1.00	2.18
20	恒生电子股份有限公司	1.00	2.18
21	浙江永强集团股份有限公司	1.00	2.18
22	深圳天图兴鹏大消费产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.80	1.74
23	深圳市帕拉丁一期股权投资合伙企业（有限合伙）	0.80	1.74
24	鸿博股份有限公司	0.65	1.42
25	珠海横琴零壹沃土九号投资合伙企业（有限合伙）	0.60	1.31
26	国信证券股份有限公司	0.50	1.09
27	海通证券股份有限公司	0.50	1.09

28	海城市平海投资合伙企业（有限合伙）	0.50	1.09
29	东方财富信息股份有限公司	0.50	1.09
30	北京万通地产股份有限公司	0.50	1.09
31	深圳市普路通供应链管理股份有限公司	0.50	1.09
32	深圳市承信管理咨询合伙企业（普通合伙）	0.41	0.89
33	深圳金领域全球生物科技合伙企业（有限合伙）	0.40	0.87
34	北京康乐安投资管理中心（有限合伙）	0.35	0.76
35	深圳市君达瑞投资合伙企业（有限合伙）	0.10	0.22
合计		45.86	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司经营范围包括：各类信用主体及债项产品信用增进；征信业务和信用评级；股权、债券及金融衍生品投资；增信产品的创设与交易；增信基金设立与运营管理；信用受托管理及咨询；其他与信用增进相关的私募投资业务等。

截至 2019 年末，公司设立综合管理部、资金财务部、风控法务部、科技创新中心、战略发展部、固定收益事业部、投资管理事业部、资产管理事业部、线上产品事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、征信评级事业部等 13 个部门（事业部），并设立北京分公司。公司下设中证信用增进（上海）资产管理有限公司（以下简称“证信资管”）、中证信资本管理（深圳）有限公司（以下简称“证信资本”）、中证商业保理（天津）有限公司（以下简称“中证保理”）、中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证融担”）四家全资子公司；设有中证征信（深圳）有限公司（以下简称“中证征信”）、中证信用云科技（深圳）股份有限公司（以下简称“中证信用云”）、中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）和中证信用科技有限公司（以下简称“中证科技”）四家控股子公司，持股比例分别为 70.00%、53.00%、51.00%和 57.78%；公司组织架构图见附件 1。

截至 2019 年末，公司资产总额 100.00 亿元，所有者权益 62.72 亿元，其中归属于母公司所有者权益 60.12 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 11.14 亿元，其中增信业务收入 2.97 亿元；实现净利润 3.74 亿元，归属于母公司所有者净利润 3.82 亿元；经营活动现金流净额-1.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.32 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 号基金小镇对冲基金中心 513；法定代表人：牛冠兴。

二、行业分析

公司主营增信业务，增信行业发展情况对公司业务发展产生较大影响。

1. 发展概况

信用增进行业是完善金融市场风险分散分担机制的重要组成部分，其发展也是我国社会融资结构优化以及金融市场风险有效分散、转移的必然要求。

信用增进行业是我国金融市场发展中的一个新兴行业，是伴随我国债券市场快速发展，实现社会融资结构的进一步优化以及金融市场风险的有效分散、转移的必然要求。银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债增信风险的意见》规定银行停止对以项目融资为主的企业债券进行增信，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行增信。这使得为资本市场提供外部信用增进服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资

本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。根据 WIND 统计，2019 年，我国债券市场发行各类债券规模达 45.19 万亿元，较上年增长 1.34 万亿元。同时，债务融资工具品种逐步丰富；其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，增信公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要保障方式。

信用增进行业是完善金融市场风险分散分担机制的重要基础设施，该行业的诞生体现了政府对于推动金融市场发展、鼓励中小企业发展的政策意图。2009 年，在中国人民银行的指导下我国首家专业债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司成立。2014 年，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研究建立行业增信机构，规范管理融资性增信机构。2015 年，中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》将公司债券的发行范围扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。此后，公司、晋商信用增进投资股份有限公司、天府（四川）信用增进股份有限公司、天津国资信用增进有限公司等信用增进机构相继成立；截至 2019 年底，我国共设立有 5 家信用增进机构。信用增进行业是优化金融市场资源配置、支持实体经济发展的力量，随着我国大力推动直接融资的发展、不断健全完善资本市场信用风险分散分担机制的推进，信用增进行业将有较大发展空间。

2. 政策与监管

增信行业在我国尚处于发展初期，法律依据、监管政策方面尚不规范；未来随着增信行业的发展和标准的制定，有助于推动其规范运营，实现行业的健康发展。

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律法规缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。

2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（以下简称“《指引》”）。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。2012 年 8 月，《信用增进机构管理规范》《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012 年 11 月，财政部发布了《企业会计准则解释第 5 号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。

2017 年 8 月 21 日，国务院颁布《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“《条例》”），并于 2017 年 10 月 1 日起施行。《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，进一步规范了行业发展。但《条例》对信用增进行业适用程度尚不明确。

2018 年 4 月 9 日，中国银行保险监督管理委员会（简称“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2017年8月国务院颁布的《条例》进一步细化。从具体的制度规定来看，对金融担保公司业务运营产生影响比较大的主要包括融资担保业务权重、融资担保放大倍数和集中度、资产管理，但其对于信用增进行业的使用程度尚不明确。

2019年10月，中国银保监会发布了《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），对《条例》内容进一步细化，为实现融资担保机构和融资担保业务监管全覆盖，37号文明确以下内容：①监管范围进一步扩大，决定将未取得融资担保业务经营许可证但实际上经营融资担保业务的住房置业担保公司、信用增进公司等机构纳入监管，未经监督管理部门批准，汽车经销商、汽车销售服务商等机构不得经营汽车消费贷款担保业务；②名称规范，强调不持有融资担保业务经营许可证的公司，名称和经营范围中不得标明融资担保字样；③将《四项配套制度》中的净资产口径明确为根据融资担保公司非合并财务报表计算，并新增住房置业担保余额折算标准为30%，37号文的发布对于净资产规模偏低的融资担保公司及增信公司业务冲击较大，融资担保公司和增信公司净资产规模亟待补充。

因此，在未来的发展中，信用增进机构要推动形成完善的信用增进行业理论体系，配合推出相关法律法规、行业标准与自律管理规则；信用增进行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

