信用等级公告

联合[2018] 1274 号

联合资信评估有限公司通过对宝鸡市投资（集团）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，确定维持宝鸡市投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“12 宝城投债/PR 宝投资”和“17 宝城投 MTN001”的信用等级为 AA，维持“17 宝城投债/17 宝城投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
网址：www.lhratings.com

宝鸡市投资（集团）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
12 宝城投债/PR 宝投资	2.50 亿元	2018/12/26	--	AA	AA
17 宝城投债/17 宝城投	8.00 亿元	2024/04/18	AAA	AAA	AAA
17 宝城投 MTN001	6.00 亿元	2022/09/06	--	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据:

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	48.98	54.70	65.33	61.38
资产总额(亿元)	270.91	357.77	487.62	487.91
所有者权益(亿元)	110.37	119.68	119.67	117.30
短期债务(亿元)	7.05	17.75	7.84	9.83
长期债务(亿元)	104.33	160.67	273.42	267.23
全部债务(亿元)	111.38	178.42	281.26	277.06
营业收入(亿元)	10.02	15.64	16.95	3.17
利润总额(亿元)	1.02	1.45	1.65	-1.20
EBITDA(亿元)	5.57	6.43	7.13	--
经营性净现金流(亿元)	-17.15	-21.20	-19.73	-12.33
营业利润率(%)	11.92	8.80	8.11	-27.94
净资产收益率(%)	0.98	1.31	0.81	-1.04
资产负债率(%)	59.26	66.55	75.46	75.96
全部债务资本化比率(%)	50.23	59.85	70.15	70.25
流动比率(%)	429.25	366.48	1058.01	880.80
经营现金流动负债比(%)	-45.36	-38.00	-68.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.99	27.75	39.42	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计

分析师

唐立倩　宋金玲
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

宝鸡市投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“宝鸡投资”）是宝鸡市供热、供水等公用事业运营及基础设施建设主体。跟踪期内，公司持续获得股东在财政补贴等方面的支持，公司供热等业务板块收入持续增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务规模快速扩张、利润对政府补贴依赖大、资产流动性较差、对外担保规模快速上升等因素对公司偿债能力可能带来的不利影响。

“17宝城投债/17宝城投”由中债信用增进投资股份有限公司（简称“中债增进”）提供不可撤销连带责任担保。经联合资信评估，中债增进主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效提升了“17宝城投债/17宝城投”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持宝鸡投资主体长期信用等级为 AA；维持“12 宝城投债/PR 宝投资”和“17 宝城投 MTN001”的信用等级为 AA，维持“17 宝城投债/17 宝城投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 作为宝鸡市主要的公用事业运营及基础设施建设主体，跟踪期内，宝鸡市政府在财政补贴、债务置换等方面给予公司支持。
2. 公司供热业务在宝鸡市城区范围内具有一定专营优势，跟踪期内，公司营业收入增长，整体实力进一步提升。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担重；公司未来基础设施建设投资规模较大，面临较大的资金压力。
2. 公司业务公益性强，整体收益水平对政府补贴依赖大。

3. 公司资产中存货和其他应收款占比大，且资产受限规模较大，资产流动性弱，整体质量一般。
4. 公司对外担保规模较大且集中度高，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由宝鸡市投资（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。

宝鸡市投资（集团）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”）关于宝鸡市投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“宝鸡投资”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，宝鸡投资股东及实际控制人未发生变化，仍为宝鸡市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宝鸡市国资委”）。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 13.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，截至 2018 年 3 月底，公司本部内设综合部、业务发展部、财务部、人力资源部、稽核风控部、土地工作部和工程部 7 个职能部门，纳入合并范围子公司共计 13 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 487.62 亿元，所有者权益 119.67 亿元（其中少数股东权益 10.61 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 16.95 亿元，利润总额 1.65 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 487.91 亿元，所有者权益 117.30 亿元（其中少数股东权益 10.62 亿元）；2018 年一季度公司实现营业收入 3.17 亿元，利润总额-1.20 亿元。

公司注册地址：陕西省宝鸡市金台区宝虢路 125 号行政中心 6 号楼 C 座；法定代表人：任永强。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年 5 月底，联合资信所评“12 宝城投债/PR 宝投资”、“17 宝城投债/17 宝城投”和“17 宝城投 MTN001”尚需偿还债券余额 16.50 亿元。跟踪期内，公司已足额兑付“11 宝城投债”本金 15.00 亿元、“12 宝城投债/PR 宝投资”分期本金 2.50 亿元及各期债券利息，公司既往付息情况良好。

截至 2018 年 5 月底，“12 宝城投债/PR 宝投资”募集资金已全部用于募投项目建设；“17 宝城投债/17 宝城投”募集资金已使用完毕（其中 5 亿元已用于项目建设，3 亿元已补充流动资金）；“17 宝城投 MTN001”募集资金已全部用于偿还银行借款。募投项目相关情况见表 2。

表 1　本次跟踪存续期债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
12 宝城投债/PR 宝投资	10.00	2.50	2012/12/26	6 年
17 宝城投债/17 宝城投	8.00	8.00	2017/04/18	7 年
17 宝城投 MTN001	6.00	6.00	2017/09/06	5 年
合计	**24.00**	**16.50**	--	--

资料来源：联合资信整理

表 2　截至 2018 年 5 月底募投项目进展情况

（单位：万元）

债项	项目名称	总投资	已投资
12 宝城投债/PR 宝投资	宝鸡市蟠龙新区综合开发建设项目（一期）工程	183100	182600
17 宝城投债/17 宝城投	宝鸡市南客站片区明星佳苑棚户区改造项目	80205	70205
总计		**263305**	**252805**

资料来源：公司提供

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

（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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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。特别是随着《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

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）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性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表3　2017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
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。

2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2.区域经济

跟踪期内，宝鸡市经济保持增长，固定资产投资快速增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

公司作为宝鸡市政府授权的重要基础设施建设主体，主要业务包括城建、供热、供水、公交等公益性和准经营性项目的投资、建设、运营。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与宝鸡市经济发展及城市建设密切相关。

