

信用等级公告

联合〔2019〕1529号

联合资信评估有限公司通过对宿迁市经济开发总公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宿迁市经济开发总公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 宿迁经开 MTN001”“17 宿迁经开 MTN001”“17 宿迁经开 MTN002”“18 宿迁经开 MTN001”和“18 宿迁经开 MTN003”的信用等级为 AA，维持“17 宿开发/17 宿迁开发债”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

二〇一九年六月十七日



宿迁市经济开发总公司跟踪评级报告

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	担保方评级结果	跟踪评级结果	上次评级结果
15 宿迁经开 MTN001	5 亿元	2020/11/16	--	AA	AA
17 宿开发/17 宿迁开发债	12 亿元	2024/04/20	AAA	AAA	AAA
17 宿迁经开 MTN001	6 亿元	2020/08/24 ¹	--	AA	AA
17 宿迁经开 MTN002	7 亿元	2020/12/26 ²	--	AA	AA
18 宿迁经开 MTN001	10 亿元	2023/04/23	--	AA	AA
18 宿迁经开 MTN003	2.50 亿元	2021/11/29	--	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 17 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	35.40	36.25	26.34	34.24
资产总额(亿元)	369.42	381.21	354.73	357.76
所有者权益(亿元)	102.10	117.23	118.02	118.42
短期债务(亿元)	49.65	54.82	80.41	75.08
长期债务(亿元)	75.51	97.17	93.62	102.48
全部债务(亿元)	125.17	151.99	174.03	177.56
营业收入(亿元)	30.93	24.22	33.60	7.24
利润总额(亿元)	4.49	2.23	2.22	0.21
EBITDA(亿元)	8.76	5.78	6.20	--
经营性净现金流(亿元)	-13.26	0.35	3.90	4.63
营业利润率(%)	16.05	13.72	4.64	15.62
应收类款项/资产总额(%)	37.81	34.44	33.93	30.90
净资产收益率(%)	4.46	1.88	1.74	--
资产负债率(%)	72.36	69.25	66.73	66.90
全部债务资本化比率(%)	55.07	56.46	59.59	59.99
流动比率(%)	204.07	190.99	209.17	220.10
经营现金流流动负债比(%)	-8.64	0.21	2.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.29	26.28	28.05	--

注: 2019 年一季度报表未经审计

评级观点

宿迁市经济开发总公司(以下简称“公司”)是宿迁市经济技术开发区(以下简称“宿迁经开区”)唯一的基础设施投资建设主体。跟踪期内,公司保持区域专营优势,并在财政补贴方面获得较大的外部支持。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司债务规模持续上升、应收类款项对公司资金形成占用、公司盈利能力弱、短期偿债压力大以及对外担保比率高等因素对公司信用基本面带来的不利影响。宿迁市经济稳步发展,经开区各项经济指标保持增长,将为公司发展提供有利的外部环境,有助于支撑公司信用基本面的稳定。

“17 宿开发/17 宿迁开发债”由中证信用增进股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定,中证信用增进股份有限公司主体长期信用等级为 AAA,担保实力极强,增强了本期债券本息偿还的安全性。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA,并维持“15 宿迁经开 MTN001”“17 宿迁经开 MTN001”“17 宿迁经开 MTN002”“18 宿迁经开 MTN001”和“18 宿迁经开 MTN003”的信用等级为 AA,维持“17 宿开发/17 宿迁开发债”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 宿迁经开区作为国家级经济技术开发区,跟踪期内经济运行平稳,各项经济指标保持增长,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是宿迁经济技术开发区管委会下设的唯一基础设施投资建设主体,区域专营优

¹ 发行期限为 3+N 年,到期兑付日为首次行权日

² 发行期限为 3+N 年,到期兑付日为首次行权日

分析师：张龙景 董洪延

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

势明显。

3. 跟踪期内，公司在财政补贴方面获得较大的外部支持。

关注

1. 跟踪期内，公司应收类款项规模大，且承建的代建项目尚未结转部分规模较大，对公司资金形成较大占用。
2. 公司存货中的土地资产大部分已用于抵押，资产流动性弱。
3. 公司债务规模持续增长，短期债务规模大，现金类资产相对不足，公司短期偿债压力大。
4. 公司担保比率高，且被担保企业中存在民营企业，存在一定的或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由宿迁市经济开发总公司（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。

宿迁市经济开发总公司跟踪评级报告

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关于宿迁市经济开发总公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司出资人及实际控制人未发生变化，仍为宿迁经济技术开发区管委会（以下简称“宿迁经开区管委会”）。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为22.00亿元。

跟踪期内，公司仍为宿迁经济技术开发区（以下简称“经开区”）及宿迁市湖滨新城开发区（以下简称“湖滨新区”）基础设施建设投融资主体，职能定位和营业范围未发生变化。截至2019年3月底，公司纳入合并范围内一级子公司合计11家。其中全资子公司9家、控股子公司2家。公司内设工程部、财务部、综合部、审计部、人事部、合规部共6个部门。

截至2018年底，公司资产总额354.73亿元，所有者权益118.02亿元（包含少数股东权益26.81亿元）。2018年，公司实现营业收入33.60亿元，利润总额2.22亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额357.76亿元，所有者权益118.42亿元（包含少数股东权益26.88亿元）。2019年1~3月，公司实现营业收入7.24亿元，利润总额0.21亿元。

公司注册地址：宿迁市经济开发区发展大道西侧；法定代表人：徐建兵。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年5月底，联合资信所评公司已发行并存续的尚需偿还债券本金合计42.50亿元。跟踪期内，公司已按期支付债券利息，公司既往还本付息情况良好，募集资金均已按照规定用途使用。

此外，“17宿开发/17宿迁开发债”由中证信用增进股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，募集资金12.00亿元，其中7.80亿元用于对国开区科技创业产业园项目建设。国开区科技创业产业园项目计划总投资11.69亿元，截至2018年底已完成全部投资。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 宿迁经开 MTN001	5.00	5.00	2015/11/16	5 年
17 宿开发/17 宿迁开发债	12.00	12.00	2017/04/20	7 年
17 宿迁经开 MTN001	6.00	6.00	2017/08/24	3+N 年
17 宿迁经开 MTN002	7.00	7.00	2017/12/26	3+N 年
18 宿迁经开 MTN001	10.00	10.00	2018/04/23	5 年
18 宿迁经开 MTN003	2.50	2.50	2018/11/29	3 年
合计	42.50	42.50	--	--

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,依法依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》国办发（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	严格按照要求规范的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

宿迁市经济稳步发展，经开区各项经济指标保持增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

宿迁市经济总量稳步增长，产业结构进一步优化。根据《宿迁市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年宿迁市实现地区生产总值2750.72亿元，比上年增长6.8%。其中，第一产业增加值300.84亿元，增长3.0%；第二产业增加值1279.54亿元，增长7.4%；第三产业增加值1170.34亿元，增长7.3%。宿迁市三次产业结构由上年11.2:48.0:40.8调整为10.9:46.5:42.6。

宿迁市固定资产投资平稳发展，工业生产运行平稳，企业效益平稳增长。2018年，宿迁市固定资产投资比上年增长7%。分产业看，受大项目投资拉动，第二产业投资增速最快，增长10.0%，高于全部投资增速3.0个百分点；第一产业投资下降7.2%，第三产业投资增长2.5%，三次产业投资分别占投资总量的1.8%、60.2%和37.9%。2018年，全市规模以上工业实现增加值746.95亿元，比上年增长7.8%；实现产值2403.37亿元，增长10.7%。全市规

模以上工业实现主营业务收入 2188.65 亿元，比上年增长 4.3%；实现利润总额 271.83 亿元，增长 4.2%。

经开区经济运行平稳，各项经济指标保持增长。根据宿迁经开区管委会网站披露的信息，2018 年，经开区实现地区生产总值增长 6.4%，规上工业开票销售增长 11.3%，规上工业总产值增长 17.2%，规上工业增加值增长 12%，固定资产投资增长 12%，进出口总额增长 26%。招商引资方面，经开区新签约工业项目 42 个，计划总投资 122.5 亿元，其中 5 亿元以上项目 8 个。项目建设方面，排定 138 个列区重大项目，达到序时进度项目 128 个，占比 92.8%；25 个列市重大产业项目，目标任务基本完成，其中聚灿光电、东贝电机等 15 个项目已竣工投产。

五、基本素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司出资人和出资情况未发生变化，实际控制人仍为宿迁经开区管委会。

2. 外部支持

跟踪期内，宿迁经开区一般公共预算收入有所增长；公司在财政补贴方面获得较大的外部支持。

根据宿迁经开区财政局提供的《宿迁经开区 2018 年综合财力表》，2018 年，宿迁经开区地方综合财力 58.38 亿元，同比增长 6.92%。其中地方一般公共预算收入 33.33 亿元，同比增长 3.35%；转移性支付和税收返还收入 6.94 亿元，较上年下降 16.08%；地方基金收入 18.11 亿元，同比增长 29.54%，其中国有土地出让金收入 17.88 亿元。

公司是承担宿迁经开区基础设施建设的唯一主体。跟踪期内，宿迁经开区政府对公司的支持方式主要体现在财政补贴方面。2018 年，宿迁经济技术开发区财政局向公司拨付城市基础设施建设补贴资金 1.20 亿元，标准化厂

房运营补贴 0.30 亿元；宿迁市湖滨新区管委会向公司子公司湖滨新城投资开发有限公司（以下简称“湖滨投资”）拨付基础设施建设补贴资金 2.76 亿元。2019 年 1~3 月，公司获得政府项目建设补贴 0.80 亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的《中国人民银行企业基本信用信息报告（银行专业版）》（机构信用代码：G1032130200010580A），截至 2019 年 5 月 8 日，公司无未结清不良信贷信息记录，有三笔已结清关注类贷款、两笔欠息记录。2011 年 1 月 6 日和 2010 年 3 月 24 日公司向中国建设银行股份有限公司宿迁分行分别贷款 4500 万元和 1500 万元，结清日分别为 2012 年 3 月 24 日和 2013 年 1 月 6 日。根据银行出具的相关说明，上述贷款于 2012 年初调整为关注类贷款，主要是公司为政府融资平台，此外上述贷款保证人当时已停产，故将其贷款调整为关注。另外有一笔 2000 年 4 月 17 日贷款 300 万元的关注类贷款，已于 2002 年 1 月 14 日正常偿付。公司两笔欠息记录最近结清日期为 2014 年 9 月 23 日，中国银行宿迁开发区支行就其中一笔欠息出具说明系银行未及时扣款产生，另一笔欠息产生原因不详。

