

# 信用等级公告

联合〔2020〕1630号

联合资信评估有限公司通过对海宁市尖山新区开发有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持海宁市尖山新区开发有限公司主体长期信用等级为 AA，“13 海宁新区债/PR 海新区”的信用等级为 AAA，“18 海宁新区债 01/18 尖山 01”及“18 海宁新区债 02/18 尖山 02”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月十五日



## 海宁市尖山新区开发有限公司2020年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
13 海宁新区债/PR 海新区	AAA	稳定	AAA	稳定
18 海宁新区债 01/18 尖山 01	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
18 海宁新区债 02/18 尖山 02	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定

### 跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
13 海宁新区债/PR 海新区	13.00 亿元	2.60 亿元	2020-11-04
18 海宁新区债 01/18 尖山 01	7.00 亿元	7.00 亿元	2025-09-10
18 海宁新区债 02/18 尖山 02	7.00 亿元	7.00 亿元	2025-11-16

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 15 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa <sup>-</sup>	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	3	
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

### 评级观点

海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“公司”）是浙江省海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，跟踪期内，海宁市政府在财政补贴、政府债务置换和股权划拨等方面继续给予公司有力支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、存在一定短期偿付压力、对外担保规模较大等对公司经营及发展造成的不利影响。

“13海宁新区债/PR海新区”由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了“13海宁新区债/PR海新区”的偿付安全性。

“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”由海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，海宁资产主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，其担保显著增强了“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”的偿付安全性。

随着海宁经济开发区及尖山新区基础设施项目的持续推进，公司业务有望保持稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“13海宁新区债/PR海新区”的信用等级为AAA，“18海宁新区债01/18尖山01”和“18海宁新区债02/18尖山02”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：文中 徐佳

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

## 优势

1. 跟踪期内，海宁市经济持续发展，财政实力不断增强，公司发展的外部环境良好。2019 年，海宁市实现地区生产总值约 1026.57 亿元，较上年增长约 7.10%；完成一般公共预算收入 97.02 亿元，增长 9.00%。
2. 跟踪期内，海宁市政府继续在财政补贴、政府债务置换和股权划拨等方面给予公司有力支持。
3. 中投保和海宁资产为相关存续债券提供的担保，能有显著增强相关存续债券的偿付安全性。

## 关注

1. 公司资产以存货、在建工程等为主，主要是土地及各项业务发生的建设成本，部分资产受限，资产流动性较弱，整体资产质量一般。
2. 受土地整理投入大幅增长影响，跟踪期内公司经营活动现金净流出规模加大，在建自营项目投资规模较大，收益实现受项目建设进度、区域市场调控、区域经济发展和招商引资等影响较大。
3. 公司在建及拟建项目未来投资规模大，存在较大资本支出压力。
4. 跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，存在一定短期偿付压力。
5. 公司利润总额对财政补贴依赖程度高。
6. 公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。

## 主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	4.21	6.54	7.78
资产总额(亿元)	122.06	147.42	191.33
所有者权益(亿元)	65.12	69.68	99.80
短期债务(亿元)	11.03	9.97	10.99
长期债务(亿元)	38.84	60.13	66.52
全部债务(亿元)	49.87	70.10	77.52
营业收入(亿元)	4.18	8.25	8.00
利润总额(亿元)	1.72	2.37	2.44
EBITDA(亿元)	1.92	2.57	3.05
经营性净现金流(亿元)	-0.10	-3.90	-17.98

现金收入比(%)	101.23	98.75	101.24
营业利润率(%)	14.57	-3.59	7.91
净资产收益率(%)	2.65	3.42	2.44
资产负债率(%)	46.65	52.73	47.84
全部债务资本化比率(%)	43.37	50.15	43.72
流动比率(%)	514.39	664.95	615.47
速动比率(%)	90.55	118.75	98.98
经营现金流动负债比(%)	-0.59	-23.69	-75.51
现金短期债务比(倍)	0.38	0.66	0.71
全部债务/EBITDA(倍)	25.97	27.29	25.42
EBITDA 利息倍数(倍)	0.59	0.67	0.73
<b>公司本部</b>			
<b>项 目</b>	<b>2017 年</b>	<b>2018 年</b>	<b>2019 年</b>
资产总额(亿元)	96.19	103.95	102.80
所有者权益(亿元)	57.69	59.75	72.27
全部债务(亿元)	31.90	38.13	24.29
营业收入(亿元)	1.84	2.13	2.28
利润总额(亿元)	0.72	0.77	0.81
资产负债率(%)	40.02	42.53	29.70
全部债务资本化比率(%)	35.60	38.96	25.15
流动比率(%)	417.96	623.53	521.32
经营现金流动负债比(%)	1.15	-46.95	37.89

注：其他非流动负债中的有息部分已纳入长期债务核算

## 评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
13 海宁新区债/PR 海新区	AAA	AA	稳定	2019.6.12	文中 马颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018) 城投行业企业主体信用评级模型(2016)	<a href="#">阅读全文</a>
18 海宁新区债 01/18 尖山 01	AA <sup>+</sup>						
18 海宁新区债 02/18 尖山 02	AA <sup>+</sup>						
18 海宁新区债 02/18 尖山 02	AA <sup>+</sup>	AA	稳定	2018.10.17	崔俊凯 马颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	<a href="#">阅读全文</a>
18 海宁新区债 01/18 尖山 01	AA <sup>+</sup>	AA	稳定	2018.5.25	刘秀秀 崔俊凯 马颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	<a href="#">阅读全文</a>
13 海宁新区债/PR 海新区	AAA	AA	稳定	2016.6.27	崔俊凯 赵起锋	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	<a href="#">阅读全文</a>
13 海宁新区债/PR 海新区	AA <sup>+</sup>	AA	稳定	2013.9.13	高利鹏 陈丹	城投债评级方法及风险点简介(2010)	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本编号



## 声 明

一、本报告引用的资料主要由海宁市尖山新区开发有限公司（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。

## 海宁市尖山新区开发有限公司2020年跟踪评级报告

### 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”）关于海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至2019年底，公司注册资本和实收资本均为3.66亿元，其中海宁市财政局持股58.55%，海宁市资产经营公司（海宁市人民政府国有资产监督管理委员会下属独资公司，以下简称“海宁资产”）持股41.45%。公司实际控制人为海宁市财政局，其委托海宁市尖山新区管理委员会对公司进行代管。

截至2019年底，公司合并资产总额191.33亿元，所有者权益合计99.80亿元（其中少数股东权益5.28亿元）；2019年，公司实现营业收入8.00亿元，利润总额2.44亿元。

公司注册地址：浙江省海宁市尖山围垦区；法定代表人：王云开。

### 三、存续债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券包括“13海宁新区债/PR海新区”“18海宁新区债01/18尖山01”和“18海宁新区债02/18尖山02”，债券余额合计16.60亿元，存续债券详情见表1。跟踪期内，公司已按时足额支付“18海宁新区债01/18尖山01”“18海宁新区债02/18尖山02”和“13海宁新区债/PR海新区”

当期利息，并根据发行条款约定，偿还“13海宁新区债/PR海新区”本金2.60亿元。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
13 海宁新区债/PR 海新区	13.00	2.60	2013-11-04	7
18 海宁新区债 01/18 尖山 01	7.00	7.00	2018-09-10	7
18 海宁新区债 02/18 尖山 02	7.00	7.00	2018-11-16	7
<b>合计</b>	<b>27.00</b>	<b>16.60</b>	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“13海宁新区债/PR海新区”募集资金用于海宁市尖山新区西北区块路网及配套项目、尖山新区西南区块路网及配套项目和海宁市城市主干道杭州湾大道项目建设。截至评级报告出具日，募集资金已按计划使用完毕，上述募投项目已完工。

“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”募集资金均用于海宁国际装备制造产业园项目<sup>1</sup>（合计8.40亿元）建设及补充营运资金（合计5.60亿元）。截至跟踪评级日，募集资金已按计划使用完毕。

海宁国际装备制造产业园项目于2017年1月开工，计划于2021年竣工，截至2019年底，海宁国际装备制造及电子信息产业园一期和海宁国际装备制造及电子信息产业园二期已完工，海宁国际装备制造及电子信息产业园四期和海宁国际装备制造及电子信息产业园五期正在建设期，海宁国际装备制造及电子信息产业园三期尚未开工建设；项目总投资28.19亿元，

<sup>1</sup> “18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”所对应募投项目为海宁国际装备制造及电子信息产业园前三期。

截至 2019 年底已完成投资 15.03 亿元。

#### 四、宏观经济和政策环境

##### 1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3

公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7
----------	-----	-----	-----	-----	------

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国



规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下

降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调

控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情影响负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

### 3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢

复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

### 五、行业与区域环境

## 1.城市基础设施建设行业

### (1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

### (2) 行业监管与政策

**2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性**

**债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。**

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保



险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套基础设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，

指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3 2019 年以来与城投债券相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点

2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信综合整理

### (3) 行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的

最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

### 2. 区域经济环境

跟踪期内，海宁市经济稳步发展，财政实力不断增强；公司业务所在的尖山新区和海宁市经济开发区经济实力和财政实力逐步增强，公司外部发展环境良好。

#### 海宁市概况

海宁市位于长江三角洲南翼、浙江省北部，东距上海100公里，西接杭州，南临钱塘江，交通便利，客货运输通畅。海宁市是浙北地区重要经济实体，在2019年全国县域经济竞争力百强县（市）中名列第25位。

根据《海宁市国民经济和社会发展统计公报》，2019年海宁市实现地区生产总值约1026.57亿元，较上年增长约7.10%；全年实现规模以上工业增加值385.44亿元，比上年增长7.9%；固定资产投资比上年增长11.7%。2019年，海宁市全年实现财政总收入157.36亿元，比上年增长2.8%，其中一般公共预算收入97.02亿元，增长9.0%，税收收入91.39亿元；转移性收入51.52亿元，一般公共预算支出111.42亿元，增长34.0%，其中用于教育、文化、社会保障、卫生健康、节能环保等的民生支出89.62亿元，增长36.2%，占一般公共预算支出的比重为80.4%，比上年同期提升1.3个百分点。



根据《》，2019年底海宁市债务余额154.96亿元，其中一般债务余额91.75亿元，专项债务余额63.20亿元。

#### 尖山新区概况

尖山新区位于海宁市东南部，杭州湾钱塘江北岸尖山河口段，由钱塘江滩涂地围垦形成，规划面积42平方公里。

根据尖山新区管委会提供的数据，2019年，尖山新区实现地区生产总值87.00亿元，其中第一产业增加值1.55亿元，较上年增长2.8%；第二产业增加值77.01亿元，较上年增长13.3%；第三产业增加值8.44亿元，较上年增长15.8%。2019年，尖山新区实现规模以上工业增加值58.69亿元，较2018年增长15.7%；固定资产投资额55.41亿元，较2018年增长16.5%。

财政方面，2019年，尖山新区完成一般公共预算收入9.92亿元，其中税收收入为5.11亿元，同比增加1.53亿元，占一般公共预算收入的51.51%，一般公共预算收入质量一般；2019年，尖山新区完成政府性基金预算收入6.62亿元。截至2019年底，尖山新区债务余额11.65亿元，其中一般债务余额9.20亿元，专项债务余额2.45亿元。

#### 海宁经济开发区概况

海宁经济开发区位于海宁市区北侧，规划面积约50平方公里，成立于1992年8月，1997年12月被批准为省级开发区，2006年3月通过国务院审核，2010年被认定为省级高新技术产业园区。

海宁经济开发区地理位置优越，交通便捷。东区拥有全国最先进的制革技术和规模最大的制革企业，兼有袜业、纺织染整、机械制造、生物化工等企业的集聚地；西区主要由皮革工业园区、袜业园区及目前正在建设中的品牌园区等组成；北区将积极发展电子信息、机械制造等产业，着力建设科技含量较高的产业集聚区。海宁经济开发区自建立以来得到了海宁市政府的大力支持。

根据海宁经济开发区管理委员会（以下简称“海宁经开区管委会”）提供的数据，2019年，

海宁经济开发区实现地区生产总值115.10亿元，其中第一产业增加值0.79亿元，较上年增长1.3%；第二产业增加值91.61亿元，较上年增长6.9%；第三产业增加值22.70亿元，较上年增长5.3%。2019年，海宁经济开发区实现规模以上工业增加值70.21亿元，较上年增长9.2%；固定资产投资额62.13亿元，较上年增长8.3%。

财政方面，2019年，海宁经济开发区完成一般公共预算收入15.65亿元，其中税收收入为8.53亿元，同比减少1.21亿元，占一般公共预算收入的54.50%，一般公共预算收入质量一般；2019年，海宁经济开发区完成政府性基金预算收入12.85亿元。截至2019年底，海宁经济开发区债务余额5.90亿元，均为一般债务。

