

信用等级公告

联合[2017] 580 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 2017 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

2017 年度第一期中期票据信用等级为

AAA

特此公告。



江阴城市建设投资有限公司

2017 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

本期中期票据发行金额: 15 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和之后每满 3 年之各付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2017 年 4 月 24 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
现金类资产(亿元)	33.77	52.82	49.43	76.72
资产总额(亿元)	485.12	563.09	605.77	634.76
所有者权益(亿元)	181.65	183.44	188.93	195.08
短期债务(亿元)	75.59	91.31	79.81	74.18
长期债务(亿元)	130.77	152.13	188.87	219.99
全部债务(亿元)	206.36	243.43	268.68	294.16
营业收入(亿元)	7.77	8.74	9.30	6.15
利润总额(亿元)	4.79	4.76	4.82	6.04
EBITDA(亿元)	6.66	7.02	6.90	--
经营性净现金流(亿元)	-44.55	8.91	6.58	20.63
营业利润率(%)	64.38	58.58	57.88	39.23
净资产收益率(%)	2.66	2.63	2.53	--
资产负债率(%)	62.55	67.42	68.81	69.27
全部债务资本化比率(%)	53.18	57.03	58.71	60.13
流动比率(%)	618.26	589.71	672.33	740.97
经营现金流/全部债务(%)	-57.01	9.36	7.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	30.96	34.67	38.95	--

注: 2016 年 1~6 月财务数据未经审计。

分析师

黄静雯 黄海伦

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

江阴城市建设投资有限公司(以下简称“公司”)是江阴市基础设施建设的重要主体。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其在基础设施建设领域具有区域专营性, 且获得江阴市政府在项目管理费、资产划拨和政府回购等方面的大力支持。联合资信同时也关注到公司投资项目均由政府委托, 投资活动受政府决策影响大以及公司存货及其他应收款在资产总额中占比高、债务规模大、担保比率高等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

随着江阴市财政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, 盈利水平有望提升, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具, 同时, 赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增”)为本期中期票据本金、相应票面利息及按照递延支付利息条款已经递延的所有利息产生的孳息、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, 经联合资信评定, 中债增主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 该信用等级反映了中债增担保实力极强, 显著提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖能力好。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据不能偿

还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 江阴市经济发达，作为县级城市，其地方财力规模较大。
2. 公司是江阴市城市基础设施建设的重要主体，在基础设施建设领域具有区域专营性。
3. 近年来，公司得到了江阴市政府在项目管理费、资产划拨和政府回购等方面的持续有力支持，公司管理费收入稳定。
4. 公司经营活动现金流入量规模较大，对本期中期票据的保障能力好。

关注

1. 公司存货中在建、已完工政府项目规模大，受江阴市财政资金安排影响，江阴市政府对公司竣工后满10年的项目回购进度安排放缓，对暂未回购的上述项目继续支付管理费。
2. 公司其他应收款主要为以前年度已结算未回款的款项以及与其他国资公司的往来款；存货和其他应收款在资产总额中占比大，对公司资金形成较大占用，公司资产质量一般，资产流动性弱。
3. 公司债务规模逐年增长，债务负担偏重，存在一定短期支付压力；公司担保比率高，存在一定或有负债风险。
4. 本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，与普通债券存在一定差异。

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。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

江阴城市建设投资有限公司

2017 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，原始注册资本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2016年6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（见附件1-1）。

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。

截至2016年6月底，公司本部下设组织人事部、规划部、综合管理部、项目管理部、融资部、计划财务部、资金管理部等七个职能部门（见附件1-2），拥有2家全资子公司和2家控股子公司。

截至2015年底，公司（合并）资产总额605.77亿元，所有者权益188.93亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2015年公司实现营业收入9.30亿元，利润总额4.82亿元。

截至2016年6月底，公司（合并）资产总额634.76亿元，所有者权益195.08亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2016年1~6月公司实现营业收入6.15亿元，利润总额6.04亿元。

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

公司计划注册并发行 2017 年度第一期中期票据 15.00 亿元（以下简称“本期中期票据”），募集资金将用于归还有息债务。中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）为本期中期票据本金、相应票面利息及按照递延支付利息条款已经递延的所有利息产生的孳息、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。

本期中期票据为永续中票，在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

本期中期票据的期限和赎回条款

本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行后第 3 个和之后每满 3 年之各付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前 30 个工作日，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息媒体上刊登《赎回公告》，同时通知上海清算所。

本期中期票据的利率确定方式

本期中期票据采用固定利率计息，前 3 个计息年度内保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。其中前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如果公司在第 3 年不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始，票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日上海清算所网站（www.shclearing.com.cn）及其他交易商协会认可的网站公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。初始利差=首个三年期间票面利率-初始基准利率。

每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

本期中期票据的清偿顺序

本期中期票据的本金和利息在公司破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

本期中期票据的利息递延支付条款

本期中期票据每个付息日，除非发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果公司在某个付息日选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。付息日前 12 个月内，公司如果向股东分红或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向股东分红或者减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，自第 4 个计息年度起，票面利率每 3 年重置一次，每次利率重置后，票面利率将为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。（按照目前市场定价，300 个基点高于 AA⁺企业与 AA 企

业发行 3 年期债券利率的利差）从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 考虑到利息递延时的罚则，即公司在某个付息日选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，该条款保障了递延利息支付可能性小。

(4) 本期中期票据在除公司向股东分红或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。

综合以上分析，本期中期票据含可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据含清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小，本期中期票据均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资稳中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，

较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，

促进新旧动能的转换,在着力稳增长的同时注重风险防范,全年 GDP 增速或有所下降,但预计仍将保持在 6.5%以上,通胀水平将略有回升,就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

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。近些年,全国各地地区城市建设资金来源和渠道日益丰富,城市基础设施建设规模不断扩大,建设水平迅速提高,城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者,但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下,地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”)的颁布,城投公司的融资职能逐渐剥离,仅作为地方政府基础设施建设运营主体,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

20世纪90年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位,支持有条

件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年,在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后,为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险,国家通过对融资平台及其债务的清理、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,从而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年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为,要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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,以下简称“《351号文》”)对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下,全国地方政府性债务得以明确,随着政府债务的置换,城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年,地方政府债券发行工作得到落实,政府债务置换工作有序推进,同时为保障城投公司融资能力,确保在建项目的持续推进,国家发布了系列融资政策,使得城投公司面临相对宽松的融资环境,城投公司短期周转能力有所增强,流动性风险得以缓释。

2016年,国家继续推行地方政府债券的发行工作,同时为加强地方政府性债务管理,国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》(国办函【2016】88号,以下简称“《88号文》”),对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外,财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》(财预【2016】152号,以下简称“《152号文》”),依据不同债务类型特点,分类提出处置措施,明确地方政府偿债责任,是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性,已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换

的可能性，而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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的融资政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着融资平台公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的

重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济概况

（1）区域概况

江阴市位于长江三角洲中部，面积987.53平方公里，北濒长江，南临太湖，西连常州，东邻苏州，距上海、南京各150公里左右，是一座滨江港口城市。江阴市下辖3个街道、10个镇、2个经济开发区，1个国家高新区。2015年末，江阴市全市户籍总人口124.1万人，城市建成区面积125平方公里。

江阴市北枕长江，有长江公路大桥与泰州市市相连；南近太湖，有锡澄高速公路与无锡市相接；东接苏州；西连常州，地处苏锡常“金三角”几何形中心，是长江下游集水、路、铁于一体，江、河、湖、海联运的重要交通枢纽城市。

（2）区域经济及财政实力

根据《2016年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2016年全年江阴市实现地区生产总值3083.3亿元，按可比价格计算，比上年同期增长7.4%。按常住人口计算人均生产总值达到18.8万元，按现行汇率折算达到2.8万美元。2016年以来，江阴市产业结构持续优化。全市实现第二产业增加值1681.0亿元，增长7.1%；第三产业增加值1357.9亿元，增长8.3%。三次产业比例调整为1.5:54.5:44.0，第三产业增加值占GDP比重比上年提高0.6个百分点。

2016年,江阴市投资呈现平稳增长。全年固定资产投资完成1133.0亿元,增长0.4%。第一产业投资5.6亿元,下降16.9%,第二产业投资495.4亿元,下降3.7%,第三产业投资632.1亿元,增长4.1%。分投资主体看:国有企业投资247.7亿元,增长23.6%;民营企业投资735.5亿元,下降9.9%;外商及港澳台投资149.8亿元,增长33.9%。

2016年,江阴市房地产市场有所回暖。全年完成房地产开发投资281.1亿元,增长8.0%;商品房施工面积1532.6万平方米,下降11.3%;房屋新开工面积276.9万平方米,下降10.8%;房屋建筑竣工面积261.0万平方米,下降24.6%。商品房销售面积233.1万平方米,增长10.2%,其中商品房现房销售面积80.6万平方米,增长17.4%,住宅69.1万平方米,增长31.6%;商品房期房销售面积152.4万平方米,增长6.7%,住宅145.7万平方米,增长16.6%。商品房销售成交总额169.3亿元,增长13.5%;其中住宅销售额151.3亿元,增长26.5%。

2016年,江阴市财政收支总体稳定,全年实现一般公共预算收入229.91亿元,增长5.0%,其中税收收入191.20亿元,增长6.0%;政府性基金收入16.98亿元,增长0.1%;其中土地出让金13.16亿元,增长25.0%;上划中央四税收入176.7亿元,下降3.5%。实现一般公共预算支出226.3亿元,增长10.2%,其中政府性基金预算支出27.8亿元,增长53.2%;国有资本经营预算支出1.3亿元。总体看,江阴市财政收入有所增长,整体财政实力较强。

表1 江阴市2014~2016年地方可支配收入

(单位:亿元)

科目	2014年	2015年	2016年
一般公共预算收入	200.66	218.92	229.91
其中:税收收入	164.88	180.31	191.20
非税收入	35.78	38.61	38.71
基金收入	198.43	16.95	16.98
土地出让收入	150.99	10.52	13.16
其他	47.44	6.43	3.82
上级补助收入	25.95	26.89	24.99

返还性收入	14.48	14.76	8.84
一般性转移支付	0.22	1.17	1.60
专项转移支付	11.25	10.96	14.55
预算外财政专户资金	8.71	1.70	1.56
地方可支配收入总计	433.75	264.46	273.44

资料来源:江阴市财政局

江阴市债务由直接债务和可能承担一定救助责任的债务构成。截至2016年底,江阴市政府直接债务余额119.52亿元,主要为国内金融机构借款30.74亿元(全部为由财政承担偿还责任的融资平台公司借款)和债券融资88.73亿元(其中5.40亿元为由财政承担偿还责任的融资平台债券融资,83.33亿元为中央代发地方政府债券);江阴市政府可能承担一定救助责任的债务105.88亿元。截至2016年底,江阴市政府全部债务余额172.46亿元(直接债务余额+担保债务余额×50%+可能承担一定救助责任的债务×50%),债务率为63.07%((地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%),较上年有所下降(2015年为68.42%),债务负担一般。

表2 截至2016年底江阴市地方政府债务情况

(单位:亿元)

地方债务(截至2015年底)	金额
(一)直接债务余额	119.52
1.外国政府贷款	
2.国际金融组织贷款	
3.国债转贷资金	0.04
4.农业开发借款	
5.解决地方金融风险专项借款	
6.国内金融机构借款	30.74
(1)政府直接借款	
(2)由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	30.74
7.债券融资	88.73
(1)中央代发地方政府债	83.33
(2)由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	5.40
8.粮食企业亏损挂账	
(二)担保债务余额	
(三)可能承担一定救助责任的债务	105.88
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%+(三)×50%	172.46
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%	63.07%

资料来源:江阴市财政局

总体来看，江阴市经济平稳运行，地方财政实力较强，地方政府债务负担一般。

五、基础素质分析

1. 股东背景

截至2016年6月底，公司注册资本10.00亿元，其中江阴市财政局、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. 企业规模与竞争优势

公司是由江阴市财政局和江阴市发展和改革局投资设立的国有企业，主要从事江阴市城市基础设施建设，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，作为投资主体和项目发包方，对项目进行投资管理，是江阴市政府的重要投融资主体，在江阴市城市建设领域具有重要地位。

3. 人员素质

公司实行董事会领导下的总经理负责制，主要高级管理人员包括董事长、总经理、董事共4人。

公司董事长兼总经理薛菁女士，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。现任江阴城市建设投资有限公司董事长、总经理。

截至2016年6月底，公司合并口径拥有在职职工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岁以上的占13.79%；按拥有的技术职称分，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。

总体看，公司高管人员具有政府工作背景和较高的学历水平，相关管理经验丰富，管理

水平较高。公司的员工整体专业素质较高，构成与公司业务特征相符，能满足日常工作需要。

4. 政府支持

公司作为江阴市城市基础设施建设的重要主体，得到了江阴市政府在业务和资产划拨等方面的大力支持。

资金支持

根据江阴市人民政府2005年12月31日下发的《江阴市人民政府关于江阴城市建设投资有限公司（关于向代建市政府工程收取项目管理费的申请）的批复》（澄政发【2005】135号），江阴市政府与公司签订代建工程项目代建合同，从代建工程项目竣工决算的次月起10年内，公司可以每年按照该项目竣工决算金额的6%计提项目管理费，项目管理费一年一计，由市财政局汇算拨付，计入公司“营业收入”科目。2013~2015年，公司确认的项目管理费收入分别为5.43亿元、5.62亿元和5.93亿元（2015年包括满10年未回购项目管理费收入0.14亿元），截至2016年6月，公司已收到2015年项目管理费资金5.93亿元，计入销售商品、提供劳务收到的现金科目。

截至2012年底，江阴市财政局欠公司的代建工程款43.19亿元（计入“其他应收款”科目），计划于2013~2015年分别归还15.00亿元、15.00亿元和13.19亿元，并将该还款计划列入年度预算，以确保按时偿还，同时承诺以后年度将按时支付新增代建工程款项。2013~2014年，公司已收到上述代建工程款返还合计31.03亿元。截至2016年6月底，公司已收到上述2015年代建工程款返还9.51亿元，剩余2.65亿元将于2016年全部收回。

2013~2015年和2016年1~6月，公司收到政府补助款分别为5.00亿元、5.00亿元、5.00亿元和5.00亿元（反映在“收到其他与经营活动有关的现金”）。