截至 2019 年 6 月 7 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、高管人员等其他方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司营业收入仍主要来自城建工程和房地产销售；由于以保障房为主的房地产销售收入大幅增加，公司营业收入大幅增长，但毛利率下降。

2018年，公司实现营业收入33.60亿元，较上年增长38.72%，主要系房地产销售收入增加。从具体业务看，公司营业收入仍主要来自城建工程收入和房地产销售收入。同期，公司城建工程收入同比下降19.33%；房地产销售收入大幅增长，主要系公司房地产项目集中取得住建局完工备案，公司确认了当期及前期预售

的房地产销售收入。2018年，公司综合业务毛利率为9.60%，同比下降5.91个百分点，主要系当期结转的房地产项目大部分为安置房，毛利率非常低。

2019年1~3月，公司实现营业收入7.24亿元，同比增长8.74%；当期，公司综合业务毛利率17.15%，同比略有下降。

表3 公司各业务板块经营情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年			2019年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城建工程收入	230600.25	95.20	15.76	186018.08	55.36	16.35	69467.79	95.64	17.45
房地产销售收入	7951.25	3.28	9.26	145409.29	43.27	0.28	1707.96	2.79	1.95
担保收入	565.18	0.23	100.00	916.12	0.27	100.00	180.09	0.00	100.00
租赁收入	1601.84	0.66	21.68	2308.11	0.69	42.25	343.17	0.56	2.89
其他收入	1499.85	0.62	-27.60	1363.34	0.41	-33.00	668.84	1.01	9.77
合计	242218.36	100.00	15.51	336014.94	100.00	9.60	72367.85	100.00	17.15

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司基础设施代建业务模式未发生变化，收入规模同比有所下滑；目前在建项目多数处于竣工待验收阶段，未来剩余投资规模一般。

公司城建工程业务由本部以及湖滨投资负责。公司本部承担了宿迁经开区全部市政工程的建设任务；湖滨投资负责湖滨新区全部市政工程的建设任务。

公司本部前期已同宿迁经开区管委会签订了《市政基础设施及城建工程项目建设与开发委托协议》，宿迁经开区管委会出具了《有关宿迁市经济开发总公司市政基础设施及城建工程项目建设与开发模式补充函》，确认了政府委托开发项目的价款确认和支付方式，原则上按照项目成本加成20%确定，每年根据代建项目实际情况略有波动。公司按照施工进度采用成本加成方式确认收入，待竣工验收决算后，再按照决算价格再最终调整。

跟踪期内，子公司湖滨投资同湖滨新区管委会正式签订了《城建性工程项目建设与开放委托协议》。根据该协议，湖滨新区管委会委

托湖滨投资对湖滨新区范围内的市政基础设施及相关城建工程项目按照统一安排进行建设及整理开发，具体涉及骆马湖水环境整治二期、安居工程一期等36个项目。协议约定，合同价款采用成本加成模式，加成比例确定为23.60%；委托开发以具体地块的开发为项目单位，每一个项目单位结束，公司向湖北新区管委会出具项目费用结算书或报告单，湖北新区管委会于审核项目费用报告单完成后二十个工作日内支付。湖滨投资收入确认方式同公司本部一致，按照施工进度采用成本加成方式确认收入。

跟踪期内，公司确认的城建工程收入同比有所下降，2018年为18.60亿元。其中公司本部实现收入14.33亿元，子公司湖滨投资实现收入4.27亿元。公司城建工程业务实际收到回购款18.55亿元，其中本部收到14.40亿元、湖滨投资收到4.15亿元，体现“销售商品、提供劳务收到的现金”，收入实现质量较好。2019年1~3月，公司城建工程收入6.95亿元。其中公司本部实现收入4.78亿元、子公司湖滨

投资实现收入 2.17 亿元。公司城建工程业务实际收到回购款 6.68 亿元。其中本部收到 4.81 亿元、湖滨投资收到 1.87 亿元。

会计核算方面，城建工程投入分别计入“存货-城建工程成本”和“在建工程”两个科目，其中计入“存货-城建工程成本”科目的城建工程完工后由政府回购，产权以及经营权均归管委会或其他政府部门所有；计入“在建工程”科目的城建工程项目完工后由政府回购，产权归管委会或其他政府部门所有，但后续经营管理仍由公司承担，此类项目可产生数额较小的经营性收入。截至 2019 年 3 月底，公司

主要在建城建工程总投 95.00 亿元，已完成投资 77.35 亿元，大部分项目处于已竣工、待验收结转状态。其中台商产业园、骆马湖水环境整治二期和保税物流园体现在“在建工程”，其余项目体现在“存货-城建工程成本”中。未来回购计划方面，2019~2021 年，公司主要城建项目预计回购额分别为 15.71 亿元、22.33 亿元和 17.69 亿元。公司在建城建工程项目未来尚需投资 11.28 亿元（不含竣工待验收项目）。总体看，公司大部分在建项目处于竣工待验收结转阶段，未来剩余投资规模一般。

表 4 截至 2019 年 3 月底公司主要在建城建在建项目情况（单位：万元）

项目	计划投资额	预计竣工时间	已完成投资额	未来投资计划	
				2019 年	2020 年
发展大道（含北延段）	35000.00	已竣工，待验收结转	34487.09	--	--
人民大道	16000.00	已竣工，待验收结转	22640.87	--	--
光电研究中心	25200.00	已竣工，待验收结转	31903.33	--	--
开发区 2013 年交通工程 B1-B7 标段	80000.00	已竣工，待验收结转	81077.04	--	--
国际汽车城	54000.00	2019 年	48787.21	5212.79	
国开区科技创业产业园	116900.00	2018 年	108173.37	8726.63	--
骆马湖水环境整治二期	72637.00	已竣工，待验收结转	68514.62	--	--
台商产业园	184000.00	已竣工，待验收结转	110556.59	--	--
宿迁市保税物流园	300700.00	2019 年	204093.87	69100.00	27506.13
晓店镇拆迁项目	65600.00	2018 年	63346.52	2253.48	--
合计	950037.00	--	773580.51	85292.90	27506.13

注：公司城建项目部分工程已结转回款，即在建项目已投资额大于“在建工程”、“存货-城建工程成本”账面价值
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司房地产销售收入规模大幅增长，待售面积规模一般，在建及房地产项目投资规模小。

公司房地产业务主要由下属子公司宿迁市开源置业有限公司（以下简称“开源置业”）及宿迁市湖滨新城房地产开发有限公司（以下简称“湖滨开发”）负责，主要是负责宿迁经开区和湖滨新区内商品房及保障性安居住房的建设与销售。

公司房地产销售业务模式：公司通过招拍挂方式取得土地使用权，建设保障性安居住房，包括棚户区改造安置住房、限价商品房建设、

经济适用房建设等。项目建成验收后，公共租赁住房由经开区管委会安排资金按照投资成本分 3~5 年予以回购；安置房面积与拆迁户主原住房同等面积的部分免费置换，超过户主原住房面积 10 平方米以内的部分按照安置房成本价格销售，超过原住房面积 10 平方米以上的部分按照该区域商品房市场价格进行销售；其余部分按照市场价格，公开出售给普通消费者。

2018 年，公司房地产销售业务实现收入 14.54 亿元，较上年大幅增长，主要系公司三树新城、古城名苑、蓝天苑、新城家园扩建三

期等房地产项目集中取得住建局完工备案，公司确认了当期及前期预售的房地产销售收入。2018年，公司房地产销售业务毛利率为0.28%，毛利率水平低主要系当期结转的大部分为安置房，毛利率低。2019年1~3月，公司房地产销售收入0.17亿元，当期房地产销售业务毛利率1.95%。

截至2019年3月底，公司在建房地产项目为银湖广场，总投资4.50亿元，已完成投资4.20亿元，已回款1.59亿元。截至2019年3月底，公司在售房地产项目待售面积24.89万平方米，预计后期回款7.64亿元。公司拟建项目主要为自营项目梨园城市之家、青海湖路城市之家和世纪大道城市之家，总投资1.78亿元。

表5 截至2019年3月底公司在售房地产项目情况（单位：万元、平方米）

项目名称	计划投资	已完成投资	已回款	总可售面积	已售面积	预计后期回款
白领公寓	17000	17426.24	15820.80	68256.84	41669.98	--
蓝天苑	35000	34046.53	15563.30	94745.79	53572.21	14000.00
古楚名苑	37000	36232.06	14462.05	122973.52	45722.56	27500.00
金桂花园	14000	34293.57	10456.54	99163.97	41950.60	13000.00
三树新城	65000	62271.67	53227.39	207697.82	183538.51	8000.00
银湖商业街	10000	12783.80	15031.02	58593.90	36048.53	13867.82
合计	178000	197053.87	124561.1	651431.84	402502.39	76367.82

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2018年合并财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2019年第一季度财务报表未经审计。

2018年，公司合并范围新增一家孙公司，为宿迁市湖滨新城城市开发有限公司，该公司成立时间较早，但一直未实际运营，2018年才实际开展业务。公司原下属一级子公司宿迁市开诚实业有限公司、宿迁保税物流发展有限公司和宿迁市开盛创业投资有限公司本期工商变更为开源置业下属子公司，从而公司下属一

级子公司由上年底14家变更为11家。2019年1~3月，公司合并范围未发生变动。公司新增子公司规模小，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，应收类款项规模大，未结转工程成本及土地使用权占比高，整体公司资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额354.73亿元，同比下降6.95%，主要体现为货币资金、预付款项和其他应收款减少。从构成上看，流动资产占比84.10%，较上年变化不大。公司资产仍以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36.21	9.50	26.34	7.43	34.24	9.57
其他应收款	130.76	34.30	118.02	33.27	107.96	30.18
存货	131.35	34.46	144.67	40.78	148.85	41.61
其他流动资产	9.67	2.54	6.18	1.74	5.89	1.65
流动资产	318.42	83.53	298.33	84.10	300.20	83.91
投资性房地产	7.20	1.89	7.23	2.04	7.20	2.01
固定资产	10.60	2.78	8.45	2.38	9.08	2.54
在建工程	23.74	6.23	19.15	5.40	19.75	5.52

