

信用等级公告

联合〔2020〕148号

联合资信评估有限公司通过对江阴城市建设投资有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定江阴城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，江阴城市建设投资有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年一月十九日



江阴城市建设投资有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA⁺

担保方主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级观点：

江阴城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是江阴市最大的基础设施建设主体，主要负责江阴市区域内重点城市建设、交通道路以及保障房建设，在江阴市具有较强的业务专营性。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了近年来江阴市经济持续增长，公司在江阴市基础设施建设领域具有区域专营性，市政府给予了公司有力支持。同时联合资信也关注到公司项目回购情况差、债务规模大、资产质量一般、担保比率高等因素给其信用水平带来的不利影响。

中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证增”）为本期中期票据本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，中证增主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该信用等级反映了中证增担保实力极强，有效提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

随着江阴市财政对城市基础设施建设的持续投入，公司经营有望保持稳定，公司区域地位优势明显，政府支持明确，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况、担保方中证增的担保实力，以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

- 1. 区域经济持续增长。**2016—2018 年，江阴市实现地区生产总值分别为 3083.3 亿元、3488.3 亿元和 3806.18 亿元。区域产业结构不断优化，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 2. 战略地位显著。**公司是江阴市最大的基础设施建设主体，其业务具有较强的业务专营性。
- 3. 获得外部支持力度大。**近年来，公司持续得到市政府在资金支持、资产划拨和政府补贴方面的有力支持。

关注

- 1. 回购执行情况差。**江阴市政府对公司竣工满 10 年项目回

债项概况：

本期中期票据发行规模：9.50 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2020 年 1 月 19 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

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	1
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
			资本结构	2
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，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：黄海伦 王中天
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

购执行情况差，对资金形成很大占用。

2. **债务负担重。**截至2019年3月底，公司调整后全部债务353.92亿元，调整后全部债务资本化比率60.33%。
3. **公司担保比率高。**截至2019年3月底，公司对外担保余额171.15亿元，担保比率73.53%，被担保企业经营性业务收入较少，主要依靠政府支持和补贴，公司存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	59.88	64.96	24.08	30.73
资产总额(亿元)	659.19	703.56	682.90	695.01
所有者权益(亿元)	204.74	225.84	231.64	232.76
短期债务(亿元)	76.07	105.46	78.92	75.92
长期债务(亿元)	232.22	197.82	174.99	183.62
全部债务(亿元)	308.29	303.29	253.91	259.54
营业收入(亿元)	12.30	13.96	14.15	2.53
利润总额(亿元)	4.66	4.83	4.76	1.13
EBITDA(亿元)	8.72	11.32	13.24	--
经营性净现金流(亿元)	-17.30	30.39	31.46	0.47
营业利润率(%)	63.25	71.10	71.40	88.47
净资产收益率(%)	2.31	2.15	2.07	--
资产负债率(%)	68.94	67.90	66.08	66.51
全部债务资本化比率(%)	60.09	57.32	52.29	52.72
流动比率(%)	538.31	452.30	484.74	495.52
现金短期债务比(倍)	0.79	0.62	0.31	0.40
经营现金流动负债比(%)	-14.30	19.77	22.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.32	0.41	0.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	35.33	26.80	19.18	--
公司本部（母公司）				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	657.90	702.40	681.83	693.97
所有者权益(亿元)	203.89	225.09	230.99	232.10
全部债务(亿元)	308.29	303.29	253.91	259.54
营业收入(亿元)	12.13	13.79	13.97	2.51
利润总额(亿元)	4.74	4.94	4.86	1.13
资产负债率(%)	69.01	67.95	66.12	66.55
全部债务资本化比率(%)	60.19	57.40	52.36	52.79
流动比率(%)	540.15	453.46	486.73	497.47
经营现金流动负债比(%)	-14.65	19.83	22.12	--

注：公司2019年一季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/7/11	黄海伦、王中天	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2013/7/22	田甜、黄静雯	城投债评级方法及风险点简介(2010年)	阅读全文
AA	稳定	2009/2/24	赵明、刘新宇	企业主体评级方法(2009)	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江阴城市建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

江阴城市建设投资有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

江阴城市建设投资有限公司(以下简称“江阴城投”或“公司”)为成立于2001年3月的有限责任公司,初始注册资本2.00亿元,其中江阴市财政局出资1.80亿元,江阴市国联投资发展有限公司¹出资0.20亿元。2004年3月,公司以未分配利润转增资本,公司注册资本变更为10.00亿元,江阴市财政局和江阴市国联投资发展有限公司持股比例分别为90%和10%。截至2019年3月底,公司注册资本10.00亿元。公司实际控制人是江阴市财政局。

公司经营范围:投资经营(除国家法律法规禁止的领域外);资产管理;代理城市建设服务;保障房开发、经营;城市基础设施工程建设;水利工程建设(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。

截至2019年3月底,公司本部内设组织人事部、项目管理部、融资部、计划财务部和资金管理部等7个职能部门,拥有3家全资子公司和1家控股子公司。

截至2018年底,公司资产总额682.90亿元,所有者权益合计231.64亿元(含少数股东权益1.17万元);2018年,公司实现营业收入14.15亿元,利润总额4.76亿元。

截至2019年3月底,公司资产总额695.01亿元,所有者权益合计232.76亿元(含少数股东权益1.18万元);2019年1—3月,公司实现营业收入2.53亿元,利润总额1.13亿元。

公司注册地址:江阴市暨阳路10号;法定代表人:薛菁。

二、本期中期票据概况

¹ 江阴市国联投资发展有限公司成立于2000年5月,注册资本2.05亿元,为江阴市新国联投资发展有限公司全资子公司,实际控制人为江阴市人民政府国有资产监督管理办公室。

公司拟注册并发行2020年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”)9.50亿元,期限为3年。本期中期票据每年付息一次,到期一次还本,募集资金将全部用于偿还有息债务。

中证信用增进股份有限公司(以下简称“中证增”或“担保方”)为本期中期票据本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境

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

表 1 2016—2019 年上半年我国主要经济数据

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

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

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

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

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

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

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，我国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速（3.9%）较 1—3 月略有回升，较

上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放

缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，

《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号,以下简称“《43号文》”)颁布,城投公司的融资职能逐渐剥离,城投公司逐步开始规范转型。但是,作为地方政府基础设施建设运营主体,城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

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清理、甄别,明确了全国地方政府性债务规模。之后,通过发行地方政府债券,以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离,未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来,国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理,并坚决遏制隐性债务增量,不允许新增各类隐性债务;同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能,弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来,伴随国内经济下行压力加大,城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月,国务院常务会议和

中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月,国办发〔2018〕101 号文件正式出台,要求合理保障融资平台公司正常融资需求,不得盲目抽贷、压贷或停贷,防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目,允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资,避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求,为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持,改善了城投企业经营和融资环境。同时,国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法依规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能,发行债券不涉及新增地方政府债务;评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作,不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中,不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息,严禁与政府信用挂钩的误导性宣传,并应在相关发债说明书中明确,地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任,相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司,依法实施破产重整或清算,坚决防止‘大而不倒’,坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度,支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保,不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金〔2019〕10 号)	严格按照要求规范的 PPP 项目,不得出现以下行为:存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同,或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式,由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目

发布时间	文件名称	主要内容
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济概况

公司作为江阴市重要的基础设施建设主体，江阴市经济水平及未来发展对公司发展影响较大。

近年来，江阴市经济持续增长，产业结构不断优化；全市社会投资略有增长，房地产市场销售情况向好，为公司发展提供了良好的外部环境。

根据《2016—2018年江阴市国民经济和社

会发展统计公报》，2016—2018年，江阴市分别实现地区生产总值3083.3亿元、3488.3亿元和3806.18亿元。2018年，江阴市地区生产总值按可比价格计算同比增长7.2%，人均地区生产总值达 23.05 万元。三次产业比例调整为 1.0:54.4:44.6，第三产业增加值占GDP比重较上年提高0.2个百分点。

2018年，江阴市固定资产投资增长5.6%。分产业投向看，第一产业投资增长5.9%，第二产业投资增长10.7%，第三产业投资增长1.2%。全年房地产开发投资增长24.5%。商品房施工面积1439.26万平方米，增长1.4%；商品房销售面积330.19万平方米，增长3.8%。全年商品房销售额288.50亿元，增长12.4%；其中住宅销售额248.52亿元，增长8.3%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，其中江阴市财政局和江阴市国联投资发展有限公司分别持股90%和10%，公司实际控制人是江阴市财政局。

2. 企业规模和竞争力

江阴市市级平台主要是江阴市国有资产经营有限公司（以下简称“江阴公有”）和公司两家。

公司是江阴市最大的基础设施建设主体，主要负责江阴市区域内重点城市建设、交通道路以及保障房建设，在江阴市具有较强的业务专营性。江阴公有业务涵盖水务（包括城市供

水、管网建设与维护)、江阴-靖江工业园区基础设施建设、保障房及江阴-靖江工业园区服务等市政公用事业。两家公司业务无重叠。

表3 截至2018年底江阴市主要城投企业财务数据
(单位:亿元)

公司名称	资产总额	所有者权益	全部债务	营业收入	利润总额
公司	682.90	231.64	253.91	14.15	4.76
江阴公有	299.28	77.34	175.17	15.09	2.87

资料来源:公司提供

3. 人员素质

公司高管工作经验丰富,人员构成合理,能满足公司日常经营需要。

目前,公司高管人员共计4人,含董事长兼总经理1人、董事2人和财务部经理1人。

薛菁女士,1969年11月出生,本科学历,中共党员。历任江阴市场建设有限公司财务总监,江阴靖江园区财务负责人,江阴预算外结算中心主任,江阴财政信息中心主任。现任公司董事长兼总经理。

截至2019年3月底,公司合并口径在职职工58人,其中按文化素质分,本科及以上学历的42人,占72.41%,本科以下的16人,占27.59%;按年龄结构分,30岁以下的占20.69%,31~50岁的占65.52%,50岁及以上的占13.79%;按技术职称分,拥有高级职称的有7人,中级职称的有36人,初级职称的有8人,无职称7人。

4. 外部支持

近年来江阴市财政收入持续增长,财政实力很强;江阴市财政局作为公司股东和实际控制人,给予了公司有力支持。

根据江阴市财政局提供的《江阴市政府性债务余额及综合财力统计表》,2016—2018年,江阴市地方一般公共预算收入分别为229.9亿元、235.2亿元和254.04亿元。其中2018年税收收入223.01亿元,同比增长13.9%,占一般公共预算收入的87.79%。2018年,江阴市一般公共预算支出230.48亿元,同比增长1.4%,财