资产划拨

2011 年江阴市政府向公司拨入资产 53.41 亿元，其中国有土地使用权 40.23 亿元（占 75.32%），主要是根据澄国资发【2011】40 号文，公司获得划拨的江阴北门地区改造项目的土地使用权（分别在“存货”和“资本公积”科目中反映）。

根据江阴市政府《关于江阴城市建设投资有限公司拨用国有建设用地的通知》（澄国土前拨【2012】21 号、22 号），公司获得澄江街道范围内的 17.6755 公顷以及夏港街道葫桥村 8.6667 公顷的国有建设用地使用权用于地块内“三通一平”等基础设施前期开发整理建设（分别在公司“存货”和“资本公积”科目中反映）。

根据江阴市人民政府国有资产监督管理委员会《关于土地划拨冲销往来的通知》（澄国资发【2012】25 号），江阴市政府同意将总面积为 96662 平方米的鲋鱼港路 38 号地块（评估价值为 11.81 亿元）划拨给公司，用于冲销公司与江阴市财政局的往来款（分别在公司“存货”和“其他应收款”科目中反映）。

根据江阴市人民政府国有资产监督管理委员会《关于土地划拨的通知》（澄国资复【2013】12 号），江阴市政府同意将面积为 12857 平方米的澄江街道谢园村地块（评估价值为 0.38 亿元）划拨给公司（分别在公司“存货”和“资本公积”科目中反映）。

根据江阴市人民政府国有资产监督管理委员会《关于股权无偿划转的通知》（澄国资发【2013】28 号），江阴市政府同意将江阴市澄江环境卫生管理所持有江阴市环境卫生发展有限公司的 80% 股权，以及江阴市澄江环境卫生管理所工会持有江阴市环境卫生发展有限公司的 20% 股权无偿划转给公司。上述江阴市环境卫生发展有限公司已纳入公司 2013 年审计报告合并范围。

根据江阴市人民政府国有资产监督管理委员会《关于无偿划转国有产权的通知》（根

据澄国资复【2011】33 号），将市土地勘探队持有江阴市大地造田有限公司的 80% 股权、市国土资源局持有江阴市大地造田有限公司的 20% 股权，无偿划转给公司。上述划入公司已纳入公司 2015 年审计报告合并范围。

根据江阴市人民政府国有资产监督管理委员会《关于股权无偿划转的通知》（根据澄国资发【2013】28 号），江阴市政府同意将无偿划转方式将就江阴市市属集体资产管理办公室持有的江阴金财铁路投资管理有限公司 91% 的股权划转给公司。上述划入公司已纳入公司 2015 年审计报告合并范围。

项目回购

根据江阴市建设局以及江阴市交通局经江阴市人民政府授权与公司签署的《投资建设与收购（BT）协议书》（以下称“《BT 协议》”）的约定，公司以投资建设与收购（BT）方式运作江阴市城区道路工程、芙蓉大道西段（含扬子江路）工程、长山大道南延段一期工程、暨南大道一期工程。收购金额包括《BT 协议》约定的工程项目建设投资总额和江阴市人民政府依据《BT 协议》支付给公司的投资利息。其中，项目投资总额共计 47.32 亿元，政府收购价款共计 74.83 亿元，分期支付。江阴市人大常委会已批准上述政府收购价款列入政府年度财政预算。根据《BT 协议》的相关要求，江阴市建设局和江阴市交通局需在 2010 年至 2018 年每年的 5 月 30 日向公司支付当期应收账款回款资金（包括建设投资资金和投资利息）划入《账户及资金监管协议》规定的应收账款监管账户。根据公司提供资料显示，江阴市建设局及江阴市交通局已分别于 2010~2015 年向公司划拨应收账款回款资金总计 23.7 亿元（2014 年前的回款反映在“收到其他与筹资活动有关的现金”；其中 2015 年公司收到回款 3.55 亿元反映在“收到其他与经营活动有关的现金”），应收账款回款到账资金总额高于 2010~2015 年计划回款金额 21.30 亿元，符合《BT 协议》相关规定。截至 2016 年

8 月底，公司已收到当年全部回款 27.21 亿元。

根据江阴市人民政府 2005 年 12 月 31 日下发的《江阴市人民政府关于江阴城市建设投资有限公司（关于向代建市政府工程收取项目管理费的申请）的批复》（澄政发【2005】135 号）文件第四条，江阴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。2013~2015 年，政府分别以 2.23 亿元、3.01 亿元和 3.17 亿元（确认为当年收入，并反映在下一年“销售商品、提供劳务收到的现金”）共回购了 28 个竣工决算已满 10 年的市政工程项目（实际应回购共计 52 个），每年回购项目对于总投资分别为 2.21 亿元、3.01 亿元和 3.17 亿元，但低于公司竣工后满 10 年项目的回购计划，回购执行情况有待改善。未来若出现公司收取的管理费无法覆盖当年本息支出，或其他资金周转问题，江阴市政府将以回购形式收购公司代建资产为公司提供资金支持。

根据江阴市人民政府 2016 年 6 月 30 日下发的《市政府关于修订澄政发【2005】135 号文件的通知》（澄政发【2016】36 号），原文件规定的“市政府同意在市政工程项目竣工满 10 年后，公司可选择不低于原决算价格出售该项目资产给市政府或取得该项目资产的经营权”修订为“市政府同意在市政工程项目竣工满 10 年后，公司以不低于原决算价格出售该项目资产给政府，并且在市政府未回购该项目前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）”。

总体来看，政府对公司给予了较大力度的支持，为其未来业务发展提供持续稳定的资金及配套支持。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1032028100062020V），

截至 2017 年 3 月 16 日，公司无未结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

六、管理分析

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，职工代表 2 人。

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. 管理水平

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、融资管理有其

浓重的政府运作特征。

项目管理

作为江阴市政府项目代建单位，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，建设资金由财政安排，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，负责各相关资金管理工作，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。

总体来看，公司为江阴市城市基础设施建设 的投融资主体，公司经营管理受政府决策影响和支持力度大，管理具有浓厚的政府特征。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营业务包括江阴市区域内城市基础设施建设和保障房建设，其中基础设施由江阴市政府支付代建管理费并回购。

2013~2015 年，公司营业收入呈逐年增长趋势，分别为 7.77 亿元、8.74 亿元和 9.30 亿元。公司自成立以来，主要收入来源于为政府代建所获取的管理费收入和代建项目回购收入，近三年上述业务收入合计分别占当期营业收入的 98.57%、98.72%和 97.77%。

2013~2015 年公司整体毛利率逐年下降，分别为 70.04%、64.18%和 63.45%，系由于毛利率低的代建项目回购业务收入逐年增加，使得公司营业收入中毛利率高的项目管理费占比逐年下降所致。公司其他业务收入主要为环卫工程结算收入和房屋租金收入；同时，房屋租赁毛利率为负导致其他业务板块的毛利率为负，系公司本部的投资性房地产为提供给机关单位的办公用房，租金收入很少，但房屋折旧费用照常计入营业成本导致。

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 6.15 亿元，为 2015 年全年的 66.06%，主要为项目管理费收入（占 43.11%）和代建项目回购收入（占 55.57%），其他业务收入为环卫工程结算收入和租赁收入共计 814.53 万元。毛利率方面，公司代建项目回购为-3.96%，主要系营改增使得部分缴税计入成本所致，公司企业其他业务毛利率 55.73%，主要系部分成本未结转所致。

表3 公司近年各业务板块收入构成情况（单位：万元、%）

项 目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目管理费	54333.47	69.89	100.00	56160.56	64.25	100.00	59257.27	63.70	100.00	26490.57	43.11	100.00
其中：满10年暂未回购项目管理费	--	--	--	--	--	--	1433.66	1.54	100.00	466.55	0.76	100.00
代建项目回购	22298.16	28.68	0.99	30130.00	34.47	0.03	31691.78	34.07	0.10	34145.53	55.57	-3.96
其他	1106.64	1.42	-9.29	1121.82	1.28	-6.40	2071.26	2.23	-12.71	814.53	1.33	55.73
合计	77738.27	100.00	70.04	87412.38	100.00	64.18	93020.31	100.00	63.45	61450.63	100.00	41.11

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营

基础设施建设

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，与市政府就代建工程项目签订代建合同，明确建设资金的筹措和代建事宜的安排。公司基础设施建设板块的主要业务模式是每年年初根据江阴市政府年度政府投资项目计划签订的委托代建协议，由江阴市政府与公司签订代建管理协议；按照协议要求，由公司负责具体建设管理工作，并承担融资职能。公司基础设施建设方面资金来源主要由江阴市财政局拨款及自身融资两个方面组成。江阴市财政局根据历年及当年建设项目数量、规模、资金支付计划等因素安排拨付委托建设资金，并列入年度财政预算，经审核后予以支付，其余建设资金由公司通过融资筹集（2012年以前，根据代建协议，剩余尚未支付的项目工程款，在项目竣工决算后，根据双方确认后的未付建设项目款，由江阴市财政局在不超过5年期限内的开发建设资金预算中安排拨付）。

根据江阴市人民政府下发的《江阴市人民政府关于江阴城市建设投资有限公司（关于向代建市政府工程收取项目管理费的申请）的批复》（澄政发【2005】135号），公司每年按代建项目已竣工决算金额的6%收取项目管理费，收取项目管理费的期限为工程竣工决算的次月起10年内。

2012年开始，根据澄政发【2005】135号和澄政发【2011】138号文，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（2013年审计报告调整至存货科目核算），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；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。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。

2015年开始，根据澄政发【2005】135号和澄政发【2016】36号文，对于竣工满10年且市政府尚未回购的项目，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）。

项目管理费方面，一年一计，由市财政局汇算拨付，确认公司营业收入，公司将于确认收入的第二年收回全部款项资金，2013~2014年，公司分别确认项目管理费收入5.43亿元和5.62亿元，全部为项目竣工未满10年的代建管理费。2015年，公司确认项目管理费收入5.93亿元，其中项目竣工未满10年的代建管理费5.79亿元、竣工满10年但尚未回购项目的管理费0.14亿元。回款方面，2013~2014年均已全额收回，2015年管理费已收到5.93亿元（2016年3月、4月和6月分别收到0.80亿元、1.90亿元和3.23亿元），均计入销售商品、提供劳务收到的

现金科目。

表 4 截至 2016 年 6 月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	527	349.25	168.47	180.78
城市管网	49	39.63	11.05	28.58
其他市政 资产	734	169.24	65.66	103.58
合计	1310	558.12	245.18	312.94

资料来源: 公司提供

截至2016年6月底,公司共承接基础设施代建项目1310个,完工528项,完工项目总投资额245.18亿元;公司累计决算项目金额合计198.31亿元,除政府回购或划出部分外,剩余完工结算项目150.98亿元均计入“存货——开发产品”科目。

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。截至2015年底,市政府应付回购款20.53亿元,实际回购14.01亿元,剩余6.52亿元未回购。2016年1~6月,市政府以3.55亿元(其中收入部分3.41亿元,其余为增值税)回购2014年和2015年项目。受市财政资金安排影响,上述模式回购执行情况较差,故2016年江阴市财政局承诺将逐年回购一定规模的上述项目,同时对于竣工满10年且市政府尚未回购的项目,继续按竣工决算金额的6%收取项目管理费。

暂未回购代建项目继续收取管理费方面,该项收入计入项目管理费收入。2015年,公司该方面收入0.14亿元,均已根据原有计划按期执行,2016年1~6月,暂未回购项目管理费收入0.05亿元。

表 5 公司 2012 年后竣工满 10 年项目回购安排 (单位: 万元)

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
回购金额	21116.72	22298.16	30130.00	31691.78	33276.37	34940.19	36687.20	
暂未回购 项目管理费	--	--	--	1433.66	2640.75	12368.54	22061.50	
小计	21116.72	22298.16	30130.00	33125.44	35917.12	47308.73	58748.70	
年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
回购金额	38521.56	40447.63	42470.02	44593.52	46823.19	49164.35	51622.57	
暂未回购 项目管理费	21817.45	22053.59	27462.13	28375.78	31087.34	34847.49	31808.09	
小计	60339.01	62501.22	69932.15	72969.30	77910.53	84011.84	83430.66	
年份	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	合计
回购金额	54203.70	56913.88	59759.58	62747.56	65884.93	69179.18	72638.14	965110.23
暂未回购 项目管理费	28616.72	27765.79	24247.30	20552.90	16673.77	12600.68	8323.95	37737.43
小计	82820.42	84679.67	84006.88	83300.46	82558.70	81779.86	80962.09	1002847.66

注: 随着公司新建项目开工, 2023 年及以后竣工满 10 年项目总投资额将有所变化, 则上表中相关年份暂未回购项目管理费金额会变动。

资料来源: 公司提供

近年来, 公司为江阴市政府代建了一系列重大市政建设和城市改造工程, 业务及企业规模快速扩张, 但公司垫付资金较大, 政府对代建项目回购周期较长。

保障房业务

公司具有房地产开发暂三级资质(证书编号: 无锡KF11251号)。2011年公司受江阴市政府委托, 建设江阴市第四期经济适用房、廉租房和公共租赁住房项目。该项目经江阴市发展和改革委员会《关于江阴城市建设投资有限公

司建设江阴市第四期经济适用住房、廉租房和公共租赁住房项目可行性研究报告的批复》(澄发改投【2011】122号)批准。公司拟建设19万平方米经济适用房, 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%。同时, 公司拟建设9.12万平方米的廉租房和20.9万平方米的公租房, 公司持有该物业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，本期廉租房按照每月2元/平方米收取。

公司负责建设的江阴第四期经济适用房、廉租房和公共租赁住房项目，拟建地位于江阴市规划中的夏东路东、毗陵路南、西外环路西、芙蓉大道北侧，项目用地总面积18.07万平方米，共建成保障性住房4034套，其中，经济适用房1870套，廉租房和公共租赁住房2164套，项目总投资15.84亿元，预计将于2016年内完成。公司于2012年6月成功发行9亿元“12江阴城投债”全部用于公司保障房建设，占项目总投资额的56.82%，其余资金由公司自筹。该项目已于2012年12月动工，截至2016年6月底，项目土建施工基本完成，已完成进度90%，实际支付工程款8.73亿元（计入“存货——开发成本”科目），计划将于2016年10月完工。项目建成后，预计经济适用房可实现销售收入12.10亿

元，公租房和廉租房每年可实现租金收入0.47亿元。

3. 未来发展

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投资建设这一职能，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。