#### 六、基础素质分析

**公司是海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，跟踪期内，继续得到海宁市政府在股权划拨、财政补贴以及债务置换等方面的有力支持。**

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。公司仍是海宁经济开发区和尖山新区唯一的基础设施建设主体，在海宁经济开发区和尖山新区的基础设施建设领域处于垄断地位。

跟踪期内，公司获得海宁市政府在财政补贴、政府债务置换及股权划拨等方面支持。其中，财政补贴2.66亿元，全部为政府拨付的用于市政基础设施建设（如城市道路、桥梁、污水防治工程、绿化景观等）的补助款，公司计入“其他收益”科目；根据《2019年海宁市政府置换债券债务解除协议》，公司原承担的政府置换债券本金17.55亿元债务解除，由“其他非流动负债”科目转入“资本公积”；海宁市政府向公司划拨海宁市海昌新市镇建设有限公司（以下简称“新市镇建设”，100%股权）、海宁市铭德殡仪服务有限公司（100%股权）、海宁市尖山生态陵园有限公司（100%股权），公司增加资本公积6.78亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用

报告》（机构信用代码为G1033048100030950E），截至2020年5月21日，公司本部不存在未结清的关注类或不良类信贷信息，近三年无已结清的关注类或不良类信贷记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G1033048100017450E），截至2020年5月21日，公司子公司浙江钱塘江投资开发有限公司（以下简称“钱塘江公司”）本部不存在未结清的关注类或不良类信贷信息，近三年无已结清的关注类或不良类信贷记录。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要负责海宁经济开发区和尖山新区的基础设施建设、安置房建设等业务。跟踪期内，公司收入主要来自受托代建工程业务，公司营业收入略有减少，毛利率由负转正。

2019年，公司实现营业收入8.00亿元，同比减少3.10%，主要系安置房收入和其他业务中厂房销售收入减少所致。受托代建工程业务为公司最主要收入来源，2019年为7.29亿元，同比增长10.82%，系与管委会结算的项目较多所致；安置房销售收入同比下降63.68%至0.30亿元，主要受安置房住户安置进度以及配套商品房销售情况影响。公司另有房屋土地租赁、工程施工、物业管理、普通商品房销售、厂房销售等其他业务收入。

表4 公司主营业务收入构成和毛利率情况  
(单位：万元、%)

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
受托代建	65779.73	79.70	7.56	72900.22	91.15	7.63

工程						
安置房	8385.27	10.16	-74.84	3045.56	3.81	4.28
其他业务	8366.81	10.14	-6.79	4030.74	5.04	41.77
合计	82531.81	100.00	-2.26	79976.52	100.00	9.22

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

毛利率方面，2019年，公司毛利率9.22%，实现由负转正，主要系2018年安置用房业务销售单价低于成本价，毛利率为负。2019年，公司受托代建工程业务毛利率为7.63%，同比略有提升；安置房业务毛利率4.28%，系公司将安置房剩余部分进行市场化销售使得安置房销售业务毛利率由负转正；其他业务毛利率为41.77%，实现由负转正，主要系2018年厂房销售收入的成本（购入价+资本化利息）高于售价所致。

## 2. 业务经营分析

### (1) 受托代建工程

跟踪期内，公司受托代建工程收入同比增长，在建及拟建项目较多，未来存在一定资本支出压力。

公司受托代建工程业务包括土地整理及基础设施建设。公司本部和子公司钱塘江公司分别负责尖山新区和海宁经济开发区的建设、运营及管理。2019年，公司受托代建工程收入为7.29亿元，同比增长10.82%，主要系当年结算的项目较多；同期，该业务毛利率为7.63%，同比略有上升。

海宁市财政局与公司签订了《海宁经济开发区基础设施建设项目委托代建协议》，市财政局授予公司对海宁经济开发区（含尖山新区）土地整理及基础设施项目进行投资建设，并独家享有代建项目管理费收益权。海宁市财政局支付公司投资项目实际支出成本，并支付上述投资成本的9.00%作为管理服务费。

子公司钱塘江公司与海宁市财政局和海宁市经开区管委会签订了《海宁经济开发区基础设施建设、土地拆迁整理项目委托代建移交协议书》，海宁市财政局和海宁市经开区管委会授权

公司对海宁经济开发区基础设施项目和土地征迁整理项目进行投资、融资和施工建设，海宁市财政局和海宁经开区管委会负责向公司支付投资项目的实际成本以及按实际成本9.00%计算的管理服务费。

具体而言，公司先行垫付前期建设款项，项目建成后移交海宁经济开发区管委会和海宁尖山新区管委会，管委会予以分期回款，公司在收到回款时确认收入。

2018—2019年，公司受托代建业务分别实现收入6.58亿元和7.29亿元。

基础设施建设项目方面，财务处理上，公司将项目投入计入“在建工程”科目，项目完工后转入“其他非流动资产”科目。截至2019年底，公司在建基础设施工程项目约400个，项目类型涵盖房屋建筑物、道路桥梁、绿化、雨污水管网等，总投资47.48亿元，已完成投资25.16亿元，未来仍需支出22.32亿元。

表4 截至2019年底公司在建基础设施项目情况  
(单位: 亿元)

项目类别	具体工程	总投资	已完成投资
房屋建筑物	尖山初级中学、尖山幼儿园高点分园、城管用房工程等	9.80	1.76
道路桥梁	经济开发区零星基础设施、尖山新区步行街、滨海路等	10.58	5.14
河道整治	新塘河治理一期工程、河道整治一期工程等	5.50	4.61
绿化、雨污水管网等	新区绿化、高压电网一期工程、电力、路灯工程等	21.60	13.65
合计		47.48	25.16

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司拟建基础设施建设项目包括道路桥梁、河道整治、基础设施等，预计总投资45.00亿元。

土地整理方面，财务处理上，公司将项目投入计入“存货”科目，2018—2019年，公司分别完成土地开发面积3150.00亩和2220.00亩，土地开发总成本分别为7.88亿元和5.83亿元。截至2019年底，公司存货中海宁经济开发区土地整理成本43.62亿元，尖山新区土地开发成本15.25亿元。

公司对海宁经济开发区和尖山新区授权的土地进行整理，土地出让后企业上交土地出让金给海宁市财政局，海宁市财政局在扣除相关税费后，余下的土地出让金净收益作为海宁市财政局与公司结算土地整理业务及委托代建业务的收入，公司根据代建业务的进度和完成情况，向财政要求代建业务拨款。一般情况下，工业用地净收益占土地出让金总价的50.00%左右，房地产和其他商业用地的净收益占土地出让金总价的70.00%左右，不足部分资金来源为财政税收分成和历年留成。

2019年，海宁经济开发区和尖山新区土地出让总收入为28.86亿元，较上年减少3.30亿元，主要系2019年土地出让面积较少；土地出让净收益为15.40亿元，较上年增长15.70%，主要是受土地出让金分期缴纳影响，2018年出让的部分土地的土地出让金返还在2019年体现，因此计入2019年的土地出让净收益。

表5 海宁经济开发区和尖山新区土地整理出让情况

指标		2018年	2019年
土地开发	开发面积(亩)	3150.00	2220.00
	开发总投入(万元)	78750.00	58300.00
	平均开发投入(万元/亩)	25.00	26.26
土地出让	出让面积(亩)	3385.00	2081.00
	土地出让总价格(万元)	321600.00	288593.00
	平均出让价格(万元/亩)	95.00	138.68

注：1.上表中土地开发总投入为估算数据，不等于实际投入；2.尖山新区无土地整理业务，土地出让相关数据统计范围涵盖海宁经济开发区和尖山新区

资料来源：公司提供

2019年底，公司在整理的土地面积为450.00亩，计划总投资1.20亿元，尚需投资0.41亿元；公司待整理土地规模约1000.00亩，计划总投资2.50亿元。

## (2) 安置房业务

公司安置房业务由子公司新市镇建设和海宁市黄湾镇新市镇投资开发有限公司(以下简称“黄湾新市镇”)负责，跟踪期内，公司安

置房业务的毛利率有所提升，主要受安置房定向安置部分与市场化出售部分毛利率差距大且销售周期不同影响，公司安置房项目尚需投资规模不大，业务可持续性一般。

公司安置房业务由钱塘江公司和黄湾新市镇负责，模式为公司出资购买土地，根据海宁市保障房各年度建设计划，自主投资进行安置房建设，待项目建成后，由公司按照政府定价向符合条件的申请人定向销售或出租；针对超出安置面积部分、超出安置数量部分和商业配套进行公开市场化出售，并获取收入。

2019年，公司安置房板块实现收入3045.56万元，毛利率为4.28%，主要系公司将安置房剩余部分进行市场化销售价格较高，毛利率实现由负转正。

截至2019年底，公司正在销售的安置房项目共4个，其中“滨江嘉苑”建设成本约为2100.00元/平方米，安置价格为1500.00元/平方米、向市场销售价格约为8000.00元/平方米，安置房和面向市场的配比为7:3，剩余销售面积为1800.00平方米；“江湾景苑”建设成本约为2600.00元/平方米，安置价格为1800.00元/平方米、向市场销售价格约为8000.00元/平方米，安置和面向市场的比例分别为7:3，剩余销售面积为4000.00平方米；“都谷花苑”建设成本约为2839.04元/平方米，安置价格为2200元/平方米、向市场销售价格约为6852元/平方米，安置房和面向市场的配比为1.14:1，剩余销售面积约1200.00平方米；“金晟家园”建设成本约为2797.53元/平方米，安置价格为2200元/平方米、向市场销售价格约为6447元/平方米，安置房和面向市场的配比为1.82:1，剩余销售面积约5120平方米。

跟踪期内，公司在建安置房项目为尖山时光，计划总投资约2.27亿元，截至2019年底已完成投资0.54亿元；公司无拟建安置房项目。

### (3) 其他业务

跟踪期内，公司其他业务板块收入规模小、业务种类多，对公司整体收入形成补充。

除上述业务外，公司经营板块还包括房屋土地租赁、工程施工、物业管理、广告服务、普通商品房销售、厂房销售等。2019年，公司上述业务收入合计4030.74万元，同比下降51.82%，主要系2018年实现厂房销售收入。同期，公司其他业务板块毛利率明显上升，为41.77%，主要系2018年厂房销售收入的成本（购入价+资本化利息）高于售价所致。

### 3. 在建及拟建项目

截至2019年底，公司主要在建自营项目包括海宁国际装备制造产业园项目、海宁国际装备制造及电子信息产业园四期及五期项目和海宁智慧港科技产业园一期及二期项目，计划总投资71.19亿元，截至2019年底已完成投资29.84亿元（体现在“存货—开发成本”科目）。

总体看，未来随着公司自营项目的逐步出租出售，可为公司带来一定规模的收入，但自营项目投资规模较大，存在一定筹资压力，且预期收益受建设进度、实际租售情况等因素的影响存在不确定性。

### 4. 未来发展

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2019年合并财务报表，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司合并范围内拥有子公



司共16家，2019年通过股权无偿划拨方式新增子公司3家、新设子公司3家，上述子公司资产、收入规模小，公司财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司资产总额191.33亿元，所有者权益99.80亿元（其中少数股东权益5.28亿元）；2019年，公司实现营业收入8.00亿元，利润总额2.44亿元。

## 2. 资产质量

**跟踪期内，公司资产规模稳定增长；资产中存货和在建工程占比较高，资产流动性较弱，整体资产质量一般。**

2019年底，公司资产总额191.33亿元，较2018年底增长29.78%，主要来自存货的增加；其中流动资产占76.60%，资产构成以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>109.38</b>	<b>74.20</b>	<b>146.55</b>	<b>76.60</b>
货币资金	6.54	4.44	7.78	4.07
其他应收款	12.29	8.34	13.62	7.12
存货	89.85	60.95	122.98	64.28
<b>非流动资产</b>	<b>38.04</b>	<b>25.80</b>	<b>44.77</b>	<b>23.40</b>
在建工程	24.12	16.36	25.16	13.15
其他非流动资产	5.24	3.56	6.74	3.52
可供出售金融资产	3.48	2.36	7.69	4.02
<b>资产合计</b>	<b>147.42</b>	<b>100.00</b>	<b>191.33</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

### 流动资产

2019年底，公司流动资产为146.55亿元，较2018年底增长33.98%，主要来自存货的增长。2019年底，公司货币资金7.78亿元，较2018年底增长18.96%，主要为银行存款，无使用受限资金。

2019年底，公司预付款项1.36亿元，较2018年底增加0.94亿元，主要系新增海宁市城郊建设投资有限公司的预付购房款。

2019年底，公司其他应收款13.62亿元，较2018年底增长10.82%，主要系往来款增加；期末，公司前5名欠款单位余额合计占74.25%，集中度较高；其他应收款多为与海宁市内平台公司的往来款，回款风险较低，但对公司资金形成占用。