三、公司基础素质

1. 规模与竞争力

公司自身资本实力很强，股东多元且背景很强，公司在业务开展、资本补充及风险防御方面获得股东较大支持；公司业务发展较快，规模较大，综合竞争力很强。

公司作为一家全国性综合信用服务机构，已加入中国证券业协会、中国银行间市场交易商协会、中国互联网金融协会，并严格按照协会要求进行自律管理。

公司股东背景很强且多元化，包括大中型券商、保险公司、上市公司以及深圳前海金融控股平台等，有助于公司建立现代化的公司治理结构以及市场化运营机制。股东能够在信息、客户渠道等方面为公司提供业务支持，有助于公司迅速开拓市场道。此外，很强的股东背景使公司在资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大。截至2019年末，公司注册资本45.86亿元，所有者权益62.72亿元，资本实力很强。

目前，公司已构建信用增进、投资、信用风险管理、信用资产交易管理服务等业务板块；增信、投资等传统业务为公司持续发展提供现金流支撑；通过成立子公司和并购拓展延伸更丰富的业务板块，形成以资信评级、数据及信用内评为代表的信用风险管理板块和以信用资产估值及定价、交易信息服务、不良资产处置等为代表的信用资产交易管理服务，业务板块更趋多元均衡，公司业务发展空间进一步提升。截至2019年末，公司增信余额712.25亿元，其中，债券融资增信余额375.30亿元，金融产品类增信余额320.60亿元；债券增信业务交易对手多为外部评级AA+及以上级别的企业客户，金融产品增信业务客户主要为大型互联网金融企业，该类业务底层资产小额分散，增信资产质量较好。

2. 人员素质

公司管理人员素质普遍较高且金融行业从业经验丰富，员工学历水平较高，能满足公司经营需要。

公司主要管理人员具有财会、经济金融、法律、管理等硕士及以上教育背景，具有丰富的金融领域从业经验和管理经验。

牛冠兴先生，经济学硕士；曾任招商证券股份有限公司总裁、党委书记，招商基金管理有限公司董事长，南方证券股份有限公司行政接管组组长，广东证券股份有限公司托管组组长，安信证券股份有限公司董事长，中国证券业协会副会长；2015年5月至今任公司董事长。

王晓荷女士，管理学硕士；曾先后在中国人民解放军部队服役，中国证监会国际部、人教部任职，任安信证券股份有限公司监事会主席；2015年5月至今任公司监事会主席。

冯辞先生，工商管理硕士；曾先后担任海南富南国际信托投资公司上海证券营业部总经理，海南省国际信托投资公司证券总部总经理，金元比联基金管理有限公司董事长，金元证券股份有限公司财务总监、副总裁；2015年5月至今任公司总经理。

郎巍先生，金融学硕士；曾任中国光大银行股份有限公司总行资金部业务主管、投行业务部业务主管、副处长，光大金控资产管理有限公司投资业务部处长，中债信用增进投资股份有限公司业务营运部副总经理、总经理；2015年5月至今任公司首席增信官。

杨青女士，工学博士；曾任中国证券投资者保护基金有限责任公司审计部负责人、财务部总监、调查评价中心总监、公司纪委副书记；2015年5月至今任公司财务总监。

张剑文先生，经济学硕士；曾任国泰君安证券股份有限公司研究所综合研究部总经理、光大证券股份有限公司研究所副所长、并购业务部总经理，光大资本投资有限公司董事、总经理，深圳中时鼎诚投资管理公司总经理，安信证券股份有限公司董事会办公室主任；2015年5月至今任公司战略总监。

截至2019年末，公司员工总数为684人，其中博士研究生和硕士研究生占比为53%。

四、公司治理与内控

1. 公司治理

公司搭建了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构，内部决策机制健全，能够满足日常经营需求。

公司按照《公司法》等相关法律法规的要求搭建了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构。

股东大会是公司的最高权力机构，由全体股东组成。自成立以来，公司召开多次股东大会，审议通过了公司筹建情况报告、选举董监事、修订公司章程、增资扩股等议案，确保各股东对重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由10名董事组成。其中非职工代表担任的董事8名，全部为外部董事，由股东大会选举产生；职工代表董事2名，由职工代表大会或其他民主方式选举产生。公司设董事长1名，由全体董事三分之二以上通过选举产生。自成立以来，公司董事会召开多次会议，审议并通过了选举董事长、聘任高级管理层人员、设立子公司以及制订公司年度经营计划等重要议案。

公司监事会由18名监事组成，其中股东代表监事12名，职工监事6名，股东代表监事由股东大会选举产生，职工监事由职工大会、职工代表大会或其他民主方式选举产生。公司设监事会主席1名，由全体监事三分之二以上通过选举产生。监事会行使对公司财务进行检查，对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。自成立以来，公司监事会召开多次会议，审议并通过了监事会议事规则、监事会工作报告、财务决算报告和利润分配方案等重要议案。

公司经营管理层实施执行委员会会议事制度，对日常经营及重大事项进行决策。目前，公司执

行委员会由 5 人组成，包括董事长（执行委员会主任）、首席执行官（执行委员会副主任）、首席增信官、财务总监以及战略总监，由公司董事会聘任。经营管理层成员均由拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任，确保公司在成立初期即具备较高的专业化运作水平。

2. 组织架构和内部控制

随着业务的开展，公司内部管理架构不断健全，各部门职责明确，内部管理制度不断完善，业务操作有规可循，运行有序。

公司依据规范、专业、精简、集约的原则对内部组织架构进行规划，设立了综合管理部、资金财务部、风控法务部、科技创新中心、战略发展部、征信评级事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、固定收益事业部、投资管理事业部、资产管理事业部、线上产品事业部等十三个部门（事业部），并设立北京分公司，建立了前、中、后台相互分离的组织架构，见附件 1。

