信用等级公告

联合〔2019〕1647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“17宝城投MTN001”和“18宝城投MTN001”信用等级为AA，维持“17宝城投债/17宝城投” 信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

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
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
18 宝城投 MTN001[1]	6.00 亿元	2021/09/06	--	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 21 日

财务数据:

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	54.70	65.33	54.31	49.79
资产总额(亿元)	357.77	487.62	492.50	500.31
所有者权益(亿元)	119.68	119.67	125.58	124.64
短期债务(亿元)	17.75	7.84	20.91	22.99
长期债务(亿元)	160.67	273.42	245.51	252.18
全部债务(亿元)	178.42	281.26	266.42	275.17
营业收入(亿元)	15.64	16.95	18.22	7.77
利润总额(亿元)	1.45	1.65	1.17	-0.95
EBITDA(亿元)	6.43	7.13	9.06	--
经营性净现金流(亿元)	-21.20	-19.73	6.40	-9.43
应收类款项/资产总额（%）	13.94	21.74	20.36	21.77
营业利润率(%)	8.80	8.11	17.44	25.59
净资产收益率(%)	1.31	0.81	0.89	--
资产负债率(%)	66.55	75.46	74.50	75.09
全部债务资本化比率(%)	59.85	70.15	67.96	68.82
流动比率(%)	366.48	1058.01	396.44	394.31
经营现金流动负债比(%)	-38.00	-68.22	8.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	27.75	39.42	29.41	--

注：2019 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

[1] “18 宝城投 MTN001”存续期为 3+2 年，到期兑付日按首个行权日测算

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，宝鸡市经济实力不断增强，公司持续获得股东大力支持，收入实现质量好。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公司主体长期信用等级为 AA；维持“17 宝城投 MTN001”和“18 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. 跟踪期内，宝鸡市经济和财政实力不断增强，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；公司在建项目规模较大，基础设施业务持续性较强。
2. 作为宝鸡市主要公用事业运营及基础设施建设主体，公司持续在政府补贴、资金拨付、债券置换等方面获得有力的股东支持。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，收入实现质量好；现金类资产较为充裕且融资渠道通畅，短期偿付能力强。

关注

1. 公司业务公益性强，跟踪期内整体收益水平对政府补贴依赖仍大。

2. 跟踪期内，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，资产流动性偏弱，整体质量一般。
3. 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，公司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2019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2019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16家。

截至2018年底，公司资产总额492.50亿元，所有者权益125.58亿元（其中少数股东权益14.24亿元）；2018年，公司实现营业收入18.22亿元，利润总额1.17亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额500.31亿元，所有者权益124.64亿元（其中少数股东权益14.18亿元）；2019年一季度公司实现营业收入7.77亿元，利润总额-0.95亿元。

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2019年3月底，联合资信所评“17宝城投债/17宝城投”、“17宝城投MTN001”和“18宝城投MTN001”尚需偿还债券余额20亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付各期存续债券本息，公司既往付息情况良好。

截至2019年3月底，“17宝城投债/17宝城投”募集资金已使用完毕（其中5亿元已用于宝鸡市南客站片区明星佳苑棚户区改造项目建设，3亿元已补充流动资金）；“17宝城投MTN001”和“18宝城投MTN001”募集资金已全部用于偿还银行借款。宝鸡市南客站片区明星佳苑棚户区改造项目计划总投资8.02亿元，目前已基本完工。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
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
18宝城投MTN001	6.00	6.00	2018/09/06	3+2年
合计	**20.00**	**20.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础

设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。

2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

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

4. 区域经济概况

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。

跟踪期内，宝鸡市整体经济保持较快增长。根据《2018 年宝鸡市国民经济和社会发展统计公报》数据，2018 年宝鸡市实现地区生产总值 2265.16 亿元，比上年增长 7.2%。其中，第一产业增加值 163.39 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 1434.07 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 667.70 亿元，增长 8.2%。三次产业结构比为 7.2：63.3：29.5。按常住人口计算，全市人均生产总值 59988 元。全年全部工业增加值 1063.91 亿元，比上年增长 7.3%，其中规模以上工业增加值增长 7.6%。全年全社会固定资产投资比上年增长 12.1%，全年全市共完成保障性住房和棚户区改造投资 30.4 亿元。截至 2018 年底，全市累计实施各类保障性住房和棚户区改造 26.0139 万套，已竣工 19.129 万套，分配入住 18.4805 万套，入住率 96.6%。

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 2019 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

跟踪期内，宝鸡市财政收入不断增长但自身平衡能力差，对转移支付依赖度高；地方政府债务水平一般；公司持续在政府补贴、资金拨付、债券置换等方面获得有力的外部支持。

政府支持能力方面，2018年，宝鸡市全年财政总收入231.82亿元，同比增长10.6%，完成一般公共预算收入87.76亿元，同比增长8.2%。其中税收收入67.36亿元，占一般公共预算收入比重为76.75%，财政收入质量尚可；实现转移支付和税收返还收入220.2亿元，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58.02亿元，受国有土地使用权出让收入增加影响，同比大幅增长77.6%。2018年，宝鸡市全年完成一般公共预算支出330.28亿元，同比增长9.5%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）为26.57%，财政自身平衡能力差，对转移支付依赖度高。2018年，省财政厅核定宝鸡市政府债务限额232.3亿元（其中一般债务限额180.39亿元、专项债务限额51.91亿元）。2018年底，宝鸡市全市一般债务余额为146.57亿元，政府债务率（一般债务余额/全年财政总收入*100%）为77.81%，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。2018年，公司收到各类补贴收入合计4.79亿元；收到国债转贷资金1.77亿元、专项用途资金和财政等其他拨款共计8.88亿元；收到置换债券款7.54亿元（用于置换2018年3月7日到期兑付的“11宝城投债”）。

总体来看，公司作为宝鸡市供热、供水等公用事业运营及基础设施建设主体，持续获得宝鸡市政府的大力支持。

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2019年5月21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2019年6月10日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司营业收入受新增贷物销售收入及委托贷款等利息收入确认影响有所增长，主要收入构成相对稳定;综合毛利率有所提升。

2018年，公司实现营业收入18.22亿元，同比小幅增加1.27亿元，主要系当年新增合并范围主体及委托贷款等利息收入确认影响所致。公司收入主要来源仍为供热、供水、公共交通和房屋销售业务，收入构成相对稳定。

2018年公司综合毛利率为18.72%，增长主要受收入占比相对较高的房屋销售毛利率大幅提高影响。

2019 年一季度，公司实现营业收入 7.77

亿元，相当于 2018 年全年的 42.65%，综合毛　　利率 26.51%。

表 3　公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年度			2018 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供热	8.82	52.03	28.99	7.01	38.47	29.10
供水	1.72	10.12	22.65	1.67	9.17	26.60
公共交通	1.93	11.38	-58.17	2.12	11.64	-59.25
房屋销售	3.00	17.70	-1.07	3.95	21.68	28.75
其他	1.49	8.77	23.34	3.47	19.05	38.04
合计	**16.95**	**100.00**	**12.62**	**18.22**	**100.00**	**18.72**

注：1. 其他板块收入主要包括天然气销售收入、融资服务及利息收入、工程施工收入、其他货物销售收入、公交广告收入、委托贷款及借款利息收入、自来水供水服务收入等；
2. 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，公司供热收入基本维持稳定；折旧摊销成本相对固定，供热业务毛利率有所下降。

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 2019 年 3 月底，热力公司已拥有主热源 5 处，供热管网总长 341.5 公里，实现供热面积 2356 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4　热力公司经营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
热源数量（个）	4	5	5
换热站数量（个）	114	122	122
供热管网长度（公里）	327.5	341.8	341.8
入网面积（万平方米）	2256	2356	2356
供热面积（万平方米）	2256	2356	2356

资料来源：公司提供

供热收入是热力公司稳定收入来源，2018 年热力公司实现供热收入 7.01 亿元，较上年的 7.38 亿元（扣除子公司房地产销售收入），同比小幅减少 0.37 亿元，系合并报表收入调整影响所致；供热业务毛利率由 2017 年的 33.02%（扣除子公司房地产销售收入）降至 29.10%，主要系收入核算数减少而折旧摊销成本相对固定所致。

跟踪期内，公司供水收入与上年基本持平，毛利率受自来水收入占比增大影响有所提高。

公司水务业务分为自来水供应和中水销售两部分。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。

2018 年，公司实现供水收入 1.67 亿元，与上年基本持平，其中实现自来水销售收入 1.61 亿元；供水业务整体毛利率 26.60%，较上年增长 3.95 个百分点，主要系当期毛利率相对较高的自来水收入占比增大影响。截至 2019 年 3 月底，自来水公司用户数量达 11.05 万户，拥有水厂 3 个，日供水能力 20 万立方米，平均日制水量 12.8 万立方米；2018 年完成售水量 4491 万立方米，同比增长 4.64%，管网漏损率为 13.9%；2019 年 1~3 月售水量 1205 万立方米，相当于 2018 年全年的 26.83%。2016 年 4 月以来，宝鸡市水价未发生调整。

表 5　自来水公司经营指标

项　目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
下属水厂数量（个）	3	3	3
平均日制水量（万立方米）	13.59	12.80	12.80
售水量（万立方米）	4292	4491	1205
管网压力合格率平均值（%）	99.70	99.70	99.70
管网水质综合合格率（平均值，%）	100.00	100.00	100.00
管网长度（公里）	893	891	891
自来水用户数量（户）	93864	110500	110500

