

信用等级公告

联合[2018] 399 号

联合资信评估有限公司通过对泰州市城市建设投资集团有限公司及其拟发行的 2018 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

泰州市城市建设投资集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

泰州市城市建设投资集团有限公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年三月八日



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) 85679238

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

泰州市城市建设投资集团有限公司

2018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⁺
担保方主期长期信用等级: 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: 5 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本
募集资金用途: 偿还金融机构借款
评级时间: 2018 年 3 月 8 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	44.26	40.18	46.52	53.31
资产总额(亿元)	308.49	352.53	407.93	457.26
所有者权益(亿元)	126.64	135.67	149.76	167.48
短期债务(亿元)	35.61	59.59	42.41	32.05
长期债务(亿元)	130.11	140.60	158.45	197.03
全部债务(亿元)	165.71	200.19	200.85	229.08
营业收入(亿元)	10.39	9.55	13.13	12.37
利润总额(亿元)	4.57	4.40	4.94	3.45
EBITDA(亿元)	4.96	5.43	6.14	-
经营性净现金流(亿元)	3.80	-25.81	-22.23	-18.23
营业利润率(%)	9.95	11.78	16.88	19.40
净资产收益率(%)	3.43	3.14	3.00	-
资产负债率(%)	58.95	61.52	63.29	63.37
全部债务资本化比率(%)	56.68	59.60	57.29	57.77
流动比率(%)	476.86	367.26	520.88	671.38
经营现金流流动负债比(%)	7.69	-35.41	-36.15	-
全部债务/EBITDA(倍)	33.41	36.85	32.73	-

注: 2017 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

唐立倩 竺文彬

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
PICC 大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

泰州市城市建设投资集团有限公司(以下简称“公司”)是泰州市城市基础设施建设的重要主体之一。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泰州市政府近年来在资产注入、财政补贴和项目资金等方面给予公司的大力支持。联合资信也注意到,随着城市建设大规模投入,公司项目投资额和债务规模逐年增长,未来资本支出压力较大;公司其他应收款规模大,对资金形成一定占用;担保比率较高等因素对公司整体经营及偿债能力带来的不利影响。

泰州市区域经济迅速发展,一般公共预算收入持续增长,为公司发展提供了良好的外部环境。政府对公司支持力度不断增强,对公司的信用基本面形成支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度尚可,中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增信”)对本期中期票据提供全额不可撤销连带责任保证担保,有效提高了本期中期票据偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用、本期中期票据偿还能力及中债增信担保能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来泰州市医药产业发展向好,区域经济实力 and 一般公共预算收入不断提升,为公司营造了良好的外部环境。
2. 公司作为泰州市重要的基础设施建设主体,在资产注入及财政资金等方面获得政府有力支持。
3. 中债增信对本期中期票据提供全额不可撤

销连带责任保证担保，有效提高了本期中期票据偿付的安全性。

关注

1. 泰州市市本级政府债务率高，整体债务负担重。
2. 公司主要负责市级重点项目资金的筹措及项目管理，项目建设周期较长、投资规模较大，公司存在一定融资压力。
3. 公司应收泰州市财政局款项规模较大，资金存在一定占用，联合资信将持续关注回款进展情况。
4. 公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由泰州市城市建设投资集团有限公司（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。

泰州市城市建设投资集团有限公司

2018年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

泰州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身为泰州市国有资产经营有限公司，系经泰政复[1998]11号文批准，由泰州市政府出资设立的国有独资公司，初始注册资本3.96亿元。2000年3月14日及2001年5月21日，泰州市国有资产经营有限公司注册资本陆续增加至4.38亿元、8.22亿元。2003年9月3日，经泰政复[2003]46号文批准，公司名称变更为现名，同时注册资本增加至10亿元。截至2017年9月底，公司注册资本及实收资本均为10亿元；2017年12月，公司注册资本增加至50亿元，其中30亿元由资本公积转增，剩余10亿元将于2020年底前以货币形式注入。公司实际控制人为泰州市人民政府。

公司是泰州市城市基础设施建设的重要主体之一，经营范围包括：国有资本投资管理、国有资产经营管理；国有股份的持有与资本运作；国有资产及其债务债权重组；资产（股权）收（并购），资产租赁、房屋租赁。

截至2017年9月底，公司拥有10家一级子公司，3家二级子公司；公司本部设立了综合事务部、财务计划部、投资管理部、资产运营部和工程管理部共5个职能部门，在职员工合计176人。

截至2016年底，公司合并资产总额407.93亿元，所有者权益合计149.76亿元（其中少数股东权益2.55亿元）。2016年，公司实现营业收入13.13亿元，利润总额4.94亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额457.26亿元，所有者权益合计167.48亿元（其中少数股东权益2.77亿元）。2017年1~9月，公司实现营业收入12.37亿元，利润总额3.45亿元。

公司注册地址：泰州市济川东路289号；

法定代表人：朱建和。

二、本期中期票据概况

公司拟于2018年注册总金额15亿元的中期票据，2018年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）计划发行15亿元。中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增信”）为本期中期票据提供不可撤销连带责任保证担保。

本期中期票据期限5年，按年付息，到期一次性还本，募集资金将全部用于偿还金融机构借款。

三、宏观经济和政策环境

2016年，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，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，我国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，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）实现2.0%的温和上涨，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。

2017年1~9月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI稳中有升，PPI和PPIRM保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017年1~9月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月，我国固定资产投资（不含农户）45.8万亿元，同比增长7.5%（实际增速2.2%），增速较1-6月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较1-6月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较1-6月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消

费增长较快。2017年1~9月，我国社会消费品零售总额26.3万亿元，同比增长10.4%，增速与1-6月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月，全国居民人均可支配收入19342元，同比增长9.1%（实际增速7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017年1~9月，我国货物贸易进出口总值20.3万亿元，同比增加16.6%，但增速较1-6月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型

升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(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筹集资金等。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，随着城投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）行业展望

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。

2. 区域经济

公司主要从事泰州市城市基础设施等公益性和准经营性项目建设、投资和运营，以及房地产开发等经营性资产运营，其经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

（1）经济实力

泰州市地处江苏省中部，于1996年8月设立地级市，现辖三区三市（海陵区、高港区、姜堰区、靖江市、泰兴市、兴化市），全市总面积 5787 平方公里，户籍总人口 507.85 万人。从区位看泰州南部濒临长江，是连接苏北和苏南的桥梁，是江苏省新兴的工贸城市和重要的经济实体。

根据《2016 年泰州市国民经济和社会发展统计公报》，2016 年泰州市地区生产总值 4101.78 亿元，比上年增长 9.5%，增速居江苏省首位。其中第一产业增加值 240.00 亿元，增长 1.4%；第二产业增加值 1933.89 亿元，增长 8.8%；第三产业增加值 1927.89 亿元，增长 11.4%。三次产业结构调整为 5.9:47.1:47.0，第

三产业占比提升两个百分点，产业结构有所优化。按常住人口计算，全年人均地区生产总值88330元，增长9.4%。

2017年1~9月，泰州市完成地区生产总值3465.67亿元，同比增长8.1%，仍保持较快增长势头。

(2) 产业结构及其发展相对优势

泰州市建市以来年平均经济增长速度一直保持在10%以上，工业经济基础雄厚，目前泰州工业已形成“以规模经济为龙头，以支柱产业为依托，以优势产品为重点，质态明显提高，结构渐趋合理”的总体格局。

泰州市有各类工业企业3.4万多家，并拥有春兰集团、扬子江药业集团、陵光集团、兴达钢帘线、新世纪造船等众多销售突破10亿元或利税过亿元的企业，形成了以机电、化工、纺织、食品、轻工、医药、建材等为主体的支柱产业。2016年，泰州市规模以上工业总产值达12575.81亿元，增长12.9%；从重点行业看，食品制造、纺织服装、石化、医药制造、建材、冶金、装备制造分别实现产值886.56亿元、682.74亿元、1826.25亿元、863.36亿元、207.37亿元、668.29亿元和6822.85亿元，同比分别增长8.0%、17.6%、12.2%、19.7%、11.4%、3.2%、12.9%。

泰州市工业支撑带动经济增长的作用显著，医药产业近年来发展势头尤其迅猛。泰州市为国家火炬计划医药产业基地，拥有国家级科技创业服务中心，坐落于该市的泰州国家医药高新技术产业开发区（又称“中国医药城”），是中国目前唯一的国家级医药高新区。江苏省是中国医药产业第一大省，而泰州市医药产业各项经济指标已连续多年稳居江苏省第一，医药行业经济总量连续14年居江苏省首位。总体看，泰州市经济发展具有较强活力，显著的区位优势和资源条件对二次产业的带动具有积极影响，从而不断提升泰州市财政收入水平。

(3) 固定资产投资及城市基础设施建设

近三年，泰州市固定资产投资快速增长，

2016年泰州市固定资产投资3164.12亿元，增长17.4%。分行业看，一产投资6.84亿元，二产投资1962.54亿元，三产投资1194.74亿元，分别比上年增长10.5%、19.6%和14.0%。房地产开发投资250.71亿元，增长1.3%。