2019年底，公司存货122.98亿元，较2018年底增长36.88%，主要来自海宁经济开发区土地征拆整理投入和项目建设投入的增长；存货主要包括围垦土地成本（15.25亿元，尖山新区

土地整理投入）、开发产品（32.22亿元，土地使用权）、土地征迁整理成本（43.62亿元，主要为海宁经济开发区土地整理投入）、开发成本（30.83亿元，主要为海宁智慧科技产业园开发有限公司等的项目投入成本和海宁国际装备制造产业园项目投入）和安置房开发成本（1.05亿元）等；存货中受限资产1.58亿元，公司存货未计提跌价准备。

### 非流动资产

2019年底，公司非流动资产44.77亿元，较2018年底增长17.70%，主要来自可供出售金融资产的增加。2019年底，公司可供出售金融资产7.69亿元，较2018年底增长120.99%，主要系子公司海宁市泛半导体产业投资有限公司新增对北斗导航科技有限公司、北斗导航科技有限公司和北京确实科技股份有限公司等公司的股权投资。

公司在建工程为受托代建工程业务的基础设施建设项目投入，2019年底为25.16亿元，



较2018年底增长4.31%。公司其他非流动资产为已完工但尚未进行竣工决算的受托代建工程，主要包括道路桥梁、基础设施、房屋建筑物等，2019年底为6.74亿元，较2018年底增长28.66%。

2019年底，公司受限资产账面价值为2.85亿元，占资产总额的1.49%；其中存货、投资性房地产和固定资产中受限资产分别为1.58亿元、0.91亿元和0.36亿元，均用于借款抵押。

### 3. 负债和所有者权益

**跟踪期内，公司所有者权益大幅增长，同期，公司债务规模有所增长，债务负担有所加重，但仍处于适中水平。**

#### 所有者权益

2019年底，公司所有者权益99.80亿元，较2018年底增长43.22%，主要来自资本公积、未分配利润和少数股东权益的增加；主要由实收资本（占3.67%）、资本公积（占74.92%）和未分配利润（占15.49%）构成。

2019年底，公司资本公积74.77亿元，较2018年底增长49.60%，主要系海宁市政府无偿划拨新市镇建设等公司，公司增加资本公积6.78亿元；公司原承担的政府置换债券本金17.55亿元债务解除，增加资本公积17.55亿元。

2019年底，公司少数股东权益5.28亿元，较2018年底增长100.25%，主要系公司非全资子公司的少数股东对其追加投资所致。

#### 负债

2019年底，公司负债总额91.53亿元，较2018年底增长17.73%，主要来自其他应付款和长期借款的增加；其中非流动负债占73.98%，公司负债仍以非流动负债为主。

2019年底，公司流动负债23.81亿元，较2018年底增长44.75%，主要来自其他应付款的减加。流动负债主要包括短期借款（占11.76%）、其他应付款（占50.88%）和一年内到期的非流动负债（占34.40%）。

2019年底，公司其他应付款12.11亿元，较2018年底增长115.22%，主要系与海宁市资产经

营公司、海宁市新市镇开发建设有限公司等企业的往来款的增加，前五大客户余额占比85.93%，集中度较高。2019年底，公司一年内到期的非流动负债8.19亿元，较2018年底下降11.64%，包括一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券（“13海宁新区债/PR海新区”本金）。

2019年底，公司非流动负债67.71亿元，较2018年底增长10.48%，主要来自长期借款的增加；公司非流动负债主要包括长期借款（占77.37%）和应付债券（占20.87%）。

2019年底，公司长期借款52.39亿元，较2018年底增长102.65%，主要来自抵押保证借款的增加；公司长期借款主要包括保证借款（占71.28%）和抵押保证借款（占28.72%）。

2019年底，公司应付债券14.13亿元，较2018年底下降15.50%，主要系“13海宁新区债/PR海新区”剩余本金即将到期分类至一年内到期的非流动负债。

公司其他非流动负债为政府置换债券转贷，2018年底为17.55亿元，2019年已全部免除。

2019年底，公司全部债务77.52亿元，较2018年底增加7.42亿元，主要来自银行借款的增加。2019年底，公司长期债务占比85.81%，公司有息债务仍以长期债务为主。

表7 公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
短期债务	9.97	10.99
长期债务	60.13	66.52
全部债务	70.10	77.52
资产负债率	52.73	47.84
全部债务资本化比率	50.15	43.72
长期债务资本化比率	46.32	40.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从债务指标来看，2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底小幅下降，分别为47.84%、43.72%和40.00%。公司整体债务规模小幅加重，

债务负担一般。

从2019年底存量债务来看，2020—2022年公司分别需偿付的有息债务规模为10.99亿元、14.34亿元和7.49亿元。

#### 4. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入小幅下滑，利润总额对财政补贴依赖大。**

2019年，公司实现营业收入8.00亿元，同比减少3.10%。同期，营业成本7.26亿元，同比减少13.98%；受此影响，营业利润率7.91%，实现由负转正。

表8 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
营业收入	8.25	8.00
其他收益	3.00	2.67
利润总额	2.37	2.44
营业利润率	-3.59	7.91
总资产收益率	1.71	1.62
净资产收益率	3.42	2.44

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019年期间费用占营业收入的比重为12.98%，较2018年上升8.60个百分点，主要系2019年公司利息支出较大。

2019年，公司获得财政补贴2.66亿元，主要系政府拨付的市政基础设施建设（城市道路、桥梁、污水防治工程、绿化景观等）的补助款，计入“其他收益”科目；同期，公司利润总额2.44亿元，对财政补贴依赖程度高。

从盈利指标看，受资产增加影响，2019年公司总资本收益率和净资产收益率均较上年有所下降，分别为1.62%和2.44%。

#### 5. 现金流

**跟踪期内，由于海宁经济开发区土地征拆整理支出和开发成本支出规模较大，公司经营现金流呈现净流出；投资活动主要为股权投资支出，考虑公司在建及拟建项目投资规模**

**较大，且面临一定还本付息压力，公司未来仍存在一定筹资压力。**

从经营活动看，2019年，公司经营活动现金流入为20.35亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金8.10亿元，收到其他与经营活动有关的现金12.24亿元，主要为往来款和财政补贴；由于海宁经济开发区土地征迁整理支出明显增加，2019年公司经营活动现金净流出17.98亿元。同期，公司现金收入比为101.24%，收入实现质量较好。

表9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	17.93	20.35
经营活动现金流出量	21.83	38.33
经营活动现金流量净额	-3.90	-17.98
现金收入比	98.75	101.24
投资活动现金流量净额	-2.21	-3.91
筹资活动现金流量净额	8.44	23.13

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，2019年公司投资活动现金流入规模较小，主要为收回投资收到的现金（转让海宁科创投股权收到的部分减资款）以及收到其他与投资活动有关的现金（无偿划转取得子公司等收到的现金净额）。同年，公司投资活动现金流出3.67亿元，主要为投资支付的现金（对海宁北斗皓远科技有限公司、北京确安科技股份有限公司等企业的股权投资支出）。2019年，公司投资活动净现金流为-3.91亿元。

从筹资活动看，2019年公司主要通过银行借款和发行债券等方式筹集资金，筹资活动现金流入43.14亿元，其中吸收投资收到的现金2.54亿元，为子公司吸收少数股东投资收到的现金；取得借款收到的现金39.72亿元，主要为银行借款。公司筹资活动呈现净流入，2019年为23.13亿元。

#### 6. 偿债能力

**跟踪期内，公司存在一定短期偿债压力；**

长期偿债能力指标较弱；考虑到公司在海宁经济开发区和尖山新区基础设施投资建设领域的垄断地位并持续获得海宁市政府有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所下降，分别为615.47%和98.98%。公司经营活动现金流量净额为负，对流动负债无保障能力。2019年底，公司现金类资产7.78亿元，相当于短期债务的0.71倍，公司存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为3.05亿元，全部债务/EBITDA为25.42倍，EBITDA利息倍数为0.73倍，公司长期偿债能力指标较弱。

截至2019年底，公司共获得银行授信90.20亿元，未使用额度为20.74亿元，间接融资渠道尚可。

表10 截至2019年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保终止日期
海宁市黄湾村镇建设开发有限公司	0.50	2022/01/23
	0.26	2020/10/15
	1.00	2022/01/24
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	1.50	2020/11/17
	0.50	2025/03/12
	3.70	2021/12/31
	0.90	2024/02/14
海宁市袁花新市镇投资开发有限公司	2.50	2021/12/20
	1.08	2025/03/25
	1.10	2022/12/31
海宁市临杭新区发展投资有限公司	0.90	2021/12/31
	0.50	2021/12/09
海宁市黄湾村级创业创新投资开发有限公司	0.20	2020/06/29
海宁市交通投资集团有限公司	0.33	2020/11/09
海宁首创水务有限责任公司	0.43	2021/02/07
浙江钱江湾区投资开发有限公司	4.00	2023/12/22
海宁市时代农业发展有限公司	0.90	2021/04/30
海宁市丁桥新市镇建设有限公司	0.30	2021/05/24

浙江海宁鹃湖科技城开发投资有限责任公司	2.06	2036/11/22
海宁市海昌东郊市场管理有限公司	0.30	2024/12/31
海宁市尖山污水处理有限公司	0.14	2020/03/03
合计	23.09	--

资料来源：公司审计报告；注：尾差来源于四舍五入

截至2019年底，公司对外担保余额为23.09亿元，担保比率为23.14%，对外担保规模有所提高，被担保企业主要是当地国有企业和公司关联方等。考虑公司担保规模较大、区域集中度较高，公司存在一定或有负债风险。

## 7. 母公司分析

母公司资产较上年底变化不大，收入主要来自于下属子公司，母公司所有者权益稳定性较好，债务负担较轻。

2019年底，母公司资产总额为102.80亿元，较2018年底变化不大。其中，流动资产为53.08亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成。非流动资产为49.72亿元，主要由长期股权投资和在建工程构成。

2019年底，母公司所有者权益为72.27亿元，较2018年底增长20.95%，主要系政府置换债券债务解除；母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

2019年底，母公司负债总额为30.53亿元，主要由其他应付款、长期借款、应付债券构成。母公司2019年底资产负债率为29.70%，较2018年底下降12.83个百分点。

2019年，母公司实现营业收入2.28亿元，利润总额为0.81亿元。

## 十、存续债券偿还能力分析

截至跟踪评级日，由联合资信评级的存续债券包括“13海宁新区债/PR海新区”“18海宁新区债01/18尖山01”和“18海宁新区债02/18尖山02”，债券余额合计16.60亿元。其中，“13海宁新区债/PR海新区”将于2020年还本2.60亿

元；“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”将于2021年开始每年还本合计2.80亿元，公司单年最大偿付金额为2.80亿元。

2019年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为上述存续债券余额合计（16.60亿元）的1.23倍和0.18倍，分别为公司单年最大偿付金额的7.27倍和1.09倍。“13海宁新区债/PR海新区”将于2020年还本2.60亿元，2019年底公司现金类资产为“13海宁新区债/PR海新区”余额的2.99倍。总体看，公司经营活动现金流入量对单年最大偿付金额的保障程度较好。

“13海宁新区债/PR海新区”由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为AAA，其担保显著提升了“13海宁新区债/PR海新区”偿付的安全性。

“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”由海宁资产提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，海宁资产主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，其担保显著增强了“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”本息偿付的安全性。

## 十一、担保方担保能力分析

“18海宁新区债01/18尖山01”及“18海宁新区债02/18尖山02”由海宁资产提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

海宁资产系根据海政发〔1995〕111号文批准，由海宁市人民政府授权海宁市财政局于1996年出资组建，初始注册资本为5200万元，历经多次国有资产整合和国有股权划拨，2019年底，海宁资产注册资本及实收资本均为20.00亿元，实际控制人为海宁市人民政府国有资产监督管理办公室。跟踪期内，海宁资产营业范围无变化；组织结构由内审部、办公室、资产

经营部和投资发展部变更为办公室、财务部、内审部和投资管理部。截至2019年底，海宁资产合并范围内一级子公司共16家。

海宁资产是海宁市重要的基础设施建设主体和国有资产运营平台，并持续获得海宁市政府在资金资产注入、股权划转和财政补贴等方面的大力支持。

2019年，海宁市财政局将持有的海宁市转型升级产业基金有限公司100%股权无偿划转至海宁资产，相应增加“资本公积”7.78亿元；海宁资产收到财政拨款合计28.22亿元、收到绿化资产、土地使用权等的资产划拨合计41.47亿元，均计入“资本公积”；海宁资产收到政府财政补贴14.33亿元，计入“其他收益”。

海宁资产主要业务包括基础设施建设、土地开发整理和安置房建设等，此外还有房屋租赁、生物制品、污水处理、废物清运和石油销售等业务。房屋销售、房屋租赁和商品销售是海宁资产主要的收入来源。2019年，海宁资产营业收入实现70.72亿元，同比变化不大。