资料来源：公司提供

2018 年，中水水务生产中水能力为 12 万吨/日，全年完成中水销售量 599.90 万立方米；当期确认中水销售收入 0.06 亿元。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 2019 年 3 月底，公交公司共拥有场站 4 座，营运车辆 1067 台；营运线路 53 条、线路总长 725.4 公里，日均客运量 63.62 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，2018 年公司获得城市公共交通政策补贴 7955.22 万元，较上年增加 1725.48 万元。

表6　公交公司经营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
公交线路（条）	53	53	53
总运营长度（公里）	707.70	721.00	725.40
票款收入（万元）	18431.38	18741.56	5286.67
补贴收入（万元）	6229.74	7955.22	258.33
发放市政公交卡总数（万张）	11.88	10.17	1.58
运营车辆（辆）	1090	1067	1067
客运量（万人次/日）	64.95	62.74	63.62

注：表 3 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

2018 年，公司公共交通业务实现营业收入 2.12 亿元，毛利率为-59.25%，毛利率持续下滑，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。

跟踪期内，公司房屋销售板块以商品房销售为主，利润率大幅提高；基础设施建设已投资部分尚未确认收入，对公司资金形成较大占用。

跟踪期内，公司基础设施建设运营及房屋销售主体仍为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。

基础设施建设方面，宝鸡市政府每年初统筹安排，向各部门下发建设任务，公司收到代建项目任务后作为甲方与承建主体签订建设合同，负责宝鸡市基础设施项目的建设。在项目完工后，委托方单位根据经审计确认投资额加成一定的管理费用与公司进行结算。公司将在建基础设施项目计入“存货—开发成本”、“存货—库存商品”及“在建工程”核算。项目投资支出主要依靠外部融资、政府专项资金及财政拨款平衡，其中公司将收到的政府专项资金及财政拨款计入“长期应付款”科目，2018 年底公司收到的专项用途资金、财政拨款和其他拨款累计合计 36.86 亿元，其中 2018 年新增 8.89 亿元。截至 2018 年底，公司基础设施建设项目尚未形成收入，部分已投资完成项目（主要为新城投资公司负责的明星佳苑棚户区改造、东星村棚户区改造、站前大道、高新四路及站前广场等，已完成投资共计约 99 亿元）因审计手续未完成而无法确认收入。

公司作为宝鸡市基础设设施建设主体，承担较大规模的基建项目建设，资金支出规模较大，政府专项资金及财政拨款对投资支出的覆

盖有限，投资支出主要依靠公司自筹解决，加重公司债务压力，同时已完工但未确认收入的项目占比较大，对公司资金形成较大占用。联合资信将对公司已完工基础设施项目收入确认及回款情况保持密切关注。

2018年，公司实现房屋销售收入3.95亿元，其中本部代家湾旧改安置房销售收入0.89亿元、热力公司子公司众翔房地产开发的海棠花园商品房销售收入0.17亿元、旧城改造公司开发的东仁新城商品房销售收入2.88亿元；房屋销售毛利率大幅提升至28.75%，主要系2018年房屋销售收入主要来源于盈利能力较强的商品房销售收入，且房屋销售市场需求较好所致。

公司主要在售房屋项目为新城投资公司承接的宝鸡市卷烟厂团购房项目，2018年底已收房款4.91亿元，基本销售完成，但因尚未完成交房手续，公司将预收的房款计入“预收款项”核算。

表7　公司主要房屋销售项目及确认收入情况（万元）

项目	2017年	2018年
东仁新城	--	2.88
海棠花园	1.44	0.17
代家湾项目	2.98	0.89
合计	**4.42**	**3.94**

注：1. 2017年海棠花园销售收入1.44亿元计入供热板块收入；
2. 2018年收入合计数与表3中房屋销售收入之间的差异系单位换算小数四舍五入所致。
资料来源：公司提供

未来公司房屋销售及基础设施建设部分业务将由公司的子公司陕西中宝达产业投资有限公司（以下简称“中宝达公司”）和陕西宝泰达产业投资有限公司（以下简称“宝泰达公司”）承担建设。中宝达公司和宝泰达公司系公司2018年新纳入合并范围的一级子公司，均为投资设立取得。

其中，中宝达公司系公司、中建三局集团有限公司（央企）、东岭集团股份有限公司（民营企业）共同出资设立，于2017年7月5日成立，2018年6月正式运营，注册资本10.00亿元（其中公司持股46%，为第一大股东、实际控制人）。2018年，中宝达公司年末净资产50283.57万元，当期净利润283.57万元。中宝达公司立足宝鸡，布局西安，面向全国，以产业投资运营服务商为发展定位，主要以国家支持的产业（文化教育、医疗健康、养老旅游、环保、新能源、新材料等）为投资方向，以城市配套升级改造、项目开发建设、代建管理、资产运营和服务以及大宗材料贸易为主要业务。公司项目管理中心下设4个项目公司，主要分布在西安、宝鸡、蔡家坡等地开展房地产项目的开发，总投资约68亿元；并已着手开展宝鸡市行政大道东延、宝鸡大剧院2个政府代建项目建设。

宝泰达公司系由公司（出资1.35亿元，占股45%）、陕西泰森房地产开发有限公司（出资1.2亿元，占股40%）、宝鸡市蟠龙新区开发建设有限公司（出资0.45亿元，占股15%）共同出资并于2018年2月成立，注册资本3亿元，公司为其第一大股东、实际控制人。2018年，宝泰达公司年末净资产13306.78万元，当期净利润-343.22万元。宝泰达公司主营范围包括土地的开发、整理；房地产开发、建设；城市配套设施的建设、运营等。近期，宝泰达公司将会在蟠龙新区基础设施建设、棚户区改造等民生工程上加大资本投入；未来公司业务将会涉及土地储备开发、地产开发、环保、新能源、新材料、高科技领域以及农业、医疗、养老等项目的投资。

2018年，中宝达公司和宝泰达公司的并入对公司日常管理、业务经营产生重大影响，二者目前在建和未来拟建的房屋及基础设施项目较为充足，为公司未来收入及利润规模提供了有力支撑，但项目总投资规模较大，预计未来将会加重公司投资压力。

跟踪期内，公司其他收入中货物销售和委托贷款等利息收入大幅增长，对公司整体业务利润做出较大贡献，但该业务的持续性有待关注。

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、工程施工、其他货物销售等其他类业务，其他业务对公司业务收入形成一定补充，2018 年公司实现其它业务收入 3.47 亿元，较上年大幅增加 1.98 亿元，其中其他货物销售收入 1.14 亿元、委托贷款及借款利息收入 1.14 亿元。

跟踪期内，公司其他货物销售收入主要系新增合并主体中宝达公司确认的钢材等大宗材料贸易收入；委托贷款等利息收入系 2018 年公司重新核定委贷及借款确认收入所致。联合资信将对上述收入的持续性保持密切关注。

公司在建项目未来投资规模较大，面临一定融资压力。

截至 2018 年底公司主要在建项目总投资 105.32 亿元，其中供水项目 1.39 亿元，基础设施建设 82.44 亿元（其中宝鸡大剧院建设项目和宝鸡市标准化砂石厂项目分别为中宝达公司和宝泰达公司承担的代建项目，总投资 16.95 亿元）、房屋销售 21.50 亿元（全部为中宝达公司和宝泰达公司承建）；已完成投资 37.34 亿元，未来尚需投资 67.98 亿元，其中 2019~2020 年分别计划投资 30.39 亿元、25.60 亿元和 11.42 亿元。上述主要在建项目资金主要来源于自筹，公司未来融资压力较大。

表8　截至2018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		
				2019 年	2020 年	2021 年
供水	宝鸡市污泥集中处置项目	7943.30	5800.00	2143.30	--	--
	东高新区中水配水管网工程	5928.00	197.50	21.50	--	--
	小计	**13871.30**	**5997.50**	**2164.80**	**--**	**--**
基础设施建设	南客站片区项目建设	327264.00	100000.00	110000.00	100000.00	17264.00
	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	2626.15	3200.00	4373.85	--
	文化路棚户区改造项目	17400.00	13000.00	4400.00	--	--
	宝鸡大剧院建设项目	69500.00	55800.00	13700.00	--	--
	宝鸡市标准化砂石厂项目	100000.00	15000.00	25000.00	30000.00	30000.00
	小计	**824364.00**	**329526.15**	**256300.00**	**191273.85**	**47264.00**
房屋销售	清水湾项目	200000.00	34000.00	40000.00	60000.00	66000.00
	锦业府邸 1#、2#楼及地下车库项目	14957.33	3856.00	5430.71	4766.80	903.82
	小计	**214957.33**	**37856**	**45430.71**	**64766.8**	**66903.82**
合计		**1053192.63**	**373379.65**	**303895.51**	**256040.65**	**114167.82**

资料来源：公司提供

八、财务分析

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

截至 2018 年底，公司拥有 16 家纳入合并报表范围的子公司，跟踪期内，公司新增合并子公司 7 家，其中 3 家一级子公司（宝鸡机场有限责任公司、中宝达公司和宝泰达公司），4 家二级子公司，新增子公司年末净资产合计为 6.56 亿元、当期净利润合计为-75.06 万元，对公司财务数据可比性有一定的影响。

