

信用等级公告

联合[2015] 694 号

联合资信评估有限公司通过对贵阳公路桥梁工程有限公司及其拟发行的 2015 年度 19 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

贵阳公路桥梁工程有限公司
主体长期信用等级为
AA

贵阳公路桥梁工程有限公司
2015 年度 19 亿元公司债券的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月三日

贵阳公路桥梁工程有限公司

2015 年度 19 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

担保方主体长期信用等级: AAA

本期债券信用等级: AAA

本期债券发行额度: 19 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期第 3~7 个计息
年度末每年偿还 20% 本金

发行目的: 贵安新区中心大道项目建设

评级时间: 2015 年 6 月 3 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	3.36	207.99	211.67
所有者权益(亿元)	0.87	201.92	202.31
长期债务(亿元)	0.23	0.23	0.20
全部债务(亿元)	0.63	0.93	0.20
营业收入(亿元)	1.46	6.68	7.12
利润总额(亿元)	0.03	4.46	0.52
EBITDA(亿元)	0.10	4.56	0.57
经营性净现金流(亿元)	-0.51	4.84	0.77
营业利润率(%)	12.82	10.84	10.09
净资产收益率(%)	2.41	2.14	0.19
资产负债率(%)	74.17	2.92	4.42
全部债务资本化比率(%)	43.51	0.46	0.10
流动比率(%)	145.22	3531.29	2264.15
全部债务/EBITDA(倍)	6.63	0.20	0.35
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.01	0.24	0.03

注: 公司长期应付款计入长期债务。

分析师

侯煜明 周海涵

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)

http: //www.lhratings.com

评级观点

贵阳公路桥梁工程有限公司(以下称“公司”或“贵阳路桥”)是贵州省贵阳市路桥及房屋建筑施工和贵安新区基础设施投资与建设主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在基础设施和公用事业建设等业务具有区域垄断性,且贵州省政府及股东贵安新区开发投资有限公司(以下简称“贵安开投”)在政策、资产注入、资金划拨、土地出让收入返还等方面对公司支持力度大等优势。同时,联合资信也关注到贵安新区成立时间短、财力规模小,公司土地存货变现能力受到一定限制、利润总额对政府补贴依赖程度高等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

未来公司将承接贵安新区基础设施建设、土地整理以及保障房建设等职能,业务种类将向多元化发展,收入规模将随贵安新区建设发展而进一步扩大。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券设置分期等额偿还条款,有效降低了本金集中偿付压力;贵安新区管理委员会安排土地出让计划为本期债券募投项目提供资金匹配安排,土地出让净收益对本期债券本息覆盖程度较好。

本期债券由中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,中债增代偿能力很强,风险很小,有效提升了本期债券的安全性。

结合公司主体长期信用状况、贵州省政府对公司的支持以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险低。

经济政策影响较大，存在一定不确定性。

优势

1. 贵安新区为国务院批准设立的国家级新区之一，受国家政策支持明显。
2. 股东贵安开投在政策、资产注入、资金划拨、土地出让收入返还等方面对公司支持力度大。
3. 公司纳入贵安开投后，成为贵安新区基础设施投资与建设的建设主体，在贵安新区基础设施建设和公用事业建设等多个方面处于区域垄断地位。
4. 股东注资后公司整体债务负担较轻。
5. 中债增为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券的安全性。

关注

1. 贵安新区成立时间较短，财政实力规模较小。
2. 公司流动资产中存货全部为土地使用权，其变现能力受宏观政策影响大，公司整体资产流动性一般。
3. 公司利润总额对政府补贴等营业外收入依赖程度高。
4. 募投项目配套平衡土地出让收益预测与2014年实际情况相比较为乐观，且受宏观

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与贵阳公路桥梁工程有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与贵阳公路桥梁工程有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因贵阳公路桥梁工程有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由贵阳公路桥梁工程有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、贵阳公路桥梁工程有限公司 2015 年度 19 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

贵阳公路桥梁工程有限公司（以下简称“贵阳路桥”或“公司”）前身为贵阳公路养护总段战备工程队，于 1998 年 9 月 18 日正式注册成立，初始注册资本为 1000 万元，其中贵州省贵阳公路工程处（以下简称“贵阳工程处”）出资 800 万元，持股 80%，贵州省花溪公路养护段出资 200 万元，持股 20%。公司其后历经贵阳工程处、贵州省贵阳市公路管理局、贵州省毕节地区融达公路桥梁有限责任公司等多次增资转让，截至 2013 年 5 月 29 日，公司注册资本为 10100 万元，贵阳工程处为唯一股东，持股比例 100%。2013 年 9 月 27 日，根据《贵州贵安新区管理委员会关于贵安新区开发投资有限公司协议受让贵阳公路桥梁工程有限公司全部股权的批复》，公司原股东贵阳工程处将其持有的公司 100%股权转让给贵安新区开发投资有限公司（以下简称“贵安开投”），截至 2014 年底，公司注册资本 10100 万元，贵安开投为公司唯一股东，贵安开投实际控制人为贵州贵安新区管理委员会（以下简称“贵安管委会”），公司实际控制人为贵安管委会。

公司经营范围：公路工程施工总承包壹级；市政公用工程施工总承包贰级；房屋建筑工程施工总承包贰级、土石方工程专业承包壹级；桥梁工程专业承包贰级；公路路面工程专业承包贰级；建设工程项目管理；公路养护工程施工二类（甲级、乙级）道路绿化景观工程；建筑装饰装饰工程；拆除工程；河湖整治工程；土地整理、复垦和开发；沥青混凝土、（商品）混凝土销售；工程机械租赁。（以上经营项目涉及前置许可的凭许可证或批准文件从事生产经营活动）。根据 2014 年 1 月 10 日贵安管委会出具《贵州贵安新区管理委员会关于支持贵阳公路桥梁工程有限公司做大做强的意见》（黔贵安管发[2014]6 号）文件，公司经营范围将增加：城乡配套基础设施的投融资、建设和管理；廉租房、经济适用房、限价商品房和普通

商品房的开发建设；资本运作；特许经营；国有资产经营管理。公司由贵阳市南明区工商行政管理局于 1998 年 9 月 18 日批准注册成立，持有 5201022200234（3-1）号《企业法人营业执照》

截至 2014 年底，公司下设人力资源部、审计部、设备物资部、安全监督部、工程管理部等 10 个职能业务部门；公司拥有 1 家全资子公司，为贵州贵安路网养护工程有限公司。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 211.67 亿元，所有者权益合计 202.32 亿元；2014 年，公司实现营业收入 7.12 亿元，利润总额为 0.52 亿元。

公司注册地址：贵州省贵安新区湖潮乡集镇；法定代表人：胡关江。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2015 年发行 19 亿元公司债（以下简称“本期债券”），债券期限为 7 年，采用提前偿还本金方式，自债券发行后第 3 年起，分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金，最后 5 年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。本期债券为固定利率。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金总额为 19 亿元，全部用于贵安新区中心大道道路工程建设（以下简称“募投项目”或“中心大道”）。

募投项目为新建道路工程，位于贵安新区核心区的中部，东西走向。西起清镇市中一村安迁组，接现状 S102 省道（规划贵阳环城高速），向东主要经过规划清杨路（清镇至杨柳哨道路）、在建沪昆铁路客运专线，汪官水库

(北侧), 规划百马路, 现状湖林支线铁路, 规划金马路, 规划城东快速路, 终点在花溪区马路村附近, 接规划路, 路线全长约 10.8 公里。

募投项目工程内容包括道路路线、路基、路面、边坡防护与支挡、立交、桥梁, 以及相配套的排水、照明等市政管线、交通安全与管理设施、绿化等附属工程。

募投项目已于 2013 年 8 月取得贵安新区经济发展局《关于贵安新区中心大道道路工程可行性研究报告批复》(贵安经函[2013]32 号)的批复, 以及贵阳市城乡规划局的建设用地规划许可证(筑规地字 2013[贵安]027 号)和建设工程规划许可证(筑规建字 2013[贵安]024 号)。

募投项目总投资 439151.65 万元, 已于 2013 年 12 月 23 日开工建设, 截至 2014 年底, 募投项目累计完成土建工程 75912 万元的投资, 主要完成工程量为: 路基挖方 225 万方, 路基填方 350 万方, 桥梁桩基 224 棵, 桥梁下部结构混凝土完成 41720 方, 桥梁上部梁板完成 270 片。

三、宏观经济和政策环境

2014 年, 中国国民经济在新常态下保持平稳运行, 呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算, 全年国内生产总值 636463 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为, 在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万, 调查失业率稳定在 5.1% 左右, 居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升; 以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现, 中国经济向中高端迈进的势头明显; 最终消费的比重提升, 区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善

主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%, 城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%, 农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看, 2014 年, 市场销售稳定增长, 固定资产投资增速放缓, 进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元, 比上年名义增长 12.0% (扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资 (不含农户) 502005 亿元, 比上年名义增长 15.7% (扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币, 比上年增长 2.3%。

2014 年, 中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元, 比上年增加 11140 亿元, 增长 8.6%。其中, 中央一般公共预算收入 64490 亿元, 比上年增加 4292 亿元, 增长 7.1%; 地方一般公共预算收入 (本级) 75860 亿元, 比上年增加 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增加 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增加 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增加 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具, 创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立企业的投资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年,在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010 年以来,为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月,银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路,以降旧控新为重点,以风险缓释为目标,继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底,国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文,支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银

行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境,迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初,国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“《43 号文》”)。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:首先,明确了政府性债务举债主体,且规定融资平台公司不得新增政府债务,地方政府性债务采取政府债券形式;其次,地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理,地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务,不得用于经常性支出;再次,明确了偿债主体为地方政府,中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底,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,以下简称“《351 号文》”),《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括:①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求;②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务,其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况,正式明确其不能纳入政府性债务;③新增“凡债务率超过预警线的地区,必须做出书面说明”。综上,《43 号文》及《351 号文》的出台,对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟 2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济概况

贵州经济概况

贵州省位于中国西南的东南部，辖6个地级市和3个自治州，省会贵阳市。东毗湖南、南邻广西、西连云南、北接四川和重庆市，共有9个地级行政区划单位，88个县级行政区划单位。全省东西长约595千米，南北相距约509千米，面积约17.6万平方千米，占全国国土面积的1.8%。

黔中经济区作为新一轮西部大开发战略确定的重点经济区，对于贵州省经济结构的调整具有重要意义。黔中经济区包括贵阳市全部和遵义市、安顺市、黔东南州、黔南州部分地区，

划分为贵阳环城高速公路以内的核心圈，距贵阳环城高速50公里以内的带动圈，距贵阳环城高速约100公里的辐射圈。黔中经济区处于全国“两横三纵”城市化战略格局中沿长江通道横轴和包昆通道纵轴交汇地带，国家规划的多条高速铁路穿区而过，加之高速公路的建设，整个区域将逐步形成较完善的交通路网。此外，经济区内矿产资源分布相对集中，工业基础较好，在全省生产力布局中居重要战略地位。

2014年，贵州省经济平稳较快增长。初步核算，2014年贵州省生产总值9251.01亿元，第一产业增加值1275.45亿元，增长6.6%；第二产业增加值3247.06亿元，增长12.3%；第三产业增加值4128.50亿元，增长10.4%。全省第一产业增加值占地区生产总值的比重为13.8%，第二产业增加值比重为35.1%，第三产业增加值比重为44.6%。与上年比，第一产业比重提高0.9个百分点，第二产业比重提高1.1个百分点，第三产业比重下降2个百分点。

全年固定资产投资（统计口径为计划总投资500万元及以上固定资产项目投资和房地产开发项目投资）8778.40亿元，比上年增长22.6%。其中，中央投资605.60亿元，增长22.9%；地方投资8172.80亿元，增长23.6%。分产业看，第一产业投资173.85亿元，比上年增长19.6%；第二产业投资2321.46亿元，比上年增长18.9%；第三产业投资6283.09亿元，比上年增长25.6%。

全年财政总收入2132.16亿元，比上年增长11.2%。公共财政预算收入1366.42亿元，比上年增长13.3%。其中，税收收入1026.45亿元，增长22.3%；非税收入339.97亿元，下降7.3%。全年公共财政预算支出3542.13亿元，比上年增长14.9%。

贵安新区概况

2014年1月6日，中华人民共和国国务院出具《国务院关于同意设立贵州贵安新区的批复》（国函[2014]3号）文件，正式同意设立贵州贵安新区（以下简称“贵安新区”）。

贵安新区位于贵阳市和安顺市结合部，区域范围涉及贵阳、安顺两市 4 县（市、区）20 个乡（镇），规划控制面积 1795 平方公里。贵安新区是黔中经济区核心地带，核心区范围主要包括贵阳市花溪区石板镇、党武乡、湖潮乡、麦坪乡，清镇市红枫湖镇（不含红枫湖水库及保护区），安顺市平坝县马场镇、高峰镇全域、夏云镇、城关镇在贵黄公路以南的部份、天龙镇、羊昌乡、白云镇在黎阳高新区范围周边的部分。核心区总面积 888 平方公里，其中贵阳市约 347 平方公里，安顺市约为 541 平方公里。贵安新区核心区域可供建设用地面积约为 400 平方公里，其中贵阳约 180 平方公里，安顺市约 220 平方公里。贵安新区区域分为直管区和非直管区，直管区范围包括 2 乡 2 镇 7 村，即贵阳市花溪区党武乡、湖潮乡及清镇市红枫湖镇的局部，安顺市平坝县马场镇、高峰镇；贵安新区其他规划控制范围为非直管区。贵安新区直管区总面积 470 平方公里，其中贵阳市约 182 平方公里，安顺市约 288 平方公里，直管区内可供建设用地 260 平方公里，其中贵阳市约 120 平方公里，安顺市约 140 平方公里。

2012 年 2 月 20 日，国务院正式批复《西部大开发十二五规划》，明确提出将加强西部地区重点城市新区建设，贵安新区和重庆两江新区、陕西西咸新区、四川天府新区、甘肃兰州新区五大城市新区脱颖而出，国家正式从顶层设计上对五大城市新区作出了明确定位。贵安新区作为八个国家级新区、西部五大新区之一，有着推动西部大开发的重要意义。

2012 年 12 月 11 日，贵州省机构编制委员会办公室下发《关于设立贵州贵安新区管理委员会（中共贵州贵安新区工作委员会）的批复》（省编办发[2012]396 号）文件，同意设立贵州贵安新区管理管委会、中共贵州贵安新区工作委员会，为省委、省政府派出的正厅级机构，实行“一个机构，两块牌子”的管理体制；明确中共贵州贵安新区工作委员会和贵安管委会主要职责；同意贵安管委会下设 6 个机构，即

办公室、政治部、经济发展局（投资促进局）、财政局（金融办）、建设规划管理局、社会事务管理局。贵安管委会全面负责贵安新区直管区经济发展、开发建设，全面管理直管区内各项社会事务。

贵安新区财政实力

2013 年 1 月 14 日，中共贵州省委出具《中共贵州省委贵州省人民政府关于印发〈贵安新区管理体制方案〉的通知》（黔党发[2013]4 号），要求执行《贵安新区管理体制方案》。《贵安新区管理体制方案》规定，贵安新区直管区按照市级财政管理体制模式，建立相对独立的财政管理体制；一是贵安新区直管区的政府收入，经相关市、县（市、区）共同确认并申报后，由省财政厅审核并全额划入贵安新区；二是在现行分税制财政管理体制框架内，以 2011 年为基期年，以决算数为依据，核定财政收支。2013~2023 年，增收部分全额留贵安新区用于发展；自 2024 年起（以 2023 年为基期年），新增部分贵安新区与贵阳市、安顺市按 7:3 比例划分；三是贵安新区管委会财政局负责直管区内的预（决）算编制及执行，决算汇总及编制、国有资产管理、政府债务管理、政府采购、会计管理等各项财政管理；设立贵安新区以及国库，负责贵安新区直管区财政收支；四是 2013 年及以后年度，财政转移性支付由省财政厅直接下达贵安新区，专项转移支付由省直部门提出意见，会同省财政厅直接下达贵安新区。