政自给率110.22%,财政自给能力强。2018年江苏省下达江阴市政府债务限额为156亿元。截至2018年底全市政府债务余额为153.88亿元,其中地方政府债券总额为152.08亿元。

资金支持

2016—2018年,公司获得的政府补助保持稳定,近三年均为5.00亿元(反映在“收到其他与经营活动有关的现金”)。

2016—2018年,公司收到财政局资金和工程拨款分别为11.14亿元、1.35亿元和1.00亿元(反映在“资本公积”)。

资产划拨

2011—2013年,根据澄国资发〔2011〕40号、澄国土前拨〔2012〕21号、22号和国资复〔2013〕12号、澄国资发〔2012〕25号文,公司共获得政府划拨地块合计52.42亿元,计入“存货”或用于冲销与江阴市财政局的往来款。

根据江阴市人民政府国有资产监督管理委员会出具的澄国资发〔2011〕33号和澄国资发〔2013〕28号文,江阴市政府将江阴市大地造田有限公司、江阴市环境卫生发展有限公司和江阴金财铁路投资管理有限公司等股权无偿划转给公司,共增加所有者权益283.73万元。

5. 企业信用记录

公司近年来债务履约情况良好,未发现不良信用记录。

根据《企业信用情况报告》(中征码:3203020000652968),截至2019年12月26日,公司无未结清的不良信贷信息记录。

截至2020年1月11日,未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司治理结构基本完善,同时制定了健全的内部管理制度,能满足公司日常运营,现有各项管理制度执行情况较好。

1. 法人治理结构

公司依照《公司法》及其他有关法律和法规的规定制订了《江阴城市建设投资有限公司章程》，建立并规范了公司治理结构。

公司设立股东会，是公司的权利机构。股东主要行使决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事会，对公司增加或减少注册资本做出决议，对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式做出决议，修改公司章程等股东权利。

公司设立董事会，由3名董事组成，其中董事长1人，由董事会选举产生；职工代表董事1人，由职工大会选举产生。董事会审定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算和决算方案、制订公司利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会，监事会成员5人，其中监事会主席1人，由全体监事过半数选举产生，监事会中股东代表监事与职工代表监事的比例为3:2。

公司设经理1名，由董事会决定聘任或者解聘。经理对董事会负责，是公司经营决策的管理者和执行者。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。由于董事会成员均来自于江阴市各政府部门，从事的业务又主要是对江阴市委、市政府确定的重大重点城市建设、交通道路等基础设施进行投资，相应所从事的项目一般主要由江阴市委、市政府相应办公会议进行决策后交由公司投资建设。公司组织机构健全，法人治理结构较为完善。

2. 管理体制

公司作为江阴市城市建设的主要投融资主体，在项目管理、资金管理、融资管理方面均有章可循。

项目管理

作为江阴市政府项目受托代建企业，公司所投资的项目主要来自于江阴市政府相关部门的决策安排。

每年江阴市政府根据财政概算状况和实际需要，会相应列出当年需要进行的投资建设项目，然后交由公司安排建设。公司根据相应项目的性质，分别将项目交由江阴市交通局、江阴市水利农机局、江阴市建设局、江阴市园林旅游管理局等建设单位具体实施，由公司会同江阴市财政局基本建设科监督检查管理并按一定程序按期拨付给建设单位。

公司主要通过项目概算审批管理实现对建设单位政府投资项目的管理。根据江阴市政府《关于加强政府性投资建设项目概算审批管理的意见》（澄政发〔2006〕140号文）以及江阴市人大常委会《关于对政府投资重点项目资金监督的暂行规定》（澄人发〔2006〕60号文），当项目概算超过发改部门批准的投资估算金额10%时，建设单位重新报批可行性研究报告或者经市政府常务会议讨论后批准追加投资后，重新审批概算。建设项目概算未经审核批准的，财政不予安排建设资金。

资金管理

公司设立专门的资金管理部，负责相关资金管理工作，对于代建单位从事项目建设由财政局拨付的各种款项，公司做到专项使用，及时办理资金结算、收付工作，保障建设单位代建项目的正常建设。

融资管理

公司所投资项目主要资金来源由财政预算解决，同时为加快城市建设，公司积极发挥投融资优势，通过开发贷款、商业贷款等多种途径融资，为城市建设提供一定的资金支持。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责江阴市城市基础设施和保障房建设。近年来，公司营业收入持续增长，以高毛利率的项目管理费收入为主，业务持续性好；2018年起保障房业务实现销售收入。

2016—2018年，公司营业收入年均复合增

长 7.25%，2018 年公司营业收入 14.15 亿元，同比略有增长。其中项目管理费收入 10.48 亿元，占比略有上升；近三年公司综合毛利率持续上升至 72.71%，2018 年除项目管理费毛利率 100%外，其他板块业务毛利率均为负。公司其他业务收入包括房屋租赁收入和环卫工程结算收入等，其他业务毛利率持续为负主要

是房屋租赁业务毛利率为负所致（系公司标准厂房并未全部租出，相关折旧费用高于现有收入）。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.53 亿元，以项目管理费收入为主，综合毛利率 89.99%。

表 4 公司近年各业务板块收入构成情况（单位：万元、%）

项 目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	收入	占比	毛利率
项目管理费	87063.64	70.77	100.00	103135.33	73.89	100.00	104798.96	74.05	100.00	22641.51	89.34	100.00
其中：满 10 年暂未回购项目管理费	1760.80	1.43	100.00	2651.74	1.90	100.00	8149.55	5.78	100.00	2037.25	8.04	100.00
代建项目回购	34145.53	27.75	-18.60	34748.81	24.90	-3.99	28673.35	20.26	-5.22	--	--	--
保障房销售	--	--	--	--	--	--	6143.30	4.34	-0.27	2426.95	9.58	3.79
其他	1821.37	1.48	-23.03	1693.91	1.21	-36.54	1308.23	1.35	-20.46	273.52	1.08	26.26
合计	123030.54	100.00	65.26	139578.05	100.00	72.45	141519.79	100.00	72.71	25341.98	100.00	89.99

注：各项目总和与合计数不一致系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

近年来，公司项目管理费收入持续增长，但政府对竣工满 10 年项目回购执行情况差，对公司资金占用规模大。

公司作为江阴市城市基础设施等重点项目的投资建设单位，每年初与市政府就代建工程项目签订代建合同，由公司负责具体建设管理工作。公司建设资金来源主要由江阴市财政局拨款及自身融资构成。

根据澄政发〔2005〕135 号文，公司从代建工程项目竣工决算的次月起 10 年内，每年按代建项目已竣工决算金额的 6% 收取项目管理费。项目竣工决算后，除市政府明确拨出的工程资产外，其余工程资产作为市政府对公司的拨入资产，相应增加资本公积，但在市政府工程项目竣工决算后 10 年内资产经营权归市政府所有。同时市政府同意在市政工程项目竣工决算满 10 年后，公司可以选择以不低于原决算价格出售该项目资产给市政府或者取得该项目资产

经营权。项目管理费一年一计，计入公司“营业收入”，由市财政局第二年拨付，反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”。由于绝大部分需回购的资产无法产生收益，故公司基本采用出售给市政府方式。

自 2012 年起，根据澄政发〔2011〕138 号文，将澄政发〔2005〕135 号文部分内容进行修订，修订后公司代建工程项目竣工决算后，列入公司长期资产进行管理（在“存货”科目核算），市政府拨入的项目资金相应列入公司资本公积，但在市政府工程项目竣工决算后的 10 年内相关资产的经营权归市政府所有，对于市政府明确拨出的工程资产，公司应按照项目投入和政府拨款的差额核销所有者权益（目前拨出资产差额未做所有者权益核销处理，改计入“营业外支出”）。

自 2015 年起，根据澄政发〔2016〕36 号文，对于市政工程项目竣工满 10 年后政府未回购的项目，在项目回购前公司继续按竣工决算金额的 6% 收取项目管理费（对于以前年度符合上述

条件的项目管理费不再追溯调整)。

2016—2018年，公司确认项目管理费收入分别为8.71亿元、10.31亿元和10.48亿元。同期，满10年暂未回购项目管理费收入分别为0.18亿元、0.27亿元和0.81亿元。公司2016—2018年确认的项目管理费收入均已于次年收到回款。2019年1—3月，公司项目管理费收入2.26亿元，毛利率100%。

表5 截至2018年底公司代建管理项目情况
(单位: 个、亿元)

项目	项目数	总投资	完工项目 总投资	在建项目 总投资
路桥资产	584	379.86	200.91	178.95
城市管网	84	61.87	13.00	48.87
其他市政资产	881	229.1	67.41	161.69
合计	1549	670.83	281.32	389.51

资料来源: 公司提供

截至2018年底，公司共承接基础设施代建项目1549个，完工599项；完工项目总投资额281.32亿元，公司累计决算项目金额合计281.26亿元（与总投资额存在差异系总投资额为概算数，存在较大不确定性所致）。除政府回购外（回购部分计入在代建项目回购收入），剩余已竣工决算项目成本197.67亿元（其中186.73亿元计入“存货—开发产品”科目，差额部分为无偿划出的资产，反映在“营业外支出”）。

代建项目回购方面，2012年后，公司代建的市政工程项目竣工决算陆续满10年，故江阴市政府于2012年承诺在项目刚竣工满10年的当年进行回购。2016—2018年江阴市政府分别以3.55亿元（计入代建项目回购收入3.41亿元，其余为增值税）、3.65亿元（计入代建项目回购收入3.47亿元，其余为增值税）和2.87亿元回购2014—2016年项目。截至2018年底，市政府应付回购款46.10亿元，实际回购20.59亿元，政府回购执行情况差（未回购部分包含2006—2008年满10年项目）。对于竣工满10年尚未回购的项目，公司继续按竣工决算金额的6%收取项目管理费。2016—2018年，公司代建项目回购毛利

率持续为负，主要系营改增后补发回购款用于缴纳增值税未计入收入，造成结转成本大于收入所致。

（2）保障房业务

公司负责的保障房项目已于2018年实现销售收入，项目尚处于销售初期，未来收入规模尚可，但业务整体持续性不强。

公司保障房业务系负责的“汇雁城”项目。“汇雁城”项目总投资15.84亿元（其中9.00亿元由公司2012年6月发行的企业债“12江阴城投债”募集所得，已于2019年6月11日到期兑付），项目用地总面积18.07万平方米，建筑面积35万平方米，其中经济适用房17.5万平方米、廉租房9.12万平方米和公租房20.9万平方米。项目于2012年12月动工，2017年11月完工验收合格。