2019 年 1~3 月，公司合并报表范围未发生变化。

表 9　新纳入合并范围一级子公司情况

企业名称	注册资本（亿元）	业务性质	持股比例（%）	取得方式
宝鸡机场有	0.20	国内航线的航空	100.00	投资

限责任公司		客货运输销售代理		设立
陕西中宝达产业投资有限公司	10.00	土地开发、整理；房地产开发、建设	46.00	投资设立
陕西宝泰达产业投资有限公司	3.00	土地开发、整理；项目管理	45.00	投资设立

资料来源：根据公司年报整理

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产保持稳定小幅增长；资产中存货、其他应收款和委托贷款占比大，资金占用较大，资产流动性偏弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额492.50亿元，与上年底基本持平，其中流动资产占60.57%，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	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	65.31	13.39	52.43	10.65	48.11	9.62
其他应收款	105.12	21.56	98.75	20.05	105.36	21.06
存货	101.46	20.81	115.50	23.45	118.42	23.67
流动资产合计	**305.92**	**62.74**	**298.29**	**60.57**	**303.52**	**60.67**
持有至到期投资	68.54	14.06	71.68	14.55	74.74	14.94
固定资产	58.90	12.08	57.93	11.76	57.69	11.53
在建工程	28.03	5.75	33.74	6.85	35.54	7.10
非流动资产合计	**181.70**	**37.26**	**194.21**	**39.43**	**196.79**	**39.33**
资产总计	**487.62**	**100.00**	**492.50**	**100.00**	**500.31**	**100.00**

资料来源：根据公司年报及季报整理

截至 2018 年底，公司流动资产 298.29 亿元，同比小幅减少 7.63 亿元；公司货币资金 52.43 亿元，同比减少 19.72%，其中因质押而受限的存单和保证金共计 2.63 亿元，受限比例 5.02%；公司其他应收款由上年底的 105.12 亿元降至 98.75 亿元，主要系收回部分拆借款所致，前五名欠款单位情况见表 11；公司存货 115.50 亿元，同比增长 13.83%，主要为库存商品增加 13.40 亿元所致，系当年新城投资公司开发完成的部分棚改项目；公司其他流动资产 4.93 亿元，同比大幅减少 12.84 亿元，主要系银行理财产品到期收回本金所致。

表 11　截至 2018 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	21.20	工程代建款	20.58
宝鸡市火车南客站片区拆迁安置建设指挥部	20.52	工程建设借款	19.92
宝鸡吉利汽车有限公司	17.24	借款	16.74
宝鸡市如意茵香文化旅游投资管理有限公司	3.86	往来款	3.75
宝鸡高新技术产业开发总公司	6.60	借款	6.40
合 计	**69.41**	**--**	**67.38**

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司非流动资产194.21亿元，同比小幅增长6.88%，主要系持有至到期投资、在建工程和其他非流动资产增加所致。其中，公司持有至到期投资71.68亿元，主要系发放给宝鸡市各公用事业单位的长期委托贷款（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，但委贷规模大，对公司资金占用较大；公司在建工程由上年底28.03亿元增至33.74亿元，系对路桥基础设施、热力管网设施的投入持续增加；受新增合并主体影响，其他非流动资产由上年底的2.00亿元

增至5.36亿元，系宝泰达公司通过市场“招拍挂”方式预付的土地款。

截至2018年底，公司受限资产合计57.07亿元，包括2.63亿货币资金、34.70亿元建设项目应收账款、存货中18.64亿土地使用权、在建工程中1.10亿元路桥基础设施，资产受限比例11.59%。

截至2019年3月底，公司资产总额500.31亿元，较2018年底变动不大。

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	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	11.20	2.30	12.37	2.51	10.17	2.03
其他应付款	1.58	0.32	31.31	6.36	33.85	6.77
流动负债	**28.91**	**5.93**	**75.24**	**15.28**	**76.97**	**15.38**
长期借款	214.64	44.02	183.81	37.32	184.20	36.82
应付债券	58.78	12.05	61.70	12.53	67.98	13.59
长期应付款	59.27	12.16	37.87	7.69	39.62	7.92
非流动负债	**339.03**	**69.53**	**291.68**	**59.22**	**298.69**	**59.70**
负债合计	**367.94**	**75.46**	**366.92**	**74.50**	**375.67**	**75.09**
实收资本	13.00	2.67	13.00	2.64	13.00	2.60
资本公积	85.02	17.44	86.46	17.56	86.46	17.28
所有者权益合计	**119.67**	**24.54**	**125.58**	**25.50**	**124.64**	**24.91**
负债及所有者权益合计	**487.62**	**100.00**	**492.50**	**100.00**	**500.31**	**100.00**

注：2017年公司审计报表“其他应付款”部分放入“长期应付款”中核算，2018年审计报表进行重新调整，故本文中分析“其他应付款”采用2018年审计期初数26.10亿元，“长期应付款”采用审计报表期初数34.75亿元。

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；债务结构合理，债务规模有所控制，但整体债务规模仍较大。

2018年底，公司所有者权益125.58亿元，其中实收资本13.00亿元、资本公积86.46亿元，权益规模和结构变化不大。2019年3月底，公司所有者权益124.64亿元。

2018年底，公司负债总额366.92亿元，与上年基本持平，其中非流动负债291.68亿元，占负债总额的比重为79.49%。2018年底，公司流动负债由上年底的28.91亿元大幅增至75.24亿元，系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。其中，其他应付款31.31亿元，主要系收到的宝鸡市财政局置换债券款7.54亿元、应付宝鸡市城地下综合管廊有限公司的未结算工程款6.10亿元及与国家开发银行国开发展基金、宝鸡保障性住房建设工程有限公司之间的往来款；一年内到期的非流动负债15.42亿元，全部为一年内到期的长期借款。

2018年底，公司非流动负债291.68亿元，同比减少47.35亿元，主要长期借款和专项应付款减少所致。其中，长期借款183.31亿元，同比减少31.33亿元（一年内到期的长期借款为15.42亿元），主要为质押开发项目应收账款和收益权取得借款99.94亿元和信用借款74.60亿元，长期借款中86.84亿元系国家开发银行保障性住房建设贷款（借款期限10~25年，年利率4%左右），公司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61.70亿元，同比增长2.92亿元，公司于年内发行规模5亿元“18宝鸡投资PPN001”、5亿元“18宝鸡投资PPN002”、6亿元“18宝城投MTN001”和2.06亿元（3000万美元）“海外债”，同时兑付“11宝城投债”本金15亿元；公司长期应付款37.87亿元，其中国债转贷资金1.01亿元、专项用途资金11.19亿元、其他拨款17.14亿元、财政拨款8.53亿元。

2019年3月底，公司负债总额375.67亿元，，总负债以非流动负债为主，占总负债的比重为79.51%。公司负债结构变化较小。

2018 年底，公司全部债务 266.42 亿元，同比减少 14.84 亿元，主要系偿还部分长期借款所致；其中长期债务占 92.15%，较 2017 年底变化较小。受益于债务规模缩减，2018 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下降，分别由上年底的 75.46%、69.56%、70.15%降低为 74.50%、66.16%、67.96%。2019 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，公司有息债务规模有所控制，但整体债务规模仍较大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模和营业利润率有所增长；公司业务公益属性较强，利润总额对政府补贴依赖很强，自身盈利能力仍弱。

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，2018 年，公司营业收入为 18.22 亿元，同比小幅增长 7.49%，主要系合并范围增加及新增确认委托贷款利息收入；2018 年公司营业利润率为 17.44%，增长主要受收入占比相对较高的房屋销售业务毛利率提高影响。

2018 年，公司期间费用 6.24 亿元，同比大幅增加 2.69 亿元，其中财务费用中利息支出增加 2.41 亿元，主要系跟踪期内公司将利息支出全部费用化所致；公司期间费用率由上年的 21.56%提升至 34.21%，期间费用对利润空间侵蚀较为严重。

2018 年，公司实现利润总额 1.17 亿元，收到计入“其他收益”的政府补贴收入 2.47 亿元，公司自身经营获利能力较差，利润获取对政府补贴依赖很强。跟踪期内，公司将与宝鸡市蟠龙新区管委会之间产生的债务重组利得计入“营业外收入”的其他利得收入 2.60 亿元；取得投资收益 0.94 亿元（0.54 亿元系银行理财产品收益、0.36 亿元系宝鸡中燃城市燃气发展公司投资收益），对公司利润做出有益补充，但其可持续性弱；资产减值损失受应收款项规模增大计提坏账准备增加影响而增至 1.72 亿元，对公司利润形成一定的侵蚀。

从盈利指标来看，得益于跟踪期公司净利润增长及债务规模控制影响，公司总资本收益率和净资产收益率均呈上升趋势，2018 年分别为 1.65%和 0.89%。整体看，公司盈利能力弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.77 亿元，相当于 2018 年全年的 42.65%，营业利润率 25.59%，实现利润总额-0.95 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，当期呈现净流入状态，收入实现质量好；投资活动现金净流出规模同比有所缩减；因筹资力度减弱，当期筹资活动现金净额为净流出。

2018年，公司经营活动现金净额由上年的-19.73亿元大幅提高至6.40亿元，主要系当期经营收现规模增大、营业利润率大幅提高、政府补助及财政拨款和债务置换规模增加及拆借款净流入所致。公司现金收入比为121.84%，收入实现质量好。