根据贵安管委会财政局提供的相关数据来看，2014 年贵安新区公共财政总收入 226288 万元，其中地方一般预算本级收入 55828 万元、转移支付和税收返还收入 81586 万元、国有土地出让使用权出让收入 88874 万元。

贵安新区地方债务

由于成立时间较短，截至 2014 年底，贵安新区尚无地方债务。

总体看，贵安新区为国务院批准设立的国家级新区之一，受国家政策支持明显，但贵安新区成立时间较短，财政实力规模较小，未来

随着新区建设规模扩大，财政实力有望进一步扩大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，公司注册资本 10100 万元，贵安开投为公司唯一股东，贵安开投实际控制人为贵安管委会，公司实际控制人为贵安管委会。

2. 企业规模

公司作为贵安新区开发投资主体贵安开投全资子公司，划入贵安开投前，公司以路桥及房屋建筑施工为主营业务，2013 年 9 月纳入贵安开投成为其全资子公司后，承接了贵安新区基础设施融资开发、建设以及区内土地整理、保障房建设等业务。

公司与贵州路桥集团有限公司、贵州桥梁建设集团有限责任公司、贵州公路工程集团有限公司、遵义市道路桥梁工程有限责任公司共同组成贵州省五大路桥公司。公司得到贵安开投全力支持，在贵安新区的道路施工建设领域处于垄断地位。

公司目前在路桥建设方面具有的资质包括：公路工程施工总承包一级资质、土石方工程专业承包一级资质、桥梁工程专业承包二级资质及公路路面工程专业承包二级资质，能承担各等级公路及其桥梁长度 3000 米及以下的隧道工程的施工。公司 2013 年新增了房屋建筑工程施工总承包三级、市政公用工程施工总承包三级资质，公司已于 2014 年将全部升级为二级资质。

表 1 截至 2014 年底公司资质一览表

序号	资质名称	有效期	级别
1	公路工程施工总承包	2016 年 11 月 5 日	壹级
2	市政公用工程施工总承包	2019 年 5 月 26 日	贰级
3	房屋建筑工程施工总承包	2019 年 5 月 26 日	贰级

4	土石方工程专业承包	2019 年 5 月 26 日	壹级
5	桥梁工程专业承包	2016 年 9 月 2 日	贰级
6	公路路面工程专业承包	2016 年 5 月 19 日	贰级
7	拆除工程	2019 年 8 月 12 日	叁级

资料来源：公司提供

公司 2007 年以来连续荣获“全国守合同重信用单位”称号，连续贵州省“守合同重信用”单位、连续获贵阳市“守合同重信用”单位称号。2013 年，公司分别通过了 GB/T19001-2008/ISO9001:2000 和 GBT50453-2007 标准的质量管理体系、GB/T28001-2011/OHSAS18001:2007 标准的职业健康安全管理体系和 GB/T24001-2004/ISO14001:2004 标准的环境管理体系认证。2005 年荣获贵州省银行业协会颁发的“信贷诚信企业称号”。2006 年被中国农业银行贵州省分行评为“AAA”级信用企业。

公司纳入贵安开投后，除原有公路桥梁建设业务，将作为贵安新区基础设施投资与建设的建设主体，业务范围将增加贵安新区区内基础设施及公用事业项目的投融资、建设、运营管理、土地整理等业务。公司在贵安新区基础设施建设和公用事业建设行业等多个方面处于区域垄断地位。未来随着贵安新区建设规模的扩大，公司业务规模及竞争力将进一步增强。

3. 人员素质

根据贵安开投规划[2014]147 号《关于向贵阳公路桥梁工程有限公司委派董事、监事的通知》文件，决定向公司委派董事、监事，原董事和监事自然免除。2014 年 12 月 25 日公司召开了第一届董事会会议，会议研究决定，选举胡关江同志为董事长，选举刘恩萍同志为监事会主席。

公司目前高层管理人员 7 人，其中董事长 1 名、总经理 1 名、副经理 2 名、总经济师 1 名、总会计师 1 名和总工程师 1 名。其中除 1 人为大专学历外，其他均具有本科及以上学历。

历，且均具有相关领域专业工作经验。

公司董事长胡关江先生，中共党员，毕业于哈尔滨铁路工程学校铁道工程专业、贵州工业大学交通土建专业和西南交通大学工商管理专业，高级工程师、公路一级建造师。曾任铁道部二局一处 7 队见习生、技术员；铁道部二局一处 11 队技术员、助理工程师、队技术主管；铁道部二局一处青年段段主管工程师；铁道部二局一处广东指挥部副指挥长；铁道部二局一处京珠高速公路项目部桥梁作业队队长；中铁二局一公司金阳新区项目部项目经理；中铁二局一公司艺校立交桥项目部项目经理；中铁二局股份公司苏州市政项目部副总经济师、项目经理；中铁二局一公司副总经济师、经营部部长、总经济师、副总经理兼贵广高铁项目经理。现任公司董事长。

公司执行董事杨成福先生，中共党员，毕业于贵州工学院公路与城市道路专业，高级工程师、公路一级建造师、试验检测工程师、A 类安全员。曾任花溪公路管理处技术员；贵阳公路管理局质检科工程师、生产科副科长、技术科科长、公司副总经理、执行董事兼总经理。

截至 2014 年底，公司共有职工总人数 110 人，其中本科学历 45 人，大专学历 27 人，中专学历 10 人，其余主要为施工员、技术员、预算员、材料员、安全员及特种作业人员。中专及以上学历比例为 75%。从年龄分布来看，30 岁以下 35 人，30-39 岁 42 人，40-49 岁 26 人，50 周岁以上 7 人，职工平均年龄 35 岁。专业技术人员 49 人，其中高级职称 15 人（其中高级工程师 14 人、高级会计师 1 人）；中级职称人员 18 人（其中工程师 7 人，会计师/经济师 1 人），初级职称人员 16 人。

总体看，公司高层领导具备较高的专业水平；公司员工的整体文化水平及年龄结构合理，管理能力和管理水平能够满足公司日常经营需要。

4. 政府支持

公司实际控制人为贵安管委会，唯一股东为贵安开投，公司主要从事贵安新区基础设施投资建设业务，在政策、资产及资金划拨等方面受到政府及股东的大力支持。

政策支持

2014 年 1 月 10 日，贵安管委会出具《贵州贵安新区管理委员会关于支持贵阳公路桥梁工程有限公司做大做强的意见》（黔贵安管发[2014]6 号）文件，支持公司做大做强的意见，增强投融资能力，推进其早日上市。

文件规定公司主要职责为：（1）通过资产、资本经营，探索和创新多方式、多渠道融资模式，为新区建设和企业经营筹集资金；（2）从事贵安管委会制定城乡配套基础设施项目的投资、运营、建设和管理；（3）实施管委会指定和批准的土地整理与开发；（4）实施贵安管委会安排的保障性住房开发建设，承担贵安管委会指定的土地整理范围内安置房建设；（5）做大做强原有路桥建设业务，实现国有资产增值。

根据文件，贵安管委会及相关部门建立政策补偿机制，支持贵阳路桥发展，具体政策包括：（1）建立贵阳路桥资本金及资产注入机制。根据发展和履职的需要，对符合国有资本经营预算资本性支出要求的项目，可按规定程序申报，经批准后区财政安排资金通过贵安开投作为国有资本金注入贵阳路桥；贵阳路桥按规定减免的税费，经批准后可转作国有资本金。（2）土地储备资金平衡。为确保投资项目的顺利实施，增强贵阳路桥的投融资能力，公司可在规定时限内、依法进行土地储备，并在建设指标、规费返还、税费减免方面给予政策倾斜。新增的指定区域内的土地收益（含出让金）和报建规费缴入贵安新区财政后，全额安排给贵阳路桥封闭运行，优先保障其土地整理和配套设施建设资金需求。（3）给予财政补贴。结合贵阳路桥承担贵安新区建设项目的资金需求，安排财政补贴（融资贴息、重点建设项目专项补贴、

就业安置补贴等)。(4) 授予贵阳路桥政府投资项目的代建权。包括市政建设和土地开发项目的代建权,改进政府投资项目建设单位管理费用支付办法,实行建设单位管理费与项目管理效果挂钩的办法,按照投融资公司投资规模拨付管理费用,通过贵安开投拨付给贵阳路桥。(5) 债务纳入财政计划。贵阳路桥在基础设施建设及土地一级开发到期债务偿还发生困难的情况下,贵安管委会将贵阳路桥债务纳入 2014~2019 年财政计划,同时区政府将通过资金划转或直接回购的方式给予补助,保证贵阳路桥日常经营运作。(6) 贵安管委会将通过后续整合向贵阳路桥注入优良资产(包括授予部分领域的特许经营权)等,将贵阳路桥打造成为新型的投融资平台,力争在较短的时间内,使其发展成为产权关系明晰、产业结构合理、资产经营优良的城市经营商。

资产注入

2013 年 12 月 20 日,贵安管委会出具《贵州贵安新区管理委员会关于将贵安新区开发投资有限公司二十一宗土地注入贵阳公路桥梁工程有限公司等事宜的批复》(黔贵安管函[2013]202 号)文件,同意将贵安开投以花溪区和平坝县共计二十一宗土地,资产注入贵阳路桥,合计面积 10176.18 亩。二十一宗土地的规划用途全部为住宅、商业、办公,使用权性质为出让土地。经贵州众志天和不动产咨询服务有限公司于 2013 年 12 月 30 日评估(评估报告:(黔)众志天和[2013]估字第 208 号),二十一宗土地的评估金额为 1967313.02 万元,本次注资不增加公司注册资本,以资本公积方式计入,同时计入公司“资本公积”和“存货”会计科目。公司注资的二十一宗土地周边同类土地均价 170 万元/亩。

表 2 注入 21 宗土地情况

序号	地块位置	宗地号	地块名称	证号	面积(亩)	评估价值(万元)
1	花溪区党武乡沙坝村地块一	DW-04	沙坝村地块一	花溪国用[2013]第 GA159 号	423.84	107604.22
2	花溪区党武乡路寨村地块一	DW-06	路寨村地块一	花溪国用[2013]第 GA157 号	394.64	100700.03
3	花溪区党武乡路寨村地块二	DW-07	路寨村地块二	花溪国用[2013]第 GA169 号	462.26	111478.31
4	花溪区党武乡路寨村地块三	DW-08	路寨村地块三	花溪国用[2013]第 GA168 号	488.69	117852.15
5	花溪区党武乡龙井村地块一	DW-09	龙井村地块一	花溪国用[2013]第 GA166 号	435.03	110309.40
6	花溪区党武乡葵林村地块一	DW-10	葵林村地块一	花溪国用[2013]第 GA164 号	506.82	121454.68
7	花溪区党武乡果落村地块一	DW-11	果落村地块一	花溪国用[2013]第 GA163 号	706.18	160408.79
8	花溪区党武乡果落村地块二	DW-12	果落村地块二	花溪国用[2013]第 GA162 号	508.74	122687.40
9	花溪区党武乡茅草村地块一	DW-13	茅草村地块一	花溪国用[2013]第 GA161 号	445.45	113665.18
10	花溪区党武乡松柏村地块一	DW-14	松柏村地块一	花溪国用[2013]第 GA160 号	576.33	138112.11
11	花溪区党武乡地块一	DW-16	党武乡地块一	花溪国用[2013]第 GA156 号	87.38	21231.48
12	花溪区党武乡地块二	DW-17	党武乡地块二	花溪国用[2013]第 GA152 号	5.48	1339.85
13	花溪区党武乡地块三	DW-18	党武乡地块三	花溪国用[2013]第 GA167 号	50.46	12337.37
14	花溪区党武乡地块四	DW-19	党武乡地块四	花溪国用[2013]第 GA165 号	35.16	8431.95
15	花溪区党武乡地块五	DW-20	党武乡地块五	花溪国用[2013]第 GA171 号	358.11	81344.69
16	花溪区党武乡地块六	DW-21	党武乡地块六	花溪国用[2013]第 GA170 号	61.18	14754.13

17	湖潮乡	HC-03	汤庄村地块一	花溪国用[2013]第GA158号	685.96	108701.80
18	湖潮乡	HC-04	四寨河村地块一	花溪国用[2013]第GA154号	276.70	42150.63
19	湖潮乡	HC-05	湖潮乡地块一	花溪国用[2013]第GA153号	108.76	15567.18
20	湖潮乡	HC-09	湖潮乡地块五	花溪国用[2013]第GA155号	861.82	136569.74
21	马场镇	MC-14	孟寨村地块一	平国用[2013]第GA271号	2697.23	320611.93
合计					10176.18	1967313.02

资料来源：公司提供

资金划拨

2013年11月28日，贵安管委会下发《贵州贵安新区管理委员会关于划拨支持贵安新区开发投资有限公司发展奖励资金的通知》（黔贵安管函[2013]206号），安排79000万元奖励资金划拨至贵安开投及贵阳路桥，其中贵阳路桥获得20000万元园区建设贡献奖励资金、10000万元中心大道修建奖励资金、5000万元安置员工奖励资金、4000万元贴息资金。所有奖励资金目前已全部到账，计入公司2013年营业外收入。

土地出让收入返还

2014年8月7日贵安管委会出具《贵州贵安新区管理委员会关于中心大道道路基础设施项目建设资金平衡配套安排的通知》（黔贵安管函[2014]41号），为平衡贵安新区中心大道道路工程基础设施项目43.92亿元的投资规模，贵安管委会决定用平坝县马场镇3宗地块和花溪区湖潮乡2宗地块共4203.37亩土地对中心大道项目建设资金进行平衡配套安排，5宗地块出让收入扣除专项资金及相关规税费后贵安新区所获得的土地出让净收益全部返还给贵阳路桥作为配套资金。

表3 平坝县马场镇3宗和花溪区湖潮乡2宗地块出让计划与收益预测

年份	2016	2017	2018	2019	2020	合计
出让面积（亩）	1200	1000	1000	800	203	4203
单价（万元/亩）	150	162	175	189	204	-
出让总收益（亿元）	18.00	16.20	17.50	15.12	4.15	70.96
出让净收益（亿元）	12.60	11.34	12.25	10.58	2.91	49.67

资料来源：公司提供

注：出让单价按照每年8%的增长幅度预测，出让净收益按照总收益的70%计算

总体看，贵州省政府及股东贵安开投为公司发展提供了政策、资产注入、资金划拨、土地出让返还等多方面的支持，较大程度提升了公司的整体实力和可持续发展能力。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据公司章程，公司不设股东会，由贵安开投行使股东职责。公司设立董事会，成员5人，均由股东委派；设立董事长1名，为公司的法定代表人，由股东任命，在委派的董事中产生。公司设立监事会，成员3人，监

事会中股东代表与职工代表的比例为2:1；监事会中股东代表由股东委派产生，职工代表由公司职工代表大会、职工大会民主选举产生。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。

公司股东行使以下职权：1、决定公司的经营方针和投资计划；2、任命和更换董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；3、批准董事的报告；4、批准监事的报告；5、批准公司的年度财务预算方案、决算方案；6、批准公司的利润分配方案和弥补亏损的方案；7、对公司增加或者减少注册资本作出决定；8、对发行公司债券作出决定；9、对公

司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定；10、修改公司章程；11、决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，也可授权董事聘任或解聘公司经理及其报酬事项。

公司董事会行使以下职权：1、执行股东的决议，并向股东报告工作；2、决定公司的经营计划和投资方案；3、制订公司的年度财务预算方案、决算方案；4、制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；5、制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；6、制订公司合并、分立、变更公司形式、解散的方案；7、决定公司内部管理机构的设置；8、在获得公司股东授权的情况下，决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人及其报酬事项；9、制定公司的基本管理制度；10、审批担保业务、重大制度的风险评审意见；11、股东授予的其他职权。