从重大基础设施建设项目来看，2016年泰州亿元以上新开工项目543个，增长61.6%；完成投资785.74亿元，增长38.9%。城乡基础设施建设持续推建，2016年稻河古街区保护复兴工程建设全面完工，九州森美国际影视城和古井博物馆顺利建成，省泰中新校区竣工交付，东风路快速路、永定路与东风路交叉口形成的五层高架、永定路1号和2号隧道全面贯通，农泰线接通、运河路接通、京泰路南延、梅兰路东延、吴陵路北延等一批城市道路正在抓紧推进。周山河十里生态长廊景观工程全面完成，凤城河污水管网全覆盖工程完成阶段性目标。

泰州市城市基础设施的日益完善，为该地区的相关工业产业的发展带来了更大的发展空间，也为公司发展提供了良好的外部环境。

3. 区域财政实力

作为泰州市基础设施和公益事业建设投资的主要运作主体，公司的竞争力在很大程度上受地方政府财政实力尤其是市本级综合财力影响。

表1 2014~2016年泰州市地方财政收入情况

(单位: 亿元)

科目	2014年	2015年	2016年
一般公共预算收入	283.00	316.56	321.18
其中：税收收入	230.61	256.89	257.62
非税收入	52.39	59.67	63.56
政府性基金收入	354.34	329.47	175.71
上级补助收入	104.33	120.87	126.84
其中：税收返还	19.46	19.55	27.23
一般转移支付	35.92	52.16	55.50
专项转移支付	48.95	49.16	44.10
预算外收入	32.12	25.80	29.20
其中：政府行政性收费	3.60	3.31	4.55
地方政府综合财力	773.79	792.70	652.93

资料来源：泰州市财政局

泰州市地方政府综合财力中一般公共预算收入和政府性基金收入占比大。受当地经济实力提升影响,2014~2016年,泰州市一般公共预算收入持续增加,年均复合增长6.53%,2016年为321.18亿元;政府性基金收入受市场环境及土地出让情况影响波动较大,其中2016年收入175.71亿元,同比下降46.67%;泰州市获得的上级补助收入持续稳定增加,年均复合增长10.26%。2017年1~9月,泰州市实现一般公共预算收入254.60亿元,同比增长2.3%。

泰州市一般公共预算收入的稳定增长为公司项目建设提供了可靠的资金支持,有利于公司各项业务的持续发展。

4. 地方政府债务

泰州市地方政府债务主要为直接债务,截至2016年底,泰州市本级政府直接债务余额332.98亿元,较上年减少6.87亿元,担保债务余额1.40亿元,较上年减少1.47亿元,泰州市本级政府全部债务余额333.68亿元(直接债务余额+担保债务余额×50%)。受国有土地使用权出让收入大幅收缩影响,2016年泰州市本级综合财力同比下降34.02%跌至286.42亿元,债务率由2015年的78.61%大幅上升至116.50%,泰州市市本级政府债务负担很重。

总体看,近年来泰州市经济实力保持较快增长,一般公共预算收入持续上升,但受土地出让收入大幅下降影响,泰州市综合财力有所下降,泰州市本级地方政府债务负担很重。

5. 发展规划

《泰州市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》(以下简称《纲要》)指出,在产业发展和基础设施建设方面,泰州市在“十三五”期间重要完成以下任务:(1)加快转型升级构建现代产业体系。以医药名城建设为支撑,以“药、医、养、游”融合发展为核心,积极打造长江经济带大健康产业集聚示范城市。(2)强化创新驱动建设国家创新型城市,实施科技

企业培育“十百千”工程,全市高新技术企业1000家以上,打造中国医药城创新高地。(3)完善基础设施建设全省综合交通枢纽,构建立体交通网络,开展市区轨道交通规划研究,构建“三纵十一横七联”干线公路网络,规划建设泰州南站综合客运枢纽,推进靖江、泰兴、兴化等区域交通枢纽建设,完善能源保障体系,加大水利建设力度。(4)优化空间布局建设长江经济带港口名城,加快建设江海联运中心港。

总体看,泰州市五年计划的政策导向符合自身的经济实力和发展前景,为公司的业务发展提供了强力的政策支持和良好的经营环境。未来泰州市城市综合实力将不断增强,发展前景良好。

五、基础素质

1. 股权状况

公司为泰州市人民政府出资设立的国有独资公司,截至2017年9月底,公司注册资本及实收资本均为10亿元;2017年12月,公司注册资本增加至50亿元,其中30亿元由资本公积转增,剩余10亿元将于2020年底前以货币形式注入。公司实际控制人为泰州市人民政府。

2. 人员素质

截至2017年9月底,公司本部高管人员4名,包括董事长兼总经理1名、副总经理2名、总会计师1名。

朱建和先生,1963年生,中共党员,本科学历,历任泰州市高港区财政局局长,泰州市财政局副局长、党组成员,泰州市凤城国资控股集团有限公司董事长、总经理,2017年7月起担任公司董事长及法定代表人。

截至2017年9月底,公司在职员工合计176人。从教育程度看,本科及以上学历人员占65.00%,大专及以下学历人员占35.00%;从年龄结构看,25岁及以下人员占3.40%,

25~35 岁员工占 31.80%，36~45 岁员工占比 33.71%，46 岁及以上人员占 31.09%。

总体来看，公司高管人员具有丰富的管理经验和政府工作背景，公司员工整体素质较高，能够满足公司日常经营管理需要。

3. 政府支持

公司作为泰州市本级财政主要的基础设施建设主体，自成立以来在资产注入、财政补贴等方面获得泰州市政府给予的大力支持。

土地资产注入

2000 年以来，公司股东一直以土地使用权方式向公司增资以支持公司发展。截至 2017 年 9 月底，政府注入公司的土地使用权合计 51.16 亿元，在“资本公积”和“存货-待开发土地”科目中反映。

财政资金支持

公司作为泰州市本级重要的基础设施建设主体，每年泰州市财政局按照公司当期的还款计划给予相应的财政资金支持。

根据泰人发[2009]7号文件规定，2009年公司获得2.5亿元专项财政补贴，未来12年新增财政补贴款将按照市政府财政预算收入增长的幅度同比例增加，确保泰州市政府对公司的专项财政补贴予以制度化。根据泰人发[2012]31号文件规定，自2013年起，泰州市人民政府将[2009]7号文件向公司提供专项财政补贴的期限延长10年，每年提供专项财政补贴提高至3亿元。2014~2016年，公司每年获得财政补贴3.00亿元，2017年1~9月，公司获得财政补贴2.15亿元，计入“营业外收入”科目。

2012年及2013年，公司分别根据泰城投[2012]64号请示及泰城投[2013]48号请示，经泰州市财政局批复同意，将收到泰州市财政局的拨款4.10亿元和5.00亿元用以增加公司资本公积。2015年，财政拨入公司7.64亿元资金，计入“资本公积”科目。

根据泰人发[2009]8号文件规定，同意泰州市人民政府接收公司已完工市政项目并偿付委

托建设款，泰州市财政局将当年应拨付的委托建设款资金列入市政府相应年度财政预算中。对于仅代政府行使投资职能的基础设施项目，公司将项目建设成本计入“其他应收款-应收财政局”科目，泰州市财政局每年划拨公司一定金额，公司收取后冲减“其他应收款-应收财政局”科目。

联合资信认为泰州市财力增长强劲，其对公司持续稳定的支持有望为公司未来业务发展提供有力的支撑。

4. 企业信用记录

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1032120200022020V），截至 2018 年 2 月 12 日，公司存在 28 笔已结清关注类贷款，包括 8 笔中国建设银行泰州新区支行贷款和 20 笔中国工商银行泰州新区支行贷款，集中在 2005~2008 年，系当时按照国际标准采用五级分类，故将此 28 笔贷款列为关注类，该 28 笔关注类贷款均无逾期还款或欠息记录，公司过往债务履约情况良好；同时不存在未结清不良信贷信息记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规制定了公司章程，并建立和完善了法人治理结构。

根据公司章程的规定，公司为泰州市人民政府单独出资设立，由泰州市国资委代表政府履行出资人职责。

公司设董事会，对出资人负责，由8名董事组成，其中职工董事1人，由职工代表大会选举产生，非职工董事由市政府决定任免。公司设监事会，由4名监事组成，其中职工监事2名，由职工代表大会选举产生，非职工监事由市政府任命。公司经理层设总经理、副总经理，均由董事会聘任或者解聘；经理对董事会负责，

并主持公司的生产经营管理工作。目前公司董事会成员8人，监事会成员4人，高管人员4人。

2. 管理水平

公司根据职能定位、业务特点等设置了综合事务部、财务计划部、投资管理部、资产运营部和工程管理部共5个职能部门，并根据自身业务特点建立了财务管理、融资管理、物资采购、工程招投标、安全生产、子公司管理、对外担保等相关管理制度。

财务管理方面，公司明确了财务部门的职能、财务部门各岗位职责以及财务日常工作管理制度，财务计划部负责公司财务预决算编制及执行；拟订公司融资方案及偿债计划，做好项目资金的调度并监管使用，做好担保审核工作；负责公司的投资收益及利润分配，负责公司会计日常核算及各类财务、统计报表的编制与汇总。同时，公司着重规范了财务审批、现金管理办法，并制订了相关的处罚办法。