从业务体系来看，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、征信评级事业部、固定收益事业部、资产管理事业部、投资管理事业部等业务部门。其中，基础增信事业部侧重开展公司债券、企业债券等传统担保业务，涉及业务领域包括地产、城投等板块，并依托公司科技力量，结合子公司中证保理的业务优势，开展供应链金融领域的应收账款服务，以优质核心企业为依托，对所涉及的上下游中小微企业提供融资担保服务。创新增信事业部侧重开展各类结构化金融产品等创新担保业务，涉及业务领域包括 ABS、ABN 等资产证券化及各类信托产品。此外，还进行各类信用保护工具产品的研究、设计与开发，开展信用风险产品及缓释工具的创设与交易。互联网信用事业部主要依托公司数据风控能力，围绕消费金融领域，与垂直场景中的头部企业、互联网龙头平台等优质机构，开展消费金融类担保业务。征信评级事业部主要提供创新型的信用风险管理服务，致力于金融市场的信用科技基础设施建设，为监管机构、行业平台、投资机构、中介机构等金融市场参与主体提供信用科技领域的相关服务，包括但不限于信用数据服务、规模以上企业信用风险管理服务、投资者内评及适当性管理服务、监管科技服务等。资产管理事业部负责建立不良资产投资和处置团队，培育和输出获取资产、尽调估值、处置变现三大能力；负责提供私募基金解决方案、私募基金的备案、发行和运营管理；开展其他与资产管理相关的创新业务。固定收益事业部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，包括投资已发行上市的债券、证券投资基金、金融衍生品、货币市场工具等多种金融产品；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资产管理业务等。投资管理事业部以追求风险可控、持续稳定的绝对收益为目标，在授权范围内投资于权益类资产及其他另类投资产品。

风控法务部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审查和评价；负责公司法律相关事务，协助公司有效规避风险等。

自成立以来，公司不断建立健全《财务制度》《会计制度》《人力资源制度》《信用增进业务管理暂行办法》《债务重整服务业务管理暂行办法》以及项目评审和投资决策等制度体系；并对增信、投资业务实行分类分级管理，做好业务全过程的监控与风险管理，加强项目的跟踪评审，提升风险把控能力。

五、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司业务处于较快发展期，2017—2019年营业收入波动增加；收入主要来自增信业务、投资业务和评级业务。

目前，公司业务包括信用风险管理、信用增进、信用资产交易管理服务及投资等业务。自2015年成立以来，公司增信业务和投资业务发展较快，业务规模较快增长带动收入水平大幅提高；2017—2019年，公司营业收入年均复合增长18.32%。其中，2018年公司实现营业收入11.54亿元，同比增长44.99%，主要来自增信业务、评级业务收入以及投资收益的增长；2019年，公司实现营业收入11.14亿元，同比下降3.45%，实现净利润3.74亿元，年均复合增长12.35%。

从营业收入结构来看，公司营业收入主要来自主营业务收入和投资收益。公司主营业务收入包括增信业务、评级业务、咨询顾问、受托资产管理、信用管理、数据服务和保理业务收入，2017—2019年，在增信业务发展和评级业务收入增长带动下，公司主营业务收入年均复合增长31.07%，其中2018年5.98亿元，同比增长77.85%，主要系增信和评级业务收入的增长所致；2019年为5.77亿元，同比下降3.41%，占营业收入的比重为51.80%，仍为公司第一大收入来源。2019年主营业务收入中51.46%来自增信业务、30.40%来自评级业务、7.88%来自咨询顾问收入；2017年8月公司对子公司中证鹏元的持股增加至51.01%，中证鹏元纳入公司合并范围，因此2017年公司新增评级业务收入0.71亿元，系中证鹏元9—12月收入，2018年和2019年，评级业务收入为中证鹏元全年收入，分别为1.45亿元和1.75亿元，较2017年增加较多；此外，公司数据服务收入和信用管理收入均有所增加。公司投资收益主要来自公司持有基金、债券、银行理财产品、信托及资产管理计划期间获得的投资收益，多为固定收益类产品。2017—2019年，公司投资收益较稳定，年均复合增长2.48%，2019年实现投资收益4.46亿元，占营业收入的比重为39.99%，为公司重要收入来源。利息收入主要系公司发放的委托贷款和银行存款所获得的收入，年均复合增长3.54%；2019年利息收入为0.43亿元，占营业收入的比重为3.86%，同比下降63.07%，主要系2019年公司发放的委托贷款到期收回，利息收入随之下降。其他类收入主要包括汇兑损益、资产处置收益、其他业务收入等，规模均较小。

表2 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	3.36	42.21	5.98	51.78	5.77	51.80
--增信业务收入	1.94	24.37	3.21	27.85	2.97	26.65
--评级业务收入	0.71	8.90	1.45	12.58	1.75	15.75
--财务顾问收入	0.48	6.09	0.77	6.70	0.45	4.08
--受托资产管理收入	0.11	1.41	0.20	1.76	0.16	1.47
--数据服务收入	0.05	0.60	0.15	1.26	0.21	1.92
--信用管理收入	0.07	0.84	0.19	1.64	0.21	1.93
投资收益	4.24	53.30	4.92	42.64	4.46	39.99
利息收入	0.40	5.04	1.16	10.08	0.43	3.86
公允价值变动损益	-0.01	-0.12	-0.65	-5.68	0.43	3.82
其他类	-0.03	-0.42	0.14	1.18	0.06	0.54
营业收入合计	7.96	100.00	11.54	100.00	11.14	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2. 经营分析

公司自成立以来增信业务快速发展，主要集中于债券增信，但 2019 年金融产品类增信业务发展较快。

公司增信业务主要由基础增信事业部、创新增信事业部负责、互联网信用事业部负责开展，包括公司债券、企业债券、金融债券、项目收益债券、项目收益票据等公（私）募产品以及信托计划、资产支持证券、资产管理计划等金融产品的增信业务。根据相关监管要求，公司目前业务增量都由子公司中证融担承继。中证融担作为公司的全资专业子公司，在高管团队、风险管理、业务策略等方面均沿袭母公司。截至 2019 年末，中证融担所有员工均沿用唯一股东中证信用人员。

根据增信业务类型划分，公司增信品种可分为债券类增信、金融产品类增信、借款类增信。其中，债券类增信业务包括企业债增信、公司债增信及证券公司次级债增信等；金融产品类增信业务主要包括信托计划增信、资产证券化产品增信、资产管理计划增信、理财计划增信等；借款类增信包括银行个人信用贷款增信及银行企业贷款增信。

从项目来源来看，公司项目主要来源于证券公司、信托公司、资产管理公司、消费金融公司等金融机构。公司股东能够在业务信息、客户渠道等方面为公司提供支持，引入业务机会，有助于迅速开拓市场渠道。