2019年底，海宁资产资产总额932.76亿元，较2018年底增长16.06%，系存货和往来款的增加。资产结构方面，流动资产占46.94%、非流动资产占53.06%。2019年底，海宁资产流动资产为437.83亿元，较2018年底增长13.50%，主要系货币资金和存货增长所致；流动资产主要由货币资金（占19.38%）、其他应收款（占16.38%）和存货（占56.90%）构成。2019年底，海宁资产非流动资产为494.92亿元，较2018年底增长18.43%，主要来自长期应收款、长期股权投资及在建工程的增长；非流动资产中长期股权投资占11.38%、投资性房地产占16.23%、固定资产占23.02%、在建工程占17.35%、其他非流动资产占10.33%。2019年底，海宁资产负债总额为479.14亿元，较2018年底增长10.91%，主要系长期有息债务增加所致。其中，流动负债占34.63%、非流动负债占65.37%。2019年底，海宁资产所有者权益为453.62亿元，较2018年底增长22.05%，主要



系资本公积增长所致。2019 年底，海宁资产资本公积为 318.09 亿元，较 2018 年底增长 31.77%，主要来自收到的财政拨款 28.22 亿元、资产划转 41.47 亿元和股权划转 7.78 亿元。

受益于海宁资产收到的财政拨款和政府补助的增长，2019 年，海宁资产经营活动现金流量净额为 43.91 亿元，同比增长 61.52%。2019 年，海宁资产现金收入比为 105.77%，较上年增长 7.20 个百分点，收入实现质量高。2019 年，海宁资产投资活动现金流量净额为 -45.44 亿元。2019 年筹资活动现金流量净额为 18.94 亿元。

2019 年底，海宁资产流动比率和速动比率分别为 263.86% 和 113.73%。同期，海宁资产现金短期债务比为 1.76 倍，海宁资产短期偿债能力指标一般。

2020 年 3 月底，海宁资产对外担保余额为 161.63 亿元，担保比率为 34.83%，被担保企业大部分为海宁市国有企业，但对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

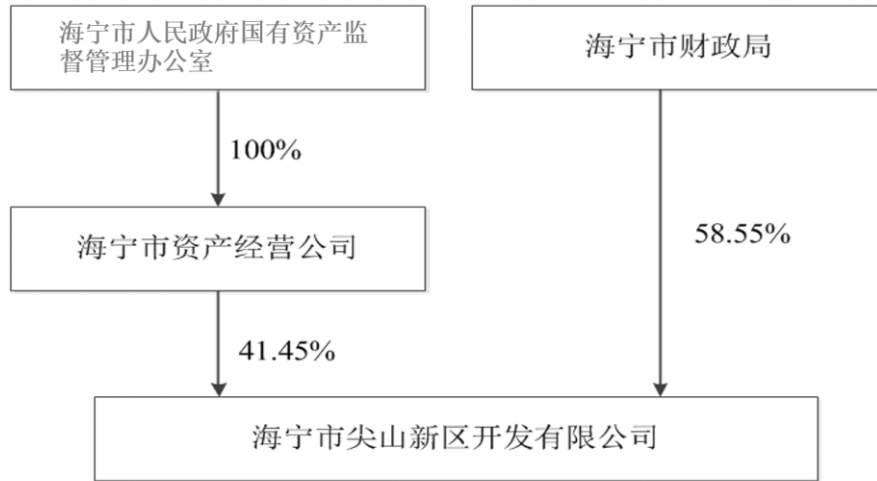
经联合资信评定，海宁资产主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>。海宁资产的担保实力很强，其担保有效提升了跟踪债券本息偿付的安全性。

## 十二、结论

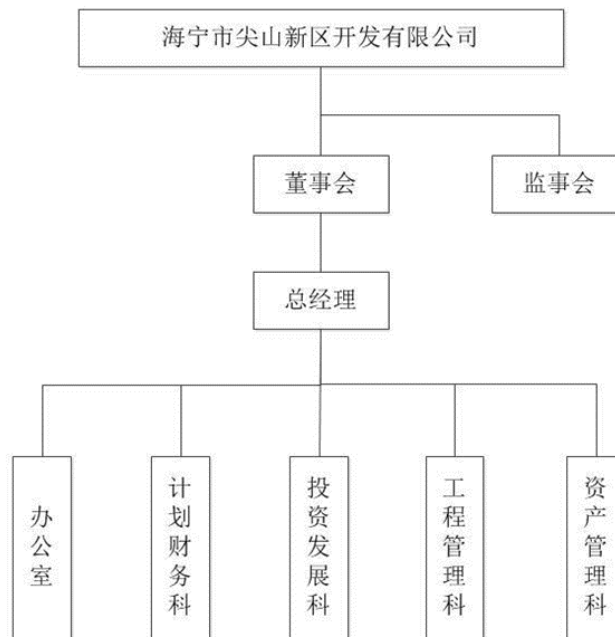
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA， “13海宁新区债/PR海新区” 的信用等级为 AAA， “18海宁新区债01/18尖山01” 和 “18海宁新区债02/18尖山02” 的信用等级为 AA<sup>+</sup>， 评级展望为稳定。



附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



### 附件 1-3 截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

序号	单位名称	主要经营地	持股比例 (%)	业务性质
1	浙江钱塘江投资开发有限公司	海宁市	100.00	投资开发、房地产开发
2	海宁市尖山新区物业管理有限公司	海宁市	100.00	物业管理、房屋租赁
3	海宁市黄湾镇新市镇投资开发有限公司	海宁市	100.00	房地产开发、市政工程建设、社区物业管理
4	海宁市铁北新城有机更新有限公司	海宁市	100.00	城镇有机更新, 投资开发
5	海宁经开产业园区开发建设有限公司	海宁市	100.00	标准厂房的开发建设、经营管理, 房地产开发
6	海宁市城北水环境治理有限公司	海宁市	100.00	水污染治理, 投资开发, 基础设施工程建设
7	海宁市泛半导体产业投资有限公司	海宁市	50.00	实业投资, 投资管理, 股权投资, 投资咨询
8	海宁市嘉勤投资有限公司	海宁市	70.00	股权投资, 实业投资, 投资管理, 投资咨询
9	海宁市合创开发建设有限公司	海宁市	100.00	标准厂房的开发建设、经营管理
10	海宁市众创产业开发建设有限公司	海宁市	52.42	标准厂房的开发建设、经营管理
11	海宁市现代农业发展有限公司	海宁市	51.00	农业项目的开发、建设、投资、经营及管理
12	海宁市湾区新城投资开发有限公司	海宁市	70.00	标准厂房的开发建设, 房地产开发, 物业服务
13	海宁智慧港科技产业园开发有限公司	海宁市	52.38	标准厂房的开发建设, 房地产开发, 物业服务, 工程施工
14	海宁市海昌新市镇建设有限公司	海宁市	100.00	城乡基础设施投资、开发与建设, 土地整理, 房地产开发
15	海宁市铭德殡仪服务有限公司	海宁市	100.00	殡葬服务, 房屋和殡葬设备租赁
16	海宁市笏山生态陵园有限公司	海宁市	100.00	骨灰下葬, 公墓建设、销售、管理, 墓碑刻字业务

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

## 附件 2 担保方中投保跟踪评级报告

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	4.21	6.54	7.78
资产总额（亿元）	122.06	147.42	191.33
所有者权益（亿元）	65.12	69.68	99.80
短期债务（亿元）	11.03	9.97	10.99
长期债务（亿元）	38.84	60.13	66.52
全部债务（亿元）	49.87	70.10	77.52
营业收入（亿元）	4.18	8.25	8.00
利润总额（亿元）	1.72	2.37	2.44
EBITDA（亿元）	1.92	2.57	3.05
经营性净现金流（亿元）	-0.10	-3.90	-17.98
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	1.13	72.83	102.29
存货周转次数（次）	0.14	0.10	0.07
总资产周转次数（次）	0.08	0.06	0.05
现金收入比（%）	101.23	98.75	101.24
营业利润率（%）	14.57	-3.59	7.91
总资本收益率（%）	1.50	1.71	1.62
净资产收益率（%）	2.65	3.42	2.44
长期债务资本化比率（%）	37.36	46.32	40.00
全部债务资本化比率（%）	43.37	50.15	43.72
资产负债率（%）	46.65	52.73	47.84
流动比率（%）	514.39	664.95	615.47
速动比率（%）	90.55	118.75	98.98
经营现金流动负债比（%）	-0.59	-23.69	-75.51
现金短期债务比（倍）	0.38	0.66	0.71
全部债务/EBITDA（倍）	25.97	27.29	25.42
EBITDA 利息倍数（倍）	0.59	0.67	0.73

注：其他非流动负债中的有息部分已纳入长期债务核算

**附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部）**

项目	2017 年	2018 年	2019 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	3.30	3.16	2.29
资产总额（亿元）	96.19	103.95	102.80
所有者权益（亿元）	57.69	59.75	72.27
短期债务（亿元）	6.35	3.69	5.10
长期债务（亿元）	25.55	34.44	19.19
全部债务（亿元）	31.90	38.13	24.29
营业收入（亿元）	1.84	2.13	2.28
利润总额（亿元）	0.72	0.77	0.81
EBITDA（亿元）	0.83	0.88	0.92
经营性净现金流（亿元）	0.14	-4.19	3.86
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	191.44	110.48	119.12
存货周转次数（次）	0.11	0.06	0.06
总资产周转次数（次）	0.04	0.02	0.02
现金收入比（%）	101.47	101.36	105.35
营业利润率（%）	6.07	7.59	9.20
总资本收益率（%）	0.80	0.78	0.83
净资产收益率（%）	1.25	1.28	1.12
长期债务资本化比率（%）	30.69	36.56	20.98
全部债务资本化比率（%）	35.60	38.96	25.15
资产负债率（%）	40.02	42.53	29.70
流动比率（%）	417.96	623.53	521.32
速动比率（%）	169.56	280.27	203.49
经营现金流动负债比（%）	1.15	-46.95	37.89
现金短期债务比（倍）	0.52	0.86	0.45
全部债务/EBITDA（倍）	38.58	43.46	26.41
EBITDA 利息倍数（倍）	0.43	0.57	0.48

注：其他非流动负债中的有息部分已纳入长期债务核算



## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 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

# 跟踪评级公告

联合〔2020〕1144号

---

中国投融资担保股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**中国投融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**中国投融资担保股份有限公司公开发行的“19 中保 01”的债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月九日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 中国投融资担保股份有限公司 公司债券2020年跟踪评级报告

## 主体信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

## 债项信用等级

债券简称	待偿本金	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19中保01	25亿元	3+2年	AAA	AAA	2019-6-6

跟踪评级时间：2020年6月9日

## 主要财务数据

项目	2018年	2019年
资产总额(亿元)	204.53	265.13
可快速变现资产(亿元)	121.25	179.49
可快速变现资产/期末担保余额(%)	17.86	35.78
所有者权益(亿元)	101.27	106.67
营业总收入(亿元)	28.74	22.97
已赚保费(亿元)	5.69	3.50
净利润(亿元)	18.61	8.31
实际资产负债率(%)	45.92	56.72
全部债务资本化比率(%)	43.10	56.62
营业利润率(%)	72.99	42.25
净资产收益率(%)	18.46	7.99
期末担保余额(亿元)	678.98	501.67
融资性担保责任余额(亿元)	419.11	336.29
融资性担保放大倍数(倍)	4.25	3.24
累计担保代偿率(%)	0.05	0.07
担保赔付率(%)	0.17	21.08
拨备覆盖率(%)	26,859.71	507,712.19
代偿准备金比率(%)	0.07	5.82
净利润/待偿本金合计(倍)	0.74	0.33

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 除特别说明外，本报告财务数据及指标计算均为合并口径

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国投融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中投保”）的跟踪评级，反映了公司作为国内首家全国性专业信用担保机构，系控股股东国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投公司”）旗下金融板块重要组成部分，2019年以来，公司保持了很强的行业竞争优势，亦取得了较好的投资收益；并且公司资本充足性较好，资产流动性增强。

同时，联合评级也关注到近年来宏观经济下行压力较大，担保行业信用风险水平攀升；公司担保业务存在一定的集中度风险，同时自有资金投资规模较大，面临的市场风险和信用风险需关注。

考虑到公司业务规模和资本金规模较大，以及股东的持续支持，未来业务发展仍将保持其竞争优势。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望“稳定”；同时维持“19中保01”的债项信用等级为AAA。

