信用等级公告

联合〔2019〕1919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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江阴城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“17江阴城投MTN001”信用等级为AAA，维持“19江阴城投CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

江阴城市建设投资有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
17 江阴城投 MTN001[1]	15.00 亿元	2020/08/03	AAA	AAA	AAA
19 江阴城投 CP001	10.00 亿元	2020/03/28	AAA	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 11 日

财务数据

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
应收类款项/资产总额(%)	5.92	5.29	5.03	4.43
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
经营现金流动负债比(%)	-14.30	19.77	22.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	35.33	26.80	19.18	--

注：2019 年 1~3 月财务数据未经审计

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

[1] 注：“17 江阴城投 MTN001”为永续中期票据，期限为 3+N，N 为续期数，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级观点

江阴城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是江阴市重要的基础设施建设主体。跟踪期内，江阴市经济稳步增长，公司持续获得股东的有力支持，营业收入略有增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司存货占比大，资产质量一般、债务规模大、担保比率高等因素对公司信用水平带来的不利影响。随着江阴市对当地基础设施建设的持续投入，公司未来经营有望保持稳定。

“17江阴城投MTN001”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供不可撤销的连带责任保证担保；“19江阴城投CP001”由中债增提供债券远期回购信用增进服务。经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效提升了上述债券本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“17江阴城投MTN001”信用等级为AAA、维持“19江阴城投CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 2018年江阴市经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司获得了股东在补贴方面的持续有力支持。
3. 中债增对“17江阴城投MTN001”提供了不可撤销的连带责任保证担保，对“19江阴城投CP001”提供债券远期回购信用增进服务。上述增信措施有效提升了债券本息偿付的安全性。

关注

1. 江阴市政府对公司竣工满10年项目回购执行情况较差，导致存货占比大且不断增长，对资金形成较大占用。

2. 公司债务负担重，且存在较大短期偿债压力。
3. 公司担保比率高，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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江阴城市建设投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于江阴城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，股东仍为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%，公司实际控制人为江阴市财政局。截至2019年3月底，公司注册和实收资本均为10.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。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、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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年3月底，联合资信所评公司存续债券“17江阴城投MTN001”和“19江阴城投CP001”尚需偿还债券余额25.00亿元。跟踪期内，“17江阴城投MTN001”已按期足额支付利息，上述两期债券募集资金均按规定用途使用完毕。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 江阴城投 MTN001	15.00	15.00	2017/08/03	（3+N）年
19 江阴城投 CP001	10.00	10.00	2019/03/28	366 日
合计	**25.00**	**25.00**	--	--

注：N 为续期数

资料来源：联合资信整理

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。

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，城投企业快速增加，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，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是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企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务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，依法合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 年以来与城投企业相关的主要政策

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	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。

	意见》国发办〔2019〕6 号	
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〔2018〕10 号	严格按要求规范的 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。
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企业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。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 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。

跟踪期内，江阴市经济持续增长，产业结构不断优化；公司所在区域为公司创造了良好的外部环境。

根据《2018年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2018年，江阴市实现地区生产总值3806.18亿元，按可比价格计算同比增长7.2%。2018年，江阴市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

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，实际控制人仍为江阴市财政局。

2. 竞争优势

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，作为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。

3. 外部支持

跟踪期内，江阴市财政收入持续增长，财

政实力较强；江阴市财政局作为公司股东和实际控制人，持续给予公司有力支持。

根据江阴市人民政府披露的《江阴市财政预算执行情况和财政预算草案的报告》，2018年，江阴市实现一般公共预算收入254.04亿元，同比增长8.01%。其中税收收入223.01亿元，同比增长13.9%，占一般预算收入的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。

2018年，公司收到政府补助款5.00亿元，较上年保持稳定。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司未新增不良信贷记录，未发现其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行专业版）》（NO.B201906260359079450），截至2019年6月26日，公司无未结清的不良信贷信息记录。

截至2019年7月8日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员未发生变动。公司依据《公司章程》及管理制度有序推进各项事务。公司管理制度完善，人员构成合理，能满足日常工作需要。

七、经营分析

跟踪期内，公司业务构成新增保障房销售收入，项目管理费收入略有增长。除项目管理费收入外，其他板块毛利率依然为负。

2018年，公司实现营业收入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；公司综合毛利率上升至72.71%，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，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所致。

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3 公司近年各业务板块收入构成情况（单位：万元、%）

项 目	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
项目管理费	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	2651.74	1.90	100.00	8149.55	5.78	100.00	2037.25	8.04	100.00
代建项目回购	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	1693.91	1.21	-36.54	1308.23	1.35	-20.46	273.52	1.08	26.26
合计	**139578.05**	**100.00**	**72.45**	**141519.79**	**100.00**	**72.71**	**25341.98**	**100.00**	**89.99**

资料来源：公司审计报告、公司提供

跟踪期内，公司项目管理费收入略有增长，竣工满10年项目政府回购执行情况差。由于资金回笼不及时，公司未来在建项目投入仍将来源于外部筹资。

跟踪期内，公司代建业务模式和账务处理方式未发生变化。公司受江阴市政府委托进行基础设施建设，每年按代建项目已竣工决算金额的6%收取项目管理费，在工程项目竣工决算

满10年后，可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）。自2015年开始，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。项目管理费由江阴市财政局汇算拨付，公司确认收入并于第二年全额收回管理费资金。

2018年，公司确认项目管理费收入10.48亿元，同比略有增长。其中对竣工满10年但尚未回购项目收取的管理费0.81亿元。公司已于2019年5月收到上年项目管理费回款1.80亿元。2019年1~3月，公司项目管理费收入2.26亿元，毛利率100.00%。

表4　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，2018年江阴市政府确认代建项目回购收入2.87亿元用于回购2014~2016年项目，目前尚未收到回购款。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。2018年，公司代建项目回购毛利率-5.22%，毛利率持续为负主要系营改增后部分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。

跟踪期内，公司由于原先建设的保障房项目实现销售收入，随着项目逐步验收，预计该板块收入规模将有所上涨。

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”（已于2019年6月11日到期兑付）募集所得），项目已于2017年11月完工验收合格。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。

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5　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	1.00
	城市管网	48.87	40.96	2.00	2.00	2.00
	其他市政资产	161.69	128.17	6.70	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

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

2018~2019年3月，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模略有下降；资产中存货（主要是代建项目投入）占比大，对资金占用较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。

截至2018年底，公司资产总额682.90亿元，同比下降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6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	54.29	7.72	20.84	3.05	30.71	4.42
应收票据及应收账款	25.40	3.61	17.57	2.57	15.95	2.29
其他应收款	22.51	3.20	19.99	2.93	14.87	2.14
存货	593.00	84.29	615.21	90.09	624.22	89.81
流动资产	**695.36**	**98.84**	**673.72**	**98.66**	**685.87**	**98.68**
非流动资产	**8.19**	**1.16**	**9.18**	**1.34**	**9.15**	**1.32**
资产总额	**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2017年数据进行相应调整
资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至2018年底，公司流动资产673.72亿元，同比略有下降。公司货币资金20.84亿元，同比快速下降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，无使用受限资金。应收票据及应收账款17.57亿元，同比下降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%。其他应收款19.99亿元，同比下降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。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，截至2018年底为615.21亿元，同比增长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。截至2018年底，公司非流动资产9.18亿元，较上年底有所增长，非流动资产构成较上年底变化不大。