依托较好的发展战略和股东的优势资源，公司增信业务规模增速较快，2017—2019 年，期末增信余额年均复合增长 21.94%。截至 2019 年末，期末增信余额 712.25 亿元，较 2018 年末大幅增长 63.07%，主要归因于公司大力发展小微金融业务，金融产品类增信业务规模大幅增长；其中债券增信余额为 375.30 亿元，金融产品增信余额为 320.60 亿元，占比分别为 52.69%和 45.01%，增信业务仍以债券增信为主且债券增信业务规模变动不大，但随着金融产品类增信业务规模的大幅增长，债券类增信业务占比大幅下降。公司债券类增信业务期限主要集中在 5—7 年，金融产品类增信业务期限主要为 1—3 年。2017—2019 年，公司债券增信业务规模整体较为稳定，因债券本身属于久期较长产品，到期和新增规模整体趋于均衡。总体来看，随公司发展，债券增信规模将保持稳步增长。截至 2019 年末，公司增信业务责任余额 574.18 亿元，较年初有所增长。2019 年，公司增信业务存在一笔代偿，年内该笔代偿已全部收回；截至 2019 年底，公司无代偿损失。

表 3 公司增信业务余额（单位：亿元、%）

项目种类	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	增信余额	占比	增信余额	占比	增信余额	占比
债券类增信业务	359.00	74.95	386.00	88.38	375.30	52.69
金融产品类增信业务	99.86	20.85	44.46	10.18	320.60	45.01
借款类增信业务	8.55	1.78	6.31	1.44	16.35	2.30
保本基金增信业务	11.59	2.42	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	479.01	100.00	436.77	100.00	712.25	100.00
期末增信责任余额	479.01		436.77		574.18	

资料来源：公司提供资料，联合评级整理

公司投资业务主要集中于固定收益类资产，实现了较好的投资收益，但同时联合评级也关注到投资业务易受市场波动及信用风险的影响。

公司投资业务主要由固定收益事业部、投资管理事业部和资产管理事业部开展。其中，固定收益事业部主要投资已发行上市的债券、证券投资基金、金融衍生品、货币市场工具等多种非权益类产品；投资管理事业部主要投资授权范围内的权益类资产，包括直接投资一级市场（未上市

公司股权)和二级市场的 A 股、港股(沪港通、深港通)、新三板等,以及间接投资各类以权益类资产为投资标的的基金(公募和私募)、信托、理财产品和创新类的另类投资品;资产管理部主要负责发行、投资和管理债务、不良资产的投资和处置变现以及私募基金的解决等问题。资金财务部利用公司闲置资金投资理财、货币基金等产品,保持流动性的同时实现资金的有效利用。

近年来,各投资团队积极把握各类机会,审慎稳健地开展投资业务。在投资策略上,针对固定收益类业务,遵循“低风险、低波动”的原则,寻找利率债的阶段性机会,同时挖掘具有超额收益的信用债投资机会,把控信用风险。针对股权投资和基金管理业务,坚持绝对收益的投资理念,及时调整投资策略。2017—2019 年,公司实现投资收益分别为 4.24 亿元、4.92 亿元和 4.46 亿元,三年复合增长 2.48%。

从投资结构来看,投资资产主要分布在基金、债券、信托及资产管理计划、理财产品等资产。2017—2019 年,投资规模持续下降,三年复合下降 13.68%,截至 2019 年底,投资规模为 77.09 亿元,较年初减少 12.09%,主要是委托贷款、国债逆回购、资管及信托计划投资减少所致。截至 2019 年底,公司持有基金 33.34 亿元,占投资资产的比重为 43.25%,其中,货币基金 21.79 亿元,占基金的比重约为 65.36%,投资风险很低;公司委托贷款规模降幅很大,主要系公司根据监管形式变化主动收缩委托贷款;公司债券投资规模 15.08 亿元,占比 19.57%,债券级别主要为 AAA 债券;资管及信托计划 20.04 亿元,占比 26.01%;理财产品规模为 7.08 亿元,占比为 9.18%;其余主要为国债期货、国债逆回购等,规模和占比均不高。截至 2019 年末,公司债权类投资(包括债券、信托计划、委托贷款等)未发生逾期。

表 4 公司投资资产分布(单位:亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基金	42.07	42.23	33.26	37.93	33.34	43.25
委托贷款	7.00	7.03	7.97	9.09	0.00	0.00
债券	8.39	8.42	14.94	17.04	15.08	19.57
资管及信托计划	35.14	35.27	24.46	27.89	20.04	26.01
理财产品	4.87	4.89	1.08	1.23	7.08	9.18
国债逆回购	0.78	0.78	5.06	5.77	0.11	0.15
股权投资	1.37	1.38	0.89	1.01	1.40	1.82
国债期货	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03
合计	99.63	100.00	87.69	100.00	77.09	100.00

资料来源:公司提供资料,联合评级整理

3. 子公司业务

公司主要子公司业务发展较好,能够围绕公司主业实现多元发展。

证信资本成立于 2015 年 9 月,注册资本为 1.00 亿元,实收资本 0.70 亿元,公司持有其 100% 股权。证信资本经营业务包括受托资产管理、投资管理、股权投资管理等,目前证信资本主要投资结构化产品的夹层等业务。截至 2019 年末,证信资本资产总额 1.82 亿元,负债总额 1.09 亿元,所有者权益 0.73 亿元;2019 年,证信资本实现营业收入 0.23 亿元,净利润 0.04 亿元。

证信资管成立于 2015 年 10 月,注册资本 1.00 亿元,实收资本 1.00 亿元,公司持有其 100% 股权。证信资管经营业务包括资产管理、征信服务、投资管理、股权投资基金管理等;目前证信资管主要通过搭建各类型基金,发展不良资产收购、重整、处置等业务。截至 2019 年底,证信资管资产总额 1.27 亿元,负债总额 0.15 亿元,所有者权益 1.12 亿元;2019 年,证信资管实现营业收入 0.28 亿元,净利润 0.07 亿元。

中证保理成立于 2018 年，注册资本 5,000 万，公司持有其 100% 股权。中证保理主要经营业务包括以受让应收账款的方式提供贸易融资；应收账款的收付结算、管理与催收；销售分户（分类）账管理；客户资信调查与评估；相关咨询服务。（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）。

中证融担成立于 2019 年 12 月，初始注册资本 30.00 亿元，后经公司增资 10.00 亿元，注册资本增至 40.00 亿元，公司持有其 100% 股权。中证融担主营业务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。截至 2019 年末，中证融担资产总额 40.05 亿元，所有者权益合计 40.02 亿元，2019 年，中证融担实现营业收入 0.09 亿元，净利润 0.02 亿元。

