跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2052 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持贵州贵安建设集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持其“15贵阳路桥债/15贵路桥”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月二十三日

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

贵州贵安建设集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 贵阳路桥债/15 贵路桥	15 亿元	2015/10/28-2022/10/28	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 8 月 23 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	5.10	0.64	4.63
资产总额(亿元)	207.99	211.67	258.30
所有者权益(亿元)	201.92	202.31	208.14
短期债务(亿元)	0.70	0.20	9.05
全部债务(亿元)	0.93	0.20	23.93
营业收入(亿元)	6.68	7.12	12.87
利润总额 (亿元)	4.46	0.52	0.55
EBITDA(亿元)	4.56	0.57	0.72
经营性净现金流(亿元)	4.84	0.77	0.86
营业利润率 (%)	10.84	10.09	9.51
净资产收益率(%)	2.14	0.19	0.19
资产负债率(%)	2.92	4.42	19.42
全部债务资本化比率(%)	0.46	0.10	10.31
流动比率(%)	3531.29	2215.76	718.67
全部债务/EBITDA(倍)	0.20	0.35	33.12
经营现金流动负债比(%)	82.82	8.19	2.45

注：公司长期应付款计入长期债务。

分析师

兰 迪　王 妍

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：Http：//www.lhratings.com

评级观点

贵州贵安建设集团有限公司（以下简称“公司”或“贵安建设”）是贵安新区重要的基础设施和公用事业建设主体，是贵安新区开发投资有限公司（以下简称“贵安开投”）的全资子公司。跟踪期内，在资产注入方面公司获得贵安开投大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到贵安新区成立时间较短、2015年财政收入规模较小、公司土地变现能力一般等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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。跟踪期内，公司新合并子公司导致业务范围有所扩大，未来公司业务收入有望持续增长。

“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”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，经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，代偿能力强，对“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”的本息偿付提供了有力保障；此外“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”设置了提前还款安排，降低了公司资金集中支付压力。

综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15贵阳路桥债/15贵路桥”的信用等级为AAA。

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. 跟踪期内，公司获得股东贵安开投在资产注入方面的大力支持。
3. 跟踪期内，公司业务范围新增房屋建筑业务致使营业收入规模快速增大。

关注

1. 贵安新区成立时间较短，跟踪期内，财政实力规模偏小。

2. 公司流动资产中存货主要为土地使用权，其变现能力受宏观政策影响较大，公司整体资产流动性一般。
3. 跟踪期内，公司业务收入大幅增加，但整体回款情况一般。

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）与贵州贵安建设集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与贵州贵安建设集团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，未因贵州贵安建设集团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州贵安建设集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于贵州贵安建设集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

贵州贵安建设集团有限公司原名贵阳公路桥梁工程有限公司（以下简称“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”）。2014 年 3 月，贵安开投认缴注册资本 9.00 亿元（目前货币资金已到位 3.00 亿元），公司注册资本增加至 10.01 亿元。2015 年 12 月，公司更名为现名，贵安开投持有公司 100.00%的股权，贵州贵安新区管理委员会（以下简称“贵安管委会”）为公司的实际控制人。

公司经营范围：公路工程、市政公用工程、建筑工程、水利水电工程、桥梁工程、隧道工程、机电工程、建筑装修装饰工程、土石方工程、地基及基础工程、道路绿化景观工程、拆除工程、河湖整治工程及公路养护工程的施工；建设工程项目管理；房地产开发及经营；土地整理、复垦和开发；建材生产及销售；工程机械租赁；咨询、规划、监理、建筑设计。（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 2015 年底，公司下设办公室、人力资源部、计划经营部、财务部、设备物资部、安全监督部、工程管理部和审计监察部 8 个职能部门，纳入合并范围的一级子公司 6 家。

截至 2015 年底，公司资产总额 258.30 亿元，所有者权益 208.14 亿元（包含少数股东权益 0.44 亿元）。2015 年公司实现营业收入 12.87 亿元，利润总额 0.55 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。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我中在经济增速换挡期内，产业结构调

整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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 6 月，国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》，提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等 10 条重要措施，对优化财政资源配置作出全面部署。

2015 年 7 月 8 日召开的国务院常务会议，强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民生上，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金 2500 多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将 239 亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

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调整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续管理的全程监控，将成为新趋势。

2．区域经济

公司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建设主体，是贵安新区最主要的基础设施建设主体，业务范围主要涉及贵安新区辖区范围内道路施工建设。贵安新区的经济水平、政府财力以及负债对公司发展影响较大。

（1）贵安新区经济概况

贵安新区是根据《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，于 2014 年 1 月正式成立。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 1795.00 平方公里。贵安新区是黔中经济区核心地带，范围主要包括花溪区石板镇、党武乡、湖潮乡、麦坪乡，清镇市红枫湖镇（不含红枫湖水库保护区）、安顺市平坝县马厂镇、高峰镇全镇、夏云镇、城关镇贵黄公路以南的部分、天龙镇、羊昌乡、白云镇在黎阳高新区范围周边部分。贵安新区分为直管区和非直管区，直管区面积 470.00 平方公里，其中贵阳市约 182.00 平方公里，安顺市约 288.00 平方公里。

根据贵安新区公布的《2015 年贵安新区经济运行报告》，2015 年全年实现地区生产总值 170.60 亿元，较上年增长 20.20%，其中第一产业增加值 25.10 亿元，较上年增长 14.10%；第二产业增加值 95.30 亿元，较上年增长 12.10%；第三产业增加值 50.20 亿元，较上年增长 43.40%。全年服务业保持良好发展，对全区经济稳定增长发挥了重要的作用。全年全区第三产业增加值增幅高于全市 GDP 增幅 23.20 个百分点。全区规模以上工业总产值完成 285.30 亿元，较上年增长 15.50%；实现工业增加值 65.62 亿元，较上年增长 16.90%；完成固定资产投资 615.00 亿元，较上年增长 22.70%。全区社会消费品零售总额 40.30 亿元，较上年增长 55.00%。