商誉	7.75	2.03	7.75	2.19	7.75	2.17
非流动资产	62.79	16.47	56.40	15.90	57.56	16.09
资产总额	381.21	100.00	354.73	100.00	357.76	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季度财务报表整理

截至2018年底，公司流动资产298.33亿元，较上年底下降6.31%，主要系货币资金、预付款项和其他应收款减少。公司货币资金为26.34亿元，主要由银行存款（占54.06%）和其他货币资金（占45.94%）构成，其他货币资金主要为用于担保的定期存款或通知存款和担保保证金等，为受限的货币资金，占比较高。公司预付账款0.77亿元，较上年大幅下降，主要系前期预付的拆迁款减少。公司其他应收款为118.02亿元，较上年底下降9.74%，主要系往来款减少所致；其他应收款期末前五大欠款方欠款合计占比48.86%，主要为政府单位和地方国有企业。当期，公司其他应收款计提坏账准备3.07亿元（计提比例2.54%），其中按账龄组合计提坏账准备2.08亿元；按单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款计提坏账准备0.99亿元，系公司与江苏亿泰旅业发展集团有限公司的往来款，目前该欠款方已申请破产，正在清算。公司存货合计144.67亿元，较上年底增长10.14%，其中城建工程成本较上年底增加26.74亿元；开发产品较上年底减少17.83亿元。公司存货主要由城建工程成本（占59.12%）、土地使用权（占31.04%）、开发产品（占6.04%）以及开发成本（占3.66%）构成。其中城建工程项目成本85.53亿元，主要系公司本部与湖滨投资承建的市政工程；土地使用权为44.90亿元，全部为公司通过土地招拍挂所得的商业及工业用地；开发产品8.74亿元，主要为公司已开发完毕并取得完工备案的房地产。公司其他流动资产为6.18亿元，主要为理财产品和委托贷款。其中，委托贷款系下属子公司通过银行对开发区内民营企业发放的贷款，账面价值2.82亿元。

表7 截至2018年底公司其他应收款前五大情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质
宿迁经济技术开发区财政局	31.93	26.37	往来款
湖滨新城财政局	9.60	7.93	往来款
宿迁市新农村建设投资有限公司	9.41	7.77	往来款
宿迁经济技术开发区三棵树乡人民政府	4.88	4.03	往来款
江苏运河置业有限公司	3.34	2.76	往来款
合计	59.16	48.86	--

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司非流动资产合计56.40亿元，较上年底下降10.17%，主要系固定资产和在建工程减少。公司投资性房地产7.23亿元，全部为房屋建筑物。公司固定资产为8.45亿元，同比下降7.70%，主要系处置了部分建筑物。公司在建工程19.15亿元，较上年底减少19.33%，主要系当期公司将湖滨投资签订了代建协议的工程项目调整到“存货”科目。目前公司在建工程中所列主要工程项目为宿迁市保税物流园、骆马湖水环境整治二期和台商产业园。公司商誉7.75亿元，仍主要为2009年宿迁市人民政府将湖滨投资划转为公司子公司，按照评估报告的价值和账面价值的差额确认商誉。

截至2018年底，公司应收类款项合计120.38亿元，占资产总额33.93%。公司应收类款项规模大，对公司资金形成较大占用。

截至2019年3月底，公司资产总额357.76亿元，较上年底略有上升，其中流动资产占83.91%，较上年底变化较小。从主要变动科目看，较上年底，公司货币资金增加7.90亿元，其他应收款减少10.07亿元，存货增加4.18亿元。

截至2019年3月底，公司受限资产合计47.29亿元，占资产总额13.22%，其中受限货币资金27.56亿元；受限土地使用权及房产

19.73亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益变动较小；有息债务规模持续增长，目前债务负担较重，且短期债务规模大，短期偿付压力大。

截至2018年底，公司所有者权益118.02

亿元，较上年底略有增加，主要系少数股东权益增加。较上年底，公司实收资本、资本公积以及其他权益工具等科目均变动较小。

截至2019年3月底，公司所有者权益118.42亿元，较上年底变动较小。较上年底，公司实收资本、资本公积以及其他权益工具等科目均变动较小。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.72	6.34	25.80	10.90	27.22	11.37
应付票据	12.50	4.74	17.13	7.24	16.35	6.83
应付账款	8.28	3.14	6.44	2.72	9.41	3.93
其他应付款	71.55	27.11	37.72	15.94	34.57	14.45
一年内到期的非流动负债	25.60	9.70	37.48	15.83	31.51	13.17
其他流动负债	20.45	7.75	11.98	5.06	13.99	5.85
流动负债	166.72	63.16	142.62	60.25	136.40	56.99
长期借款	29.37	11.13	21.36	9.02	25.21	10.53
应付债券	67.80	25.68	72.26	30.53	77.27	32.28
非流动负债	97.26	36.84	94.09	39.75	102.95	43.01
负债总额	263.98	100.00	236.72	100.00	239.35	100.00
实收资本	22.00	18.77	22.00	18.64	22.00	18.58
资本公积	42.29	36.07	42.40	35.92	42.40	35.80
其他权益工具	12.89	10.99	12.93	10.95	12.93	10.92
未分配利润	12.59	10.74	12.09	10.25	12.21	10.31
少数股东权益	25.24	21.53	26.81	22.72	26.88	22.70
所有者权益合计	117.23	100.00	118.02	100.00	118.42	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季度财务报表整理

截至2018年底，公司负债总额236.72亿元，同比下降10.33%，主要系其他应付款、长期借款减少。公司流动负债、非流动负债分别占比60.25%、39.75%，较上年底，流动负债占比略有下降，公司负债仍以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债合计142.62亿元，同比下降14.45%，主要系其他应付款减少。公司短期借款25.80亿元，同比增长54.26%，主要由抵质押借款(占33.26%)和担保借款(占66.74%)构成。公司应付票据17.13亿元，主要为银行承兑汇票。公司预收款项2.02亿元，较上年底大幅下降，主要为预收购房款。公司其他应付款37.72亿元，较上年底下降47.28%，主要系往来款减少。公司一年内到期的非流动负债为37.48亿元，其中一年内到期的长期借

款21.82亿元；一年内到期的应付债券15.66亿元。公司其他流动负债11.98亿元，为公司2018年发行的超短期融资券“18宿迁经开SCP001”和“18宿迁经开SCP002”。

截至2018年底，公司非流动负债94.09亿元，较上年底下降3.25%，主要系长期借款减少。公司长期借款为21.36亿元(不含一年内到期的长期借款)，较上年底下降27.27%。公司长期借款(含一年内到期的长期借款)中信用借款7.66亿元、担保借款15.21亿元、抵质押类借款20.30亿元。公司应付债券72.26亿元，较上年底增长6.58%，主要系当期公司发行了中期票据“18宿迁经开MTN001”“18宿迁经开MTN003”、定向融资工具“18宿迁经开PPN001”和债券融资计

划“18 苏宿迁经开 ZR001”，募集资金合计 19.50 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 239.35 亿元，较上年底略有增长。从主要变动科目看，公司一年内到期的非流动负债减少 5.97 亿元，长期借款增加 3.85 亿元，应付债券增加 5.01 亿元，其他科目变动较小。

截至 2018 年底，公司全部债务 174.03 亿元，较上年底增长 14.50%，主要系短期债务大幅增加。公司短期债务 80.41 亿元，较上年底增长 46.68%，占比上升至 46.20%。截至 2018 年底，公司资产负债率 66.73%，较上年底下降 2.52 个百分点；长期债务资本化比率 44.24%，较上年底下降 1.08 个百分点；全部债务资本化比率 59.59%，较上年底上升 3.13 个百分点。若将公司其他流动负债、其他应付款中的有息债务部分纳入有息债务核算，公司调整后长期债务资本化比率 44.24%、调整后全部债务资本化比率 61.61%。2019~2021 年，公司到期债务分别为 95.74 亿元、85.90 亿元和 26.89 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 177.56 亿元，较上年底增长 2.03%，其中短期债务占比下降至 42.28%。公司资产负债率 66.90%，较上年底变动较小；公司长期债务资本化比率 46.39%，较上年底上升 2.16 个百分点；公司全部债务资本化比率 59.99%，较上年底变动较小。若将公司其他流动负债、其他应付款中的有息债务部分纳入有息债务核算，公司调整后长期债务资本化比率 46.39%、调整后全部债务资本化比率 62.21%。同时，考虑到公司其他权益工具中永续中票规模较大，公司债务负担较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，由于房地产销售收入的增加，公司营业收入大幅增长；公司利润形成仍对财政补贴依赖程度高，盈利能力弱。

2018 年，公司实现营业收入 33.60 亿元，较上年增长 38.72%，主要系房地产销售收入增加。同期，公司营业成本较上年增长 48.42%，

大于营业收入降幅。2018 年，公司营业利润率为 4.64%，较上年下降 9.08 个百分点。

2018 年，公司期间费用为 3.78 亿元，较上年略有上升，仍主要由财务费用（占比 70.64%）和管理费用（占比 27.32%）构成。公司期间费用占营业收入比重由上年 13.64% 下降至 11.25%。公司对期间费用控制能力尚可。

2018 年，公司获得建设项目补贴、标准厂房运营补贴、农村公路提档升级工程省级引导资金等合计 4.32 亿元，在其他收益科目中体现。同期，公司利润总额为 2.22 亿元，较上年变动较小。公司利润的形成对财政补贴依赖大。

2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.68% 和 1.74%，较上年变动较小。公司盈利能力弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.24 亿元，同比增长 8.74%；利润总额 0.21 亿元，同比下降 29.77%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流量净额受工程结算以及往来款影响较大，公司收现质量有所下降；投资活动现金流规模较小；筹资活动现金流规模大，筹资活动现金流净额由正转负。