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，同比增长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，同比增加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。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益略有增长，所有者权益保持稳定。

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），同比增长 2.57%，主要系未分配利润增加所致。所有者权益构成较上年底变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益构成较上年底变化不大。

跟踪期内，由于公司有息债务规模较2017年底有所下降，债务负担有所下降但仍重。

截至 2018 年底，公司负债总额 451.25 亿元，同比下降 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7 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	47.76	10.00	49.68	11.01	52.18	11.29
一年内到期的非流动负债	97.46	20.40	69.02	15.30	66.02	14.28
流动负债	**153.74**	**32.18**	**138.98**	**30.80**	**138.41**	**29.94**
长期借款	144.02	30.15	122.99	27.26	121.62	26.31
应付债券	53.80	11.26	52.00	11.52	62.00	13.41
长期应付款	126.15	26.41	137.28	30.42	140.22	30.33
非流动负债	**323.97**	**67.82**	**312.27**	**69.20**	**323.84**	**70.06**
负债总额	**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2017年数据进行相应调整
资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2018 年底，公司流动负债 138.98 亿元，同比下降 9.60%。公司其他应付款（含应付利息和其他应付款）49.68 亿元，同比增长 4.01%，主要系应付江阴市财政局转贷暂存款、工程款（2018 年底为 9.92 亿元，同比增加 9.92 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；一年内到期的非流动负债 69.02 亿元，同比下降 29.18%，主要系较大规模到期的长期借款偿还所致。其他流动负债 10.00 亿元，系公司发行的 10.00 亿元短期融资券。

截至 2018 年底，公司非流动负债 312.27 亿元，同比略有下降。公司长期借款 122.99 亿元，同比减少 21.03 亿元；应付债券 52.00 亿元，同比减少 1.80 亿元，系 1.80 亿元“12 江阴债”转入一年内到期的非流动负债所致；长期应付款 137.28 亿元，同比增长 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 亿元以及与江阴市公有资产经营有限公司（以下简称“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。

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。

截至2018年底，公司全部债务253.91亿元，同比下降16.28%，以长期债务为主（占68.92%）；2019~2021年，公司到期债务分别为88.92亿元、99.33亿元和52.48亿元，2019和2020年债务偿还压力较大。若将其他流动负债、长期应付款中有息债务纳入全部债务核算，2018年底公司调整后全部债务348.08亿元，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66.08%、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，公司债务负担较2017年底有所下降，但债务负担仍重。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入略有增长，营业利润率高；财务费用对公司利润侵蚀加大，利润总额对财政补贴依赖大。

2018年，公司实现营业收入和营业成本分别为14.15亿元和3.86亿元，同比均略有增长。由于营业收入增速略高于营业成本增速，2018年公司营业利润率同比上升至71.40%。

2018年，公司期间费用9.03亿元，同比增长24.06%。其中财务费用8.91亿元，同比增长24.70%，系新增江阴公有利息支出所致。期间费用占营业收入的比重由2017年的52.14%上升至2018年的63.80%，公司对财务成本控制能力有所下降。

2018年，公司其他收益5.00亿元，全部为政府补助；公司营业外支出主要为养护补贴、工程补贴等必要支出。2018年，公司营业利润和利润总额分别为5.89亿元和4.76亿元。

2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.71%和2.07%，较2017年变化不大。

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。

4．现金流分析

跟踪期内，由于公司经营活动中往来款支出明显减少，经营活动现金净流量持续增长。由于经营活动产生的现金流量净额较大且跟跟踪期内公司持续控制存量债务规模，公司筹资活动持续收缩。

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单位和国有企业的往来款等。2018年，公司经营活动现金流入47.65亿元，同比下降33.62%，主要系收到的江阴公有等当地国有企业往来款（反映在收到其他与经营活动有关的现金中）减少所致。销售商品、提供劳务收到的现金15.34亿元，同比增长29.43%；同期，由于公司支付的往来款大幅下降，公司经营活动现金流出下降至16.19亿元，同比下降60.89%。公司经营活动现金流量净额31.46亿元，较上年略有增加。现金收入比108.41%，较上年的84.93%明显好转，但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（2018年相关收入截至2019年6月底仅收到1.80亿元），总体看，公司收入实现质量较2017年有所下降。

2018年，公司投资活动很少，投资活动现金流量净额-1.11亿元。

2018年，由于经营活动产生的现金流量净额较大。同时，为控制存量债务规模，公司筹资活动现金流入快速下降。筹资活动现金流入67.90亿元，全部是银行借款和发行债券所得；筹资活动现金流出131.70亿元，同比增长14.06%，主要是偿还债务本息支出。其中分配股利、利润或偿付利息支付的现金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”。筹资活动现金流量净额-63.80亿元。

2019年1~3月，公司经营活动流入流出基

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。

5．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，同比有所下降。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。

6．偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产无法覆盖同期短期债务，短期偿债压力较大；公司有息债务规模大，长期偿债能力弱，担保比率高。但考虑到股东对公司的持续有力支持，公司整体偿债能力很强。

截至2018年底，由于公司流动资产降幅低于流动负债，同时存货持续增长，公司流动比率上升至484.74%，速动比率下降至42.10%，2019年3月底，上述比率分别上升至495.52%和44.53%。考虑到公司存货主要是已完工和在建的政府代建项目，公司整体流动性较弱。2018年，公司经营现金流动负债比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保障倍数的0.27倍和0.36倍。总体看，公司短期偿债能力弱。

2018年，公司EBITDA为13.24亿元，同比增长16.97%，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2017年的34.15倍下降至26.29倍。总体看，公司长期偿债能力仍弱。但考虑到股东对公司的持续有力支持，总体看，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，较2018年3月底的177.04亿元有所下降。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。

九、存续期内债券偿债能力

公司存续债券短期兑付压力小，2020年偿债集中度相对较高。

截至2019年6月底，公司存续债券余额91.80亿元（含永续中票），其中2019年下半年到期兑付的应付债券5.00亿元，2020年将达到存续债券待偿本金峰值58.80亿元（假定公司永续中票和尚未行权债券均于可行权日赎回）。

截至2019年3月底，公司现金类资产30.73亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为47.65亿元、31.46亿元和13.24亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券余额保障能力强。

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年 6 月底
2019 年下半年到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	58.80
2019 年 3 月底现金类资产/一年内到期债券余额	6.15
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.81
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.54
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.23

资料来源：联合资信整理

此外，中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）对“17 江阴城投 MTN001”的本金、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担保。