“汇雁城”项目经济适用房向符合条件的购买人出售，售价将不超过江阴同类型住宅商品房的平均销售价格的70%，预计经济适用房可实现销售收入12.10亿元。公司持有廉租房和公租房产权并按期向承租人收取租金，根据《江阴市公共租赁住房管理办法》，江阴市公共租赁住房采用先按市场租金全额收取，政府再给予租金补贴的方式进行，租金标准为市场租金的30%，目前江阴市房地产租赁市场价格为每月24元/平方米，“汇雁城”项目廉租房按照每月7元/平方米收取，预计未来公租房和廉租房每年可实现租金收入0.47亿元。

截至2018年底，已实际支付工程款11.29亿元（计入“存货—开发成本”中的“其他市政资产”科目），项目通过市场化方式向满足条件的业主销售。2018年和2019年1—3月，项目已实现销售收入分别为0.61亿元和0.24亿元，毛利率-0.27%和3.79%，2018年毛利率为负主要系项目按预估成本确认营业成本，同时决算前预估成本比实际成本偏高所致。

3. 未来发展

公司未来仍将以基础设施建设业务为主，业务持续性较好；公司在建项目待投资规模较大，每年计划投资规模稳定。

公司将按照江阴市的经济发展战略、产业政策的要求,进一步增强城市重点项目建设这一职能,以完善公路网络、加快水利基础设施建设为重点。未来公司主要投资的政府代建项目包括保障房建设以及公路、河道整治、农业土建水利工程等市政项目。

公司目前在建项目及已承接但未开工项目投资总额共计389.51亿元,截至2018年底已完成投资343.29亿元(计入“存货—开发成本”),资金来源于公司自筹、银行贷款和财政资金。未来公司计划投资规模保持稳定。

表6 公司未来项目投资计划情况(单位:亿元)

项目	总投资	截至2018年底已投资	计划投资		
			2019年	2020年	2021年
在建工程项目	路桥资产	178.95	174.16	1.00	1.00
	城市管网	48.87	40.96	2.00	2.00
	其他市政资产	161.69	128.17	6.70	6.70
合计	389.51	343.29	9.70	9.70	9.70

资料来源:公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年度合并财务报告,天衡会计师事务所(特殊普通合伙)对其进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。2019年1—3月财务数据未经审计。

2016—2019年3月,公司合并范围未发生变化,近三年一期财务数据的可比性强。

2. 资产质量

近年来,公司资产规模波动增长;资产中

存货(主要是公司代建项目投入)占比大,对资金占用很大且存货中资本化利息部分占比逐年提高;资产流动性较弱,资产质量一般。

2016—2018年,公司资产总额波动增长,年均复合增长1.78%。截至2018年底,公司资产总额682.90亿元,较上年底下降2.94%,主要系货币资金快速下降所致。公司资产以流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	50.07	7.60	54.29	7.72	20.84	3.05	30.71	4.42
应收票据及应收账款	21.64	3.28	25.40	3.61	17.57	2.57	15.95	2.29
其他应收款	27.20	4.13	22.51	3.20	19.99	2.93	14.87	2.14
存货	552.06	83.75	593.00	84.29	615.21	90.09	624.22	89.81
流动资产	650.98	98.76	695.36	98.84	673.72	98.66	685.87	98.68
非流动资产	8.20	1.24	8.19	1.16	9.18	1.34	9.15	1.32
资产总额	659.19	100.00	703.56	100.00	682.90	100.00	695.01	100.00

注:1.公司流动资产和非流动资产总和与资产总额存在不一致系四舍五入所致;2.2018年起因会计政策调整将应收账款和应收票据合并为应收票据及应收账款项目,故对2016—2017年数据进行相应调整

资料来源:公司审计报告及公司提供

流动资产

2016—2018年,公司流动资产波动增长,年均复合增长1.73%。截至2018年底,公司流

动资产673.72亿元,较上年底下降3.11%。

截至2018年底,公司货币资金20.84亿元,较上年底下降61.62%,主要系公司当年还本付

息债务较多，但同期融资规模收窄所致。货币资金中绝大部分为银行存款，无受限资金。

2016—2018年，公司应收票据及应收账款波动下降。截至2018年底，应收票据及应收账款17.57亿元，较上年底下降30.81%，主要系应收票据回收较多所致。应收票据及应收账款中应收票据3.24亿元、应收账款14.33亿元。应收账款中应收江阴市财政局项目管理费和代建项目回购款占应收账款总额的99.93%。

2016—2018年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降14.28%。截至2018年底，其他应收款19.99亿元，较上年底下降11.21%，主要系与当地政府部门和国有企业往来款下降所致。其他应收款以往来款为主，前五名欠款单位合计占比70.86%，集中度高；其他应收款账龄在2年内的占52.03%，账龄一般；公司累计计提坏账准备1.92亿元。

表8 截至2018年底其他应收款前五名明细
(单位：亿元、%)

债务人	金额	占比	款项性质
江阴市新农村建设发展有限公司	5.60	25.54	往来款
国联信托股份有限公司	5.00	22.82	往来款
江阴市土地储备中心	2.00	9.13	往来款
江阴经济开发区财政审计局	1.90	8.67	往来款
江阴市华士镇投资有限公司	1.03	4.70	往来款
合计	15.53	70.86	--

资料来源：公司审计报告

受公司代建项目回款周期长且政府回购执行情况较差影响，公司存货规模很大。2016—2018年，公司存货持续增长，年均复合增长5.56%。截至2018年底，公司存货为615.21亿元，较上年底增长3.75%，主要系代建项目持续投入以及较大规模债务产生的资本化利息计入所致。公司存货中开发成本428.47亿元（其中在建的代建项目343.29亿元、土地资产85.18亿元）、开发产品186.73亿元（全部为完工已决算项目，根据该金额确认项目管理费收入）和少量工程施工和原材料，存货未计提跌价准备。

2016—2018年，公司非流动资产规模小，主要由可供出售金融资产和投资性房地产构成。截至2018年底，公司非流动资产9.18亿元，其中可供出售金融资产5.42亿元，投资性房地产1.16亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额695.01亿元，较2018年底略有增加，主要是货币资金和存货增加所致。公司货币资金30.71亿元，较上年底增长47.40%，主要系年初公司筹资力度加大所致。公司存货624.22亿元，较上年底增加9.01亿元，主要系在建项目持续投入以及利息资本化较多所致。

截至2019年3月底，公司无受限资产。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益持续增长，所有者权益稳定性较好。

2016—2018年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长6.37%。其中2017年底较2016年底所有者权益增长10.31%，主要系公司于2017年8月成功发行15.00亿元永续中票（计入其他权益工具14.91亿元）所致。截至2018年底，公司所有者权益231.64亿元（含少数股东权益1.17万元），较上年底增长2.57%，主要系未分配利润增加所致。

2016—2018年，公司资本公积略有增加，主要系江阴市财政局资金和工程拨款。截至2018年底，资本公积175.91亿元。

截至2019年3月底，公司所有者权益构成较上年底变化不大。

近年来，公司调整后全部债务规模波动增长，债务结构以长期债务为主，债务负担重。

2016—2018年，公司负债总额有所波动。截至2018年底，公司负债总额451.25亿元，较上年底下降5.54%，主要系一年内到期的非流动负债、长期借款快速下降所致。公司负债以非流动负债为主。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	34.52	7.60	47.76	10.00	49.68	11.01	52.18	11.29
一年内到期的非流动负债	72.02	15.85	97.46	20.40	69.02	15.30	66.02	14.28
流动负债	120.93	26.61	153.74	32.18	138.98	30.80	138.41	29.94
长期借款	198.62	43.71	144.02	30.15	122.99	27.26	121.62	26.31
应付债券	33.60	7.39	53.80	11.26	52.00	11.52	62.00	13.41
长期应付款	101.30	22.29	126.15	26.41	137.28	30.42	140.22	30.33
非流动负债	333.52	73.39	323.97	67.82	312.27	69.20	323.84	70.06
负债总额	454.45	100.00	477.71	100.00	451.25	100.00	462.25	100.00

注：2018年起因会计政策调整将原其他应付款和应付利息合并为其他应付款项目，故对2016-2017年数据进行相应调整
 资料来源：公司审计报告及公司提供

2016—2018 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 7.21%。截至 2018 年底，公司流动负债 138.98 亿元，较上年底下降 9.60%。

2016—2018 年，公司其他应付款快速增长。其中 2017 年底较 2016 年底快速增长主要系与江阴市财政局转贷暂存款、工程款（2017 年底为 36.46 亿元，较上年底增加 5.29 亿元）以及与江阴市其他事业单位（包括江阴市国土资源局、环卫所等）的往来款增加所致。截至 2018 年底，公司其他应付款（含应付利息和其他应付款）49.68 亿元，较上年底增长 4.01%，主要系应付江阴市财政局转贷暂存款、工程款（2018 年底较 2017 年底增加 9.92 亿元）所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 69.02 亿元，较上年底下降 29.18%，主要系较大规模到期的长期借款偿还所致。

2016 年底和 2018 年底，公司其他流动负债均为 10.00 亿元，系公司发行的短期债券。

2016—2018 年，公司非流动负债有所下降。截至 2018 年底，公司非流动负债 312.27 亿元。

2016—2018 年，公司长期借款快速下降。截至 2018 年底，公司长期借款 122.99 亿元，较上年底减少 21.03 亿元。

2016—2018 年，公司应付债券波动增长。截至 2018 年底，应付债券 52.00 亿元，较上年底减少 1.80 亿元，系 1.80 亿元“12 江阴城投

债”转入一年内到期的非流动负债所致。

2016—2018 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 16.41%。截至 2018 年底，长期应付款 137.28 亿元，较上年底增长 8.82%，主要系应付江阴市文化旅游产业发展有限公司、江阴市新国联投资发展有限公司往来款增加所致；长期应付款中包括往来款 114.17 亿元、其他借款 18.12 亿元以及融资租赁款 4.53 亿元，其中其他借款 18.12 亿元、融资租赁款 4.53 亿元以及与江阴公有往来款 61.52 亿元（公司自 2017 年起每月底按往来款金额的 0.50% 支付江阴公有利息）均纳入有息债务核算。2016—2018 年，公司长期应付款中有息债务分别为 17.73 亿元、83.26 亿元和 84.17 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 462.25 亿元，较上年底略有增加，系公司新增少量有息债务所致。公司其他应付款（含应付利息和其他应付款）52.18 亿元，较上年底有所增加，系与平台公司往来款增加所致。其他流动负债 10.00 亿元，系公司于 2019 年 3 月发行 10.00 亿元短期融资券。应付债券 62.00 亿元，较上年底增加 10.00 亿元，系公司当期发行 10.00 亿元私募债所致。公司长期应付款 140.22 亿元，其中往来款 117.12 亿元（含与江阴公有往来款 61.72 亿元）、其他借款 18.12 亿元、融资租赁款 4.53 亿元。