公司董事长行使以下职权：1、组织执行股东的决定；2、召集和主持公司董事会，并负责董事会决议的贯彻落实；3、组织讨论公司的发展规划、经营方针和投资方案；4、组织讨论公司的经营目标和利润指标；5、讨论公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；6、组织讨论公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；7、组织讨论公司合并、分立、变更公司形式、解散的方案；8、组织讨论公司内部管理机构设置方案；9、组织讨论公司基本管理制度；10、组织讨论担保业务、投标项目、重大制度的风险评审意见；11、组织讨论公司章程的修改并根据股东决定签署章程修正案；12、定期审阅公司的财务报表和其他重要报表，掌控公司财务状况；13、签署对外上报、印发的各种重要报表、文件、资料；14、处理其他由股东授权的重大事项。

公司监事会行使以下职权：1、检查公司财务；2、对董事，高级管理人员执行公司职

务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议；3、当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；4、向股东提出提案；5、依照《公司法》第一百五十二条的规定，对董事、高级管理人员提起诉讼。

公司总经理行使以下职权：1、主持公司的生产经营管理工作，组织实施股东或董事会的决定；2、组织实施公司年度经营计划和投资方案；3、拟订公司内部管理机构设置方案；4、拟订公司的基本管理制度；5、制定公司的具体规章；6、提请聘任或者解聘公司副经理、财务负责人；7、决定聘任或者解聘除应由股东或董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理人员；8、股东或董事会授予的其他职权。

2. 管理水平

财务管理方面，公司为加强公司财务管理，规范各施工项目部的日常财务工作，发挥财务的监督和核算作用，依照《中华人民共和国会计法》、《会计基础工作规范》制定了《财务管理实施办法》，在公司财务部的职责、财务岗位工作职责、现金及支票管理、财务报销规定、对工程项目的财务管理、会计档案管理等做出了明确的规定与要求。

安全生产管理方面，公司制定了《安全管理办法》，分别在安全管理机构、人员及职责、安全教育与培训、安全检查、劳动安全纪律、安全生产保障及事故调查与处理和安安全奖罚等多个方面做出了明确的要求。

对于工程质量，公司建立了《质量管理办法》，明确表明公司对工程项目实行两级质量监督制度，确定了总工办及总工办主任的质量管理职责。公司每季度由总工办组织对各工程项目进行定期或不定期检查。

在机械设备管理方面，公司建立了《机

械设备管理办法》，并设立物资设备分公司，对公司全部机械、设备实行统一管理、统一租赁使用。该管理办法在专用设备管理、公务车管理和市场租赁方面，对人员及设备的使用进行了相应的规范。

另外，公司还建立了《行政事务管理办法》、《计划经营管理办法》、《人力资源管理办法》等相关管理制度，分别对公司行政事务、计划经营以及等方面进行了规范，明确了人员责任。

总体看，公司划入贵安开投后，企业所属行业有所改变，公司现有法人治理结构及管理制度无法满足新增业务范围管理要求，公司整体法人治理结构及相应管理制度有待进一步完善。

七、经营分析

表4 公司主营业务收入及成本构成表（单位：万元，%）

	2012 年			2013 年			2014 年		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
公路建设	14649.68	12250.34	16.38	66821.52	56078.61	16.08	70985.21	61596.24	13.23
合 计	14649.68	12250.34	16.38	66821.52	56078.61	16.08	70985.21	61596.24	13.23

资料来源：公司审计报告

2. 主营业务

公司目前具有公路工程施工总承包一级资质、土石方工程专业承包二级资质、桥梁工程专业承包二级资质及公路路面工程专业承包二级资质，能承担各等级公路及其桥梁长度 3000 米及以下的隧道工程的施工。

公司目前拥有 15 台先进的技术设备，分别为中交西筑 JD5000 沥青拌合设备、中交西筑 JD1500 型沥青拌合设备、中联重科 HZS 混凝土拌合设备、400T/h 砂石生产设备、600T/h 稳定土厂拌设备、40m--160T 架桥机、CLG416 平地机和 300T/h 稳定土厂拌设备。除 400T/h 砂石生产设备与国外建筑企业相比为同等水平外，其他设备均为国际领先水平。

截至 2014 年底，公司先后承建并完成凯三高速公路、崇遵高速公路、深汕高速公路、

1. 经营现状

公司的业务收入主要来自道路基础设施建设。贵安开投收购公司前，公司主要作为道路建设的施工方，通过与甲方签订的施工合同获取收入；收购后，公司将在未来拓展业务范围，增加房屋建设、土地整理、市政建设等施工业务。截至 2014 年底，公司承接的工程项目均为公路建设项目。

2012~2014 年，公司主营业务收入快速增长，年均复合增长率 120.44%。2014 年，受公司施工结算金额增加影响，公司主营业务收入 7.10 亿元，较上年底增长 6.29%。

从盈利能力来看，2012~2014 年，公司主营业务毛利率分别为 16.38%、16.08%和 13.23%，近三年逐年下降，但公司整体毛利率尚可。

渝合高速公路、贵新高等级公路、贵遵高等级公路、贵黄高等级公路等道路的施工。公司 2012 年共承接项目 16 个，总长度为 180 公里。其中贵州省水城县 40 公里，盘县 80 公里，都匀 15 公里，惠水 10 公里，六枝 15 公里，贵阳 20 公里。2013 年共承接项目 23 个，其中盘县公路共 90 公里，平坝 20 公里，水城 15 公里，贵安新区项目 9.28 公里，场平工程 401 万方。2014 年共承接项目 26 个，其中盘县公路共 5.75 公里，平坝 14 公里，贵安新区项目 14 公里，场平工程 950 万方。毕节项目 42 公里，都匀项目 42 公里，遵义项目 12.5 公里。

公司主要原材料为钢筋、水泥和石料等。公司工程项目规模较小，公司原材料供应商较为分散，原材料采购一般由各项目部按施

工程需求进行自行采购，对于大宗材料，则由公司统一采购，按各项目需求进行调配。公司大宗原材料的采购供应商主要是中石油或中石化的沥青生产厂家。

总体看，公司近三年主营业务规模小，工程项目种类单一，划入贵安开投后公司将承接贵安新区基础设施建设、土地整理以及保障房等建设，公司未来业务种类将向多元化发展，收入规模将随贵安新区建设发展而进一步扩大。

3. 经营效率

从经营效率指标上看，2012~2014 年，公司销售债权周转效率逐年下降，分别为 6.72 次、3.75 次和 2.00 次。公司 2012~2014 年存货周转次数持续下降，分别为 2.09 次、0.06 次和 0.03 次，存货周转速度较低。从总资产运营效率指标来看，2012~2014 年，公司总资产

周转次数分别为 0.44 次、0.06 次和 0.03 次，处于较低水平。

2013 年由于股东注资以及应收账款的大幅增加，导致当年公司整体经营效率指标与上年相比下降幅度较大。总体看，公司承接贵安新区建设后，业务所属行业性质发生较大变化，且新业务处于起步期，与资产匹配度不高，故整体经营效率大幅降低。

4. 在建项目

截至2014年底，公司重大在建项目共有10个，其中6个为公路工程项目，4个为市政项目，合同金额合计为7.44亿元。从新签合同上看，公司主营业务由单一公路项目向市政等其他业务拓展，业务类型逐步丰富，且新增市政工程项目合同金额相对较大，对公司业绩提升有积极影响。

表 5 截至 2015 年 3 月底公司重大在建项目情况（单位：万元）

签订单位	合同名称	合同签署日期	合同类型	合同额	合同工期
盘县交通局	盘县乐民至鲁底公路	2013 年 11 月	公路工程项目	3545	18 个月
贵州贵安产业投资有限公司	贵安新区高端装备制造第二标段	2014 年 1 月	市政项目	12333	4 个月
毕节公路管理局	G326 威宁县鸭子塘至黑石头公路第二合同段	2014 年 3 月	公路工程项目	9265	300 天
毕节公路管理局	G 326 威宁县黑石头至杉木箐第一合同段	2014 年 3 月	公路工程项目	9641	300 天
遵义公路管理局	遵义小河至虾子第二合同段	2014 年 2 月	公路工程项目	2605	12 个月
都匀公路管理局	G210 独山至新寨公路改造工程第二合同段	2014 年 7 月	公路工程项目	12980	18 个月
中铁二十四局集团有限公司	大学城路面项目	2014 年 7 月	市政项目	7942	3 个月
贵州贵安置业投资有限公司	麻郎一号路	2014 年 11 月	市政项目	4331	6 个月
贵州贵安建设投资有限公司	贵安新区磊马路	2014 年 12 月	市政项目	9785	60 天
遵义公路管理局	S303 桐梓新桥至县城公路改扩建工程	2014 年 11 月	公路工程项目	1964	11 个月
合计				74391	

资料来源：公司提供

5. 未来发展

根据《贵阳公路桥梁工程有限公司 2013~2017 年发展战略规划》文件，公司未来的主要职责包括：通过资产、资本经营，探索和创新多方式、多渠道融资模式，为新区

建设和企业经营筹集资金；从事管委会指定城乡配套基础设施项目的投资、运营、建设和管理；实施管委会指定和批准的土地整理与开发；实施管委会安排的保障性住房的开发建设，承担管委会指定的土地整理范围内

的安置房建设；做大做强原有路桥建设业务，实现国有资产保值增值。

在未来的发展中，公司建设开发的经营运作定位为着力做到有效转变，由当前的以盘县等具体实施项目为重点，向贵安新区的开发建设进行有效过渡转移。公司将会把业务重点放在承接贵安新区的建设项目中，逐步由市场化的建筑企业，转变成成为贵安新区平台类企业，在路桥建设主业的基础上，谋求多元化的发展。建立起融资、投资、建设、资本运作的长效机制。为平衡公司未来在贵安新区基础设施建设项目所需资金，公司可依法进行土地储备，指定区域内的土地收益（含出让金）和报建规费缴入贵安新区财政后，全额安排给公司，优先保障其土地整理和配套设施建设资金需求；同时，贵安管委会将结合贵阳路桥承担贵安新区建设项目的资金需求，安排财政补贴（融资贴息、重点建设项目专项补贴、就业安置补贴等）；公司在基础设施建设及土地一级开发到期债务偿还发生困难的情况下，贵安管委会将公司债务纳入 2014~2019 年财政计划，同时区政府将通过资金划转或直接回购的方式给予补助。

公司的总目标是：依据现有公路建设市场，以贵安新区开发为依托，公司未来的总目标是用 5 年的时间，通过提升行业资质、人才资源、物资设备、资金投入、企业文化等做大做强企业，实现技术一流、管理一流、装备一流、效益一流的国有大型融资平台公司和施工企业。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年三年连审财务报表经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论。

2012~2014 年，公司财务报表合并范围无变化，但 2013 年公司业务性质发生变化，且同年股东大幅注资，财务数据不具可比性，以下财务分析仅以 2013~2014 年财务数据作为分析对象。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 211.67 亿元，所有者权益合计 202.32 亿元；2014 年，公司实现营业收入 7.12 亿元，利润总额为 0.52 亿元。

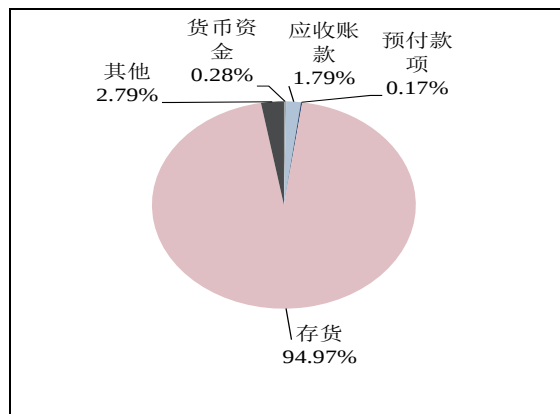
2. 资产质量

截至 2014 年底，公司合并资产总额 211.67 亿元，其中流动资产占比 97.96%，非流动资产占比 2.04%。公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至 2014 年底，流动资产合计 207.35 亿元，其中货币资金占比 0.28%，应收账款占比 1.79%，存货占比 94.97%。

图1 2014年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

公司货币资金近三年波动增长，年均复合增长 95.79%。截至 2014 年底，公司货币资金余额为 0.59 亿元，其中 99.79%为银行存款，0.21%为现金，无受限制货币资金。

公司近三年应收账款快速增长，年均复合增长率 312.66%，2014 年底应收账款余额为 3.71 亿元，对公司资金有一定占用。公司应收账款余额中 1 年以内的占 85.42%，1 至 2 年内的占 14.58%，公司应收账款债务人大多

为政府机构以及具有政府背景的公司，不能收回可能性小，公司计提坏账较少；公司应收账款前五名主要为贵州贵安置业投资有限公司、毕节公路管理局和盘县交通局等，前五名债务人合计应收金额占应收账款总额的85.83%，集中度高。

表6 截至2014年底公司应收账款前五名债务人情况
(单位：万元、%)

单位名称	年末余额	占比	账龄
贵州贵安置业投资有限公司	18258.83	48.80	1年以内、1-2年
毕节公路管理局	5550.98	14.84	1年以内(含1年)
盘县交通局-质保金	4804.76	12.84	1年以内、1-2年
贵阳市市政建设有限责任公司	1872.17	5.00	1年以内(含1年)
贵州贵安产业投资有限公司	1623.04	4.34	1年以内、1-2年
合计	32109.79	85.83	--

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司其他应收款波动增长，年均增长79.23%。截至2014年底，公司其他应收款为5.71亿元，从账龄上看，公司其他应收款中1年以内的占85.31%，1~2年的占5.61%，2~3年的占6.31%。公司共计提坏账准备731.85万元。

表7 截至2014年底公司其他应收款前五名债务人情况
(单位：万元)

单位名称	年末余额	占比(%)	账龄
贵安新区开发投资有限公司	38171.98	65.96%	1年以内(含一年)
响瓦管理公司	861.87	1.49%	1年以内(含一年)、1-3年
毕节融达路桥公司	660.76	1.14%	1年以内(含一年)
贵州富达劳务有限责任公司	546.82	0.94%	1年以内(含一年)

			年)、1-3年
盘县公路油路建设办公室质保金	518.89	0.90%	2-3年
合计	40760.32	70.43%	--

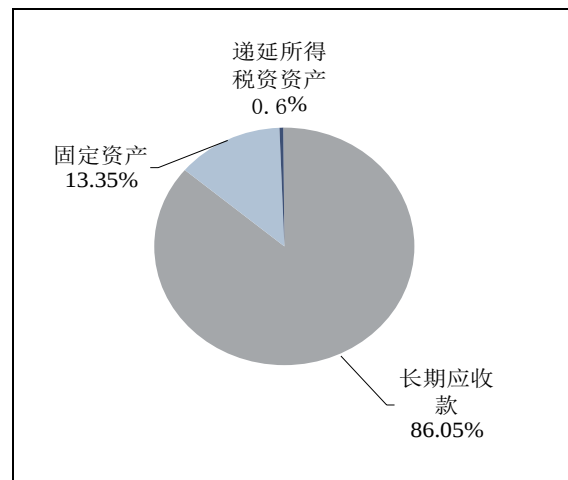
资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司存货增长快速，年均复合增长率为1394.39%。截至2014年底账面余额为196.93亿元，全部为土地使用权，前期工程施工成本已结转。存货大幅增加的原因是股东贵安开投2013年以21宗土地使用权划入公司所致。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长率473.70%。截至2014年底，公司非流动资产合计4.32亿元。主要以长期应收款、固定资产和递延所得税资产为主。

图2 2014年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司长期应收款大幅增长。公司2012年无长期应收款，2013年新增长期应收款1.51亿元，全部为应收盘县交通局焦化厂项目及响瓦项目工程款，账龄为1年。截至2014年底，公司长期应收款为3.71亿元，其中应收盘县交通局焦化厂项目及响瓦项目工程款1.48亿元，账龄为1年；应收湄潭交通局贵阳公路桥梁工程有限公司的湄潭南滨路BT管理公司工程款2.23亿元，账龄