融资管理方面，公司融资规模实施总量控制，董事会是发行人对外融资决策机构，公司经营层于每年年初根据年度经营目标、经营计划制定融资计划和融资总量，报公司董事会审议批准。总体融资规模较大或根据相关权限应由股东会审议的，应提交股东会审议通过。公司计划财务部在公司董事会的领导下，负责对外融资的具体工作。

投资管理方面，公司各项投资全部纳入规范化、制度化管理，即每项投资从立项、可行性研究、市场考查资料调研、最终投资项目的确立和实施，均落实到人、责任到人，建立相应的项目责任制，严格选派项目责任人（并明确其权利），实行跟踪指导、监督和考核。公司投资发展部负责拟订公司年度城市建设投资具体计划；编制基本建设项目建议书，并对基建项目进行可行性研究；拟订重大投资项目方案，做好项目的立项、论证、审批等报批工作。

子公司管理方面，公司与子公司是投资人与被投资人的关系，各子公司全部是独立的法

人，具备相对独立的经营管理和财务管理模式。为了加强对子公司的管理，保证公司投资的安全、完整，公司制订《子公司管理制度》对各子公司组织设置、业务权限、财务核算等方面进行控制和监督。对各子公司涉及对外投资、担保、抵押等行为，制订《对外担保管理办法》实行重大事项报告制度。

总体来看，公司建立了较为完善的法人治理结构，内部管控制度健全，管理水平较高，能够满足公司日常经营管理需求，公司管理实际执行情况符合章程及相关制度规定。

七、经营分析

作为泰州市基础设施建设的重要实体，公司本部主要负责项目投资建设工作，其下属子公司承接建设、开发相关工作。

1. 经营概况

公司主营业务收入主要来源于基础设施建设和房屋开发两大板块，2014~2016年，公司分别实现主营业务收入10.13亿元、9.28亿元和12.86亿元。2016年公司主营业务收入同比增长38.58%，增速较快，主要受房屋开发收入大幅增长影响。2016年，公司房屋开发业务板块收入同比增长293.60%，实现收入9.84亿元，系项目完工结算及泰州市房地产市场回暖所致；基础设施建设板块收入2.87亿元，同比下降56.58%，系2016年结转收入项目减少所致。基础设施建设和房屋开发在主营业务收入中占比由2014年的72.85%、25.47%调整为2016年的22.34%、76.49%。

从毛利率来看，2014~2016年，公司综合毛利率分别为9.60%、12.29%和21.15%，2016年提升较快，主要系毛利率较高的房屋开发板块在整体收入中占比提升所致。公司基础设施建设板块采用投资额加成2%管理费的模式，毛利率低，每年在2.00%上下波动；公司房屋开发毛利率整体较高但有所波动，2016年该板

块毛利率下降 7.92 个百分点至 26.02%，主要系当年安置房建设收入占比提升，其利润率低于商品房项目。

2017 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 12.25 亿元，相当于 2016 年全年的 95.26%，其

中，房屋开发收入 12.15 亿元，增速较快，主要受青年南路安置房项目销售推进影响；同期公司未确认基础设施建设收入。2017 年 1~9 月，公司主营业务毛利率受房屋开发业务收入占比提高影响进一步提升至 22.15%。

表2 2014~2016年及2017年1~9月公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 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
基础设施建设	7.38	72.85	2.04	6.61	71.25	2.00	2.87	22.34	1.96	-	-	-
房屋开发	2.58	25.47	24.97	2.50	26.96	33.94	9.84	76.49	26.02	12.15	99.22	21.80
其中：保障性住房	0.04	0.36	37.96	0.03	0.28	35.15	3.90	30.34	12.04	7.95	64.92	13.22
住宅商品房	2.54	25.06	24.78	2.48	26.68	33.92	5.94	46.15	35.21	4.20	34.30	38.02
其它	0.18	1.78	99.59	0.16	1.79	95.87	0.15	1.17	73.33	0.10	0.78	66.80
合计	10.13	100.00	9.60	9.28	100.00	12.29	12.86	100.00	21.15	12.25	100.00	22.15

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

城市开发配套设施建设

公司是泰州市重要的城市基础设施建设投融资主体，主要从事泰州市的市政道路改造、污水管网工程、文化场馆等基础设施的建设开发业务。根据公司与泰州市财政局于2005年11月17日签订的《市政基础设施项目集中委托建设协议》的规定，公司是泰州市重点工程的投资载体和建设平台，泰州市政府将部分市政基础设施项目集中委托给公司建设，同时为归口项目建设和资金管理，泰州市财政局经政府授权，全权负责协议下市政基础设施项目委托建设事宜。协议规定委托建设资金包括公司前期自筹垫付项目资金、融资成本以及相应的管理费用，每年的委托项目建设资金纳入泰州市当年财政预算。每年12月份，市财政局根据市政府批准城市建设项目计划和投资计划，对公司下达下一年度城市基础设施建设任务。公司根据任务进行基础设施建设项目投资，并根据公司及下属公司当年完工项目投资额加一定比率的管理费（约2.00%左右）确认代建收入，同时结转代建成本。

公司基础设施建设经营主体主要为公司本部及泰州市城市基础设施建设发展有限公司（以下简称“城建公司”）。城建公司为公司的控

股子公司（公司拥有其98.70%的股权）。截至2017年9月底，城建公司资产总额为52.22亿元，占同期公司总资产规模的11.42%，净资产1.58亿元。城建公司主要负责泰州市中心市区成片土地前后期的开发配套服务、城市道路、桥梁及地下管网的投资及项目管理。自成立以来，城建公司先后新建和拓宽改造了凤凰路、济川路等60多条城区骨干道路和森北大桥、东风大桥等50多座大中型桥梁以及坡子街滨河绿地、人民广场等市政工程设施，累计完成基础设施投资40多亿元。2016年城建公司主要进行了春兰路、引凤路、农泰园连接线工程、东风路南段快速化、永定路西段快速化等项目的建设。

账务处理方面，对于公司为项目业主的基础设施建设项目，公司将项目建设成本计入“存货-开发成本”科目，每年根据当年完工项目投资额加一定比率的管理费确认为代建收入，相应存货结转营业成本。对于仅代政府行使投资职能的基础设施项目，公司将项目建设成本计入“其他应收款-应收财政局”科目，泰州市财政局每年划拨一定金额，公司收到资金后冲减“其他应收款-应收财政局”科目。

2014~2016年，公司基础设施建设工作持续推进，公司实际投入资金分别为19.67亿元、32.20亿元和32.22亿元（包含公司为业主的项目

和非业主项目），详细情况见下表。

表3 2014~2016年公司基础设施建设项目情况
(单位：亿元)

	2014 年	2015 年	2016 年
投入资金 (公司为项目业主)	15.53	20.45	24.04
投入资金 (公司非项目业主)	4.14	11.75	8.18
合计	19.67	32.20	32.22
确认代建收入	7.38	6.61	2.87
收到划拨其他应收款 回款资金	11.30	-	2.73
合计	18.68	6.61	5.60

资料来源：公司提供

2014~2016年，公司为项目业主的基建项目投资额为15.53亿元、20.45亿元和24.04亿元，投入资金及项目完工量基本保持平稳增长，但因部分项目未进行结算，实际确认收入出现下滑，2014~2016年，公司分别确认代建收入7.38亿元、6.61亿元和2.87亿元，具体回款全部收到，体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”科目。

2014~2016年，公司非项目业主的基建项目投资额分别为4.14亿元、11.75亿元和8.18亿元。计入“其他应收款”。截至2017年9月底，公司其他应收款-应收财政局资金为95.49亿元。2016年，公司收到泰州市财政局其他应收款回款2.73亿元，涵盖《财政局每年应支付公司其他应收款回款安排》中规定的2016年的1.70亿元（2016年约定回款5.50亿元，此前已于2014年预先支付3.80亿元）和2017年的1.03亿元，财政局划拨的其他应收款在“收到其他与经营活动有关的现金”科目中反映。

泰州市城市水利投资开发有限公司（以下简称“水投公司”）为公司控股子公司（公司拥有其 51.07%的股权），是公司进行水利基础设施投资、开发、建设、管理的主体。截至 2017 年 9 月底，水投公司资产总额为 26.29 亿元，净资产 1.44 亿元。水投公司自成立以来，先后修建和整治了凤凰河、周山河、南官河、水生态工程等 30 多条河流，累计完成投资 20 多亿元。水利基础设施投资的具体经营模式为：公司根据下达的项目建设计划进行水利工程建设

投资，资金主要来源于省水利厅拨款（在会计科目“专项应付款”中核算）、市财政拨款，剩余资金公司自筹，项目建成后将转为公司固定资产，由公司负责运营，给予的专项应付款补贴则转入资本公积，作为对公司建设运营水利工程的补偿。2016 年水投公司主要进行了南官河整治、周山河三期整治、通南片区调度控制工程、老通扬运河等项目的建设。