2016—2018 年，公司全部债务有所下降，分别为 308.29 亿元、303.29 亿元和 253.91 亿

元。公司全部债务以长期债务为主，2018 年底长期债务占比 68.92%。2020—2022 年，公司到期债务分别为 129.23 亿元、48.75 亿元和 48.91 亿元，2020 年债务偿还压力大。若将其其他流动负债和长期应付款中有息债务纳入核算，近三年公司调整后全部债务分别为 336.02 亿元、386.55 亿元和 348.08 亿元。

2016—2018 年，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率均呈下降趋势，2018 年底分别为 66.08%、52.80%和 60.04%。截至 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务 353.92 亿元，调整后长期债务占 75.72%，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 66.51%、53.52%和 60.33%。总体看，公司债务负担重。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入持续增长，营业利润率高；但以财务费用为主的期间费用对公司利润侵蚀严重，利润总额对财政补贴依赖大。

2016—2018 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 7.25%。2018 年，公司实现营业收入 14.15 亿元，同比增长 1.39%；同期，营业成本同比增长 0.46%，系当年新增毛利率为负的保障房销售业务所致。由于高毛利率的项目管理费收入占比不断提升，2016—2018 年公司营业利润率持续上升，分别为 63.25%、71.10%和 71.40%。

2016—2018 年，公司期间费用快速增长。2018 年为 9.03 亿元，同比增长 24.70%，其中财务费用 8.91 亿元，同比增长 24.70%，系对江阴公有利息支出较多所致。期间费用占营业收入比重由 2016 年的 38.79% 上升至 2018 年的 63.80%，公司对期间费用控制能力有所下降，期间费用对利润侵蚀严重。

2016—2018 年，公司获得的政府补助保持稳定，近三年均为 5.00 亿元，反映在“营业外收入”和“其他收益”中。公司营业外支出主

要为养护补贴和工程补贴等。2016—2018 年，公司利润总额分别为 4.66 亿元、4.83 亿元和 4.76 亿元。

2016—2018 年，公司总资产收益率分别为 1.68%、2.12%和 2.71%；净资产收益率分别为 2.31%、2.15%和 2.07%。公司盈利指标偏弱。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.53 亿元，相当于 2018 年全年的 17.91%，由于当期高毛利率的项目管理费收入占比有所提升，营业利润率较 2018 年上升至 88.47%；公司利润总额 1.13 亿元。

5. 现金流分析

近年来，受往来款影响，公司经营活动现金流量净额大幅增长。同期筹资活动受现金流入规模持续下降影响，以净流出为主。

公司经营活动现金流主要包括经营业务收支、政府补助以及与当地政府和国有企业的往来款等。受往来款支出快速下降影响，2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额快速增长，分别为 -17.30 亿元、30.39 亿元和 31.46 亿元。近三年，公司现金收入比分别为 84.54%、84.93%和 108.41%，同时，由于公司当年确认的项目管理费收入和代建项目回购收入均于第二年实现回款（近三年确认的管理费收入均已于次年全额收回），实际现金收入比高于上述测算值，总体看，公司收入实现质量好。

2016—2018 年，公司投资活动相对较少，投资活动主要为现金流出，其中 2016 年投资支付的现金 3.02 亿元，系公司对江苏招银城市发展基金有限公司投资（计入可供出售金融资产）。近三年投资活动现金流量净额分别为 -3.32 亿元、-0.12 亿元和 -1.11 亿元。

2016—2018 年，由于公司为控制存量债务规模，公司筹资活动现金流入量快速下降，分别为 135.84 亿元、89.41 亿元和 67.90 亿元，以银行借款和发行债券为主，2017 年吸收投资收到的现金 14.91 亿元系公司当年发行永续中票收到的现金，公司收到其他与筹资活动有关的现

金主要是收到的融资租赁款和财政拨款（反映在“资本公积”）。公司筹资活动现金流出主要是偿还债务本息，其中分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为26.88亿元、27.49亿元和23.35亿元，全部为利息支出，大部分作为资本化处理计入“存货”。

2019年1—3月，公司经营活动流入与流出基本持平，经营活动表现为持续净流入，为0.47亿元；现金收入比下降至50.37%。投资活动很少。2019年一季度公司加大了筹资力度，筹资活动现金流表现为净流入9.41亿元。

6. 偿债能力

公司存在较大的短期支付压力；公司有息债务规模大，长期偿债能力弱，但考虑到公司在当地基建领域的区域地位和专营性优势，公司总体偿债能力很强；公司担保比率高，存在一定或有负债风险。

2016—2018年，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，2018年底分别为484.74%和42.10%，2019年3月底，上述指标分别为495.52%和44.53%，考虑到公司存货主要为已完工和在建的政府代建项目，公司整体流动性较弱。2016—2018年，公司经营现金流动负债比分别为-14.30%、19.77%和22.63%。截至2018年底和2019年3月底，公司现金类资产分别为24.08亿元和30.73亿元，分别为同期调整后短期债务的0.27倍和0.36倍。总体看，公司短期偿债能力弱。

2016—2018年，公司EBITDA快速增长，2018年为13.24亿元，系当年费用化利息支出快速增长所致；公司调整后全部债务/EBITDA由2016年的38.51倍下降至26.29倍。总体看，公司长期偿债能力弱。但考虑到公司在江阴市基础设施建设领域的重要地位和专营性优势，公司整体偿债能力很强。

截至2019年3月底，公司合并口径共获得各商业银行授信额度151.24亿元，已使用授信额度113.84亿元，尚未使用的授信额度37.40亿

元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2019年3月底，公司对外担保余额171.15亿元，担保比率为73.53%，被担保企业主要为江阴高新区投资开发有限公司、江阴公有、江阴普惠建设有限公司、江阴市旅游文化产业发展有限公司等江阴市内的政府城投企业和政府非盈利性事业单位。公司对外担保规模大，担保比率高，且被担保企业经营性业务收入少，主要依靠政府支持和补贴，公司存在一定的或有负债风险。

7. 母公司财务分析

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额681.83亿元，较上年底有所下降。其中流动资产占98.92%、非流动资产占1.08%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的99.84%，占比高。

截至2018年底，母公司所有者权益合计230.99亿元，较上年底有所增长。母公司所有者权益主要由资本公积构成，母公司所有者权益占合并报表所有者权益的99.72%，占比高。

截至2018年底，母公司负债合计450.84亿元，较上年底有所下降。其中流动负债占30.74%、非流动负债占69.26%，母公司负债以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的99.91%，占比高。

2018年，母公司实现营业收入13.97亿元，同比略有增长，占合并报表营业收入的98.69%；母公司利润总额为4.86亿元，同比略有下降，占合并报表利润总额的102.00%，母公司利润总额高于合并报表系下属子公司存在亏损所致。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行规模为9.50亿元，相当于公司2018年底调整后全部债务和调整后期债务的2.73%和3.67%，本期中期票据的发行对公司现有债务规模和结构的影响较小。

截至2018年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为66.08%、60.04%和52.80%，以公司2018年底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至66.54%、60.69%和53.70%，公司债务负担将略有加重。考虑到公司本期中期票据募集资金全部用于偿还有息债务，发行后公司实际债务比率将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司EBITDA分别为8.72亿元、11.32亿元和13.24亿元，分别为本期中期票据发行金额的0.92倍、1.19倍和1.39倍，保障能力一般；经营活动现金流入量分别为53.64亿元、71.78亿元和47.65亿元，分别为本期中期票据发行金额的5.65倍、7.56倍和5.02倍，保障能力很强；经营活动现金净流量分别为本期中期票据发行金额的-1.82倍、3.20倍和3.31倍，保障能力较强。假设本期中期票据于2020年发行，2023年兑付；同时考虑到2023年公司尚需偿还“20江阴城投PPN001”“20江阴城投PPN002”“20江阴城投PPN003”和“20江阴01”，2023年公司共需偿还债券本金40.50亿元，将面临较大集中兑付压力。

十、第三方信用增进分析

中证增为本期中期票据本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证担保（中证信用函〔JCZXSYP（2019）-0021-01-ZXH〕号）。保证期间为本期中期票据存续期及本期中期票据兑付日起两年。

中证增成立于2015年5月，是经中国证监会同意，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20家股东共同发起设立。截至2019年3月底，中证增

股本总额45.86亿元。

表10 中证增前五大股东及持股情况

序号	股 东	出资金额 (亿元)	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

资料来源：联合资信整理

截至2018年底，中证增资产总额97.31亿元，负债总额36.51亿元，所有者权益60.80亿元；增信余额436.77亿元。2018年，中证增实现营业总收入11.54亿元，其中增信业务收入3.21亿元；净利润3.31亿元。

经联合资信于2019年6月24日评定，中证增主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，该信用等级反映了中证增信用增进能力极强，风险极低。

十一、 结论

江阴市经济发达，财政实力很强。公司从事江阴市城市基础设施建设，是江阴市最大的城市建设主体，近年来持续获得当地政府有力的外部支持，公司发展前景良好。

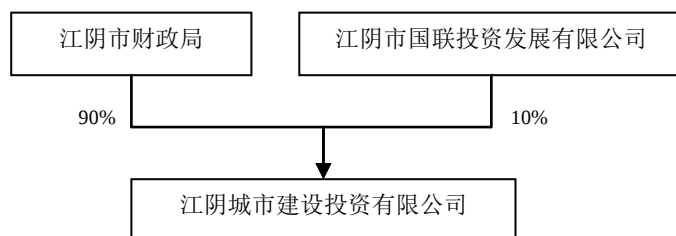
公司资产规模大，资产质量一般，债务负担重，收入来源稳定，受益于江阴市财政实力的不断增强以及对城市基础设施建设的持续投入，公司的经营有望保持稳定，整体偿债能力很强。

本期中期票据的发行对公司现有债务规模和结构影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力很强。同时，中证增为本期中期票据本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证担保，中证增担保实力极强，其担保有效提升了本期中期票据的偿付安全性。