经营活动方面，2018 年公司经营活动现金流入量为 105.83 亿元，较上年增长 10.49%。其中公司收到的其他与经营活动有关的现金 80.09 亿元，较上年增长 11.33%，主要为补贴款及往来拆借款；销售商品、提供劳务收到的现金 25.73 亿元，较上年增长 7.96%，主要为收到的城建工程款。当期，公司现金收入比为 76.59%，较上年下降 21.82 个百分点，公司收入实现质量有所下降。公司经营活动现金流出量 101.93 亿元，较上年增长 6.80%。其中公司支付的其他与经营活动有关的现金 72.61 亿元，较上年增长 8.20%，主要为往来款支出；购买商品、接受劳务支付的现金 27.96 亿元，较上年增长 5.18%，主要为支付的城建工程款。2018

年,公司经营活动现金流量净额 3.90 亿元,较上年大幅增长。

投资活动方面,2018 年,公司投资活动现金流入规模仍较小,为 0.62 亿元;投资活动现金流出较上年大幅减少,为 5.25 亿元,其中投资支付的现金 1.13 亿元;购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 4.13 亿元。当期,公司投资活动现金流量净额为-4.64 亿元。

筹资活动方面,2018 年,公司筹资活动现金流入 72.48 亿元,较上年减少 33.04%,主要来自借款及发行债券所收到的现金。公司取得借款收到的现金 40.10 亿元,较上年增长 7.87%;发行债券收到的现金 31.40 亿元,较上年下降 46.03%。同期,筹资活动现金流出为 80.79 亿元,较上年减少 12.44%,主要为偿还债务支付的现金。公司偿还债务支付的现金为 67.93 亿元,较上年下降 16.47%;分配股利、利润或偿付利息支付的现金 12.86 亿元,较上年增长 17.58%。当期,公司筹资活动现金流量净额由正转负,为-8.31 亿元。

2019 年 1~3 月,公司经营活动现金流入 37.13 亿元,其中销售商品提供劳务收到的现金 7.45 亿元;收到其他与经营活动有关的现金 29.68 亿元。公司经营活动现金流出 32.50 亿元,其中购买商品、提供劳务支付的现金 7.99 亿元;支付其他与经营活动有关的现金 23.81 亿元。当期,公司经营活动现金流净额为 4.63 亿元。公司投资活动现金流量净额为-0.59 亿元。公司筹资活动现金流入 17.08 亿元,主要来自银行借款及发行债券收到的现金;筹资活动现金流出 15.69 亿元,主要体现在偿还债务支付的现金。当期,公司筹资活动现金流量净额为 1.39 亿元。

5. 偿债能力

公司短期债务规模大,短期偿债压力大。考虑到公司所获外部支持力度较大,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标来看,截至 2018 年底,

公司流动比率 209.17%,较上年底上升 18.18 个百分点;速动比率 107.74%,较上年底下降 4.47 个百分点。2018 年,公司经营现金流动负债比 2.73%,经营活动产生的现金流量净额对流动负债基本无保障能力,截至 2019 年 3 月底,公司流动比率、速动比率分别上升至 220.10%和 110.96%。公司现金类资产(剔除受限类资金后)19.66 亿元,为短期债务的 0.26 倍,覆盖能力弱。公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看,2018 年公司 EBITDA 为 6.20 亿元,较上年略有增长。公司调整后全部债务/EBITDA 为 30.52 倍,EBITDA 对全部债务的保障能力弱。

截至 2019 年 3 月底,公司共获得银行授信额度合计 71.28 亿元,已使用 40.93 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 3 月底,公司对外贷款担保余额合计为 54.16 亿元,担保比率为 45.74%,公司担保比率高。被担保公司多为经开区及湖滨新区内的国有企业,但也存在部分民营企业,目前被担保公司经营正常。公司存在一定的或有负债风险。

考虑到,公司所获外部支持力度较大,公司整体偿债能力很强。

6. 母公司财务概况

母公司资产、负债以及经营收入占合并口径比例适中;母公司债务负担较重,盈利能力弱。

截至 2018 年底,母公司资产总额 204.23 亿元,占合并报表资产总额的 57.57%,母公司资产构成同合并口径相近,主要由其他应收款、存货以及长期股权投资构成。

截至 2018 年底,母公司所有者权益合计 61.67 亿元,占合并报表所有者权益的 52.25%。母公司所有者权益主要由股本、其他权益工具、资本公积构成。

截至 2018 年底,母公司负债合计 142.57 亿元,占合并报表负债总额的 60.23%。母公司债

务构成同合并口径相近，主要由短期借款、其他应付款和应付债券构成。截至2018年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为69.81%、59.43%，母公司债务负担较重。

2018年，母公司实现营业收入14.34亿元，占合并报表营业收入的42.68%；利润总额为0.41亿元，占合并报表利润总额的18.47%。母公司净资产收益率0.70%，母公司盈利能力弱。

九、存续债券偿债能力

公司一年内到期应付债券规模较大，短期偿债压力大；公司经营活动现金流入对存续期内债券集中偿付本金的覆盖程度较高，同时考虑到永续期含权中期票据规模较大以及公司外部支持力度较大，公司对存续期内债券的偿还保障能力很强。

截至2018年底，公司一年内到期兑付债券15.71亿元，2020年可能将达到存续债券待偿本金峰值39.40亿元³。截至2018年底，公司非受限现金类资产对一年内到期债券余额覆盖程度尚可；经营活动现金流入量对公司未来待偿本金峰值覆盖程度覆盖程度较高；经营活动现金流量净额以及EBITDA对公司未来待偿本金峰值覆盖程度低。考虑到永续期含权中票规模较大(13.00亿元)以及公司外部支持力度较大，公司对存续期内债券的偿还保障能力很强。

表9 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	15.71
未来待偿债券本金峰值	39.40
非受限现金类资产/一年内到期债券余额	1.25
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.69
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.10
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.16

资料来源：根据公司审计报告整理

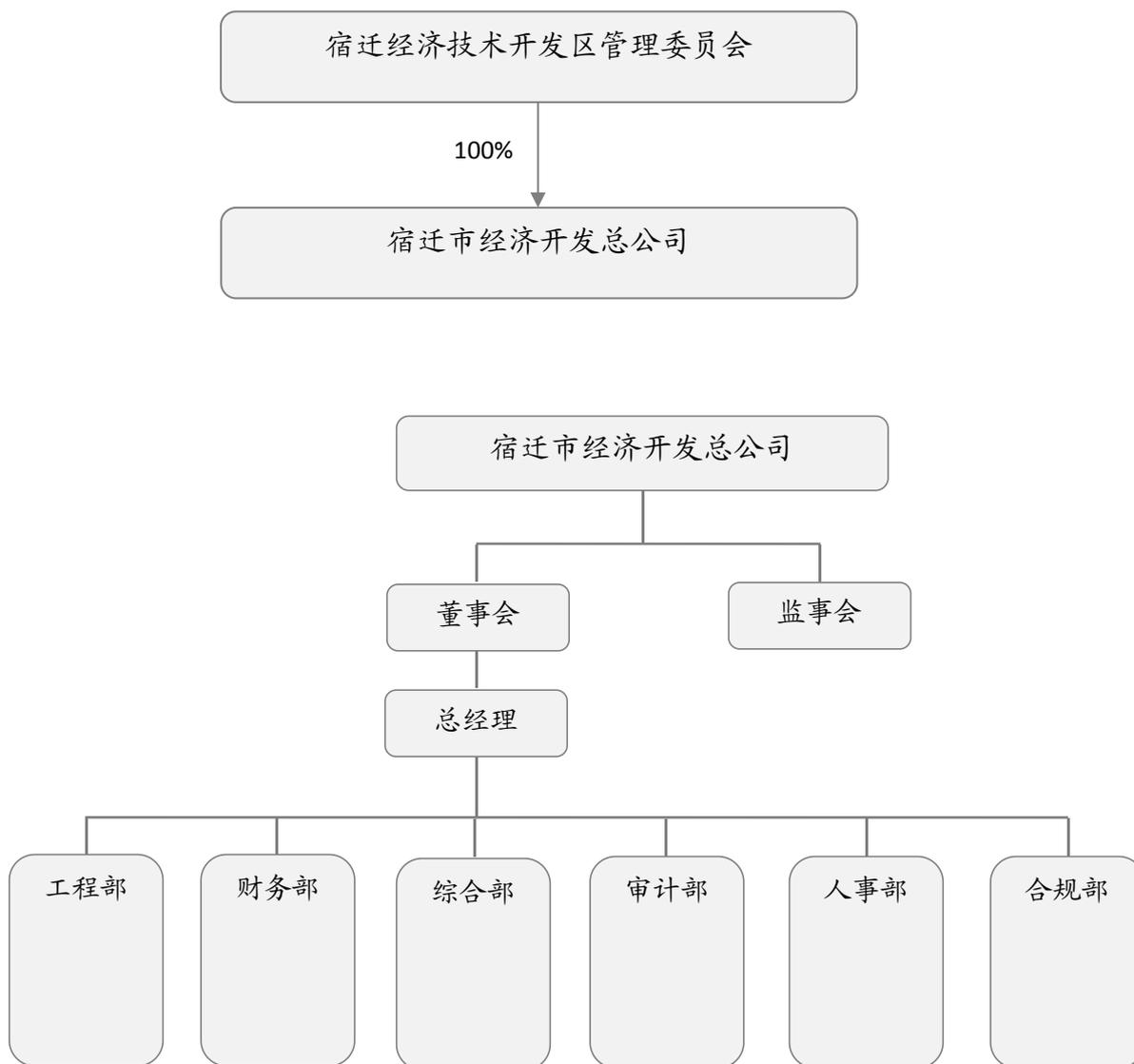
³ 到期债券为“17宿迁经开PPN001”“15宿迁经开MTN001”“18宿迁经开PPN001”“17宿迁经开MTN001”“17宿迁经开MTN002”以及“17宿迁开发债”和“17湖滨01债”的分期偿还部分等。其中“17宿迁经开MTN001”“17宿迁经开MTN002”为含权中票，期限均为3+N年，假设该含权中票在2020年全部赎回。