宝鸡位于陕西西部，是连接中原与西北、西南的交通要塞，宝鸡工业基础雄厚，拥有重型汽车和汽车零部件、有色金属冶炼压延加工和矿业等 9 大基地。

跟踪期内，宝鸡市整体经济保持较快增长。根据《2017 年宝鸡市国民经济和社会发展统计公报》数据，宝鸡市实现地区生产总值 2179.81 亿元，比上年增长 8.7%。第一产业增加值 175.32 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 1404.81 亿元，增长 9.4%；第三产业增加值 599.68 亿元，增长 8.7%。三次产业结构比为 8.0：64.5：27.5。全社会固定资产投资 3856.67 亿元，比上年增长 20.5%，全年共完成保障性住房和棚户区改造投资 60.13 亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期间，公司股东及实际控制人仍为宝鸡市国资委。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 13.00 亿元。

2. 外部支持

公司本身的经营业务及投资项目多为公益性及准经营性业务，自身盈利能力较差，跟踪期内，公司持续在政府补贴、债务置换等方面获得有力的外部支持。

政府支持能力方面，2017年，宝鸡市完成一般公共预算收入81.08亿元，同口径增长9.7%，其中税收收入占比72.98%，财政收入质量尚可；实现转移支付和税收返还收入196.01亿元，宝鸡市获得的上级补助收入规模较大且稳定增长；实现政府性基金收入32.68亿元，受国有土地使用权出让收入减少影响，同比下降20.8%。宝鸡市财政自给率为26.89%，财政自身平衡能力差，对转移支付依赖度高。截至2017年底，宝鸡市全市地方政府债务余额178.53亿元（一般债务145.47亿元、专项债务33.06亿元），同比增长13.52%，由于宝鸡市获得的上级补助收入规模较大，整体地方政府债务水平一般。总体看，宝鸡市一般公共预算收入持续增长，地方政府财政收入仍主要来源于上级补助，债务负担维持在适宜水平。

为了弥补公司公益、半公益性业务亏损的状态，宝鸡市财政局依据宝市财办建专【2009】24号等文件，对公司给予一系列补贴支持，2017年，公司收到各类补贴收入合计3.60亿元。

2017年，公司获得政府债务置换资金2.88亿元，子公司宝鸡市法门旅游开发建设有限公司（以下简称“法门旅游”）获得政府注资0.05亿元。

2018年一季度，公司“11宝城投债”到期兑付，该期债券纳入政府一类债务，公司获得政府债务置换资金7.50亿元（剩余部分本金已于此前置换）；法门旅游获得政府0.12亿元注资。

总体来看，作为宝鸡市主要的基础设施建设主体，宝鸡市政府给予公司支持的稳定性较强。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良信贷记录，未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告》（银行版，机构信用代码：G1061030300130180E），截至2018年5月18日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清贷款中有11笔被列入关注类，根据国开行出具说明，该11笔关注类贷款为国家开发银行陕西省分行根据内部分类要求划分，上述贷款均已正常偿还，未发生逾期。

截至2018年6月14日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司营业收入持续增长，收入仍主要来自于来自供热、供水、公交等公用事业类服务和房屋销售业务，综合毛利率有所提升。

2017年，公司实现营业收入16.95亿元，同比增长8.38%，主要系供热收入增加。从收入构成看，供热收入受集中供热用户数量增加影响占比提升至52.03%，房屋销售占比降至17.70%，供水及公共交通板块收入占比相对稳定。2017年公司综合毛利率为12.62%，增长主要受毛利率较高的供热板块收入占比提升影响。

2018年一季度，公司实现营业收入3.17亿元，相当于2017年全年的18.70%，供热板块受成本集中发生在一季度影响，毛利率降至-26.35%，公司综合毛利率-25.06%。

表 4　公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年度			2017 年度			2018 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
供热	5.90	37.72	24.84	8.82	52.03	28.99	1.99	62.73	-26.35
供水	1.42	9.10	17.69	1.72	10.12	22.65	0.47	14.71	39.36
公共交通	1.93	12.37	-37.39	1.93	11.38	-58.17	0.53	16.84	-22.48
房屋销售	5.56	35.52	0.73	3.00	17.70	-1.07	--	--	--
其他	0.83	5.29	60.88	1.49	8.77	23.34	0.18	5.71	-184.55
合计	**15.64**	**100.00**	**9.83**	**16.95**	**100.00**	**12.62**	**3.17**	**100.00**	**-25.06**

注：2017 年供热板块收入含热力公司下属子公司众翔房地产开发海棠花园项目销售收入 1.44 亿元，房屋销售板块中未包含该项收入。
资料来源：公司审计报告、公司提供

跟踪期内，受益于环保监管趋严，宝鸡市城区各单位加速拆除自有热源，纳入集中供热，公司供热收入呈明显增长。

公司的供热业务由宝鸡市热力有限责任公司（以下简称“热力公司”）负责，公司持有其 100%股权。热力公司主要职能是负责宝鸡市城市集中供热的规划建设和冬季供热、夏季制冷、生活热水供应及发电，在宝鸡市市区范围内具有业务专营优势。

截至 2018 年 3 月底，热力公司已拥有主热源 4 处，管网总长 327.5 公里，实现供热面积 2256 万平方米。服务对象超过 350 余家机关、企事业单位，20 余万户家庭、60 多万居民。

表5　热力公司经营指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
热源数量（个）	4	4	4
换热站数量（个）	114	114	114
供热管网长度（公里）	327.5	327.5	327.5
入网面积（万平方米）	2206	2256	2256
供热面积（万平方米）	2206	2256	2256
发电量（万千瓦小时）	2268	1970.48	1046.08

资料来源：公司提供

供热收入是热力公司稳定且持续增长的收入来源，2017 年热力公司实现供热收入 7.38 亿元（扣除子公司房地产销售收入），同比增长 25.11%，收入增长较快，系随着环保监管政策趋紧，宝鸡市城区各单位原有自备热源加速拆除，纳入集中供热用户数量增加所致；供热业务毛利率由 2016 年的 24.84%上涨至 33.02%，主要系收入提升较快，折旧摊销成本相对固定所致。