## 优势

**1. 股东支持力度较大。**公司系国投公司金融板块重要组成部分，国投公司是国内最大的国有投资控股公司和骨干中央企业之一，股东背景强，且能够在资金和业务上给予公司较大支持。

**2. 公司具有很强市场竞争力。**公司作为国内第一家融资担保公司，公司担保业务规模较大，截至2019年末公司担保余额为501.67亿元，处于行业上游。

**3. 资本实力很强，资产质量较好，流动性增强。**公司资本实力很强，资本较为充足，并且资产质量较好；另外公司增加了现金及现金等价物的持有规模，流动性增强，整体代偿

能力极强。

#### 关注

**1. 宏观经济下行，担保代偿压力增加；业务转型成效仍有待观察。**近年来，宏观经济持续下行，企业经营压力加大，担保行业信用风险水平攀升；公司主动收缩了担保业务规模，推动业务转型，未来仍需关注公司的业务转型成效。

**2. 行业及区域集中度较高。**公司担保业务余额中第一大行业及区域占比增加，行业和区域集中度较高。

**3. 需关注投资业务相关的市场及信用风险。**公司投资规模较大，面临的市场风险和信用风险需关注。

#### 分析师

贾一晗 登记编号（R0040216120001）

姚雷 登记编号（R0040220010007）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn



## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中投保”）前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于1993年12月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金5.00亿元，2000年公司注册资本增至6.65亿元。2006年，经国务院批准，公司整体并入国家开发投资公司（现“国家开发投资集团有限公司”以下简称“国投公司”），注册资本增至30.00亿元；2010年9月，公司通过定向增发的方式引进投资者，从国有法人独资有限公司变更为中外合资有限责任公司，注册资本增至35.21亿元；2012年9月，公司以合计9.79亿元的资本公积、盈余公积及未分配利润转增实收资本，注册资本增至45.00亿元；2013年10月，中国经济技术投资担保有限公司更名为中国投融资担保有限公司；2015年8月，公司整体改制为股份有限公司，并更名为中国投融资担保股份有限公司；2015年12月，公司正式挂牌全国中小企业股份转让系统，证券代码“834777.OC”。截至2019年末，公司注册资本和股本45.00亿元，前五大股东及持股情况见下表，公司控股股东为国投公司，实际控制人国务院国有资产监督管理委员会，国投公司为实现专业化经营，将公司划为金融板块，并委托子公司国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）进行管理。截至2019年末，公司不存在股权被控股股东质押的情况。

表1 截至2019年底公司前五大股东持股情况（单位：%）

股东名称	持股比例
国家开发投资集团有限公司	47.20
中信资本担保投资有限公司	11.14
建银国际金鼎投资(天津)有限公司	11.05
鼎晖嘉德(中国)有限公司	10.00
新政泰达投资有限公司	7.62
<b>合计</b>	<b>87.01</b>

资料来源：公司定期报告

公司经营范围：融资性担保业务：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保及其他融资性担保业务；监管部门批准的其他业务：债券担保、诉讼保全担保、投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；仓储服务；组织、主办会议及交流活动；上述范围涉及国家专项规定管理的按有关规定办理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2019年末，公司本部设有财富管理中心、综合担保业务中心、保证担保中心、亚行项目业务中心等7个前台部门，2个中台部门（法律事务中心和风险管理中心）以及纪律检查部、审计部、信息技术部、财务会计部、经营管理部等9个后台职能部门（详见附件1）；在全国设有4个区域营销分公司，控股6家公司（含5家全资子公司），参股4家公司<sup>1</sup>；公司合并口径在职员工共375人（母公司294人）。

截至2019年末，公司资产总额265.13亿元，所有者权益106.67亿元，其中归属于母公司的所有者权益103.65亿元；2019年，公司实现营业收入22.97亿元，其中已赚保费3.50亿元；净利

<sup>1</sup>公司将参股公司中投保信息技术有限公司转出，此事项于2020年3月签股权转让协议，但目前还未做完工商变更。

润 8.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.15 亿元；经营活动现金流量净额-3.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 40.45 亿元。

注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层；法定代表人：段文务<sup>2</sup>。

## 二、跟踪债券概况

### “19 中保 01”

2019 年 4 月 2 日，公司公开发行 25.00 亿元公司债券，期限为 3+2 年，发行票面利率为 3.87%，每年付息一次，到期还本，起息日为 2019 年 4 月 2 日，付息日为 2020 年到 2024 年每年 4 月 2 日，到期日和兑付日为 2024 年 4 月 2 日。本期债券于 2019 年 4 月 15 日起在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“19 中保 01”，证券代码“155290.SH”。本期债券的募集资金扣除相关发行费用后，主要用于符合国家法律法规的用途，包括但不限于偿还有息债务、优化债务结构，补充营运资金等。2020 年 4 月，公司按照约定支付了利息。

## 三、行业分析

**2019 年金融产品担保增速放缓，但随着宏观经济下行影响，信用风险不断上升，担保机构代偿压力较大。**

中国担保行业是在金融体制不完善、融资供应结构失衡的背景下应运而生，为促进社会信用体系建设、助力社会经济发展提供支持，尤其是在缓解中小企业融资难、担保难问题方面发挥了积极的作用。

### （1）传统贷款担保业务

传统的贷款担保业务受市场融资规模影响较大，截至 2019 年末为 251.31 万亿元，较上年末增长 10.7%，其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 151.57 万亿元，较上年末增长 12.5%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.11 万亿元，较上年末下降 4.6%；委托贷款余额为 11.44 万亿元，较上年末下降 7.6%；信托贷款余额为 7.45 万亿元，较上年末下降 4.4%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.33 万亿元，较上年末下降 12.5%；企业债券余额为 23.47 万亿元，较上年末增长 13.4%；政府债券余额为 37.73 万亿元，较上年末增长 14.3%；非金融企业境内股票余额为 7.36 万亿元，较上年末增长 5%。截至 2016 年末，全国融资性担保行业在保余额总计 19,120 亿元，较年初增加 5,374 亿元，增长 39.1%；全国融资性担保行业共有法人机构 8,402 家，较上年末增加 2,372 家，增长 39.3%，其中，国有控股占 18.7%，民营及外资控股占 81.3%，民营及外资控股机构占比同比增加 5 个百分点。截至 2016 年末，融资性担保机构资产总额 9,311 亿元，较上年末增长 57.2%；净资产总额 7858 亿元，较上年末增长 63.8%；未到期责任准备金余额 184 亿元，较上年末增长 71.8%，占年度担保业务收入的 51%；担保赔偿准备金余额 316 亿元，较上年末增长 82.7%，占年末担保责任余额的 1.7%；担保责任拨备覆盖率为 607.5%，较上年末增加 100 个百分点。受宏观经济下行压力的影响，中小企业经营压力加大，同时叠加银行抽贷等因素，担保机构代偿压力加大。

<sup>2</sup> 2020 年 5 月 14 日，公司第二届董事会第十七次会议审议并一致通过了《关于选举段文务为公司董事长的议案》，选举段文务担任公司第二届董事会董事长，任期自董事会审议通过之日起至本届董事会任期届满之日。根据《公司章程》的相关规定，段文务在担任公司董事长期间同时担任公司法定代表人。此事项尚需向北京市地方金融监督管理局及北京市工商行政管理局进行备案。

## （2）债券担保业务

根据 Wind 数据统计，截至 2019 年末，债券担保责任余额为 4,767.89 亿元，较 2018 年末增长 11.70%，2019 年以来受政府金融去杠杆的政策影响，债券一级市场低迷，金融担保机构债券担保业务增速有所下降；前十大金融担保机构占市场份额比重达 89.51%，较 2018 年末有所下降，但行业集中度仍较高。从所担保债券省份分布来看，截至 2019 年末，债券担保余额最高的三个省份依次为江苏省（占 22.43%）、湖南省（占 12.15%）和安徽省（占 10.76%）；截至 2019 年末，从各个信用级别发行主体信用等级来看，主要集中在 AA 级别，占比为 66.43%，占比较 2018 年末上升 1.16 个百分点，AA+和 AA-级别发行主体占比分别为 7.03%和 22.97%，占比较 2018 年末分别下降 0.58 个百分点和 0.34 个百分点；从金融产品担保发生额中发行主体公司属性来看，地方国有企业占比总体呈上升态势，截至 2019 年末，被担保客户中地方国企余额为 4,398.83 亿元，较 2018 年末增长 22.40%，占比为 92.26%，较 2018 年末下降 0.13 个百分点；代偿方面，截至 2019 年末，金融担保机构所担保的债券违约主要集中的在中小企业私募债，涉及到的金融担保机构为中海信达担保有限公司和天津海泰投资担保有限责任公司，考虑到债券担保业务未发生集中代偿情况，因此债券担保业务占比大的金融担保业务代偿率或将保持在较低水平。

## （3）再担保业务

再担保在担保体系中起着重要的风险分散和转移作用，被称为担保公司的担保公司，可以有效降低融资担保公司的损失风险。再担保是一种准公共产品，商业性融资担保公司没有动力去完成这种低收益的风险分散，因此由政府牵头组建再担保公司是最有效的解决方法。近年来，我国积极倡导各地设立省级或市级的再担保机构，但目前再担保公司数量总体依然较少，省级再担保机构的全覆盖尚未实现。

### **2019 年担保相关政策不断出台，行业监管正在逐渐规范，有利于行业规范化发展。**

2019 年 10 月银保监会发布了 37 号文，37 号文对《条例》内容进一步细化，为实现融资担保机构和融资担保业务监管全覆盖，37 号文对以下内容明确：1) 监管范围进一步扩大，决定将未取得融资担保业务经营许可证但实际上经营融资担保业务的住房置业担保公司、信用增进公司等机构纳入监管，未经监督管理部门批准，汽车经销商、汽车销售服务商等机构不得经营汽车消费贷款担保业务，2) 名称规范，强调不持有融资担保业务经营许可证的公司，名称和经营范围中不得标明融资担保字样；3) 计量办法中的净资产口径明确和新增住房置业担保余额折算标准，融资担保公司应当按照《四项配套制度》的规定计量和管理融资担保责任余额，净资产应当根据融资担保公司非合并财务报表计算，37 号文的发布对于净资产规模偏低的融资担保公司及增信公司业务冲击较大，融资担保公司和增信公司净资产规模亟待补充。此外，为支持居民购买住房的住房置业担保业务权重为 30%，住房置业担保业务仅包括住房公积金贷款担保业务和银行个人住房贷款担保业务。

**未来国有担保公司整体资本实力将会进一步增强，担保公司经营模式逐渐成熟，其风险补偿机制将不断完善。**

担保公司经营风险与经济周期存在一定关联性，当经济状况下滑时，担保公司的资金链条易因代偿上升而绷紧，2017 年出台的《条例》有利于促进担保行业规范化发展，也有助于防控担保公司业务风险。行业发展趋势方面，国有背景担保机构仍将持续进行注资，整体行业资本实力不断增强，抗风险能力将有所增强；担保公司业务趋于多元化发展，担保品种也将日趋丰富，经营模式将逐渐成熟，规模化及专业化特征将显现；风险补偿机制将不断完善，通过多渠道风险补偿机制实现风险分担的运营，一方面担保机构不断提高自身的风险识别能力，另一方面通过与省级



再担保机构合作，充分发挥再担保机构增信、风险分担的职能。

#### 四、管理与内控分析

**公司 2019 年以来管理层出现了一定变动，公司治理较为规范。**

2019 年公司共召开 2 次股东大会、6 次董事会会议及 5 次监事会会议，会议的通知、召集、召开和表决程序均遵照《公司法》和公司章程的有关规定，并且公司监事会在其监督活动中，未发现公司存在重大风险事项，监事会对本年度的监督事项无异议。

2019 年，公司董事长、董秘、财务总监均未发生变动，有 2 位董事因为工作变动原因离任，总经理石军先生因个人原因离任。公司新任总经理为段文务先生。2020 年 4 月，原副总经理李峰先生因个人原因辞去公司副总经理职务；原董事长兰如达因退休不再担任公司董事长，公司新任董事长为段文务先生（任董事长期间为公司法定代表人），此事项尚需向北京市地方金融监督管理局及北京市工商行政管理局进行备案。段文务先生曾就职于公司控股股东国投公司及其旗下子公司的多项岗位，此项人员变动不会对公司日常经营产生不利影响。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司营业收入仍以担保业务收入和投资收入为主，受宏观环境影响，公司主动控制担保业务规模，担保业务收入下降，投资收入占比较高，联合评级关注到公司传统担保业务规模逐步下降，业务规模回升尚需一定时间，投资业务规模维持在较高水平，面临的市场风险和信用风险需保持关注。

2019 年公司担保业务收入及投资收益均出现下降，因此营业收入同比下降 20.08%至 22.97 亿元。2019 年受宏观环境影响，公司持续控制担保业务规模，已赚保费亦持续了下降趋势，2019 年同比下降 38.43%，对收入的贡献度有所下降，但仍然为第二大收入来源。由于 2018 年投资收益的增长主要系公司持有中金公司股权由可供出售金融资产调整为权益法核算的长期股权投资所致（影响金额为 11.34 亿元），不具有可持续性，因此 2019 年投资收益出现了下降，为 17.50 亿元，投资收益情况仍然较好，若剔除 2018 年中金公司划分至权益法核算的长期股权投资产生的投资收益的影响，2019 年公司投资收益仍然保持稳步增长。