项目投资

公司未来的投资主要包括在建工程项目的持续投资以及已承接工程但尚未开工项目的未来投资。公司目前在建项目及已承接但未开工项目投资总额共计312.94亿元，截至2016年6月底已完成投资284.70亿元，剩余投资计划在2020年前完成，资金来源于公司自筹、银行贷款和财政资金。未来公司投资规模逐年下降。

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 2016 年 6 月底 已投资	计划投资				
				2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
在建工程项目	路桥资产	180.78	166.59	3.55	4.26	4.26	2.12	--
	城市管网	28.58	25.62	0.74	0.89	0.89	0.44	--
	其他市政资产	103.58	92.49	2.77	3.33	3.33	1.66	--
合计		312.94	284.70	7.06	8.48	8.48	4.22	--

注：公司在建的第四期保障房工程计入表中“其他市政资产”类别。

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目未来投资支出有所回落，新建项目受政府决策影响大。

八、财务分析

公司提供了2013~2015年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对2013年财务报告进行了审计，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计对2014~2015年财务报告进行了审计²，均出具了标准无保留意见审计结论。2016年1~6月财务报表未经审计。

2013~2015年，公司合并范围有所变动，但变化规模较小，公司近三年数据的可比性较强。

截至2015年底，公司（合并）资产总额605.77亿元，所有者权益188.93亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2015年公司实现营业收入9.30亿元，利润总额4.82亿元。

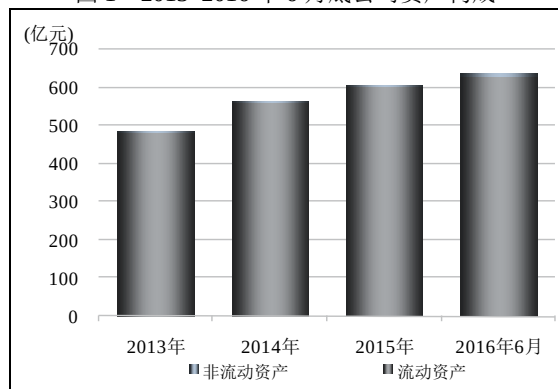
截至2016年6月底，公司（合并）资产总额634.76亿元，所有者权益195.08亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2016年1~6月公司实现营业收入6.15亿元，利润总额6.04亿元。

²2014年江阴市政府统一要求发行债券的国资单位由天衡会计师事务所审计。

1. 资产质量

2013~2015年底，公司资产总额稳步增长。截至2015年底，公司资产总额605.77亿元，其中流动资产占比99.18%，公司资产结构以流动资产为主。

图1 2013~2016年6月底公司资产构成



数据来源：公司审计报告及公司提供

流动资产

2013~2015年底，公司流动资产不断增长，年均复合增长11.51%，主要系存货不断增长所致。截至2015年底，公司流动资产600.78亿元，以货币资金（占7.65%）、应收账款（占1.55%）、其他应收款（占6.61%）和存货（占83.61%）为主。

2013~2015年底，公司货币资金快速增长，年均复合增长18.58%。截至2015年底，公司货币资金45.94亿元，其中银行存款42.79亿元。公司使用受限的资金3.15亿元。

2013~2015年底，公司应收账款不断增长，年均复合增长10.19%。截至2015年底，公司应收账款9.33亿元，其中9.30亿元为应收大股东江阴市财政局的代建工程项目管理费和回购款，且账龄全部在1年以内，坏账风险低，公司未计提坏账准备。

2013~2015年底，公司其他应收款有所波动，年均复合增长1.05%。截至2015年底，公司其他应收款39.72亿元，主要包括公司与江阴市新农村建设发展有限公司、江阴市土地储备中心等往来款，以及公司代建的大量市政工程完工结算后，应向江阴市财政局收取的完工代建项目工程款。公司计提坏账准备分为应

收关联方款项（占6.63%）和按组合计提坏账准备的其他应收款（占93.37%），其中按组合计提坏账准备的其他应收款按照账龄分析法计提坏账准备，其中1年以内占90.28%，1~2年的占0.84%，2~5年的占6.73%，5年以上占2.15%，公司对该部分其他应收款计提坏账准备共计1.41亿元，计提比例为3.68%，计提较为充分。从欠款客户集中度来看，截至2015年底，公司欠款金额前五名客户合计欠款总额36.21亿元，占94.29%，集中度高。

截至2012年底，江阴市财政局欠公司的代建工程款43.19亿元（计入“其他应收款”科目），2013~2014年，江阴市财政局已按承诺返还代建工程款合计31.03亿元；截至2014年底，江阴市政府欠公司的代建项目工程款12.16亿元，已于2015年内返还9.51亿元，剩余2.65亿元江阴市财政局将在2016年进行结算，联合资信将对上述还款计划保持持续关注。另外，2015年，公司其他应收款规模有所下降，联合资信将重点关注其变动情况。

表7 截至2015年底其他应收款前五名明细
(单位：万元、%)

债务人	金额	占比	款项内容
江阴市新农村建设发展有限公司	156852.59	40.84	往来款
江阴市土地储备中心	135000.00	35.15	往来款
江阴市财政局	27258.22	7.10	代建项目工程款
江阴经济开发区投资开发有限公司	24000.00	6.25	往来款
江阴经济开发区财政审计局	19000.00	4.95	往来款
合计	362110.81	94.29	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015年底，公司存货年均复合增长11.81%。截至2015年底，公司存货共计502.31亿元，以开发成本、开发产品为主，包含少量工程施工。截至2015年底，公司开发成本351.32亿元，包括政府划拨的北门地区、澄江镇黄山村地区、澄江街道皮弄村地区、夏港街道葫桥村改造及澄江街道谢园村改造项目的土地使用权76.78亿元、公司于2014年购买霞客镇街道地区改造、顾山地区改造项目的土地

使用权8.66亿元和在建的代建项目265.88亿元；公司开发产品150.98亿元。公司存货未计提跌价准备。

表8 截至2015年底公司在建的代建资产明细
(单位: 万元)

项目	金额
路桥资产	1538606.41
城市管网	287619.50
其他市政资产	832605.83
合计	2658831.74

资料来源: 公司审计报告

表9 截至2015年底公司已完工的代建项目明细
(单位: 万元)

项目	金额
路桥资产	1047467.46
城市管网	37400.54
其他市政资产	424882.17
合计	1509750.17

资料来源: 公司审计报告

非流动资产

2013~2015年底, 公司非流动资产波动增长, 年均复合增长58.67%。截至2015年底, 公司流动资产4.99亿元, 其中可供出售金融资产2.00亿元(为公司对江苏招银城市发展基金有限公司投资)、投资性房地产1.37亿元和固定资产1.06亿元。

截至2016年6月底, 公司资产总额634.76亿元, 较2015年底增长4.79%; 其中流动资产627.70亿元, 占98.89%, 资产结构变化不大; 其中货币资金、存货规模增加较多; 应收账款、其他应收款规模快速下降, 其余科目较2015年底变化不大。截至2016年6月底, 公司货币资金72.02亿元, 较2015年底增长56.79%, 主要系市政府对公司上半年确认的收入及时拨付并提前支付了2016年回购款, 同时部分应收往来款收回, 其中使用受限资金0.50亿元(用于开具银行承兑汇票); 应收账款0.41亿元, 较2015年底下降95.66%, 主要系市政府对原欠公司管理费和回购收入及时拨付所致; 其他应收款20.81亿元, 较2015年底下降47.61%, 主要系公司与江阴市新农村建设发展有限公司

和江阴市土地储备中心往来款减少所致; 可供出售金融资产较2015年底增加2亿元, 系公司对江苏招银城市发展基金有限公司追加投资。

总体来看, 公司近年来资产总额稳步增长。公司资产中流动资产占比极大, 且流动资产以存货为主, 存货中代建项目回款周期长, 货币资金规模较大且快速增长, 其他应收款以往来款为主且对公司资金占用较大。整体看, 公司资产质量一般, 资产流动性弱。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

2013~2015年底, 公司所有者权益较为稳定, 年均复合增长1.98%, 主要源于未分配利润增加所致。截至2015年底, 公司所有者权益合计188.93亿元(其中少数股东权益0.04亿元), 其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占5.29%、86.00%、2.03%和6.68%。截至2015年底, 公司实收资本10.00亿元。

截至2016年6月底, 公司所有者权益195.08亿元, 其中少数股东权益0.04亿元; 所有者权益构成较2015年底变化不大。

负债

2013~2015年底, 公司负债规模快速增长, 年均复合增长17.20%。截至2015年底, 公司负债总额416.85亿元, 其中流动负债占21.44%, 非流动负债占78.56%。公司非流动负债占比较高。

2013~2015年底, 公司流动负债波动增长, 年均复合增长6.93%。截至2015年底, 公司流动负债89.36亿元, 主要以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主, 分别占7.15%和83.40%。

2013~2015年底, 公司短期借款持续下降, 年均复合下降71.78%。截至2015年底, 公司短期借款2.14亿元, 其中质押借款1.30亿元, 保证借款0.84亿元。

2013~2015年, 公司其他应付款快速上涨,

年均复合增长138.85%。截至2015年底，公司其他应付款6.39亿元，同比增长348.63%，主要系公司与江阴市财政局、财政集中支付中心暂存工程款、江阴市地产开发事务所往来款大幅增长所致。

随着公司部分应付债券陆续到期，公司一年内到期的非流动负债快速增长，三年年均复合增长23.68%，2015年底为74.52亿元，其中一年内到期的长期借款45.30亿元、一年内到期的长期应付款2.42亿元、一年内到期的应付债券26.80亿元（全部为2015年新增，包括“09江阴城投债”于2016年9月到期兑付全额本金25亿元、“12江阴城投债”于2016年6月到期兑付部分本金1.8亿元）。

2013~2015年底，公司非流动负债快速增长，年均复合增长20.56%，系公司长期借款和长期应付款快速增长所致。截至2015年底，公司非流动负债合计327.49亿元，其中长期借款、应付债券和长期应付款分别占41.67%、16.00%和42.33%。

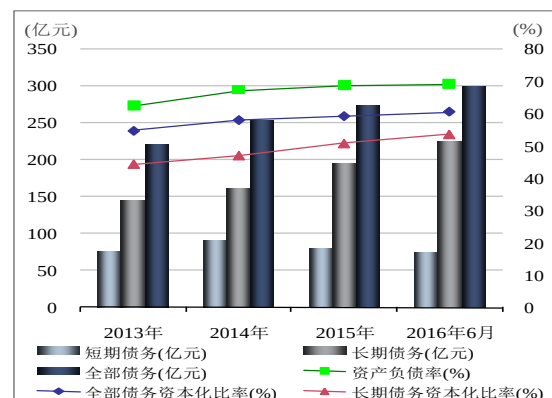
2013~2015年底，公司长期借款快速增长，年均复合增长29.19%。截至2015年底，公司长期借款136.47亿元，同比增长64.17%，系公司随着业务量增加和债务结构的调整，通过银行项目贷款、金融租赁、信托计划等方式增加长期借款。

2013~2015年底，公司应付债券波动增长，年均复合增长3.41%。其中2014年底较2013年底大幅增长主要系新增非公开定向债务融资工具20亿元所致。截至2015年底，公司应付债券52.40亿元，较2014年底有所减少16.60亿元，主要系“09江阴城投债”全额本金25亿元和“12江阴城投债”部分本金1.8亿元共计26.8亿元转入一年内到期的非流动负债，同时“12江阴城投PPN002”全额本金10亿元和“09江阴城投债”部分本金1.8亿元共计11.8亿元到期兑付；2015年公司新增12.00亿元“15江阴城投ABN001A/B/C”和10.00亿元非公开定向债务融资工具，共计22.00亿元。

2013~2015年底，公司长期应付款快速增长，年均复合增长21.08%。截至2015年底，公司长期应付款138.62亿元，其中与其他国资公司的长期往来款131.88亿元、有息其他借款2.01亿元、融资租赁应付款4.27亿元、工程款项0.45亿元。

截至2016年6月底，公司负债合计439.68亿元，较2015年底增长5.48%，其中流动负债占19.27%，较上年底下降2.17个百分点，非流动负债占80.73%。截至2016年6月底，公司流动负债中一年内到期的非流动负债72.34亿元，较上年底下降2.93%；非流动负债增长8.39%，主要系长期借款增长所致。长期借款177.59亿元，较上年底增长30.13%，主要系信用借款和质押、担保借款大幅增长所致。长期应付款134.98亿元，较上年底下降2.62%，主要系往来款减少所致。

图2 2013~2016年6月底公司债务情况



资料来源：公司审计报告及公司提供

公司负债中有息负债占比较高，2013~2015年底，由于长期借款、应付债券的增加，公司全部债务规模持续扩张。截至2015年底，公司全部债务268.68亿元，其中短期债务占29.70%，长期债务占70.30%。近三年，公司长期债务资本化比率分别为41.86%、45.33%和49.99%；全部债务资本化比率分别为53.18%、57.03%和58.71%；资产负债率分别为62.55%、67.42%和68.81%。若将长期应付款中有息借款和融资租赁款计入债务核算，截至2015年底，公司调整后全部债务274.96亿

元；2013~2015年，公司长期债务资本化比率分别为44.37%、47.03%和50.81%；全部债务资本化比率分别为54.83%、58.08%和59.27%。截至2016年6月底，受短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债下降影响，公司短期债务74.18亿元；受长期借款增加影响，长期债务和全部债务分别上升219.99亿元和294.16亿元，若将长期应付款中有息借款和融资租赁款计入债务核算，调整后长期债务和全部债务分别为226.03亿元和300.21亿元；同期，资产负债率、调整后长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别上升至69.27%、53.67%和60.61%。

综合看，近年来公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。

3. 盈利能力

2013~2015年，伴随江阴市政工程及建设项目逐年增加，公司营业收入持续增长，年均复合增长9.39%。2015年公司实现营业收入9.30亿元，主要包括项目管理费收入5.93亿元（其中：竣工满10年暂未回购项目管理费0.14亿元）及代建项目回购收入3.17亿元；公司营业成本主要为代建项目回购成本（占全部成本95.15%）。