公司基础设施项目规模主要受市政府城市建设规划的影响。未来几年内，随着泰州市中心城区建设力度的加大，公司对外融资需求将进一步加大，融资压力或有所提升。

房地产开发

公司房地产开发业务主要分为经济适用房、拆迁安置房等保障性房地产开发和住宅商品房开发两部分，2014~2016年，公司房地产板块分别实现收入2.58亿元、2.50亿元和9.84亿元，2016年收入同比大增293.60%，主要受青年南路安置房等项目陆续进入完工结算，以及泰州市房地产市场回暖带动影响；公司保障性住房收入分别为0.04亿元、0.03亿元和3.90亿元，主要在售项目为青年南路项目。公司房地产板块近三年毛利率分别为24.97%、33.94%和26.02%，波动主要受各年安置房及商品房销售收入占比不同影响。2017年1~9月，公司确认房屋开发收入12.15亿元，相当于2016年全年的123.48%，收入大幅增长主要系青年南路旧城改造安置房项目持续销售所致；2017年1~9月，公司房屋开发毛利率为21.80%，较2016年略有下滑，主要系毛利率相对偏低的保障房销售占比提升所致。

公司房地产开发主要运作主体包括子公司泰州市城市建设投资集团地产开发有限公司（以下简称“地产公司”）、泰州市安居置业发展有限公司（以下简称“安业公司”）和公司本部。

地产公司于2006年1月由原隶属于泰州市建设局下属自收自支事业单位泰州市地产开发公司改制成立，公司拥有其 54%的股权。地产

公司日常经营业务范围主要包括经营性房地产项目开发。近年来，地产公司已完成玉城花园、广茂大厦、玉城名郡项目的建设和销售工作。目前，地产公司主要在售的项目为广盛大厦项目和玉城茗墅项目（项目于2016年交付），截至2017年9月底，上述项目销售比例分别为95%和99%。

表4 截至2017年9月底地产公司商业住宅项目开发经营情况（单位：万元、平方米、%）

项目名称	投资金额	建筑面积	已投资额	销售比例
玉城花园	4400	34000	4420	100
广茂大厦	6970	22000	6970	100
玉城名郡	22000	58561	22000	100
广盛大厦	15000	29100	15000	95
玉城茗墅	39510	74899	39205	99

资料来源：公司提供

安业公司成立于1998年4月，公司拥有其61%的股权。安业公司日常经营范围主要是泰州市区经济适用房的建设开发和商品住宅开发，其中经济适用房的建设开发主要完成了东泰花园、永兴花园等安居工程；商品住宅开发建设主要完成了锦绣华庭，彩云居一期、二期，翰林雅居一期、二期、三期、四期及东泰花园二期等项目，项目具体情况见下表。2016~2017年，安业公司主要在售的项目为翰林雅居三期和四期（项目于2016年完工交付），截至2017年9月底，上述项目销售比例分别为100%和82%。

表5 截至2017年9月底安业公司商业住宅项目开发经营情况（单位：万元、平方米、%）

项目名称	总投资	建筑面积	已投资	销售比例
锦绣华庭	14630	57700	14630	100
彩云居一期	12560	51000	12560	100
彩云居二期	7523	28000	7523	100
翰林雅居一期	20020	66000	20020	100
翰林雅居二期	19000	51711	19000	100
东泰花园二期	15212	55000	15212	100
翰林雅居三期	28000	83104	28000	100
翰林雅居四期	26000	55498	26000	82

资料来源：公司提供

公司本部主要负责青年南路旧城改造安置房项目，该项目已于2016年10月建设完工并陆续交房销售。青年南路项目预计销售收入总额为32.10亿元，其中限价商品房预计收入18.95亿元，配套商业综合用房预计收入10.92亿元，半地下室和地下车库预计收入分别为0.73亿元和1.50亿元。2016年和2017年1~9月，青年南路项目商品房部分分别销售7.31万平方米和14.61万平方米，实现销售收入3.90亿元和7.90亿元。截至2017年9月底，青年南路商品房剩余可售面积为11.15万平方米，按销售均价5600元/平方米（含税）计算，未来青年南路项目住宅部分仍可形成5.95亿元销售收入。此外，公司于2016年11月成立子公司泰州市城投商业管理有限公司，准备由其自持运营青年南路项目的部分配套商业用房及停车位，以获取长期租赁收入。

除上述项目外，截至2017年9月底，公司房地产开发板块暂无其他拟建项目。2017年12月，地产公司子公司泰州市玉城置业有限公司购置一宗城镇住宅用地，土地出让面积112726平方米，规划容积率1.74~1.93，预计项目未来销售将对公司2019~2020年房地产收入形成一定支撑。

总体来看，公司房屋开发业务受项目完工结算进度影响，每年波动较大。随着青年南路项目销售的持续推进，近两年公司房屋开发业务收入有望保持一定规模；长期看，考虑到房地产调控政策仍将持续且具有不确定性，公司未来房地产收入规模不确定性较大，对整体收入规模及盈利能力可能存在一定影响。

3. 未来发展

未来公司将进一步强化其在城市基础设施融资、投资、建设、经营领域的区域龙头企业地位，提高项目管理水平和资金使用效率，更好的服务于泰州市的城市建设。同时，公司将依据泰州市“十三五”规划的要求，继续加大对保障性住房的建设力度，努力解决城镇低收入家庭的住房需求。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年度合并财务报告，江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年 1~9 月财务报表未经审计。

截至 2017 年 9 月底，公司拥有 10 家纳入合并范围的一级子公司（详见附件 1-2）。合并范围变化方面，2014 年，公司合并范围内新增一家子公司，为泰州市城投城建项目管理有限公司；2015 年，政府将泰州市祥泰机动车安全技术检验有限公司 100% 股权划转给公司，公司将其纳入合并范围，同期公司对泰州市金太阳能有限公司的持股比例下降为 11.09%，该公司不再纳入合并范围；2016 年，公司新设成立泰州市城投商业管理有限公司，纳入合并范围。2017 年 1~9 月，公司合并范围未发生变化。

整体看，近年来合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 407.93 亿元，所有者权益合计 149.76 亿元（其中少数股东权益 2.55 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 13.13 亿元，利润总额 4.94 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 457.26 亿元，所有者权益合计 167.48 亿元（其中少数股东权益 2.77 亿元）。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 12.37 亿元，利润总额 3.45 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长 14.99%，主要系存货、在建工程和其他应收款增长较快所致。截至 2016 年底，公司资产总额 407.93 亿元，其中流动资产占 78.54%，非流动资产占 21.46%，公司资产以流动资产为主。

表 6 2014~2017 年 9 月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	三年变动率	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 9 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.50	44.26	14.35	40.18	11.40	46.50	11.40	53.31	11.66
其他应收款	21.34	66.43	21.53	86.87	24.64	97.81	23.98	116.48	25.47
存货	19.20	119.95	38.88	135.23	38.36	170.44	41.78	187.32	40.97
流动资产合计	16.66	235.40	76.31	267.66	75.93	320.37	78.54	361.90	79.15
可供出售金融资产	5.59	16.65	5.40	18.74	5.32	18.56	4.55	21.44	4.69
长期股权投资	3.92	6.57	2.13	7.10	2.01	7.09	1.74	7.10	1.55
固定资产	-3.67	6.91	2.24	6.59	1.87	6.41	1.57	6.63	1.45
在建工程	28.10	9.81	3.18	12.09	3.43	16.09	3.94	18.76	4.10
无形资产	10.84	27.33	8.86	34.32	9.73	33.58	8.23	35.60	7.78
非流动资产合计	9.45	73.09	23.69	84.87	24.07	87.56	21.46	95.36	20.85
资产总计	14.99	308.49	100.00	352.53	100.00	407.93	100.00	457.26	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产增长较快，年均复合增长 16.66%，增长主要来自于存货和其他应收款。2016 年底，公司流动资产 320.37 亿元，同比增长 19.69%，主要由存货（占 53.20%）、其他应收款（占 30.53%）和货币资金（占 14.51%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 46.50 亿元，

较 2015 年底同比增长 15.72%；公司货币资金以银行存款（占 96.24%）和其他货币资金（占 3.75%）为主，其他货币资金全部为受限资金，主要为银行承兑汇票保证金及存单质押保证金。

公司其他应收款主要为应收泰州市财政局的基建项目款，近三年年均复合增长 21.34%；2016 年底，公司其他应收款 97.81 亿元，同比

增长 12.60%，主要系代建项目形成的对财政局应收款项增加 6.82 亿元和对泰州市深业投资有限公司的往来款增加 4.10 亿元。公司其他应收款集中度较高，前五大欠款单位合计应收余额 94.75 亿元（占 96.81%），全部为应收资金往来款，其中对财政局的应收余额占 84.08%。

表 7 截至 2016 年底其他应收款余额前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	款项性质	金额	占比
泰州市财政局	往来款	82.30	84.08
泰州市深业投资发展有限公司	往来款	4.10	4.19
泰州高教园区建设发展有限公司	往来款	3.60	3.68
泰州市住房和城乡建设局	往来款	2.76	2.82
泰州市现代服务业发展有限公司	往来款	2.00	2.04
合计		94.75	96.81