为 2 年。

近三年公司固定资产快速增长，年复合增长率 134.42%。截至 2014 年底，固定资产账面价值合计 0.58 亿元，其中房屋及建筑物占 26.98%，机械设备占 68.26%，运输设备占 2.81%和电子设备占 1.95%。截至 2014 年底，固定资产累计计提折旧 0.09 亿元，固定资产成新率 83.08%。截至 2014 年底，公司固定资产规模较上年底增长 258.23%，主要是因机器设备的增加所致。

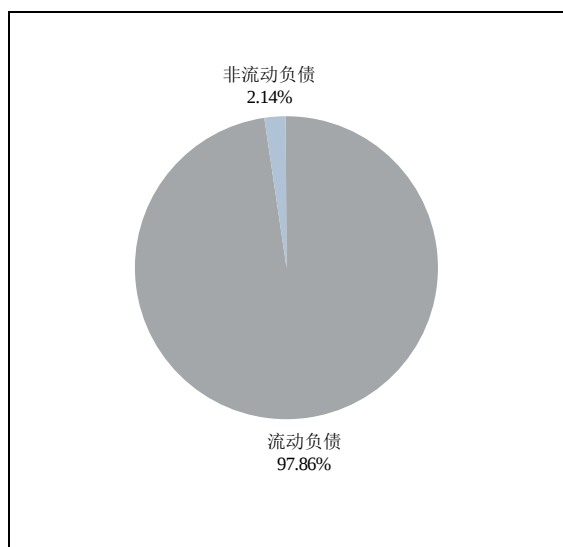
总体看，由于股东资产注入，2013 年公司资产规模得到了较大的提升，但公司流动资产中存货全部为土地使用权，其变现能力受宏观政策、土地及房地产行情影响大，对资产流动性有一定影响。公司整体资产质量及流动性一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债快速增长，年均复合增长率 93.69%，主要来自于应付账款和其他应付账款的增加。截至 2014 年底，公司负债合计 9.36 亿元，其中流动负债占 97.86%，非流动负债占 2.14%。

图 3 近年公司负债构成情况

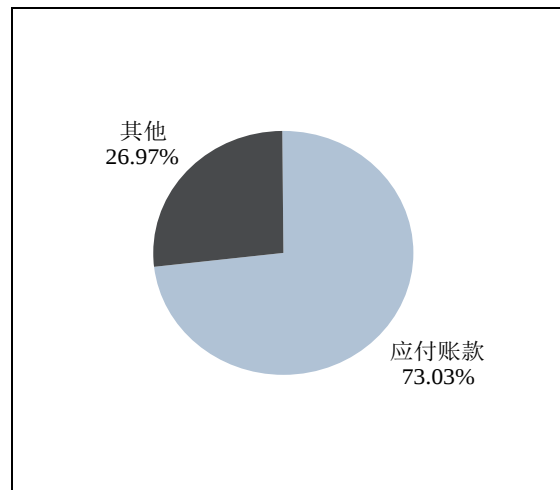


资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，

年均复合增长率 102.87%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 9.16 亿元，其中以应付账款（占 73.03%）、其他应付款（占 26.97%）为主。

图 4 2014年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2013 年，公司短期借款快速增长。截至 2013 年底，短期借款合计 0.70 亿元。2014 年公司无短期借款。

2012~2014 年，公司应付账款大幅增长，年均复合增长率为 887.04%。截至 2014 年底，公司应付账款合计 6.69 亿元，其中 1 年以内的占 94.44%，1 至 2 年的占 5.56%。公司应付账款金额前五名占总额的 48.08%，全部为应付工程款。

2012~2014 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长率为 56.53%。截至 2014 年底，其他应付款合计 2.07 亿元，其账龄主要以 1 年内的为主，占 67.71%。其他应付款前五名金额合计占总额的 24.58%。

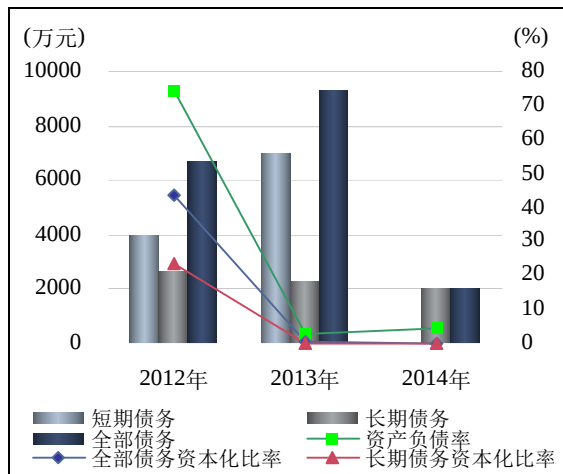
非流动负债方面，2012~2014 年，公司非流动负债不断下降，年均复合下降率 13.78%。截至 2014 年底，非流动负债合计 0.20 亿元，全部为长期借款。

2012~2014 年，公司长期借款保持不变，均为 0.20 亿元。截至 2014 年底，公司长期借款均是与 中国建设银行股份有限公司贵阳河滨支行签订的长期借款合同。

公司 2014 年底无长期应付款，2013 年底较 2012 年底下降 53.38%。截至 2013 年底，长期应付款合计 0.03 亿元，应付对象为远东国际租赁有限公司，年利率为 7.15%。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务合计 0.20 亿元，全部为长期债务。

图 5 近年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

债务指标方面，2012~2014 年，受公司股东注资影响，公司负债水平、债务负担和债务指标逐年下降；资产负债率波动下降，三年分别为 74.17%、2.92%和 4.42%；全部债务资本化比率三年分别为 43.51%、0.46%和 0.10%；长期债务资本化比率分别为 23.65%、0.11%和 0.10%。

总体看，公司近三年负债规模增长明显，但股东对公司注入资产使各项债务指标大幅优化，注资后公司整体债务负担轻。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为 1426.29%。截至 2014 年底，所有者权益合计 202.32 亿元，其中资本公积 196.76 亿元。2013 年资本公积的大幅增加是因股东贵安开投以 21 宗土地使用权注入公司所致。公司所有者权益稳定性较好。

总体看，公司负债以流动负债为主，全部债务增长明显，所有者权益规模大幅增加，稳定性较好。

4. 盈利能力

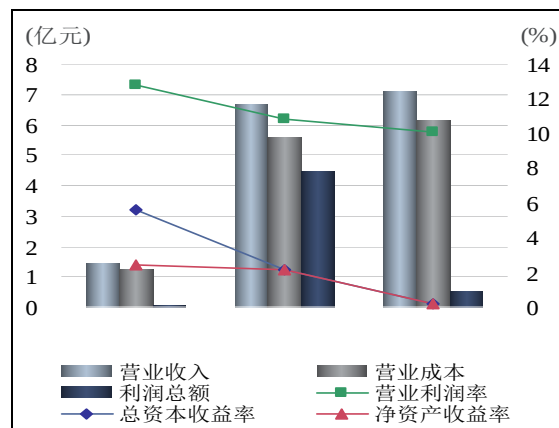
2012~2014 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长率为 120.44%。同期，公司营业成本也快速增长，年均复合增长率为 124.23%。三年营业利润率保持相对稳定。公司利润总额 2013 年较 2012 年大幅增加。2014 年，公司营业收入 7.12 亿元，利润总额 0.52 亿元。

2012~2014 年，公司期间费用大幅增长，其中销售费用三年无发生额，管理费用年均增长率为 83.19%，财务费用波动下降，年均下降率为 56.78%，反映出随着公司业务规模的扩大，相应费用也出现了较快增加。从期间费用占营业收入比例来看，2012~2014 年分别为 8.19%、2.36%和 2.18%。2014 和 2013 年均较大幅度下降，公司期间费用控制能力有所增强。

2012~2014 年，公司营业外支出规模较小。2013 年营业外收入大幅增加，原因是获得贵安管委会拨付园区建设等奖励资金，为 3.90 亿元。2014 年公司无营业外收入。

从盈利指标看，2012~2014 年，公司营业利润率分别为 12.82%，10.84%和 10.09%；总资本收益率分别为 5.57%，2.17%和 0.20%；净资产收益率分别为 2.41%，2.14%和 0.19%。2013 年所有者权益的大幅增加，导致当年总资本收益率和净资产收益率有所下降，公司盈利指标有所弱化。

图 6 近年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司股权受让给贵安开投后，公司性质由建筑施工企业转为政府平台类企业，公司盈利能力有所弱化，公司利润总额对政府补贴等营业外收入依赖程度高。

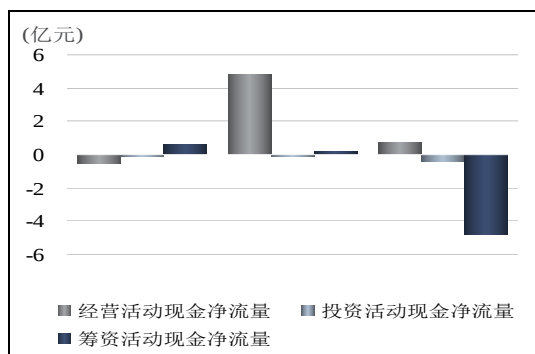
5. 现金流

经营活动现金流方面，2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，年均复合增长率为 48.56%，2014 年为 4.90 亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金三年分别为 0.04 亿元，5.44 亿元和 0.20 亿元。近三年，公司现金收入比为波动下降，三年均值为 77.91%，2014 年为 68.82%，主要是因随着公司营业规模的扩大，应收工程款增长较快，导致应收账款规模大幅增长。公司经营获现能力一般且有进一步弱化趋势。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为-0.51 亿元，4.84 亿元和 0.77 亿元。

从投资活动来看，2012~2014 年公司无投资活动现金流入量，而近三年公司投资活动现金流出金额快速增长，分别为 0.05 亿元，-0.06 亿元和-0.44 亿元。近两年增长较大主要是购建固定资产所支付的现金。

2013 年筹资活动现金流入量较 2012 年下降 57.49%，2013 年为 0.26 亿元。筹资活动现金流出方面，近三年发生金额快速增长，分别为 0.06 亿元、0.09 亿元和 5.25 亿元。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.55 亿元、0.18 亿元和-4.84 亿元。

图 7 近年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

整体看，公司经营活动获现能力一般，公司对外融资需求较小。未来随着公司在建工程的推进，公司有一定融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，由于股东大幅追加投资，同时计入存货和资本公积，使得公司偿债能力大幅提升。从偿债指标看，2012~2014 年公司流动比率分别为 145.22%，3531.29%和 2264.15%；速动比率分别为 105.59%，163.90%和 113.83%。2013 和 2014 年底流动比率和速动比率差别较大主要是因为股东注资 21 宗土地计入存货所致。2013 年，公司经营活动现金流量净额大幅提升，三年来首次为正值。经营现金流动负债比 2013 年也有大幅改善，三年均值为 22.78%，2014 年底为 8.37%。总体看，公司短期规模债务较小，短期偿债能力较好。

从长期偿债指标来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 快速增长，长期偿债指标有所提升。2014 年全部债务/EBITDA 倍数为 0.35 倍，EBITDA 利息保障倍数为 21.48 倍。总的来看，公司整体偿债能力强，债务规模小。

截至 2015 年 4 月 30 日，公司为母公司贵安开投提供 245000.00 万元的银行贷款担保，担保金额为 256254.30 万元，担保比率为 12.67%。贵安开投为具有政府背景的企业，且经营正常，公司或有负债风险较小。

截至 2015 年 4 月 30 日，公司银行授信总额为 1.00 亿元，尚未使用的授信额度为 0.50 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1052010200013760S），截至 2015 年 04 月 30 日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及贵安新区发展及财力水平、贵州省政府对于公司在政策、资产划拨、资金划拨等方面支持的综合分析，公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行额度为 19 亿元，占 2014 年底公司长期债务的 9500%，全部债务的 9500%，本期债券的发行对公司现有债务影响很大。

截至 2014 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分别为 4.42%、0.10%和 0.10%，以公司 2014 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 5.27%、1.03%和 1.03%，公司债务负担有所加重，但总体债务负担适宜。

2. 本期债券偿还能力分析

2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 0.10 亿元、4.56 亿元和 0.57 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.01 倍、0.24 倍和 0.03 倍；本期债券本金自存续期内第三年期至第七年分期等额偿还，每年待偿还金额 3.80 亿元，2012~2014 年，公司 EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数分别为 0.03 倍、1.20 倍和 0.15 倍，保障能力一般。

2012~2014 年公司经营活动的现金流入量分别为 2.26 亿元、8.38 亿元和 5.10 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.12 倍、0.44 倍和 0.27 倍；本期债券本金自存续期内第三年期至第七年分期等额偿还，每年待偿还金额 3.80 亿元，2012~2014 年，公司经营活动的现金流入量对每年待偿还本金的保障倍数分别 0.59 倍、2.21 倍和 1.34 倍，保障能力较好。2012~2014 年，公司经营活动现金流量净

额分别为-0.51 亿元，4.84 亿元和 0.77 亿元，分别为本期债券拟发行额度的-0.03 倍、0.25 倍和 0.04 倍，对本期债券本金保障能力弱。

总体看，公司业务转型后，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额相应增大，对本期债券的保障程度有所增强但整体仍处于较弱水平，考虑到贵安新区管委会对公司的大力支持和中债增对公司提供担保，本期债券安全性极强。

十、债权保护条款分析

1. 土地出让返还

针对本期债券募投项目，2014 年 8 月 7 日贵安管委会出具《贵州贵安新区管理委员会关于中心大道道路基础设施项目建设资金平衡配套安排的通知》(黔贵安管函[2014]41 号)，为平衡贵安新区中心大道道路工程基础设施项目的 43.92 亿元的投资规模，贵安管委会决定用平坝县马场镇 3 宗地块和花溪区湖潮乡 2 宗地块共 4203.37 亩对中心大道项目建设资金进行平衡配套安排，5 宗地块出让收入扣除专项资金及相关规税费后贵安新区所获得的土地出让净收益全部返还给贵阳路桥作为配套资金。

上述 5 宗地块容积率不大于 5.50，建筑密度不大于 45%，绿地率不大于 30%，安排 2016~2020 年出让，预计出让价格为 150 万元/亩至 204 万元/亩，预计出让总收入为 70.96 亿元，预计上述土地出让净收益约占土地出让总收益的 70%，贵阳路桥可获得土地出让净收益约 49.67 亿元。本期债券设置本金提前偿还条款，在存续期内后五年分期偿还本金：第 3 年末至第 7 年末每年分别偿还本期债券本金的 20%。假定本期债券 2015 年发行，发行利率按照 8%测算，本期债券本息合计应为 26.60 亿元，预计土地出让净收益为本期债券本金的 2.59 倍，为本期债券本息合计的 1.85 倍，对本期债券偿还的覆盖程度较高，但同时土地出让

收益预测与 2014 年实际情况相比较为乐观，在一定不确定性。
且土地出让收益受宏观经济政策影响较大，存

表 8 平坝县马场镇 3 宗和花溪区湖潮乡 2 宗地块情况表

土地名称	权属	位置	图号	面积(亩)	估价出让金额(万元)
平坝县马场镇地块一	集体用地	平坝县马场镇	MC-06	1200	180000
平坝县马场镇地块二	集体用地	平坝县马场镇	MC-07	1000	162000
平坝县马场镇地块三	集体用地	平坝县马场镇	MC-08	1000	175000
花溪区湖潮乡地块一	集体用地	花溪区湖潮乡	HC-24	800	151200
花溪区湖潮乡地块二	集体用地	花溪区湖潮乡	HC-25	203	41412
合计				4203	709612