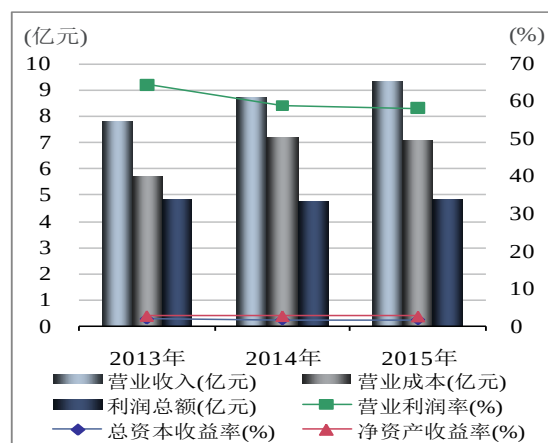
公司期间费用以财务费用为主，随着公司有息债务的增加和近年利率下行，2013~2015年财务费用分别为2.57亿元和3.16亿元和3.03亿元，期间费用率波动增长，分别为34.36%、38.14%和35.67%。公司期间费用的控制能力有待提升。

受营业收入不断增长影响，公司营业利润呈现波动上涨趋势，年均复合所致0.95%；2015年公司实现营业利润2.16亿元。公司近年来获得了较为稳定的政府补助，计入公司的营业外收入，对公司的利润形成了较好的补充。2013~2015年，公司每年均获得政府补助5.00亿元，均已实际到账，体现在各年度“收到其他与经营活动有关的现金”科目。公司的营业

外支出主要为政府无偿转出公司资产，其中2015年为2.34亿元，主要系2010年度城区污水管网完善配套工程、普惠路北段（滨江路—五星路）道路排水工程和普惠路南段（青山路—芙蓉大道）道路排水工程无偿划拨给建设局。2015年，公司实现利润总额4.82亿元。

从盈利指标看，由于公司营业收入以项目管理费和回购收入为主，其中项目管理费毛利率为100%，且其占营业收入比重较高，故公司营业利润率较高。2013~2015年，公司总资产收益率分别为1.65%、1.42%和1.45%；净资产收益率分别为2.66%、2.63%和2.53%。

图3 公司盈利指标分析



资料来源：公司审计报告

2016年1~6月，公司实现营业收入6.15亿元，以项目管理费收入和代建项目回购收入为主，由于代建项目回购毛利率为负，故营业利润率下降至39.23%；同期公司实现利润总额6.04亿元。

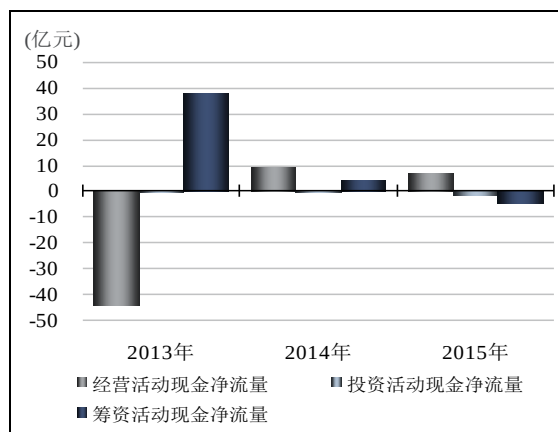
总体看，目前公司营业收入来源主要为江阴市政府对市政工程项目进行项目管理而收取的管理费收入和已完工代建项目回购收入，利润总额对财政补贴依赖性大。未来伴随市政建设工程规模的不断扩大，公司收入水平将随之保持稳定的增长，但由于公司经营业务的性质，其整体盈利能力仍偏弱。

4. 现金流分析

现金流入方面，公司将项目管理费和代建

项目回购资金归入销售商品、提供劳务收到的现金科目，2013~2015年销售商品、提供劳务收到的现金分别为8.50亿元、7.79亿元和8.63亿元；公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为7.20亿元、48.21亿元和56.12亿元，主要为公司收到的政府补助款、代建工程款返还以及往来款。2014年公司收到的其他与经营活动有关的现金大幅增长，原因有①公司将以前年度计入收到其他与筹资活动有关的现金科目的代建工程款返还（冲减“其他应收款”），2014年调整至收到的其他与经营活动有关的现金科目；②公司将以前年度计入收到其他与筹资活动有关的现金科目的BT应收账款回款资金，2014年调整至收到的其他与经营活动有关的现金科目；③往来款项增长所致；2015年公司收到其他与经营活动有关的现金快速增长主要系往来款增加所致。现金流出方面，2013~2015年公司经营活动产生的现金流出分别为60.25亿元、47.08亿元和58.17亿元。2014年经营活动产生的现金流出快速下降主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降所致；2015年经营活动产生的现金流出增长主要系支付其他与经营活动有关的现金中往来款增加所致。故2013~2015年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-44.55亿元、8.91亿元和6.58亿元。从收入实现质量看，2013~2015年公司现金收入比分别为109.35%、89.07%和92.75%，公司收现质量有待进一步改善。

图4 2013~2015年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015年公司投资活动现金流极少，无投资活动相关的现金流入，投资活动现金流出主要为2015年投资支付的现金2.00亿元，系公司对江苏招银城市发展基金有限公司投资。

公司作为江阴市政府从事城市基础设施建设的投融资主体，投入规模大，但政府回款周期长导致此阶段年度回款规模小，公司需通过对外筹资来满足部分建设资金需要，银行借款及发债是公司筹资活动现金流入的最主要来源。2013~2015年，公司筹资活动现金流入量分别为124.03亿元、125.40亿元和122.89亿元。2013年与其他国资公司的长期往来款增加是公司筹资活动现金流入的主要来源。2013年筹资活动现金流入包括发行债券收到的现金5.00亿元（“13江阴城投PPN001”）、取得借款收到的现金67.09亿元以及收到其他与筹资活动有关的现金51.94亿元（主要为公司收到江阴市财政局相关返还款、与其他国资公司的长期往来款和其他公司的项目借款）。2014年起，公司将以前计入“收到其他与筹资活动有关的现金”的款项全部调整计入“收到其他与经营活动有关的现金”，故2014年无收到其他与筹资活动有关的现金。2014年公司筹资活动现金流入包括发行债券收到的现金30.00亿元（2014年发行的5期私募债）和取得借款收到的现金95.40亿元。2015年公司筹资活动现金流入包括发行债券收到的现金22.00亿元（为2015年发行的12.00亿元“15江阴城投ABN001A/B/C”和10.00亿元非公开定向债务融资工具）和取得借款收到的现金100.83亿元。2013~2015年，公司筹资活动现金流出分别为86.51亿元、121.43亿元和128.21亿元，主要用于偿还债务的本金和利息；公司筹资活动现金流净额分别为37.52亿元、3.96亿元和-5.32亿元。

2016年1~6月，受市政府对公司上半年确认的收入及时拨付以及提前支付了2016年回购款影响，公司经营现金净流量为20.63亿元；同期，受公司增加长期借款影响，公司筹

资现金流净额为10.10亿元；公司投资活动现金流发生较少，2016年1~6月投资支付现金2.00亿元，主要系追加对江苏招银城市发展基金有限公司投资。

总体看，公司经营活动和筹资活动产生现金流规模大，对江阴市财政局资金拨入工程款和外部融资的依赖性强。

5. 偿债能力

2013~2015年，公司流动比率分别为618.26%、589.71%和672.33%，但公司存货主要为已完工和在建的政府代建项目，流动性较弱。2013~2015年，公司速动比率分别为104.09%、109.27%和110.20%，该指标值保持稳定。2013~2015年，公司经营现金流动负债比分别为-57.01%、9.36%和7.36%，公司2013年经营现金流动负债比为负值主要系公司以前年度将支付代建项目工程款的现金流计入投资活动现金流中，而2013年将其调整至经营活动现金流中，导致2013年经营活动现金流净额为负值所致。2014年和2015年公司收到其他与经营活动有关的现金快速增长，导致2014年和2015年公司经营现金流动负债比恢复为正值，但公司经营活动现金流对短期债务保护程度仍很弱。截至2016年6月底，受货币资金、存货等流动性资产增加且流动负债有所下降影响，公司流动比率和速动比率分别上升至740.97%和115.61%，公司流动资产中其他应收款占比较大，若剔除其他应收款，该两项指标有所下降。总体看，虽然公司流动比率很高，但是流动资产以待政府回购的代建项目为主，还包括土地资产以及待江阴市财政局返回的其他应收款，公司短期偿债能力受江阴市财政局支付效率的影响较大。公司面临一定短期偿债压力。

随着近年来市政工程项目逐年增多，2013~2015年公司EBITDA呈波动上升趋势，2015年为6.90亿元，且同期公司债务规模波动扩张，调整后全部债务/EBITDA波动上升，

2015年为39.86倍。虽然公司收取项目管理费水平很低，且竣工满10年回购执行情况较差，但考虑到江阴市地方财政实力较强，而且未来若出现公司收取的管理费无法覆盖当年本息支出，或其他资金周转问题，江阴市政府将以回购形式收购公司代建资产的形式为公司提供资金支持，公司实际偿债压力不大，偿债能力较强。

截至2017年3月底，公司对外担保余额199.72亿元，担保比率为97.55%，被担保企业主要为江阴高新区投资开发有限公司、江阴市国有资产经营有限公司、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投融资主体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。

截至2017年3月底，公司合并口径共获得各商业银行授信额度119.83亿元，已使用授信额度106.83亿元（公司有息债务中融资方式除银行借款外还包括融资租赁、信托和发行债券等，未占用授信额度），尚未使用的授信额度13.00亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟注册并发行金额15.00亿元，相当于2015年底公司调整后长期债务的7.69%，调整后全部债务的5.46%，对公司现有债务和债务结构有一定影响。

2015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68.81%、59.27%和50.81%，以公司2015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长期债务资本化比率将分别上升至69.57%、60.55%和52.66%。公司债务指标略有上升，但考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还有息债务，公司实际债务负

担可能低于上述指标。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司 EBITDA 值分别为 6.66 亿元、7.02 亿元和 6.90 亿元，分别为本期中期票据拟发行金额的 0.44 倍、0.47 倍和 0.46 倍；公司经营活动的现金流入量分别为 15.70 亿元、55.99 亿元和 64.75 亿元，为本期中期票据金额的 1.05 倍、3.73 倍和 4.32 倍；公司经营活动产生的现金净流量分别为 -44.55 亿元、8.91 亿元和 6.58 亿元，为本期中期票据金额的 -2.97 倍、0.59 倍和 0.44 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖能力较好。

十、第三方担保分析

中债信用增进投资股份有限公司为本期中期票据本金、相应票面利息及按照递延支付利息条款已经递延的所有利息产生的孳息、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。（信用增进函合同编号：中债信用函 YW【2017】011（1）号。担保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。在本期票据存续期内，若公司在付息日前未行使递延支付利息权，在付息日未按照本期票据募集说明书和《付息公告》的要求将本期票据当期应付利息足额偿还票据持有人，则中债增在本期票据付息日代公司偿付本期票据当期应付未付的利息（包括已递延的所有利息及其孳息（如有））。若公司行使了递延支付利息权，当期利息以及已递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日，不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为，中债增不予代偿。若公司在兑付日前未行使续期选择权，在兑付日未按照本期票据募集说明书的要求将本期票据本金和当期应付利息（包括已递延的所有利息及其孳息（如有））足额偿还票据持有人，则中债增在本期票据兑付日代公司偿付本期票据应付未付的本金和当期应付未

付的利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）。

中债增成立于 2009 年 9 月，是国内首家专业债券信用增进机构。截至 2017 年 3 月底，中债增注册资本 60.00 亿元，均为货币出资，股东及持股情况见下表。

表 10 中债增股东及持股情况

序号	股 东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中国石油集团资本有限责任公司	9.90	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
6	首钢总公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合 计		60.00	100.00

资料来源：联合资信整理

截至 2016 年底，中债增资产总额 159.36 亿元，负债总额 82.19 亿元，所有者权益 77.18 亿元；增信余额 936.10 亿元。2016 年，中债增实现营业收入 13.23 亿元，其中增信业务收入 6.97 亿元；净利润 6.96 亿元。

截至 2017 年 3 月底，中债增资产总额 138.09 亿元，负债总额 59.86 亿元，所有者权益 78.23 亿元；增信余额 918.00 亿元。2017 年 1~3 月，中债增实现营业收入 3.04 亿元，其中增信业务收入 1.62 亿元；净利润 1.81 亿元。

经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该信用等级反映了中债增担保代偿能力极强，风险极低。

十一、 结论

江阴市经济发达，财政实力较强，地方一般预算收入规模较大，城市基础设施建设不断推进。公司从事江阴市城市基础设施建设，是江阴市政府城市建设的重要经营主体，受江阴市政府在项目管理费、资产划拨和政府回购等方面的大力支持，发展前景良好。

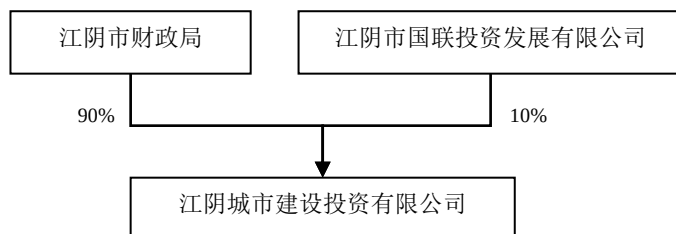
公司资产规模大，资产质量一般，债务负担较重，收入来源稳定，盈利能力较弱，但现有债务大部分是公司为政府代建基础设施工程项目贷款，受益于江阴市财政实力的不断增强以及对城市基础设施建设的持续投入和对公司的资金保障与支持，公司的经营有望保持稳定，实际偿债能力较强。公司主体长期信用风险很低。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖能力好。