总体看，贵安新区经济发展较快，以第二产业为主，第三产业发展速度高于其他产业，第三产业的发展对经济稳定增长发挥了重要作用。

（2）贵安新区财政实力

2013 年 1 月，中共贵州省委下发《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》。根据该方案，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下，以 2011 年为基期年，以决算数为依据，核定财政收支，2013~2023 年增收部分全额用于贵安新区发展，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）算编制及执行等各项财政管理工作，设立贵安新区一级国库，负责贵安新区直管区财政收支；四是 2013 年以及以后年度，财政转移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（金融办）提供的相关数据来看，2015 年贵安新区地方本级财政总收入完成 44.53 亿元。其中，一般预算收入 6.62 亿元，较上年增长 18.64%，转移支付和其

他收入 18.85 亿元，政府性基金收入 19.06 亿元。

总体看，贵安新区成立时间较短，财政收支规模小财政收入中转移支付和税收返还比重较大，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 2015 年底，公司注册资本为 10.01 亿元，贵安开投持有公司 100.00%的股权，贵安管委会为公司的实际控制人。

2. 企业规模

公司划入贵安开投前主营业务为路桥，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及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，在贵安新区道路施工建设领域处于垄断地位。2013 年 9 月纳入贵安开投后，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。

公司目前在路桥建设和建筑工程施工方面具有突出优势，同时具备多项其他业务资质，形成了优势明显，具有较强综合业务能力的集团公司。

路桥建设方面：公路工程总承包壹级资质、桥梁工程专业承包贰级资质、公路路面工程专业承包贰级资质。此外，公司能够承担各等级公路及其桥梁长度 3000 米及以下的隧道工程施工，在路桥建设领域区域优势突出。

建筑施工方面：房屋建筑工程施工总承包壹级、地基及基础、建筑装饰装修专业承包贰级资质。建筑施工方面，公司及其子公司能够承接业务范围广，施工能力强。

其他方面：水利水电工程施工总承包三级、机电工程施工总承包贰级、特种作业、预拌混凝土专业承包（不分等级）、河湖治理工程专业承包三级资质及 D 级爆破资质等。

2013 年，公司分别通过了 GB/T19001-2008/ISO9001:200 和 GBT50543-2007 标准质量管理体系、GB/T28001-2011/OHSAS18001:2007 标准的职业健康安全管理体系和 GB/T24001-2004/ISO114001：2004 标准环境管理体系认证。

公司纳入贵安开投后，除原有公路桥梁建设业务外，还作为贵安新区基础设施建设主体，业务范围扩大至贵安新区区内基础设施及公用事业项目建设、运营管理及土地整理等业务。

总体看，公司在贵安新区基础设施建设和公用事业建设行业等多方面处于垄断地位。未来，随着贵安新区建设规模不断扩大，公司业务规模及竞争力将进一步增强。

3. 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，跟踪期内，公司获得贵安开投在资产注入方面的支持。

2015 年，贵安开投以货币形式向公司注资 3.00 亿元。贵安开投将一级子公司七冶博盛建筑安装工程有限责任公司 100%股权、贵州贵安建材投资有限公司 100%股权注入公司，公司实收资本因此增加 1.31 亿元。同时，贵安开投将子公司贵州贵安商贸投资有限公司持有的贵州贵安民爆器材经营有限公司 60%股权、贵安新联爆破工程有限公司 50%股权注入公司，公司实收资本因此增加 0.14 亿元。

跟踪期内，贵安开投资产的注入使公司权益规模有所扩大。

六、管理分析

跟踪期内，部门设置方面，公司由 10 个职能部门变为 8 个职能部门，在部门的设置上有调整。

2015 年 12 月，公司名称由贵阳公路桥梁工程有限公司变更为贵州贵安建设集团有限公司。

2016 年 8 月，公司经营范围由“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）三类（甲级、乙级）；道路绿化景观工程；建筑装修装饰工程；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”变更为“公路工程、市政公用工程、建筑工程、水利水电工程、桥梁工程、隧道工程、机电工程、建筑装修装饰工程、土石方工程、地基及基础工程、道路绿化景观工程、拆除工程、河湖整治工程及公路养护工程的施工；建设工程项目管理；房地产开发及经营；土地整理、复垦和开发；建材生产及销售；工程机械租赁；咨询、规划、监理、建筑设计”。

治理结构方面，公司董事会成员由 5 名增加至 7 名，其中董事长 1 名，董事 6 名，董事会在授权经营范围内经营管理国有资产，决定公司的经营计划和投资方案，决定公司的年度财务预算决算方案以及利润分配方案等。

公司高管方面，2015 年新增 4 名总经理助理，取消原有的 1 名总经济师及 1 名总会计师。公司总经理变更为叶忠先生，硕士研究生学历，毕业于加拿大魁北克大学项目管理专业，高级工程师和全国注册一级建造师；曾任贵阳新发展商品砼公司调度员、水电九局玉屏-铜仁高等级公路第三合同段试验室负责人、水电九局建筑工程公司常务副经理、贵州贵安建设投资有限公司副总经理等，现任公司总经理兼董事。

总体来看，公司在治理结构、名称、经营范围及高管人员方面均发生了变化。

七、经营分析

1. 经营概况

随着公司业务规模扩大，公司营业收入大幅增加，2015 年实现营业收入 12.87 亿元，较上年大幅增长 80.84%；实现主营业务收入 12.87 亿元，较上年增长 81.27%，主营业务收入在营业收入中占比均超过 99.70%，主营业务十分突出。

从营业收入构成来看，2015 年，公司主营业务收入主要是工程施工收入、销售收入和工程检测费收入。其中工程施工收入是最主要的来源，2014 年及 2015 年在主营业务收入中占比分别为 100%和 94.86%。公司 2015 年实现工程施工收入 12.21 亿元，较上年增长 71.96%，主要系 2015 年贵安开投全资收购七冶博盛建筑安装工程有限责任公司（以下简称“七冶博盛”）作为公司下属子公司，其原有业务全部并入公司所致；2015 年，公司新增销售收入 0.63 亿元，主要来自公司下属子公司贵州贵安路网养护工程有限公司、贵州贵安太新材料科技有限公司及贵州安联建材开发有限公司对外销售商品混凝土及沥青混凝土；2015 年，公司新增工程检测业务，业务规模较小，对公司收入影响较小。