2018 年，公司投资活动现金流入 17.22 亿元，主要系收回到期银行理财产品；投资活动现金流出 31.93 亿元，主要系转贷、购买理财及在建项目投资支出。跟踪期内，受益于银行理财到期大幅收回及新增委贷规模减少，2018 年公司投资活动现金净流出由上年的 56.80 亿元大幅缩减至 14.72 亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金净流量-7.19亿元，受公司融资力度减弱及偿还到期债务规模增大影响，当期筹资活动净现金流由上年的大幅流入转为流出状态。

6. 偿债能力

公司现金类资产较为充裕且融资渠道通畅，短期偿付能力较强；公司长期偿债能力弱，

考虑到股东给予的有力支持，公司总体偿债能力很强。但公司对外担保比率高，存在一定或有债务风险。

从短期偿债能力指标看，受其他应收款及存货占资产比重较大、流动负债规模增长影响，2018年公司的流动比率和速动比率快速由上年底的1058.01%和707.10%降至396.44%和242.94%；2019年3月底，上述指标较2018年底基本无变化。2018年公司经营现金流净额为6.40亿元，经营现金流动负债率为8.50%，可对流动负债形成一定的覆盖。2018年公司现金类资产为54.31亿元，对短期债务的覆盖倍数为2.60倍，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2018年，公司EBITDA 9.06亿元，其中利润总额1.17亿元占比很低；同期有息债务规模有所控制，全部债务/EBITDA倍数由2017年的39.42倍降至29.41倍，长期偿债能力有所改善但是仍弱。考虑到股东持续给予的有力支持，公司总体偿债能力很强。

截至2019年3底，公司及其子公司（合并口径）获得银行授信额度合计342.22亿元，已使用额度216.22亿元，间接融资渠道较为畅通。

截至2019年5月23日，公司对外担保余额合计75.22亿元，占2018年底所有者权益合计数的59.90 %。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、宝鸡高新技术产业开发总公司、宝鸡市交通建设投资有限公司、陕西法门寺文化发展有限公司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“PR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，存在一定的或有债务风险。

7、母公司财务情况

截至2018年底，母公司资产总额309.48亿元，同比减少15.09亿元，主要系货币资金减少所致。其中非流动资产占62.95%，资产以非流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的62.84%。

截至2018年底，母公司所有者权益合计82.50亿元，较2017年底减少2.47亿元。母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成。

截至2018年底，母公司负债合计226.98亿元，同比减少5.27%，主要系短期为借款和长期借款减少所致。其中非流动负债占82.38%，母公司以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的61.86%，占比较高。

2018年，母公司实现营业收入1.09亿元，同比减少1.90亿元，占合并报表营业收入比重为5.98%；母公司利润总额为-2.72亿元，利润亏损大幅增加2.11亿元。母公司营业收入及利润总额对合并报表的贡献很小。

九、存续期内债券偿债能力

截至2018年底，公司存续债券余额61.70亿元，无一年内偿付的债券本金，存续债券短期偿债压力小；未来待偿债券本金分布相对分散但每年需偿付的到期债券规模较大。

截至2018年底，公司无需于一年内偿付的债券；2020~2023年，公司存续债券每年待偿债券本金分别为17.60亿元、13.66亿元、11.60亿元和17.60亿元，公司存续债券到期偿付规模相对分散。2018年底，公司现金类资产54.31亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为45.62亿元、6.40亿元和9.06亿元，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	2018年
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	17.60
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.59
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.36
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.51

资料来源：联合资信整理

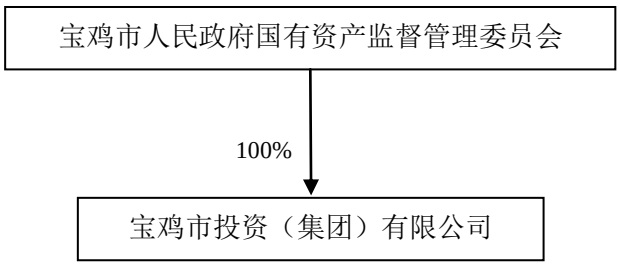
整体看，公司存续债券短期偿债压力小，存续债券到期偿付主要分布在2020年~2023年，分布较为分散但每年到期偿付规模较大。

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。

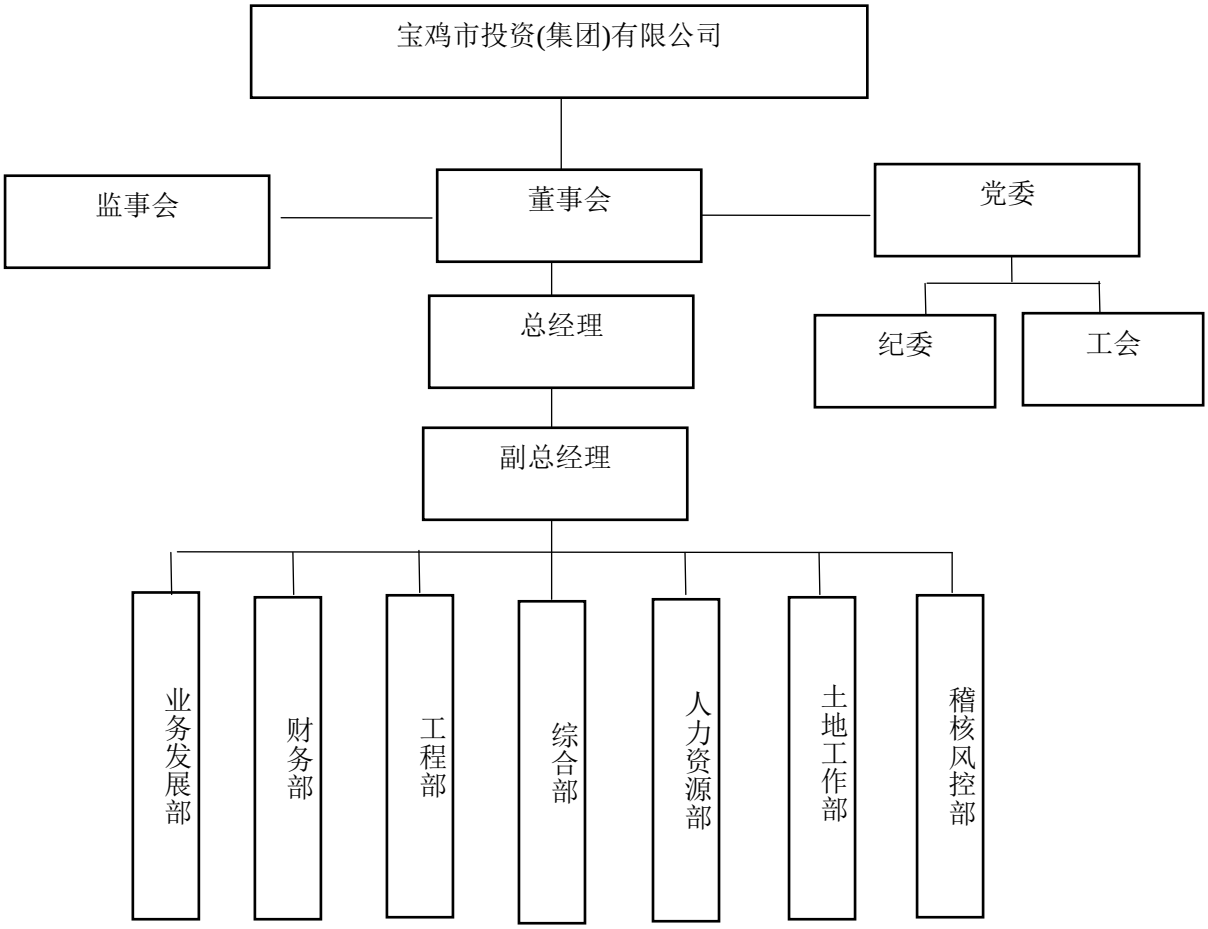
十、结论

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“17 宝城投 MTN001”和“18 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 2018 年底公司合并范围子公司

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
14	宝鸡机场有限责任公司	2000.00	100.00	国内航线的航空客货运输销售代理业务
15	陕西中宝达产业投资有限公司	100000.00	46.00	土地开发、整理；房地产开发、建设
16	陕西宝泰达产业投资有限公司	30000.00	45.00	土地开发、整理；项目管理

注：公司持股陕西中宝达产业投资有限公司、陕西宝泰达产业投资有限公司比例分别为46%和45%，均为第一大股东，实际控制人

资料来源：根据公司年报及季报整理

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	54.70	65.33	54.31	49.79
资产总额(亿元)	357.77	487.62	492.50	500.31
所有者权益(亿元)	119.68	119.67	125.58	124.64
短期债务(亿元)	17.75	7.84	20.91	22.99
长期债务(亿元)	160.67	273.42	245.51	252.18
全部债务(亿元)	178.42	281.26	266.42	275.17
营业收入(亿元)	15.64	16.95	18.22	7.77
利润总额(亿元)	1.45	1.65	1.17	-0.95
EBITDA(亿元)	6.43	7.13	9.06	--
经营性净现金流(亿元)	-21.20	-19.73	6.40	-9.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.93	12.46	14.92	--
存货周转次数(次)	0.20	0.17	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	--
应收类款项/资产总额（%）	13.94	21.74	20.36	21.77
现金收入比(%)	99.70	100.49	121.84	44.78
营业利润率(%)	8.80	8.11	17.44	25.59
总资本收益率(%)	1.31	0.95	1.65	--
净资产收益率(%)	1.31	0.81	0.89	--
长期债务资本化比率(%)	57.31	69.56	66.16	66.92
全部债务资本化比率(%)	59.85	70.15	67.96	68.82
资产负债率(%)	66.55	75.46	74.50	75.09
流动比率(%)	366.48	1058.01	396.44	394.31
速动比率(%)	229.32	707.10	242.94	240.47
经营现金流动负债比(%)	-38.00	-68.22	8.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	27.75	39.42	29.41	--