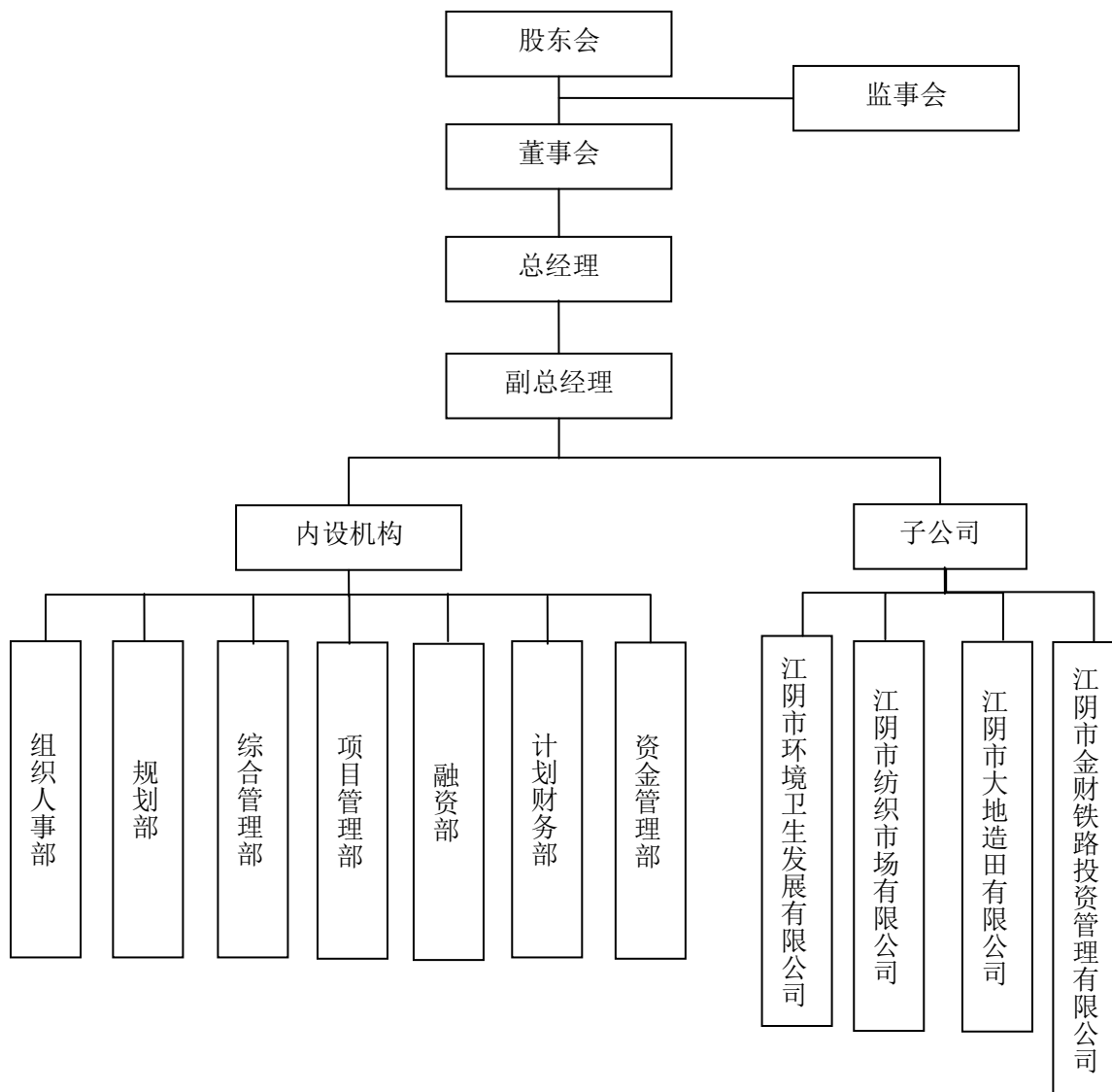
基于对公司主体长期信用状况、担保方中

证增的担保实力，以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司主要子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册资本	业务性质	公司持股比例	
				直接	间接
江阴市纺织市场有限公司	江阴	800 万元	服务业	100%	--
江阴市环境卫生发展有限公司	江阴	150 万元	服务业	100%	--
江阴市大地造田有限公司	江阴	50 万元	服务业	100%	--
江阴金财铁路投资管理有限公司	江阴	10000 万元	投资管理	91%	--

资料来源：公司提供

附件 2 截至 2019 年 3 月底对外担保明细（单位：万元）

被担保单位	担保金额
江苏恒德港口发展有限公司	12000
江苏华东石化物资交易市场有限公司	3000
江苏江阴-靖江工业园区投资开发有限公司	12000
江苏省江阴经济开发区靖江园区扬子江仓储有限公司	11000
江阴电力投资有限公司	30000
江阴港发投资有限公司	68000
江阴高新区开隆投资有限公司	10000
江阴高新区投资开发有限公司	313000
江阴暨南建设开发有限公司	37000
江阴临港创业投资有限公司	30000
江阴临港机械装备产业投资发展有限公司	105000
江阴临港新城开发建设有限公司	125000
江阴普惠建设有限公司	112000
江阴市城乡给排水有限公司	25000
江阴市春申现代农业发展有限公司	18000
江阴市国有资产经营有限公司	274000
江阴市华水农业水利开发建设投资有限公司	50000
江阴市旅游文化产业发展有限公司	215000
江阴市秦望山产业园投资发展有限公司	45500
江阴市新国联投资发展有限公司	50000
江阴市新农村建设发展有限公司	110000
江阴市迎秀农业发展有限公司	3000
江阴扬子江创智投资发展有限公司	20000
江阴扬子江科技发展有限公司	27000
江阴正阳建设有限公司	6000
合计	1711500

资料来源：公司提供

附件 3 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	59.88	64.96	24.08	30.73
资产总额(亿元)	659.19	703.56	682.90	695.01
所有者权益(亿元)	204.74	225.84	231.64	232.76
短期债务(亿元)	76.07	105.46	78.92	75.92
调整后短期债务(亿元)	86.07	105.46	88.92	85.92
长期债务(亿元)	232.22	197.82	174.99	183.62
调整后长期债务(亿元)	249.95	281.08	259.16	267.99
全部债务(亿元)	308.29	303.29	253.91	259.54
调整后全部债务(亿元)	336.02	386.55	348.08	353.92
营业收入(亿元)	12.30	13.96	14.15	2.53
利润总额(亿元)	4.66	4.83	4.76	1.13
EBITDA(亿元)	8.72	11.32	13.24	--
经营性净现金流(亿元)	-17.30	30.39	31.46	0.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.71	0.59	0.66	--
存货周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	84.54	84.93	108.41	50.37
营业利润率(%)	63.25	71.10	71.40	88.47
总资本收益率(%)	1.68	2.12	2.71	--
净资产收益率(%)	2.31	2.15	2.07	--
长期债务资本化比率(%)	53.14	46.69	43.03	44.10
调整后长期债务资本化比率(%)	54.97	55.45	52.80	53.52
全部债务资本化比率(%)	60.09	57.32	52.29	52.72
调整后全部债务资本化比率(%)	62.14	63.12	60.04	60.33
资产负债率(%)	68.94	67.90	66.08	66.51
流动比率(%)	538.31	452.30	484.74	495.52
速动比率(%)	81.80	66.58	42.10	44.53
经营现金流动负债比(%)	-14.30	19.77	22.63	--
现金短期债务比(倍)	0.79	0.62	0.31	0.40
全部债务/EBITDA(倍)	35.33	26.80	19.18	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	38.51	34.15	26.29	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.32	0.41	0.54	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；2.调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息债务；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	59.45	64.57	23.66	30.33
资产总额(亿元)	657.90	702.40	681.83	693.97
所有者权益(亿元)	203.89	225.09	230.99	232.10
短期债务(亿元)	76.07	105.46	78.92	75.92
长期债务(亿元)	232.22	197.82	174.99	183.62
全部债务(亿元)	308.29	303.29	253.91	259.54
营业收入(亿元)	12.13	13.79	13.97	2.51
利润总额(亿元)	4.74	4.94	4.86	1.13
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-17.66	30.41	30.65	0.48
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.56	0.59	0.65	--
存货周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	84.16	84.69	108.57	49.41
营业利润率(%)	64.23	72.22	72.43	88.72
总资本收益率(%)	0.94	0.94	1.01	--
净资产收益率(%)	2.36	2.20	2.12	--
长期债务资本化比率(%)	53.25	46.78	43.10	44.17
全部债务资本化比率(%)	60.19	57.40	52.36	52.79
资产负债率(%)	69.01	67.95	66.12	66.55
流动比率(%)	540.15	453.46	486.73	497.47
速动比率(%)	82.02	66.74	42.77	45.23
经营现金流动负债比(%)	-14.65	19.83	22.12	--
现金短期债务比(倍)	0.78	0.61	0.30	0.40
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2019 年一季度财务数据未经审计

附件 5 中证信用增进股份有限公司
主体长期信用评级报告

附件 6 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 7-1 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 7-2 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 7-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 江阴城市建设投资有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

江阴城市建设投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

江阴城市建设投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江阴城市建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江阴城市建设投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江阴城市建设投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现江阴城市建设投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江阴城市建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江阴城市建设投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对江阴城市建设投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与江阴城市建设投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《中证信用增进股份有限公司 2019 年主体长期信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十四日



信用等级公告

联合〔2019〕1591号

联合资信评估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

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月十四日



中证信用增进股份有限公司 2019年主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间

2019年6月14日

主要数据

项目	2018年末	2017年末	2016年末
资产总额(亿元)	97.31	110.91	63.65
负债总额(亿元)	36.51	51.23	19.29
所有者权益(亿元)	60.80	59.68	44.36
增信余额(亿元)	436.77	479.00	212.19
净资产增信倍数(倍)	7.18	8.03	4.78
净资本增信倍数(倍)	11.65	17.09	8.08
净资本比率(%)	61.66	46.95	59.17
净资本覆盖率(%)	95.36	65.00	137.44
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入(亿元)	11.54	7.96	4.77
利润总额(亿元)	3.97	3.44	2.70
净利润(亿元)	3.31	2.96	2.20
平均资产收益率(%)	3.18	3.40	3.73
平均净资产收益率(%)	5.50	5.70	5.06

资料来源: 公司审计报告和提供资料, 联合资信整理

注: 如无特别说明, 本报告财务数据均为合并报表口径

分析师

高龙 谢冰妹

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

中证信用增进股份有限公司(以下简称“公司”)成立于2015年5月, 系经中国证券监督管理委员会(以下简称“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20家股东共同出资设立的专业信用服务机构。公司资本实力强, 且拥有强大的股东背景以及明确的市场定位与发展战略, 基本形成了内控与风险管理架构, 经营管理层具有较强的专业素质。近年来, 公司业务实现稳步发展, 市场竞争优势明显, 收入来源趋于多元化, 盈利水平稳步提升。另一方面, 公司单笔增信业务金额较高, 行业集中度较高, 存在一定的业务集中风险; 与政府融资平台合作较多, 此类客户近年来受监管政策影响较大, 需关注相关业务风险; 投资资产规模较大, 在经济下行、债券违约率上升的背景下, 需关注相关信用风险。

联合资信评估有限公司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。该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强, 违约风险极低。