随着抄表到户改造工作的逐步推进，自来水公司阶梯水价政策覆盖用户数量大幅增长，公司供水收入及毛利率随之增加。

公司水务业务分为自来水供应和中水处理两部分。自来水供应业务由全资子公司宝鸡市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）投资控股（2015 年开始持股 51%）的宝鸡创威水务有限责任公司负责，经营范围包括宝鸡市城区渭滨区、金台区和高新区；公司污水处理及中水销售业务由全资子公司宝鸡市中水水务有限公司（以下简称“中水水务”）承接，在除高新区外的宝鸡市城区范围内具有一定专营优势。

2017 年，公司实现供水收入 1.72 亿元，同比增长 21.13%，毛利率为 22.65%，较上年增长 4.96 个百分点。2016 年 4 月以来，宝鸡市水价未发生调整；收入增长主要系随着抄表到户工作的逐步推进，2017 年底用户数量同比大幅增长 39%，水价计征更为精确所致。

表 6　自来水公司经营指标

项　目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
下属水厂数量（个）	3	3	3
平均日制水量（万立方米）	13.58	13.59	14.60
售水量（万立方米）	4238	4292	1109
管网压力合格率平均值（%）	99.70	99.70	99.80
管网水质综合合格率（平均值，%）	100.00	100.00	100.00
管网长度（公里）	795.00	893.40	895.06
自来水用户数量（户）	67502	93864	104230

资料来源：公司提供

2017 年，中水水务生产中水能力为 12 万吨/日，全年完成中水销售 590.55 万立方米，实现销售收入 563.97 万元，主要用户为大唐宝鸡热电厂、宝鸡市金信安水务有限公司、宝鸡市政府机关事务局、园林绿化局、房地产公司等。

受车辆购置成本及人工成本上涨影响，公司公共交通业务亏损较重，政府持续给予补贴支持。

公司城市交通业务由全资子公司宝鸡市公共交通有限责任公司（以下简称“公交公司”）经营。截至 2018 年 3 月底，公交公司共拥有场站 4 座，营运车辆 1083 台；营运线路 53 条、线路总长 707.7 公里，日均客运量 66.87 万人次。公交公司根据政府政策，针对老人、在伍军人、学生给予较高的乘车优惠，为此财政近年来持续给予公司一定的资金补贴，2017 年，公司获得城市公共交通政策补贴 6229.74 万元，较上年略有下降。

表7　公交公司经营指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
公交线路（条）	53	53	53
总运营长度（公里）	702.8	707.7	707.7
票款收入（万元）	18912.5	18431.38	4773.87
补贴收入（万元）	6844.22	6229.74	--
发放市政公交卡总数（万张）	11.64	11.88	3.16
运营车辆（辆）	1097	1090	1083
客运量（万人次/日）	64.93	64.95	66.87

注：表 4 中公共交通收入含公共自行车租赁等收入，与本表票款收入有差异。
资料来源：公司提供

2017 年和 2018 年一季度，公司公共交通业务分别实现营业收入 1.93 亿元和 0.53 亿元，毛利率为-58.17%和-22.48%，毛利率持续为负，主要系运营车辆购置成本增加及人工成本上涨、公益性支出逐年增大等所致。

公司房屋销售板块以棚改房屋销售为主，利润率较低；该板块目前存量房源较小，预计未来收入规模将下降；跟踪期间，公司基础设施建设尚未确认收入，未来主要以土地出让收益对基建投入进行平衡。

公司基础设施建设运营及房屋销售主体包括宝鸡市旧城改造建设投资有限责任公司（以下简称“旧城改造公司”）、宝鸡市新城投资建设开发有限公司（以下简称“新城投资公司”）和集团本部。旧城改造公司负责老城区旧城改造和安置房建设，新城投资公司主要负责南客站片区基础设施建设和明星佳苑棚户区改造项目，公司本部目前主要负责代家湾片区旧城改造、宝鸡市地下综合管廊等项目的投资。

2017 年，公司实现房屋销售收入 4.42 亿元，收入主要来自于本部代家湾旧改安置房项目和热力公司子公司众翔房地产开发海棠花园项目的房屋销售，毛利率偏低，系占比较高的安置房项目由政府指导定价，售价较低所致。2018 年一季度，公司房屋销售业务持续推进，但尚未确认收入。

表 8　公司房屋销售项目及确认收入情况（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年
东仁堡项目	54387.57	--
海棠花园	1163.58	14394.21
代家湾项目	--	29814.27
合计	**55551.15**	**44208.48**

资料来源：公司提供

目前，公司房屋销售板块主要在售项目包括东仁新城（项目总投资 20 亿元，安置房部分已销售完毕，剩余 478 套商品房待售，预计于 2020 年前销售完毕）、代家湾棚改（整体销售进度 85%，预计未来尚可形成 0.40 亿元收入）及新城投资公司承接的宝鸡市卷烟厂团购房项目（预收房款 0.43 亿元）。公司房屋销售板块暂无其他拟建项目，目前存量项目在售规模较小，预计未来收入规模将趋于下降。

基础设施建设方面，新城投资公司以宝鸡南客站建设为契机，按照“统一规划、整体开发、配套建设”的总体思路对南客站片区 15 平方公里实施综合开发建设，预计项目总投资超过 45 亿元。截至 2017 年底，新城投资公司已投资项目包括明星佳苑棚户区改造项目、东星村棚户

区改造、站前大道、高新四路及站前广场等。目前相关业务尚未形成收入，新城投资公司对该区域内的投资支出主要依靠外部融资、政府专项拨款及补助收入平衡。未来部分土地出让收入、委托开发收益与住宅底商出售收入也将对公司支出起到平衡作用。

公司本部主要负责投资的项目包括代家湾片区旧城改造项目、宝鸡市蟠龙新区综合开发建设项目（一期）工程、宝鸡市地下综合管廊项目（一期）工程等。上述项目资金来源主要为银行贷款、发行债券以及政府补助。公司作为甲方与承建主体签订建设合同，分期支付工程款；政府将部分土地整理收入及配套建设费返还给公司用于平衡资金。