2015 年，公司其他业务收入 58.64 万元，主要为承包收入、技术服务收入及委托加工收入等，其他业务收入对公司收入影响较小。

从毛利率方面看，2014~2015 年公司主营业务毛利率小幅下降，分别为 13.23%和 12.68%，主要系工程施工收入毛利率下降所致。2015 年，公司工程施工业务毛利率为 11.80%，较 2014 年下降了 1.43 个百分点，主要系七冶博盛行业利润较低所致。

总体看，跟踪期内，由于新增合并范围子公司，公司经营规模持续扩张，工程施工收入实现大幅增长。随着贵安新区交通基础设施建设的不断增长，公司工程施工收入规模将持续增加。

表 1　2014~2015 年公司主营业务收入分类情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
公路建设收入	70985.21	100.00	13.23	122067.43	94.86	11.80
销售收入				6304.49	4.90	26.52
工程检测费收入				306.29	0.24	79.35
合计	**70985.21**	**100.00**	**13.23**	**128678.21**	**100.00**	**12.68**

资料来源：公司审计报告

2. 工程施工业务

公司工程施工业务主要由公司本部及七冶博盛负责，主要为公路建设和房屋建筑业务。公司公路建设业务主要是作为承包方和施工方，承接相关施工合同；房屋建筑业务由子公司七冶博盛负责，主要包括商品房、公租房、安置房建设及拆迁，少量工业厂房和公益用房及房屋建筑业务相关的场地平整业务。截止目前，公司所做工程项目均是作为施工方所做的业务，尚未开始承包项目。

（1）公路建设业务

业务模式

公司根据项目业主发布的招标公告，结合自身资质、资金及业务饱和度等情况决定是否参与招标。在决定参与投标后，由招投标部门负责制作标书及参与投标。中标后，公司与项目业主签订工程合同，按合同约定日期进场施工。公司施工方式有两种：一种是采用联合体投标方式，该方式一般适合单个项目金额较大且施工工艺较复杂的情形，在该情况下，公司与其他具有相关资质的施工企业进行联合投标，共同参与项目施工管理，利益共享，风险共担；另一种是公司独立对外投标，中标后自行组织施工。施工方进入施工现场同时，项目业主委派工程现场代表及工程监理进驻工程现场，对项目工程质量及工程合同约定的计量条件进行监督。

收入确认及结算方式

工程项目达到合同约定计量条件后，公司、项目业主及监理方三方将根据工程实际进度并结合合同相关条款对已完成工程量进行计量，并根据计量结果签署工程进度表，据此进行项目结算。

公司与项目业主根据“已完成工作量×施工定额”进行工程结算，公司据此确认收入。其中“已完成工程量”以公司、项目业主及监理方签署的工程进度表为确认依据，“施工定额”以合同相应条款为依据。

目前公司工程施工收入主要来自公路建设，公司公路建设业务分布在贵州省内各县，以盘县和水城县为主。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 2015 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。2014~2015 年，公司公路建设业务收入分别为 7.09 亿元和 5.33 亿元，收入规模有所下降；实现毛利率分别为 13.23%和 17.35%，毛利率提升主要系公司项目管理能力提升所致。

从公司项目承揽规模来看，2014~2015年，公司当年新签重大工程（工程造价大于0.50亿元）合同数量分别为7个和4个，重大工程占新承接工程总造价的比例较高，2014~2015年分别为72.38%和88.50%。2014~2015年，公司新签合同规模较大，对未来2~3年收入规模形成一定

的保障。

表2　2014~2015年公路建设业务合同总签约额情况表

（单位：万元、个、%）

项目	2014 年	2015 年
重大工程数量	7	4
重大工程金额	90608.66	94113.01
新签合同总额	125189.32	106332.68
重大工程金额占新承接总金额比	72.38	88.50

资料来源：公司提供

注：重大工程界定为造价5000.00万元以上（含）

2015年，公司新签合同4个，新签合同总造价10.63亿元，较2014年全年有所上升；公司重大工程占比上升至88.50%，较上年提升16.12个百分点。

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建项目 11 个，总投资达 59.54 亿元，项目已投资 31.52 亿元，还需投资金额 28.02 亿元。

表3　截至2016年3月底公路建设业务在建工程项目情况表（单位：亿元）

序号	项目名称	合同金额	已投资金额
1	G210 独山至新寨公路改造工程第二合同段	1.42	0.93
2	贵安新区大坝安置点场坪施工一标	0.24	0.22
3	S303 桐梓新桥至县城公路改扩建工程	0.24	0.16
4	贵安新区磊马路 2 标	0.74	0.65
5	平坝东外环第二合同段	4.42	--
6	平寨道路及停车场工程项目	0.36	0.29
7	高峰经活龙县界公路一、二合同段	0.55	0.07
8	东纵线北二段三标	3.80	--
9	南部路网龙潭街项目	2.92	0.33
10	遵义至毕节 46 标段工程项目部	0.93	0.84
11	贵安新区中心大道道路工程	43.92	28.03
合计		59.54	31.52

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司公路建设业务规模较大，但在主营业务收入中占比有所下降；签约金额较大，对未来公司收入有一定保障。

（2）房屋建筑业务

业务模式

公司在收到投标邀请或者从相关招标网站获悉招标信息后将公司资质及相关项目承建经验的情况提交项目业主，项目业主根据各施工企业提供的资料在一定期限内确定可正式参与投标的企业名单。公司在确定可参与正式投标后，向项目业主领取招投标文件，并由市场开发部门牵头制作标书，并在规定期限内提交至项目业主并缴纳相应的投标保证金。确定中标后，公司与项目业主签署工程建设合同。公司根据工程建设合同的要求制作施工方案，并在合同规定的开工时间内组织人工、材料及设备进场施工。

由于公司房屋建筑业务主要由子公司七冶博盛负责，七冶博盛在被收购之后业务重心开始向贵安新区转移，借助贵安建设的竞争优势，七冶博盛在贵安新区获得的项目数量大幅增加，预计未来房屋建筑业务将获得较好发展。

收入确认及结算方式

公司房屋建筑业务的结算主要依据其与项目业主及监理方共同确认的进度。由现场施工员定期统计已完成工程量提交给项目决算人员以制作工程进度表确认应结算金额，项目业主及监理方根据工程进度对工程进度表进行审核、调整，最终三方签署确认，施工企业据以确认收入并结转成本。