资料来源：《贵州贵安新区管理委员会关于中心大道道路基础设施项目建设资金平衡配套安排的通知》

表 9 本期债券偿还资金测算表（单位：亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	合计
募集资金	本期债券发行 19 亿元								
债券还款本金				3.80	3.80	3.80	3.80	3.80	19.00
债券还款利息		1.52	1.52	1.52	1.22	0.91	0.61	0.30	7.60
本息合计		1.52	1.52	5.32	5.02	4.71	4.41	4.10	26.60

资料来源：公司提供

注：发行利率按照 8% 进行计算。

2. 保证担保

本期债券由中债增提供不可撤销连带责任保证担保。中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）成立于 2009 年 9 月，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。公司注册资本 60 亿元，均为货币出资，股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的企业组成。中债增是国内首家专业债券信用增进机构，业务接受中国人民银行监管。公司在业务开展、资本补充等方面得到了股东的大力支持，股东承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。

中债增经营范围包括：企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务。

截至 2014 年 3 月底，中债增内部设业务营运部、投资部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、综合部六个部门。

截至 2014 年 3 月底，中债增资产总额 86.44 亿元，负债总额 14.06 亿元，所有者权益 72.38 亿元。2013 年，公司实现各项营业收入 15.79 亿元，其中增信业务收入 7.37 亿元；净利润 7.19 亿元。2014 年 1 季度，公司实现营业收入 3.51 亿元，其中增信业务收入 2.50 亿元；净利润 1.44 亿元。截至 2014 年 3 月末，中债增尚在责任期内增信项目 121 个，涉及企业 241 家，责任余额 932.98 亿元。

联合资信评估有限公司于 2014 年 7 月 4 日评定中债增主体长期信用等级为 AAA。该信用等级反映了中债增代偿能力很强，联合资信对中债增评级展望为稳定，风险很小。

3. 偿债资金专户监管

公司与兴业银行股份有限公司贵阳分行（下称“兴业贵阳分行”或“监管银行”）签署了《2014 年贵阳公路桥梁工程有限公司公司债券账户及资金监管协议》，公司为本期债券在监管银行设立“资金托管账户”与“偿债资金专户”。

资金托管账户专门用于存放公司发行本期债券所募集的资金,兴业贵阳分行依法对本期债券募集资金的接收和支出进行监管。本期债券存续期内每个计息年度兑付日/付息日前的第7个工作日,兴业贵阳分行如发现偿债资金专户内资金不足以支付当期应偿付利息和本金,兴业贵阳分行可以无条件从募集资金托管账户划转相应资金至偿债资金专户予以补足,并及时通知公司,公司将通知评级机构。

偿债资金专户,用于归集偿付本期债券本息的资金。兴业贵阳分行对偿债资金专户内的资金按本协议约定划付。公司在本期债券存续期内每个计息年度兑付日/付息日前7个工作日之前,将当期应偿付利息和本金划付至偿债资金专户。兴业贵阳分行于本期债券存续期内每个计息年度兑付日/付息日前的第7个工作日,应核对偿债资金专户内资金状况;公司于该日前书面通知兴业贵阳分行该计息年度应支付的本息数额。兴业贵阳分行如发现不足以支付当期应偿付利息和本金,公司不可撤销地授权兴业贵阳分行将募集资金托管账户内相应资金划至偿债资金专户,以支付当期应偿付利息和本金。如偿债资金专户内资金余额与募集资金托管账户内资金余额之和仍不足以支付当期应偿付利息和本金,兴业贵阳分行可以从公司在兴业贵阳分行处开立的其他账户划转相应资金至偿债资金专户或采取其他必要措施予以补足。

总体看,本期债券设置分期等额偿还条款,有效降低了本金集中偿付压力;贵安管委会为安排土地出让计划为本期债券募投项目提供资金匹配安排,土地出让净收益对本期债券本息覆盖程度较好。

十一、 结论

贵安新区为国务院批准设立的国家级新区之一,受国家政策支持明显,但贵安新区成

立时间较短,财政实力规模较小,未来随着新区建设规模扩大,财政实力有望进一步扩大。

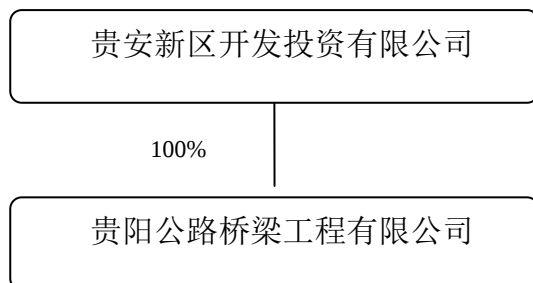
公司作为贵安新区开发投资主体贵安开投全资子公司,划入贵安开投前,公司以路桥及房屋建筑施工为主营业务,纳入贵安开投成为其全资子公司后,将承接贵安新区基础设施融资开发、建设以及区内土地整理、保障房建设等业务。未来公司业务种类将向多元化发展,收入规模将随贵安新区建设发展而进一步扩大。

由于股东资产注入,公司资产规模得到了较大的提升,但公司流动资产中存货全部为土地使用权,其变现能力受宏观政策影响大,对资产流动性有一定影响,公司整体资产质量及流动性一般;公司负债以流动负债为主,全部债务增长明显,注资后公司整体债务负担较轻;所有者权益稳定性较好;公司利润总额对政府补贴等营业外收入依赖程度高;公司整体偿债能力较强。

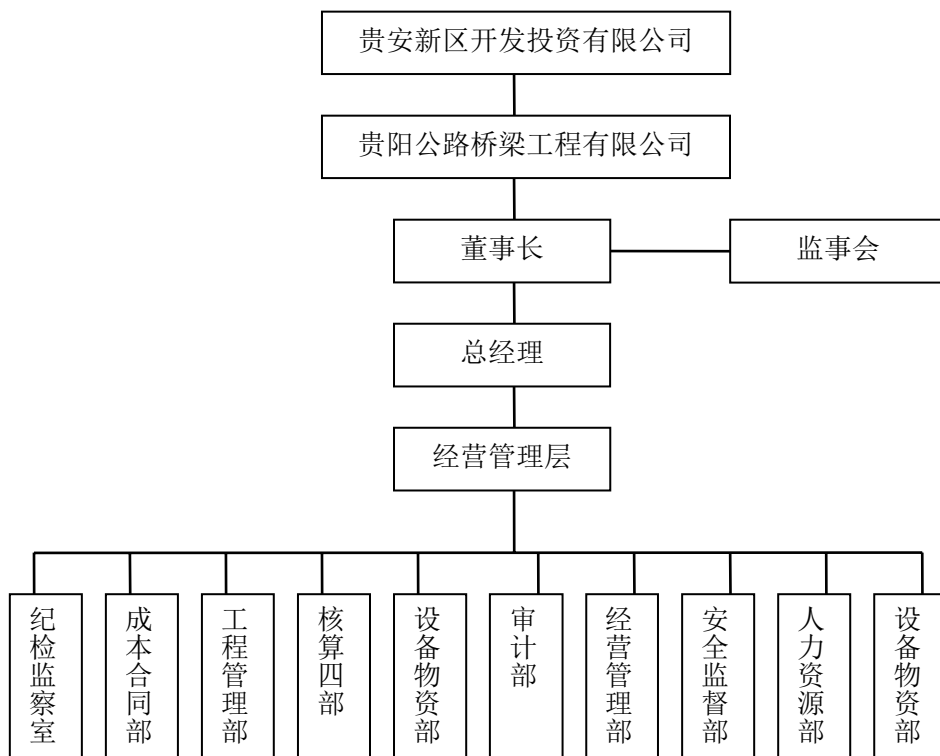
本期债券设置分期等额偿还条款,有效降低了本金集中偿付压力;贵安管委会安排土地出让计划为本期债券募投项目提供资金匹配安排,土地出让净收益对本期债券本息覆盖程度较好。并考虑到中债增为本期债券提供不可撤销连带责任保证担保,中债增担保能力强,进一步增强本期债券本息偿还的安全性。

总体看,本期债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.15	5.10	6.45
资产总额(亿元)	3.36	207.99	211.67
所有者权益(亿元)	0.87	201.92	202.31
短期债务(亿元)	0.40	0.70	0.00
长期债务(亿元)	0.23	0.23	0.20
全部债务(亿元)	0.63	0.93	0.20
营业收入(亿元)	1.46	6.68	7.12
利润总额(亿元)	0.03	4.46	0.52
EBITDA(亿元)	0.10	4.56	0.57
经营性净现金流(亿元)	-0.51	4.84	0.77
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.72	3.75	2.00
存货周转次数(次)	2.09	0.06	0.03
总资产周转次数(次)	0.44	0.06	0.03
现金收入比(%)	151.52	44.01	68.82
营业利润率(%)	12.82	10.84	10.09
总资本收益率(%)	5.57	2.17	0.20
净资产收益率(%)	2.41	2.14	0.19
长期债务资本化比率(%)	23.65	0.11	0.10
全部债务资本化比率(%)	43.51	0.46	0.10
资产负债率(%)	74.17	2.92	4.42
流动比率(%)	145.22	3531.29	2264.15
速动比率(%)	105.59	163.90	113.83
经营现金流动负债比(%)	-22.86	82.82	8.37
EBITDA 利息倍数(倍)	1.56	51.71	21.48
全部债务/EBITDA(倍)	6.63	0.20	0.35
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.12	0.44	0.27
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.03	0.25	0.04
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.01	0.24	0.03

注：公司长期应付款计入长期债务。

附件 3 中债信用增进投资股份有限公司 2014 年主体信用评级报告

附件 4 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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+一年内到期的长期（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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 贵阳公路桥梁工程有限公司 2015 年度 19 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

贵阳公路桥梁工程有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。贵阳公路桥梁工程有限公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，贵阳公路桥梁工程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贵阳公路桥梁工程有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现贵阳公路桥梁工程有限公司或者担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如贵阳公路桥梁工程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，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送贵阳公路桥梁工程有限公司、主管部门、交易机构等。



中债信用增进投资股份有限公司 2014 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: 2014 年 7 月 4 日

主要数据

项 目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产总额(亿元)	86.44	86.22	103.66	92.04
负债总额(亿元)	14.06	15.96	32.19	26.04
所有者权益(亿元)	72.38	70.26	71.47	66.00
增信余额(亿元)	932.98	898.58	682.58	574.02
净资本覆盖率(%)	102.98	100.70	118.49	132.42
项 目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入(亿元)	3.51	15.79	9.47	6.94
利润总额(亿元)	1.91	9.39	6.16	5.16
净利润(亿元)	1.44	7.19	4.33	4.01
平均净资产收益率(%)	-	10.15	6.30	6.21
平均资产收益率(%)	-	7.57	4.42	3.95

注: 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

赖金昌 闫宏伟

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月,是国内首家专业债券信用增进机构。经过近几年的经营实践,公司初期发展规划得到有效落实,逐步建立健全与信用增进行业相适应的全面风险管理体系;增信业务基础不断夯实,增信业务规模快速扩大;在债券市场信用风险分担机制建设方面进行了积极探索,信用风险缓释工具产品初成体系;公司盈利能力稳步提高。联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

- 作为我国首家专业债券信用增进机构,公司拥有较大的市场发展空间;
- 公司资本实力强,股东背景强大,股东有能力和意愿在需要时提供资本补充支持;
- 公司具备较强的创新能力及市场推动力,信用增进业务发展迅速,收入快速增长。

关注

- 公司处于业务快速发展中,制度体系及定价方法尚在持续完善过程中,创新业务的风险控制措施尚待完善;
- 公司单笔增信业务金额较高,行业较集中度较高,存在一定的集中风险;
- 随着公司业务规模的扩大,存量业务主体信用等级有下移趋势,面临的违约风险上移;
- 我国信用衍生产品市场处于发展初期,面临市场认知度待提高、参与者尚待培育、配套机制有待完善。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“委托人”）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委托人构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托人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，未因委托人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为一年（2014年7月4日至2015年7月3日），根据跟踪评级的结论，有效期内委托人的信用等级有可能发生变化。



一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月,由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。公司注册资本 60 亿元,均为货币出资,股东及持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构,业务接受中国人民银行监管。

表 1 公司股东及持股情况

序号	股 东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中国石油天然气集团公司	9.90	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	首钢总公司	9.90	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合 计		60.00	100.00

公司经营范围包括:企业信用增进服务;信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广;信用产品的创设和交易;资产投资;资产受托管理;投资策划、投资咨询;经济信息咨询;人员技术培训;会议服务。

公司内设业务营运部、投资部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、综合部六个部门。截至 2014 年 3 月末,公司共有员工 115 人,绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2013 年末,公司资产总额 86.22 亿元,负债总额 15.96 亿元,所有者权益 70.26 亿元。2013 年,公司实现营业收入 15.79 亿元,净利润 7.19 亿元。

截至 2014 年 3 月末,公司资产总额 86.44 亿元,负债总额 14.06 亿元,所有者权益 72.38 亿元。2014 年 1 季度,公司实现营业收入 3.51

亿元,净利润 1.44 亿元。

二、运营环境

1. 宏观经济环境

金融危机爆发以来,各国政府财政支出高速增长,发达经济体政府债务负担加重,金融危机已演变为主权债务危机。为恢复经济增长,主要经济体都采取了大量的经济刺激政策和金融纾困手段。在各种经济政策和救助工具拉动下,全球经济增长呈现分化发展趋势。

在金融危机期间,中国经济在以政府投资和宽松的货币政策为主的经济刺激政策推动下,经济增长率保持在 9%以上,在应对外部市场冲击和恢复经济增长方面效果明显。然而经济刺激政策的实施导致了通货膨胀不断攀升和经济结构矛盾加剧。2011 年,央行采取了较为紧缩的货币政策,六次上调存款准备金率、三次上调存贷款基准利率,CPI 于 7 月至高点后平稳回落,但全年 CPI 仍在高位运行,2011 年 CPI 增幅为 5.4%,高于政府调控目标。2012 年疲弱的外需环境及国内生产成本的上涨,导致我国外贸进出口总额增速下降明显,同时也极大地影响了国内实体经济的发展。2012 年央行两次下调存款准备金率和两次降息,以及持续的逆回购操作,保证了市场的流动性,全年货币供给保持平稳增长,社会融资总量达 15.76 万亿元,较 2011 年增加 2.93 万亿元,有力支持了实体经济的发展。2013 年,我国明确了“稳增长、调结构、促改革”的政策思路,经济发展呈现稳中向好的良好态势,消费需求平稳增长,投资增速稳中有降,进出口结构逐步优化,工业生产增速企稳回升,整体经济保持在合理区间运行。据初步统计,2013 年,我国 GDP 增长率为 7.7%,同比下降 0.1 个百分点,下降程度有所放缓(见表 2)。

表 2 宏观经济主要指标

单位: %/亿美元

项 目	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年
GDP 增长率	7.7	7.8	9.2	10.3	9.2

CPI 增长率	2.6	2.6	5.4	3.3	-0.7
PPI 增长率	-1.9	-1.7	6.0	5.5	-5.4
M2 增长率	13.6	13.8	13.6	19.0	27.7
固定资产投资增长率	19.3	20.6	23.8	23.8	30.1
社会消费品零售总额增长率	13.1	14.3	17.1	18.3	15.5
进出口总额增长率	7.6	6.2	22.5	34.7	-13.9
进出口贸易差额	2592	2311	1551	1831	1961

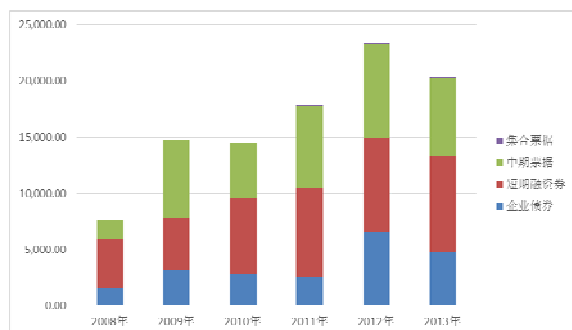
资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