其他收入对公司整体业务形成一定补充。

除了上述主要业务收入以外，公司还承揽了天然气销售、公交广告、融资及委托贷款等其他类业务，公司其他业务收入占比较小，对公司业务收入形成一定补充，2017 年和 2018 年一季度，公司其它业务收入分别为 1.49 亿元和 0.30 亿元。

公司在建项目未来两年投资规模较大，面临一定融资压力。

公司作为宝鸡市城市基础设施项目建设和国有资产运营主体，承担的供热、供水和基础设施建设项目较多，主要在建项目总投资124.32亿元，截至2017年底已投资77.53亿元（体现在“存货”和“在建工程”科目），后续投资主要集中在2018~2019年，每年约需投入20余亿元，资金主要来源于自筹，公司未来融资压力较大。

表9　截至2017年底公司主要在建项目（单位：万元）

板块	项目	总投资	已投资	计划投资额		
				2018 年	2019 年	2020 年
供热	金河尚居五星村保障性住房小区外配套集中供热工程	2084.00	2084.00	--	--	--
	龙山雅居安置保障房集中供热工程配套供热管网	3551.77	2264.00	1287.77		
	小计	5635.77	4348.00	1287.77	--	--
供水	宝鸡市污泥集中处置项目	8765.00	2829.00	5536.00	400.00	--
	东高新区中水配水管网工程	5928.00	197.50	21.50	--	--
	小计	14693.00	3026.50	5557.50	400.00	--
基础设施建设	南客站片区项目建设	327264.00	67800.00	121764.00	120000.00	17700.00
	宝鸡市蟠龙新区综合开发建设项目（一期）	183100.00	182600.00	500.00	--	--
	代家湾片区旧城改造项目	104676.00	104676.00	--	--	--
	明星佳苑棚户区改造项目	80205.00	70205.00	10000.00	--	--
	东仁新城	200000.00	197000.00	3000.00	--	--
	宝鸡市地下综合管廊项目（一期）	300000.00	143100.00	100000.00	56900.00	--
	宝鸡市金台区立体停车场项目	10200.00	2000.00	3200.00	5000.00	--
	文化路棚户区改造项目	17400.00	500.00	16900.00	--	--
	小计	1222845.00	767881.00	255364.00	181900.00	17700.00
合计		**1243173.77**	**775255.50**	**262209.27**	**182300.00**	**17700.00**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2016~2017 年度财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016 年度财务报告进行审计，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017 年度财务报告进行审计，上述两家事务所均出具了标准无保留意见审计结论。公司 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

截至 2017 年底，公司拥有 13 家纳入合并报表范围的子公司，跟踪期内，公司将持有的宝鸡市城投实业有限公司的股权全部转让给宝鸡市渭滨区房屋综合开发公司，宝鸡市城投实

业有限公司不再纳入合并范围。2018 年 1~3 月，公司合并报表范围未发生变化。跟踪期间减少的 1 家子公司资产及收入规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长；资产中存货、其他应收款和委托贷款占比大，资金占用情况加重，公司受限资产规模较大，资产质量一般。

截至2017年底，公司资产总额487.62亿元，同比增长36.29%，主要系其他应收款和存货增长较快所致。公司资产中流动资产占62.74%，资产仍以流动资产为主。

表 10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	48.98	18.08	52.85	14.77	65.31	13.39	61.34	12.57
其他应收款	36.96	13.64	48.10	13.44	105.12	21.56	111.56	22.86
存货	61.94	22.87	76.52	21.39	101.46	20.81	103.79	21.27
流动资产合计	**162.34**	**59.93**	**204.47**	**57.15**	**305.92**	**62.74**	**305.25**	**62.56**
持有至到期投资	17.55	6.48	55.00	15.37	68.54	14.06	68.43	14.03
固定资产	57.81	21.34	59.32	16.58	58.90	12.08	58.60	12.01
在建工程	18.11	6.68	20.74	5.80	28.03	5.75	29.98	6.14
非流动资产合计	**108.57**	**40.07**	**153.30**	**42.85**	**181.70**	**37.26**	**182.66**	**37.44**
资产总计	**270.91**	**100.00**	**357.77**	**100.00**	**487.62**	**100.00**	**487.91**	**100.00**

资料来源：根据公司年报及季报整理

2017 年底，公司流动资产 305.92 亿元，同比增长 49.62%。公司货币资金 65.31 亿元，同比增长 12.46 亿元，其中受限比例 5.29%；公司其他应收款 105.12 亿元，同比大幅增加 57.02 亿元，主要系与相关单位的工程代建款、拆借款增加所致，前五名欠款单位情况见表 11；公司存货 101.46 亿元，同比增长 32.59%，主要系棚改及基建项目投入的开发成本增长所致；公司其他流动资产 17.77 亿元，同比增长 127.48%，主要系购买理财产品。

表 11　截至 2017 年底其他应收款前五名欠款单位情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	款项性质	占比
宝鸡保障性住房建设工程有限公司	18.49	工程代建款	17.16
宝鸡市火车南客站片区拆迁安置建设指挥部	18.20	工程建设借款	16.90
宝鸡吉利汽车有限公司	17.24	借款	16.01
宝鸡市金科建设有限责任公司	4.54	棚户区改造借款	4.22
宝鸡高新技术产业开发总公司	4.25	借款	3.94
合 计	**62.71**	**--**	**58.22**