资料来源：公司审计报告

公司其他应收款应收单位主要为政府部门或国有企业，回收风险小，但其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。根据 2014 年泰州市财政局与公司签署的《关于泰州市城市建设投资集团有限公司其他应收款偿付资金安排的说明》，泰州市财政局将于 2015~2025 年期间，按时、足额向公司支付其他应收款回款资金 63.39 亿元，其中 2016 年应到账的 5.5 亿元和 2017 年应到账的 6.50 亿元中的 1.03 亿元已到账。联合资信将持续关注其他应收款回款进展情况。

表 8 泰州市财政局每年应支付公司其他应收款回款
金额安排 (单位: 亿元)

年度	支付金额	其他应收款余额
2014	--	63.39
2015	5.50	57.89
2016	5.50	52.39
2017	6.50	45.89
2018	5.40	40.49
2019	5.40	35.09
2020	5.50	29.59
2021	5.60	23.99
2022	5.80	18.19
2023	5.80	12.39
2024	6.20	6.19
2025	6.19	0.00
合计	63.39	--

资料来源：公司提供

公司存货主要由开发成本（占 50.77%）、开发用土地（占 38.29%）和开发产品（占 10.94%）构成。2014~2016 年，公司存货年均复合增长 19.20%，截至 2016 年底，公司存货 170.44 亿元，同比上升 26.03%，上涨幅度较大，主要系开发成本和开发产品增长较快。其中，公司开发成本同比增长 23.02%，系基础设施代建项目的投资加大所致，开发产品同比增长 82.00%，系青年南路旧城改造安置房等项目部分结转入开发产品所致。截至 2017 年 3 月底，公司以土地 147.75 万平方米、评估价值 83.37 亿元向银行抵押借款 34.71 亿元，其中以 80.10 万平方米、评估价值 47.80 亿元的存货-开发用土地，向银行抵押借款 17.50 亿元。公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 9.45%。2016 年底，公司非流动资产为 87.56 亿元，同比增长 3.17%，主要来自在建工程的投入增加；从构成看，公司非流动资产主要为无形资产（占 38.35%）、可供出售金融资产（占 21.20%）、在建工程（占 18.38%）、长期股权投资（占 8.10%）、固定资产（占 7.33%）和其他非流动资产（占 6.63%）。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产年均复合增长 5.59%。2016 年底，公司可供出售金融资产 18.56 亿元，其中 3.08 亿元为按公允价值计量的权益工具，主要为公司持有的交通银行、春兰空调等上市公司股票；15.47 亿元为按成本计量的权益工具，主要为公司江苏泰州大桥有限公司（出资 6.55 亿元，持股 20.00%）、苏中江都机场投资建设有限责任公司（出资 2.66 亿元，持股 20.00%）、江苏华电扬州发电公司（出资 1.49 亿元，持股 16.32%）和江苏宁靖盐高速公路有限公司（出资 0.94 亿元，持股 9.60%）等被投资公司中的权益。公司长期股权投资均为按权益法确认的在联营企业中所持股权，近三年变化较小，截至 2016 年底为 7.09 亿元。

公司无形资产主要为土地使用权，近三年年均复合增长 10.84%，2016 年底为 33.58 亿元。2015 年底，公司无形资产同比增长 25.56%至 34.31 亿元，主要系新购买三宗土地。

公司在建工程全部为水利工程，近三年年均复合增长 28.10%。2016 年底，公司在建工程 16.09 亿元，受水利投资持续扩大影响同比增长 33.10%。

2014~2016 年，公司固定资产年均复合下降 3.67%，2016 年底，公司固定资产 6.41 亿元，主要为房屋建筑物、专用设备、运输设备等，累计计提折旧 1.12 亿元。2016 年底，公司其他非流动资产 5.81 亿元，为道路、房屋等未获得产权证的公益性资产，同比微降 3.33%，系减少中海信托资产 0.20 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额为 457.26 亿元，其中流动资产占 79.15%，非流动资产占 20.85%；资产总额较 2016 年底增长 12.09%，主要来自于其他应收款、存货、在建工程和货币资金的增加。截至 2017 年 9 月底，公司其他应收款 116.48 亿元，较上年底增长 19.09%，主要系代建项目投入增加带来的应收款项增长；存货较上年底增长 9.90%达 187.32 亿元，主要系公司为业主的基础设施项目投入持续增加；在建工程受水利投资持续加大影响，较上年底增长 16.59%达 18.76 亿元；可供出售金融资产较上年底增长 15.53%至 21.44 亿元，系企业新增对按成本计量的权益工具的投资；无形资产较上年底增长 6.01%至 35.60 亿元，系公司新增海军东路以南、鼓楼南路以西地块所致。截至 2017 年 9 月底，公司存货中 45.56 亿元、无形资产中 17.13 亿元资产处于抵押状态。

综上所述，公司资产以流动资产为主，其中存货和其他应收款占比较大，存货变现时长存在一定不确定性，其他应收款坏账风险较低但规模持续扩大，对公司资金形成占用，联合资信将持续关注其他应收款回款进展情况。总体来看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益年均复合增长 8.74%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 149.76 亿元，其中实收资本、资本公积、其他权益工具、未分配利润分别占 6.68%、59.37%、10.02%和 19.66%；公司所有者权益同比增长 10.39%，主要受未分配利润增长 3.63 亿元及 10 亿元永续债发行的影响。

2014~2016 年，公司实收资本均为 10.00 亿元。近三年，公司资本公积年均复合增长 0.27%，2016 年底为 88.91 亿元；2015 年，泰州市人民政府收回三宗土地使用权，并向公司对价划拨资金 7.64 亿元；2016 年公司资本公积增加 0.22 亿元，系子公司泰州市泰能投资管理有限公司接受划入资产影响。2015~2016 年，公司其他权益工具分别为 5 亿元和 15 亿元，系公司发行的永续中票“15 泰州城投 MTN002”5 亿元和“16 泰州城投 MTN002”10 亿元。近三年，公司未分配利润年均复合增长 14.59%，2016 年底为 29.44 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益 167.48 亿元，较 2016 年底增长 11.83%，主要系新发行 15 亿元永续债，计入“其他权益工具”；公司实收资本、资本公积、盈余公积、其他综合收益等较 2016 年底基本未发生变化，未分配利润增加 2.60 亿元。

总体看，公司所有者权益受发行永续债券影响持续扩大，同时未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

负债

2014~2016 年，公司负债规模增长较快，年均复合增长 19.15%；2016 年底，公司负债总额为 258.17 亿元，其中流动负债占 23.82%，非流动负债占 76.18%，公司负债结构以非流动负债为主。

表 9 2014~2017 年 9 月公司主要负债构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	三年变动率	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 9 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	-7.71	9.09	5.00	7.89	3.64	7.74	3.00	12.89	4.45
一年内到期的非流动负债	34.08	23.03	12.67	54.44	25.10	41.41	16.04	32.05	11.06
流动负债合计	11.62	49.36	27.15	72.88	33.61	61.51	23.82	53.90	18.60
长期借款	-9.35	90.11	49.55	85.40	39.38	74.05	28.68	93.13	32.14
应付债券	45.26	40.00	22.00	55.20	25.45	84.40	32.69	103.90	35.86
长期应付款	--	0.00	0.00	0.40	0.18	35.10	13.60	35.60	12.29
非流动负债合计	21.84	132.48	72.85	143.98	66.39	196.66	76.18	235.87	81.40
负债合计	19.15	181.84	100.00	216.86	100.00	258.17	100.00	289.77	100.00

资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

2014~2016 年, 公司流动负债波动增长, 年均复合增长 11.62%。截至 2016 年底, 公司流动负债为 61.51 亿元, 同比下降 15.61%, 主要系一年内到期的非流动负债减少所致; 公司流动负债以一年内到期的非流动负债 (占 67.32%)、其他应付款 (占 12.58%)、应付账款 (占 8.08%) 和预收款项 (占 5.36%) 为主。

2014~2015 年, 公司短期借款规模大幅下降, 2016 年公司偿还全部短期借款, 贷款期限进一步匹配项目投资时长。

2014~2016 年, 公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 34.08%。截至 2016 年底, 一年内到期的非流动负债为 41.41 亿元 (包括一年内到期的长期借款 35.61 亿元和应付债券 5.80 亿元), 同比下降 23.95%。2016 年, 政府转贷给公司 34.70 亿元财政置换债券资金 (计入长期应付款), 用于偿还银行借款等。

公司其他应付款主要是与相关单位的往来款。2014~2016 年, 公司其他应付款年均复合减少 7.71%, 截至 2016 年底, 其他应付款为 7.74 亿元, 其中账龄超过 1 年的主要债权单位余额合计 3.12 亿元, 占比为 40.32%, 主要系与江苏省现代农业综合开发示范区管理委员会、泰州市锡龙建筑门窗装璜有限公司、城南街道新胜社区集体经济股份合作社的往来资金未结算。