注：2019 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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 6-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　评级展望设置及其含义

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

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

中债信用增进投资股份有限公司
2018 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：

2018 年 7 月 3 日

主要数据

项目	2018 年 3 月末	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产总额(亿元)	137.48	150.91	159.36	160.86
负债总额(亿元)	56.08	71.14	82.19	86.01
所有者权益(亿元)	81.40	79.76	77.18	74.84
增信余额(亿元)	1015.95	956.60	936.10	973.03
净资本覆盖率(%)	80.44	78.10	74.40	82.61
项目	**2018 年 1-3 月**	**2017 年**	**2016 年**	**2015 年**
营业收入(亿元)	3.66	12.66	13.23	13.95
利润总额(亿元)	2.78	7.64	9.11	4.11
净利润(亿元)	2.08	5.86	6.96	3.13
平均资产收益率(%)	-	3.78	4.35	2.24
平均净资产收益率(%)	-	7.46	9.16	4.25

注：2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

资料来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理。

分析师

丁倩岩　谢冰妹　林 璐

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月，是国内首家专业债券信用增进机构。经过近年来的经营实践，公司初期发展规划得到落实，与信用增进行业相适应的全面风险管理体系逐步建立健全，增信业务基础不断夯实。另一方面，公司单笔增信业务金额较高，行业集中度较高，存在一定的业务集中风险；在国内宏观经济增速放缓的大环境下，公司增信业务创新对风险控制和流动性管理水平提出更高要求；增信业务的持续发展对资本充足水平的影响需关注。联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

- 作为我国首家专业债券信用增进机构，公司拥有较大的市场发展空间；
- 公司资本实力强，股东背景强大，股东有能力和意愿在必要时提供资本补充支持；
- 公司具备较强的创新能力及市场推动力，信用增进业务基础不断夯实；
- 高级管理层专业素质较高，有助于公司保持较高的专业化运营水平。

关注

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

声 明

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

二、除因本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 2018 年 7 月 3 日至 2019 年 7 月 2 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中债信用增进投资股份有限公司
2018 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 2018 年 3 月末，公司股本 60 亿元，均为货币出资，股东及持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构，业务方面接受中国人民银行监管。

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	首钢集团有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合计		60.00	100.00

资料来源：公司审计报告，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 2018 年 3 月末，公司共有员工 109 人，绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2017 年末，公司资产总额 150.91 亿元，负债总额 71.14 亿元，所有者权益 79.76 亿元；增信余额 956.60 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 12.66 亿元，其中增信业务收入 6.66 亿元；净利润 5.86 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 137.48 亿元，负债总额 56.08 亿元，所有者权益 81.40 亿元；增信余额 1015.95 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.66 亿元，其中增信业务收入 1.77 亿元；净利润 2.08 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.宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升（见表 2）。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向

民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临

挑战。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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

表 2　宏观经济主要指标　　单位：%/亿元

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP 增长率	6.9	6.7	6.9	7.4	7.7
CPI 增长率	1.6	2.0	1.4	2.0	2.6
PPI 增长率	6.3	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9
M2 增长率	8.2	11.3	13.3	12.2	13.6
固定资产投资增长率	7.0	8.1	10.0	15.7	19.3
社会消费品零售总额增长率	10.2	10.4	10.7	10.9	13.1
进出口总额增长率	14.2	-0.9	-7.0	2.3	7.6
进出口贸易差额	28718	33523	36865	23489	2592

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。
注：2013 年进出口贸易差额的单位为亿美元。

2. 行业发展概况

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

近年来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具品种逐步丰富。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使得为资本市场提供外部信用增进服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2014 年 5 月，国务院印发《关于进一步促

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

3. 政策与监管

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

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

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

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

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

公司董事会由 9 名董事组成，包括非职工董事 8 名和职工董事 1 名。公司董事长由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会和审计与风险管理委员会 3 个专门委员会。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，有助于董事会进行合理决策。近年来，公司董事会先后审议了股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案、年度财务预决算等议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、资本覆盖率管理办法、风险准备金计提管理办法、关联交易管理操作规程、高管人员年度考核办法等基础管理制度，并对综合经营、投资策略、重大采购项目及重大人事任免等重要事项进行了决策。各专门委员会能够在相应

职权范围内履行职责，较好地发挥了各自职能。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事，尚未实施外部监事制度。公司监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。近年来，公司监事会相继审议通过了监事会议事规则、监事长选举、年度工作报告等议案。

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

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

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

2. 内部控制

公司构建了符合内部控制管理要求的前、中、后台组织管理架构。目前公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、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。

近年来，公司继续加强内控制度体系建设，强化内控执行力。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》并对其进行更新完善，内控制度体系不断完善；同时，公司遵循全面性、重要性和客观性原则，组织各部门开展内部控制自我评价工作，将内部控制评价工作分为确定自评范围、开展全面自评、抽查验收、缺陷认定和整改等四个工作环节，并最终形成公司年度内部控制评价报告；另外，为确保各项业务规范有序开展，公司按年度制定风险管理指引，针对业务种类制定了细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等制度，以及涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内控制度，公司内控体系逐步完善。

2017 年，公司结合审计工作实际开展需要，对《内部审计办法（试行）》、《项目审计操作规程》和《离任审计管理办法》进行全面修订，完成业务流程图绘制与岗位风险点梳理。同时，公司开展了中小企业集合票据风险事件处置专项审计、信息统计专项审计、新办公用房装修改造工程专项审计、机房搬迁专项审计等各类专项审计工作；并将后续审计与内部控制评价工作相结合，同时测试和验证后续审计项目与内部控制评价风险点，挖掘问题成因，识别内部控制缺陷，并根据内部控制缺陷的认定标准推动及时有效整改，内控稽核管理水平进一步提升。

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

3. 发展战略

公司的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。

2018 年，面临更加错综复杂的市场环境和日益严厉的监管政策，公司将采取以下措施实现经营目标：一是积极探索新型增信业务模式，稳步推进金融机构基础资产证券化、信用衍生工具、最高额抵质押以及供应链金融等创新型增新业务的发展；二是着力将业务模式、项目标的等与服务实体经济、供给侧结构性改革、绿色金融、精准扶贫等国家战略和政策导向相结合，在密切跟踪市场形势变化，做好风险管控与防范的同时，加大对实体经济支持力度，推进公司增信业务不断优化发展；三是积极探索与资质规模、业务方向等方面具备相似性的融资担保机构合作开展债券增信业务，在业务渠道拓展上实现突破；四是在防控风险的前提下，针对中高评级客户在融资工具品种、风险缓释措施、增信费率等方面提供适当的灵活度，增强中高评级客户认可度和客户黏性；五是探索延长增信业务链条，加强增信收入实现的控制能力；六是持续巩固核心业务优势；七是深化与省级信用增进机构合作。

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

四、主要业务经营分析

公司在坚持市场化发展理念的同时坚守全员化风险意识，以“整体规模可控、总体风险可控”为原则，积极推动各类增信业务稳健发展。公司信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务以及境外业务三个板块。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、定向融资工具、资产支持票据、金融债、企业债、公司债等债券类产品以及信托计划、资产管理计划等投资类产品的增信。截至 2017 年末，公司尚在增信责任期内增信项目 90 个，增信余额 956.60 亿元(见附录 3：表 1)。

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呈波动趋势。2017 年，公司新增基础增信项目 23 个，增信金额 204.00 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。此外，截至 2017 年末已出函待发行的储备项目 23 个，涉及金额 331 亿元。

近年来，公司中期票据和企业债增信业务规模整体有所上升，公司债增信业务规模有所下降。整体看，公司中期票据、企业债及公司债信用增信业务规模较大，占基础增信业务规模的比重维持在 50%以上。其中，公司首单永续中期票据增信项目于 2017 年成功发行，进一步丰富了公司增信债券品种。

公司定向融资工具增信项目包括保障房私募债、小城镇项目和一般企业项目。2017 年末，公司尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 2 个，增信余额 27.00 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 2017 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 2017 年末，公司尚在增信责任期内一般企业项目 9 个，增信余额 54.00 亿元。公司定向融资工具增信项目主要与地方政府融资平台合作，公司对合作的融

资平台主体资质要求较为严格，大部分合作平台外部评级在 AA 级以上。此外，为防范局部平台债务违约的风险，公司根据不同地区、不同平台的风险差异性，建立了一系列筛选条件，实施差异化准入。

公司审慎选择经营业绩较好、业务规模较大、市场排名靠前的机构合作，推广信托、资产管理计划等理财类增信业务。近年来，公司不断压缩此类业务规模，2017 年末尚在增信责任期内信托计划增信项目 1 个，增信余额 0.10 亿元；资产管理计划增信责任均已到期。

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 2017 年末，公司尚在增信责任期内项目收益票据增信项目 5 个，增信余额 25.00 亿元。