优势

1. 公司战略目标清晰, 作为立足资本市场的专业化信用增进和风险管理机构, 依托证券行业, 未来拥有较大的市场发展空间。
2. 公司资本实力强, 股东背景强大, 在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大。
3. 公司经营管理层专业素质较高, 有助于公司保持较高的专业化运营水平。
4. 公司业务实现稳步发展, 市场竞争优势明显, 收入来源趋于多元化, 盈利水平稳步提升。

关注

1. 公司单笔增信业务金额较高，行业集中度较高，存在一定的业务集中风险。
2. 公司与政府融资平台合作较多，此类客户近年来受监管政策影响较大，需关注相关业务风险。
3. 公司投资资产规模较大，在经济下行、债券违约率上升的背景下，需关注相关信用风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中证信用增进股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2019 年 6 月 14 日至 2020 年 6 月 13 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中证信用增进股份有限公司 2019年主体长期信用评级报告

一、主体概况

中证信用增进股份有限公司(以下简称“公司”)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20家股东共同发起设立,初始注册资本33.00亿元,均为货币出资。2015年7月,公司向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家股东增资扩股8.00亿股;2017年8月,公司向深圳市承信管理咨询合伙企业增资扩股0.41亿股;2017年10月,公司向东吴证券股份有限公司、浙江永强集团股份有限公司等7家机构增资扩股4.45亿股。截至2019年3月末,公司股本总额为45.86亿元,公司股东及持股情况见表1。

表1 公司股东及持股情况

序号	股东	出资金额 (亿元)	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	深圳市新沅资本投资企业(有限合伙)	2.00	4.36
17	深圳市沅禾资本投资企业(有限合伙)	1.90	4.14

18	嘉兴华懋投资合伙企业(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	珠海横琴零壹沃士九号投资合伙企业(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

数据来源:公司提供资料,联合资信整理

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;增信产品的创设和交易;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。

公司设立综合管理部、资金财务部、风控法务部、信息数据中心、战略发展部、信用评级事业部、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、投资管理部、资产管理事业部和线上产品事业部十三个部门(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、中证信资本管理(深圳)有限公司、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、中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）、中证商业保理（天津）有限公司 6 家子公司。公司组织架构图见附录 1。

截至 2018 年末，公司资产总额 97.31 亿元，负债总额 36.51 亿元，所有者权益 60.80 亿元；增信余额 436.77 亿元。2018 年，公司实现营业收入 11.54 亿元，其中增信业务收入 3.21 亿元，投资收益 4.92 亿元；净利润 3.31 亿元。

注册地址：深圳市前海深港合作区前湾一路 1 号 A 栋 201 室（入驻深圳市前海商务秘书有限公司）

法定代表人：牛冠兴

二、营运环境分析

1. 宏观经济和政策环境

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

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条

件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结

合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高速增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国 and 东盟进出口分别增长

7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周

期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，

居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

表 2 宏观经济主要指标

单位：%、亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP 增长率	6.6	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI 增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI 增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2 增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7
社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

2. 行业分析

(1) 行业概况

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

近年来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具品种逐步丰富。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加

强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使得为资本市场提供外部信用增进服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2014 年 5 月，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，对规范发展

债券市场等提出具体要求，要求完善债券增信机制，规范发展债券增信业务，同时探索发展信用债券保险。据此，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研究建立行业增信机构，规范管理融资性担保机构。2015年1月，根据中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》，公司债券的发行范围由原来的境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，未来公司债券发行规模有望保持快速增长趋势，这为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

（2）监管政策

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

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

截至2019年3月末，公司注册资本45.86

亿元，均为货币资金。公司作为一家专业信用服务机构，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，公司各项业务均依法合规开展。公司股东包括大中型券商、保险公司、互联网上市公司以及深圳前海金融控股平台等，多元化的股权设置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。此外，强大的股东背景使公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大。

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。股东大会是公司最高权力机构，由全体股东组成。自成立以来，公司召开多次股东大会，审议通过了修订公司章程、增资扩股、董监事变动、年度财务预决算报告、董监事会工作报告、利润分配方案等议案，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，设董事长1名，由全体董事选举产生。公司董事长牛冠兴先生曾任招商证券总裁、广东证券托管组组长、安信证券董事长、中国证券业协会副会长，现任公司首席执行官，具有丰富的专业背景和管理经验。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、增资扩股、设立子公司、中长期发展规划以及制度修订等重要议案。

公司监事会由18名监事组成，其中股东代表监事13名，职工监事5名，股东代表监事由股东大会选举产生，职工监事由职工代表选举产生；设监事会主席1名，由全体监事选举产生。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、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议事制度，对日常经营及重大事项进行决策。公司执

行委员会由董事长（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组成，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，确保公司具备较高的专业化运作水平。

总体看，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，高级管理人员具有丰富的专业背景和管理经验，各治理主体能够履行各自职责，公司治理水平逐步提升。

2. 内部控制

公司依据规范、专业、精简、集约的原则对内部组织架构进行初步规划，设立了综合管理部、资金财务部、风控法务部、信息数据中心、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、资产管理事业部和线上产品事业部共 13 个一级部门（事业部），基本建立了前、中、后台相互分离的组织架构。

从业务体系来看，公司设立征信评级事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、资产管理事业部等业务部门。其中，征信评级事业部主要负责制定并组织实施企业信用风险管理业务；基础增信事业部、创新增信事业部主要负责开展公司债券、企业债券、中期票据和项目收益票据等公（私）募产品的增信业务以及信托计划、资产管理计划等非标准金融产品增信业务，并开展供应链金融、资产支持票据、信托计划等各类结构化金融产品增信业务；互联网信用事业部重点针对消费金融、中小企业等主体开展各类结构化金融产品增信业务以及信用产品和风险缓释工具的创设和交易等；资产管理事业部主要负责开展债务重组、财富管理等信用服务业务以及结构化增信基金的设立与管理等工作；线上产品事业部负责实现产品线上服务化，负责线上金

融借贷产品的设计、风险管理、渠道业务拓展、产品运营支持以及牵头搭建供应链金融和互联网数字资产的互联网交易市场。公司投资业务主要由固定收益事业部、投资管理事业部负责，前者以自有资金保值增值为核心，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；后者以追求风险可控、持续稳定的绝对收益为目标，开展以权益投资为主要投资方向的投资顾问资产管理业务。

风控法务部负责制定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，对公司经营活动的合规性、全面风险管理和内部控制的有效性进行独立稽核和评价，以及公司法律相关事务等工作。

近年来，公司不断建立健全财务制度、会计制度、全面风险管理基本制度、人力资源制度、项目评审和投资决策、募集资金使用管理办法和关联交易计价办法等制度体系，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。但随着公司业务的开展，公司内部管理架构仍需不断完善，内审稽核体系尚待逐步建立。

3. 发展战略

近年来，公司立足资本市场，依托证券行业，以信用为核心，开展征信评级、信用增进、信用产品和风险缓释工具创设与交易、资产管理和债务重整等信用价值链业务，同时围绕个人、产品、机构、平台开发信用产品和服务，为资本市场参与主体提供专业化和差异化的信用风险管理服务，致力于成为信用行业的领先者，收入和利润每年平稳增长，实现股东资本增值。

2019 年，为进一步提升核心竞争力，公司启动了国际化战略和科技化战略。在国际化战略布局方面，公司评级业务已获得香港证券监督管理委员会颁发的评级牌照并进入了香港国际市场，同时建立并公布了国际评级方法论，

为中国企业境外发债提供评级服务；另一方面，公司将全面输出信用风险管理能力，为债券通中的境外投资机构提供专业化的信用综合服务。在科技化战略方面，公司力图通过“数据驱动、科技引领”的方式改变传统信用风险管理模式，通过打造全方位覆盖政府、企业、个人及产品的信用风险管理科技平台，满足资本市场和实体经济的发展需求。为实现以上科技化战略目标，公司拟定了 7 项重点科技基建项目，包括信用云平台、数据服务开放平台、区块链服务平台、核心信用数据库、基于 AI 的预警平台、信用内评引擎、集团科技 PR 等，其中信用云平台是公司统一的信用科技基础设施，作为公司信用科技服务体系的科技引擎和线上载体，将涵盖内评、外评、增信等服务模块，通过渐进式整合将各类数据进行汇聚，实现互联互通，提高资源配置效率，进而为业务发展提供有力支撑。

总体看，公司资本实力强，且在业务开展、资本补充及风险抵御等方面获得股东支持的可能性较大；高级管理人员具备较高专业水平，公司战略规划清晰，客户定位明确，以上因素都将有助于公司未来业务的发展。近年来，公司在公司治理、人力资源配置等方面进一步健全与完善，中长期发展规划、经营模式和内控水平能够满足当前业务发展的需求。

四、主要业务经营分析

公司在成立初期，即设立了基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、资产管理事业部、征信评级事业部等业务部门。经过近年来的发展，公司明确了“领先的信用科技综合服务商”的战略定位，形成了信用增进、信用风险管理和信用资产交易管理服务三大业务板块，数据和科技手段明显提升，逐步形成了具有自身特色的业务体系。

1. 增信业务

根据增信业务类型的划分，公司增信品种

可分为借款类增信、金融产品类增信和债券类增信业务，受保本基金产品被停止审批的影响，公司已退出保本基金增信业务。其中，借款类增信业务为个人信用贷款和银行小微企业贷款增信；债券类增信业务为企业债、公司债和证券公司次级债增信；金融产品类增信业务主要为消费金融公司信托计划、企业资产证券化产品、融资租赁债权、理财计划增信等（见附录 2：表 1）。

面对复杂的外部经营环境以及外部监管政策的持续收紧，公司积极调整增信业务发展方向，立足“小额、分散、可控”的业务理念：一是稳健经营消费金融增信业务，立足监管政策要求和公司经营取向，在深挖存量项目的同时，积极捕捉优质资源，与行业龙头平台开展合作，多渠道、多角度地探索和优化交易结构，实现消费金融类业务覆盖的场景日益丰富；二是着力推进小微企业增信业务，在积极探索业务模式的同时开展试点工作，充分发挥公司在数据和科技领域的专长，为小微企业提供与之相匹配的信用服务；三是在供应链金融方面，深入研究优质行业供应链模式及介入机会，以大型央企、新经济体、优质核心企业为依托，落地了爱奇艺、普天太力等典型项目，并全资设立中证商业保理（天津）有限公司，开展应收账款类供应链金融业务，进一步延伸集团业务格局；四是在结构化产品方面，与工行、建行、农行等大型商业银行总行开展持续化和批量化的信贷资产 ABS 合作，业务规模显著上升。

在宏观经济下行背景下，公司久期较短的金融产品类增信业务于下半年陆续到期，加之公司原有的保本基金增信业务自然到期并完全退出，整体增信业务规模有所下降。截至 2018 年末，公司增信责任余额 436.77 亿元，其中债券增信责任余额 386.00 亿元，主要为城投公司企业债；金融产品增信责任余额 44.46 亿元，借款类增信业务余额 6.31 亿元。公司增信业务收入在合同期限内平均分摊，由于之前年度项