此外，公司“17宿开发/17宿迁开发债”由中证信用增进股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公司评估，中证信用增进股份有限公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，增强了本期债券本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“15宿迁经开MTN001”“17宿迁经开MTN001”“17宿迁经开MTN002”“18宿迁经开MTN001”和“18宿迁经开MTN003”的信用等级为AA，维持“17宿开发/17宿迁开发债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 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)	35.40	36.25	26.34	34.24
资产总额(亿元)	369.42	381.21	354.73	357.76
所有者权益(亿元)	102.10	117.23	118.02	118.42
短期债务(亿元)	49.65	54.82	80.41	75.08
调整后短期债务(亿元)	65.33	78.63	95.74	92.43
长期债务(亿元)	75.51	97.17	93.62	102.48
调整后长期债务(亿元)	113.66	97.17	93.62	102.48
全部债务(亿元)	125.17	151.99	174.03	177.56
调整后全部债务 (亿元)	178.99	175.80	189.36	194.90
营业收入(亿元)	30.93	24.22	33.60	7.24
利润总额(亿元)	4.49	2.23	2.22	0.21
EBITDA(亿元)	8.76	5.78	6.20	--
经营性净现金流(亿元)	-13.26	0.35	3.90	4.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	41.37	48.40	22.79	--
存货周转次数(次)	0.21	0.16	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.06	0.09	--
现金收入比(%)	79.57	98.41	76.59	102.96
应收类款项/资产总额(%)	37.81	34.44	33.93	30.90
营业利润率(%)	16.05	13.72	4.64	15.62
总资本收益率(%)	2.88	1.72	1.68	--
净资产收益率(%)	4.46	1.88	1.74	--
长期债务资本化比率(%)	42.51	45.32	44.24	46.39
调整后长期债务资本化比率(%)	52.68	45.32	44.24	46.39
全部债务资本化比率(%)	55.07	56.46	59.59	59.99
调整全部债务资本化比率(%)	63.68	59.99	61.61	62.21
资产负债率(%)	72.36	69.25	66.73	66.90
流动比率(%)	204.07	190.99	209.17	220.10
速动比率(%)	121.45	112.20	107.74	110.96
经营现金流动负债比(%)	-8.64	0.21	2.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.29	26.28	28.05	--
调整全部债务/EBITDA(倍)	20.44	30.39	30.52	--

注：2019年第一季度财务报表未经审计；调整后短期债务=短期债务+其他应付款中的有息债务+其他流动负债；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务

附件 3 中证信用增进股份有限公司 2019 年主体长期信用评级报告

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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	营业利润/营业收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 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 5-3 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

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《中证信用增进股份有限公司 2019 年主体长期信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。



信用等级公告

联合〔2019〕1591号

联合资信评估有限公司通过对中证信用增进股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定中证信用增进股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月十四日



中证信用增进股份有限公司

2019年主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间

2019年6月14日

主要数据

项目	2018年末	2017年末	2016年末
资产总额(亿元)	97.31	110.91	63.65
负债总额(亿元)	36.51	51.23	19.29
所有者权益(亿元)	60.80	59.68	44.36
增信余额(亿元)	436.77	479.00	212.19
净资产增信倍数(倍)	7.18	8.03	4.78
净资本增信倍数(倍)	11.65	17.09	8.08
净资本比率(%)	61.66	46.95	59.17
净资本覆盖率(%)	95.36	65.00	137.44
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入(亿元)	11.54	7.96	4.77
利润总额(亿元)	3.97	3.44	2.70
净利润(亿元)	3.31	2.96	2.20
平均资产收益率(%)	3.18	3.40	3.73
平均净资产收益率(%)	5.50	5.70	5.06

资料来源: 公司审计报告和提供资料, 联合资信整理

注: 如无特别说明, 本报告财务数据均为合并报表口径

分析师

高龙 谢冰妹

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

中证信用增进股份有限公司(以下简称“公司”)成立于2015年5月,系经中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)同意,由安信证券股份有限公司、中国人保资产管理有限公司、前海金融控股有限公司、东方财富信息股份有限公司等20家股东共同出资设立的专业信用服务机构。公司资本实力强,且拥有强大的股东背景以及明确的市场定位与发展战略,基本形成了内控与风险管理架构,经营管理层具有较强的专业素质。近年来,公司业务实现稳步发展,市场竞争优势明显,收入来源趋于多元化,盈利水平稳步提升。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;与政府融资平台合作较多,此类客户近年来受监管政策影响较大,需关注相关业务风险;投资资产规模较大,在经济下行、债券违约率上升的背景下,需关注相关信用风险。

联合资信评估有限公司确定中证信用增进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的综合代偿能力极强,违约风险极低。

优势

1. 公司战略目标清晰,作为立足资本市场的专业化信用增进和风险管理机构,依托证券行业,未来拥有较大的市场发展空间。
2. 公司资本实力强,股东背景强大,在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大。
3. 公司经营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。
4. 公司业务实现稳步发展,市场竞争优势明显,收入来源趋于多元化,盈利水平稳步提升。

关注

1. 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。
2. 公司与政府融资平台合作较多，此类客户近年来受监管政策影响较大，需关注相关业务风险。
3. 公司投资资产规模较大，在经济下行、债券违约率上升的背景下，需关注相关信用风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中证信用增进股份有限公司（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、该公司信用等级自 2019 年 6 月 14 日至 2020 年 6 月 13 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。

中证信用增进股份有限公司

2019年主体长期信用评级报告

一、主体概况

中证信用增进股份有限公司(以下简称“公司”)成立于2015年5月,经中国证监会同意,由安信证券股份有限公司、中国人保资产管理有限公司、前海金融控股有限公司、东方财富信息股份有限公司等20家股东共同发起设立,初始注册资本33.00亿元,均为货币出资。2015年7月,公司向中国人民保险集团股份有限公司、恒生电子股份有限公司等5家股东增资扩股8.00亿股;2017年8月,公司向深圳市承信管理咨询合伙企业增资扩股0.41亿股;2017年10月,公司向东吴证券股份有限公司、浙江永强集团股份有限公司等7家机构增资扩股4.45亿股。截至2019年3月末,公司股本总额为45.86亿元,公司股东及持股情况见表1。

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	东吴证券股份有限公司	2.25	4.91
2	安信证券股份有限公司	2.00	4.36
3	东方证券股份有限公司	2.00	4.36
4	光大证券股份有限公司	2.00	4.36
5	广发证券股份有限公司	2.00	4.36
6	国泰君安证券股份有限公司	2.00	4.36
7	国元证券股份有限公司	2.00	4.36
8	中泰证券股份有限公司	2.00	4.36
9	中国人保资产管理有限公司	2.00	4.36
10	中国人民保险集团股份有限公司	2.00	4.36
11	中国太平洋人寿保险股份有限公司	2.00	4.36
12	前海金融控股有限公司	2.00	4.36
13	佛山市顺德区新碧贸易有限公司	2.00	4.36
14	深圳市天图创业投资有限公司	2.00	4.36
15	珠海横琴中科白云中证股权投资合伙企业(有限合伙)	2.00	4.36
16	深圳市新涪资本投资企业(有限合伙)	2.00	4.36
17	深圳市涪禾资本投资企业(有限合伙)	1.90	4.14

18	嘉兴华懂投资合伙企业(有限合伙)	1.60	3.49
19	兴业证券股份有限公司	1.00	2.18
20	恒生电子股份有限公司	1.00	2.18
21	浙江永强集团股份有限公司	1.00	2.18
22	深圳天图兴鹏大消费产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	0.80	1.74
23	深圳市帕拉丁一期股权投资合伙企业(有限合伙)	0.80	1.74
24	鸿博股份有限公司	0.65	1.42
25	珠海横琴零壹沃士九号投资合伙企业(有限合伙)	0.60	1.31
26	国信证券股份有限公司	0.50	1.09
27	海通证券股份有限公司	0.50	1.09
28	海城市平海投资合伙企业(有限合伙)	0.50	1.09
29	东方财富信息股份有限公司	0.50	1.09
30	北京万通地产股份有限公司	0.50	1.09
31	深圳市普路通供应链管理股份有限公司	0.50	1.09
32	深圳市承信管理咨询合伙企业(普通合伙)	0.41	0.89
33	深圳金领域全球生物科技合伙企业(有限合伙)	0.40	0.87
34	北京康乐安投资管理中心(有限合伙)	0.35	0.76
35	深圳市君达瑞投资合伙企业(有限合伙)	0.10	0.22
合计		45.86	100.00

数据来源:公司提供资料,联合资信整理

公司经营范围包括:各类信用主体及债项产品信用增进;征信业务和信用评级;股权、债券及金融衍生品投资;增信产品的创设和交易;增信基金设立与运营管理;信用受托管理及咨询;其他与信用增进相关的私募投资业务等。

公司设立综合管理部、资金财务部、风控法务部、信息数据中心、战略发展部、信用评级事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、固定收益事业部、投资管理事业部、资产管理事业部和线上产品事业部十三个部门(事业部),并设立北京分公司。公司下设中证信用增进(上海)资产管理有限公司、中证信资本管理(深圳)有限公司、中证征信(深圳)有限公司(以下简称“中证征信”)、

中证信用云科技（深圳）股份有限公司、中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）、中证商业保理（天津）有限公司 6 家子公司。公司组织架构图见附录 1。

截至 2018 年末，公司资产总额 97.31 亿元，负债总额 36.51 亿元，所有者权益 60.80 亿元；增信余额 436.77 亿元。2018 年，公司实现营业收入 11.54 亿元，其中增信业务收入 3.21 亿元，投资收益 4.92 亿元；净利润 3.31 亿元。

注册地址：深圳市前海深港合作区前湾一路 1 号 A 栋 201 室（入驻深圳市前海商务秘书有限公司）

法定代表人：牛冠兴

二、营运环境分析

1. 宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条

件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结

合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高速增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长

7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周

期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，

居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

表 2 宏观经济主要指标

单位：%、亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP 增长率	6.6	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI 增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI 增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2 增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7
社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

2. 行业分析

(1) 行业概况

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。

（2）监管政策

为规范和促进信用增进行业的健康发展，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

截至2019年3月末，公司注册资本45.86

亿元，均为货币资金。公司作为一家专业信用服务机构，已加入中国证券业协会、中国银行间市场交易商协会、中国互联网金融协会，并严格按照协会要求进行自律管理，公司各项业务均依法合规开展。公司股东包括大中型券商、保险公司、互联网上市公司以及深圳前海金融控股平台等，多元化的股权设置有助于公司建立现代化的公司治理结构以及市场化运营机制。此外，强大的股东背景使公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大。