资料来源：公司提供

2017年底，公司非流动资产181.70亿元，同比增长18.52%，主要系持有至到期投资（委托借款）增长所致。公司持有至到期投资68.54亿元，同比增长24.62%，主要系发放给宝鸡市各公用事业单位的长期委托贷款由2016年底的51.40亿元增加至63.04亿元（资金来源为国开行及各商业银行）；公司委托贷款主要用于宝鸡市区及县区范围内棚户区改造项目，相关资金分年度纳入各级政府财政预算，资金偿还相对较有保障，但委贷规模过大。公司可供出售金融资产10.02亿，同比增长117.95%，主要系购买理财及信托基金产品所致。公司固定资产58.90亿元，主要包括17.18亿元房屋建筑物、28.49亿元冯家山水库（该水库由冯家山水库管理局代为经营，经协议由宝鸡市财政局代冯家山水库管理局每年向公司支付0.40亿元收益）、6.39亿元路桥基础设施和6.07亿元管网设施；公司在建工程28.03亿元，同比增长35.16%，主要系对路桥基础设施、热力管网设施的投入持续增加。

公司受限资产合计60.60亿元，包括3.11亿货币资金、固定资产中3.05亿供水设备、在建工程中10.10亿路桥基础设施、存货中18.64亿土地使用权和25.70亿建设项目应收款或收益权，资产受限比例12.43%。

2018年3月底，公司资产总额487.91亿元，较2017年底变动不大。

跟踪期内，公司资产增长主要来自于项目投入、拆借款和委托贷款；公司资产受限规模较大，委托贷款规模增长较快，整体看公司资产流动性弱，资产质量一般。

表12　公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	10.79	3.98	10.97	3.07	11.20	2.30	11.74	2.41
其他应付款	14.68	5.42	18.80	5.25	1.58	0.32	6.61	1.36
流动负债	**37.82**	**13.96**	**55.79**	**15.59**	**28.91**	**5.93**	**34.66**	**7.10**
长期借款	72.04	26.59	120.76	33.75	214.64	44.02	218.47	44.78
应付债券	32.29	11.92	39.91	11.15	58.78	12.05	48.76	9.99
专项应付款	11.85	4.38	14.74	4.12	59.27	12.16	60.51	12.40
非流动负债	**122.72**	**45.30**	**182.30**	**50.95**	**339.03**	**69.53**	**335.95**	**68.85**
负债合计	**160.54**	**59.26**	**238.09**	**66.55**	**367.94**	**75.46**	**370.60**	**75.96**
实收资本	13.00	4.80	13.00	3.63	13.00	2.67	13.00	2.66
资本公积	81.89	30.23	82.09	22.94	85.02	17.44	85.14	17.45
所有者权益合计	**110.37**	**40.74**	**119.68**	**33.45**	**119.67**	**24.54**	**117.30**	**24.04**
负债及所有者权益合计	**270.91**	**100.00**	**357.77**	**100.00**	**487.62**	**100.00**	**487.91**	**100.00**

资料来源：根据公司年报及季报整理

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模及结构变化不大；随着棚改转贷规模及项目投资力度的加大，公司有息债务规模快速增长，债务负担进一步加重。

2017 年底，公司所有者权益 119.67 亿元，资本公积、实收资本和未分配利润分别占 71.04%、10.86%和 9.22%，资本公积同比增长 2.93 亿元主要系政府债务置换转增及子公司获得注资所致，未分配利润变化系对前任会计师事务所差错进行调整所致。2018 年 3 月底，所有者权益规模及结构变化不大。

2017 年底，公司负债总额 367.94 亿元，同比快速增长 54.54%，系在棚改及基建项目投资需求带动下，长期借款和专项应付款快速增长所致。

2017年底，公司流动负债28.91亿元，同比下降48.18%，主要受短期借款及其他应付款收缩影响；公司其他应付款1.58亿元，同比下降17.22亿元，系相关款项结算所致；公司预收款项11.20亿元，主要为预收采暖费及房款，同比变化不大；一年内到期的非流动负债5.04亿元，包括“12宝城投债/PR宝投资”分期本金2.50亿元。

公司非流动负债339.03亿元，同比大幅增加156.73亿元。公司长期借款214.64亿元（信用借款、质押借款、保证借款分别占42.83%、42.65%和13.08%），同比增加93.88亿元；长期借款中121.02亿元来自于国家开发银行（借款期限10~25年，年利率4%左右），公司目前为国开行指定的宝鸡市棚改资金委托贷款统一转贷平台。公司应付债券58.78亿元，同比增长18.87亿元，公司于年内发行规模8亿元“17宝城投/17宝城投债”、10亿元“17宝投资”、6亿元“17宝城投MTN001”，同时兑付“12宝城投债/PR宝投资”分期本金2.50亿元。公司专项应付款同比大幅增加至59.27亿元，主要系审计调整所致。

2017 年底，公司全部债务 281.26 亿元，同

比增长 57.64%，主要系项目投资、转贷及拆借需求提升，带动长期借款及应付债券增长所致；公司长期债务占 97.21%，与公司项目投资期限相匹配。受债务规模扩张影响，2017 年底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所增长，分别为 75.46%、69.56%和 70.15%，同比分别上升 8.91、12.25 和 10.30 个百分点，整体看债务负担进重。2018 年 3 月底，公司债务规模及相关指标变化不大。总体看，跟踪期内，公司有息债务规模保持快速增长，债务负担进一步加重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入持续增长，营业利润率较为稳定；公司业务公益属性较强，盈利能力弱，利润总额对政府补贴有一定依赖。

公司的营业收入主要来自供热、供水、公交等公用事业类服务和房屋销售业务，2017 年，公司营业收入为 16.95 亿元，同比增长 8.38%，主要系供热收入增加所致；同期，公司营业成本增长 5.03%。公司营业利润率 8.11%，较上年相对稳定。

2017 年，公司期间费用 3.65 亿元，其中管理费用 2.17 亿元，财务费用 1.14 亿元，公司期间费用率 21.56%，对利润侵蚀较为严重。公司取得投资收益 0.88 亿元，包括 0.44 亿元理财产品收益及 0.33 亿元宝鸡中燃城市燃气发展公司投资收益，对利润形成一定补充。

政府补助是公司利润的重要来源，2017 年，公司获得政府补助收入 3.60 亿元，同比下降 10.81%。公司补贴收入主要为热力管网设施配套补助（2.42 亿元）、城市公共交通政策补贴（0.65 亿元）、城市基础设施建设财政补贴（0.34 亿元）等。2017 年公司利润总额为 1.65 亿元，公司利润总额对政府补贴依赖较大。