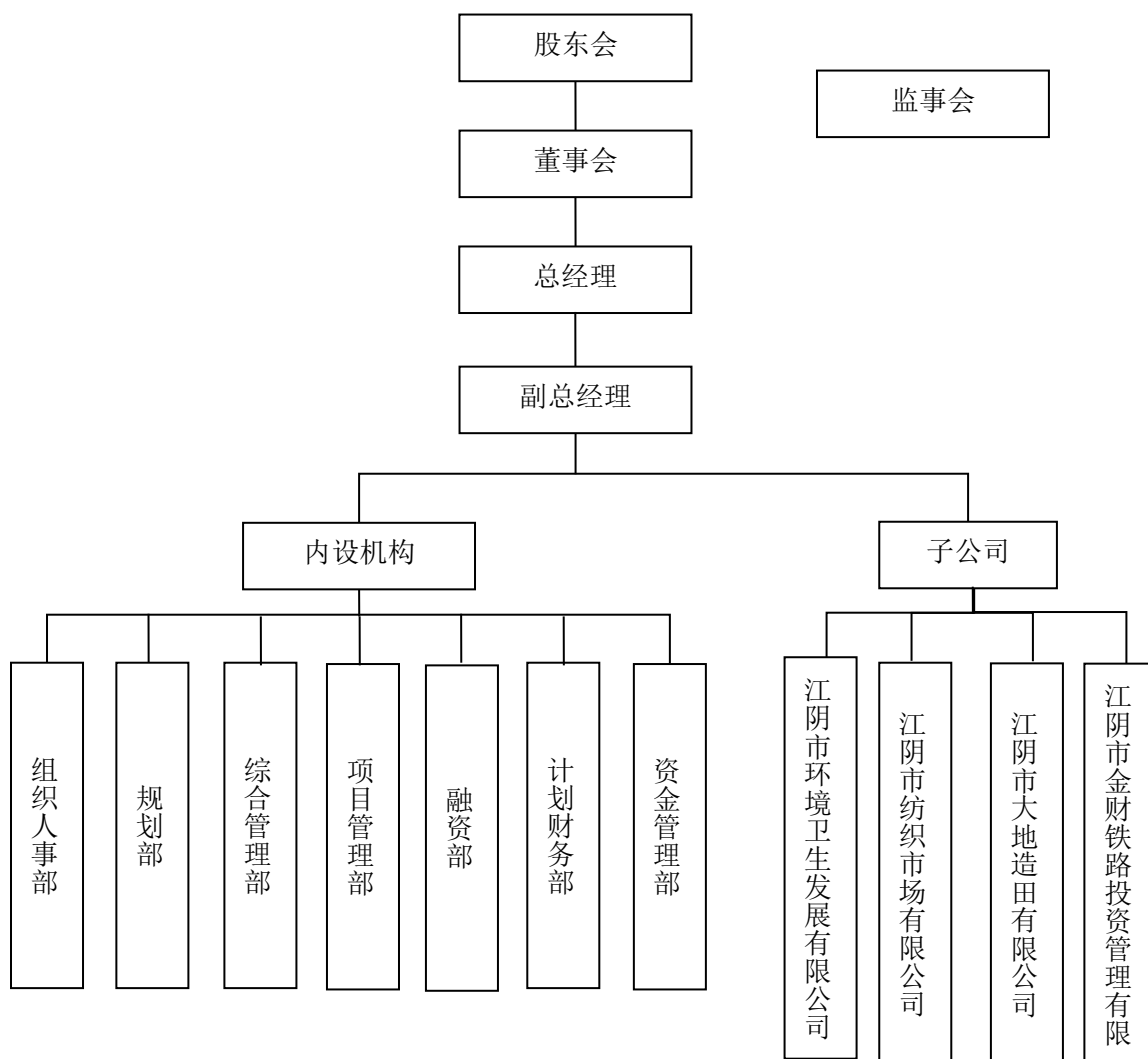
中债增为本期中期票据本金、相应票面利息及按照递延支付利息条款已经递延的所有利息产生的孳息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证，中债增担保实力极强，其担保有效提升了本期中期票据的偿付安全性。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2016 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2016 年 6 月底公司组织架构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.77	52.82	49.43	76.72
资产总额(亿元)	485.12	563.09	605.77	634.76
所有者权益(亿元)	181.65	183.44	188.93	195.08
短期债务(亿元)	75.59	91.31	79.81	74.18
长期债务(亿元)	130.77	152.13	188.87	219.99
全部债务(亿元)	206.36	243.43	268.68	294.16
调整后全部债务(亿元)	220.49	254.19	274.96	300.21
营业收入(亿元)	7.77	8.74	9.30	6.15
利润总额(亿元)	4.79	4.76	4.82	6.04
EBITDA(亿元)	6.66	7.02	6.90	--
经营性净现金流(亿元)	-44.55	8.91	6.58	20.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.90	0.68	0.63	--
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(%)	109.35	89.07	92.75	248.89
营业利润率(%)	64.38	58.58	57.88	39.23
总资本收益率(%)	1.71	1.42	1.47	--
净资产收益率(%)	2.66	2.63	2.53	--
长期债务资本化比率(%)	41.86	45.33	49.99	53.00
全部债务资本化比率(%)	53.18	57.03	58.71	60.13
调整后全部债务资本化比率(%)	54.83	58.08	59.27	60.61
资产负债率(%)	62.55	67.42	68.81	69.27
流动比率(%)	618.26	589.71	672.33	740.97
速动比率(%)	104.09	109.27	110.20	115.61
经营现金流动负债比(%)	-57.01	9.36	7.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	30.96	34.96	38.95	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	33.08	36.20	39.86	--

注：1. 2016 年 1~6 月财务数据未经审计；2. 调整后全部债务=短期债务+长期债务+长期应付款中有息部分。

附件 3 中债信用增进投资股份有限公司
主体长期信用评级报告

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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 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

附件 5-3 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。

联合资信评估有限公司关于 江阴城市建设投资有限公司 2017 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。

中债信用增进投资股份有限公司 2017 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

2017 年 7 月 3 日

主要数据

项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产总额(亿元)	138.09	159.36	160.86	118.46
负债总额(亿元)	59.86	82.19	86.01	46.03
所有者权益(亿元)	78.23	77.18	74.84	72.43
增信余额(亿元)	918.00	936.10	973.03	941.15
净资本覆盖率(%)	84.27	74.40	82.61	93.61
项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入(亿元)	3.04	13.23	13.95	12.36
利润总额(亿元)	2.42	9.11	4.11	4.77
净利润(亿元)	1.81	6.96	3.13	3.59
平均资产收益率(%)	-	4.35	2.24	3.51
平均净资产收益率(%)	-	9.16	4.25	5.03

资料来源: 公司审计报告和提供资料, 联合资信整理。

分析师

刘 睿 陈绪童 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

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月,是国内首家专业债券信用增进机构。经过近年来的经营实践,公司初期发展规划得到落实,与信用增进行业相适应的全面风险管理体系逐步建立健全,增信业务基础不断夯实。另一方面,随着国内宏观经济增速放缓,中小企业违约风险上升,2016 年较大规模的区域集优项目出现风险暴露,公司代偿金额明显增加,这对公司业务和流动性管理水平提出更高要求。联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资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偿还债务的能力极强。

优势

- 作为我国首家专业债券信用增进机构,公司拥有较大的市场发展空间;
- 公司资本实力强,股东背景强大,股东有能力和意愿在必要时提供资本补充支持;
- 公司具备较强的创新能力及市场推动力,信用增进业务基础不断夯实。

关注

- 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;
- 国内宏观经济增速放缓,中小企业违约风险上升环境下,公司代偿金额增加,这对业务和流动性管理水平提出更高要求;
- 营业收入较为稳定,净利润受准备金计提力度影响较大。

声明

一、本报告引用的资料主要由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、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、该公司主体长期信用等级自 2017 年 7 月 3 日至 2018 年 7 月 3 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。

中债信用增进投资股份有限公司 2017 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月,由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。截至 2017 年 3 月末,公司注册资本 60 亿元,均为货币出资,股东及持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构,业务方面接受中国人民银行监管。

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	中国石油集团资本有限责任公司	9.90	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
6	首钢总公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合计		60.00	100.00

资料来源:公司审计报告,联合资信整理。

公司经营范围包括:企业信用增进服务;信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广;信用产品的创设和交易;资产投资;资产受托管理;投资策划、投资咨询;经济信息咨询;人员技术培训;会议服务。

公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、投资业务二部、风险与规划管理部、法律合规部、财务部、审计部、综合部九个部门。截至 2017 年 3 月末,公司共有员工 110 人,绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2016 年末,公司资产总额 159.36 亿元,负债总额 82.19 亿元,所有者权益 77.18 亿元;增信余额 936.10 亿元。2016 年,公司实现营业收入 13.23 亿元,其中增信业务收入 6.97

亿元;净利润 6.96 亿元。

截至 2017 年 3 月末,公司资产总额 138.09 亿元,负债总额 59.86 亿元,所有者权益 78.23 亿元;增信余额 918.00 亿元。2017 年 1~3 月,公司实现营业收入 3.04 亿元,其中增信业务收入 1.62 亿元;净利润 1.81 亿元。

注册地址:北京市西城区金融大街 4 号金益大厦 5-7 层

法定代表人:谢多

二、运营环境

1. 宏观经济环境

2016 年,在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下,全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下,我国继续推进供给侧结构性改革,全年实际 GDP 增速为 6.7%,经济增速下滑趋缓,但下行压力未消(见表 2)。具体来看,产业结构继续改善,固定资产投资稳中趋稳,消费平稳较快增长,外贸状况有所改善;全国居民消费价格指数(CPI)保持温和上涨,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)持续回升,均实现转负为正;制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%以上,显示制造业持续回暖;非制造业商务活动指数全年均在 52%以上,非制造业保持较快扩张态势;就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年,全国一般公共预算收入 15.96 万亿元,较上年增长 4.5%;一般公共预算支出 18.78 万亿元,较上年增长 6.4%;财政赤字 2.83 万亿元,实际财政赤字率 3.8%,为 2003 年以来的最高值,财政政策继续加码。2016 年,央行下调人民币存款

准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较

高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

表 2 宏观经济主要指标 单位：%/亿美元

项目	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
GDP 增长率	6.7	6.9	7.4	7.7	7.8
CPI 增长率	2.0	1.4	2.0	2.6	2.6
PPI 增长率	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9	-1.7
M2 增长率	11.3	13.3	12.2	13.6	13.8
固定资产投资增长率	8.1	10.0	15.7	19.3	20.6
社会消费品零售总额增长率	10.4	10.7	10.9	13.1	14.3
进出口总额增长率	-0.9	-7.0	2.3	7.6	6.2
进出口贸易差额	33523	36865	23489	2592	2311

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。

注：2014~2016 年进出口贸易差额的单位为亿元。

2. 行业发展概况

近年来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具保持了快速发展势头。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级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。

2009 年 9 月，公司作为国内首家专业债券信用增进机构成立，这对于发展直接融资市场，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，公司还承担着建立银行间债券市场风险分担机制、进行风险专业化管理模式创新的重任。

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》，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。为进一步丰富市场参与者风险管理手段，完善市场信用风险分散、分担机制，2016 年我国信用风险缓释工具市场得到了较快发展，银行间市场交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》(以下简称“《规则》”)以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据等四类产品的业务指引，正式推出了中国版 CDS 和 CLN 产品。《规则》的出台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。

3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律法规缺位、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。作为首家专业债券信用增进机构，公司致力于推动行业准则及监管办法的出台，并取得了积极进展。2012 年 8 月，《信用增进机构业务规范》、《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。同年，由公司参与起草的《中国银行间市场信用增进业务自律管理规则》已由交易商协会理事会审议通过。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

公司注册资本 60 亿元，股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的企业组成，股东承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。公司董事会从经营情况、业务创新等方面对公司经营层进行考核。

公司按照市场化模式运作，搭建了由股东大会、董事会、监事会及高级管理层组成的现代股份制公司治理架构。近年来，公司治理主体能够相互制衡、协调运作，治理体系不断完善，治理水平逐渐提高。

股东大会是公司的最高权力机构，由全体股东组成，股东大会会议由董事会依法召集。公司按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东大会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，公司召开多次股东大会，就董事会和监事会工作报告、年度财务预决算方案、利润分配方案等重大事项进行讨论并形成决议。

公司董事会由 9 名董事组成，包括非职工董事 8 名和职工董事 1 名。公司董事长由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会和审计与风险管理委员会 3 个专门委员会。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，有助于董事会进行合理决策。近年来，公司董事会先后审议了股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案、年度财务预决算等议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制

度、资本覆盖率管理办法、风险准备金计提管理办法、关联交易管理操作规程、高管人员年度考核办法等基础管理制度，并对综合经营、投资策略、重大采购项目及重大人事任免等重要事项进行了决策。各专门委员会能够在相应职权范围内履行职责，较好地发挥了各自职能。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事，尚未实施外部监事制度。公司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。近年来，公司监事会相继审议通过了监事会议事规则、监事长选举、年度工作报告等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，高级管理层设总裁 1 名，风险总监、投资总监、总法律顾问、营运总监各 1 名。公司高管人员由总裁提名，经董事会通过后任命。公司总裁在董事会授权范围内行使职权，包括主持公司日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等，接受董事会的指导和监事会的监督。公司注重专业团队建设，高级管理层成员均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士，具备较高的专业化营运水平。

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

总体看，公司持续规范治理架构，管理制度体系逐步建立健全，各治理主体运作有序。

2. 内部控制

公司构建了符合内部控制管理要求的前、中、后台组织管理架构。2016 年，公司新设审计部，以针对公司各项工作开展多维度、多角度、多种形式的专业审计。目前公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、投资业务二部、风险与规划管理部、法律合规部、财务部、审计部和综合部九个部门（见附录 2），

各部门职责分工明确。

2016年，公司系统地梳理和完善了现有规章制度，对业务流程中可能引发风险的内部因素及外部因素进行风险识别，寻找风险点及风险事件，制定了具有针对性和操作性的防控措施，形成了《内部控制手册》，内控制度体系不断完善。

为确保各项业务规范有序开展，公司按年度制定风险管理指引，针对业务种类制定了细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等制度，以及涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内控制度，公司内控体系逐步完善。为满足业务快速发展对人力资本的需求，公司以公开招聘的方式引入部分专业人员和应届毕业生。公司员工整体专业素质较高，绝大多数员工拥有硕士及以上学历。同时，公司出台了薪酬管理办法，建立了以技术序列为主的扁平化职务职级管理体系，明确了相应的管理办法；制定了高管人员年度考核办法，较好地发挥了激励约束作用。

总体看，公司搭建了职责分工明确、条线清晰的组织管理架构，逐步完善风险管理及内控体系，内控管理水平有所提升。

3. 发展战略

公司的市场定位是立足于债券市场，成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者；信用增进市场国际化的推动者和实践者。根据规划，公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别企业债务融资工具的发行提供信用增进服务。随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的逐步完善，公司将通过适当扩大增信服务范围、创新信用增进手段等方式，逐步实现全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

经过初设期的快速发展，公司积累了较丰富的项目和客户资源，但近年来随着宏观经济

增速放缓，公司增信业务规模有所下降。截至2016年末，公司提供信用增进服务的项目累计268个，增信业务规模累计2072.76亿元，市场影响力逐步增强。

2017年，面临更加错综复杂的内部环境和债券市场调整的压力，以及政府债务风险的积聚和增信行业的竞争，公司将采取以下措施实现经营目标：一是严控增信业务质量，稳步推进创新，以有效控制风险为基础开展增信业务，采取差异化的业务策略，关注新生业务，努力实现业务收入的多元化；二是优化投资组合，稳健开展固定收益类、权益类和创新类投资业务工作；三是深入开展研究工作，完善增信业务研究体系，提升分析研判能力；四是持续夯实全面风险管理基础，加强增信业务风险全流程管理和投资业务日常风险监控，提升核心风险管理技术水平，保障公司安全稳健运行；五是继续加强内控合规体系建设；六是持续提升内部管理水平。