公司房屋建筑业务主要由子公司七冶博盛负责。七冶博盛由贵安开投于 2015 年 3 月从外部收购，并于 2015 年四季度将其划转给公司。因此，2015 年度以前，公司并不存在房屋建筑业务及相关收入。2015 年 4~12 月，公司房屋建筑业务收入 6.88 亿元，毛利率 7.50%。

截至 2015 年底，公司先后承建并完成了贵阳渔安安井回迁区 C 组团工程、贵州华锦铝业氧化铝办公楼工程、贵定贵滨新城三期工程、森林溪畔一期工程、从江鼓楼铭钻项目部(二期)、

绥阳县郑场移民安置工程及贵州乾新光纤科技产业园等十几个项目。

截至 2016 年 3 月底，公司仍有 39 个项目在建及拟建项目，合同总额约 25.42 亿元，累计完成投资 0.71 亿元，未来尚需投资 24.71 亿元，公司存在一定的资金需求。

七冶博盛在被收购之前工程项目多、业务分散、合同金额小，贵安新区内业务极少。2015 年并入公司后，七冶博盛业务重心开始向贵安新区转移，获得较多的大型工程项目。截至 2016 年 3 月，公司在建项目中有 10 个签约金额超过 5,000.00 万元，其中 5 个签约金额超过 1.00 亿元。

总体看，公司并入七冶博盛后收入大幅提升，公司整体实力有所增强。同时，公司房屋建筑在建项目规模较大，未来随着项目陆续完工，将对公司收入形成较好保障。

3．经营效率

2014~2015 年，公司销售债权周转次数分别为 2.00 次和 1.47 次；存货周转率分别为 0.03 次和 0.06 次；总资产周转率分别为 0.03 次和 0.05 次，处于较低水平。

由于公司应收账款主要为应收工程款，应收账款周转率处于一般水平，2015 年较上年有所下降，主要系公司完工项目增加，应收工程款相应增加所致；由于公司存货主要为土地使用权，规模较大，故公司存货周转率处于较低水平。公司主营业务以公路建设为主，整体收入规模较大，由于跟踪期内新合并子公司增加房屋建筑业务使 2015 年收入规模实现快速增长，但由于公司资产规模较大，尤其是土地使用权规模较大，公司总资产周转率仍处于较低的水平。公司上述指标均处于较低水平。

总体看，公司经营效率一般。

4．经营关注

公司主要业务在贵安新区，未来业务范围拓展上面临一定的限制

公司主营业务为公路建设和基础设施建设，公路建设主要承接的是贵安新区内部道路建设项目，基础设施建设主要是贵安新区内各产业园区的基础设施建设。从近期看，由于贵安新区仍处于基础设施发展阶段，公司业务规模不断扩大，但未来随着贵安新区内道路和基础设施不断完善，公司的业务范围则受到一定的限制。

公司垫资施工，回款情况较差，资金压力较大

公司业务模式要求公司在项目施工阶段自行筹集资金，垫资进行施工。由于公司项目规模不断扩大，需要垫付资金也越来越大，而实际回款情况较差，公司面临的资金压力较大。

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。

公司通过基础设施建设、土地运作及园区服务，推动贵安新区建设的各项工作开展，伴随着贵安新区的发展，自身也不断发展和壮大，同时响应贵安新区集聚发展的要求，推动贵安新区产业聚集发展，形成产业集群效应。

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，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、效益一流的国有大中型施工企业和基础设施建设企业。

总体看，公司战略结合自身发展的比较优势和当前行业环境，能够支持公司的可持续发

展。

八、募集资金使用情况

公司于 2015 年发行 15 亿元的企业债“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”，募集资金全部用于贵安新区中心大道道路工程建设。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 2016 年 3 月底，募投项目累计完成 280327.99 万元的投资。截至 2016 年 7 月底，15 亿元企业债募集资金已经全部到位，已用于募投项目 9.64 亿元。

九、财务分析

公司提供的 2014~2015 年度合并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，事务所出具了标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制。

2014 年，公司新设立贵州贵安工程检测有限公司、同一控制下合并的贵州贵安太新科技有限公司和贵州安联建材开发有限公司 3 家公司纳入合并报表范围；2015 年，同一控制下企业合并的七冶博盛建筑安装工程有限公司和贵州贵安建材投资有限公司 2 家公司纳入合并报表范围。跟踪期内，公司合并财务报表范围有所变化，且新纳入合并范围子公司对公司合并范围报表影响较大，财务数据的可比性一般。公司已对 2014 年底财务数据追溯调整，报告中 2014 年财务数据为 2014 年审计报告期末数。

截至 2015 年底，公司资产总额 258.30 亿元，所有者权益 208.14 亿元（包含少数股东权益 0.44 亿元）。2015 年公司实现营业收入 12.87 亿元，利润总额 0.55 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 12.87 亿元，同比大幅增长 80.84%，主要系当年工程施工收入增加所致；同期，营业成本同比增长 82.45%，增幅大于营业收入增幅。受此影响，公司营业利润率有所下降，2014~2015 年分别为 10.09%和 9.51%。2015 年，公司实现利润总额 0.55 亿元，同比增长 5.09%；实现净利润 0.40 亿元，同比增长 3.35%。

2015 年，公司取得投资收益 477.10 万元，全部为当年新增的按权益法核算的长期股权投资收益；实现营业外收入 1.98 万元，没有获得政府补贴。

从期间费用来看，2015 年公司费用总额 0.63 亿元，较上年增长 302.85%，占营业收入比重为 4.87%，较上年增加 2.68 个百分点。跟踪期内，公司费用控制能力有所下降。

从盈利指标来看，2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.20%和 0.19%，较 2014 年持平，公司盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内，公司营业收入增长较快，费用大幅增加，对利润有一定的侵蚀作用；公司投资收益和营业外收入较少，对利润影响较小。公司的盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