从盈利指标来看，受净利润下滑影响，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2017 年分别为 0.95%和 0.81%。整体看，公司盈利能力弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.17 亿元，相当于 2017 年全年的 18.70%，营业利润率-27.94%；利润总额-1.20 亿元。

跟踪期内，公司主营业务盈利能力并未得到改善，公司利润总额对政府补助依赖大。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金净流量持续呈流出状态。为平衡项目投资及棚改转贷需求，公司筹资活动现金净流量仍保持较大规模。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助、利息收入以及支付相关单位的暂付款项等。2017年，公司经营活动现金流入27.24亿元，受经营收入增长影响同比略有增加，公司现金收入比100.49%，收入实现质量较好；同期，公司支付的暂付款项增长较快，经营活动现金流出27.35亿元。近年公司经营活动一直保持呈净流出状态，2017年经营活动现金流净额-19.73亿元。

2017 年，公司其他与投资活动有关的现金流主要为购买及收回理财产品，投资支付现金主要为转贷款项，2017 年公司投资活动现金出 60.35 亿元，包括转贷、购买理财及在建项目投资，投资活动现金流入 3.55 亿元，同比大幅收缩系当年理财产品到期规模较小所致。公司投资活动现金净流出-56.80 亿元，系转贷及购买理财支付资金规模较大所致。

为平衡自身项目投资需求及棚改转贷需求，公司筹资仍保持较大力度。2017年通过银行借款、发行债券等债务筹资方式获得现金110.98亿元，偿还债务及利息支付26.79亿元。公司筹资活动现金净流量88.98亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动主要以项目投入及往来款支付为主，经营活动现金净流量-12.33 亿元，现金收入比为 119.69%；公司投资活动主要为理财产品回收及在建项目投入，投资活动净流量 5.71 亿元；公司筹资活动为取得银行借款和偿还债务本息，筹资活动现金流量净额 2.65 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产较为充裕且融资渠道通畅，短期偿付能力强；公司长期偿债能力弱，考虑到股东给予的有力支持，公司总体偿债能力尚可。

从短期偿债能力指标看，受其他应收款、存货增长及流动负债规模下降影响，2017年公司的流动比率和速动比率快速上升至1058.01%和707.10%。2018年3月底，上述指标下降至880.80%和581.32%。2017年公司经营现金流净额为-19.73亿元，对流动负债无保障能力。考虑到公司较为充裕的现金类资产，以及短期债务规模相对较小，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看，公司EBITDA上升至7.13亿元；同期有息债务规模仍保持快速增长，全部债务/EBITDA倍数由2016年的27.75倍上升至39.42倍，公司长期偿债能力弱。考虑到股东给予的有力支持，公司总体偿债能力尚可。

截至2017年底，公司获得银行授信额度合计360.95亿元，已使用额度215.71亿元，间接融资渠道较为畅通。

公司对外担保比率高，存在一定或有债务风险。

截至2018年3月底，公司对外担保余额合计69.63亿元，担保比率为59.36%。公司对外担保对象主要为宝鸡市蟠龙新区开发建设有限公司（22.10亿元）、宝鸡高新技术产业开发总公司（12.40亿元）、宝鸡市交通建设投资有限公司（6.56亿元）等国有控股企业及当地大型民营企业东岭集团股份有限公司（为其发行的10亿元企业债“15陕东岭/15陕西东岭债”提供担保），目前上述公司经营正常，但公司对外担保规模大且集中度高，存在或有债务风险。

九、存续期内债券偿债能力

截至2018年3月底，公司存续债券余额51.50亿元，需于一年内偿付分期本金2.50亿元，存续债券短期偿债压力小，未来待偿债券本金峰值规模较大，可能面临一定的集中偿付压力。

截至2017年底，公司需于一年内偿付债券分期本金2.50亿，2022年将达到存续债券待偿本金峰值17.60亿元。2017年底，公司现金类资产65.33亿元；2017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27.24亿元、-19.73亿元和7.13亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017年
一年内到期债券余额	2.50
未来待偿债券本金峰值	17.60
现金类资产/一年内到期债券余额	26.13
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.55
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.12
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.41

资料来源：联合资信整理

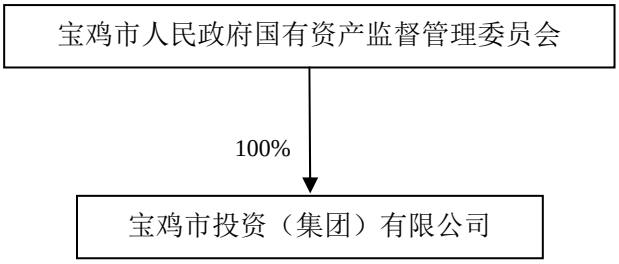
整体看，公司存续债券短期偿债压力小，但存续债券于2022年到期规模较大，存在一定集中偿付压力。

此外，“17宝城投债/17宝城投”由中债信用增进投资股份有限公司提供不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评估，中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，增强了“17宝城投债/17宝城投”本息偿还的安全性。