中证鹏元成立于 1993 年，注册资本 3.00 亿元。中证鹏元是中国较早成立的评级机构之一，先后经中国人民银行、中国证监会、国家发改委认可，在全国范围内从事信用评级业务，并具备保险业市场评级业务资格。目前，中证鹏元的业务范围涉及企业信用评级、公司债券评级、企业债券评级、资产支持证券评级、集合资金信托计划评级、金融机构评级、公司治理评级等。中证鹏元已建立了完善的评级基础数据体系和评级技术研究及质量管控体系，评级方法、模型和标准已覆盖全部一级行业 and 大部分二级行业，实现了评级业务“全流程”合规管理。截至 2019 年末，中证鹏元资产总额 5.30 亿元，负债总额 1.16 亿元，所有者权益合计 4.14 亿元；2019 年，中证鹏元实现营业收入 1.76 亿元，净利润 0.04 亿元。

中证信用云成立于 2016 年 12 月，注册资本 1.00 亿元，公司持有其 53.40% 股权。中证信用云依托股东在信用领域和资本市场的优势，关注消费金融生态圈的价值挖掘，推进普惠金融的有序发展。中证信用云以数据风控为核心竞争力，借助区块链和人工智能等新技术，提供消费金融场景下的资产管理和数据风控解决方案，看清底层资产，有效控制风险，解决资金方、增信方和资产方等各方存在的数据隔离、标准各异及互信等问题。截至 2019 年底，中证信用云资产总额 1.88 亿元，负债总额 0.80 亿元，所有者权益 1.08 亿元；2019 年，中证信用云实现营业收入 0.25 亿元，净利润 0.02 亿元。

中证征信成立于 2015 年 9 月，注册资本 1.43 亿元，公司持有其 70% 股权；经营范围包括企业征信及评级；征信评级系统的设计与研发等。中证征信自成立以来，围绕风险的识别、度量、监测、预警开展了一系列工作，其业务方向以内评为主，坚持数据驱动、技术引领的思路，强化内评系统建设和科技能力输出。截至 2019 年底，中证征信资产总额 0.78 亿元，负债总额 0.56 亿元，所有者权益 0.21 亿元；2019 年，中证征信营业收入为 0.42 亿元，净利润-0.35 亿元。

中证科技成立于 2019 年 12 月，注册资本 0.90 亿（港币）元，主要从事搭建信用资产报价及信息服务平台项目。

4. 未来发展

公司战略规划清晰，为公司未来业务发展明确了方向。

公司在成立之初，提出发展不一样的信用增进模式，在商业模式上采取独特的信用价值链，从信用风险的识别、量化、评估、监测，到信用增进，再到不良资产的处置。2020 年，公司将继续沿既定战略方向前进。

在战略定位上，公司界定为中国领先的信用科技综合服务商，将通过科技驱动服务于信用资产全生命周期的基础设施，为客户提供信用风险管理、信用增进、信用资产交易管理服务等全信用价值链服务；在商业模式上，公司将不断提升战略格局，创造新金融、新生态、新物种，通过风险管理的数据化、线上化、自动化，实现科技赋能和能力输出；在产品体系上逐步完善，应对

不同场景，开发数据、模型、系统、增信、评估、预警、定价、报价等不同产品，形成良好的市场口碑；在经营策略上，通过风控技术的科技化、智能化不断拓展客户边界、资产边界，突破传统业务边界，形成规模以上企业、中小微企业、供应链金融、消金及结构化产品等条线；在风控体系建设上，完善事前、事中、事后风控体系，一方面强化风控科技化，一方面强调风控流程化、全程化，明确各个环节的任务和要求；在风控技术上，秉承“数据驱动、科技引领”的发展理念，重视数据积累和开发，打造一站式服务的信用云平台，凭借信用行业多年积累的风险管理实战经验、技术能力和专家资源，依托于沉淀的数据和模型优势，将数据产品、专业模型和系统建设打通融合，构建“数据+模型+系统”全流程智能化风控体系，对多类市场参与主体及业务进行穿透核查、监测预警和量化风控；在资本运作上，抓住资本市场发展机遇期，积极推动相关工作。

六、风险管理分析

1. 风险管理制度

公司搭建了全面风险管理框架，明确了各层级的风险管理职责，为开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。

公司秉持“制度先行”的原则，在成立之初便制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险和操作风险等各类潜在风险在内的全面风险管理政策，初步搭建了全面风险管理组织架构。公司董事会对全面风险管理的有效性承担最终责任；公司经营管理层对全面风险管理的有效性承担主要责任；公司每位员工应全面了解与其岗位职责相关的各类风险，及时识别、评估、应对及报告相关风险，对全面风险管理的有效性承担直接责任。

公司建立了以《全面风险管理制度》为纲领，以《信用增进业务管理暂行办法》《经营性投资业务管理暂行办法》和《债务重整服务业务管理暂行办法》等各项业务管理办法为支撑的多层次风险管理制度体系，覆盖了各项主营业务。

公司制定了会计制度和财务制度，就会计核算、财务管理等方面做出具体规定。公司实行“集中核算，统一管理”的财务管理体制，即资金财务部统一负责总部及各分支机构的会计核算和财务管理工作。公司明确应当建立健全包括识别、计量、监测和控制等内容的财务风险控制体系，明确财务风险管理的权限、程序、应急方案和具体措施，以及财务风险形成当事人应承担的责任，防范和化解财务风险。

公司规定对信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险、技术风险、合规风险、法律风险、声誉风险、道德风险等实施风险管理全覆盖，包括从风险识别、评估、监测到控制、缓释、报告的风险全流程管理。公司按照制度授权与单项授权相结合的原则，建立健全授权管理制度，明确授权的范围、方式、权限、时效和责任，并建立相应的授权反馈机制，确保授权管理有效落实。对于重大业务和事项，公司实行集体决策审批或联签制度，个人不得单独进行决策或擅自改变集体决策。公司致力于建立以定量方法为主的风险监控指标体系，支撑业务可持续的信息技术系统，迅速、有效的风险应对机制，以及母子公司管理和考核考评机制等。

近年来，面对内外部形势发生的新变化，公司持续强化风险管理，规范评审流程：一是完善完善项目评审制度和流程，并在评审过程中引入行业专家；二是强化对落地项目的持续跟踪管理，提升风险监测的有效性；三是对公司整体风险架构进行梳理和设计，完善运行合理、监测到位的风控体系；四是制定公司风险限额的指标体系和具体执行方案，及时预警超越各类、各级风险限额的情形，明确异常情况的报告路径和处理办法；五是提升风险预判和处置能力。