目积累较多，2018 年公司增信业务收入快速增长。2018 年，公司实现增信业务收入 3.21 亿元，占主营业务收入的 53.79%。

2. 投资及资产管理业务

面对当前的市场环境，公司采取稳健的投资策略，坚持在保证资产流动性和增信业务代偿能力的前提下，以追求风险可控、持续稳定的绝对收益为目标，以低风险的固定收益资产投资为主，形成以可预期的稳定现金流为价值基础的低风险组合投资的投资理念。为促进投资业务的稳健、持续发展，公司投资决策遵循“统一领导、分层授权”的原则，实行公司执行委员会及其下属委员会、分管领导、部门总经理及其决策小组三层决策体系。公司投资类资产类别主要包括基金、债券、信托计划、资产管理计划、理财产品和委托贷款，另有少量股权投资、国债逆回购和衍生品投资。2018 年，受宏观经济下行的影响，公司投资资产规模有所下降；截至 2018 年末，投资资产净额 87.69 亿元，占资产总额的 90.12%。

在资产管理业务方面，公司不断探索资产管理新模式，形成债务重整、类资产证券化、基金发行与管理三大业务模块，并与众多机构在资金端、资产端、服务端、系统平台等多维度进行对接，搭建债务重整服务联盟、供应链新金融联盟，形成合作生态圈。此外，公司与招商局集团、中国平安人寿保险股份有限公司、深圳市投资控股有限公司共同发起设立深圳市地方 AMC，为公司资管业务开启新局面。近年来，公司资产管理业务除在中介类业务进行尝试外，还围绕公司战略对消费金融类增信主体提供资金支持服务，在创造现金流的同时提升公司的业务协同。另外，公司不断增强主动管理能力，通过搭建各类型基金积极寻找外部资金资源，并通过项目运作厘清不良资产收购、重整、处置等环节的关键要素和重要风控点，不断提升估值定价能力。2018 年，公司实现受托资产管理收入 0.20 亿元，占主营业务收入的

3.39%。

3. 信用评级类业务

为进一步完善公司信用价值链，加快公司战略布局和业务拓展，提升公司信用管理和服务能力，2017 年，公司通过增资和购买其他股东股权的方式持有中证鹏元 51.01%的股权，实现了评级业务的战略性布局。近年来，中证鹏元和中证征信围绕风险识别、度量、评级、监测和预警不断开展工作。2018 年，中证鹏元不断强化监管合规及评级质量，完善评级体系和方法，强化投资者服务；与此同时，中证鹏元主动调整业务方向，加大对上市公司、结构融资产品和创新业务拓展力度，并积极拓展境外评级业务。2018 年，公司实现评级业务收入 1.45 亿元，占主营业务收入的 24.29%。

中证征信以内评业务为主，坚持数据驱动、科技引领的思路，强化内评系统建设和科技能力输出。2018 年，中证征信债券内评和监管服务业务取得了较快发展，债券内评产品 Credit Master 累计签单中国人寿、招商银行、国信证券等多家金融机构，对应资产管理规模超过 8 万亿，通过方案的落地和产品的运营，形成了一套经过大型金融机构检验的、可商业化的企业级应用系统，底层数据涵盖发行主体的财务、经营、预警等多个方面，同时搭建完毕了标准的信用风险计量模型。在监管服务方面，中证征信以数据基础和科技能力为支撑，深挖监管机构需求，2018 年相继签约深圳人行互联网理财 APP 风险监测项目、深圳证监局上市公司脸谱风险预警项目、私募基金舆情监测项目。

2018 年，公司实现数据服务收入 0.15 亿元，占主营业务收入的 2.43%。

4. 信用科技类业务

公司信用科技类业务分为数据风控业务和数据服务业务。近年来，公司致力于围绕数据、技术、平台和人才等方面，促进信用科技类业务的发展，同时不断构建信用价值链，提升风

控能力。

数据风控业务层面，公司主要开展了以下工作：在消费金融业务方面，中证信用云形成了一套较为完整的数据模型体系，模型涵盖信用风险评估、授信、贷中及贷后管理、不良资产评估、二手车资产估价等；同时不断完善运营风控，积累了包括权证管理、视频查验、GPS监控等运营监控经验，实现绝大多数项目的运营监控及报表的自动化和线上化。中小微业务方面，通过不断分析和探索，公司确立了依托于核心企业的应付类资产和数据资产，为资金方、资产服务机构等提供底层资产形成方案和资产流通解决方案的业务发展模式；形成了“基础信用+中小微信用+供应链信用”的三层风险评估体系；同时加快平台建设，已基本搭建成型由中证征信自主开发的资产流通服务平台，可支持保理公司等机构进行资产管理、筛选打包、资产流通服务，满足电票、医院、核心企业应收（付）账款等多种类型资产的快速接入，支持银行表内、信托、资管计划以及ABS多种资金对接方式，实现资金资产的高效精准匹配，并持续探索基于数据矩阵驱动的线上小企业金融服务模式。

在数据服务业务方面，中证征信着力基础数据服务的标准化、商业化以及大数据平台建设，将数据服务推向市场；不断丰富数据产品及服务功能，实现工商信息、关联图谱、舆情监测等功能的进一步完善，为集团各项业务提供有效支撑；同时随着网页版和移动端版本相继上线，逐步将原始数据产品化，目前数据平台已初具规模，数据生产系统和质控系统已初步建成，为数据服务的稳定运营提供了有效保障。2018年，公司实现信用管理服务收入0.19亿元，占主营业务收入的3.16%。

总体看，在宏观经济下行背景下，公司久期较短的金融产品类增信业务集中到期，加之公司原有的保本基金增信业务自然到期并完全退出，整体增信业务规模有所下降。依托对市场较强的敏锐度和适应力，公司信用科技类业

务实现快速发展，市场竞争优势明显。未来，公司业务将继续以信用为核心，不断完善从风险的识别、度量、评级、监测、预警，到信用增进及不良资产处置的全信用价值链，实现业务的持续健康发展。

五、风险管理分析

1. 风险管理体系

公司秉持“制度先行”的原则，在成立之初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。

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》《债务重整服务业务管理暂行办法》《风险准备金计提管理暂行办法》和《子公司管理办法》等各项业务管理办法为

支撑的多层次风险管理制度体系。在上述制度体系基础上，风控法务部组织编写《地方政府融资平台信用增进业务立项标准》《信用增进业务项目评价报告撰写指引》《信用增进业务尽职调查工作规程》《信用增进业务质量控制会议事规程》《信用增进业务立项报告》等工作指引，规范业务操作风险。

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”的财务管理体系，即总公司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。

总体看，公司初步搭建了全面风险管理框架，明确了各层级的风险管理职责，为下一步开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。

2. 增信业务分析

近年来，公司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。公司增信业务主要集中于外部评级 AA 及以上级别的企业客户，上述客户增信责任余额占比达到 90%以上（见附录 2：表 2）。

公司增信业务客户主要分布在政府融资平台、金融等行业。截至 2018 年末，公司公用事业增信余额为 287.89 亿元，占增信责任余额的比例为 65.91%，存在一定行业集中风险。从增信余额的客户分布情况来看，2018 年末公司单一最大客户增信余额 50.00 亿元，为公司净资产的 0.82 倍，该笔增信项目客户为中国东方资产管理股份有限公司的全资孙公司；最大五家客户增信余额合计 162.00 亿元，为公司净资产的 2.66 倍，存在一定客户集中风险。从到期期限分布上看，公司增信项目期限主要分布于 3 年以上（见附录 2：表 3）。

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。此外，公司要求交易对手提供充足有效的风险缓释措施，如其他主体信用等级较高的企业提供连带责任保证、应收账款质押、土地使用权及在建工程抵押、差额补足承诺函等。针对房地产类融资项目，公司对融资主体制定了严格的准入标准，目前仅选择行业排名前二十，国有背景的放宽至排名前五十的房企进行合作，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函、项目公司股权质押、项目土地抵押等，以控制项目风险敞口。在后续管理上，公司要求项目经办人定期或不定期进行现场或非现场跟踪，持续关注项目风险变化，发现风险及时采取有效措施控制风险。截至 2018 年末，公司增信业务未发生代偿情况。

总体看，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，但公司增信项目存在一定行业及客户集中风险。同时，公司政府融资平台类客户占比较高，在防范地方政府债务风险的背景下，相关风险需予以关注。

六、财务分析

公司提供了 2016—2018 年度财务报告，安永华明会计师事务所对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司合并范围包括中证信用增进（上海）资产管理有限公司、中证信资本管理（深圳）有限公司、中证征信（深圳）有限公司、中证信用云科技（深圳）股份有限公司、中证鹏元资信评估股份有限公司和中证商业保理（天津）有限公司 6 家一级子公司，以及部分结构化主体。

1. 资本结构

公司主要通过内部收益留存和增资扩股等方式补充资本。2017年8月，公司向深圳市承信管理咨询合伙企业增发0.41亿股，募集资金0.49亿元；2017年10月，公司向东吴证券股份有限公司、浙江永强集团股份有限公司等7家机构增发4.45亿股，募集资金11.13亿元。截至2018年末，公司所有者权益60.80亿元，其中股本45.86亿元，未分配利润3.08亿元。2018年，公司采取适度的分红政策来回报股东，分配股利1.83亿元。

公司负债主要由卖出回购金融资产、应付债券和递延收益组成（见附录2：表4）。2018年以来，由于卖出回购金融资产规模下降以及发行的公司债券投资者回售，公司负债规模下降较快。

截至2018年末，公司卖出回购金融资产余额为0.36亿元，标的为债券回购；应付债券余额19.99亿元，为非公开发行公司债券，期限为3年期固定利率债券，附第2年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；递延收益余额为6.74亿元。截至2018年末，公司短期借款余额1.50亿元，全部为信用借款。为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信；截至2018年末，公司共获得10家银行授信，授信额度共计127.90亿元。公司其他类负债主要包括应付职工薪酬、应付利息以及履约保证金等。

公司针对增信业务分别计提一般风险准备与专项准备。截至2018年末，公司一般风险准备余额为1.23亿元，专项准备余额为1.01亿元。截至2018年末，公司资产负债率为37.52%，财务杠杆水平不高。