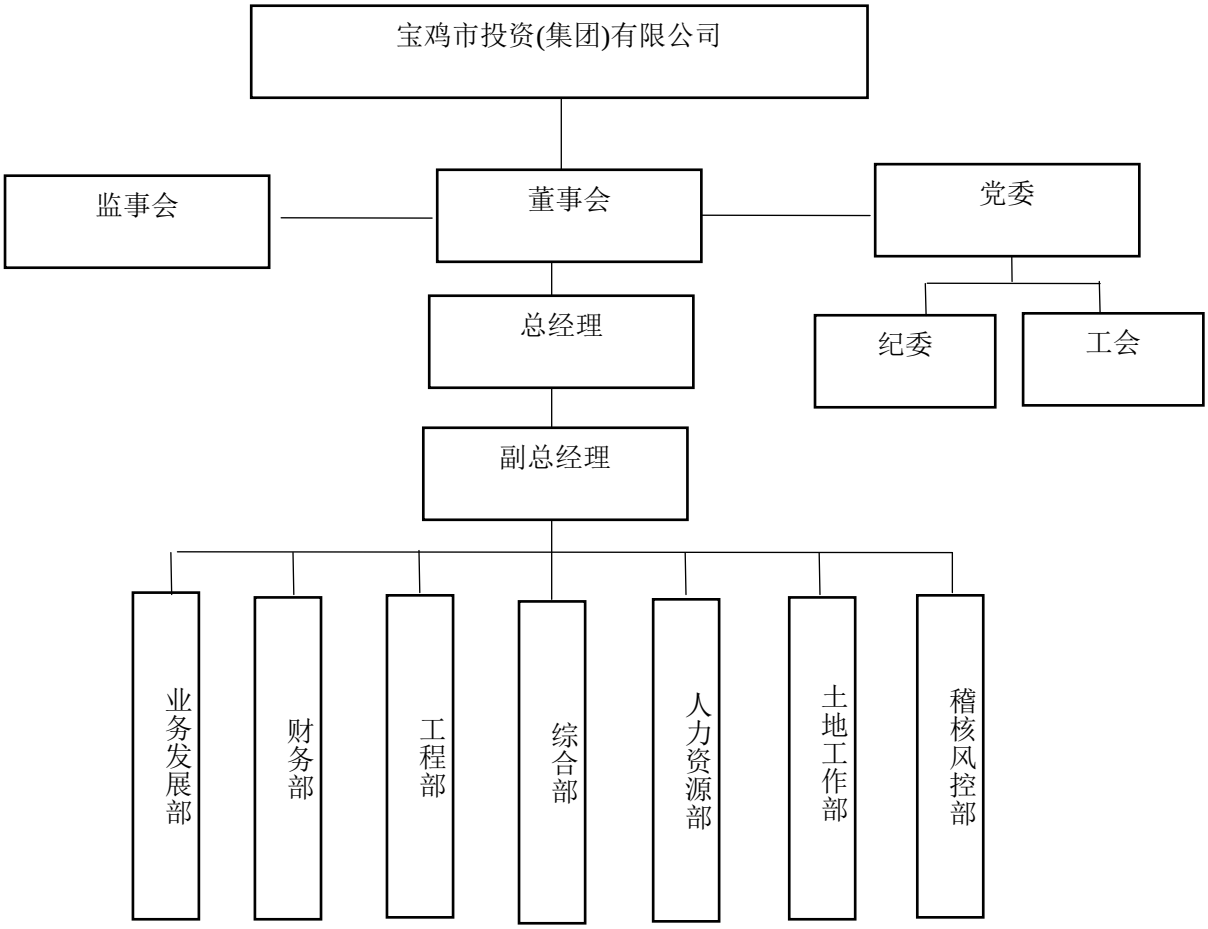
十、结论

综合评估，联合资信确定维持宝鸡投资主体长期信用等级为 AA；维持“12 宝城投债/PR宝投资”和“17 宝城投 MTN001”的信用等级为AA，维持“17 宝城投债/17 宝城投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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　截至 2017 年底公司子公司情况

序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	经营范围
1	宝鸡市热力有限责任公司	10997.80	100.00	集中供热项目的开发、经营
2	宝鸡市城市建设投资开发有限公司	6000.00	100.00	城市建设开发投资
3	宝鸡市法门旅游开发建设有限公司	7010.00	100.00	旅游项目的开发、建设
4	宝鸡市旧城改造建设投资有限责任公司	2913.30	100.00	旧城拆迁、房地产开发
5	宝鸡市自来水有限责任公司	5000.00	100.00	自来水的生产、销售
6	宝鸡市中水水务有限公司	11206.50	100.00	污水处理及再生利用；管网建设施工
7	宝鸡市天然气有限责任公司	14800.00	100.00	天然气的供应
8	宝鸡市公共交通有限责任公司	7000.00	100.00	汽车的运输、租赁
9	宝鸡市环卫建设有限公司	618.00	100.00	环卫实施的开发、建设经营
10	宝鸡市公共停车建设管理有限公司	100.00	100.00	停车场（库）投资、建设、运营
11	宝鸡市新城投资建设开发有限公司	36000.00	66.67	城市建设及基础设施投资；房地产开发、物业管理
12	宝鸡市金融控股有限公司	10000.00	54.45	资本运作及资产管理，股权投资及管理
13	宝鸡市城投资产管理有限公司	200.00	100.00	资产管理；物业管理

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	48.98	54.70	65.33	61.38
资产总额(亿元)	270.91	357.77	487.62	487.91
所有者权益(亿元)	110.37	119.68	119.67	117.30
短期债务(亿元)	7.05	17.75	7.84	9.83
长期债务(亿元)	104.33	160.67	273.42	267.23
全部债务(亿元)	111.38	178.42	281.26	277.06
营业收入(亿元)	10.02	15.64	16.95	3.17
利润总额(亿元)	1.02	1.45	1.65	-1.20
EBITDA(亿元)	5.57	6.43	7.13	--
经营性净现金流(亿元)	-17.15	-21.20	-19.73	-12.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.67	8.93	12.46	2.78
存货周转次数(次)	0.15	0.20	0.17	0.04
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.04	0.01
现金收入比(%)	131.04	99.70	100.49	119.69
营业利润率(%)	11.92	8.80	8.11	-27.94
总资本收益率(%)	1.43	1.31	0.95	0.04
净资产收益率(%)	0.98	1.31	0.81	-1.04
长期债务资本化比率(%)	48.59	57.31	69.56	69.49
全部债务资本化比率(%)	50.23	59.85	70.15	70.25
资产负债率(%)	59.26	66.55	75.46	75.96
流动比率(%)	429.25	366.48	1058.01	880.80
速动比率(%)	265.47	229.32	707.10	581.32
经营现金流动负债比(%)	-45.36	-38.00	-68.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.99	27.75	39.42	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计

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%
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　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 6-3　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。

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，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，固定资产投资缓中趋稳，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。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、业务后续管理制定细则。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项的风险计提。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，公司净利润有所有所下降；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/%