总体看，公司具备较强的市场推动力，初期发展战略得到了落实，为公司未来发展奠定了基础，近年来宏观经济增速放缓，增信业务发展趋缓。此外，由于我国信用增进基础设施建设处于发展初期，市场认知度待提高、参与者尚待培育，因此公司中长期发展规划尚需在实践过程中逐步明确。

四、主要业务经营分析

公司信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务以及境外业务三个板块。结合战略导向，公司发展初期尝试推动创新型信用增进业务及境外业务，目前以上两类业务均已到期，未来业务发展以基础信用增进业务为主。

1. 基础增信业务

公司的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、区域集优、

企业债、公司债、定向融资工具等债券类产品以及资产管理计划、信托计划等投资类产品的

增信。截至 2016 年末，公司尚在增信责任期内增信项目 76 个，增信余额 936.10 亿元(见表 3)。

表 3 公司尚在责任期内增信业务余额分布 单位：亿元/个

项目种类	2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量
基础类信用增信业务	936.10	76	973.03	101	929.15	112
其中：短期融资券	-	-	-	-	3.00	1
超短期融资券	20.00	1	-	-	-	-
中期票据	56.00	6	74.00	8	182.20	18
企业债	365.80	29	229.50	19	161.50	14
公司债	141.00	8	178.00	8	108.00	4
集合票据	-	-	6.00	3	12.08	6
区域集优	2.50	4	56.12	31	89.82	42
定向融资工具	284.80	19	391.80	25	321.00	18
信托计划	5.00	1	5.00	1	15.00	3
资产管理计划	-	-	12.61	2	15.00	1
委托债权投资计划	-	-	-	-	16.55	3
项目收益票据	25.00	5	10.00	3	5.00	2
次级债	10.00	1	10.00	1	-	-
金融债	10.00	1	-	-	-	-
保险债权计划	16.00	1	-	-	-	-
创新型信用增信业务	-	-	-	-	3.00	1
其中：中债合约 I 号	-	-	-	-	3.00	1
境外业务	-	-	-	-	9.00	1
合计	936.10	76	973.03	101	941.15	114

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

结合战略规划，公司以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模波动较大。2016 年，公司新增基础增信项目 19 个，增信金额 272.70 亿元。截至 2016 年末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 76 个，呈逐年下降趋势；增信余额 936.10 亿元，其中企业债、公司债及定向融资工具业务规模占比较高。

近年来，公司中期票据增信业务规模逐年下降，公司债增信业务规模有所波动，企业债增信业务规模上升较快。整体看，公司中期票据、企业债及公司债信用增信业务规模较大，占基础增信业务规模的比重维持在 50%以上。

公司定向融资工具增信项目包括保障房私募债、小城镇项目、私募可转债以及非公开定向债务融资工具。近年来，公司保障房私募债信用增进业务规模呈下降趋势，2016 年末尚在

增信责任期内增信项目 5 个，增信余额 96 亿元。2014 年，公司将天津市开发东丽区军粮城示范镇、津南区咸水沽示范镇、蓟县新城等六区县示范小城镇项目作为合作契机，推出了小城镇项目非公开定向债务融资工具信用增进服务，并与天津市人民政府探讨签署全面战略合作框架协议。截至 2016 年末，公司小城镇增信项目 8 个，增信余额 160.00 亿元。此外，截至 2016 年末，公司尚在增信责任期内私募可转债增信项目 1 个，增信余额 0.80 亿元；非公开定向债务融资工具增信项目 5 个，增信余额 28.00 亿元。公司定向融资工具增信项目主要与地方政府融资平台合作，公司对合作的融资平台主体资质要求较为严格，大部分合作平台外部评级在 AA 级以上。此外，为防范局部平台债务违约的风险，公司根据不同地区、不同平台的风

险差异性，建立了一系列筛选条件，实施差异化准入。

公司不断探索新的业务模式，在交易商协会的统一指导下，公司于 2011 年推出区域集优直接债务融资方案，即由地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的融资主体，借助地方政府专项扶持措施，联合商业银行和其他中介机构，由公司提供信用增信，为融资主体提供直接债务融资服务。近年来，由于中小企业信用风险逐渐暴露，公司针对此类项目持续收缩规模。截至 2016 年末，公司尚在增信责任期内区域集优增信项目 4 个，涉及企业 7 家，增信余额合计 2.50 亿元。

近年来，国内信托、资产管理等理财类业务迅速发展，产品体系不断丰富，为公司提供了业务开展机会。公司审慎选择经营业绩较好、业务规模较大、市场排名靠前的机构合作，推广信托、资产管理计划等理财类增信业务。截至 2016 年末，公司尚在增信责任期内信托计划增信项目 1 个，增信余额 5.00 亿元。

2014 年，公司提供增信服务的银行间市场首单项目收益票据成功发行，首期募集资金 5 亿元。截至 2016 年末，公司尚在增信责任期内项目收益票据增信项目 5 个，增信余额 25.00 亿元。

2016 年，由公司提供增信服务的保险债权计划“长江养老—上海地产三林棚户区改造债权投资计划”成功发行。公司保险债权计划的偿债主体一般为中央企业、大型地方国有企业或省级政府平台企业，未来将不断加大与保险资产管理公司合作，推动该类业务的发展。截至 2016 年末，公司尚在增信责任期内保险债权计划增信项目 1 个，增信余额 16.00 亿元。

近年来，金融租赁行业发展较快，金融租赁公司受到银监会的严格监管，资质较好。公司积极推动金融租赁公司金融债增信业务开展。2016 年，由公司提供增信服务的 20.00 亿元金融租赁公司金融债项目成功发行，首期 10.00 亿元。此外，2016 年，公司首次成功开

展超短期融资券增信项目，增信余额 20.00 亿元。

2017 年以来，公司进一步加大主承销商关系管理，构建多元化营销，并加强与政府机构的合作，推动基础增信业务发展。2017 年一季度，公司新增基础增信项目 3 个，增信金额 30.00 亿元；截至 2017 年 3 月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 77 个，增信余额 918.00 亿元。

总体看，公司积累了较丰富的项目和客户资源，创新业务品种不断推出，为公司确立了市场地位，公司的收入来源趋于多元化。

2. 创新型业务

公司是目前经交易商协会认定的 45 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 29 家信用风险缓释凭证创设机构之一。结合战略导向，公司在初设期尝试开展创新型增信业务，基本形成包括中债合约 I 号(可选择信用增进合约)、中债合约 II 号(贷款信用风险缓释合约增信服务)、中债合约 III 号(信用风险缓释合约)、中债合约 IV 号(信用风险缓释凭证)在内的创新型业务体系。目前，上述产品的增信责任已到期。由于我国信用风险缓释工具业务的市场基础较薄弱，信用风险缓释工具的交易机制、法律关系等尚未建立健全，公司目前更多的是以培育市场为出发点，以研究完善和推广应用为主，信用风险缓释工具业务规模相对较小，结构较为简单、透明，风险尚在可控范围内。基于以上因素，公司信用风险缓释工具业务在短期内将不会呈现规模化发展。

3. 境外业务

在立足国内业务的同时，公司积极寻求境外业务机会，在信用衍生产品、境外融资担保、境外投资等领域探索开展离岸市场业务。目前公司已获得国家外汇管理局核定的 10 亿美元的境外担保资格，为拓展海外市场业务开辟了空间。公司于 2012 年与上海国际信托等相关机

构合作完成首单海外投资 QDII 信托项目，公司对此信托计划 A 类持有人（优先级）提供本金到期偿付保证，增信金额 9 亿元，增信期 3 年。目前，上述产品的增信责任已到期。

五、风险管理分析

1. 风险管理体系

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

公司建立了以《风险管理指引》为纲领，以《信用增进业务管理办法》、《投资业务管理办法》和《信用风险缓释工具业务管理办法》等各项业务管理办法为支撑，各类具体业务品种操作规程为基础，涉及风险识别、计量、定价、风险缓释、资本管理以及后续管理等各个环节，全方位、多层次的风险管理政策制度体系，促进各类业务规范、稳健开展。公司结合宏观经济形势和产业经济发展状况，从行业、区域、产品等多角度形成动态调整的经营策略和风险管理政策，指导公司业务经营。

公司自主开发了涵盖模型体系、管理体系、

应用体系的客户内部评级体系，制定了《公司客户信用评级工作管理办法（试行）》，并界定了相关部门在内部评级工作过程中的职责。公司的内部评级体系以内部评级模型为参考，内部评级模型包括定性、定量模块，定性模块是基于专家判断的评级过程，从客户和行业风险特征、公司治理与管理能力、经营风险、财务风险等角度选取定性指标揭示客户违约风险；定量模块中，公司通过自身积累及公开市场中的数据，确定统一的标准以区分“好样本”与“坏样本”，建立逻辑回归等数理统计模型，筛选出能够揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反应客户盈利能力、偿债能力、成长能力、运营能力的财务指标，并确定相应定量模块各指标的权重。内部评级模型的运用将提高评级方法的量化程度和风险预测解释能力，为公司对客户风险的一致性判断提供了参考指标。评级流程方面，公司相关业务流程及决策机制较为清晰，为内部评级工作的效率提供了良好的保证。

公司建立了风险监控预警体系，通过专业团队对信用增进项目和投资交易业务进行日常风险监控，对增信业务每季度进行动态风险分类和重点现场风险排查，对投资交易头寸进行动态及时估值与限额监控，及时预警和化解风险。公司针对突发事件，建立重大风险事件应急处理机制，强化应对突发风险的能力。此外，还专门组织人员对公司信用增进业务和投资业务整体风险、各组合维度风险、单一大客户风险进行压力测试与敏感性分析，准备金与资本占用测算，风险限额监控预警以及构建风险预警指标体系等工作，使公司各组合层面信用风险与市场风险得到及时感知与预警。

近年来，公司通过对相关规章制度的修订与完善，不断规范审批方式、审批内容、组织程序和审批结论等方面内容，审批流程不断完善。公司的业务审批流程为：增信业务部门对增信业务展开尽职调查，风险与规划管理部对业务部门上报的合规材料进行合规性审查，审查合规后撰写风险评价报告提交业务审批会。

信用增进业务审批会议实行有权审批人投票表决制，有权审批人包括审批牵头人和审批人，每次审批会议应至少包括 7 名审批人，其中审批牵头人 1 名、独立审批委员 2 名，审批牵头人负责主持会议并有一票否决权。各审批人在审批会上对报批项目进行充分讨论研究，现场进行独立表决，由风险与规划管理部根据相应规则汇总后形成会议结论并报公司总裁专题会进行审定（审议）。为保持评审的独立性，审批会议实行审批人独立审批制度，各委员履行独立表决权，同时审批会议实行回避制度。

公司对信用风险缓释工具业务实行与信用增进业务、投资业务相结合的分类风险管理模式。公司根据不同业务类型的特点，结合套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等因素对不同产品、不同交易目的的产品设置了不同的风险额度，并采取相应的管理措施。2016 年，为配合信用缓释工具业务创新工作开展，公司修订了《信用风险缓释工具业务风险管理办法》、《合约类信用风险缓释工具业务操作规程》，并制定了《信用联结票据业务操作规程》，对新业务的风险准入与开展起到较好的引导作用。

公司对投资业务实行风险限额和交易授权相结合的管理模式。公司建立了涵盖授权管理、限额管理、估值管理、风险监控和交易流程在内的投资业务管理体系，根据可承受的整体风险水平，设定了多维的风险限额指标，并明确各分类、分级授权和转授权，确保了较为高效的运营效率。

随着各项业务的发展，公司逐步提升风险管理的精细化水平，基本形成包括风险估值定价、准备金和资本管理、风险缓释转移机制在内的风险管理体系。近年来，公司先后出台了《资本覆盖率管理办法》、《风险准备金计提管理办法》、《信用增进业务风险分类管理办法》和《信用风险缓释措施管理办法》等管理制度并适时进行修订。

在风险分类办法方面，公司将原有的四大

类五级分类进一步细化为四大类七级分类，加强对存续项目的精细化管理，便于根据风险差异性，采取不同措施。在风险准备金计提方面，公司遵循谨慎性、客观性、及时性、重要性和动态性计提原则，按季提取信用增进及投资业务准备金。公司风险准备金包括一般准备金、专项准备金和特种准备金三种。近年来，公司对风险准备金计提方案进行了调整和优化：对一般准备进行了差异化处理，将企业评级划分为三个档次，采用不同的一般准备计提比例，大幅提高了低评级项目的计提比例；对专项准备进行了精细化处理，并适当提高了专项比例计提标准，以增强公司对风险的抵御能力。

为保证公司资本充分覆盖各项业务出现的非预期损失，公司在充分计提风险准备金的基础上，计量并监控各项业务的风险资本要求。公司建立了资本占用额度监测管理机制，由风险与规划管理部根据相关规定按季度对资本占用额度和资本覆盖率进行测算，并向公司管理层报告。公司资本要求按照风险类型不同分为两类，一类是信用风险资本要求，体现为公司信用增进业务、债券投资业务、信用风险缓释工具等各类业务所承担信用风险的非预期损失程度；一类是市场风险资本要求，体现为公司投资的金融产品因市场变化面临的非预期损失程度。公司通过对资本覆盖率(资本覆盖率为资本与信用风险资本要求和市场风险资本要求之和的比率)的监测，确保公司资本充分覆盖各类业务面临的非预期损失。由于近年来系统性风险上升，公司正在修订《资本覆盖率管理办法》，计划提高业务的资本扣减比例，从而提高资本占用的审慎水平，增强对非预期风险的覆盖率。

公司主要通过衡量和评估现金流缺口进行流动性风险管理：一是研究制定流动性风险压力测试方案，通过现金流分析法，分析各类现金流支出给公司带来的流动性压力；二是建立公司增信业务预期损失分布模型，考量公司在代偿压力增加、现金流缺口增大的情景下，面临的流动性风险状况。为应对未来可能面临的

流动性压力，公司通过提高优质资产流动性储备、合理安排投资方案以及制定应急资金计划等方面提高流动性管理水平。同时，公司以流动性风险管理为基础，研究建立资产负债管理体系，确保公司持续稳健发展。