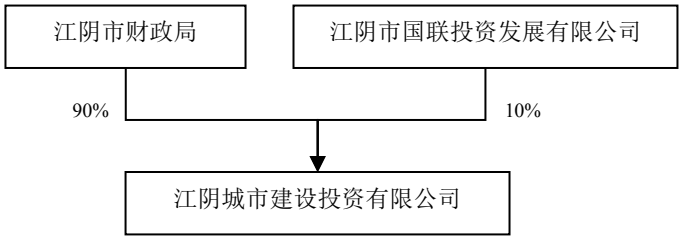
中债增对“19 江阴城投 CP001”提供债券远期回购信用增进服务（即如果公司无法在兑付日（即 T 日）将本期短期融资券本金和当期应付利息足额偿还票据持有人，则公司应在 T-7 日前（含 T-7 日）向市场公开披露《江阴城市建设投资有限公司关于提请启动信用增进程序的公告》，中债增应在 T-6 日前（含 T-6 日）向市场公开披露《中债信用增进投资股份有限公司信用增进义务履行安排公告》，票据持有人有权在 T-3 日前（含 T-3 日）将持有的本期票据转让并过户给中债增，中债增于 T-3 日前（含 T-3 日）有义务受让票据持有人转让的票据，中债增应支付的转让价款为票据持有人转让的票据应付未付票面本金和截至兑付日的应付未付的票面利息之和。若票据持有人未在第四条约定的 T-3 日前（含 T-3 日）将持有的票据转让给中债增，中债增对票据持有人免除任何责任）

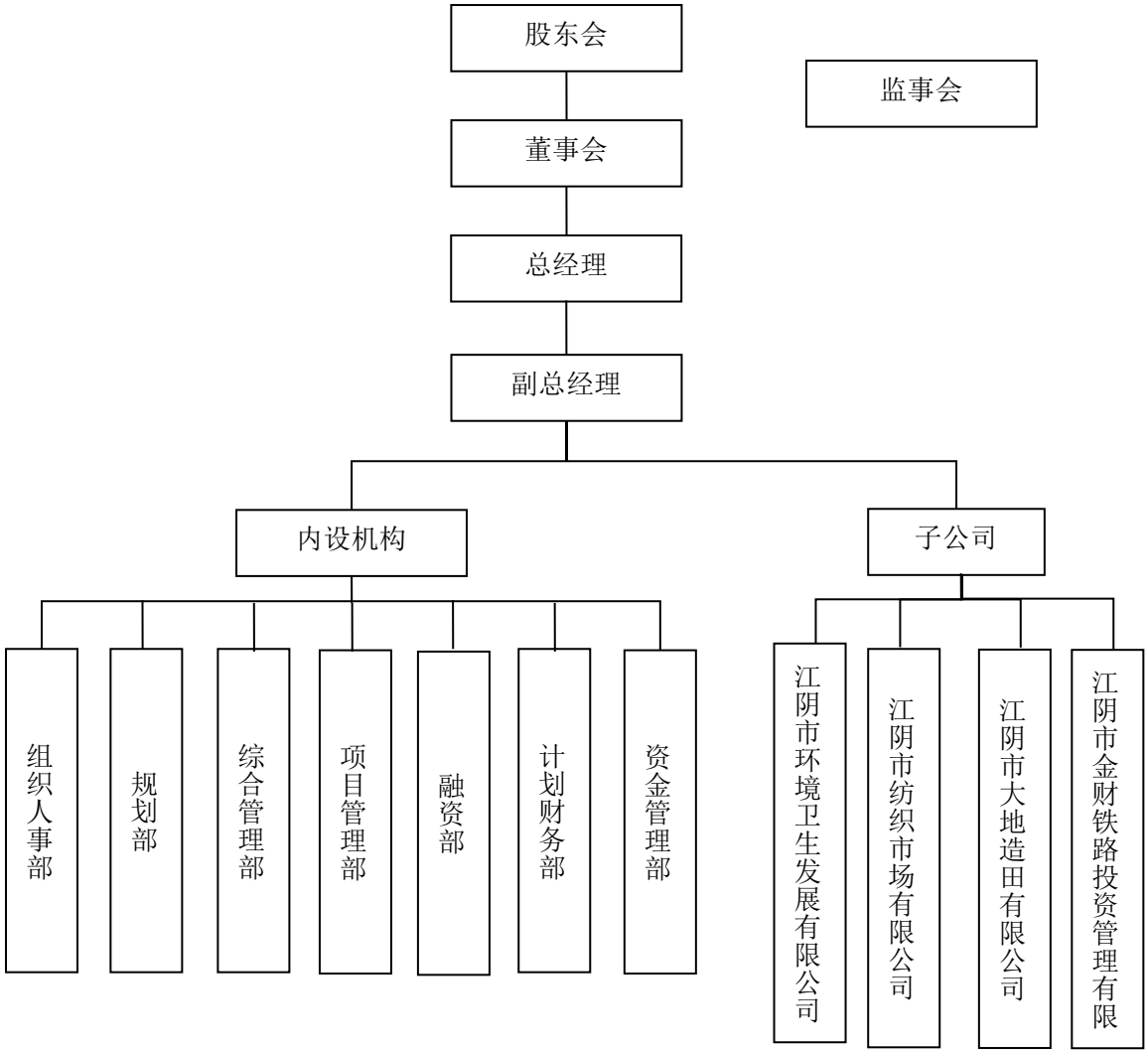
根据联合资信于2019年7月3日出具的中债增的主体评级报告，中债增主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效增强了“17江阴城投MTN001”和“19江阴城投CP001”本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“17江阴城投MTN001”的信用等级为AAA、维持“19江阴城投CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图和组织架构图





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
江阴市公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**

附件 3　公司主要财务数据及指标

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
应收类款项/资产总额(%)	5.92	5.29	5.03	4.43
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	--
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	--

注：2019 年 1~3 月财务数据未经审计；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　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 5　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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 6-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　评级展望设置及其含义

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

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

附件 6-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

联合资信评估有限公司

承 诺 书

本机构承诺出具的中债信用增进投资股份有限公司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

二〇一九年七月三日

信用等级公告

联合[2019] 1789 号

联合资信评估有限公司通过对中债信用增进投资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。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中债信用增进投资股份有限公司
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 7 月 3 日

主要数据

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额(亿元)	137.35	139.83	150.91	159.36
负债总额(亿元)	50.76	57.12	71.14	82.19
所有者权益(亿元)	86.60	82.71	79.76	77.18
增信余额(亿元)	1060.47	1065.60	956.60	936.10
净资本覆盖率(%)	88.10	81.14	78.10	74.40
项目	**2019 年 1—3 月**	**2018 年**	**2017 年**	**2016 年**
营业收入(亿元)	3.82	13.37	12.66	13.23
利润总额(亿元)	3.34	8.30	7.64	9.11
净利润(亿元)	2.50	6.28	5.86	6.96
平均资产收益率(%)	-	4.32	3.78	4.35
平均净资产收益率(%)	-	7.73	7.46	9.16

资料来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

分析师

丁倩岩　谢冰姝

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，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；在国内宏观经济增速放缓的大环境下，公司增信业务创新对风险控制和流动性管理水平提出更高要求；增信业务的持续发展对资本充足水平的影响需关注。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，违约风险极低。

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。
- 高级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。

关注

- 公司单笔增信业务金额高，行业集中度高，存在较高的业务集中风险；投融资平台类增信项目占比较高，在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下，相关风险需予以关注。
- 公司增信业务的持续发展对资本充足水平的影响需关注。
- 在国内宏观经济增速放缓的大环境下，公司增信业务创新对风险控制和流动性管理

水平提出更高要求。

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、除因本期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 2019 年 7 月 3 日至 2020 年 7 月 2 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
2019 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 2019 年 3 月末，公司股本 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指导和管理。