从经营活动情况来看，2015 年，公司经营活动现金流入 72.76 亿元，较上年增长 13.28 倍，主要系贵安开投资金调入所致；同期，公司经营活动现金流出 71.90 亿元，较上年增长 15.61 倍，主要系贵安开投资金调出所致。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.86 亿元，较上年增长 12.83%。从收入实现质量看，公司 2014~2015 年现金收入比分别为 68.82%和 44.81%，公司现金收入比处于较低水平，公司工程按工程进度与业务方结算，但是实际回款

情况有待提升，公司收入实现质量较弱。

从投资活动看，公司仅 2015 年投资活动产生现金流入 0.15 亿元，主要为贵安开投资金调入所致。2015 年，公司投资活动现金流出 0.11 亿元，较上年下降 75.57%，主要系受公司构建固定资产及设备影响。公司 2014~2015 年投资活动产生的现金流量净额分别为-0.44 亿元和 0.04 亿元，规模较小。

从筹资活动情况来看，2015 年，公司筹资活动产生的现金流入 27.67 亿元，较上年大幅增长 66.53 倍，主要系公司发行债券、取得借款及吸收投资所致；2015 年，公司筹资活动产生的现金流出为 24.58 亿元，较上年增长 3.68 倍，主要系贵安开投调出资金所致。公司 2014~2015 年筹资活动产生的现金流量净额分别为-4.84 亿元和 3.09 亿元。

总体看，2015 年公司经营活动和投资活动现金流量净额均较小，未来随着在建及新建项目的持续投入，加之未来偿还借款规模增大，公司存在较大的对外融资需求。

3. 资本与债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 258.30 亿元，同比增长 22.03%，主要系资产注入及公司业务稳步发展所致。其中流动资产占比 98.17%，非流动资产占比 1.83%，公司资产以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 253.59 亿元，较年初增长 22.30%，主要系公司货币资金、应收账款和其他应收款增加所致。公司流动资产以应收账款（占比 5.43%）、其他应收款（占比 14.31%）和存货（占比 77.74%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金为 4.60 亿元，同比增长 684.54%，主要系公司收到 2015 年发行企业债券募集资金所致。公司货币资金以银行存款（占 99.93%）为主。其他货币资金为保证金，属于受限资金，受限资金占比极小。

截至 2015 年底，公司应收账款账面价值 13.77 亿元，同比增长 271.15%，主要系公司 2015 年收购七冶博盛，而七冶博盛工程回款慢，应收账款较大所致。其中未计提坏账准备的应收账款账面价值 9.88 亿元。从计提坏账准备的应收账款的账龄来看，在 1 年以内的占比为 20.16%，1~2 年的为 7.74%，2~3 年的为 0.42%，3 年以上的为 71.68%。公司应收账款计提坏账准备 311.20 万元，计提比例一般。应收账款金额前五名合计占比为 61.83%，集中度较高，主要为七冶博盛应收工程款，主要欠款方为关联企业和政府机构，回收风险较小。

表 4　截至 2015 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	余额	占应收账款总额比例	账龄
贵州贵安置业投资有限公司	4.53	32.60	1 年以内（含 1 年）
中天城投集团贵阳房地产	1.83	13.17	1 年以内（含 1 年）1~2 年（含 2 年）
绥阳县郑场镇人民政府	0.88	6.36	1 年以内（含 1 年）
贵州黔南南海湾房地产开发有限责任公司	0.84	6.04	1 年以内（含 1 年）
贵州乾新高科技有限公司	0.51	3.66	1 年以内（含 1 年）
合计	**8.59**	**61.83**	--

资料来源：公司提供

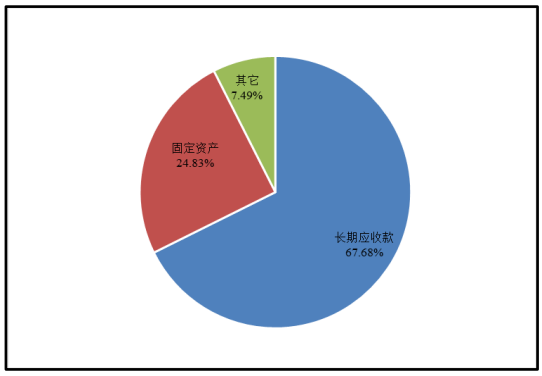
截至 2015 年底，公司其他应收款为 36.28 亿元，同比增长 534.95%，主要系与贵安开投往来款（占比 63.74%）增加所致。截至 2015 年底，其他应收款累计计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例为 0.26%，其他应收款金额前五名合计占比 75.56%，集中度较高。关联方往来款对公司的资金形成了较大程度的占用。

截至 2015 年底，公司存货 197.12 亿元，同比增长 0.10%，其中待开发土地占比 99.80%，

公司存货中有占比 16.26%的土地使用权用于借款抵押。截至 2015 年底，公司未计提存货跌价准备。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 4.72 亿元，同比增长 9.14%。公司非流动资产主要由长期应收款（占比 67.68%）、固定资产（占比 24.83%）构成。

图1　截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司长期应收款为 3.19 亿元，同比下降 14.17%，主要系盘县交通局和湄潭交通局支付偿还部分长期应收款所致。公司长期应收款中对盘县交通局应收长期款 1.38 亿元，对湄潭交通局长期应收款 1.81 亿元。公司未对长期应收款计提坏账准备。

截至 2015 年底，公司固定资产为 1.17 亿元，较年初增长 103.03%，主要系新增部分机器设备和运输设备所致。截至 2015 年底，公司固定资产账面余额 1.41 亿元。截至 2015 年底，公司固定资产未计提减值准备，累计计提折旧 0.24 亿元，固定资产成新率 82.98%，成新率较高。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货和其他应收款占比较大，存货以土地为主，变现能力受到宏观经济影响较大，公司整体资产质量一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 50.17 亿元，同比大幅增长 436.06%。其中流动负债占比 70.34%，非流动负债占比 29.66%，公司负债以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 35.29 亿元，同比大幅增长 277.06%，主要系应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负责增加所致。其中应付账款占比 51.46%，其他应付款占比 19.38%，一年到期的非流动负债占比 24.37%。

2015 年，公司应付账款 18.16 亿元，同比增长 171.52%，主要系公司 2015 年收购的七冶博盛纳入合并报表，而七冶博盛部分工程项目未结算所致。2015 年底，公司应付账款中 1 年期以内（含 1 年）占比 50.68%，1 至 2 年期占比 35.78%，2 至 3 年期占比 10.78%。应收账款前五名合计 4.15 亿元，占比 22.84%，集中度较低。