从利润实现情况来看，2019 年公司不再有会计科目调整导致的投资收益增加，净利润降至 8.31 亿元，如不考虑会计科目调整的影响，2019 年净利润仍然延续了稳步增长的态势。



表 2 公司营业收入结构 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比
已赚保费	5.69	19.79	3.50	15.25
其中: 担保业务收入	3.13	10.88	1.78	7.77
减: 分出保费及收入返还	0.06	0.20	0.07	0.29
减: 提取未到期责任准备金	-2.62	-9.11	-1.78	-7.76
投资收益	22.23	77.35	17.50	76.21
其他	0.82	2.86	1.96	8.55
<b>营业收入合计</b>	<b>28.74</b>	<b>100.00</b>	<b>22.97</b>	<b>100.00</b>
<b>净利润</b>		<b>18.61</b>		<b>8.31</b>

资料来源: 公司审计报告, 联合评级整理。

## 2. 担保业务

公司担保业务仍以金融产品担保业务为主, 受监管政策和经济环境波动影响, 公司主动收缩公共融资类担保业务规模并不再开展保本投资类担保业务, 公司金融担保业务规模呈下降趋势, 公司逐渐加强相关业务储备, 但鉴于担保业务落地尚需一定周期, 业务规模的回升亦需要一定时间。

公司担保业务仍以金融产品担保业务为主, 其中主要为公共融资类担保。受监管政策和经济环境波动影响, 公司主动收缩公共融资类担保业务规模, 同时公司不再新增保本投资类业务, 因此担保业务规模仍然处于下降趋势, 2019 年末降至 501.67 亿元, 扣除分保部分外, 在保责任余额 489.45 亿元。由于公司担保业务的收缩, 融资性担保责任余额逐年下降, 而融资性担保放大倍数亦随之下降, 截至 2019 年末为 3.24 倍。公司结合外部形势变化加强对担保业务相关市场领域的研究, 加强相关领域的业务储备, 但担保项目落地需要一定周期, 业务收入和规模回升尚需一定时间。

2019 年以来, 公司金融产品担保余额占担保业务余额的比例仍然保持高位, 在 93.00% 以上。除保本基金外, 公司金融产品担保业务中始终以公共融资类担保为主, 公司对于公共融资类担保业务的开展根据债券市场发行情况进行调整, 主要为城投债, 其他金融产品担保业务主要包括资产证券化产品担保等, 2019 年基本保持稳定。

公司非金融担保业务规模不大, 主要包括银行间接融资担保、履约类担保和司法担保。银行间接融资性担保业务主要包括小微企业投资保联动模式、供应链金融-电票担保产品、政府采购融资担保等; 公司履约担保主要包括工程保证和政府采购履约担保, 公司研发“信易佳”电子保函平台, 可实现在线秒开保函, 提高了承保效率, 履约担保余额上升; 公司司法担保规模较为稳定。

表 3 公司担保余额情况 (单位: 亿元、倍)

类别	2018 年末	2019 年末
金融产品担保	647.13	469.17
其中: 保本投资类担保	60.61	0.00
公共融资类担保	477.47	377.92
其中: 公共融资类担保-公募	472.92	374.50
公共融资类担保-私募	4.55	3.43
房地产类金融担保	33.90	18.80
其他金融产品担保	75.14	72.45
非金融产品担保	31.86	32.50

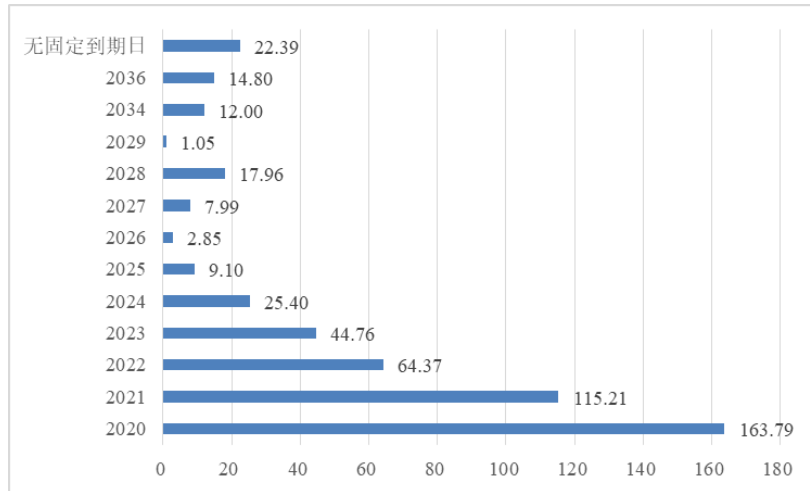
其中：银行间接融资性担保	16.29	12.81
履约类担保	11.34	15.46
司法担保	4.23	4.23
<b>合计</b>	<b>678.98</b>	<b>501.67</b>
扣除分保后担保余额	653.60	489.45
融资性担保责任余额	419.11	336.30
融资性担保放大倍数	4.25	3.24

资料来源：公司提供，联合评级整理

**公司未来两年到期较为集中，需关注届时的代偿压力。**

从担保期限组合期限来看，截至 2019 年末的担保业务余额，2020 和 2021 年公司担保到期金额较大，到期金额分别为 163.79 亿元和 115.21 亿元，合计占比达 55.62%。

图 1 截至 2019 年末公司担保业务到期情况（单位：亿元）

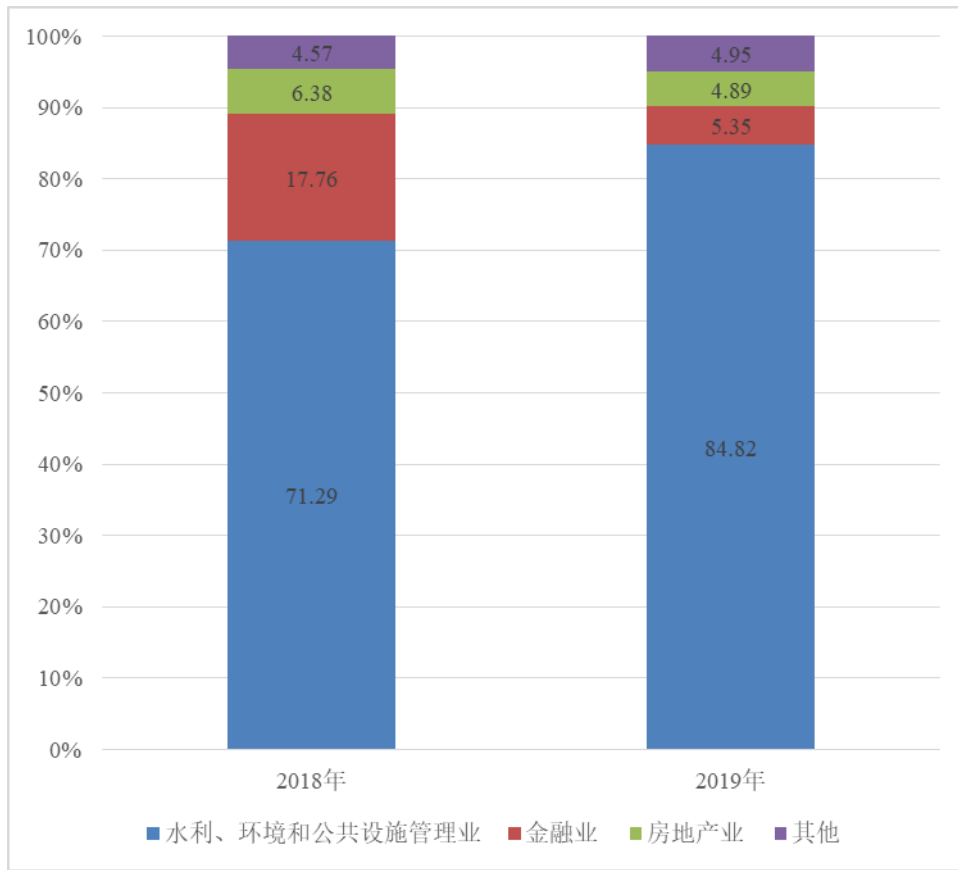


资料来源：公司提供

公司不再新增保本基金类业务，主要开展公共融资类担保业务，行业较集中，并且区域集中度提升。

从行业来看，由于公司不再新增保本基金类业务，因此金融业占比持续下降，而公共融资类担保业务占比提升，主要为城投债，因此水利、环境和公共设施管理业的占比继续增加，截至 2019 年末其在在保余额中的占比为 84.82%，行业较为集中。

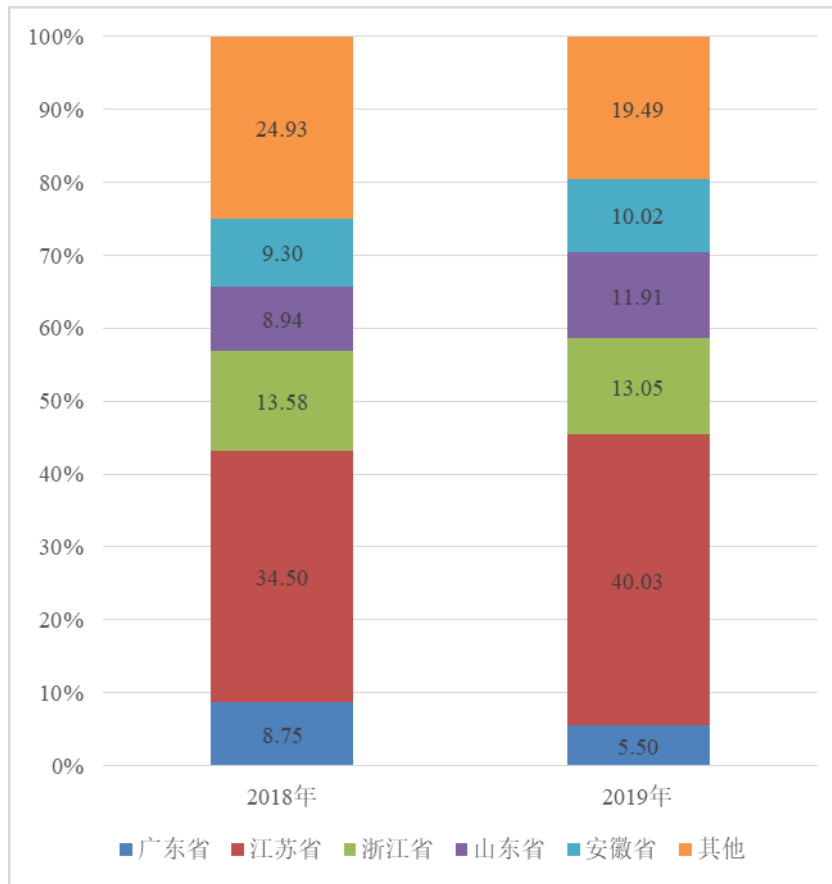
图 2 公司担保业务行业集中情况



资料来源：公司提供，联合评级整理

从区域分布来看，公共融资类担保项目偏向于经济发达、财政实力较强的地区。公司公共融资类担保业务第一大区域为江苏省，随着公共融资类业务占比的增加，存量业务区域集中度提升。截至 2019 年末，江苏省内业务存量占担保业务余额的比重为 40.03%，浙江省、山东省和安徽省占比均超过 10%，其他地区占比较小。

图3 公司担保业务区域集中情况



资料来源：公司提供，联合评级整理

从客户集中度来看，截至2019年末，公司担保业务最大客户在保余额为21.00亿元，占期末净资产的比例为19.69%；前十大在保客户在保余额为163.26亿元，占期末净资产的比例为153.05%，但考虑到下表未扣除分保额，因此客户集中度低于测算值。根据四项配套制度《融资担保责任余额计量办法》的规定，2017年10月1日前发生的债券担保业务，集中度按照原有监管制度有关规定执行，2017年10月1日后发生的债券担保业务，集中度按照新规执行，截至2019年末，公司的同一被担保人的担保责任余额符合监管要求。

表4 截至2019年末公司前十大在保客户情况（单位：亿元）

客户名称	业务品种	在保余额
嵊州市投资控股有限公司	公共融资类担保	21.00
新沂市交通投资有限公司	公共融资类担保	20.30
平度市国有资产经营管理有限公司	公共融资类担保	18.00
海盐县国有资产经营有限公司	公共融资类担保	17.40
丹阳投资集团有限公司	公共融资类担保	15.00
荣成市经济开发投资公司	公共融资类担保	15.00
宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司	公共融资类担保	14.96
深圳市世纪海翔投资集团有限公司	房地产类金融担保	14.80
广德县国有资产投资经营有限公司	公共融资类担保	14.00
如皋市经济贸易开发总公司	公共融资类担保	12.80
<b>合计</b>	--	<b>163.26</b>