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	首钢集团有限公司	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：公司提供，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、投资业务部、国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部十个部门。截至 2019 年 3 月末，公司共有员工 104 人，绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2018 年末，公司资产总额 139.83 亿元，负债总额 57.12 亿元，所有者权益 82.71 亿元；增信余额 1065.60 亿元。2018 年，公司实现营业收入 13.37 亿元，其中增信业务收入 7.06 亿元；净利润 6.28 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 137.35 亿元，负债总额 50.76 亿元，所有者权益 86.60 亿元；增信余额 1060.47 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.82 亿元，其中增信业务收入 1.81 亿元；净利润 2.50 亿元。

注册地址：北京市西城区月坛南街 1 号院 6 号楼 8 层 801、9 层 901、10 层 1001

法定代表人：谢多

二、运营环境

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，主要受基础设施建设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、美国和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继续放缓，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. 行业发展概况

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。

3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律依据缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(以下简称“《指引》”)。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。2012 年 8 月，《信用增进机构管理规范》、《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012 年 11 月，财政部发布了《企业会计准则解释第 5 号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。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

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，战略总监、总法律顾问、风险总监、营运总监各 1 名。公司高级管理人员由总裁提名，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。目前公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务部、国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部十个部门（见附录 2），各部门职责分工明确。

近年来，公司继续加强内控制度体系建设，强化内控执行力。2018 年，公司组织开展了制度流程梳理及内部控制手册修订工作，根据公司新组织架构及部门职责的调整，以现有规章制度为基础，以风险管理为导向，紧密结合工作实际，全面梳理现有的管理制度和业务流程，查找制度及流程中存在的问题及遗漏等。在此基础上，根据新增及修订后的制度开展绘制业

务流程图、查找风险点及风险事件、制定有针对性、可操作性强的防控措施等工作，并对各部门内部控制手册材料进行了修订、完善。同时，公司遵循全面性、重要性和客观性原则，组织各部门开展内部控制自我评价工作，将内部控制评价工作分为确定自评范围、开展全面自评、抽查验收、缺陷认定和整改等四个工作环节，并最终形成公司年度内部控制评价报告；另外，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。

近年来，公司结合审计工作实际开展需要，对《内部审计办法》《项目审计操作规程》《离任审计管理办法》进行了全面修订，并根据对审计发现事项后续整改落实的管理需要，制定了《内部审计发现事项整改管理办法》，进一步完善了内部审计制度体系。2018 年，公司对中小企业集合票据业务开展了专题调研，从产品结构、项目准入、风险评价与审批、后续运营管理等方面进行了分析，对相关产品结构缺陷、准入审慎性不足以及对发行主体自身信用风险判断不够重视等问题进行了揭示，促使公司今后在稳健开拓业务、切实控制风险敞口、提高处置风险能力等方面不断进行总结和反思，提升经营管理水平。同时，公司开展了投资业务操作风险审计、增信业务流程审计、离任审计及支持工具业务全过程纪检监督及跟踪审计等各类专项审计工作，并将后续审计与内部控制评价工作相结合，同时测试和验证后续审计项目与内部控制评价风险点，挖掘问题成因，识别内部控制缺陷，并根据内部控制缺陷的认定标准推动及时有效整改，内控稽核管理水平进一步提升。

总体看，公司搭建了适应自身业务发展情况的内部控制体系并制定了相关的政策和制度，风险管理架构及内控体系不断完善，内控管理水平有所提升。

3. 发展战略

公司的战略定位是成为以债券信用增进为核心、适度多元经营的大型一流国际化信用增进集团公司，同时成为推动我国金融市场信用风险分散分担机制建设与创新的重要而卓越的市场基础设施平台。

立足该战略定位，公司制定了以下发展目标：立足国内，面向国际，专注债券市场，放眼金融市场，以基础信用增进业务、衍生信用增进业务、信用风险管理业务为三大关键业务领域，以金融市场信用资源优化配置中枢为核心建设目标，以一体化信用增进服务商为重要发展支撑，引导公司发展成为金融市场信用风险分散分担机制的探索者和建设者、金融市场信用增进及风险管理服务的专业提供商、金融市场信用增进及风险管理工具的创新者和引领者、金融市场信用增进及风险管理标准的制定者和推广者、信用增进市场国际化的推动者和实践者。短期来看，国内市场是公司的发展重点，长期来看，公司需统筹协调国内市场和国际市场，最终形成以国内市场为主、国际市场为辅的综合性发展格局。两大市场上，公司均以债券市场为核心，在多元化经营中，深耕债券市场信用增进业务，建立和保持公司的核心竞争力。

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。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

公司在坚持市场化发展理念的同时坚守全员化风险意识，以“整体规模可控、总体风险可控”为原则，积极推动各类增信业务稳健发

展。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。

1. 基础增信业务

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逐年增长。公司的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、定向融资工具、资产支持票据、金融债、企业债、公司债等债券类产品以及信托计划、资产管理计划等投资类产品的增信。

截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内增信项目 123 个，增信余额 1065.60 亿元(见附录 3：表 1)。

2018 年以来，公司中期票据增信业务规模上升较快，企业债增信业务规模有所下降。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。其中，公司首单永续中期票据增信项目于 2017 年成功发行，进一步丰富了公司增信债券品种。

公司定向融资工具增信项目包括保障房私募债、小城镇项目和一般企业项目。银行间市场交易商协会支持保障房建设企业通过发行定向债务融资工具来筹建保障房，以降低房企保障房项目的融资成本，截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 1 个，增信余额 13.51 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 2018 年末，公司小城镇增信项目 7 个，增信余额 148.00 亿元。此外，截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内一般企业项目 10 个，增信余额 56.00 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。2018 年末尚在增信责任期内信托计划增信项目 6 个，增信余额 34.50 亿元；尚在增信责任期内资产管理计划增信项目 10 个，增信余额 7.00 亿元。

由于项目收益票据将发行主体和地方政府债务隔离，有利于防范和化解地方政府债务风险，公司重点推进现金流有保障、地方政府支持力度大的项目收益类业务。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 2018 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。

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城投平台企业，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。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，并于 2017 年成功发行第二期。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内保险债权计划增信项目 4 个，增信余额 51.00 亿元。

公司积极响应国家号召，支持绿色环保行业的发展。2017 年，由公司提供增信服务的银行间市场首单绿色资产支持票据成功发行。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内资产支持票据增信项目 5 个，增信余额 16.10 亿元。

近年来，由于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且普遍资质较好，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。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内金融债增信项目 2 个，增信余额 20.00 亿元。此外，截至 2018 年末，公司尚在

增信责任期内短期融资券增信项目 3 个，增信余额 20.00 亿元；超短期融资券增信项目 1 个，增信余额 10.00 亿元。

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 2018 年末，公司上述产品的增信责任均已到期兑付。

2019 年以来，公司重点推进城投企业合作项目，在持续拓展地方国有企业和民营企业债券增信业务的同时，积极探索资产证券化类增信业务。2019 年一季度，公司新增基础增信项目 12 个，增信金额 53.00 亿元；截至 2019 年 3 月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 130 个，增信余额 1060.47 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。

2018 年以来，公司配合交易商协会推进信用联结票据等信用风险缓释工具业务创新工作。2018 年，公司共开展 3 笔信用风险缓释工具交易，其中创设信用联结票据（CLN）1 笔、买入信用风险缓释合约 1 笔以及卖出信用风险缓释凭证 1 笔，名义本金合计 0.95 亿元。