目前，国内经济面临的挑战之一是推进金融财税体制改革，调整经济结构，优化资源配置，以缓解经济结构矛盾，增强可持续发展的动力。未来，中国经济将步入改革的关键时期，政府将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。尽管国际形势的不明朗对我国企业出口和投资造成一定的不利影响，但整体经济将保持平稳发展。

2. 行业发展概况

近年来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具保持了快速发展势头。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升（见图 1）。2013 年，非金融企业债发行规模为 20330.69 亿元，占全年债券发行量的 22.52%。债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。

图 1 近年来非金融企业债券发行规模及构成 单位：亿元



注：数据来自 Wind 资讯。

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，增信成为低信用等级发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使得为资本市场提供外部信用增级服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2009 年 9 月，公司作为国内首家专业债券信用增进机构成立，这对于发展直接融资市场，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，公司还承担着建立银行间债券市场风险分担机制、进行风险专业化管理模式创新的重任。

2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（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。

3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律法规缺位、监管政策和行业标准不

明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。作为首家专业债券信用增进机构，公司致力于推动行业准则及监管办法的出台，并取得了积极进展。2012 年 8 月，《信用增进机构管理规范》、《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。同年，由公司参与起草的《中国银行间市场信用增进业务自律管理规则》已由交易商协会理事会审议通过，将择期发布。信用增进行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司注册资本 60 亿元，股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的企业组成。公司在业务开展、资本补充等方面得到了股东的大力支持，股东承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。公司董事会从经营情况、业务创新及对交易商协会交付任务的完成情况等三个方面对公司经营层进行考核。

公司按照市场化模式运作，初步搭建了由股东会、董事会、监事会及高级管理层组成的公司治理架构。股东会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东会会议由董事会依法召集。公司股东会会议按照相关要求召集召开，能够确保各股东方对重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由 8 名董事组成，董事会设董事长 1 人，由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会每年至少召开 2 次会议，负责公司重大事项的决策。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会、审计与风险管理委员会 3 个专门委员会。公司董事会

成员多具有大型企业相关管理经验，这有助于董事会进行科学决策。近年来，公司董事会先后审议了公司股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案等议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、资本覆盖率管理办法、风险准备金计提管理办法、关联交易管理操作规程、高管人员年度考核办法等基础管理制度。各专门委员会能够在相应授权范围内履行职责，较好地发挥了各自职能。公司于 2013 年完成了董事长的变更，并于 2014 年 4 月完成了总裁的更替。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事。股东监事由股东大会选举产生，职工监事由职工选举产生。公司尚未实施外部监事制度。监事会主席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。近年来，公司监事会相继审议通过了监事会议事规则、监事长选举等议案。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理在董事会授权范围内行使职权，包括主持公司日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等，接受董事会的指导和监事会的监督。公司高级管理层下设授信审批委员会、风险管理委员会、采购委员会、投资决策委员会、招聘委员会 5 个专门委员会。公司高管人员由总经理提名、经董事会通过后任命。公司注重专业团队建设，高管成员均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士。

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

综上，公司治理架构仍处于持续规范过程中，管理制度体系逐步建立健全，各治理主体运作有序。

2. 内部控制

公司设立了业务营运部、投资部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、综合部 6 个职能部门(见附录 2)。公司本着“精简高效、突出业务、分清职责、各司其职”的原则,对部门职责进行梳理,并相应进行了人员调整。2011 年,公司在整合原审计部与法律事务部的基础上成立了法律合规部,负责合规管理、内部审计等工作,负责对公司经营管理中重大事项,以专项检查的形式开展审计工作。公司在运营过程中所面临的各类风险由风险管理部统一管理。为确保各项业务规范有序开展,公司出台了风险管理指引,针对业务种类制定了细化的管理办法,如增信业务管理办法、投资管理办法等制度,以及涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内控制度。公司内控及风险管理体系基本建立。

为满足业务快速发展对人力资本的需求,公司以公开招聘的方式引入部分专业人员和应届毕业生。公司员工整体专业素质较高,绝大多数员工拥有硕士及以上学历。公司还建立了外部专家库机制,聘请了部分专业人士作为公司高级顾问,为创新业务的开展储备了人才队伍。同时,公司出台了薪酬管理办法,初步建立了以技术序列为主的扁平化职务职级管理体系,明确了相应的管理办法;制定了高管人员年度考核办法,基本构建起能上能下的用人机制,较好地发挥了激励约束作用。

总的看来,公司基本搭建了清晰合理的组织架构,风险管理及内控体系初步建立。公司目前存在部分管理制度、业务流程和操作规范可执行性不足的问题,尚需要通过对业务的持续探索来逐步解决。考虑到业务的快速发展,公司需加快内控及信息系统建设进程,为持续运营提供有效支撑。

3. 发展战略

公司的市场定位是立足于债券市场,成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商;债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者;债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者;信用增进市场国际化的推动者和实践者。根据规划,公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别企业债务融资工具的发行提供信用增进服务。随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的逐步完善,公司将通过适当扩大增信服务范围、创新信用增进手段等方式,逐步实现全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

经过几年的发展,公司增信业务规模快速上升,积累了较丰富的项目和客户资源。截至 2013 年末,公司增信业务规模累计 1236.36 亿元,提供信用增进服务的项目累计 199 个,创新业务实现突破,逐步形成一定的市场影响力。

公司制定了 2014 年经营计划,将稳步推动增信业务发展,深化增信业务战略合作,做实区域集优增信业务;适时推动业务创新发展,拓展 CRM 市场业务,创新可转换融资工具,推动小贷资产证券化及海外市场业务;加强投资保障能力,有效管理投资组合流动性,提升基础投资业务盈利能力;有效改进风险管理能力,完善增信业务风险政策体系,改进核心风险管理技术,提升增信后管理水平,加强或有资产监控管理;强化公司内控合规管理、提升财务管理水平,加强公司运营管理能力。

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

四、主要业务经营分析

1. 基础增信业务

截至 2013 年末,公司的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、中小企业集合

票据、区域集优、企业债、定向融资工具等债券类产品以及资产管理计划、信托计划等投资类产品的增信。

表 3 公司尚在责任期内增信业务余额分布 单位: 亿元/个

项目种类	2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量
基础类信用增信业务	886.58	120	667.28	86	556.02	55
其中: 短期融资券	44.30	7	32.50	6	39.00	5
中期票据	225.22	23	314.20	29	288.00	23
企业债	108.00	8	76.00	6	33.00	3
公司债	88.00	3	-	-	-	-
集合票据	27.82	14	31.94	14	32.18	11
区域集优	102.26	45	48.64	17	13.89	5
定向融资工具	191.00	7	91.00	5	99.00	5
信托计划	83.00	11	73.00	9	50.00	2
理财产品	-	-	-	-	0.95	1
资产管理计划	15.00	1	-	-	-	-
委托债权投资计划	2.00	1	-	-	-	-
创新型信用增信业务	3.00	1	6.30	4	18.00	2
其中: 中债合约 I 号	3.00	1	3.00	1	3.00	1
中债合约 II 号	-	-	-	-	-	-
中债合约 III 号	-	-	2.00	1	-	-
中债合约 IV 号	-	-	1.30	2	-	-
投资交易型增信	-	-	-	-	15.00	1
境外业务	9.00	1	9.00	1	-	-
合 计	898.58	122	682.58	91	574.02	57

注: 公司于 2012 年将中债合约 III 号、中债合约 IV 号纳入增信业务管理。

结合规划,公司在业务发展初期以发展基础增信业务为主,近年来该类业务规模快速扩大(见表 3)。截至 2013 年末,公司尚在增信责任期内的基础增信项目 120 个,增信余额 886.58 亿元,增信余额和项目数量均较 2012 年末明显增长,主要是由于公司债和区域集优业务规模显著提高所致。截至 2014 年 3 月末,公司基础增信业务(不含区域集优业务)增信余额为 818.72 亿元,区域集优增信业务增信余额为 102.26 亿元,两项合计较 2013 年末有所增加,主要是企业债、公司债、定向融资工具增信业务的规模增加所致。

截至 2013 年末,公司基础增信业务中,以短期融资券、中期票据、企业债及公司债为标

的的债券增信业务为主要的业务品种。近年来,上述增信业务规模合计占基础增信业务规模的一半以上。

公司不断探索新的业务模式,在交易商协会的统一指导下,公司于 2011 年推出区域集优直接债务融资方案,即由地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的融资主体,借助地方政府专项扶持措施,联合商业银行和其他中介机构,由公司提供信用增信,为融资主体提供直接债务融资服务。由于地方政府发展基金在区域集优项目中起到了一定的风险缓释作用,公司在选择项目时适当放松企业准入标准。经过磨合、探索期后,2013 年公司重点推广区域集优增信业务,同时针对此类项目,公司收缩

了区域杠杆规模，建立了与地方政府的沟通、协调和工作机制，严格规范准入标准，并对该类项目的风险评价指引进行差异化处理，在关键环节上把控风险节点。截至 2013 年末，公司累计提供区域集优业务增信 45 笔，涉及企业 138 家，增信余额合计 102.26 亿元，较 2012 年末增长 110.24%。截至 2014 年 3 月末，该类业务规模与 2013 年末持平。

在交易商协会推动北京市保障房建设企业通过发行私募债的方式筹措资金的举措指导下，公司在研究相关政策、业务背景和金融市场状况的基础上于 2011 年推出定向融资工具增信方案，即为保障房私募债提供信用增进服务。从近年来的业务开展过程看，此类业务发展较为迅速。截至 2013 年末，公司尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 7 个，增信余额 191 亿元，较 2012 年有较大幅度增长。2014 年前 3 个月，公司继续保持此类业务的快速发展，新增项目 2 个，截至 2014 年 3 月末，公司定向融资工具增信余额增至 221 亿元。

近年来，国内信托、资产管理等理财类业务迅速发展，产品体系不断丰富，为公司提供了业务发展空间。公司审慎选择经营业绩较好、业务规模较大、市场排名靠前的机构合作，推广信托、理财类增信业务。截至 2013 年末，公司共完成信托产品增信项目 11 个，增信金额 83 亿元；新增资产管理计划 1 个，增信金额 15 亿元。截至 2014 年 3 月末，公司此类业务规模基本与 2013 年末持平，信托、资管、委托债权三项业务增信余额合计 100.00 亿元。

总体看来，公司基础增信业务发展相对成熟，基础增信业务为公司初步确立了市场地位，也逐步成为公司主要的收入来源。

2. 创新型业务

结合战略导向，公司大力推动业务产品创新。得益于自身较强的创新能力及市场推动力，公司创新型增信业务取得了一定进展。公司是目前经交易商协会认定的 45 家信用风险缓释

工具交易商之一，也是 29 家信用风险缓释凭证创设机构之一。

目前公司基本形成包括中债合约 I 号(可选择信用增进合约)、中债合约 II 号(贷款信用风险缓释合约增信服务)、中债合约 III 号(信用风险缓释合约)、中债合约 IV 号(信用风险缓释凭证)在内的创新型业务体系。

公司于 2010 年 7 月推出中债合约 I 号，即可选择信用增进合约。投资者在买入合约的同时可选择买入保护。若票据到期时发行人违约，公司将以约定方式对投资人进行损失补偿。公司将中债 I 号纳入增信业务管理范围。截至 2014 年 3 月末，公司尚在责任期内的中债合约 I 号 1 支，增信余额 3 亿元。

公司于 2010 年 11 月首次发行中债合约 II 号、中债合约 III 号、中债合约 IV 号创新产品。中债合约 II 号和中债合约 III 号分别是以银行贷款和债券为标的债务的信用风险缓释合约，中债合约 IV 号是信用风险缓释凭证。信用保护卖方向买方定期收取固定费用，并向买方提供贷款或债券违约信用保护。公司以大型商业银行为交易对手，并结合授信、估值定价、抵质押品及买入保护等措施防范风险。截至 2014 年 3 月末，上述产品的增信责任均已到期。

公司在参考国际信用衍生产品定价理论的基础上，结合国内市场的实际情况，研发了 CRM（信用风险缓释工具）估值定价模型。为提升 CRM 市场交易的活跃程度，公司与彭博、路透等大型知名资讯平台合作，建立了报价页面及专属信息发布平台，每日对 CRM 产品进行双边报价。

由于我国信用风险缓释工具业务的市场基础较薄弱，信用风险缓释工具的交易机制、法律关系等尚未明确，相关基础机制尚未建立，公司目前更多的是以培育市场为出发点，以研究完善和推广应用为主，信用风险缓释工具业务规模相对较小，结构较为简单、透明，风险尚在可控范围内。基于以上因素，公司信用风险缓释工具业务在短期内将不会呈现规模化发

展。

3. 境外业务

在立足国内业务的同时，公司积极寻求境外业务机会，在信用衍生产品、境外融资担保、境外投资等领域探索开展离岸市场业务。目前公司已获得国家外汇管理局核定的 10 亿美元的境外担保资格，为拓展海外市场业务开辟了空间。公司于 2012 年与上海国际信托等相关机构合作完成首单海外投资 QDII 信托项目，公司对此信托计划 A 类持有人（优先级）提供本金到期偿付保证，增信金额 9 亿元，增信期 3 年。

五、风险管理分析

1. 风险管理体系

作为经营风险的专业机构，公司注重强化风险管理能力。公司构建了由董事会、监事会、经营管理层与业务条线组成的风险管理组织架构。董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况，高管层负责制定和审查公司风险管理政策和操作流程。公司建立起抵御风险的“三道防线”，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程。风险管理部负责对各类风险进行全面管理，制定相应的制度，明确相关部门的防线管理职责和业务流程，识别、评估和平衡所面临风险。

公司初步建立起以《风险管理指引》为纲领，以《信用增进业务管理办法》、《投资业务管理办法》、《信用风险缓释工具业务管理办法》和《信用风险缓释工具业务风险管理办法》为支撑，以各类业务品种操作规程、风险限额方案等为基础的多层次风险管理制度体系，覆盖各项主营业务。

公司结合宏观经济形势和产业经济发展状况，从行业、区域、产品等多角度形成动态调整的经营策略和风险管理政策，指导公司业务经营。公司搭建了内部评级体系，制定了《公

司客户信用评级工作管理办法（试行）》，界定了相关部门在内部评级工作过程中的职责，公司客户内部评级体系基本成形。公司的内部评级体系以内部评级模型为参考，内部评级模型包括定性、定量模块，定性模块是基于专家判断的评级过程，从客户和行业风险特征、公司治理与管理能力、经营风险、财务风险等角度选取定性指标揭示客户违约风险；定量模块中，公司通过自身积累及公开市场中的数据，确定统一的标准以区分“好样本”与“坏样本”，建立模型，筛选出能够揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反应客户盈利能力、偿债能力、成长能力、运营能力的财务指标，并确定相应定量模块各指标的权重。内部评级模型的运用将提高评级方法的量化程度，为公司对客户风险的一致性判断提供了参考指标。

公司建立了风险监控预警体系，通过专业团队对信用增进项目和投资交易业务进行日常风险监控，对增信业务每季度进行动态风险分类和重点现场风险排查，对投资交易头寸进行动态及时估值与限额监控，及时预警和化解风险。公司针对突发事件，建立重大风险事件应急处理机制，强化应对突发风险的能力。此外，还专门组织人员对公司信用增进业务和投资业务整体风险、各组合维度风险、单一大客户风险进行压力测试与敏感性分析，准备金与资本占用测算，风险限额监控预警以及构建风险预警指标体系等工作，使公司各组合层面信用风险与市场风险得到及时感知与预警。

2013 年，公司进一步规范审批流程，首先是业务营运部对增信业务展开尽职调查，撰写业务评价报告并报风险管理部。风险管理部审查合规后，撰写风险评价报告并组织完成上业务审批会会议材料，随后将报批项目材料送达各审批人审阅，并将审批会会议时间、地点、审批项目等事项一并通知各审批人。信用增进业务审批会议实行有权审批人会议审批制度，有权审批人包括审批牵头人和审批人，每次审批会议应至少包括 5 名审批人，其中审批牵头