2014~2016 年, 公司应付账款年均复合增长 73.48%, 2016 年底为 4.97 亿元, 同比增长 230.04%, 主要系应付工程款增长。近三年,

公司预收款项年均复合增长 69.63%, 2016 年底, 公司预收款项 3.29 亿元, 同比增长 95.19%, 主要系青年南路旧城改造安置房项目获得的预收售房款年内增长 1.60 亿元。

从非流动负债来看, 2014~2016 年, 公司非流动负债保持较快增长, 年均复合增长 21.84%。截至 2016 年底, 公司非流动负债为 196.66 亿元, 同比增长 36.59%, 主要来自于应付债券和长期应付款的增加; 公司非流动负债以应付债券 (占 42.92%)、长期借款 (占 37.65%) 和长期应付款 (占 17.85%) 为主。

2014~2016 年, 公司长期借款年均复合下降 9.35%。截至 2016 年底, 公司长期借款 74.05 亿元, 同比减少 13.29%, 系部分债务纳入政府债务并于 2016 年进行置换所致; 长期借款中, 保证借款、抵押借款、信用借款、质押借款分别占比 54.30%、24.03%、18.70%和 2.97%。

2014~2016 年, 公司应付债券快速增长, 年均复合增长 45.26%; 截至 2016 年底, 公司应付债券 84.40 亿元, 同比增长 52.90%, 主要系公司于 2016 年发行两笔定向融资工具 (“16 泰州城投 PPN001” “16 泰州城投 PPN002”) 获得资金 15 亿元, 发行面值 10 亿元 5 年期中期票据 “16 泰州城投 MTN001” 获得资金 10 亿元, 发行两笔直融 (“16 泰州城建 01 直融” “16 泰州城建 02 直融”) 获得资金 10 亿元, 同时偿还 “10 泰州债” 3 亿元和 “13 泰州债/PR 泰州债” 1.80 亿元。

公司长期应付款为泰州市财政局拨付的财

政置换债券资金,资金使用成本为 2.50~3.00%。截至 2016 年底,公司长期应付款 35.10 亿元,较上年底增加 34.70 亿元,公司将此部分资金优先用于置换高息债务。未来公司长期应付款科目中的政府债务置换资金将由财政借款调整为财政拨款进行处理,计入“资本公积”科目。

公司专项应付款主要为财政拨付的水利工程建设资金,近三年年均复合增长 13.70%;截至 2016 年底,公司专项应付款 2.21 亿元,同比增长 9.58%,系江苏省水利厅拨入引江河工程资金 0.13 亿元及财政划拨项目建设资金 0.07 亿元。

有息债务方面,2014~2016 年,公司债务水平快速增长,三年复合增长 10.09%。截至 2016 年底,公司全部债务 200.85 亿元,其中长期债务 158.45 亿元,若将长期应付款中的财政置换债券资金调整计入全部债务,公司调整后的全部债务为 235.95 亿元,调整后短期债务占 17.97%,长期债务占 82.03%,公司债务结构以长期债务为主。2016 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 63.29%、61.17%和 56.38%,较 2014 年分别上涨 4.34、4.49 和 5.70 个百分点。公司于 2015~2016 年共发行 15 亿元永续中票,实际债务负担重于上述指标值。整体看,公司债务负担偏重。

截至 2017 年 9 月底,公司负债总额为 289.77 亿元,较 2016 年底增长 12.24%,其中,流动负债占 18.60%,非流动负债占 81.40%。截至 2017 年 9 月底,公司流动负债为 53.90 亿元,同比下降 12.36%,主要系一年内到期的非流动负债、应付账款和预收款项下降;公司非流动负债为 235.87 亿元,较 2016 年底增长 19.94%,主要来自长期借款和应付债券的增长。同期公司有息债务总额为 264.68 亿元,较 2016 年底增长 12.17%,其中短期债务占 12.11%,长期债务占 87.89%。截至 2017 年 9 月底,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

63.37%、58.14%和 61.24%,较 2016 年底小幅上升。

总体来看,公司负债以非流动负债为主,债务结构较为合理;近年来,公司债务规模上涨较快,债务负担偏重。

4. 盈利能力

公司的主营业务收入主要来自于市政项目代建收入和房地产开发收入。2014~2016 年,公司分别实现营业收入 10.39 亿元、9.55 亿元和 13.13 亿元,年均复合增长 12.41%;2016 年,公司营业收入同比增长 37.46%,主要系房地产开发收入大幅增长所致,同期公司营业成本随收入规模扩大上升 24.50%,至 10.15 亿元。2014~2016 年,公司营业利润率分别为 9.95%、11.78%、16.88%。

表 10 2014~2017 年 9 月公司收入及利润情况

(单位:亿元、%)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
营业收入	10.39	9.55	13.13	12.37
营业成本	9.18	8.15	10.15	9.55
营业利润率	9.95	11.78	16.88	19.40
期间费用	0.59	0.94	1.20	1.09
期间费用/营业收入	5.65	9.87	9.16	8.85
投资收益	1.15	1.22	0.94	0.01
营业利润	1.60	1.41	1.95	1.32
政府补助	3.00	3.00	3.00	2.15
利润总额	4.57	4.40	4.94	3.45
净利润	4.34	4.25	4.50	3.13
总资本收益率	1.50	1.41	1.31	--
净资产收益率	3.43	3.14	3.00	--

资料来源:联合资信根据公司财务报表整理

期间费用方面,公司期间费用以管理费用为主,2014~2016 年期间费用占营业收入的比例分别为 5.65%、9.87%和 9.16%,公司期间费用波动上涨,但整体控制能力较好。

公司参股公司泰州市深业投资发展有限公司每年进行投资分红,对公司营业利润形成较好补充。2014~2016 年,公司分别获得投资收益 1.15 亿元、1.22 亿元和 0.94 亿元,投资收益略有波动,但整体规模较稳定。

2014~2016年，公司营业利润分别为1.60亿元、1.41亿元和1.95亿元，此外，公司每年稳定获得3.00亿元政府补助收入。2014~2016年，公司利润总额分别为4.57亿元、4.40亿元和4.90亿元，政府补助是公司利润的重要来源。

从盈利指标看，2014~2016年，公司营业利润率持续增长，分别为9.95%、11.78%、16.88%；同期，公司总资本收益率和净资产收益率受资产及权益规模快速增长影响呈下降趋势，2016年两项指标分别为1.31%和3.00%，较2014年下降0.19和0.43个百分点。

2017年1~9月，公司实现营业收入12.37亿元，相当于2016年全年的94.21%，公司营业利润率为19.40%，较上年提高2.52个百分点；同期，公司获得营业外收入2.15亿元，实现利润总额3.45亿元，相当于上年全年的69.84%。

整体来看，受房地产开发业务影响，公司营业收入波动增长，未来随着青年南路项目销售的推进，公司收入有望保持稳定；公司自身盈利能力一般，政府补助为公司利润总额的重要来源。

5. 现金流分析

经营活动方面，受其他应收款回款波动影响，公司经营活动产生的现金流入量有所波动，2014~2016年分别为25.03亿元、14.93亿元和22.65亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金主要为房屋开发销售款和泰州市财政局拨付的基础设施建设代建收入，近三年分别为8.86亿元、10.15亿元和14.17亿元，2016年同比增长39.58%，系房屋销售款增长所致；公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为泰州市政府对公司的政府补贴、其他应收款回款及利息收入，近三年分别为16.17亿元、4.78亿元和8.48亿元。同期，公司经营活动产生的现金流出分别为21.24亿元、40.74亿元和44.88亿元，逐年增长系随着基础设施建设及房地产项目投入增长，公司支付的工程建设款项及与其他单位的

拆借规模增加所致。2014~2016年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为3.80亿元和-25.81亿元和-22.23亿元，经营活动资金缺口较大。同期，公司现金收入比分别为85.23%、106.24%、107.88%，收现质量较好。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要源于取得投资收益和收到的其它与投资活动有关的现金，投资活动现金流入规模较小，2014~2016年分别为0.75亿元、1.05亿元和1.31亿元；同期，公司投资活动产生的现金流出分别为16.54亿元、10.94亿元和3.94亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。2014~2016年，公司投资活动产生的现金流量净额均呈净流出状态，分别为-15.80亿元、-9.89亿元和-2.45亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于取得借款和发行债券收到的现金，2014~2016年，流入规模分别为102.63亿元、101.53亿元和91.63亿元；其中2016年筹资流入包括吸收投资收到现金10.03亿元（发行10亿元永续中票“16泰州城投MTN002”）、取得借款收到现金42.32亿元和发行债券收到的现金35.00亿元（包括“16泰州城投PPN001”5亿元、“16泰州城投PPN002”10亿元、“16泰州城投MTN001”10亿元、“16泰州城建01直融”5亿元及“16泰州城建01直融”5亿元）。公司筹资活动现金流出主要反映为偿还债务支付的现金及分配股利、利润和偿还利息支付的现金；2016年，公司置换债务34.70亿元由财政局直接拨付金融机构，未在现金流量表中体现。2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为33.66亿元、25.59亿元和35.28亿元。