此外，为落实人民银行关于引导设立民营企业债券融资支持工具，促进民营企业债券融资相关政策，公司通过独立创设及与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证（CRMW）的方式支持民营企业发展。从信用风险缓释凭证挂钩的民营企业所在区域来看，已从浙江省逐步扩展至江苏、北京、广东、四川、安徽、湖北等 11 个省（市）；从行业分布来看，已从原材料拓展至交通运输、纺织、大型制造、农林牧渔、通信设备等 10 余个细分行业，整体行业分布较为分散。截至 2018 年末，公司独立创设民营企业债券信用风险缓释凭证 9 只，名义本金 8.60 亿元；与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证 10 只，名义本金 11.20 亿元。

2019 年以来，公司持续推进风险缓释工具等信用产品开发。2018 年至 2019 年 3 月末，公司共开展 13 笔信用风险缓释工具交易，其中创设信用联结票据（CLN）1 笔、买入信用风险缓释合约 1 笔、买入信用违约互换合约 1 笔及买入信用风险缓释凭证 10 笔，名义本金合计 5.21 亿元；独立创设民营企业债券信用风险缓释凭证 10 只，名义本金 8.95 亿元；与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证 12 只，名义本金 13.90 亿元。

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审计与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。

公司结合中国金融市场发展的现状和规律，借鉴巴塞尔新资本协议风险管理的理念和方法，构建了以《风险管理指引》为纲领，以基础类信用增进、投资交易、创新型信用增进业务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。

为客观评估项目风险，公司开发了涵盖模型体系、管理体系、应用体系在内的公司客户内部评级框架体系。公司客户内部评级模型包括定性模块、定量模块。其中，定性模块从客户的行业风险特征、公司治理与管理能力、经营风险、财务风险等角度选取特定定性指标来揭示客户违约风险。定量模块开发方面，公司筛选出能够良好揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反映客户盈利能力、偿债能力、成长能力、运营能力的财务指标，并相应确定定量模块各指标的权重，提高了评级方法的量化程度和风险预测解释能力。模型体系方面，公司根据客户规模、所属行业、所在地域、数据源、业务类型、产品等风险特征的差异，对内部评级模型进行了细分。针对公司类敞口，建立了相应的内部评级体系，包括工业、商贸业、能源基础设施业、建筑业、房地产开发业、投资类、城市基础设施类、综合类客户评级体系。此外，根据公司业务特征，单独开发了针对融资性担保公司类客户的评级体系。评级流程方面，公司制定《公司客户信用评级工作管理办法（试行）》，界定了相关部门在内部评级工作过程中的职责。

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、单一最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，撰写业务评价报告并报送风险管理部；风险管理部审查合规后，撰写风险评价报告并组织完成业务审批会会议材料，随后报送公司业务审批会审批。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 1 名，审批牵头人负责主持会议。各审批人在审批会上对报批项目进行充分讨论研究，当场进行独立表决，由风险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或董事长办公会进行最终审定，会后由各部门分头落实最终审定的结论。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。

在信用增进业务风险管理方面，公司对信用增进业务的项目受理和立项、项目尽职调查、项目合规性审查和风险评价、项目审批、风险缓释措施落实、合同签订、项目发行和收费以及增信后管理等关键环节的风险管理要求和各部门的职能进行明确，实现对信用增进业务的全流程管理。在投资业务方面，公司对各投资品种的业务发起、交易操作、合规监控、交割清算、档案管理等环节的风险管理要求进行明确，建立起风险限额、交易授权与交易监测相结合的管理模式，监控公司的整体风险水平。公司通过限额、止损、套期保值等手段的综合运用，使投资业务各组合风险敞口控制在安全范围内，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。在信用风险缓释工具业务风险管理方面，公司实行分类管理并与信用增进业务、投资业务紧密结合的管理模式，根据公司经营风险特性逐步探索形成了完整的主动风险管理体系。公司根据不同业务类型的特点，从套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等角度对不同产品、不同交易目的产品设置了有针对性的风险额度，并采取相应的管理措施。同时公司在准备金、资本覆盖等组合风险管理工具的应用上，充分考虑了创新产品在风险对冲方面的作用，为公司从单一业务层面风险管理向组合层面风险管理、实施经营中的主动风险管理奠定了基础。

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》《信用风险缓释措施管理办法》和《资产损失核销管理办法》等管理制度并适时进行修订。

在风险分类办法方面，公司细化分为四大类七级分类，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。

为确保公司稳健运营和健康发展，公司对存续期项目的风险状况和投资业务持仓资产风险状况进行压力测试，同时对代偿压力增加、现金流缺口增大情景下，公司所面临的流动性风险状况进行流动性压力测试。增信业务存续期项目方面，公司采用 Credit Portfolio View 模型分析宏观经济和金融市场发生较大波动时，各类信用资产利差的变化情况，从而评估公司存续期增信项目的预期损失程度。在投资业务持仓资产方面，公司采用传统的历史分析法，参考当前金融市场波动性特征以及历次金融事件中债券收益率曲线和股票市场变动情况，结合公司持仓金融资产风险特征属性，评估其在压力情景下的最大亏损程度。流动性风险方面，采用现金流分析方法，全面分析投资业务、增信业务、公司运营等方面现金流情况，结合货币市场流动性状况及波动特征，评估相关现金流缺口给公司带来的流动性压力。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 2018 年末，公司尚在责任期内增信项目 123 个，涉及企业 83 家，增信余额 1065.60 亿元。

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 2018 年末，公司 AA-及以上企业[①]客户涉及增信责任余额 1002.01 亿元，占全部增信责任余额的 94.03%。总体看，公司增信责任余额以高信用等级企业客户为主。

从公司增信余额的行业分布情况来看，2018 年末前五大行业依次为投融资平台、金融、采矿业、房地产和保障房项目。其中，第一大行业增信余额占比为 68.98%，前五大行业增信余额合计占 96.07%，行业集中度高，但客户资质较好，整体风险可控。从增信余额的项目分布情况来看，公司单一最大项目增信余额 25.00 亿元，占公司净资产的 30.22%，此项目为天津东方财信投资集团有限公司非公开定向债务融资工具项目；最大五家项目增信余额合计 112.00 亿元，为公司净资产的 1.35 倍，主要为小城镇项目，项目集中度高，但考虑到小城镇项目主体信用评级较高，项目具有改善民生的社会效益，风险可控。从到期期限分布上看，2018 年公司到期期限在 1 年内、1~3 年、3~5 年及 5 年以上的增信业务占比分别为 22.74%、43.54%、28.02%和 5.70%。总体来看，公司增信项目期限分布较均衡。

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 2018 年末，公司增信业务风险分类中 99%以上为正常项目，不良类（含次级、可疑、损失，下同）项目增信责任余额占全部增信责任余额的 0.05%。截至 2018 年末，公司增信业务累计计提风险准备金 20.99 亿元，相当于同期增信余额的 1.97%。

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。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内投融资平台项目增信余额 735.00 亿元，占全部增信余额的 68.98%。但随着政府强力推行政府与融资平台债务偿还责