2. 增信质量分析

公司主要针对信用等级较高的企业开展增信业务，采取较为严格的风险缓释措施；增信项目到期期限多分布在 2 年以内，存在较高的客户集中风险及行业集中风险，需对其所增信债券的信用和其代偿情况保持关注。

公司成立以来，为迅速做大规模、扩大影响，主要针对资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展增信业务。公司债券增信业务主要集中于外部评级 AA+及以上级别的企业客户。

表 5 增信业务级别分布情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	
	增信金额	占比
AA+及以上	230.19	32.32
AA	169.53	23.80
AA-	--	--
A+及以下	--	--
无评级	312.53	43.88
合计	712.25	100.00

注：无评级项目主要为金融产品增信
资料来源：公司提供资料，联合评级整理

从增信余额的客户分布情况来看，截至 2019 年末，公司前十大增信客户的增信余额合计 236.80 亿元，占全部增信余额的比重为 33.25%。2019 年末，公司单一最大客户增信余额 50.00 亿元，为净资产的 0.80 倍，占公司期末增信余额的 7.02%，存在较高的客户集中度。债券增信业务中，发行人主体信用等级 AA+级和 AA 级占债券担保余额比重分别为 63.01%和 36.99%，风险缓释措施以应收账款质押等为主；债券增信业务客户主要分布在政府融资平台（公用事业）、金融等行业，截至 2019 年末，公司地方政府融资平台类（公用事业）增信余额为 276.89 亿元，占增信余额的比例为 38.88%。金融业类增信方面，截至 2019 年末，公司金融业类增信业务余额为 398.87 亿元，占增信余额比例为 56.00%。从金融业增信业务规模来看，2019 年末公司与蚂蚁小微金融服务集团有限公司合作开展的信托计划产品增信存续合计 38 笔，余额合计 250.00 亿元，为净资产的 3.99 倍，占公司期末增信余额的 35.10%，处于较高水平，由于该类信托计划的基础资产均为自然人借款人，具有小额、分散特征，且配备超额现金流覆盖、不合格资产赎回或置换、资产期限控制等风险缓释措施，整体风险可控。

从到期期限分布上看，公司增信项目到期期限在 1 年以内、1~2 年以及 3~5 年占比较高，占比分别为 59.03%和 19.40%和 11.41%。2017—2019 年，公司的增信放大倍数分别为 8.03 倍、7.08 倍和 9.42 倍，2019 年公司的增信放大倍数较上年有所增加¹。

表 6 增信业务到期期限分布情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	
	增信金额	占比
1 年内	420.43	59.03
1~2 年	138.18	19.40
2~3 年	68.54	9.62
3~5 年	81.30	11.41
5 年以上	3.80	0.53
合计	712.25	100.00

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差
资料来源：公司提供资料，联合评级整理

¹ 公司融资担保牌照于 2019 年末到期，将主要负责存续业务管理，新增业务主要由融资担保子公司承接。

公司开展增信业务时采取了较为严格的风控措施。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，区县平台则要求上一级平台做反担保。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、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，目前仅选择行业排名前 20，国有背景的放宽至排名前 50 的房企进行合作，交易对手的资本实力较为雄厚。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、项目公司股权质押等，以控制项目风险敞口。针对消费金融类的项目，公司一方面利用中证信用云平台在数据风控方面的专业能力，另一方面通过设置充足有效的风险缓释措施来控制风险，如差额补足、违约资产回购、反担保等。在增信项目后续管理上，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，及时发现风险并采取有效措施控制风险。

代偿情况方面，2019 年公司共出现一个代偿项目，系公司为东部路桥信托计划提供差额补足承诺，2019 年 6 月，由于融资方南京东部路桥工程有限公司未按时履行回购义务，公司以 5.12 亿元的对价受让了投资人持有的东部路桥信托计划全部份额及对应的收益权。截至 2019 年末，公司已完成该笔代偿款的全额回收。截至 2019 年末，公司代偿损失及应收代偿款均为零。

七、财务分析

公司提供了 2017—2019 年度财务报告，均经安永华明会计师事务所审计，并出具了无保留意见的审计报告。2017 年，公司新增 2 家纳入合并范围的子公司；2018 年，公司新增 1 家纳入合并范围子公司；2019 年，公司新增 3 家纳入合并范围子公司，分别是鹏元资信评估（新加坡）有限公司、中证融担和中证科技。

2017 年，财政部颁布了修订的《企业会计准则第 14 号——收入》（简称“新收入准则”）、《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》《企业会计准则第 24 号——套期保值》以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（统称“新金融工具准则”）。公司自 2018 年 1 月 1 日开始按照新金融工具准则进行会计处理，根据衔接规定，对可比期间信息不予调整，首日执行新准则与现行准则的差异追溯调整期初未分配利润或其他综合收益。公司自 2018 年 1 月 1 日按照新收入准则进行会计处理，根据衔接规定，对可比期间信息不予调整。2018 年，财政部颁布了修订的《企业会计准则第 21 号——租赁》，（简称“新租赁准则”），新租赁准则采用与现行融资租赁会计处理类似的单一模型，要求承租人对除短期租赁和低价值资产租赁以外的所有租赁确认使用权资产和租赁负债，并分别确认折旧和利息费用。公司自 2019 年 1 月 1 日开始按照新租赁准则进行会计处理，根据衔接规定，对可比期间信息不予调整。

公司合并范围变动子公司规模小，整体看，公司财务报表数据可比性较好。

截至 2019 年末，公司资产总额 100.00 亿元，所有者权益 62.72 亿元，归属于母公司所有者权益 60.12 亿元。2019 年，公司实现营业收入 11.14 亿元，其中增信业务收入 2.97 亿元；实现净利润 3.74 亿元，归属于母公司所有者净利润 3.82 亿元；经营活动现金流净额-1.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.32 亿元。

1. 资金来源

公司资本实力很强，资金来源以资本金为主，负债水平适中。

公司目前资金来源以资本金和利润留存为主。2017—2019年，公司所有者权益规模呈持续增长趋势，年均复合增长2.51%，主要系利润留存所致；截至2019年末，公司所有者权益合计62.72亿元，较年初增长3.16%。截至2019年末，所有者权益中归属于母公司所有者权益60.12亿元，较上年末增长3.50%，其中股本占比76.28%、资本公积占比11.53%、未分配利润占比7.08%，所有者权益稳定性好。2017—2019年，公司分别向股东分红2.46亿元、1.83亿元、1.83亿元，分别占上年归母净利润的112.07%、61.70%和53.19%，分红力度大。