公司搭建了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构。股东大会是公司最高权力机构，由全体股东组成。自成立以来，公司召开多次股东大会，审议通过了修订公司章程、增资扩股、董监事变动、年度财务预决算报告、董监事会工作报告、利润分配方案等议案，确保各股东对重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由10名董事组成，设董事长1名，由全体董事选举产生。公司董事长牛冠兴先生曾任招商证券总裁、广东证券托管组组长、安信证券董事长、中国证券业协会副会长，现任公司首席执行官，具有丰富的专业背景和管理经验。自成立以来，公司董事会召开多次会议，审议并通过了选举董事长、聘任高级管理层人员、增资扩股、设立子公司、中长期发展规划以及制度修订等重要议案。

公司监事会由18名监事组成，其中股东代表监事13名，职工监事5名，股东代表监事由股东大会选举产生，职工监事由职工代表选举产生；设监事会主席1名，由全体监事选举产生。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。自成立以来，公司监事会召开多次会议，审议并通过了监事会议事规则、监事会工作报告、财务决算报告、利润分配方案等重要议案。

公司经营管理层实施执行委员会议事制度，对日常经营及重大事项进行决策。公司执

行委员会由董事长（执行委员会主任）、首席执行官（执行委员会副主任）、首席增信官、财务总监以及战略总监组成，经营管理层成员均由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担任，确保公司具备较高的专业化运作水平。

总体看，公司搭建了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构，高级管理人员具有丰富的专业背景和管理经验，各治理主体能够履行各自职责，公司治理水平逐步提升。

2. 内部控制

公司依据规范、专业、精简、集约的原则对内部组织架构进行初步规划，设立了综合管理部、资金财务部、风控法务部、信息数据中心、战略发展部、征信评级事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、固定收益事业部、投资管理事业部、资产管理事业部和线上产品事业部共 13 个一级部门（事业部），基本建立了前、中、后台相互分离的组织架构。

从业务体系来看，公司设立征信评级事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、资产管理事业部等业务部门。其中，征信评级事业部主要负责制定并组织实施企业信用风险管理业务；基础增信事业部、创新增信事业部主要负责开展公司债券、企业债券、中期票据和项目收益票据等公（私）募产品的增信业务以及信托计划、资产管理计划等非标准金融产品增信业务，并开展供应链金融、资产支持票据、信托计划等各类结构化金融产品增信业务；互联网信用事业部重点针对消费金融、中小企业等主体开展各类结构化金融产品增信业务以及信用产品和风险缓释工具的创设和交易等；资产管理事业部主要负责开展债务重组、财富管理等信用服务业务以及结构化增信基金的设立与管理等工作；线上产品事业部负责实现产品线上服务化，负责线上金

融借贷产品的设计、风险管理、渠道业务拓展、产品运营支持以及牵头搭建供应链金融和互联网数字资产的互联网交易市场。公司投资业务主要由固定收益事业部、投资管理事业部负责，前者以自有资金保值增值为核心，开展以固定收益为主要投资方向的投资顾问资产管理业务；后者以追求风险可控、持续稳定的绝对收益为目标，开展以权益投资为主要投资方向的投资顾问资产管理业务。

风控法务部负责制定风控合规相关制度并组织实施，建立与完善全面风险管理体系，对公司经营活动的合规性、全面风险管理和内部控制的有效性进行独立稽核和评价，以及公司法律相关事务等工作。

近年来，公司不断建立健全财务制度、会计制度、全面风险管理基本制度、人力资源制度、项目评审和投资决策、募集资金使用管理办法和关联交易计价办法等制度体系，并对增信、投资业务实行分类分级管理，做好业务全过程的监控与风险管理，加强项目的跟踪评审，提升风险把控能力。但随着公司业务的开展，公司内部管理架构仍需不断完善，内审稽核体系尚待逐步建立。

3. 发展战略

近年来，公司立足资本市场，依托证券行业，以信用为核心，开展征信评级、信用增进、信用产品和风险缓释工具创设与交易、资产管理和债务重整等信用价值链业务，同时围绕个人、产品、机构、平台开发信用产品和服务，为资本市场参与主体提供专业化和差异化的信用风险管理服务，致力于成为信用行业的领先者，收入和利润每年平稳增长，实现股东资本增值。

2019 年，为进一步提升核心竞争力，公司启动了国际化战略和科技化战略。在国际化战略布局方面，公司评级业务已获得香港证券监督管理委员会颁发的评级牌照并进入了香港国际市场，同时建立并公布了国际评级方法论，

为中国企业境外发债提供评级服务；另一方面，公司将全面输出信用风险管理能力，为债券通中的境外投资机构提供专业化的信用综合服务。在科技化战略方面，公司力图通过“数据驱动、科技引领”的方式改变传统信用风险管理模式，通过打造全方位覆盖政府、企业、个人及产品的信用风险管理科技平台，满足资本市场和实体经济的发展需求。为实现以上科技化战略目标，公司拟定了7项重点科技基建项目，包括信用云平台、数据服务开放平台、区块链服务平台、核心信用数据库、基于AI的预警平台、信用内评引擎、集团科技PR等，其中信用云平台是公司统一的信用科技基础设施，作为公司信用科技服务体系的科技引擎和线上载体，将涵盖内评、外评、增信等服务模块，通过渐进式整合将各类数据进行汇聚，实现互联互通，提高资源配置效率，进而为业务发展提供有力支撑。

总体看，公司资本实力强，且在业务开展、资本补充及风险抵御等方面获得股东支持的可能性较大；高级管理人员具备较高专业水平，公司战略规划清晰，客户定位明确，以上因素都将有助于公司未来业务的发展。近年来，公司在公司治理、人力资源配置等方面进一步健全与完善，中长期发展规划、经营模式和内控水平能够满足当前业务发展的需求。

四、主要业务经营分析

公司在成立初期，即设立了基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、资产管理事业部、征信评级事业部等业务部门。经过近年来的发展，公司明确了“领先的信用科技综合服务商”的战略定位，形成了信用增进、信用风险管理和信用资产交易管理服务三大业务板块，数据和科技手段明显提升，逐步形成了具有自身特色的业务体系。

1. 增信业务

根据增信业务类型的划分，公司增信品种

可分为借款类增信、金融产品类增信和债券类增信业务，受保本基金产品被停止审批的影响，公司已退出保本基金增信业务。其中，借款类增信业务为个人信用贷款和银行小微企业贷款增信；债券类增信业务为企业债、公司债和证券公司次级债增信；金融产品类增信业务主要为消费金融公司信托计划、企业资产证券化产品、融资租赁债权、理财计划增信等（见附录2：表1）。

面对复杂的外部经营环境以及外部监管政策的持续收紧，公司积极调整增信业务发展方向，立足“小额、分散、可控”的业务理念：一是稳健经营消费金融增信业务，立足监管政策要求和公司经营取向，在深挖存量项目的同时，积极捕捉优质资源，与行业龙头平台开展合作，多渠道、多角度地探索和优化交易结构，实现消费金融类业务覆盖的场景日益丰富；二是着力推进小微企业增信业务，在积极探索业务模式的同时开展试点工作，充分发挥公司在数据和科技领域的专长，为小微企业提供与之相匹配的信用服务；三是在供应链金融方面，深入研究优质行业供应链模式及介入机会，以大型央企、新经济体、优质核心企业为依托，落地了爱奇艺、普天太力等典型项目，并全资设立中证商业保理（天津）有限公司，开展应收账款类供应链金融业务，进一步延伸集团业务格局；四是在结构化产品方面，与工行、建行、农行等大型商业银行总行开展持续化和批量化的信贷资产ABS合作，业务规模显著上升。

在宏观经济下行背景下，公司久期较短的金融产品类增信业务于下半年陆续到期，加之公司原有的保本基金增信业务自然到期并完全退出，整体增信业务规模有所下降。截至2018年末，公司增信责任余额436.77亿元，其中债券增信责任余额386.00亿元，主要为城投公司企业债；金融产品增信责任余额44.46亿元，借款类增信业务余额6.31亿元。公司增信业务收入在合同期限内平均分摊，由于之前年度项

目积累较多，2018 年公司增信业务收入快速增长。2018 年，公司实现增信业务收入 3.21 亿元，占主营业务收入的 53.79%。

2. 投资及资产管理业务

面对当前的市场环境，公司采取稳健的投资策略，坚持在保证资产流动性和增信业务代偿能力的前提下，以追求风险可控、持续稳定的绝对收益为目标，以低风险的固定收益资产投资为主，形成以可预期的稳定现金流为价值基础的低风险组合投资的投资理念。为促进投资业务的稳健、持续发展，公司投资决策遵循“统一领导、分层授权”的原则，实行公司执行委员会及其下属委员会、分管领导、部门总经理及其决策小组三层决策体系。公司投资类资产类别主要包括基金、债券、信托计划、资产管理计划、理财产品和委托贷款，另有少量股权投资、国债逆回购和衍生品投资。2018 年，受宏观经济下行的影响，公司投资资产规模有所下降；截至 2018 年末，投资资产净额 87.69 亿元，占资产总额的 90.12%。

在资产管理业务方面，公司不断探索资产管理新模式，形成债务重整、类资产证券化、基金发行与管理三大业务模块，并与众多机构在资金端、资产端、服务端、系统平台等多维度进行对接，搭建债务重整服务联盟、供应链新金融联盟，形成合作生态圈。此外，公司与招商局集团、中国平安人寿保险股份有限公司、深圳市投资控股有限公司共同发起设立深圳市地方 AMC，为公司资管业务开启新局面。近年来，公司资产管理业务除在中介类业务进行尝试外，还围绕公司战略对消费金融类增信主体提供资金支持服务，在创造现金流的同时提升公司的业务协同。另外，公司不断增强主动管理能力，通过搭建各类型基金积极寻找外部资金资源，并通过项目运作厘清不良资产收购、重整、处置等环节的关键要素和重要风控点，不断提升估值定价能力。2018 年，公司实现受托资产管理收入 0.20 亿元，占主营业务收入的