[①]此处不包括主体无评级，反担保或原始权益人为 AA 及以上项目

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。为进一步提高公司信用风险管理能力，2017 年公司在原有内部评级系统的基础之上，通过中债资信的技术支持，结合平台类企业的特点和公司的风险政策，构建了适应公司业务特点的评价模型，包括“中国地方政府主体信用评级模型”和“中国城市基础设施投融资企业主体评级模型”，并通过不断调整和优化，形成了具有针对性的平台类企业评价体系。同时，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，公司将继续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 年由于区域集优项目风险暴露，代偿规模为 5.80 亿元，2017 年以及 2018 年，公司到期增信业务未发生代偿情况。截至 2018 年末，公司累计发生 12 笔代偿，金额合计 6.09 亿元，累计代偿回收额 3.11 亿元，其余代偿仍在回收过程中；累计代偿率为 0.40%，代偿回收率为 51.07%。

截至 2019 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 130 个，涉及企业 86 家，增信余额 1060.47 亿元。其中，公司增信责任余额仍以高信用等级企业客户为主，行业集中度高。2019 年 1—3 月，公司到期增信业务未发生代偿情况。

总体看，公司近年来增信责任余额以高信用等级企业发行为主，并采取了较为严格的风险缓释措施；公司尚在增信期内客户到期期限分布较均衡，但面临较高的业务集中风险。此外，公司投融资平台类增信项目占比高，在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下，相关风险需予以关注。

- 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》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。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、业务后续管理制定细则。同时，公司积极构建和完善相关业务的风险管理框架，从业务开展策略、操作规程、风险指引和限额、风险准备金、资本占用管理方案以及会计处理规则等方面，建立了完备的前中后台管理制度框架，确保相关业务有序开展、风险可控。

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，目前业务风险可控。

六、财务分析

公司提供了 2016~2018 年度财务报告以及 2019 年 1—3 月财务报表，其中信永中和会计师事务所对公司 2016 年度财务报告进行了审计，致同会计师事务所对公司 2017~2018 年度财务报告进行了审计，审计意见均为标准无保留；2019 年 1—3 月财务报表未经审计。

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。2016~2018 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 2018 年末，公司所有者权益 82.71 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 4.38 亿元，未分配利润 17.83

亿元。未来，公司将采取适度的分红政策来回报股东，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(见附录 3：表 6)。公司卖出回购金融资产标的为债券，近年来卖出回购金融资产规模逐年下降，导致公司负债规模呈现逐年下降状态。

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项的风险计提。近年来，国内宏观经济增速放缓，公司对风险准备金计提加大了计提力度。截至 2018 年末，公司风险准备金余额 20.99 亿元，占同期增信余额的 1.97%，对已发生代偿和存量项目的覆盖水平较好。

截至 2018 年末，公司长期借款余额 19.16 亿元，其中办公楼抵押贷款 14.17 亿元，信用贷款 5.00 亿元。为拓宽资金来源，公司积极争取银行及其他机构授信。截至 2018 年末，公司共获得 7 家机构合计 259 亿元的授信额度。

近年来，公司负债规模和杠杆率呈逐年下降趋势，2018 年末公司资产负债率为 40.85%。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益 86.60 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 4.38 亿元，未分配利润 20.33 亿元；负债规模为 50.76 亿元，其中风险准备金余额 20.83 亿元，资产负债率为 36.95%。

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，财务杠杆水平不高。

2. 资金运用与资产质量

近年来，受负债规模持续压缩的影响，公司资产总额整体呈逐年下降的趋势，2018 年末资产总额为 139.83 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（见附录 3：表 7）。

近年来，受买入返售金融资产规模下滑的影响，公司同业资产规模呈逐年下降趋势。截至 2018 年末，公司同业资产余额 3.75 亿元，其中买入返售金融资产余额 1.19 亿元，标的资产全部为债券。

在投资策略上，公司以高信用等级、高流动性投资品种为主，根据市场情况进一步控制债券组合久期及利率敏感性，并适当根据持仓债券到期情况合理降低债券类资产投资规模。同时，公司积极探索权益类投资业务，在深入研究各行业和公司基本面的基础上，结合市场情况积极开展长期配置及阶段性调仓等操作。公司投资资产以可供出售金融资产为主，同时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 2018 年末，公司投资资产余额 111.72 亿元，占资产总额的 79.90%。其中，可供出售金融资产余额 56.50 亿元，其中债券投资余额 35.34 亿元、信托投资余额 11.23 亿元、股票投资余额 9.94 亿元，计提可供出售金融资产减值准备余额 0.54 亿元；交易性金融资产余额 10.02 亿元，持有至到期投资余额 33.56 亿元，投资标的均为债券；衍生金融资产投资余额 10.80 万元，全部为信用风险缓释工具；投资性房地产余额 11.60 亿元，主要是公司办公大楼完工，部分因出租转入此科目。此外，公司投资资产还包括少量对联营企业的长期股权投资。

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、中期票据、短期融资券、企业债以及公司债。公司投资的利率债以及外部评级在 AA^+及以上的信用债余额合计占债券投资余额的 90.37%，债券投资的信用风险可控。

2016 年由于区域集优项目风险暴露，公司应收代偿款明显增加，2016 年末余额为 4.43 亿元；2017 年以及 2018 年公司均未发生代偿。近年来，公司其他资产规模较大，主要是由于公司办公大楼完工，部分转入固定资产所致。截至 2018 年末，公司其他资产余额 22.61 亿元，

其中固定资产余额 10.99 亿元；应收代偿款 3.51 亿元。

2019 年以来，公司资产总额呈持续下降趋势。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 137.35 亿元，其中投资资产余额 106.21 亿元，主要投资品种为债券。

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，投资品种以债券为主，信用风险可控。

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(见附录 3：表 8)。近年来，受增信业务收入变动的影响，公司营业收入有所波动，2018 年实现营业收入 13.37 亿元，其中租金收入 0.77 亿元，为公司部分办公大楼出租收入。

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。2018 年，由于增信业务规模增速较快，公司增信业务收入较上年末有所上升，2018 年实现增信业务收入 7.06 亿元，占营业收入的 52.81%。

近年来，受投资资产规模压缩以及股市波动较大的影响，公司投资收益规模逐年下降，主要以债券利息收入为主。2018 年，公司实现投资收益 4.94 亿元，占营业收入的 36.92%。

公司营业成本主要来自提取风险准备金、业务及管理费和利息支出。2016~2017 年，由于高风险区域集优项目大量到期，公司风险准备金计提规模大幅下降；2018 年由于增信业务规模快速增长，公司加大了风险准备金计提力度。2016~2018 年，公司分别提取风险准备金 0.98 亿元、0.92 亿元和 1.57 亿元。2018 年，公司业务及管理费 1.70 亿元，相当于营业收入的 12.70%，营业费用整体保持在合理范围。2018 年，公司利息支出 1.25 亿元，主要为卖出回购金融资产利息支出和长期借款利息支出。

近年来，公司净利润水平呈波动状态。2016 年，由于风险准备金计提规模大幅下降，公司净利润明显增加；2017 年，受增信业务收入下降以及利息支出和业务及管理费支出规模上升的影响，公司净利润有所下降；2018 年，受增信业务收入以及办公大楼租金收入增长的影响，公司净利润有所上升。2018 年，公司实现净利润 6.28 亿元，平均资产收益率及平均净资产收益率分别为 4.32%和 7.73%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.82 亿元，其中增信业务收入 1.81 亿元，投资收益 1.54 亿元；营业支出 0.48 亿元，其中提取风险准备金-0.16 亿元，利息支出 0.32 亿元；2019 年 1—3 月，公司实现净利润 2.50 亿元。