2017年1~9月，公司经营活动产生的现金流净额为-18.23亿元，其中经营活动现金流入19.90亿元，包括销售商品、提供劳务收到的现金11.37亿元和收到的其他与经营活动有关的现金（为补贴收入和往来款）8.53亿元。同期，经营活动现金流出为38.13亿元，包括购买商品、接受劳务支付的现金28.94亿元，以及支付

其他与经营活动有关的现金7.31亿元。投资活动现金净流量为-7.92亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金5.42亿元，投资支付现金3.08亿元。筹资活动现金净流入为34.09亿元，其中筹资活动现金流入74.07亿元，包括吸收投资收到的现金15.03亿元（发行15亿元永续中票“17泰州城投MTN001”）、取得借款收到的现金39.54亿元和发行债券收到现金19.50亿元（包括“17泰州城投MTN002”9.5亿元、“17泰州城建PPN001”10亿元），筹资活动现金流出为39.98亿元。

总体来看，受购买商品、接受劳务支付的现金持续增长的影响，公司经营活动资金缺口较大，同时，近年投资活动净现金流均表现为净流出状态，公司经营及投资活动现金缺口均依靠筹资活动覆盖。未来，随着公司建设投入的增长及前期债务陆续到期偿还，公司存在一定对外筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近年来公司流动比率和速动比率波动增长，2016年底分别为520.88%和243.77%，较2015年底增长153.62和62.06个百分点；截至2017年9月底，公司流动比率和速动比率分别为671.38%和323.87%，较上年底进一步提升，但考虑到公司流动资产中其他应收款及存货占比较高，公司实际短期偿债能力弱于上述指标值。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，近年来，公司EBITDA规模持续增长，2014~2016年分别为4.96亿元、5.43亿元和6.14亿元；同期，公司全部债务/EBITDA分别为33.41倍、36.85倍和32.73倍。考虑到近年来泰州市财政局在财政补贴和项目资金等方面对公司支持力度较大，公司长期偿债能力尚可。

截至2017年9月底，公司（合并口径）获得的银行授信额度为229.40亿元，尚未使用的授信额度为106.03亿元，公司融资渠道通畅。

7. 对外担保

截至2017年9月底，公司对外担保合计90.80亿元，担保比率为54.22%，担保比率较高；其中子公司泰州市阳光投资担保有限公司对外担保合计5.30亿元。公司对外担保单位多为国有企业，主要包括泰州鑫泰集团有限公司、泰州市建业投资建设集团有限公司、泰州市现代服务业发展有限公司、泰州市海陵资产经营有限公司等，上述企业目前经营状况正常，但公司对外担保规模大，担保比率较高，存在一定或有负债风险。

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

本期中期票据拟发行金额 15.00 亿元，相当于 2016 年底公司调整后全部债务、调整后长期债务的 6.36%和 7.75%，对公司现有债务规模有一定影响。

2016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63.29%、61.17%、56.38%；以2016年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将调整为64.59%、62.63%和58.20%，公司债务负担有所上升。考虑到本期中期票据拟募集资金将全部用于偿还金融机构借款，公司实际债务负担指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 4.96 亿元、5.43 亿元和 6.14 亿元，分别为本期中期票据拟发行金额的 0.33 倍、0.36 倍和 0.41 倍，对本期中期票据保障能力弱；公司经营活动现金流入量分别为 25.03 亿元、14.93 亿元和 22.65 亿元，分别为本期中期票据拟发行金额的 1.67 倍、1.00 倍和 1.51 倍，对本期中期票据保障能力尚可；2015~2016 年，公司经营活动现金流量净额为负值，对本期中期票据无保障能力。

整体看, EBITDA 和现金净流入对本期中期票据的保障程度弱, 公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度尚可。

3. 担保方分析

中债增信为本期中期票据提供不可撤销的连带责任保证。根据《信用增进函》, 在本期中期票据付息日或兑付日, 如公司不能足额兑付本期中期票据本金或利息, 中债增信将代偿应付未付部分, 保证范围包括本期债券本金、相应票面利息, 保证期间为票据存续期及票据兑付之日起两年。

中债增信成立于 2009 年 9 月, 是国内首家专业债券信用增进机构, 由中国银行间市场交易商协会联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。经过近年来的经营实践, 中债增信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。截至 2017 年 3 月底, 中债增信注册资本 60 亿元, 中国石油集团资本有限责任公司、国网英大国际控股集团有限公司、中国石化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、中粮投资资产管理有限公司、首钢总公司各持有公司 16.50% 的股份, 中国银行间市场交易商协会持有公司剩余 1.00% 的股份。

截至 2016 年底, 中债增信资产总额 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, 中债增信实现营业收入 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, 中债增信资产总额 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, 中债增信实现营业收入 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, 中债增信主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。中债增信担保实力极强, 可有效增强本期中期票据偿付的安全性。中债增信主体评级状况详见附件 2

《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》。

十、结论

泰州市经济及财政实力不断增强, 城市综合实力稳步提升, 为公司发展提供了良好的外部环境。

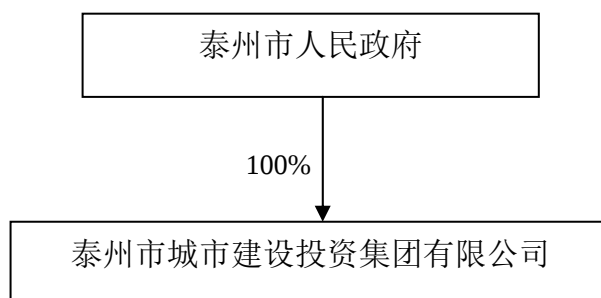
公司作为泰州市城市基础设施建设主体, 在泰州市本级重点项目建设过程中发挥重要的作用。近年来, 公司资产规模保持稳定增长, 泰州市政府在资产注入、财政补贴和项目资金等方面给予公司大力支持。受主营业务性质影响, 公司盈利能力一般, 对财政补贴的依赖性较强; 同时, 受泰州市政府未来投资规模加大的影响, 公司投资压力较大。

考虑到泰州市经济发展势头良好, 政府对公司的支持有望持续加强, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

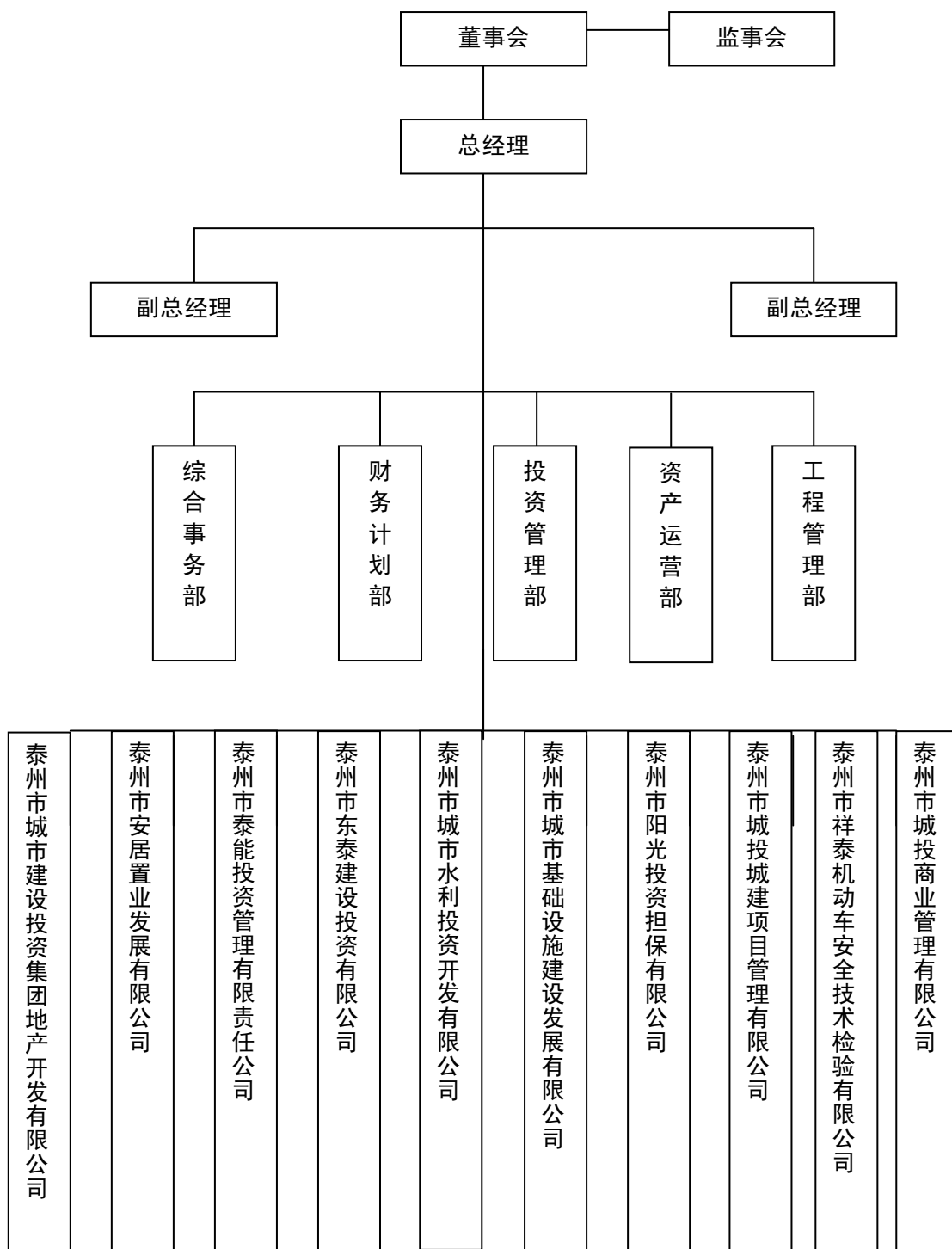
中债增信对本期中期票据提供全额不可撤销连带责任保证担保, 有效提高了本期中期票据偿付的安全性。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度尚可, 基于对公司主体长期信用、本期中期票据偿还能力及中债增信担保能力的综合评估, 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 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 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