3.39%。

3. 信用评级类业务

为进一步完善公司信用价值链，加快公司战略布局和业务拓展，提升公司信用管理和服务能力，2017 年，公司通过增资和购买其他股东股权的方式持有中证鹏元 51.01%的股权，实现了评级业务的战略性布局。近年来，中证鹏元和中证征信围绕风险识别、度量、评级、监测和预警不断开展工作。2018 年，中证鹏元不断强化监管合规及评级质量，完善评级体系和方法，强化投资者服务；与此同时，中证鹏元主动调整业务方向，加大对上市公司、结构融资产品和创新业务拓展力度，并积极拓展境外评级业务。2018 年，公司实现评级业务收入 1.45 亿元，占主营业务收入的 24.29%。

中证征信以内评业务为主，坚持数据驱动、科技引领的思路，强化内评系统建设和科技能力输出。2018 年，中证征信债券内评和监管服务业务取得了较快发展，债券内评产品 Credit Master 累计签单中国人寿、招商银行、国信证券等多家金融机构，对应资产管理规模超过 8 万亿，通过方案的落地和产品的运营，形成了一套经过大型金融机构检验的、可商业化的企业级应用系统，底层数据涵盖发行主体的财务、经营、预警等多个方面，同时搭建完毕了标准的信用风险计量模型。在监管服务方面，中证征信以数据基础和科技能力为支撑，深挖监管机构需求，2018 年相继签约深圳人行互联网理财 APP 风险监测项目、深圳证监局上市公司脸谱风险预警项目、私募基金舆情监测项目。

2018 年，公司实现数据服务收入 0.15 亿元，占主营业务收入的 2.43%。

4. 信用科技类业务

公司信用科技类业务分为数据风控业务和数据服务业务。近年来，公司致力于围绕数据、技术、平台和人才等方面，促进信用科技类业务的发展，同时不断构建信用价值链，提升风

控能力。

数据风控业务层面，公司主要开展了以下工作：在消费金融业务方面，中证信用云形成了一套较为完整的数据模型体系，模型涵盖信用风险评估、授信、贷中及贷后管理、不良资产评估、二手车资产估价等；同时不断完善运营风控，积累了包括权证管理、视频查验、GPS监控等运营监控经验，实现绝大多数项目的运营监控及报表的自动化和线上化。中小微业务方面，通过不断分析和探索，公司确立了依托于核心企业的应付类资产和数据资产，为资金方、资产服务机构等提供底层资产形成方案和资产流通解决方案的业务发展模式；形成了“基础信用+中小微信用+供应链信用”的三层风险评估体系；同时加快平台建设，已基本搭建成型由中证征信自主开发的资产流通服务平台，可支持保理公司等机构进行资产管理、筛选打包、资产流通服务，满足电票、医院、核心企业应收（付）账款等多种类型资产的快速接入，支持银行表内、信托、资管计划以及ABS多种资金对接方式，实现资金资产的高效精准匹配，并持续探索基于数据矩阵驱动的线上小企业金融服务模式。

在数据服务业务方面，中证征信着力基础数据服务的标准化、商业化以及大数据平台建设，将数据服务推向市场；不断丰富数据产品及服务功能，实现工商信息、关联图谱、舆情监测等功能的进一步完善，为集团各项业务提供有效支撑；同时随着网页版和移动端版本相继上线，逐步将原始数据产品化，目前数据平台已初具规模，数据生产系统和质控系统已初步建成，为数据服务的稳定运营提供了有效保障。2018年，公司实现信用管理服务收入0.19亿元，占主营业务收入的3.16%。

总体看，在宏观经济下行背景下，公司久期较短的金融产品类增信业务集中到期，加之公司原有的保本基金增信业务自然到期并完全退出，整体增信业务规模有所下降。依托对市场较强的敏锐度和适应力，公司信用科技类业

务实现快速发展，市场竞争优势明显。未来，公司业务将继续以信用为核心，不断完善从风险的识别、度量、评级、监测、预警，到信用增进及不良资产处置的全信用价值链，实现业务的持续健康发展。

五、风险管理分析

1. 风险管理体系

公司秉持“制度先行”的原则，在成立之初制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险和操作风险等各类潜在风险在内的全面风险管理政策，初步搭建了全面风险管理组织架构。公司董事会对全面风险管理的有效性承担最终责任；公司经营管理层对全面风险管理的有效性承担主要责任；公司每位员工应全面了解与其岗位职责相关的各类风险，及时识别、评估、应对及报告相关风险，对全面风险管理的有效性承担直接责任。

公司规定对信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险、技术风险、合规风险、法律风险、声誉风险、道德风险等实施风险管理全覆盖，包括从风险识别、评估、监测到控制、缓释、报告的风险全流程管理。公司按照制度授权与单项授权相结合的原则，建立健全授权管理制度，明确授权的范围、方式、权限、时效和责任，并建立相应的授权反馈机制，确保授权管理有效落实。对于重大业务和事项，公司实行集体决策审批或联签制度，个人不得单独进行决策或擅自改变集体决策。公司致力于建立以定量方法为主的风险监控指标体系，支撑业务可持续的信息技术系统，迅速、有效的风险应对机制，以及母子公司管理和考核考评机制等。

公司建立了以《全面风险管理制度》为纲领，以《信用增进业务管理暂行办法》《经营性投资业务管理暂行办法》《债务重整服务业务管理暂行办法》《风险准备金计提管理暂行办法》和《子公司管理办法》等各项业务管理办法为

支撑的多层次风险管理制度体系。在上述制度体系基础上，风控法务部组织编写《地方政府融资平台信用增进业务立项标准》《信用增进业务项目评价报告撰写指引》《信用增进业务尽职调查工作规程》《信用增进业务质量控制会议事规程》《信用增进业务立项报告》等工作指引，规范业务操作风险。

公司制定了会计制度和财务制度，就会计核算、财务管理等方面做出具体规定。公司实行“集中核算，统一管理”的财务管理体制，即总公司资金财务部统一负责总部及各分支机构的会计核算和财务管理工作。公司建立健全包括识别、计量、监测和控制等内容的财务风险控制体系，明确财务风险管理的权限、程序、应急方案和具体措施，以及财务风险形成当事人应承担的责任，防范和化解财务风险。

总体看，公司初步搭建了全面风险管理框架，明确了各层级的风险管理职责，为下一步开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。

2. 增信业务分析

近年来，公司主要针对资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展增信业务。公司增信业务主要集中于外部评级 AA 及以上级别的企业客户，上述客户增信责任余额占比达到 90%以上（见附录 2：表 2）。

公司增信业务客户主要分布在政府融资平台、金融等行业。截至 2018 年末，公司公用事业增信余额为 287.89 亿元，占增信责任余额的比例为 65.91%，存在一定行业集中风险。从增信余额的客户分布情况来看，2018 年末公司单一最大客户增信余额 50.00 亿元，为公司净资产的 0.82 倍，该笔增信项目客户为中国东方资产管理股份有限公司的全资孙公司；最大五家客户增信余额合计 162.00 亿元，为公司净资产的 2.66 倍，存在一定客户集中风险。从到期期限分布上看，公司增信项目期限主要分布于 3 年以上（见附录 2：表 3）。

公司开展增信业务时采取了较为严格的风控措施。对于地方政府融资平台项目，公司根据融资平台隶属的政府行政级别、经济财政实力以及债务负担状况，制定了严格的准入标准，原则上为市级以上平台。此外，公司要求交易对手提供充足有效的风险缓释措施，如其他主体信用等级较高的企业提供连带责任保证、应收账款质押、土地使用权及在建工程抵押、差额补足承诺函等。针对房地产类融资项目，公司对融资主体制定了严格的准入标准，目前仅选择行业排名前二十，国有背景的放宽至排名前五十的房企进行合作，交易对手的资本实力较为雄厚。同时，公司要求交易对手提供充足有效的风险缓释措施，如控股股东、母公司提供连带责任保证或差额补足承诺函、项目公司股权质押、项目土地抵押等，以控制项目风险敞口。在后续管理上，公司要求项目经办人定期或不定期进行现场或非现场跟踪，持续关注项目风险变化，发现风险及时采取有效措施控制风险。截至 2018 年末，公司增信业务未发生代偿情况。

总体看，公司主要针对信用等级较高的企业开展增信业务，采取较为严格的风险缓释措施，但公司增信项目存在一定行业及客户集中风险。同时，公司政府融资平台类客户占比较高，在防范地方政府债务风险的背景下，相关风险需予以关注。

六、财务分析

公司提供了 2016—2018 年度财务报告，安永华明会计师事务所对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司合并范围包括中证信用增进（上海）资产管理有限公司、中证信资本管理（深圳）有限公司、中证征信（深圳）有限公司、中证信用云科技（深圳）股份有限公司、中证鹏元资信评估股份有限公司和中证商业保理（天津）有限公司 6 家一级子公司，以及部分结构化主体。

1. 资本结构

公司主要通过内部收益留存和增资扩股等方式补充资本。2017年8月，公司向深圳市承信管理咨询合伙企业增发0.41亿股，募集资金0.49亿元；2017年10月，公司向东吴证券股份有限公司、浙江永强集团股份有限公司等7家机构增发4.45亿股，募集资金11.13亿元。截至2018年末，公司所有者权益60.80亿元，其中股本45.86亿元，未分配利润3.08亿元。2018年，公司采取适度的分红政策来回馈股东，分配股利1.83亿元。

公司负债主要由卖出回购金融资产、应付债券和递延收益组成（见附录2：表4）。2018年以来，由于卖出回购金融资产规模下降以及发行的公司债券投资者回售，公司负债规模下降较快。

截至2018年末，公司卖出回购金融资产余额为0.36亿元，标的为债券回购；应付债券余额19.99亿元，为非公开发行公司债券，期限为3年期固定利率债券，附第2年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；递延收益余额为6.74亿元。截至2018年末，公司短期借款余额1.50亿元，全部为信用借款。为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信；截至2018年末，公司共获得10家银行授信，授信额度共计127.90亿元。公司其他类负债主要包括应付职工薪酬、应付利息以及履约保证金等。

公司针对增信业务分别计提一般风险准备与专项准备。截至2018年末，公司一般风险准备余额为1.23亿元，专项准备余额为1.01亿元。截至2018年末，公司资产负债率为37.52%，财务杠杆水平不高。