总体看，公司营业收入以增信业务和投资业务收入为主；随着办公大楼的交付使用，租金收入使公司收入趋于多元化，整体盈利水平较好。

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，2017 年以来，由于公司未发生代偿，公司经营活动产生的现金流由净流出转为净流入状态且规模逐年增长；由于收到买入返售金融资产现金款规模较大，投资活动产生的现金呈净流入状态；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，近年来呈净流出状态且净流出规模逐年增长。总体看，公司现金流趋紧（见附录 3：表 9）。

近年来，公司净资产及净资本规模持续上升。根据公司 2018 年末的资产状况，估算出公司净资本为 51.88 亿元，净资本比率为 62.72%（见附录 3：表 10）。由于公司净资本规模有所增长，净资本增信倍数较上年末有所下降，净资本覆盖率呈上升状态。截至 2018 年末，公司净资产增信倍数为 12.88 倍，净资本增信倍数为 20.54 倍。经测算，截至 2018 年末，公司净资本覆盖率为 81.14%。

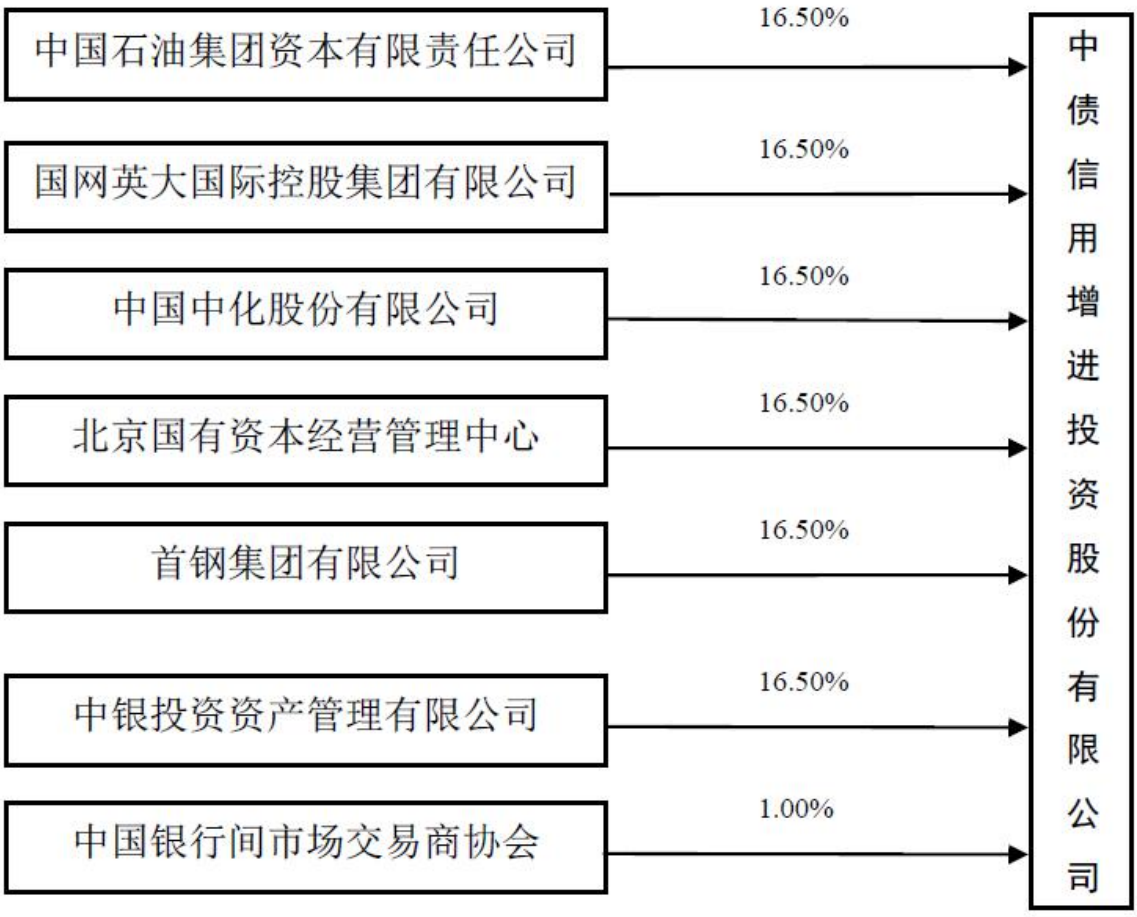
根据公司 2019 年 3 月末的资产状况，估算出公司净资本为 56.06 亿元，净资本比率为 64.74%，净资产增信倍数和净资本增信倍数分别为 12.25 倍和 18.92 倍，净资本覆盖率为 88.10%。

公司增信业务的持续发展对公司资本充足水平的影响需关注。

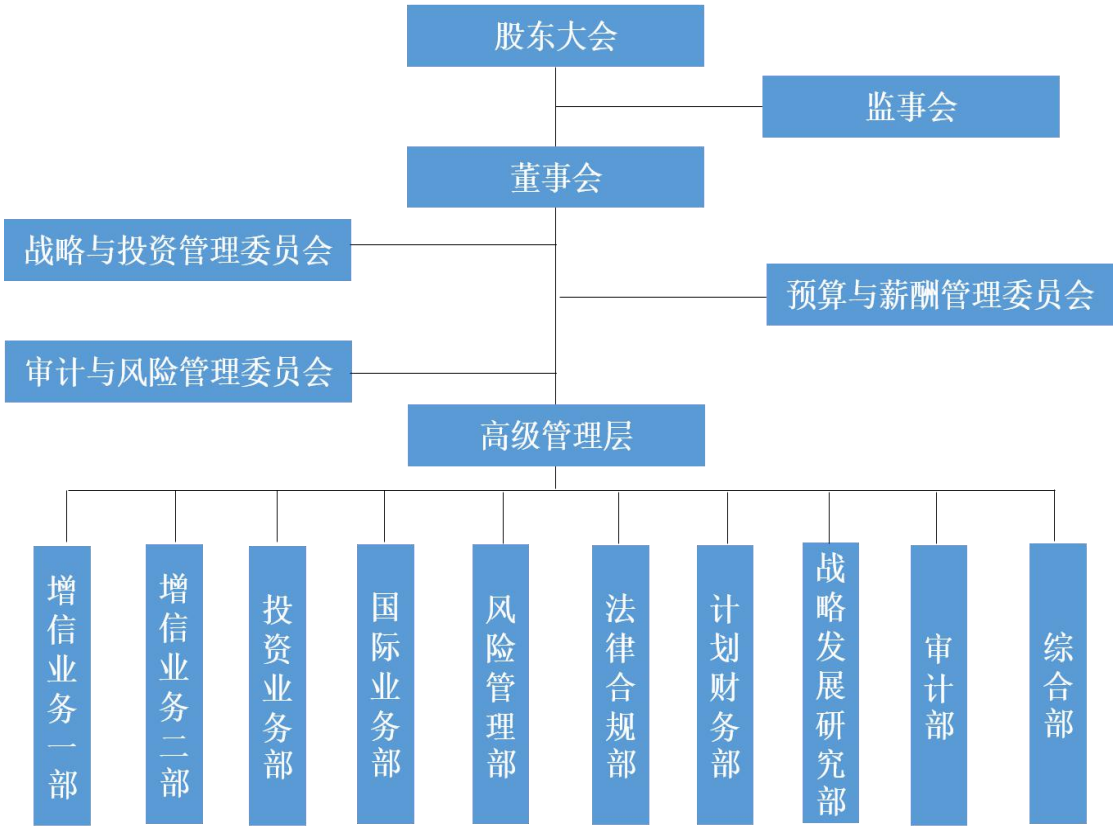
七、评级展望

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。公司资本实力强，股东背景强大，形成了完善的内控与风险管理架构，市场竞争力进一步增强。另一方面，随着公司增进业务规模的增长，公司面临资本消耗、风险管理压力加大以及业务相对集中等问题。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　股权结构图