表 5　截至 2015 年底应付账款前五名情况

（单位：亿元、%）

债权人	款项性质	余额	占应付账款总额比例	账龄
易先志	工程款	1.03	5.69	1~2 年（含 2 年）2~3 年（含 3 年）
贵州省毕节公路工程处	工程款	0.99	5.45	1~2 年（含 2 年）2~3 年（含 3 年）
钟小英	工程款	0.90	4.93	1 年以内（含 1 年）
林贻森	材料款	0.71	3.92	1 年以内（含 1 年）
田海军	工程款	0.51	2.85	1 年以内（含 1 年）
合计	--	**4.14**	**22.84**	--

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.60 亿元，主要系新增对兴业信托 8.60 亿元信托借款所致。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 6.84 亿元，同比增长 231.10%，主要系收购的七冶博盛纳入合并报表以及收到较多项目施工方履约保证金及投标保证金所致。公司其他应付款主要为关联方往来款、质保金以及项目借款等。从其应付款账龄来看，截至 2015 年底，公司其他应收款 1 年期占比 83.17%，1 至 2 年期占比

7.54%，其他应付款前五名占比 21.56%，集中度一般。

截至 2015 年，公司非流动负债合计 14.88 亿元，全部为 2015 年公司发行的 15 亿元“15 贵阳路桥债”。

从债务结构看，截至 2015 年底，公司全部债务合计 23.93 亿元，较年初增长 118.64 倍，主要系 2015 年发行企业债所致。其中短期债务占比 37.82%，长期债务占比 62.18%，债务结构以长期债务为主。

从债务指标方面，2015 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 19.42%、10.31%和 6.67%，较上年均有大幅提升。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务规模逐年增加，但整体负债水平仍较低。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 208.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 207.69 亿元。归属母公司所有者权益中，资本公积占比 94.74%，实收资本占比 2.86%，未分配利润占比 2.06%，权益结构较上年变化不大。公司所有者权益的稳定性较强。

公司 2015 年新增实收资本 4.93 亿元，其中 3 亿元为贵安开投以货币资金形式注入，0.49 亿元为资本公积转增而来，1.31 亿元为七冶博盛建筑安装工程有限责任公司股权注入，其余为贵州贵安民爆器材经营有限公司和贵安新联爆破工程有限公司部分股权注入。

总体看，公司所有者权益有所增长，以土地为主的资本公积占比较高，所有者权益稳定性较强。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2014~2015 年，公司流动比率大幅下降，分别为 22.16 倍和 7.19 倍；速动比率有所上升，分别为 1.11 倍和 1.60 倍，公司存货占比较大，速动比率较低；现金短期债务比大幅下降，分别为 3.21 倍和 0.51 倍，现金类资产对短期债务保障程度一般。考虑到公司存货以土地为主，流动性较差，公司短期偿债会受到一定影响，但总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2015年，公司EBITDA分别为0.57亿元和0.72亿元，全部债务/EBITDA分别为0.35倍和33.12倍，跟踪期内，受15亿元企业债发行的影响，公司长期债务规模大幅增加，整体偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司对外担保为 6.00 亿元，担保比率为 2.88%，被担保公司为贵州贵安置业投资有限公司，该公司为贵安开投子公司，公司对外担保比率底，或有负债风险较小。

截至 2015 年底，公司及子公司拥有的授信总额 1.00 亿元，其中银行授信 1.00 亿元，公司已全部使用授信额度。

截至目前，公司存续期债券为额度 15 亿元、期限为 7 年的公司债（“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”），该债券由中债增提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。2015 年公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为 72.76 亿元和 0.72 亿元，分别为“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”的 4.85 倍和 0.05 倍，分别为“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”后五年每年还款本金（3.00 亿元）的 24.25 倍和 0.24 倍。公司经营活动现金流入量对“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”的保障能力很强，但 EBITDA 对“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”的覆盖能力较弱。

5. 债券保护条款

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。截至目前尚未出让土地。

表 6 平坝县马场镇 3 宗和花溪区湖潮乡 2 宗地块情况

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》

担保方情况

存续期债券“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”由中债增提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中债增成立于 2009 年 9 月，由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。截至 2015 年末，中债增注册资本 60 亿元，均为货币出资，股东及持股情况见表 7。中债增是国内首家专业债券信用增进机构，业务方面接受中国人民银行监管。

表 7 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**

资料来源：中债增审计报告，联合资信整理。

中债增目前的信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务以及境外业务三个板块。

截至 2015 年底，中债增资产总额 160.86 亿元，负债总额 86.01 亿元，所有者权益 74.84 亿元；增信余额 973.03 亿元。2015 年，中债增实现营业收入 13.95 亿元，其中增信业务收入 7.51 亿元；净利润 3.13 亿元。

2015 年，中债增发生一笔代偿，代偿金额本息合计 0.29 亿元，已全额收回（见表 7）。2016 年一季度，中债增发生两笔代偿，其中一笔代偿金额为 0.64 亿元，目前已全额收回；另一笔代偿金额为 0.37 亿元，主要是关联方贷款发生逾期所致，目前已启动诉讼程序，中债增对其采取了企业实际控制人连带责任保证和发展基金反担保的风险缓释措施。

表 8 增信业务代偿率与回收率

（单位：亿元、%）

项目	2016 年 1~3 月	2015 年
当期代偿发生额	1.01	0.29
累计代偿率	0.15	0.03
累计代偿回收率	71.54	100

资料来源：中债增提供资料，联合资信整理。

总体看，中债增近年来客户级别有一定上移，增信责任余额以高信用等级企业发行为主，但国内宏观经济增速放缓导致中小企业违约风险加大，中债增的代偿能力和流动性管理水平面临一定压力。中债增尚在增信期内客户到期

期限分布较均衡，但存在行业及客户集中度较高的问题。

作为国内首家信用增进机构，经过近年来的经营实践，中债增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，未来中债增业务将进一步拓展，市场竞争力有望进一步增强。此外，信用增进行业标准制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营。同时，中债增也将面临信用增进业务规模增长带来的资本消耗、风险管理压力加大等问题。目前宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对中债增的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求。根据中债增面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信评估有限公司评定中债增主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该信用等级反映了中债增代偿能力很强，风险很小。