以上措施分别从公司整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组合管理。公司通过资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单项业务指标，监测和分析风险管理状况。总体看，公司风险管理体系逐步完善，风险管理水平有所提升。

2. 增信业务组合分析

● 增信业务

截至 2017 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 77 个，涉及企业 71 家，增信余额 918.00 亿元。

表 4 2017 年 3 月末公司增信业务级别分布情况

主体级别	增信金额（亿元）	增信金额占比（%）
AA+及以上	425.50	46.35
AA	447.2	48.71
AA-	30.00	3.27
A+及以下	15.29	1.67
合计	918.00	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

成立之初，为迅速做大规模、扩大影响，公司针对一批资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模快速增长。随着自身经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。近年来，国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险逐渐暴露，公司对产能过剩行业的中小企业严格风险准入，增量业务重新向信用等级较

高的客户倾斜。截至 2017 年 3 月末，公司 AA⁻及以上企业客户涉及增信责任余额 902.70 亿元，占全部增信责任余额的 98.33%，见表 4。总体看，公司近年来客户级别有一定上移，增信责任余额以高信用等级企业客户为主。

截至 2017 年 3 月末，从增信余额的行业分布情况来看，前五大行业依次为投融资平台、金融、保障房项目、采矿、房地产行业。其中，第一大行业增信余额占比为 60.51%，前五大行业增信余额合计占 97.46%，行业集中度较高，但客户资质较好，整体风险可控。从增信余额的客户分布情况来看，公司单一最大客户增信余额 36.00 亿元，占公司净资产的 46.02%，此项目为温州市名城建设投资集团有限公司保障房项目；最大五家客户增信余额合计 144.30 亿元，为公司净资产的 1.84 倍，客户集中度高，主要为保障房项目、小城镇项目和证券公司、资产管理公司债券项目。从到期期限分布上看（见表 5），近年来公司到期期限在 1 年内和 5 年以上的增信业务占比有所下降；1~2 年和 2~3 年上的增信业务占比有所上升。总体看，公司增信项目期限分布较均衡。

表 5 2017 年 3 月末增信业务到期期限分布情况

到期期限	增信金额(亿元)	占比 (%)
1 年内	146.30	15.94
1-2 年	193.20	21.05
2-3 年	212.33	23.13
3-5 年	231.21	25.19
5 年以上	134.96	14.70
合计	918.00	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

公司根据《信用增进业务风险分类管理办法》对增信对象进行风险分类。截至 2017 年 3 月末，公司增信业务风险分类中 93%以上为正常项目（见表 6），不良类（含次级、可疑、损失）项目余额 24.00 亿元，占全部增信责任余额的 2.61%，余额及占比均较上年同期明显上升。截至 2017 年 3 月末，公司增信业务累计计提风险准备金 18.55 亿元，相当于同期增信余

额的 2.02%。

表 6 2017 年 3 月末公司增信业务风险分类情况

项目	增信金额（亿元）	占增信金额（%）
正常稳定	856.20	93.27
正常关注	37.80	4.12
次级	-	-
可疑	24.00	2.61
损失	-	-
合计	918.00	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

2016 年，宏观经济继续下行，中小企业受经济周期波动影响大，公司区域集优项目信用违约风险进一步加大。公司针对发生风险事件的项目，积极与当地政府、相关机构合作，多渠道协调企业筹集兑付资金，化解偿付风险。同时在风险处置过程中，积极探索“以增量带存量、以时间换空间”等新模式、新方法，综合运用法律、行政等多种手段，降低公司风险敞口，优化处置效果。截至 2016 年末，公司存量中小企业增信项目余额已降至 2.50 亿元。对于存量的项目，公司加大风险监测、预警和排查工作，根据项目所属地区、行业以及项目额度，构建多层次的风险监控体系，2016 年共对 28 个重点监控项目、共 55 家企业实施风险排查，及时预警重大风险。

投融资平台类项目在公司增信业务中占比较高，目前尚未出现违约情况。但随着政府强力推行政府与融资平台债务偿还责任分离，地方政府对融资平台的隐性担保趋于弱化，使得融资平台主体信用差异化趋势愈发明显，隐性担保的信用拉平效应逐步减弱。公司对投融资平台业务实施差异化准入、差异化定价政策，开展的大部分项目都是外部评级 AA 及以上的地市级平台或省级平台，严格控制区县级平台准入，且部分项目由更高级平台主体实施反担保，总体风险可控。未来，公司将加强投融资平台项目的风险缓释措施要求，在政府隐性担保下降的可能下，提高实质风险缓释措施的保护力度。

2016 年，公司处置风险项目 17 个，涉及企业 31 家，金额 19.80 亿元。2016 年，公司发生 11 笔代偿，代偿金额本息合计 5.80 亿元（见表 7），主要集中在中小企业区域集优项目；累计代偿率 0.54%。2017 年一季度，公司未发生代偿。未来，公司继续加强存量项目风险监控和风险排查，同时积极妥善处置风险事件，推进诉讼项目进展，通过法律途径追回代偿损失。

表 7 增信业务代偿率与回收率 单位：亿元/%

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
当期代偿发生额	0.00	5.80	0.29	-
累计代偿率	0.52	0.54	0.03	-

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

总体看，公司近年来客户级别有一定上移，增信责任余额以高信用等级企业发行为主，但国内宏观经济增速放缓导致中小企业违约风险加大，公司的代偿能力和流动性管理水平面临一定压力。公司尚在增信期内客户到期期限分布较均衡，但面临一定的业务集中风险。

● 创新业务

对于由公司提供保护的信用风险缓释工具净头寸，公司将承担由标的实体发生支付违约、破产等信用事件造成的损失，主要承担的信用风险是标的债务违约风险。2016 年，交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》及四类产品指引。对此，公司制定了《信用风险缓释凭证业务操作规程（试行）》，就信用风险缓释凭证的交易前准备、买入保护类业务操作流程、交易实施、业务后续管理制度细则。同时，为进一步探讨信用风险缓释工具对现有项目的风险缓释效果分析提供了技术性支撑。

总体看，公司建立了并不断完善具有信用增进行业特点的全面风险管理体系。2016 年，公司面临违约风险较大的中小企业增信项目已基本处置完毕，目前业务风险可控。考虑到经济处于下行期、信用衍生工具的创新性及杠杆性等因素，公司信用增进业务发展面临一定压

力，公司风险管理体系对业务的保障程度尚待观察。

六、财务分析

公司提供了 2014~2016 年度财务报告及 2017 年 1 季度财务报表。其中，2014~2016 年度财务报告经信永中和会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告；2017 年一季度财务报表未经审计。

1. 资本结构

公司目前资本来源以资本金和利润留存为主，公司根据资金业务的需要调整负债规模。2014~2016 年，公司均分配现金股利 3.00 亿元，近年来公司未分配利润余额有所增长，利润留存对资本起到了一定的补充作用。截至 2016 年末，公司所有者权益 77.18 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 3.17 亿元，未分配利润 12.91 亿元。未来，公司将采取适度的分红政策来回馈股东，并通过利润留存支持业务发展。此外，公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本支持。

公司负债主要由卖出回购金融资产、长期借款及增信责任准备金组成(见表 8)。公司卖出回购金融资产标的为债券，2014~2016 年卖出回购金融资产规模有所波动，导致公司负债规模呈现一定波动。

表 8 公司负债结构 单位：亿元

项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
卖出回购金融资产	23.93	45.12	53.18	22.13
长期借款	13.97	14.71	10.69	8.37
风险准备金	18.55	18.49	17.51	11.18
其他	3.41	3.87	4.63	4.35
负债合计	59.86	82.19	86.01	46.03

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备

在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提，特种准备是针对重大突发事件的风险计提。近年来，国内宏观经济增速放缓，中小企业发生信用风险的可能性大幅提升，公司对风险准备金计提加大了计提力度。截至 2016 年末，公司风险准备金余额 18.49 亿元，占同期增信余额的 1.94%，占比较之前年度有所上升，对已发生代偿和存量项目的覆盖水平较好。

截至 2016 年末，公司长期借款余额 14.71 亿元，该笔借款为公司办公楼建设专门借款。为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信。截至 2017 年 3 月末，公司共获得 14 家银行合计 237 亿元的授信额度。

近年来，公司负债规模有所波动，2016 年以来负债规模有所下降，导致杠杆率有所下降，2016 年末公司资产负债率为 39.97%。

2017 年一季度，由于未分配利润的增加，所有者权益规模稳步增长。随着卖出回购金融资产规模的下降，公司负债规模进一步下降，2017 年 3 月末资产负债率为 29.915%。

总体看，公司资本实力强，利润留存对资本起到了一定补充作用，近年来负债规模和杠杆水平均有所波动。

2. 资金运用与资产质量

表 9 公司资产结构 单位：亿元

项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
货币资金	0.77	0.24	0.39	0.35
贷款	1.44	1.49	-	-
同业资产	8.09	14.87	9.68	5.18
投资资产	98.86	112.99	124.48	92.75
其中：交易性金融资产	6.80	5.51	5.72	5.98
持有至到期投资	19.61	17.16	10.76	20.23
可供出售金融资产	68.98	86.85	108.00	66.54
其他资产	28.93	29.77	26.31	20.17
其中：应收代偿款	3.93	4.43	-	-
合计	138.09	159.36	160.86	118.46

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

近年来，公司资产总额整体呈增长趋势，但 2016 年以来受负债规模压缩的影响有所下降，2016 年末资产总额 159.36 亿元。公司资金主要运用于投资业务，投资资产占资产总额的比例保持在较高水平（见表 9）。

近年来，由于买入返售金融资产规模的增加，公司同业资产规模呈上升趋势。截至 2016 年末，公司同业资产余额 14.87 亿元，其中买入返售金融资产余额 10.69 亿元，标的资产全部为债券。

公司投资资产以可供出售金融资产为主，2016 年以来，公司将部分债券转入持有至到期账户以稳定收息资产规模。截至 2016 年末，公司投资资产余额 112.99 亿元，占资产总额的 70.90%。其中，交易性金融资产余额 5.51 亿元，持有至到期投资余额 17.16 亿元，交易性金融资产和持有至到期投资标的均为债券。截至 2016 年末，公司可供出售金融资产余额 86.94 亿元，其中债券投资余额 78.35 亿元、信托及资产管理计划投资余额 6.41 亿元、股票投资余额 2.18 亿元；可供出售金融资产减值准备余额 0.09 亿元。此外，公司投资资产还包括少量的长期股权投资和投资性房地产，2016 年末上述投资资产余额分别为 0.02 亿元和 3.44 亿元。2016 年，公司交易性金融资产公允价值变动损失 0.20 亿元，对净利润的影响不大；2016 年，公司持有的“13 东特钢 MTN1”债券发行人东北特殊钢集团有限责任公司由于到期票据不能按期足额兑付等问题评级由 AA 级调降致 C 级，加之债券市场收益率大幅上升，导致可供出售金融资产公允价值变动损失 1.84 亿元，对其他综合收益产生一定负面影响。

公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括国债、地方政府债券、政策性金融债券、金融债券、短期融资券、中期票据、集合票据以及企业债券等。截至 2016 年末，公司国债、地方政府债券、政策性金融债券合计占债券投资总额的 54.21%，其余为短期融资券、中期票据、集合票据及企业债券等收益率较高的债券。

公司投资的债券外部评级普遍在 AA 及以上，其中 AA+及以上债券余额合计占债券投资余额的 98.97%，债券投资的信用风险可控。2014 年公司设立投资二部，侧重对权益和创新类金融工具进行投资，截至 2016 年末，公司开展了 6 笔信用违约互换交易，名义本金 0.60 亿元，目前规模仍较小。

2014 年公司未发生代偿，2015 年发生的代偿在当年全额收回；2016 年由于区域集优项目风险暴露导致应收代偿款明显增加，2016 年末余额为 4.43 亿元。近年来，公司其他资产规模较大，主要是由于公司购买办公大楼，导致在建工程余额较大所致。截至 2016 年末，公司其他资产余额 29.77 亿元，其中在建工程余额 17.46 亿元。

2017 年一季度，公司延续 2016 年的投资策略及投资品种，但受负债规模进一步压缩影响，投资规模较 2016 年末进一步下降。

总体看，受负债规模压缩影响，公司资产规模有所下降；公司投资规模较大，部分债券投资的信用等级有所下行，相关信用风险需关注。

3. 经营效率及盈利能力

公司营业收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见表 10)。近年来，公司营业收入呈波动上升趋势，2016 年实现营业收入 13.23 亿元。

表 10 公司收益指标 单位：亿元/%

项目	2017年 1~3月	2016年	2015年	2014年
营业收入：	3.04	13.23	13.95	12.36
其中：增信业务收入	1.62	6.97	7.51	7.45
投资收益	1.24	5.59	6.26	4.57
利息收入	0.11	0.17	0.05	0.06
营业成本：	0.62	4.14	9.84	7.59
其中：提取风险准备金	0.06	0.98	6.33	4.98
业务及管理费	0.31	1.57	1.85	1.57
净利润	1.81	6.96	3.13	3.59
平均资产收益率	-	4.35	2.24	3.51
平均净资产收益率	-	9.16	4.25	5.03

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

公司综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价，同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平，公司增信业务议价能力较强。近年来，由于增信业务发展趋缓，公司增信业务收入呈波动下降趋势，2016 年实现增信业务收入 6.97 亿元，占营业收入的 52.66%。

近年来，公司投资收益有所波动，主要以债券利息收入为主。2016 年，公司实现投资收益 5.59 亿元，占营业收入的 42.27%。近年来，公司可供出售金融资产规模较大，其公允价值变动对公司其他综合收益形成一定影响。

公司营业成本主要来自提取风险准备金和业务及管理费。2014~2015 年，作为公司中小企业增信业务面临的信用风险逐渐暴露，公司加大了拨备力度，提取风险准备金支出规模较大，且呈上升趋势；2016 年以来，由于高风险区域集优项目大量到期，风险准备金计提规模大幅下降。2014~2016 年，公司分别提取风险准备金 4.98 亿元、6.33 亿元和 0.98 亿元。2016 年，公司业务及管理费 1.57 亿元，相当于营业收入的 11.86%，营业费用整体保持在合理范围内。