中国石油集团资本有限责任公司
16.50%
国网英大国际控股集团有限公司
16.50%
中国中化股份有限公司
16.50%
北京国有资本经营管理中心
16.50%
首钢集团有限公司
16.50%
中银投资资产管理有限公司
16.50%
中国银行间市场交易商协会
1.00%
中债信用增进投资股份有限公司

附录 2　组织架构图


股东大会
监事会
董事会
战略与投资管理委员会
预算与薪酬管理委员会
审计与风险管理委员会
高级管理层
增信业务一部
增信业务二部
投资业务部
国际业务部
风险管理部
法律合规部
计划财务部
战略发展研究部
审计部
综合部

附录 3　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、个

项目种类	2019 年 3 月末		2018 年末		2017 年末		2016 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	增信余额	项目数量
基础类信用增信业务	**1060.47**	**130**	**1065.60**	**123**	**956.60**	**90**	**936.10**	**76**
其中：中期票据	226.40	28	218.40	25	108.00	10	56.00	6
短期融资券	18.00	3	20.00	3	12.00	2	-	-
超短期融资券	28.00	6	10.00	1	-	-	20.00	1
定向融资工具	221.51	19	217.51	18	241.00	19	284.80	19
项目收益票据	25.00	5	25.00	5	25.00	5	25.00	5
资产支持票据	16.10	5	16.10	5	20.00	6	-	-
企业债	273.00	28	305.90	30	371.30	34	365.80	29
公司债	140.20	14	140.20	14	143.20	10	141.00	8
金融债	20.00	2	20.00	2	10.00	1	10.00	1
次级债	-	-	-	-	-	-	10.00	1
信托计划	34.50	6	34.50	6	0.10	1	5.00	1
资产支持证券	6.77	10	7.00	10	-	-	-	-
保险债权计划	51.00	4	51.00	4	26.00	2	16.00	1
区域集优	-	-	-	-	-	-	2.50	4
合计	**1060.47**	**130**	**1065.60**	**123**	**956.60**	**90**	**936.10**	**76**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 2　2019 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	539.50	50.88
AA	442.21	41.70
AA-	19.4	1.83
A^+及以下	2.01	0.20
无评级	57.37	5.41
合计	**1060.47**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 3　2019 年 3 月末公司增信业务行业分布情况

行业	增信金额（亿元）	增信金额占比（%）
投融资平台	733.40	69.16
金融	155.80	14.69
采矿业	72.00	6.79
房地产	42.10	3.97
水的生产和供应业	16.10	1.52
保障房项目	15.51	1.46
燃气生产和供应业	7.40	0.70
公共设施管理业	6.77	0.64
化学原料和化学制品制造业	4.40	0.41
其他	6.99	0.66
合计	**1060.47**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 4　2019 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 年以内（含 1 年）	250.33	23.61
1-3 年（含 3 年）	468.98	44.22
3-5 年（含 5 年）	285.82	26.95
5 年以上	55.35	5.22
合计	**1060.47**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 5　2019 年 3 月末公司增信业务风险分类情况

项目	占增信金额（%）
稳定一档	29.25
稳定二档	42.74
关注一档	23.80
关注二档	4.19
次级	-
可疑	0.02
损失	-
合计	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 6 公司负债结构　单位：亿元

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
卖出回购金融资产	7.22	13.53	28.27	45.12
长期借款	19.16	19.16	19.17	14.71
风险准备金	20.83	20.99	19.41	18.49
其他	3.55	3.43	4.29	3.87
负债合计	**50.76**	**57.12**	**71.14**	**82.19**

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 7 公司资产结构　单位：亿元

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
货币资金	2.75	0.61	0.53	0.24
贷款	1.15	1.15	1.37	1.49
同业资产	4.20	3.75	11.33	14.87
投资资产	106.21	111.72	112.61	112.99
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	12.16	10.02	8.95	5.51
持有至到期投资	32.36	33.56	38.33	17.16
可供出售金融资产	50.06	56.50	56.16	86.85
其他资产	23.04	22.61	25.07	29.77
其中：应收代偿款	3.44	3.51	4.03	4.43
合计	**137.35**	**139.83**	**150.91**	**159.36**

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 8 公司收益指标　　单位：亿元、%

项目	2019年1—3月	2018年	2017年	2016年
营业收入：	3.82	13.37	12.66	13.23
其中：增信业务收入	1.81	7.06	6.66	6.97
投资收益	1.54	4.94	5.38	5.59
利息收入	0.04	0.18	0.30	0.17
营业成本：	0.48	5.07	5.01	4.14
其中：提取风险准备金	-0.16	1.57	0.92	0.98
业务及管理费	0.27	1.70	1.79	1.57
利息支出	0.32	1.25	1.33	0.99
净利润	2.50	6.28	5.86	6.96
平均资产收益率	-	4.32	3.78	4.35
平均净资产收益率	-	7.73	7.46	9.16

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 9 公司现金流情况　　单位：亿元

项目	2019年1—3月	2018年	2017年	2016年
经营活动产生的现金流量净额	0.88	3.95	2.97	-3.06
投资活动产生的现金流量净额	8.13	13.89	12.30	10.12
筹资活动产生的现金流量净额	-6.62	-20.02	-14.60	-7.51
现金及现金等价物净增加额	2.39	-2.18	0.60	-0.45
期末现金及现金等价物余额	3.22	0.83	3.02	2.42

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 10 公司资本充足性指标　　单位：亿元、%

项目	2019年3月末	2018年	2017年末	2016年末
增信余额	1060.47	1065.60	956.60	936.10
净资产	86.60	82.71	79.76	77.18
净资本	56.06	51.88	44.83	41.79
净资产增信倍数	12.25	12.88	11.99	12.13
净资本增信倍数	18.92	20.54	21.34	22.40
净资本比率	64.74	62.72	56.20	54.14
净资本覆盖率	88.10	81.14	78.10	74.40

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

附录 4　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
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)×100%
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)×100%
资产负债率	（负债总额-风险准备金）/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%

附录 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，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 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

联合资信评估有限公司关于
中债信用增进投资股份有限公司
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，联合资信将在中债信用增进投资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。

中债信用增进投资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。中债信用增进投资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，中债信用增进投资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债信用增进投资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，如发现中债信用增进投资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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中债信用增进投资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债信用增进投资股份有限公司联系，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。