总体看，公司资本实力强，股东对公司支持力度较大，财务杠杆水平不高。

2. 资金运用与资产质量

公司资金主要运用于投资业务，投资资产占资产总额的比例保持在较高水平（见附录2：表5）。

在投资策略上，针对固定收益类业务，公司遵循“低风险、低波动”的原则，审慎稳健地开展自营投资。针对股权投资和基金管理业务，公司提高了项目准入标准，优化资产结构，同时积极调研市场，主动全面开拓资金合作渠道。2018年，受宏观经济下行的影响，公司减小了投资力度。截至2018年末，公司资产总额97.31亿元，其中投资资产净额87.69亿元，占资产总额的90.12%，占比高。

公司资金投向包括基金、债券、信托、资产管理计划、理财产品和委托贷款等投资品种，另有少量股权投资、国债逆回购等品种。2018年，公司按照新准则规定进行会计处理，将投资资产分别计入交易性金融资产、债权投资、衍生金融资产和买入返售金融资产科目。截至2018年末，公司基金投资净额33.26亿元，主要为货币基金、债券基金和私募基金，计入交易性金融资产科目；信托、资管计划及理财产品净额17.57亿元，主要为银行理财产品、基金专户理财产品、底层资产为产业类以及战略性投资的信托及资产管理计划，计入交易性金融资产和债权投资科目；债券投资净额14.94亿元，主要为国债、外部评级为AAA的公司债和可转债，分别计入交易性金融资产和债权投资科目；委托贷款净额15.94亿元，计入债权投资科目；公司另有少部分国债逆回购、衍生品以及股权投资。2018年，公司债券投资未发生违约。

总体看，公司资产以投资资产为主，投资品种以基金、债券、委托贷款、底层资产为产业类以及战略性投资的资产管理计划及理财产品为主，需关注其信用风险及流动性风险。

3. 经营效率及盈利能力

公司营业收入主要由主营业务收入、投资收益和利息收入构成（见附录2：表6），其中主营业务收入包括增信业务收入、评级业务收入、财务顾问收入、受托资产管理收入、信用管理收入和数据服务收入。

随着各项业务的开展，公司主营业务收入增长较快，2018 年公司实现主营业务收入 5.98 亿元，占营业收入的 51.78%。2018 年，公司增信业务收入 3.21 亿元，公司增信业务收入在合同期限内平均分摊，由于之前年度项目积累较多，2018 年公司增信业务收入增长较快；2017 年公司通过增资和购买其他股东股权的方式持有中证鹏元 51.01%的股权，2018 年实现评级业务收入 1.45 亿元。2018 年公司实现投资收益 4.92 亿元，占营业收入的 42.64%，主要为基金、债券、资产管理计划和理财产品投资收益。公司利息收入科目包括委托贷款、国债逆回购以及应收债权等利息收入，2018 年实现利息收入 1.16 亿元。

公司营业支出主要由利息支出和业务及管理费支出构成。公司利息支出主要为应付债券、债券回购以及短期借款利息支出，2018 年公司利息支出 1.53 亿元。2018 年，公司业务及管理费支出 4.60 亿元，成本收入比为 39.89%，营业费用整体保持在较合理范围。2018 年，公司实现净利润 3.31 亿元。

总体看，随着公司增信业务以及评级业务的发展，主营业务收入已成为公司最主要的收入来源；投资收益对利润贡献度较高；同时公司收入来源不断多元化。

4. 资本充足率及代偿能力

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

从现金流情况看，2018 年由于收回投资收到的现金规模较大，公司投资活动产生的现金流量转为净流入状态；受发行回购公司债券的

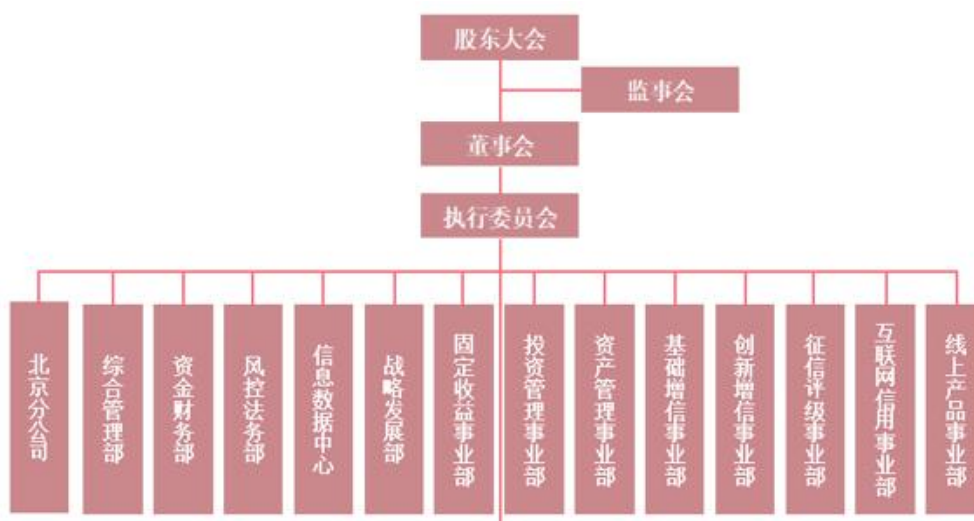
影响，筹资活动产生的现金流量转为净流出状态。公司 2018 年现金及现金等价物净增加额为 7.81 亿元，期末现金及现金等价物余额为 25.69 亿元。整体看，公司现金流较为充裕（见附录 2：表 7）。

2018 年，受投资资产规模下降的影响，公司净资本规模较 2017 年末有所增加。根据公司 2018 年末的资产状况，估算出公司净资本为 37.49 亿元，净资本比率为 61.66%（见附录 2：表 8）。由于公司增信业务规模有所下降，净资产及净资本增信倍数较上年末均有所下降，净资本覆盖率明显上升。截至 2018 年末，公司净资产增信倍数为 7.18 倍，净资本增信倍数为 11.65 倍，净资本覆盖率为 95.36%，需持续关注业务发展对公司资本充足性的影响。

七、评级展望

总体看，公司资本实力强，且拥有强大的股东背景，明确的市场定位与发展战略，基本形成了内控与风险管理架构，经营管理层具有较强的专业素质。近年来，公司业务实现稳步发展，市场竞争优势明显，收入来源趋于多元化，盈利水平稳步提升。另一方面，公司单笔增信业务金额较高，行业集中度较高，存在一定的业务集中风险；与政府融资平台合作较多，此类客户近年来受监管政策影响较大，需关注相关业务风险；投资资产规模较大，在经济下行、债券违约率上升的背景下，需关注相关信用风险。综上，根据公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

附录 1 组织架构图



附录 2 主要财务数据及指标

表 1 公司尚在责任期内增信业务余额分布

单位：亿元

项目种类	2018 年末	2017 年末	2016 年末
债券增信业务	386.00	359.00	159.50
金融产品增信业务	44.46	99.86	39.54
保本基金增信业务	-	11.59	13.15
借款类增信业务	6.31	8.55	-
合计	436.77	479.00	212.19

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 2 增信业务级别分布情况 单位：亿元、%

项目	2018 年末	
	增信金额	占比
AA+及以上	214.08	49.01
AA	192.91	44.17
无评级	29.79	6.82
合计	436.77	100.00

注：无评级增信业务中包含有内部评级的增信业务；因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

表 3 增信业务到期期限分布情况 单位：亿元、%

项目	2018 年末	
	增信金额	占比
1 年内	95.11	21.78
1—2 年（含 1 年）	131.53	30.11
2—3 年（含 2 年）	64.20	14.70
3—5 年（含 3 年）	115.93	26.54
5 年以上（含 5 年）	28.50	6.53
无固定到期期限	1.5	0.34
合计	436.77	100.00

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差

表 4 公司负债结构 单位：亿元

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
短期借款	1.50	-	-
卖出回购金融资产	0.36	6.23	3.89
应付债券	19.99	29.97	9.99
递延收益	6.74	8.78	3.36
其他类负债	7.93	6.24	2.06
合计	36.51	51.23	19.29

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 5 公司资产结构 单位：亿元

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
货币资金	1.82	2.01	0.07
投资资产	87.69	99.63	57.44
其中：交易性金融资产	53.36	25.63	12.40
可供出售金融资产	-	61.50	41.62
债权投资	29.25	-	-
持有至到期投资	-	4.71	-
衍生金融资产	0.02	0.01	0.01
贷款及应收款项类投资	-	7.00	2.50
买入返售金融资产	5.06	0.78	1.93
长期股权投资	0.49	0.10	1.48
应收账款	5.48	7.02	2.74
其他类资产	1.82	2.17	3.64
合计	97.31	110.91	63.65

注：公司 2018 年开始按照新准则规定进行会计处理，投资资产=交易性金融资产+衍生金融资产+债权投资+买入返售金融资产

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 6 公司收益指标 单位：亿元、%

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	11.54	7.96	4.77
主营业务收入	5.98	3.36	1.90
其中：增信业务收入	3.21	1.94	1.46
评级业务收入	1.45	0.71	-
财务顾问收入	0.77	0.48	0.40
受托资产管理收入	0.20	0.11	0.04
信用管理收入	0.19	0.07	-
数据服务收入	0.15	0.05	-
利息收入	1.16	0.40	0.24
投资收益	4.92	4.24	2.61
提取风险准备金	0.88	0.13	-
业务及管理费	4.60	2.95	1.56
利息支出	1.53	1.39	0.46
净利润	3.31	2.96	2.20
平均资产收益率	3.18	3.40	3.73
平均净资产收益率	5.50	5.70	5.06

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 7 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营活动产生的现金流量净额	0.64	3.89	1.78
投资活动产生的现金流量净额	25.32	-21.52	-3.97
筹资活动产生的现金流量净额	-18.20	30.36	2.44
现金及现金等价物净增加额	7.81	12.69	0.25
期末现金及现金等价物余额	25.69	17.88	5.20

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 8 公司资本充足性指标 单位：亿元、倍、%

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
增信余额	436.77	479.00	212.19
净资产	60.80	59.68	44.36
净资本	37.49	28.02	26.25
净资产增信倍数	7.18	8.03	4.78
净资本增信倍数	11.65	17.09	8.08
净资本比率	61.66	46.95	59.17
净资本覆盖率	95.36	65.00	137.44

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

附录 3 主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
投资资产	交易性金融资产+衍生金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+委贷及应收款项类投资+买入返售金融资产
累计代偿率	累计增信代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/增信代偿额
净资本	经调整的资产—经调整的负债
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
净资产增信倍数	增信余额/净资产
净资本增信倍数	增信余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/增信业务组合风险价值×100%

注：公司 2018 年开始按照新准则规定进行会计处理，投资资产=交易性金融资产+衍生金融资产+债权投资+买入返售金融资产

附录 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，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

附录 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 中证信用增进股份有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在中证信用增进股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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

联合资信将密切关注中证信用增进股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现中证信用增进股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

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

联合资信将指派专人及时与中证信用增进股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。