公司保险债权计划的偿债主体一般为中央企业、大型地方国有企业或省级城投平台企业，未来将不断加大与保险资产管理公司合作，推动该类业务的发展。2016 年，由公司提供增信服务的保险债权计划“长江养老—上海地产三林棚户区改造债权投资计划”成功发行，并于 2017 年成功发行第二期。截至 2017 年末，公司尚在增信责任期内保险债权计划增信项目 2 个，增信余额 26.00 亿元。

公司积极响应国家号召，支持绿色环保行业的发展。2017 年，由公司提供增信服务的银行间市场首单绿色资产支持票据成功发行。截至 2017 年末，公司尚在增信责任期内资产支持票据增信项目 6 个，增信余额 20.00 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。截至 2017 年末，公司尚在增信责任期内金融债增信项目 1 个，增信余额 10.00 亿元。此外，公司于 2017 年分别发行 2 个超短期融资券增信项目共 20.00 亿元及 2 个短期融资券增信项目共 12.00 亿元，其中超短期融资券增信项目已于年末到期。

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 2017 年末，公司上述产品的增信责任均已到期兑付。

2018 年以来，公司积极拓展政府性来源增信业务，深化与省级信用增进机构合作，进一步推动基础增信业务发展。2018 年一季度，公司新增基础增信项目 12 个，增信金额 84.45 亿元；截至 2018 年 3 月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 101 个，增信余额 1015.95 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审计与风险管理专业委员会为最高风险决策机构，以专业审批人业务审批会为项目审批机构，三道风险防线相互协调、相互配合的风险管理全流程框架体系。在具体业务条线方面，建立了风险管理的三道防线：业务部门是抵御风险的第一道防线，负责本部门内现存或将出现的所有风险，建立了合理的流程有效地识别、评估和控制风险；风险管理、法律合规、财务等运营支持部门是抵御风险的第二道防线，负责制定相应制度，明确相关部门的防线管理职责和业务流程，识别、评估和平衡所有风险；内审职能部门是抵御风险的第三道防线，对公司内部控制体系的完整性和执行有效性进行独立测试和评估，提出改善经营管理、加强风险防控的建议。公司三道防线相互协调配合，形成了公司的重大风险决策、风险资产配置、风险资产管理的组织支撑。

公司建立了以《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、单一最大客户风险进行压力测试与敏感性分析，准备金与资

本占用测算，风险限额监控预警以及构建风险预警指标体系等工作，使公司各组合层面信用风险与市场风险得到及时感知与预警。

近年来，公司通过对相关规章制度的修订与完善，不断规范审批方式、审批内容、组织程序和审批结论等方面内容，审批流程不断完善。公司的业务审批流程为：增信业务部门对增信业务展开尽职调查，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 1 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，通过限额、止损、套期保值等手段的综合运用，使公司投资业务各组合风险敞口控制在安全范围内，并明确各分类、分级授权和转授权，确保了较为高效的运营效率。

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

在风险分类办法方面，公司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。

为确保公司稳健运营和健康发展，公司对存续期项目的风险状况和投资业务持仓资产风险状况进行压力测试，同时对代偿压力增加、现金流缺口增大情景下，公司所面临的流动性风险状况进行流动性压力测试。增信业务存续期项目方面，公司采用 Credit Portfolio View 模型分析宏观经济和金融市场发生较大波动时，各类信用资产利差的变化情况，从而评估公司存续期增信项目的预期损失程度。在投资业务持仓资产方面，公司采用传统的历史分析法，参考当前金融市场波动性特征以及历次金融事件中债券收益率曲线和股票市场变动情况，结合公司持仓金融资产风险特征属性，评估其在压力情景下的最大亏损程度。流动性风险方面，采用现金流分析方法，全面分析投资业务、增信业务、公司运营等方面现金流情况，结合货币市场流动性状况及波动特征，评估相关现金流缺口给公司带来的流动性压力。以上措施分别从公司整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组合管理。公司通过资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单项业务指标，监测和分析风险管理状况。总体看，公司风险管理体系逐步完善，风险管理水平有所提升。

2. 增信业务组合分析

- 增信业务

截至 2017 年末，公司尚在责任期内增信项目 90 个，涉及企业 73 家，增信余额 956.60 亿元。

成立之初，为迅速做大规模、扩大影响，公司针对一批资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模快速增长。随着自身经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。近年来，国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险逐渐暴露，公司对产能过剩行业的中小企业严格风险准入，增量业务重新向信用等级较高的客户倾斜。截至 2017 年末，公司 AA$^-$及以上企业客户涉及增信责任余额 901.10 亿元，占全部增信责任余额的 94.19%（见附录 3：表 2）。总体看，公司增信责任余额以高信用等级企业客户为主。

从公司增信余额的行业分布情况来看，2017 年末前五大行业依次为投融资平台、金融、房地产、保障房项目和采矿行业。其中，第一大行业增信余额占比为 69.06%，前五大行业增信余额合计占 96.92%，行业集中度高，但客户资质较好，整体风险可控。从增信余额的客户分布情况来看，公司单一最大客户增信余额 36.00 亿元，占公司净资产的 45.14%，此项目为安信证券股份有限公司债券项目；最大五家客户增信余额合计 128.00 亿元，为公司净资产的 1.60 倍，客户集中度高，主要为小城镇项目和证券公司项目。从到期期限分布上看，2017 年公司到期期限在 1 年内、1~2 年、2~3 年、3~5 年及 5 年以上的增信业务占比分别为 21.04%、21.09%、19.39%、26.61%和 11.86%(见附录 3：表 4)。总体来看，公司增信项目期限分布较均衡。

公司根据《信用增进业务风险分类管理办法》对增信对象进行风险分类。截至 2017 年末，公司增信业务风险分类中 97%以上为正常项目（见附录 3：表 5），不良类（含次级、可疑、损失）项目增信责任余额占全部增信责任余额的 2.51%。截至 2017 年末，公司增信业务累计计提风险准备金 19.41 亿元，相当于同期增信余额的 2.03%。

投融资平台类项目在公司增信业务中占比较高，目前尚未出现违约情况。截至 2017 年末，

公司尚在增信责任期内投融资平台项目增信余额 660.60 亿元，占全部增信余额的 69.06%。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。为进一步提高公司信用风险管理能力，2017 年公司在原有内部评级系统的基础之上，通过中债资信的技术支持，结合平台类企业的特点和公司的风险政策，构建了适应公司业务特点的评价模型，包括“中国地方政府主体信用评级模型”和“中国城市基础设施投融资企业主体评级模型”，并通过不断调整和优化，形成了具有针对性的平台类企业评价体系。同时，公司对投融资平台业务实施差异化准入、差异化定价政策，开展的大部分项目都是外部评级 AA 及以上的地市级平台或省级平台，严格控制区县级平台准入，且部分项目由更高级平台主体实施反担保，总体风险可控。未来，公司将继续加强投融资平台项目的风险缓释措施要求，在政府隐性担保下降的可能下，提高实质风险缓释措施的保护力度。

2015 年公司代偿规模为 0.29 亿元，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，代偿规模为 5.80 亿元，当年回收金额为 2.30 亿元；2017 年，公司到期增信业务未发生代偿情况。

截至 2018 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 101 个，涉及企业 79 家，增信余额 1015.95 亿元。其中，公司增信责任余额仍以高信用等级企业客户为主，行业集中度高。2018 年 1-3 月，公司到期增信业务未发生代偿情况。

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

- 创新业务

对于由公司提供保护的信用风险缓释工具净头寸，公司将承担由标的实体发生支付违约、破产等信用事件造成的损失，主要承担的信用风险是标的债务违约风险。2016 年，交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据等四类产品的业务指引。对此，公司制定了《信用风险缓释凭证业务操作规程（试行）》，就信用风险缓释凭证的交易前准备、买入保护类业务操作流程、交易实施、业务后续管理制定细则。同时，公司积极构建和完善相关业务的风险管理框架，从业务开展策略、操作规程、风险指引和限额、风险准备金、资本占用管理方案以及会计处理规则等方面，建立了完备的前中后台管理制度框架，确保相关业务有序开展、风险可控。总体看，公司建立了并不断完善具有信用增进行业特点的全面风险管理体系，目前业务风险可控。

六、财务分析

公司提供了 2015~2017 年度财务报告以及 2018 年 1~3 月财务报表。其中，信永中和会计师事务所对公司 2015~2016 年度财务报告进行了审计，致同会计师事务所对公司 2017 年度财务报告进行了审计，审计意见均为标准无保留；2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

1. 资本结构

公司目前资本来源以资本金和利润留存为主，公司根据资金业务的需要调整负债规模。2015~2017 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 2017 年末，公司所有者权益 79.76 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 3.75 亿元，未分配利润 15.18 亿元。未来，公司将采取适度的分红政策来回

报股东，并通过利润留存支持业务发展。此外，公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本支持。

公司负债主要由卖出回购金融资产、长期借款及增信责任准备金组成(见附录 3：表 6)。公司卖出回购金融资产标的为债券，近年来卖出回购金融资产规模逐年下降，导致公司负债规模呈现逐年下降状态。

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提，特种准备是针对重大突发事项的风险计提。近年来，国内宏观经济增速放缓，公司对风险准备金计提加大了计提力度。截至 2017 年末，公司风险准备金余额 19.41 亿元，占同期增信余额的 2.03%，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 2017 年末，公司长期借款余额 19.17 亿元，其中办公楼抵押贷款 14.17 亿元，信用贷款 5.00 亿元。为拓宽资金来源，公司积极争取银行及其他机构授信。截至 2017 年末，公司共获得 13 家机构合计 261 亿元的授信额度。