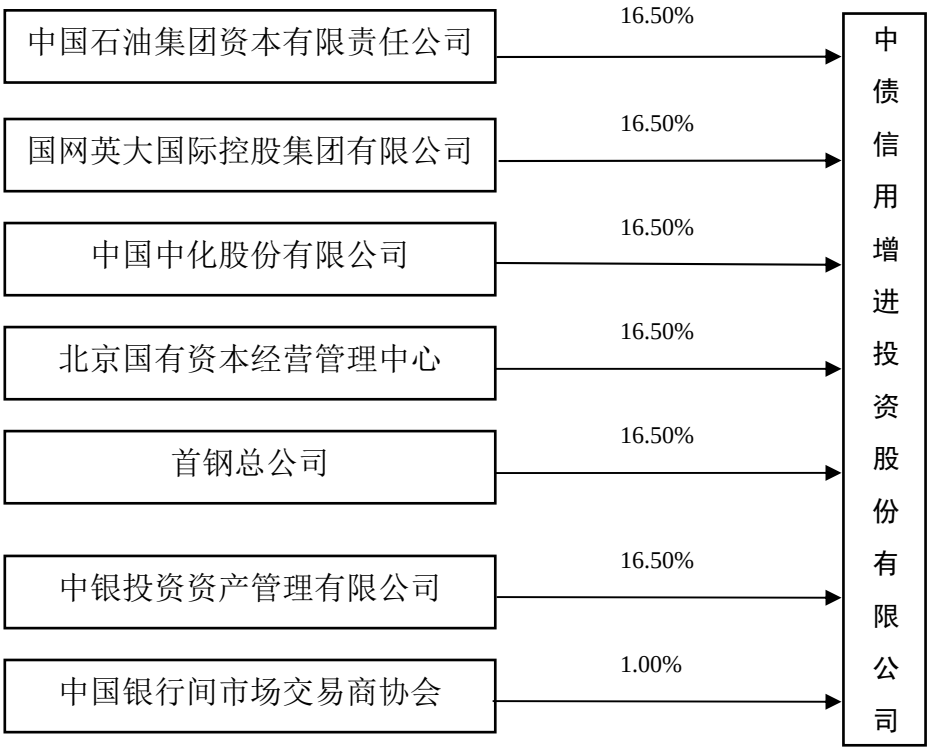
项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
增信余额	918.00	936.10	973.03	941.15
净资产	78.23	77.18	74.84	72.43
净资本	46.41	41.79	48.23	52.86
净资产增信倍数	11.73	12.13	13.00	12.99
净资本增信倍数	19.78	22.40	20.17	17.80
净资本比率	59.33	54.14	64.44	72.98
净资本覆盖率	84.27	74.40	82.61	93.61

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

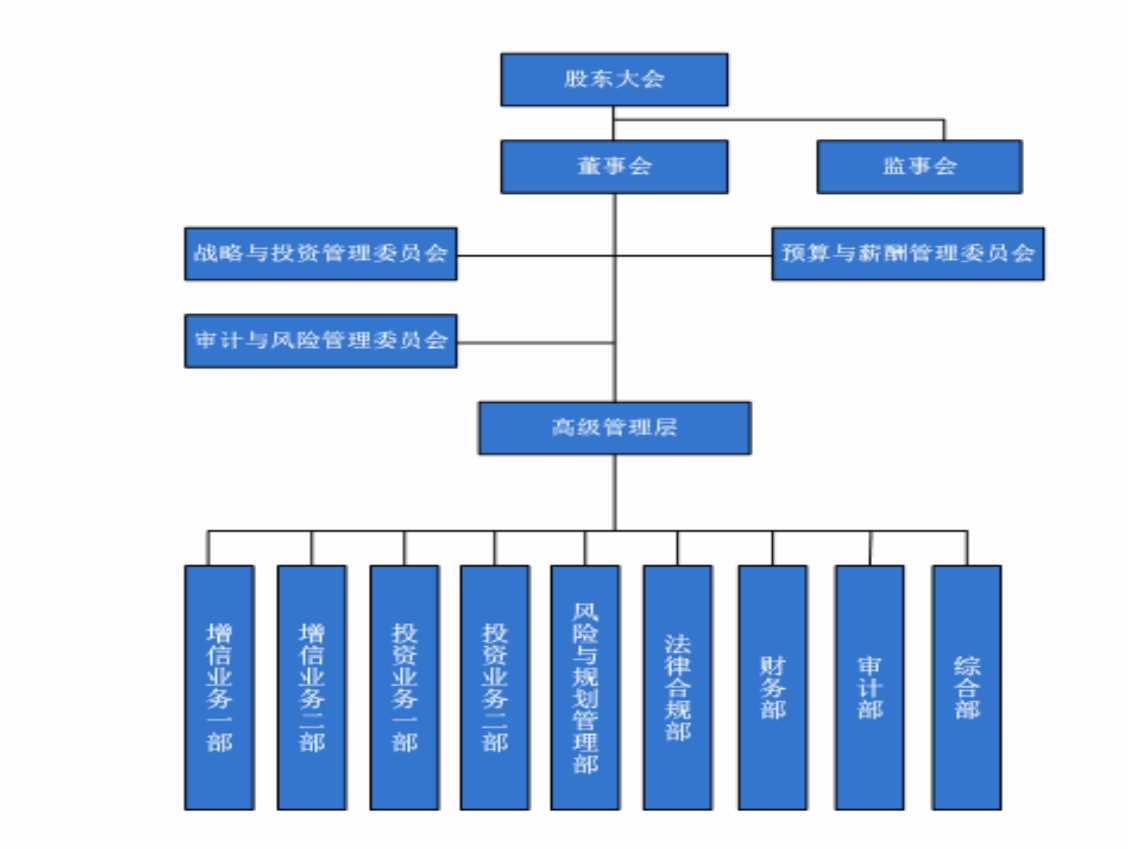
七、评级展望

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


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%
首钢总公司
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
董事会
监事会
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

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	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 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