人 1 名，会议由审批牵头人主持。各审批人在审批会上对报批项目进行充分讨论研究，现场进行独立表决，由风险管理部根据相应规则汇总后形成会议结论并报公司总裁专题会进行最终审定。会后，由各部门分头落实总裁专题会最终审定的结论。为保持评审的独立性，审批会议实行审批人独立审批制度，各委员履行独立表决权，委员之间可以就报批项目有关问题进行有益的交流与讨论，但不得以任何形式相互协商或配合，左右审批结论，不得以任何形式影响其他人的独立表决。同时审批会议实行回避制度，当委员本人认为与被审业务有重大关联时，应主动向主任委员申请回避，经主任委员同意后回避相关审批项目。

公司对信用风险缓释工具业务实行与信用增进业务、投资业务相结合的分类风险管理模式。公司根据不同业务类型的特点，结合套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等因素对不同产品、不同交易目的的产品设置了不同的风险额度，并采取相应的管理措施。

公司对投资业务实行风险限额和交易授权相结合的管理模式。公司建立了涵盖授权管理、限额管理、估值管理、风险监控和交易流程在内的投资业务管理体系，根据可承受的整体风险水平，设定了多维的风险限额指标，并明确各分类、分级授权和转授权，确保了较为高效的运营效率。

随着各项业务的发展，公司逐步提升风险管理的精细化水平，基本形成包括风险估值定价、准备金和资本管理、风险缓释转移机制在内的风险管理体系。公司先后出台了《资本覆盖率管理办法》、《风险准备金计提管理办法》、《信用增进业务风险分类管理办法》和《信用风险缓释措施管理办法》等管理制度，并于 2013 年对《风险准备金计提管理办法》和《信用风险缓释措施管理办法》进行了修订。

在风险准备金计提方面，公司遵循谨慎性、客观性、及时性、重要性和动态性计提原则，

按季提取信用增进及投资业务准备金。公司风险准备金包括一般准备金、专项准备金和特种准备三种。2013 年公司对风险准备金计提方案进行了优化，对一般准备进行了差异化处理，对不同评级项目采用不同的一般准备计提比例，对专项准备进行了精细化处理，并适当提高了专项比例计提标准。为保证公司资本充分覆盖各项业务出现的非预期损失，公司在充分计提风险准备金的基础上，计算各项业务的风险资本要求。公司资本要求按照风险类型不同分为两类，一类是信用风险资本要求，体现为公司信用增进业务、债券投资业务、信用风险缓释工具等各类业务所承担信用风险的非预期损失程度；一类是市场风险资本要求，体现为公司投资的金融产品因市场变化面临的非预期损失程度。公司通过对资本覆盖率(资本覆盖率为资本与信用风险资本要求和市场风险资本要求之和的比率)的监测，确保公司资本充分覆盖各类业务面临的非预期损失。公司建立了资本占用额度监测管理机制，由风险管理部根据相关规定按季度对资本占用额度和资本覆盖率进行测算，并向风险管理委员会报告。

公司于 2013 年对流动性风险管理进行优化，选取部分反映公司内部流动性压力与外部市场流动性压力的指标构建了公司流动性风险指标监控体系，并将其渗透到风险防控业务流程中去，为公司及时预警及防控流动性风险提供了参考。

以上措施分别从公司整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组合管理。公司通过资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单笔业务指标，基本建立了较完善的风险管理体系。

2. 增信业务组合分析

● 增信业务

截至 2014 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 121 个，涉及企业 241 家，责任余额 932.98 亿元。

成立之初，为迅速做大规模、扩大影响，公司针对一批资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模快速增长。随着自身经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型向中低信用等级、国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。截至 2013 年末，公司尚在责任期内的增信项目统计见表 4。按照增信责任余额统计，AA⁺及以上级别企业涉及增信责任余额 691 亿元，占全部增信责任余额的 76.90%。截至 2014 年 3 月末，公司增信责任余额仍以高信用等级企业发行额为主，AA⁺及以上企业涉及增信责任余额 732.70 亿元，占全部增信责任余额的 78.53%。总体看，虽然公司近年来逐步拓展中低信用等级企业，客户级别有一定下移，但公司增信责任余额仍以高信用等级企业发行为主，违约风险可控。

表 4 2013 年末公司增信业务级别分布情况

主体级别	增信金额(亿元)	按增信金额占比(%)
AA ⁺ 及以上	386.80	43.05
AA	217.00	24.15
AA ⁻	87.20	9.70
A ⁺ 至 A ⁻	123.95	13.79
BBB ⁺ 至 BBB ⁻	75.48	8.40
BB ⁺ 及以下	8.15	0.91
合计	898.58	100.00

截至 2014 年 3 月末，公司存续期内的增信项目共涉及 241 家企业，从增信余额的行业分布情况来看，前五大行业依次为投融资平台、保障房项目、机械、其他制造业、交通运输服务行业。第一大行业增信余额占比为 29.15%，前五大行业增信余额合计占 67.29%，存在一定的行业集中风险。单一最大客户增信余额 65 亿

元，为净资产的 89.80%，此项目为南京安居建设集团保障房项目；最大五家客户增信余额合计 213 亿元，为净资产的 2.94 倍，客户集中度高，主要为保障房项目和证券公司债券项目。从到期期限分布上看(见表 5)，约 90%左右增信余额的到期期限较为均匀地分布在 5 年以内，公司增信项目期限配置较为合理。

表 5 2014 年 3 月末增信业务到期期限分布情况

期 限	增信金额(亿元)	占比(%)	企业数(家)	项目数量(个)
1 年内	201.25	21.57	63	31
1-2 年	205.09	21.98	100	43
2-3 年	142.14	15.24	50	26
3-5 年	274.00	29.37	18	11
5 年以上	110.50	11.84	10	10
合计	932.98	100.00	241	121

公司根据增信业务风险分类办法对增信对象进行风险分类。截至 2014 年 3 月末，公司增信业务风险分类 99%以上为正常项目(见表 6)，无损失类企业。截至 2014 年 3 月末，公司增信业务共计提风险准备金 7.32 亿元，其中一般准备 2.03 亿元，专项准备 3.74 亿元，特种准备 0.23 亿元，尚未转回准备金 1.31 亿元。

表 6 2014 年 3 月末公司增信业务风险分类情况

项目	增信金额(亿元)	占增信金额(%)
正常稳定	896.54	96.09
正常关注	29.09	3.12
次级	1.60	0.17
可疑	5.75	0.62
损失	0	0
合计	932.98	100.00

为控制增信业务风险，公司采取第三方保证担保、股票质押、股权质押、应收账款质押和房产土地抵押等风险缓释措施。公司针对目前客户以中小企业为主、信用状况较弱的特征，对主体评级在一定级别以下的增信项目、集合票据及区域集优项目均采取了全额风险缓释措施。同时，公司正尝试与主承销商合作，在为债券提供信用增进服务的同时买入由主承销商

创设的信用风险缓释合约转移风险，以降低风险准备金及资本占用。公司于 2012 年成功开展第一单以 CRM 作为风险缓释措施的集合票据信用增进业务，此举可以解决当地反担保公司资质较差，发行人风险缓释措施不足的问题，尽管 CRM 的上线受到市场极大关注，但目前面临市场交投冷淡、报价并不活跃、具备资质机构较少、配套机制有待完善等问题。

总体看来，公司增信业务规模快速增长，高信用等级企业增信余额占居增信业务存量的大部分，同时，较为有效的风险缓释措施有助于公司规避主体信用等级相对较低带来的增信业务风险。公司尚在增信期内客户到期期限较分散，整体信用风险不大，但存在行业及客户集中度较高的问题。

● 创新业务

对于由公司提供保护的信用风险缓释工具净头寸，公司将承担由标的实体发生支付违约、破产等信用事件造成的损失，主要承担的信用风险是标的债务违约风险。截至 2014 年 3 月末，公司提供保护的标的债务信用等级较高，信用保护名义额占标的债务发行总额的比重较小，标的实体均为资本实力雄厚的大型企业，卖出保护头寸的信用保护期限较短，大多在一年内。总体看，公司卖出保护的标的实体违约风险较小。

公司的信用风险缓释工具交易对手均为具有实力的大型企业。同时，公司在对信用风险缓释工具估值定价的过程中充分考虑了交易对手的违约风险，交易对手违约风险较小。

总体看，公司建立并不断完善符合信用增进行业特点的全面风险管理体系。截至目前，公司信用增进及信用风险缓释产品均未发生违约、代偿事项。公司处于业务快速发展阶段，也是风险积累阶段，同时考虑到信用衍生工具的创新性及杠杆性等因素，公司风险管理体系对业务的保障程度尚待进一步观察。

六、财务分析

公司提供了 2011~2013 年度财务报告及 2014 年 1 季度财务报表。其中，2011~2013 年度财务报告经信永中和会计师事务所审计，会计师事务所出具了标准无保留意见的审计报告；2014 年 1 季度财务报表未经审计。公司于 2012 年起采用金融企业报表格式对外披露财务信息并对 2011 年数据进行追溯调整，本报告中 2011 年数据采用追溯调整后的数据。

1. 财务概况

截至 2013 年末，公司资产总额 86.22 亿元，负债总额 15.96 亿元，所有者权益 70.26 亿元。2013 年，公司实现各项营业收入 15.79 亿元，其中增信业务收入 7.37 亿元；净利润 7.19 亿元。

截至 2014 年 3 月末，公司资产总额 86.44 亿元，负债总额 14.06 亿元，所有者权益 72.38 亿元。2014 年 1 季度，公司实现营业收入 3.51 亿元，其中增信业务收入 2.50 亿元；净利润 1.44 亿元。

2. 资本结构

公司目前资金来源以资本金和利润留存为主，公司根据资金业务的需要调整负债规模。公司注册资本为 60 亿元，资本实力强。随着近几年公司盈利能力的不断提高，在股东的支持下，公司将利润留存作为对公司资本及业务所需资金的补充。2013 年，公司分配现金股利 6.60 亿元，因此当年未分配利润和所有者权益基本与 2012 年持平。此外，公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本支持。

公司负债主要由卖出回购金融资产款、预收账款及增信责任准备金组成(见表 7)。公司卖出回购金融资产标的为债券，近年来受卖出回购金融资产款变动的影响，公司负债规模呈现较明显的波动趋势。

表 7 公司负债结构 单位：亿元

项 目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
卖出回购金融资产款	2.50	5.01	26.01	22.02
预收账款	2.20	2.47	1.62	1.41
风险准备金	7.32	6.20	2.08	0.96
衍生金融负债	-	-	0.05	0.17
其他	2.04	2.28	2.43	1.48
负债合计	14.06	15.96	32.19	26.04

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提，特种准备是针对重大突发事件的风险计提。截至 2013 年末，公司共计提风险准备金 6.20 亿元，占同期增信余额的 0.69%。

为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信。截至 2013 年末，公司共获得 12 家银行合计 360 亿元的授信额度，但暂未使用。此外，公司于 2011 年获得银行间市场同业拆借资格，融资渠道进一步拓宽。

随着公司近几年负债规模的大幅下降，公司杠杆率保持在较合理水平。截至 2013 年末，公司资产负债率为 18.51%。2014 年 3 月末，公司进一步降低卖出回购金融资产款的规模，负债规模进一步减少，资产负债率降至 16.27%

总体看，公司资本实力强，杠杆水平低。

3. 资金运用与资产质量

公司资金主要运用于投资业务、买入返售和同业存放。近年来，公司投资规模一直处于较高水平，存放同业款项呈现一定波动性；买入返售金融资产规模出现较大程度波动，截至 2014 年 3 月末该项资产余额为 0.70 亿元（见表 8）。

表 8 公司资产结构 单位：亿元

项 目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
货币资金	0.46	0.06	0.12	0.03

存放同业款项	1.19	1.79	5.58	3.09
买入返售金融资产	0.70	-	13.03	1.17
投资资产	72.90	72.98	80.29	84.59
其中：交易性金融资产	6.78	6.69	7.72	6.12
衍生金融资产	0.00	0.04	-	-
可供出售金融资产	52.62	52.75	59.56	55.05
持有至到期投资	13.50	13.50	13.01	8.42
应收款项类投资	-	-	-	15.00
其他资产	11.19	11.39	4.64	3.16
资产合计	86.44	86.22	103.66	92.04

截至 2013 年末，公司投资资产余额 72.98 亿元，占资产总额的 84.64%，投资资产占比较高。其中，可供出售金融资产余额 52.75 亿元，其中债券投资余额 52.25 亿元，信托产品投资余额 0.50 亿元，公司可供出售金融资产规模较大，其公允价值变动对资本公积有一定影响；持有至到期投资余额 13.50 亿元，其中债券投资余额 11.50 亿元，信托产品投资余额 2.00 亿元；交易性金融资产余额 6.69 亿元，均由债券资产组成。

公司以债券为主要投资对象，其中短期融资券、中期票据、集合票据及企业债券等收益率较高的债券合计占债券投资的 74.76%；政策性金融债占 25.24%。从债项外部评级情况来看，债券发行人主体评级均在 AA⁺及以上，其中 AA⁺及以上债券余额合计占债券投资余额的 92.51%，债券投资的信用风险不大。

2014 年 1 季度，公司延续 2013 年的投资策略，投资品种及规模基本维持 2013 年末的情况。

公司 2013 年新增购买办公大楼预付款 5.37 亿元，因此其他资产余额较上年增幅较大。

总体看来，公司投资规模较大，以中、高信用等级债券投资为主，信用风险不大。

4. 经营效率及盈利能力

公司收入主要由增信业务收入、投资收益、利息净收入构成（见表 9）。

表 9 公司收益指标 单位：亿元/%

项 目	2014年1-3月	2013 年	2012 年	2011 年
增信业务收入	2.50	7.37	5.24	3.66
投资收益	0.94	8.51	4.03	2.91
利息收入	0.02	0.05	0.13	0.52
提取风险准备金	1.11	4.13	1.12	0.59
业务及管理费	0.31	1.21	1.40	0.65
净利润	1.44	7.19	4.33	4.01
平均净资产收益率	-	10.15	6.30	6.21
平均资产收益率	-	7.57	4.42	3.95

公司综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价，同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平，公司增信业务议价能力较强。近年来，随着信用增进业务规模的快速扩大，公司增信业务收入较快增长。2013 年，公司实现增信业务收入 7.37 亿元，占营业收入的 46.68%。

近年来，公司投资收益增长较快，成为公司重要的收入来源。2013 年，公司实现投资收益 8.51 亿元，占营业收入的 53.89%。投资收益构成主要以债券利息收入为主。

2013 年，随着增信业务规模的快速扩张和风险较高业务品种的占比提升，公司提取的风险准备金也相应提高，公司 2013 年共提取风险准备金 4.13 亿元，相比 2012 年增长 268.75%。此外，公司业务及管理费用占营业收入的 7.66%，较上年有所下降，营业费用整体保持在合理范围内。得益于增信业务收入及投资收益的增长，公司 2013 年实现净利润 7.19 亿元，平均净资产收益率及平均资产收益率分别为 10.15% 和 7.57%，均较上年有所上升。

2014 年 1 季度，公司实现增信业务收入 2.50 亿元，投资收益 0.94 亿元，其中增信业务收入较上年同期增长 14.68%，投资收益同比出现较大幅度下滑。

总体来看，公司增信业务和投资业务收入增速较快，是公司主要的收入来源；公司经营效率较高，盈利能力逐步提高。

5. 资本充足率及代偿能力

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

从现金流情况来看，近年来，公司现金保有量趋紧（见表 10）。

表 10 公司现金流情况 单位：亿元

项 目	2014年1-3月	2013 年	2012 年	2011 年
经营活动产生的现金流量净额	1.06	3.43	3.17	2.35
投资活动产生的现金流量净额	1.28	21.73	-4.00	19.05
筹资活动产生的现金流量净额	-2.53	-29.01	3.40	-23.97
现金及现金等价物净增加额	-0.20	-3.85	2.58	-2.56
期末现金及现金等价物余额	1.65	1.84	5.70	3.12