6. 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 2016 年 7 月 8 日，公司无未结清不良信贷信息，已结清信贷中有一笔关注类贷款，公司过往债务履约情况良好。

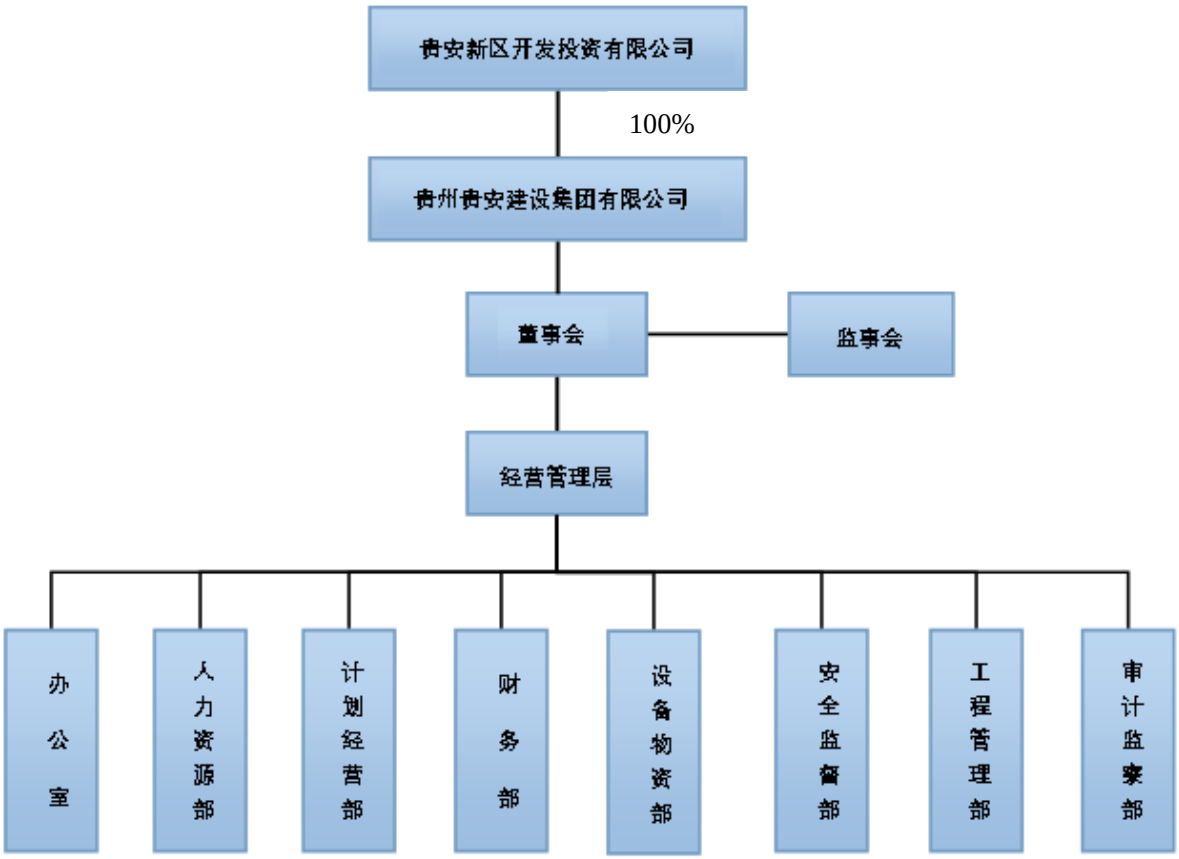
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及区域发展财力状况、政府对公司在资产注入的支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”的信用等级为 AAA。

附件 1　公司股权及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.10	0.64	4.63
资产总额(亿元)	207.99	211.67	258.30
所有者权益(亿元)	201.92	202.31	208.14
短期债务(亿元)	0.70	0.20	9.05
长期债务(亿元)	0.23	0.00	14.88
全部债务(亿元)	0.93	0.20	23.93
营业收入(亿元)	6.68	7.12	12.87
利润总额(亿元)	4.46	0.52	0.55
EBITDA(亿元)	4.56	0.57	0.72
经营性净现金流(亿元)	4.84	0.77	0.86
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.75	2.00	1.47
存货周转次数(次)	0.06	0.03	0.06
总资产周转次数(次)	0.06	0.03	0.05
现金收入比(%)	44.01	68.82	44.81
营业利润率 (%)	10.84	10.09	9.51
总资本收益率(%)	2.17	0.20	0.20
净资产收益率(%)	2.14	0.19	0.19
长期债务资本化比率(%)	0.11	0.00	6.67
全部债务资本化比率(%)	0.46	0.10	10.31
资产负债率(%)	2.92	4.42	19.42
流动比率(%)	3531.29	2215.76	718.67
速动比率(%)	163.90	111.39	160.01
经营现金流动负债比(%)	82.82	8.19	2.45
全部债务/EBITDA(倍)	0.20	0.35	33.12

注：公司长期应付款计入长期债务。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

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 4　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成三等九级，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。

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。

中债信用增进投资股份有限公司
2016 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

2016 年 7 月 3 日

主要数据

项　目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产总额(亿元)	148.45	160.86	118.46	86.22
负债总额(亿元)	72.07	86.01	46.03	15.96
所有者权益(亿元)	76.39	74.84	72.43	70.26
增信余额(亿元)	1028.55	973.03	941.15	898.58
净资本覆盖率(%)	83.55	83.28	95.24	103.02
项　目	**2016 年 1-3 月**	**2015 年**	**2014 年**	**2013 年**
营业收入(亿元)	3.55	13.95	12.36	15.79
利润总额(亿元)	2.45	4.11	4.77	9.39
净利润(亿元)	1.84	3.13	3.59	7.19
平均资产收益率(%)	-	2.24	3.51	7.57
平均净资产收益率(%)	-	4.25	5.03	10.15