近年来，公司负债规模和杠杆率呈逐年下降趋势，2017 年末公司资产负债率为 47.14%。

截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益 81.40 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 3.75 亿元，未分配利润 17.26 亿元；负债规模为 56.08 亿元，其中风险准备金余额 19.70 亿元，资产负债率为 40.79%。

总体看，公司资本实力强，利润留存对资本起到了一定补充作用，财务杠杆水平不高。

2. 资金运用与资产质量

近年来，受负债规模压缩的影响，公司资产总额整体呈逐年下降的趋势，2017 年末资产总额为 150.91 亿元。公司资金主要运用于投资业务，投资资产占资产总额的比例保持在较高水平（见附录 3：表 7）。

近年来，受买入返售金融资产规模的影响，公司同业资产规模呈波动趋势。截至 2017 年末，公司同业资产余额 11.33 亿元，其中买入返售金融资产余额 8.78 亿元，标的资产全部为债券。

在投资策略上，公司以高信用等级、高流动性投资品种为主，根据市场情况进一步控制债券组合久期及利率敏感性，并适当根据持仓债券自然到期情况合理降低债券类资产投资规模。同时，公司合理增加权益类资产投资规模，完善大类资产配置，积极开展信用风险缓释工具等创新业务。公司投资资产以可供出售金融资产为主，同时公司将部分债券转入持有至到期账户以稳定收息资产规模。截至 2017 年末，公司投资资产余额 112.61 亿元，占资产总额的 74.62%。其中，可供出售金融资产余额 56.16 亿元，其中债券投资余额 30.79 亿元、信托及资产管理计划投资余额 15.98 亿元、股票投资余额 9.57 亿元，计提可供出售金融资产减值准备余额 0.18 亿元；交易性金融资产余额 8.95 亿元，持有至到期投资余额 38.33 亿元，投资标的均为债券；投资性房地产余额 9.14 亿元，主要是公司办公大楼完工，部分因出租转入此科目。此外，公司投资资产还包括少量对联营企业的长期股权投资。

公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括国债、地方政府债券、政策性金融债券、同业存单、中短期票据、企业债以及公司债。截至 2017 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 34.73%，其余为短期融资券、中短期票据、公司债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 90.96%，债券投资的信用风险可控。

2015 年公司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；2017

年公司未发生代偿。近年来，公司其他资产规模较大，主要是由于公司办公大楼完工，部分转入固定资产所致。截至 2017 年末，公司其他资产余额 25.07 亿元，其中固定资产余额 13.43 亿元；应收代偿款 4.03 亿元。

2018 年以来，公司资产总额呈持续下降趋势。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 137.48 亿元，其中投资资产余额 104.07 亿元，主要投资品种为债券。

总体看，受负债规模压缩影响，公司资产规模有所下降；公司投资规模较大，投资品种以债券为主，信用风险可控。

3. 经营效率及盈利能力

公司营业收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见附录 3：表 8)。近年来，公司营业收入呈逐年下降趋势，2017 年实现营业收入 12.66 亿元，其中租金收入 0.29 亿元，为公司部分办公大楼出租收入。

公司综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价，同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平，公司增信业务议价能力较强。近年来，由于增信业务发展趋缓，公司增信业务收入呈下降趋势，2017 年实现增信业务收入 6.66 亿元，占营业收入的 52.58%。

近年来，随着投资资产规模的压缩，公司投资收益规模逐年下降，主要以债券利息收入为主。2017 年，公司实现投资收益 5.38 亿元，占营业总收入的 42.51%。

公司营业成本主要来自提取风险准备金、业务及管理费和利息支出。2015 年，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；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。2015~2017 年，公司分别提取风险准备金 6.33 亿元、0.98 亿元和 0.92 亿元。2017 年，公司业务及管理费 1.79 亿元，相当于营业收入的 14.15%，营业费用整体保持在合理范围。2017 年，公司利息支出 1.33 亿元，主要为卖出回购金融资产利息支出和长期借款利息支出。

近年来，公司净利润水平呈波动状态。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，公司净利润有所下降；2016 年，由于风险准备金计提规模大幅下降，公司净利润明显增加；2017 年，受增信业务收入下降以及利息支出和业务及管理费支出规模上升的影响，公司净利润有所下降。2017 年，公司实现净利润 5.86 亿元，平均资产收益率及平均净资产收益率分别为 3.78%和 7.46%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.66 亿元，其中增信业务收入 1.77 亿元，投资收益 1.43 亿元；营业支出 0.88 亿元，其中提取风险准备金 0.29 亿元，利息支出 0.35 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现净利润 2.08 亿元。

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

4. 资本充足率及代偿能力

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

从现金流情况来看，2017 年，由于公司未发生代偿，公司经营活动产生的现金流由净流出转为净流入状态；由于收到买入返售金融资产现金款规模较大，投资活动产生的现金呈净

流入状态；筹资活动产生的现金流入主要为取得借款和收到卖出回购金融资产款，现金流出主要为借款支付和支付卖出回购金融资产款，2017 年呈净流出状态。总体看，公司现金流整体有所改善（见附录 3：表 9）。

近年来，公司净资产规模持续上升，2016 年末由于应收代偿款及贷款规模上升，公司净资本有所下降。根据公司 2017 年末的资产状况，估算出公司净资本为 44.83 亿元，净资本比率为 56.20%（见附录 3：表 10）。由于公司净资产和净资本规模有所增长，净资产及净资本增信倍数较上年末有所下降，净资本覆盖率有所上升。截至 2017 年末，公司净资产增信倍数为 11.99 倍，净资本增信倍数为 21.34 倍。经测算，截至 2017 年末，公司净资本覆盖率为 78.10%。

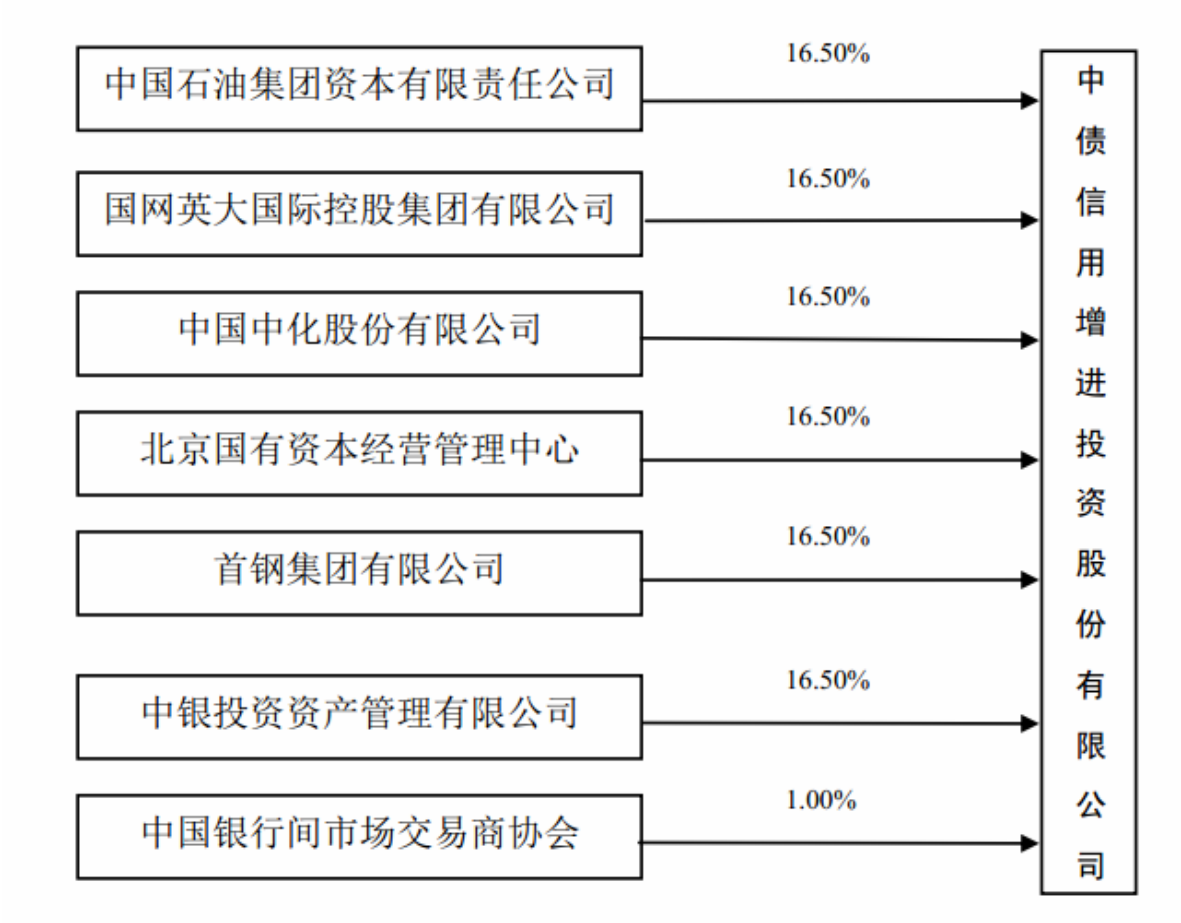
根据公司 2018 年 3 月末的资产状况，估算出公司净资本为 49.03 亿元，净资本比率为 60.24%，净资产增信倍数和净资本增信倍数分别为 12.48 倍和 20.72 倍，净资本覆盖率为 80.44%。