根据公司 2013 末的资产状况，估算出公司净资本为 55.54 亿元，净资本比率为 79.05%，呈上升趋势（见表 11），这主要得益于公司风险资产规模下降。增信规模的较快增长使公司净资产增信倍数和净资本增信倍数有所提高；截至 2013 年末，公司净资产增信倍数为 12.79 倍，净资本增信倍数为 16.18 倍。经测算，截至 2013 年末，在一定的置信水平下，公司净资产覆盖率为 103.02%，较 2012 年末有所下降；2014 年 1 季度末，公司净资产覆盖率为 105.89%，公司目前资本较为充足。公司处于成长阶段，增信及信用衍生工具业务的持续发展将使公司放大倍数进一步提高，对公司资本充足性的影响需关注。

公司针对增信业务、投资业务及信用风险缓释工具三类业务差异化地计量风险资本，每类业务的风险资本按照相应的风险资本要求比

例进行差异化计算。

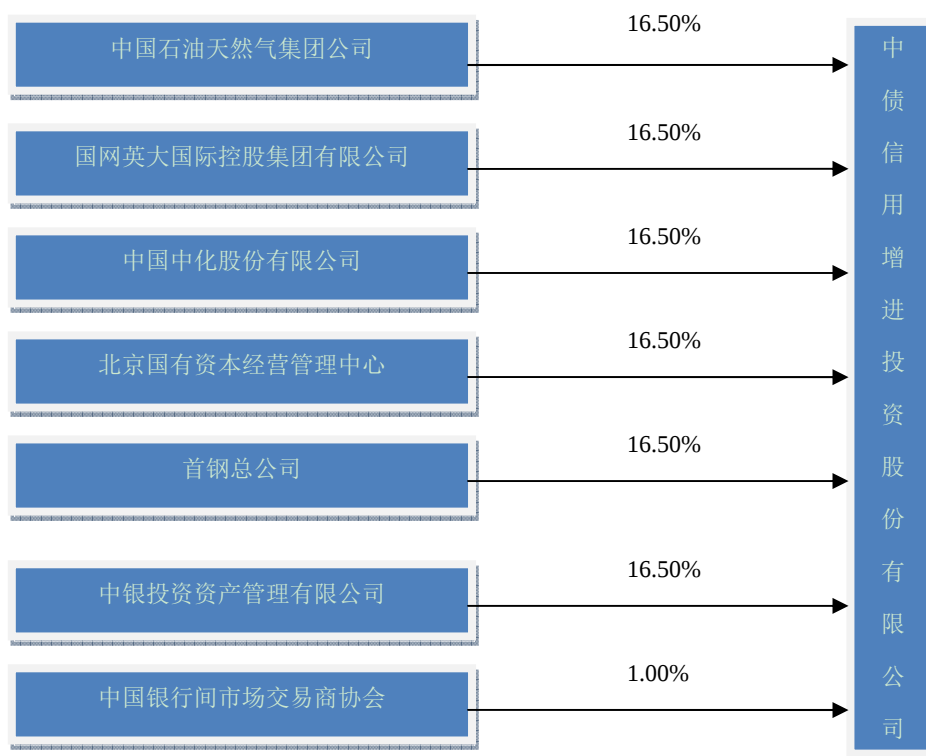
表 11 公司资本充足性指标 单位：亿元/%

项 目	2014年 3月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
增信余额	932.98	898.58	682.58	574.02
净资产	72.38	70.26	71.47	66.00
净资本	59.28	55.54	48.53	41.16
净资本比率	81.90	79.05	67.90	62.35
净资本覆盖率	105.89	103.02	118.49	132.42

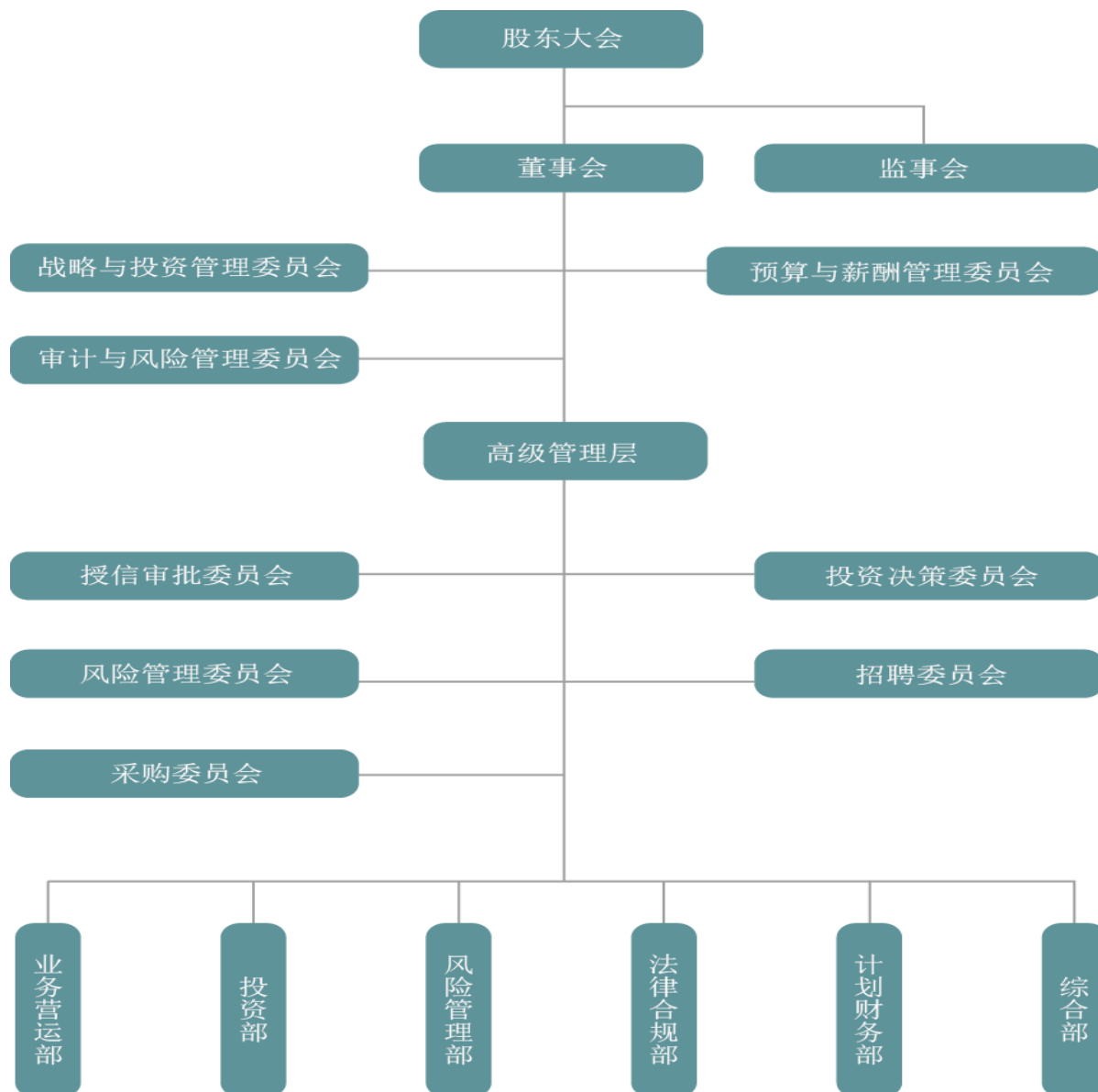
七、评级展望

作为国内首家信用增进机构，经过近几年的经营实践，公司增信业务基础不断夯实，创新业务持续推进。随着发展规划的逐步落实，未来公司业务将进一步拓展，市场竞争力有望进一步增强。同时公司也将面临信用增进业务规模增长带来的资本消耗、风险管理压力加大等问题。此外信用增进行业标准制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营。根据公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织架构图



附录3 2011-2014年3月末资产负债表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

项 目	2014年3月末	2013年末	2012年末	2011年末
流动资产：				
货币资金	4585.59	565.79	1187.88	315.13
存放同业款项	11901.20	17882.84	55799.00	30894.25
交易性金融资产	67764.24	66937.79	77172.37	61161.31
衍生金融资产	22.40	361.68	-	-
买入返售金融资产	7000.00	-	130288.40	11740.00
应收账款	210.82	-	2544.49	6074.33
应收利息	15882.84	17919.84	16415.05	15287.13
其他应收款	517.13	519.93	525.66	302.61
预付账款	401.91	434.11	486.36	340.58
流动资产合计	108286.13	104621.98	284419.21	126115.34
非流动资产：				
可供出售金融资产	526159.92	527489.10	595615.20	550503.06
持有至到期投资	135015.33	135025.21	130069.62	84151.45
应收款项投资	-	-	-	150000.00
固定资产	531.48	624.24	989.67	905.91
在建工程	71656.06	71656.06	17914.02	-
无形资产	275.11	265.33	149.97	132.93
长期待摊费用	105.95	125.61	75.83	535.52
递延所得税资产	22353.09	22353.09	7356.85	8095.17
非流动资产合计	756096.95	757538.66	752171.15	794324.04
资产总计	864383.08	862160.63	1036590.37	920439.38
流动负债：				
卖出回购金融资产款	25000.00	50135.00	260081.00	220240.00
衍生金融负债	-	-	485.07	1706.28
预收账款	22042.09	24735.24	16235.50	14059.60
应付职工薪酬	8371.76	10047.57	8146.59	3017.32
应交税费	10531.03	12430.91	13548.49	6744.75
应付利息	27.57	35.74	318.76	1310.83
其他应付款	1327.94	67.25	115.47	45.00
流动负债合计	67300.39	97451.70	298930.88	247123.78
非流动负债：				
风险准备金	73184.33	62045.88	20793.00	9579.00
递延所得税负债	90.42	90.42	2209.50	3688.21
非流动负债合计	73274.75	62136.30	23002.50	13267.21
负债合计	140575.15	159588.01	321933.38	260390.99
所有者权益：				
股本	600000.00	600000.00	600000.00	600000.00
资本公积	-4480.62	-11357.83	6628.49	-4684.84
盈余公积	17993.05	17993.05	10802.85	6473.32
一般风险准备	-	-	-	-
未分配利润	110295.52	95937.41	97225.65	58259.90
所有者权益合计	723807.94	702572.63	714656.99	660048.38
负债和所有者合计	864383.08	862160.63	1036590.37	920439.38

附录 4 2011-2014 年 3 月利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

项 目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业收入	35088.85	157929.83	94653.10	69408.37
主营业务收入	24993.28	73670.61	52409.60	36599.69
利息收入	186.59	480.52	1259.94	5237.14
投资收益（损失以“-”号填列）	9417.79	85057.08	40256.03	29060.55
公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	487.18	-1368.07	455.84	-1573.01
汇兑收益（损失以“-”号填列）	-	-	-	-
其他业务收入	4.00	89.70	271.70	84.00
二、营业成本	15947.21	64793.92	33094.18	18400.39
主营业务成本	42.00	365.00	110.00	-
提取风险准备金	11138.45	41252.88	11214.00	5947.86
利息支出	192.93	4008.52	4844.21	3438.91
营业税金及附加	1447.20	7077.58	2955.13	2521.31
业务及管理费	3126.64	12089.95	13970.85	6492.31
其他业务成本	-	-	-	-
资产减值损失	-	-	-	-
三、营业利润（亏损总额以“-”号填列）	19141.63	93135.91	61558.91	51007.97
加：营业外收入	2.50	737.34	28.86	573.60
减：营业外支出	-	13.26	6.44	0.14
四、利润总额（净亏损以“-”号填列）	19144.13	93859.99	61581.33	51581.44
减：所得税费用	4786.03	21958.03	18286.06	11443.01
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	14358.10	71901.96	43295.27	40138.43
其他综合收益	6877.21	-17986.32	11313.33	-13053.37
六、综合收益总额	21235.31	53915.64	54608.61	27085.06

附录 5 2011-2014 年 3 月现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

项 目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
一、经营活动产生的现金流量：				
提供增信服务取得的现金	22089.31	84619.77	58002.97	39722.36
收到其他与经营活动有关的现金	796.17	1750.69	1450.66	3949.84
经营活动现金流入小计	22885.48	86370.46	59453.63	43672.20
支付给职工以及为职工支付的现金	3480.33	6217.92	4468.26	3583.86
支付的各项税费	8378.20	41265.20	18745.86	13757.32
支付其他与经营活动有关的现金	412.23	4594.88	4505.84	2785.46
经营活动现金流出小计	12270.76	52078.00	27719.97	20126.65
经营活动产生的现金流量净额	10614.72	34292.47	31733.66	23545.55
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	66027.84	262537.44	434711.39	746838.25
取得投资收益收到的现金	11839.20	83729.28	40259.41	27135.57
收到买入返售金融资产现金款	83577.00	198000.19	273034.57	2171182.22
收到其他与投资活动有关的现金	4.00	660.72	7.70	5.00
投资活动现金流入小计	161448.04	544927.63	748013.07	2945161.03
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17.75	53853.84	18580.77	1007.62
投资支付的现金	58089.85	215858.30	364748.16	1013937.00
支付买入返售金融资产现金款	90577.00	57831.80	404452.97	1739672.16
支付其他与投资活动有关的现金	-	101.80	188.15	11.60
投资活动现金流出小计	148684.60	327645.75	787970.05	2754628.38
投资活动产生的现金流量净额	12763.44	217281.89	-39956.97	190532.65
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	14000.00	1224000.00	2503800.00	2305000.00
收到卖出回购金融资产现金款	611046.00	9354373.74	9998360.00	6014227.09
筹资活动现金流入小计	625046.00	10578373.74	12502160.00	8319227.09
偿还债务支付的现金	14000.00	1224000.00	2472800.00	2305000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	205.00	70286.60	5840.18	2900.70
支付卖出回购金融资产现金款	636181.00	9574199.74	9989519.00	6251012.19
筹资活动现金流出小计	650386.00	10868486.35	12468159.18	8558912.89
筹资活动产生的现金流量净额	-25340.00	-290112.60	34000.82	-239685.79
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-			
五、现金及现金等价物净增加额	-1961.83	-38538.25	25777.51	-25607.59
加：期初现金及现金等价物余额	18448.63	56986.88	31209.38	56816.96
六、期末现金及现金等价物余额	16486.80	18448.63	56986.88	31209.38

附录 6 主要财务指标及计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
净资本	经调整的资产—经调整的负债
平均净资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初净资产总额} + \text{期末净资产总额}) \times 100\%$
平均资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
净资产增信倍数	$\text{增信余额} / \text{净资产}$
净资本增信倍数	$\text{增信余额} / \text{净资本}$
净资本比率	$\text{净资本} / \text{净资产} \times 100\%$
净资本覆盖率	$\text{净资本} / \text{增信业务组合风险价值} \times 100\%$

附录 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 中债信用增进投资股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)与中债信用增进投资股份有限公司签署的协议,主体长期信用评级结果的有效期为一年(有效期为 2014 年 7 月 4 日至 2015 年 7 月 3 日)。

中债信用增进投资股份有限公司应向联合资信提供跟踪评级所要求的资料。在有效期内,中债信用增进投资股份有限公司若出现以下两种情形:(1)实际业务经营情况与其预测数据有较大偏离;(2)发生重大变化,或发生可能对公司信用状况产生较大影响的突发事件,中债信用增进投资股份有限公司应在 10 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料,并说明该事项对公司业务发展或财务状况可能产生的影响。

在有效期内,联合资信将根据实际情况,对中债信用增进投资股份有限公司进行跟踪评级,并随时据实进行信用等级调整并予公布。如中债信用增进投资股份有限公司不能及时向联合资信提供有关跟踪评级资料,联合资信将根据有关情况调整或撤销信用等级并予以公布。

联合资信将指派一个联系人及时与中债信用增进投资股份有限公司联系,并及时出具有关跟踪评级报告。