2014~2015 年，受投资风险准备金计提规模上升、负债规模增长导致的利息支出上升以及投资收益波动等因素影响，公司净利润有所所有下降；2016 年以来，由于风险准备金计提规模大幅下降，公司净利润明显增加，2016 年实现净利润 6.96 亿元。2016 年，公司平均资产收益率及平均净资产收益率分别为 4.35% 和 9.16%，盈利水平较之前年度明显上升。

2017 年一季度，公司实现增信业务收入 1.62 亿元，投资收益 1.24 亿元；实现净利润 1.81 亿元。

总体看，增信业务和投资业务收入是公司主要的收入来源，受提取风险准备金规模大幅减少的影响，2016 年以来公司盈利水平有所上升。

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

从现金流情况来看，2016 年，由于区域集优风险暴露导致赔付金额明显增加，公司经营活动产生的现金流由净流入转为净流出状态；2014~2015 年，由于投资支付的现金规模较大，投资活动产生的现金流呈净流出状态，2016 年由于收到买入返售金融资产款明显增加，导致投资活动产生的现金流转呈净流入状态；筹资活动产生的现金流入主要为取得借款和收到卖出回购金融资产款，现金流出主要为借款支付和支付卖出回购金融资产款，2016 年呈净流出状态。总体看，公司现金流趋紧（见表 11）。

表 11 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
经营活动产生的现金流量净额	0.64	-3.06	1.90	2.47
投资活动产生的现金流量净额	18.20	10.12	-30.72	-23.57
筹资活动产生的现金流量净额	-20.30	-7.51	29.06	21.89
现金及现金等价物净增加额	-1.46	-0.45	0.24	0.78
期末现金及现金等价物余额	0.95	2.42	2.87	2.63

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

根据公司 2016 年末的资产状况，估算出公司净资本为 41.79 亿元，净资本比率为 54.14%，近年来均呈下降趋势（见表 12）。增信规模的下降使公司净资产增信倍数有所下降，由于净资本的降低，净资本增信倍数有所上升；截至 2016 年末，公司净资产增信倍数为 12.13 倍，

净资本增信倍数为 22.40 倍。经测算，截至 2016 年末，公司净资本覆盖率为 74.40%，近年来持续下降。

2017 年一季度，由于净资产的增加以及同业和投资资产规模的下降，公司净资本有所上升。2017 年 3 月末，公司净资本覆盖率为 84.27%。公司处于成长阶段，增信业务的持续发展将使公司放大倍数逐步提高，对公司资本充足性的影响需关注。

表 12 公司资本充足性指标 单位：亿元/%

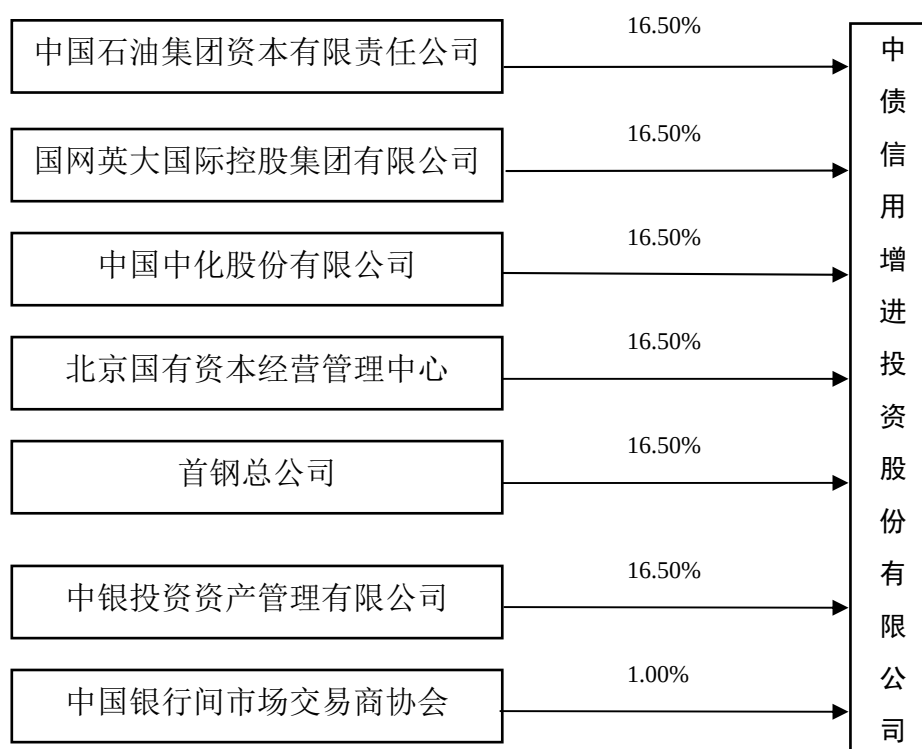
项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
增信余额	918.00	936.10	973.03	941.15
净资产	78.23	77.18	74.84	72.43
净资本	46.41	41.79	48.23	52.86
净资产增信倍数	11.73	12.13	13.00	12.99
净资本增信倍数	19.78	22.40	20.17	17.80
净资本比率	59.33	54.14	64.44	72.98
净资本覆盖率	84.27	74.40	82.61	93.61

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

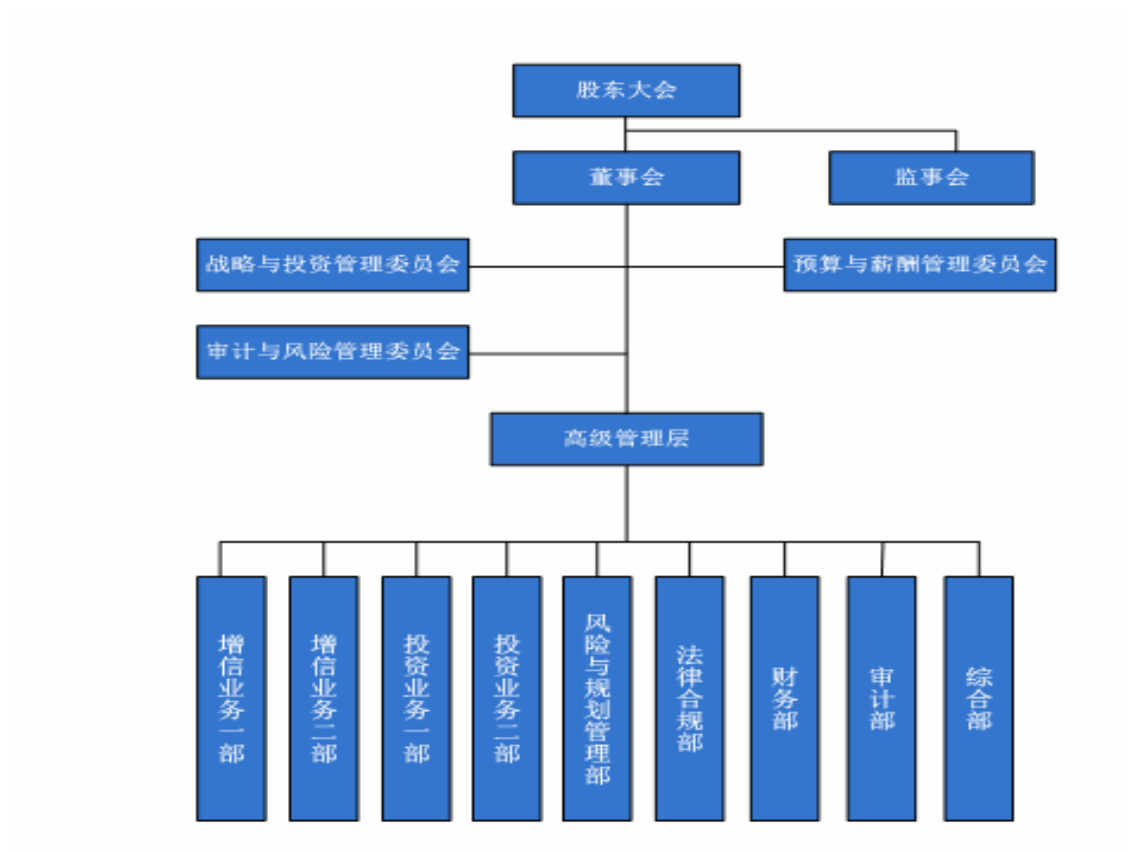
七、评级展望

作为国内首家信用增进机构，经过近年来的经营实践，公司增信业务基础不断夯实，创新业务持续推进。随着发展规划的逐步落实，未来公司业务将进一步拓展，市场竞争力有望进一步增强。此外，信用增进行业标准制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营。同时，公司也将面临信用增进业务规模增长带来的资本消耗、风险管理压力加大等问题。目前宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对公司的业务和流动性管理水平提出更高要求。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间的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织架构图



附录 3 资产负债表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：亿元

项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
货币资金	0.77	0.24	0.39	0.35
存放同业款项	0.18	2.17	2.48	2.27
拆出资金	-	2.00	2.00	-
交易性金融资产	6.80	5.51	5.72	5.98
衍生金融资产	0.00	0.00	-	-
买入返售金融资产	7.91	10.69	5.20	2.91
应收账款	-	-	0.02	0.02
应收代偿款	3.93	4.43	-	-
应收股利	-	-	-	-
应收利息	1.97	2.72	2.91	2.40
其他应收款	0.05	0.05	0.06	0.06
预付账款	0.02	0.02	0.07	0.05
流动资产合计	21.65	27.85	18.85	14.05
持有至到期投资	19.61	17.16	10.76	20.23
可供出售金融资产	68.98	86.85	108.00	66.54
贷款	1.44	1.49	-	-
长期股权投资	0.02	0.02	-	-
投资性房地产	3.44	3.44	-	-
固定资产	0.02	0.02	0.57	0.03
在建工程	17.86	17.46	17.94	14.48
无形资产	0.07	0.07	0.02	0.03
长期待摊费用	0.01	0.01	0.01	0.01
递延所得税资产	4.98	4.98	4.72	3.10
非流动资产合计	116.44	131.52	142.01	104.41
资产总计	138.09	159.36	160.86	118.46
卖出回购金融资产款	23.93	45.12	53.18	22.13
预收账款	0.08	0.14	0.31	1.36
应付职工薪酬	0.91	1.32	1.39	1.29
应交税费	0.84	0.83	1.87	1.51
应付利息	0.02	0.04	0.03	0.02
其他应付款	0.02	0.01	0.08	0.01
其他流动负债	1.00	1.00	-	-
流动负债合计	26.80	48.46	56.87	26.32
长期借款	13.97	14.71	10.69	8.37
风险准备金	18.55	18.49	17.51	11.18
递延所得税负债	0.53	0.53	0.95	0.15
非流动负债合计	33.06	33.73	29.15	19.71
负债合计	59.86	82.19	86.01	46.03
股本	60.00	60.00	60.00	60.00
其他综合收益	0.34	1.10	2.73	0.45
盈余公积	3.17	3.17	2.47	2.16
未分配利润	14.72	12.91	9.64	9.83
所有者权益合计	78.23	77.18	74.84	72.43
负债和所有者权益总计	138.09	159.36	160.86	118.46

附录 4 利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：亿元

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业收入	3.04	13.23	13.95	12.36
主营业务收入	1.62	6.97	7.51	7.45
利息收入	0.11	0.17	0.05	0.06
投资收益（损失以“-”号填列）	1.24	5.59	6.26	4.57
公允价值变动收益	0.03	0.48	0.13	0.27
其他业务收入	0.04	0.02	-	0.00
二、营业成本	0.62	4.14	9.84	7.59
主营业务成本	0.00	0.19	0.15	0.04
提取风险准备金	0.06	0.98	6.33	4.98
利息支出	0.22	0.99	1.04	0.47
营业税金及附加	0.03	0.26	0.47	0.46
业务及管理费	0.31	1.57	1.85	1.57
资产减值损失	0.00	0.14	-0.01	0.08
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	2.42	9.10	4.11	4.76
加：营业外收入	0.00	0.01	0.00	0.01
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	2.42	9.11	4.11	4.77
减：所得税费用	0.60	2.15	0.98	1.18
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	1.81	6.96	3.13	3.59
其他综合收益的税后净额	-0.76	-1.63	2.29	1.58
六、综合收益总额	1.05	5.33	5.41	5.17

附录 5 现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：亿元

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
一、经营活动产生的现金流量				
提供增信服务取得的现金	1.65	7.02	6.46	6.34
收到增信合同代偿的现金	0.50	1.38	0.29	-
收到其他与经营活动有关现金	0.02	1.07	0.87	0.11
经营活动现金流入小计	2.17	9.47	7.62	6.44
支付增信合同赔付等款项现金	-	5.82	0.29	-
支付给职工以及为职工支付现金	0.53	1.00	1.03	0.78
支付的各项税费	0.84	3.87	2.85	2.61
支付其他与经营活动有关现金	0.16	1.85	1.55	0.58
经营活动现金流出小计	1.53	12.53	5.72	3.97
经营活动产生的现金流量净额	0.64	-3.06	1.90	2.47
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资收到的现金	39.04	124.61	72.60	45.86
取得投资收益收到的现金	2.13	6.09	5.80	4.56
收到买入返售金融资产现金款	139.33	321.60	74.39	30.58
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	0.00	-	0.00
收到其他与投资活动有关现金	0.02	0.00	-	0.00
投资活动现金流入小计	180.52	452.31	152.80	80.99
投资支付的现金	25.51	106.39	103.14	63.90
支付买入返售金融资产现金款	136.54	332.74	76.68	33.49
构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.27	1.03	3.70	7.17
支付其他与投资活动有关现金	-	2.00	-	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	0.02		
投资活动现金流出小计	162.32	442.19	183.52	104.57
投资活动产生的现金流量净额	18.20	10.12	-30.72	-23.57
三、筹资活动产生的现金流量				
取得借款收到的现金	2.00	134.59	340.14	18.77
收到卖出回购金融资产现金款	605.24	5285.74	3813.14	860.26
筹资活动现金流入小计	607.24	5420.33	4153.28	879.04
偿还债务支付的现金	0.74	129.57	337.82	10.40
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.37	4.48	4.30	3.60
支付卖出回购金融资产现金款	626.43	5293.79	3782.09	843.15
筹资活动现金流出小计	627.54	5427.84	4124.21	857.15
筹资活动产生的现金流量净额	-20.30	-7.51	29.06	21.89
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-1.46	-0.45	0.24	0.78
加：期初现金及现金等价物余额	2.42	2.87	2.63	1.84
六、期末现金及现金等价物余额	0.95	2.42	2.87	2.63

附录 6 主要财务指标及计算公式

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

附录 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，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

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

附录 7-2 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