公司增信业务的持续发展对公司资本充足水平的影响需关注。

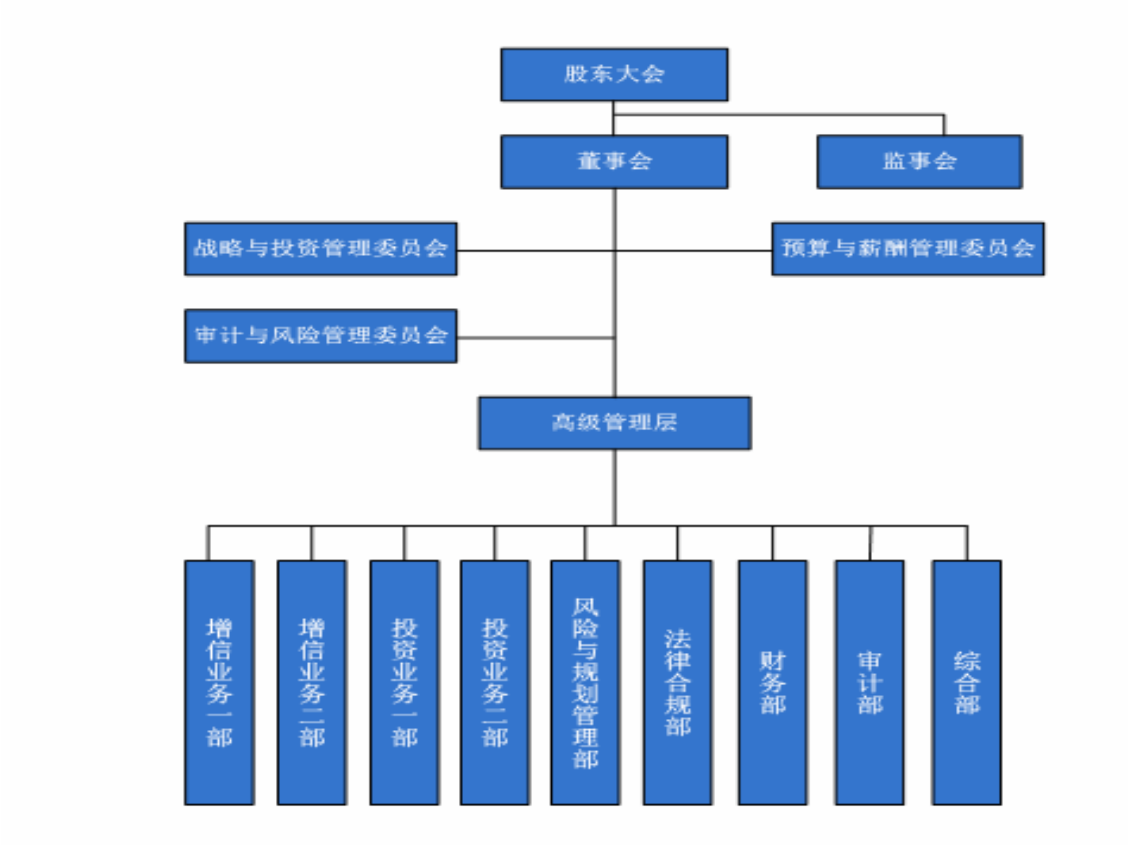
七、评级展望

作为国内首家信用增进机构，经过近年来的经营实践，公司增信业务基础不断夯实，创新业务持续推进。公司资本实力强，股东背景强大，形成了完善的内控与风险管理架构，市场竞争力进一步增强。另一方面，随着公司增进业务规模的增长，公司面临资本消耗、风险管理压力加大以及业务相对集中等问题。根据公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时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%
首钢集团有限公司
16.50%
中银投资资产管理有限公司
16.50%
中国银行间市场交易商协会
1.00%
中债信用增进投资股份有限公司

附录 2　组织架构图


股东大会
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　主要财务数据及指标

表 1　公司尚在责任期内增信业务余额分布　单位：亿元/个

项目种类	2018 年 3 月末		2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量
基础类信用增信业务	**1015.95**	**101**	**956.60**	**90**	**936.10**	**76**	**973.03**	**101**
其中：中期票据	132.00	14	108.00	10	56.00	6	74.00	8
短期融资券	27.00	4	12.00	2	-	-	-	-
超短期融资券	10.00	1	-	-	20.00	1	-	-
定向融资工具	241.00	20	241.00	19	284.80	19	391.80	25
项目收益票据	25.00	5	25.00	5	25.00	5	10.00	3
资产支持票据	20.00	6	20.00	6	-	-	-	-
企业债	358.20	34	371.30	34	365.80	29	229.50	19
公司债	151.20	11	143.20	10	141.00	8	178.00	8
金融债	10.00	1	10.00	1	10.00	1	-	-
次级债	-	-	-	-	10.00	1	10.00	1
信托计划	15.55	3	0.10	1	5.00	1	5.00	1
资产管理计划	-	-	-	-	-	-	12.61	2
保险债权计划	26.00	2	26.00	2	16.00	1	-	-
集合票据	-	-	-	-	-	-	6.00	3
区域集优	-	-	-	-	2.50	4	56.12	31
合计	**1015.95**	**101**	**956.60**	**90**	**936.10**	**76**	**973.03**	**101**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 2　2018 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	451.35	44.43
AA	469.70	46.23
AA-	42.40	4.17
A^+及以下	7.50	0.73
无评级	45.00	4.43
合计	**1015.95**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 3　2018 年 3 月末公司增信业务行业分布情况

行业	增信金额（亿元）	增信金额占比（%）
投融资平台	708.80	69.77
金融	156.80	15.43
房地产	43.55	4.29
保障房项目	42.90	4.22
采矿业	34.50	3.40
水的生产和供应业	20.00	1.97
林业	5.00	0.49
化学原料和化学制品制造业	4.40	0.43
合计	**1015.95**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 4　2018 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	244.10	24.03
1-2 年	195.78	19.27
2-3 年	222.94	21.94
3-5 年	261.44	25.73
5 年以上	91.69	9.03
合计	**1015.95**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 5　2018 年 3 月末公司增信业务风险分类情况

项目	占增信金额（%）
稳定一档	36.68
稳定二档	36.18
关注一档	21.23
关注二档	3.54
次级	2.36
可疑	-
损失	-
合计	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 6　公司负债结构　　单位：亿元

项目	2018 年 3 月末	2017 年末	2016 年末	2015 年末
卖出回购金融资产	14.17	28.27	45.12	53.18
长期借款	19.17	19.17	14.71	10.69
风险准备金	19.70	19.41	18.49	17.51
其他	3.04	4.29	3.87	4.63
负债合计	**56.08**	**71.14**	**82.19**	**86.01**

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

表 7　公司资产结构　　单位：亿元

项目	2018 年 3 月末	2017 年末	2016 年末	2015 年末
货币资金	0.35	0.53	0.24	0.39
贷款	1.37	1.37	1.49	-
同业资产	8.23	11.33	14.87	9.68
投资资产	104.07	112.61	112.99	124.48
其中：交易性金融资产	7.73	8.95	5.51	5.72
持有至到期投资	35.86	38.33	17.16	10.76
可供出售金融资产	49.84	56.16	86.85	108.00
其他资产	23.46	25.07	29.77	26.31
其中：应收代偿款	4.00	4.03	4.43	-
合计	**137.48**	**150.91**	**159.36**	**160.86**

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

表 8　公司收益指标　　单位：亿元/%

项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入：	3.66	12.66	13.23	13.95
其中：增信业务收入	1.77	6.66	6.97	7.51
投资收益	1.43	5.38	5.59	6.26
利息收入	0.05	0.30	0.17	0.05
营业成本：	0.88	5.01	4.14	9.84
其中：提取风险准备金	0.29	0.92	0.98	6.33
业务及管理费	0.27	1.79	1.57	1.85
利息支出	0.35	1.33	0.99	1.04
净利润	2.08	5.86	6.96	3.13
平均资产收益率	-	3.78	4.35	2.24
平均净资产收益率	-	7.46	9.16	4.25

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

表 9　公司现金流情况　　单位：亿元

项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
经营活动产生的现金流量净额	0.85	2.97	-3.06	1.90
投资活动产生的现金流量净额	12.24	12.30	10.12	-30.72
筹资活动产生的现金流量净额	-15.47	-14.60	-7.51	29.06
现金及现金等价物净增加额	-2.38	0.60	-0.45	0.24
期末现金及现金等价物余额	0.70	3.02	2.42	2.87

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理。

表 10　公司资本充足性指标　　单位：亿元/%

项目	2018 年 3 月末	2017 年末	2016 年末	2015 年末
增信余额	1015.95	**956.60**	936.10	973.03
净资产	81.40	79.76	77.18	74.84
净资本	49.03	44.83	41.79	48.23
净资产增信倍数	12.48	11.99	12.13	13.00
净资本增信倍数	20.72	21.34	22.40	20.17
净资本比率	60.24	56.20	54.14	64.44
净资本覆盖率	80.44	78.10	74.40	82.61

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

附录 4　主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
累计代偿率	累计增信代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/增信代偿额
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 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附录 5-2　评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于
中债信用增进投资股份有限公司
的跟踪评级安排

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

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

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

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

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