2017—2019年，公司的负债规模波动下降，年均复合下降14.68%；截至2018年末，公司负债总额36.51亿元，较年初下降28.72%，主要系卖出回购金融资产款和应付债券减少所致；截至2019年，公司负债总额37.29亿元，较上年末增长2.13%，整体变化不大。截至2019年末，公司负债主要由短期借款（占比17.79%）、卖出回购金融资产款（占比5.19%）、应付债券（占比45.68%）以及递延收益（占比14.76%）构成。截至2019年末，公司短期借款6.63亿元，较上年末增长341.52%，主要系公司信用借款由2018年末的1.50亿元增长至6.63亿元；卖出回购金融资产款1.93亿元，较上年末增长444.96%，主要系债券回购规模扩大；应付债券17.03亿元，较上年末下降17.70%，主要系投资人行使回售选择权，分别于2019年1月和6月向公司回售了两笔合计3.50亿元的非公开发行公司债券；截至2019年末，递延收益合计5.50亿元，较上年末下降18.37%，主要系增信项目的平均到期期限下降所致。截至2019年末，公司实际资产负债率为35.89%，较上年末下降0.59个百分点，负债水平适中。

2. 资金运用

2017—2019年，公司投资规模有所下降，资产规模呈波动向下趋势；公司资产以投资资产为主，投资资产主要系固定收益类产品，涉及品种包括基金、债券、资管及信托计划和银行理财产品等。

2017—2019年，公司资产总额波动下降，年均复合下降5.04%。截至2019年末，公司资产总额100.00亿元，较上年末增长2.77%，整体来看变化不大；公司资产主要由货币资金（占比14.95%）、交易性金融资产（占比59.54%）、债权投资（占比17.41%）和应收账款（占比4.02%）构成。

截至2019年末，公司货币资金14.96亿元，较上年末增长720.47%，主要系公司收缩委贷业务，银行存款的大幅增长；公司交易性金融资产59.54亿元，主要以债务投资工具为主，较上年末增长11.59%，其中债券、基金、银行理财计划和资产管理计划分别占比15.30%、55.99%、11.89%和14.46%；债权投资17.41亿元，较上年末下降40.48%，主要系公司根据监管形式变化收缩了委托贷款业务。债权投资以债券和信托计划为主，分别占比34.31%和64.70%，计提减值准备0.56亿元，计提比例3.12%；应收账款主要系增信项目期间未来应收增信费，伴随公司金融产品增信项目的到期期限缩短，截至2019年末，公司应收账款4.02亿元，较上年末下降26.72%。

3. 盈利能力

2017—2019年，随着各项业务的发展，公司收入及利润呈增长趋势，收入结构也更趋多元化；整体看，公司盈利能力较好。

公司营业收入主要来自增信业务收入、评级业务收入、利息收入和投资收益。2017—2019年，随着公司业务的快速发展，公司营业收入波动增长，年均复合增长18.32%；2019年，公司实现营业收入11.14亿元，同比下降3.45%。从收入结构来看，随着中证鹏元的收购以及信用科技业务的

逐步成熟，公司收入呈现多元化，2019年，公司实现增信业务收入 2.97 亿元、评级业务收入 1.75 亿元、咨询顾问收入 0.45 亿元、信用管理业务收入 0.21 亿元、数据服务业务收入 0.21 亿元以及投资收益 4.46 亿元。

2017—2019年，随着公司业务规模的扩大，营业支出呈波动增长趋势，年均复合增长 21.11%，主要是业务及管理费增长所致。2019年，公司营业支出 6.68 亿元，同比下降 11.82%，其中业务及管理费 5.03 亿元，同比增长 9.31%，主要系人力成本的升高以及使用权资产的折旧；利息支出 1.08 亿元，同比下降 29.83%，主要系公司债务到期及回售所致；2018年，公司开始按照新会计准则对金融资产计提减值损失，由原来的资产负债表日按已发生的损失计提减值损失变更为以预期信用损失为基础计提，2019年，公司计提风险准备金 0.39 亿元，计提规模有所上升。

2017—2019年，公司净利润呈持续增长趋势，年均复合增长 12.35%，2019年实现净利润 3.74 亿元，同比增长 12.99%。盈利指标方面，2017—2019年，公司营业利润率分别为 42.78%、34.36% 和 40.05%，2018年公司营业利润率有所下降，主要系公司推动信用科技战略，科技人力的投入增加，业务及管理费支出增多。随着净利润的持续增长，公司的净资产收益率波动上升，2017—2019年分别为 5.70%、5.50%和 6.06%。总体来看，公司的盈利能力较好。

表 7 公司盈利能力指标（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	7.96	11.54	11.14
资产减值损失	0.00	0.05	0.00
信用减值损失	0.00	0.39	0.05
业务及管理费	2.95	4.60	5.03
净利润	2.96	3.31	3.74
营业利润率	42.78	34.36	40.05
净资产收益率	5.70	5.50	6.06

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

4. 代偿能力

公司资本实力很强，截至 2019 年末，公司增信业务代偿余额及应收代偿款均为零；同时持有较大规模的流动性资产，资产流动性较好；考虑到公司股东背景很强且多元化，公司整体代偿能力极强。

2017—2019年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 2.51%。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 62.72 亿元，较上年末增长 3.16%；可快速变现资产 57.44 亿元，可快速变现资产/期末增信责任余额 10.00%，较上年末下降 2.32 个百分点，可快速变现资产对增信规模的覆盖程度一般；公司除按监管要求提取财务担保合同风险准备金外，还按净利润的 10.00%提取一般风险准备，各项风险准备金之和逐年累积，逐步增强自身抵御风险的能力。2019年，公司出现一个代偿项目，年内代偿款已全额回收，截至 2019 年末公司累计代偿回收率 100%。整体看，公司代偿能力极强。

表 8 公司资本充足性指标（单位：亿元、%）

项目	2017年末	2018年末	2019年末
所有者权益	59.68	60.80	62.72
可快速变现资产	54.20	53.82	57.44
可快速变现资产/期末增信余额	11.32	12.32	10.00
各项风险准备金之和	0.94	2.24	3.04