资料来源：公司提供

公司 2019 年代偿金额有所增加，但累计代偿率仍然较低，联合评级将持续关注公司代偿金额的变化情况及后续追偿的落实情况。

本报告中累计数据皆取自公司 2015 年至当期累计数。由于 2015 年前代偿的项目近几年仍有回收，但未反映在累计代偿额中，因此累计代偿回收率不能真实反应公司实际的回收效率。从代偿指标来看，2015 年以来发生的代偿规模不大，2015—2019 年累计代偿为 1.90 亿元，累计担保代偿率均不足 0.1%；2019 年代偿率上升主要系代偿额增加同时解保额下降所致。总体看相对于公司的业务及资本规模，代偿规模不大，代偿率指标较好，但仍需关注未来回收情况。

表 5 公司代偿及回收水平（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
累计代偿额	1.16	1.90
累计代偿回收额	5.72	6.07
累计担保代偿率	0.05	0.07
当年代偿额	0.01	0.74
当年代偿回收额	0.53	0.35
当年解保额	731.18	265.01
当年代偿率	0.001	0.28

资料来源：公司提供，联合评级整理。

表 6 公司代偿项目情况

年份	代偿项目
2018 年	灵芝快贷项目
2019 年	灵芝快贷项目
	授信 2018 小微成长计划—启迪 1 号布朗诺 300 万综合授信担保项目

资料来源：公司提供

### 3. 投资业务

公司投资规模较大，对营业收入贡献度很高；构成以股权投资、理财计划和委托贷款为主，新增的委托贷款主要为亚行项目，新增部分未发生过逾期，资产质量较好；但未来仍需要关注市场波动可能对公司投资标的经营业绩的影响。

公司投资规模波动幅度不大，截至 2019 年末投资规模 173.00 亿元，较年初下降 4.35%。从构成来看，以债务及权益工具投资、长期股权投资和应收款项类投资为主。2019 年以来，公司应收款项类投资和基金投资规模均大幅下降，截至 2019 年末规模分别为 2.80 亿元和 19.76 亿元；长期股权投资持续增长，主要系新投资 2 家公司（联营企业）所致（新增投资 14.23 亿元）。公司委托贷款规模较为稳定，近年来均略高于 30 亿元，新增的委托贷款业务主要为亚行项目<sup>3</sup>。截至 2019 年末，公司已向亚洲开发银行提款约 25.97 亿元人民币，利率为 0.213%，公司新增委托贷款业务到期后均未发生逾期情况。

<sup>3</sup>2016 年，公司申请亚洲开发银行 4.58 亿欧元长期主权贷款，综合利用信用增进等多种金融工具使用该资金支持京津冀及周边的大气污染治理，公司成为“京津冀区域大气污染防治中投融资促进项目”的执行机构和还款人。该项贷款将用于京津冀以及山东、山西、河南、内蒙、辽宁等周边区域的大气污染防治项目，重点支持生物新能源、光伏、煤炭替代等项目的实施。



表 7 公司投资业务投资品种情况 (单位: 亿元)

项目	2018 年末	2019 年末
长期股权投资	20.57	30.14
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	9.24	--
交易性金融资产	--	87.72
债务工具-债券投资	--	1.27
债务工具-信托计划	--	5.80
债务工具-理财计划	--	42.98
权益工具-股权投资	--	17.92
权益工具-基金投资	--	19.76
买入返售金融资产	2.38	0.11
应收款项类投资	45.20	--
委托贷款	32.20	--
应收款项类投资	13.00	--
可供出售金融资产	103.46	--
债务工具-债券投资	4.01	--
债务工具-信托计划	31.67	--
债务工具-理财计划	19.50	--
债务工具-其他	3.45	--
权益工具-股权投资	7.89	--
权益工具-基金投资	36.93	--
债权投资	--	32.64
委托贷款	--	29.80
应收款项类投资	--	2.84
其他债权投资	--	22.39
信托计划	--	17.91
债券投资	--	4.34
应计利息	--	0.14
合计	180.86	173.00

资料来源: 公司审计报告, 联合评级整理

从合规情况来看, 公司以自有资金进行投资多数为固定收益类金融产品, 其中, 信托计划投资均为期限固定、收益固定的信托产品, 为固定收益类金融产品, 股权投资等其他投资合计投资成本占净资产比重均不超过 20% (《暂行办法》第二十九条); 并且 I 级资产、II 级资产及 III 级资产规模均能满足监管指标要求 (《融资担保公司资产比例管理办法》第九条)。

#### 4. 其他业务

资管业务系公司未来转型发展重要方向, 资管业务依托于公司良好的发展平台, 近年来发展态势尚可。

公司于 2014 年 11 月设立全资子公司中投保信裕资产管理 (北京) 有限公司 (以下简称“信裕资管”) 开展资产管理业务。信裕资管发挥资源整合优势, 提升主动管理能力, 形成以固定收益、低风险多策略组合投资、权益投资、另类投资等为主要方向的业务发展模式。面对日益趋严的监管环境, 公司对信裕资管进行增资, 进一步夯实了资本实力, 并继续以合规经营、主动管理为重点, 加强投研能力建设, 加大产品开发和资金渠道开拓力度。2017 年, 信裕资管获得了私募基金全牌照, 成为中国基金业协会、中国保险资产管理业协会会员。2019 年信裕资管实现收入 1.22 亿元, 同比增长 57.81%, 但由于营业总支出的提升和投资收益的下降, 净利润降至 0.44 亿元。

金融科技业务系公司未来三大业务板块组成部分，但由于子公司成立时间较短，目前处于初期发展阶段。目前金融科技已推出具有特色的产品，取得一定创新能力，未来发展有待公司进一步推动。

随着金融科技的快速崛起，公司加强金融科技平台及财富管理渠道建设，金融科技探索已取得初步成果。2015年，公司与蚂蚁金融服务集团、恒生电子股份有限公司共同发起设立浙江互联网金融资产交易中心股份有限公司（以下简称“网金社”），以满足个人客户和中小微企业的投融资需求，目前注册资本0.57亿元，公司参股比例27.35%。网金社推出“付税宝”产品，依托大数据采集、征信及风控的方式，实现了进口中小微企业全线上融资直付税款的功能，帮助企业快速通关。网金社作为公司金融科技发展战略的重要平台，随着业务的发展以及风险管控能力的提升，在消费金融、Fintech领域形成了独特优势，有助于拓宽公司担保业务的发展空间，同时推动其向综合化资产管理服务模式转型。2016年3月，中投保当选为中国互联网金融协会首批会员第一届常务理事单位。

2017年11月，公司子公司与宁夏国有资产投资控股集团有限公司等共同合作发起设立的国投（宁夏）互联网小额贷款股份有限公司（以下简称“国投小贷”）正式成立，取得互联网小贷牌照，提升了公司在金融科技领域的业务资源和业务范围，但目前业务规模较小。

## 5. 未来发展

公司处于战略转型期并制定了明确的发展战略，符合自身发展特色及监管政策导向；较强的创新能力和良好的公司治理水平有助于公司保持担保行业中的领先地位和促进战略的实现。

公司以成为“市场领先的以信用增进为特色的投融资服务集成商”作为发展愿景，着力打造“信用增进、资产管理、金融科技”协同发展的战略布局，以信用增进为主要服务方式，增强担保业务与资产管理、金融科技的协同，提升企业信用，改善社会信用资源配置，加强资金融通和商品融通，促进社会信用体系和信用文化建设，为国民经济和社会发展服务。

未来，公司将从多方面发力，在担保和信用增进领域，重点围绕基础设施、民生、环保节能、以及国家政策鼓励和引导的新型城镇化建设、区域战略实施、特色商业物业开发等地产领域，发挥担保增信功能与其它金融产品的协同作用；在小微金融领域，以“树品牌、建体系、服务双创”为目标开展小微金融；在绿色金融领域，加大亚行贷款“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”对大气污染治理等重点领域的投入力度，在节能环保和绿色金融领域树立品牌；在资产管理业务领域，继续拓展以固定收益、低风险多策略组合投资、权益投资、另类投资等为主要方向的有增信特色的资产管理业务；在金融科技领域，加强与金融科技领军企业的合作，积极探索建立基于大数据背景下的风控模式和业务运营方式。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2018—2019年合并财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，均出具了无保留的审计意见。从合并范围来看，2019年减少1家并新增1家合伙企业，无其他合并范围内子公司变动。

公司自2019年1月1日起执行财政部修订后的《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号——金融资产转移》《企业会计准则第24号——套期保值》

以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（以下简称“新金融工具准则”）。根据相关新旧准则衔接规定，对可比期间信息不予调整，首次执行日执行新准则与原准则的差异追溯调整期初留存收益或其他综合收益。2019 年归属母公司所有者权益由于会计政策变更而增加了其他综合收益 2.91 亿元，调减了未分配利润 3.02 亿元，总体看会计政策变更对公司财务数据影响不大，公司财务数据可比性强。

## 2. 资本结构

公司所有者权益规模及构成变化不大，所有者权益稳定性尚可。

截至 2019 年末，公司股东权益合计 106.67 亿元，较年初增长 5.33%，其中归属于母公司的所有者权益占比 97.16%，在归属于母公司的所有者权益中股本占比 43.42%，其他权益工具（永续债）占比 24.03%，未分配利润占比 19.57%，公司所有者权益稳定性尚可。

随着公司加大了资本市场融资力度及交易性金融负债的增加，杠杆有所上升，并且短期内偿债压力增加。

由于融资规模增加，公司负债规模随之增长。截至 2019 年末，公司负债总额为 158.46 亿元，较年初增长 53.46%；构成以短期借款（占比为 8.97%）、长期借款（占比为 20.14%）、应付债券（占比为 32.24%）和交易性金融负债（占比 26.51%）为主。

表 8 公司负债构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末
<b>负债总额</b>	<b>103.26</b>	<b>158.46</b>
其中：短期借款	0.00	14.21
交易性金融负债	--	42.01
准备金之和	9.33	8.08
其中：担保赔偿准备金	3.06	3.59
责任准备金	6.27	4.49
长期借款	48.21	31.91
应付债券	24.95	51.08
其他负债	14.17	8.00
<b>实际资产负债率</b>	<b>45.92</b>	<b>56.72</b>
<b>全部债务</b>	<b>76.72</b>	<b>139.21</b>
其中：短期债务	3.56	56.22
长期债务	73.16	82.99
<b>全部债务资本化比率</b>	<b>43.10</b>	<b>56.62</b>

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2018 年末无短期借款，截至 2019 年末，短期借款分别 14.21 亿元，短期借款均为信用借款（含利息）。公司 2019 年 1 月 1 日起执行了新金融工具准则，2019 年末公司交易性金融负债为 42.01 亿元，主要为开展卖出回购业务形成的债务。公司长期借款均为信用借款，2019 年公司提前归还了部分长期借款，因此年末降至 31.91 亿元。由于公司增加了资本市场融资力度，应付债券仍然处于增长趋势，截至 2019 年末为 51.08 亿元。

随着公司在资本市场融资规模的增加，截至 2019 年末公司全部债务为 139.21 亿元，较年初增长 81.45%；同期公司全部债务资本化比率和实际资产负债率亦持续上升，截至 2019 年末分别为 56.62% 和 56.72%。从债务期限结构来看，由于 2019 年新增了较大规模的交易性金融负债，短期债务占比大幅增加，除交易性金融负债外，公司债务分布较为均匀。

表9 截至2019年末公司全部债务偿还期限结构(单位:亿元、%)

到期时间	金额	占比
1年以内	14.20	14.77
1~2年	26.00	27.04
2~3年	5.00	5.20
4~5年	25.00	26.00
5年以上	25.97	27.00
<b>债务合计</b>	<b>96.17</b>	<b>100.00</b>

注:上表按本金,不含交易性金融负债,因此合计数与全部债务有差异  
资料来源:公司年报,联合评级整理

### 3. 资产质量

公司货币资金保持充足水平,资产整体流动性良好;公司投资资产规模较大,面临一定的信用风险和市场风险。

截至2019年末,公司资产总额265.13亿元,较上年末增长29.63%,主要系公司保留了较大规模的货币资金及定期存款所致。公司资产主要由货币资金(占比21.75%)、定期存款(占比7.94%)和各类投资资产(占比65.25%)组成。

截至2019年末,公司货币资金大幅增至57.68亿元,主要系公司结合外部形势及相关要求对资产结构进行了相关调整,受限资金主要为公司拟设立中投保科技融资担保有限公司而在华夏银行北京通州支行划转的存出投资款及产生的利息合计10.03亿元。

2019年,公司在持有较大规模的货币资金的同时,增加了定期存款的规模,年末为21.06亿元,期限主要在3个月~1年。公司各类投资资产规模较大,近几年保持在170亿左右,2017—2018年末占比均超过80%,截至2019年末公司投资规模为173.00亿元,由于货币资金及定期存款的大幅增加,投资资产占比降至65.25%,但仍然是公司资产中最主要的组成部分,需关注其未来受外部环境波动可能产生的市场及信用风险。公司持有投资资产情况详见经营部分投资业务分析。