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	44.26	40.18	46.52	53.31
资产总额(亿元)	308.49	352.53	407.93	457.26
所有者权益(亿元)	126.64	135.67	149.76	167.48
短期债务(亿元)	35.61	59.59	42.41	32.05
长期债务(亿元)	130.11	140.60	158.45	197.03
调整后长期债务(亿元)	130.11	141.00	193.55	232.63
全部债务(亿元)	165.71	200.19	200.85	229.08
调整后全部债务(亿元)	165.71	200.59	235.95	264.68
营业收入(亿元)	10.39	9.55	13.13	12.37
利润总额(亿元)	4.57	4.40	4.94	3.45
EBITDA(亿元)	4.96	5.43	6.14	--
经营性净现金流(亿元)	3.80	-25.81	-22.23	-18.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	191.76	1782.07	31.46	--
存货周转次数(次)	0.08	0.06	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	85.23	106.24	107.88	91.00
营业利润率(%)	9.95	11.78	16.88	19.40
总资本收益率(%)	1.50	1.41	1.31	--
净资产收益率(%)	3.43	3.14	3.00	--
长期债务资本化比率(%)	50.67	50.89	51.41	54.05
调整后长期债务资本化比率(%)	50.67	50.96	56.38	58.14
全部债务资本化比率(%)	56.68	59.60	57.29	57.77
调整后全部债务资本化比率(%)	56.68	59.65	61.17	61.24
资产负债率(%)	58.95	61.52	63.29	63.37
流动比率(%)	476.86	367.26	520.88	671.38
速动比率(%)	233.87	181.71	243.77	323.87
经营现金流动负债比(%)	7.69	-35.41	-36.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	33.41	36.85	32.73	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	33.41	36.93	38.44	--

注：2017 年 1~9 月财务数据未经审计；调整后全部债务=全部债务+长期应付款。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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 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 泰州市城市建设投资集团有限公司 2018 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。

泰州市城市建设投资集团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。

泰州市城市建设投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对泰州市城市建设投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，泰州市城市建设投资集团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泰州市城市建设投资集团有限公司的经营管理状况、外部环境及本期债项相关信息，如发现泰州市城市建设投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对泰州市城市建设投资集团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。

如泰州市城市建设投资集团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泰州市城市建设投资集团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泰州市城市建设投资集团有限公司联系，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/%

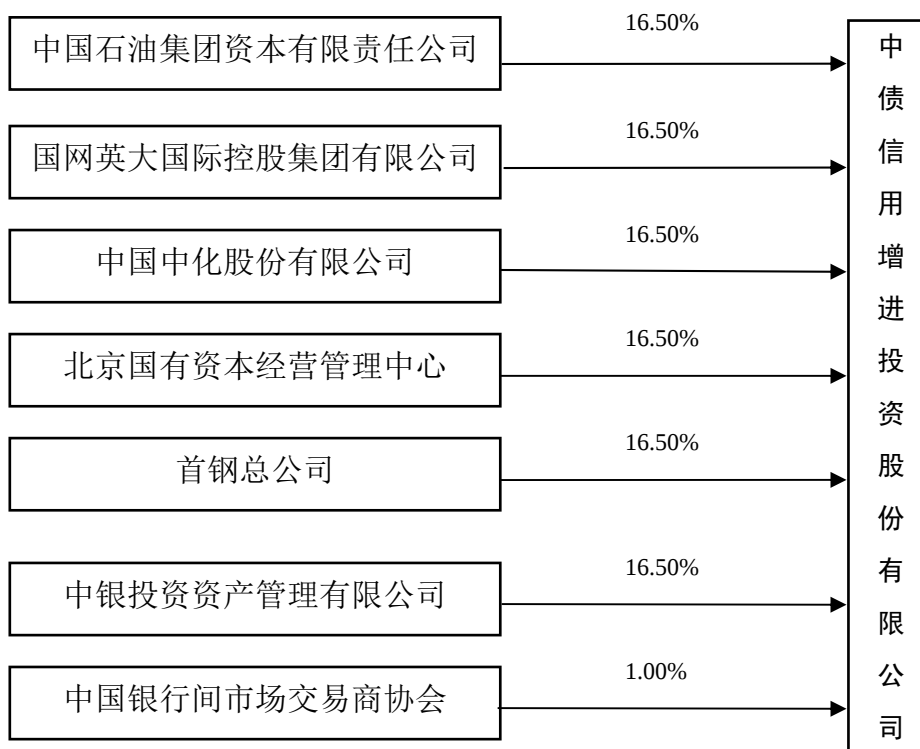
项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
增信余额	918.00	936.10	973.03	941.15
净资产	78.23	77.18	74.84	72.43
净资本	46.41	41.79	48.23	52.86
净资产增信倍数	11.73	12.13	13.00	12.99
净资本增信倍数	19.78	22.40	20.17	17.80
净资本比率	59.33	54.14	64.44	72.98
净资本覆盖率	84.27	74.40	82.61	93.61

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

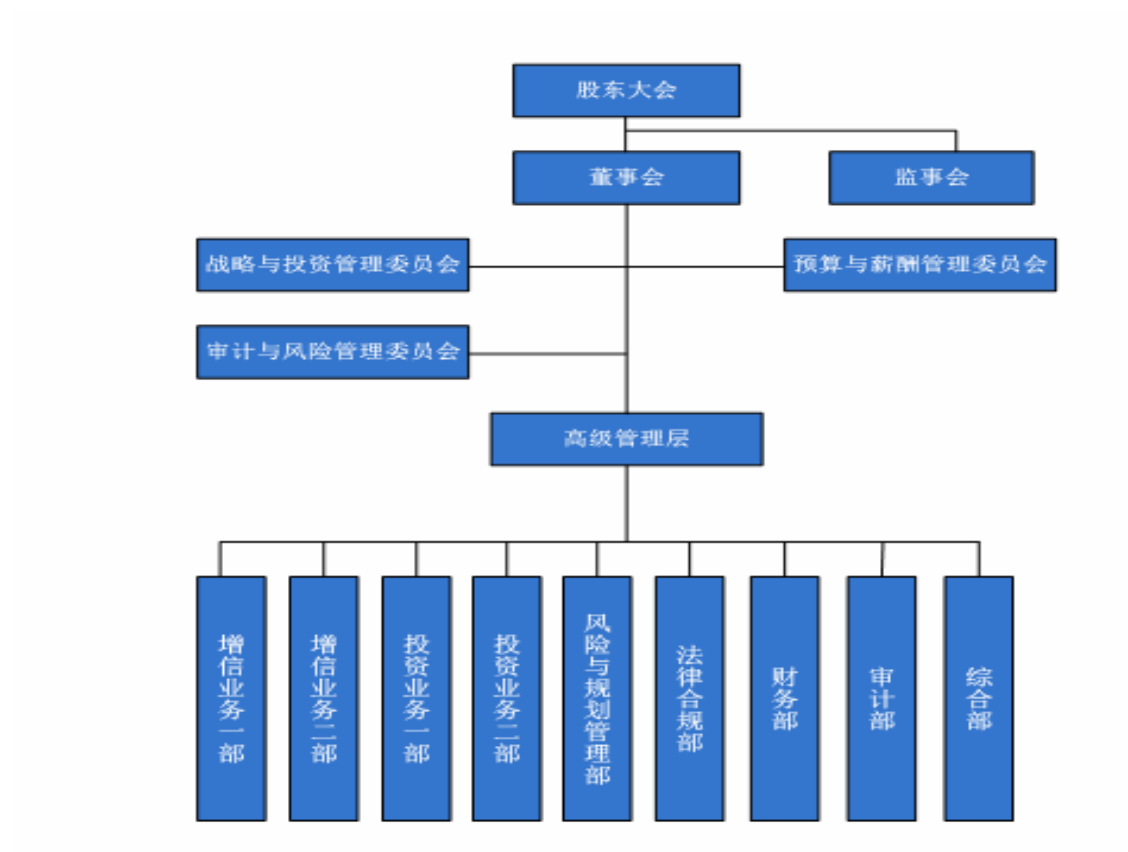
七、评级展望

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