拨备覆盖率	*	*	*
累计代偿回收率	--	--	100.00
当期增信代偿率	0.00	0.00	7.56
累计增信代偿率	0.00	0.00	1.84

注：2017年可快速变现资产公式为货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产-不可快速变现部分；2018年和2019年可快速变现资产公式为货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+债券-受限资产-不可快速变现部分
资料来源：公司审计报告及提供资料，联合评级整理

截至2019年末，公司已和多家商业银行建立合作，获得综合授信合计182.90亿元，已使用额度为11.92亿元，间接融资渠道通畅。

根据查询日期为2020年1月7日的人民银行征信报告，公司无不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

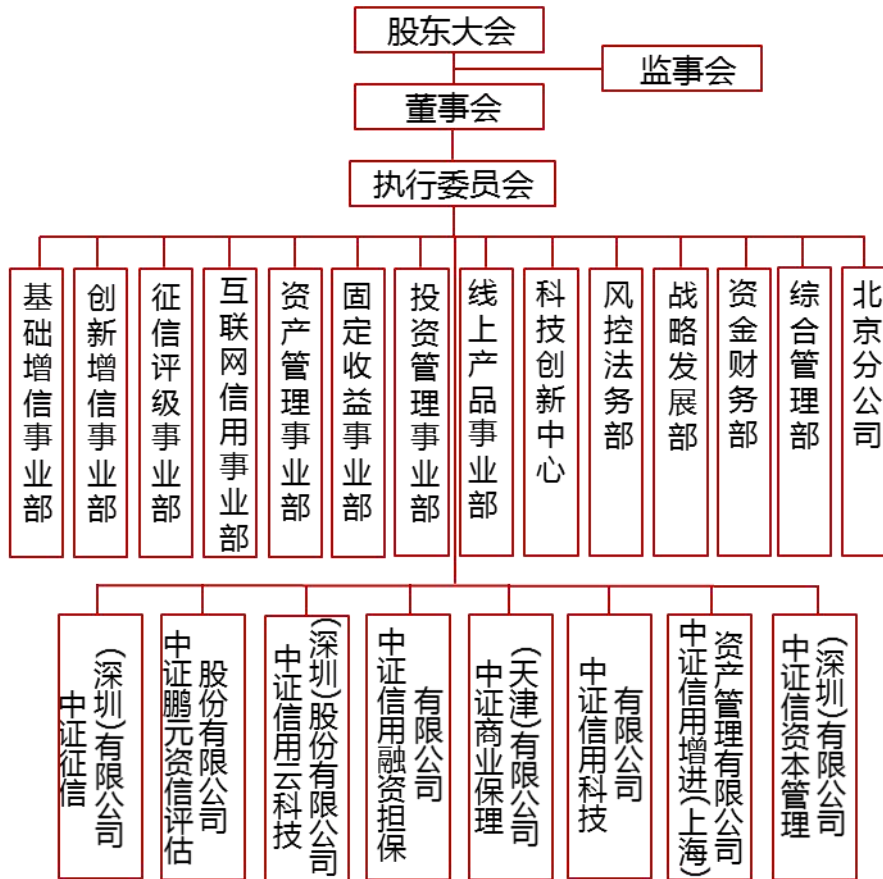
八、评级结论

公司作为由大中型券商、保险公司、上市公司以及金融控股平台等多家股东共同出资设立的信用增进机构，股东背景和资本实力均很强。公司自2015年成立以来，增信业务规模迅速增长，实现了较好收益；风控管理体系逐步健全并不断完善，整体发展良好。近年来，公司通过新设和收购子公司，围绕“全信用”价值链拓展业务范围，业务多元化程度稳步提升。

同时，联合评级也关注到，公司增信业务客户集中度相对较高，需对后续情况保持关注。

基于对公司主体长期信用的综合评估，联合评级评定公司主体信用等级为AAA。未来随着公司业务的持续发展，公司的整体盈利能力和代偿能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

附件 1 截至 2019 年末中证信用增进股份有限公司组织结构图



附件 2 中证信用增进股份有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	110.91	97.31	100.00
可快速变现资产（亿元）	54.20	53.82	57.44
可快速变现资产/期末增信余额（%）	11.32	12.32	10.00
负债总额（亿元）	51.23	36.51	37.29
实际资产负债率（%）	46.07	36.48	35.89
所有者权益（亿元）	59.68	60.80	62.72
营业总收入（亿元）	7.96	11.54	11.14
增信业务收入（亿元）	1.94	3.21	2.97
投资收益（亿元）	4.24	4.92	4.46
净利润（亿元）	2.96	3.31	3.74
营业利润率（%）	42.78	34.36	40.05
营业费用率（%）	37.02	39.89	45.16
总资产收益率（%）	3.40	3.18	3.79
净资产收益率（%）	5.70	5.50	6.06
期末增信余额（亿元）	479.01	436.77	712.25
期末增信责任余额（亿元）	479.01	436.77	574.18
增信放大倍数（倍）	8.03	7.18	9.42
累计代偿回收率（%）	--	--	100.00
当期增信代偿率（%）	0.00	0.00	7.56
累计增信代偿率（%）	0.00	0.00	1.84

注：1.实际资产负债率=（负债总额-风险准备金）/资产总额×100%；2017年可快速变现资产公式为货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产-不可快速变现部分；2018年和2019年可快速变现资产公式为货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+债券-受限资产-不可快速变现部分；2.2019年末公司适用《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度，增信放大倍数均使用增信责任余额进行计算

附件3 有关指标计算公式

指标名称	计算公式
年均增长率或变动率	(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%
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产×100%
增信放大倍数	期末增信责任余额/净资产
各项风险准备金之和	期末未到期责任准备金+期末增信赔偿准备金+期末一般风险准备金
可快速变现资产	货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+交易性金融负债
长期债务	长期借款+应付债券
全部债务	短期债务+长期债务
全部债务资本化比率	有息负债/(有息负债+所有者权益)*100%
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和×100%
增信赔付率	当期代偿额/当期增信业务收入×100%
拨备覆盖率	各项风险准备金之和/期末增信代偿余额×100%
可快速变现资产/增信责任余额	期末可快速变现资产余额/期末增信责任余额×100%
当期增信代偿率	当期增信代偿额/当期解保额×100%
累计增信代偿率	累计增信代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计增信代偿额×100%
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-增信赔偿准备金)/资产总额×100%
增信业务收入贡献度	增信业务收入/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×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%

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。