表10 公司资产情况构成情况(单位:亿元)

项目	2018年末	2019年末
<b>资产总额</b>	204.53	265.13
其中:货币资金	6.19	57.68
定期存款	1.07	21.06
各类投资资产	180.86	173.00

注:各类投资资产为投资业务分析中的投资资产合计数  
资料来源:公司审计报告,联合评级整理

### 4. 盈利能力

由于会计科目调整的不可持续性及会计政策变更,2019年公司各项盈利指标出现了一定的下降,但总体盈利能力处于较好水平。

2019年公司营业收入出现下降(详见经营概况)。公司营业成本以业务及管理费、其他业务成本和减值损失为主。2019年以来公司业务及管理费及其他业务成本(主要为利息支出)稳步增长;同年公司使用新金融工具准则,采用预期信用损失模型计提减值损失,当年新增信用减值损失1.80亿元和其他资产减值损失1.09亿元;2018年营业成本中提取担保赔偿准备金为负主要系当年未出风险的项目陆续解保,而2019年由于宏观经济持续下行,公司增加了计提力度,当年提取的担保赔偿准备金为0.96亿元。受以上因素影响,公司利润规模有所下降。从盈利能力指标来

看，公司各项盈利指标出现了不同程度的下降，主要受 2018 年部分投资由可供出售金融资产转入权益法计量的长期股权投资而产生了较大的投资收益以及 2019 年会计政策变更导致的减值损失增加的影响，公司盈利能力指标表现仍处于较好水平。

赔付情况方面，由于代偿规模的波动及担保业务收入的下降，公司担保赔付率增长明显，2019 年为 21.08%。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	28.74	22.97
营业总成本	7.76	13.26
其中：业务及管理费	4.43	4.72
提取担保赔偿准备金	-0.91	0.96
其他业务成本	3.83	4.61
信用减值损失	--	1.80
其他资产减值损失	--	1.09
利润总额	20.95	9.70
净利润	18.61	8.31
净资产收益率	18.46	7.99
总资产收益率	9.39	3.54
担保赔付率	0.17	21.08

资料来源：公司年报，联合评级整理

与同行业企业相比，公司盈利指标好于样本中位数，盈利能力较好。

表 12 同行业 2019 年财务指标比较（单位：亿元、%）

项目	营业利润率	净资产收益率	总资产收益率
中合中小企业融资担保股份有限公司	1.94	0.35	0.26
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	28.65	4.13	2.32
江苏省信用再担保集团有限公司	35.17	5.35	3.04
中债信用增进投资股份有限公司	63.02	7.25	4.64
<b>平均值</b>	<b>32.20</b>	<b>4.27</b>	<b>2.56</b>
中投保	42.25	7.99	3.54

资料来源：公司审计报告、财务报表、公开资料，联合评级整理

### 5. 资本充足性及代偿能力

公司资本规模较大，并且流动性较好，能够覆盖未来一年的解保规模；公司计提了足额的准备金，担保业务整体风险仍可控；另外考虑到公司股东背景强大，对公司支持力度大，公司整体代偿能力极强。

公司面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，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其担保业务风险敞口、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。

截至 2019 年末，公司净资产规模 106.67 亿元，资本较为充足；可快速变现资产为 179.49 亿元，较年初大幅增长 48.03%，主要系货币资金增长所致。由于公司担保收入及在保余额的下降，准备金之和亦有所下降，截至 2019 年末公司准备金之和为 12.68 亿元，代偿准备金率为 5.82%，由于 2019 年代偿规模的增加，导致代偿准备金率亦有所增加。



从代偿压力来看，截至 2019 年末，公司可快速变现资产/期末担保余额为 35.78%，2020 年到期解保的担保余额 163.79 亿元，可快速变现资产/2020 年到期解保规模为 109.58%，覆盖程度较好。由于应收代偿款的下降，公司拨备覆盖率大幅提升，准备金足以覆盖已代偿但尚未回收项目对于公司造成的损失。

表 13 公司资本充足性及代偿能力（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末
净资产	101.27	106.67
可快速变现资产	121.25	179.49
可快速变现资产/期末担保余额	17.86	35.78
可快速变现资产/2020 年到期解保规模	--	109.58
拨备覆盖率	26,859.71	507,712.19
准备金之和	12.97	12.68
代偿准备金比率	0.07	5.82

注：2020 年到期解保规模为 2019 年期末担保余额中一年内到期的部分  
资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年末，公司已获得合作银行综合授信额度 962.00 亿元，其中已使用综合授信额度约为 39.20 亿元，未使用综合授信额度约为 922.80 亿元，融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2020 年 5 月 11 日，共在 7 家金融机构办理过信贷业务，目前在 3 家金融机构的业务仍未结清，中长期借款余额为 1.00 亿元，无不良和违约负债，无欠税记录、民事判决记录及强制执行记录，过往履约情况良好。

## 七、跟踪债券偿还能力分析

以 2019 年财务数据为基础，公司对存续的公司债券“19 中保 01”的待偿本金合计 25.00 亿元的各项偿还能力指标见下表，除现金流相关指标外，其余各项偿还能力指标良好。

表 14 本报告所跟踪债券的偿还能力（单位：倍）

项目	2019 年
股东权益合计/待偿本金合计	4.27
净利润/待偿本金合计	0.33
经营活动现金净流量/待偿本金合计	-0.14
筹资活动前现金净流量/待偿本金合计	0.11

注：筹资活动前现金净流量=经营活动现金净流量+投资活动现金净流量  
资料来源：联合评级整理

综合以上分析，并考虑到公司自身行业竞争力强，股东背景强大且对公司支持力度较大，整体业务风控能力较强，其对“19 中保 01”的偿付能力仍属极强。

## 八、综合评价

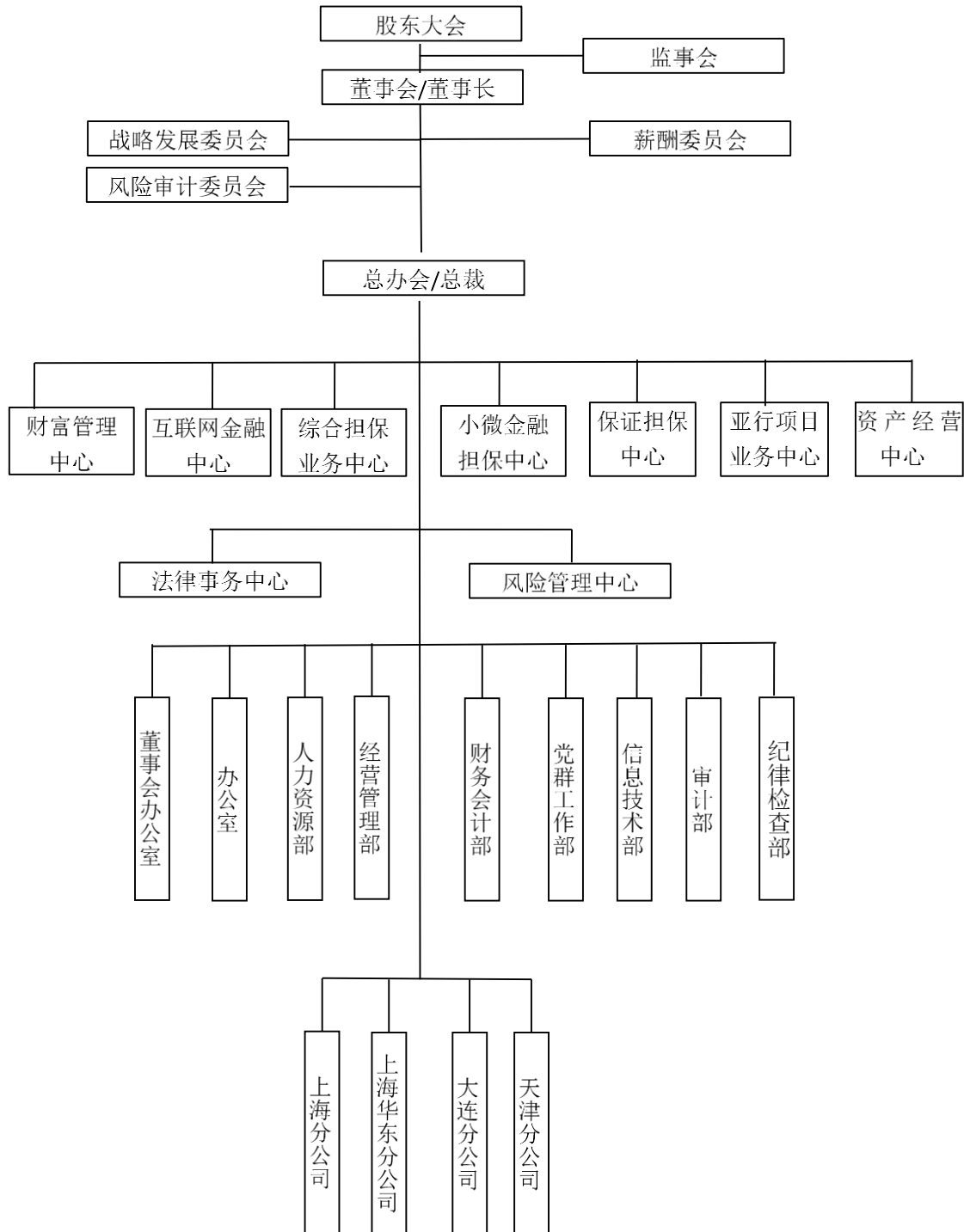
公司作为国内首家全国性专业信用担保机构，系控股股东国投公司旗下金融板块重要组成部分，2019 年以来公司保持了很强的行业竞争优势，亦取得了较好的投资收益；并且公司资本充足性较好，资产流动性增强。

同时，联合评级也关注到近年来宏观经济下行压力较大，担保行业信用风险水平攀升；公司担保业务存在一定的集中度风险，同时自有资金投资规模较大，面临的市场风险和信用风险需关注。

考虑到公司业务规模和资本金规模较大，以及股东的持续支持，未来业务发展仍将保持其竞争优势。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望“稳定”；同时维持“19 中保 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 截至 2019 年末中国投融资担保股份有限公司组织结构图



## 附件2 中国投融资担保股份有限公司 主要财务指标

项目	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	204.53	265.13
可快速变现资产 (亿元)	121.25	179.49
可快速变现资产/期末担保余额 (%)	17.86	35.78
负债总额 (亿元)	103.26	158.46
实际资产负债率 (%)	45.92	56.72
全部债务资本化比率 (%)	43.10	56.62
所有者权益 (亿元)	101.27	106.67
营业总收入 (亿元)	28.74	22.97
已赚保费 (亿元)	5.69	3.50
投资收益 (亿元)	22.23	17.50
净利润 (亿元)	18.61	8.31
担保业务收入贡献度 (%)	19.79	15.25
营业利润率 (%)	72.99	42.25
营业费用率 (%)	15.43	20.55
总资产收益率 (%)	9.39	3.54
净资产收益率 (%)	18.46	7.99
期末担保余额 (亿元)	678.98	501.67
融资性担保责任余额 (亿元)	419.11	336.29
融资性担保放大倍数 (倍)	4.25	3.24
累计担保代偿率 (%)	0.05	0.07
担保赔付率 (%)	0.17	21.08
拨备覆盖率 (%)	26,859.71	507,712.19
代偿准备金比率 (%)	0.07	5.82
净利润/待偿本金合计 (倍)	0.74	0.33

注：担保业务收入贡献度中的担保业务收入为已赚保费

### 附件 3 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
年均增长率或变动率	(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%
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产×100%
融资性担保放大倍数	期末融资性担保责任余额/净资产
各项风险准备金之和	期末未到期责任准备金+期末担保赔偿准备金+期末一般风险准备金
可快速变现资产	货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债
长期债务	长期借款+应付债券
全部债务	短期债务+长期债务
全部债务资本化比率	有息负债/ (有息负债+所有者权益) ×100%
代偿准备金比率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和×100%
担保赔付率	当时代偿额 / 当期担保业务收入× 100%
拨备覆盖率	各项风险准备金之和/期末担保代偿余额× 100%
可快速变现资产/担保责任余额	期末可快速变现资产余额/期末担保责任余额× 100%
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额× 100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额× 100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额× 100%
实际资产负债率	( 负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) /资产总额× 100%
担保业务收入贡献度	担保业务收入/营业收入× 100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入× 100%
营业利润率	营业利润/营业收入× 100%
总资产收益率	净利润/[ (期初资产总额+期末资产总额) /2]× 100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益) /2] × 100%

注：由于执行了新金融工具准则，公司 2019 年的可快速变现资产为货币资金+交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+买入返售金融资产-受限资产；短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+交易性金融负债



## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。