总体看，公司资本实力强，股东对公司支持力度较大，财务杠杆水平不高。

2. 资金运用与资产质量

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2：表5）。

在投资策略上，针对固定收益类业务，公司遵循“低风险、低波动”的原则，审慎稳健地开展自营投资。针对股权投资和基金管理业务，公司提高了项目准入标准，优化资产结构，同时积极调研市场，主动全面开拓资金合作渠道。2018年，受宏观经济下行的影响，公司减小了投资力度。截至2018年末，公司资产总额97.31亿元，其中投资资产净额87.69亿元，占资产总额的90.12%，占比高。

公司资金投向包括基金、债券、信托、资产管理计划、理财产品和委托贷款等投资品种，另有少量股权投资、国债逆回购等品种。2018年，公司按照新准则规定进行会计处理，将投资资产分别计入交易性金融资产、债权投资、衍生金融资产和买入返售金融资产科目。截至2018年末，公司基金投资净额33.26亿元，主要为货币基金、债券基金和私募基金，计入交易性金融资产科目；信托、资管计划及理财产品净额17.57亿元，主要为银行理财产品、基金专户理财产品、底层资产为产业类以及战略性投资的信托及资产管理计划，计入交易性金融资产和债权投资科目；债券投资净额14.94亿元，主要为国债、外部评级为AAA的公司债和可转债，分别计入交易性金融资产和债权投资科目；委托贷款净额15.94亿元，计入债权投资科目；公司另有少部分国债逆回购、衍生品以及股权投资。2018年，公司债券投资未发生违约。

总体看，公司资产以投资资产为主，投资品种以基金、债券、委托贷款、底层资产为产业类以及战略性投资的资产管理计划及理财产品为主，需关注其信用风险及流动性风险。

3. 经营效率及盈利能力

公司营业收入主要由主营业务收入、投资收益和利息收入构成（见附录2：表6），其中主营业务收入包括增信业务收入、评级业务收入、财务顾问收入、受托资产管理收入、信用管理收入和数据服务收入。

随着各项业务的开展，公司主营业务收入增长较快，2018年公司实现主营业务收入5.98亿元，占营业收入的51.78%。2018年，公司增信业务收入3.21亿元，公司增信业务收入在合同期限内平均分摊，由于之前年度项目积累较多，2018年公司增信业务收入增长较快；2017年公司通过增资和购买其他股东股权的方式持有中证鹏元51.01%的股权，2018年实现评级业务收入1.45亿元。2018年公司实现投资收益4.92亿元，占营业收入的42.64%，主要为基金、债券、资产管理计划和理财产品投资收益。公司利息收入科目包括委托贷款、国债逆回购以及应收债权等利息收入，2018年实现利息收入1.16亿元。

公司营业支出主要由利息支出和业务及管理费支出构成。公司利息支出主要为应付债券、债券回购以及短期借款利息支出，2018年公司利息支出1.53亿元。2018年，公司业务及管理费支出4.60亿元，成本收入比为39.89%，营业费用整体保持在较合理范围。2018年，公司实现净利润3.31亿元。

总体看，随着公司增信业务以及评级业务的发展，主营业务收入已成为公司最主要的收入来源；投资收益对利润贡献度较高；同时公司收入来源不断多元化。

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、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。

从现金流情况看，2018年由于收回投资收到的现金规模较大，公司投资活动产生的现金流量转为净流入状态；受发行回购公司债券的

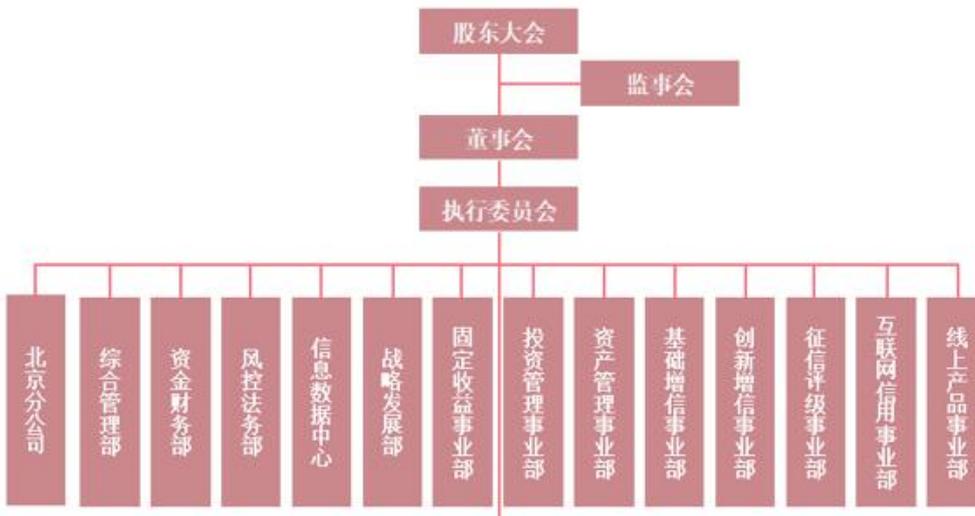
影响，筹资活动产生的现金流量转为净流出状态。公司2018年现金及现金等价物净增加额为7.81亿元，期末现金及现金等价物余额为25.69亿元。整体看，公司现金流较为充裕（见附录2：表7）。

2018年，受投资资产规模下降的影响，公司净资本规模较2017年末有所增加。根据公司2018年末的资产状况，估算出公司净资本为37.49亿元，净资本比率为61.66%（见附录2：表8）。由于公司增信业务规模有所下降，净资产及净资本增信倍数较上年末均有所下降，净资产覆盖率明显上升。截至2018年末，公司净资产增信倍数为7.18倍，净资本增信倍数为11.65倍，净资产覆盖率为95.36%，需持续关注业务发展对公司资本充足性的影响。

七、评级展望

总体看，公司资本实力强，且拥有强大的股东背景，明确的市场定位与发展战略，基本形成了内控与风险管理架构，经营管理层具有较强的专业素质。近年来，公司业务实现稳步发展，市场竞争优势明显，收入来源趋于多元化，盈利水平稳步提升。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；与政府融资平台合作较多，此类客户近年来受监管政策影响较大，需关注相关业务风险；投资资产规模较大，在经济下行、债券违约率上升的背景下，需关注相关信用风险。综上，根据公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

附录 1 组织架构图



附录 2 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

项目种类	2018 年末	2017 年末	2016 年末
债券增信业务	386.00	359.00	159.50
金融产品增信业务	44.46	99.86	39.54
保本基金增信业务	-	11.59	13.15
借款类增信业务	6.31	8.55	-
合计	436.77	479.00	212.19

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 2 增信业务级别分布情况 单位：亿元、%

项目	2018 年末	
	增信金额	占比
AA+及以上	214.08	49.01
AA	192.91	44.17
无评级	29.79	6.82
合计	436.77	100.00

注：无评级增信业务中包含有内部评级的增信业务；因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

表 3 增信业务到期期限分布情况 单位：亿元、%

项目	2018 年末	
	增信金额	占比
1 年内	95.11	21.78
1—2 年（含 1 年）	131.53	30.11
2—3 年（含 2 年）	64.20	14.70
3—5 年（含 3 年）	115.93	26.54
5 年以上（含 5 年）	28.50	6.53
无固定到期期限	1.5	0.34
合计	436.77	100.00

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差

表 4 公司负债结构 单位：亿元

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
短期借款	1.50	-	-
卖出回购金融资产	0.36	6.23	3.89
应付债券	19.99	29.97	9.99
递延收益	6.74	8.78	3.36
其他类负债	7.93	6.24	2.06
合计	36.51	51.23	19.29

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 5 公司资产结构 单位：亿元

项目	2018年末	2017年末	2016年末
货币资金	1.82	2.01	0.07
投资资产	87.69	99.63	57.44
其中：交易性金融资产	53.36	25.63	12.40
可供出售金融资产	-	61.50	41.62
债权投资	29.25	-	-
持有至到期投资	-	4.71	-
衍生金融资产	0.02	0.01	0.01
贷款及应收款项类投资	-	7.00	2.50
买入返售金融资产	5.06	0.78	1.93
长期股权投资	0.49	0.10	1.48
应收账款	5.48	7.02	2.74
其他类资产	1.82	2.17	3.64
合计	97.31	110.91	63.65

注：公司 2018 年开始按照新准则规定进行会计处理，投资资产=交易性金融资产+衍生金融资产+债权投资+买入返售金融资产

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 6 公司收益指标 单位：亿元、%

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	11.54	7.96	4.77
主营业务收入	5.98	3.36	1.90
其中：增信业务收入	3.21	1.94	1.46
评级业务收入	1.45	0.71	-
财务顾问收入	0.77	0.48	0.40
受托资产管理收入	0.20	0.11	0.04
信用管理收入	0.19	0.07	-
数据服务收入	0.15	0.05	-
利息收入	1.16	0.40	0.24
投资收益	4.92	4.24	2.61
提取风险准备金	0.88	0.13	-
业务及管理费	4.60	2.95	1.56
利息支出	1.53	1.39	0.46
净利润	3.31	2.96	2.20
平均资产收益率	3.18	3.40	3.73
平均净资产收益率	5.50	5.70	5.06

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 7 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2018年	2017年	2016年
经营活动产生的现金流量净额	0.64	3.89	1.78
投资活动产生的现金流量净额	25.32	-21.52	-3.97
筹资活动产生的现金流量净额	-18.20	30.36	2.44
现金及现金等价物净增加额	7.81	12.69	0.25
期末现金及现金等价物余额	25.69	17.88	5.20

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 8 公司资本充足性指标 单位：亿元、倍、%

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
增信余额	436.77	479.00	212.19
净资产	60.80	59.68	44.36
净资本	37.49	28.02	26.25
净资产增信倍数	7.18	8.03	4.78
净资本增信倍数	11.65	17.09	8.08
净资本比率	61.66	46.95	59.17
净资本覆盖率	95.36	65.00	137.44

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

附录 3 主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
投资资产	交易性金融资产+衍生金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+委贷及应收款项类投资+买入返售金融资产
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
净资产	经调整的资产—经调整的负债
资产负债率	负债总额/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%

注：公司 2018 年开始按照新准则规定进行会计处理，投资资产=交易性金融资产+衍生金融资产+债权投资+买入返售金融资产

附录 4-1 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

附录 4-2 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 中证信用增进股份有限公司 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，联合资信将在中证信用增进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。

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

如中证信用增进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证信用增进股份有限公司联系，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。