注：2016 年一季度财务数据未经审计

资料来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理。

分析师

刘 睿　陈绪童

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月，是国内首家专业债券信用增进机构。经过近年来的经营实践，公司初期发展规划得到落实，与信用增进行业相适应的全面风险管理体系逐步建立健全；增信业务基础不断夯实，增信业务规模增长较快。另一方面，现阶段国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求。联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

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

关注

- 公司单笔增信业务金额较高，行业集中度较高，存在一定的业务集中风险；
- 国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求；
- 由于信用增进业务增速放缓以及准备金计提规模的增加，公司盈利面临压力。

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（2016 年 7 月 3 日至 2017 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。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月三日

一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月，由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。截至 2015 年末，公司注册资本 60 亿元，均为货币出资，股东及持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构，业务方面接受中国人民银行监管。

表 1　公司股东及持股情况

序号	股　东	出资金额（亿元）	持股比例（%）
1	中国石油天然气集团公司	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**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

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

公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、投资业务二部、风险与规划管理部、法律合规部、财务部、综合部八个部门。截至 2016 年 3 月末，公司共有员工 103 人，绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2015 年末，公司资产总额 160.86 亿元，负债总额 86.01 亿元，所有者权益 74.84 亿元；增信余额 973.03 亿元。2015 年，公司实现营业收入 13.95 亿元，其中增信业务收入 7.51 亿元；净利润 3.13 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司资产总额 148.45 亿元，负债总额 72.07 亿元，所有者权益 76.39 亿元；增信余额 1028.55 亿元。2016 年一季度，公司实现营业收入 3.55 亿元，其中增信业务收入 2.23 亿元；净利润 1.84 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。近年来，世界经济在温和复苏中进一步分化调整，发达经济体经济运行分化加剧，发展中经济体增长放缓；货币政策措施分化严重，国际金融市场动荡加剧；世界经济复苏依旧艰难曲折。

美国经济增长内生动力持续增强，政府去杠杆逐步放缓，美国国会通过的财政拨款预算法案，进一步拓展了美国财政空间，减轻了财政减支对经济增长的消极影响。随着美国经济形势的好转，2014 年 10 月，美国完全退出量化宽松，同时明确下一步政策重点将转向加息。美国政策的转变可能引发国际资本流动的微妙变化，加剧国际金融市场的不确定性，也给新兴经济体带来挑战。欧债危机爆发以来，欧盟采取了欧洲稳定机制、宽松货币政策、加持主权债务等举措，经济开始驶入复苏轨道，2014 年欧盟实现了正增长，但仍然没有摆脱低迷状态，失业率居高不下，内需疲软，通货膨胀率持续走低，公共和私营部门债务过高等，都将是欧洲经济复苏面临的严峻问题。在“安倍经济学”指导下，日本政府开始推行以“量化和质化宽松货币政策(QQE)、灵活的财政政策、结构性改革”作为核心的经济增长战略，日本经济在短期内强劲反弹，但受内在增长动力不足和消费税上调的影响，经济增速明显放缓，安倍经济学对日本经济的长远影响有待观察。

随着美国政策重点的转变，国际金融市场动荡的风险将会增大，部分新兴经济体面临较

大的资金外流和货币贬值压力。除动荡的外部金融环境外，新兴经济体内部也正面临各种结构性问题的挑战，使得新兴经济体的脆弱性更为突出，经济下行风险仍然存在。

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。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，以及持续的进行逆回购操作，保证了市场的流动性，全年货币供给保持平稳增长，保障了实体经济的平稳发展。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态势。2014年，我国经济发展进入“新常态”，政府将稳增长和调结构并重，创新宏观调控的思路和方式，简政放权，定向调控，保证了国民经济在新常态下的平稳运行。2015年，我国经济结构持续优化，消费对经济增长的贡献度逐步提升，成为经济增长的首要拉动因素。同时，与改善民生密切相关的就业与居民收入指标表现良好，化解产能过剩和节能减排也取得一定进展。但受到制造业持续产能过剩、需求不足，以及房地产市场调整带动房地产投资下行等因素的影响，我国投资增长乏力，是拖累当前经济增长的主要原因。此外，企业经营依然困难，融资瓶颈约束明显，也对经济增长造成一定的负面影响。经初步核算，2015年，我国GDP增长率为6.9%，同比下降0.5个百分点；CPI增长率为1.4%，同比下降0.6个百分点，创近年来新低（见表2）。

表2　宏观经济主要指标　　单位：%/亿美元

项　目	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年
GDP增长率	6.9	7.4	7.7	7.8	9.2
CPI增长率	1.4	2.0	2.6	2.6	5.4
PPI增长率	-5.2	-1.9	-1.9	-1.7	6.0
M2增长率	13.3	12.2	13.6	13.8	13.6
固定资产投资增长率	10.0	15.7	19.3	20.6	23.8
社会消费品零售总额增长率	10.7	10.9	13.1	14.3	17.1
进出口总额增长率	-7.0	2.3	7.6	6.2	22.5
进出口贸易差额	36865	23489	2592	2311	1551

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind资讯。联合资信整理

注：2014年和2015年进出口贸易差额的单位为亿元。

目前，我国处于经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期，三期叠加的结果是较大的经济下行压力。在经济发展新常态下，如何打造经济增长的新引擎，调整经济结构，优化资源配置，增强可持续发展的动力是国内经济面临的重要挑战。2015年以来，我国经济运行的国际环境总体趋好，世界经济将继续保持复苏态势，但主要发达经济体宏观政策调整、地缘政治冲突等也带来了一些风险和不确定性。国内基本面和改革因素仍可支撑经济增长，政府定向调控政策效应逐步释放，加大简政放权、允许民间资本创办金融机构以及加大推动市场化、财税体制等多领域改革等，对经济增长潜力的提高作用将在未来一段时间逐步显现，对经济增长具有正面作用，我国经济整体将保持平稳发展。

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，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。

从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使得为资本市场提供外部信用增级服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

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

2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(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，目前存在相关法律依据缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。作为首家专业债券信用增进机构，公司致力于推动行业准则及监管办法的出台，并取得了积极进展。2012 年 8 月，《信用增进机构管理规范》、《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，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，搭建了由股东大会、董事会、监事会及高级管理层组成的公司治理架构。股东大会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东大会会议由董事会依法召集。近年来，公司按照相关要求召集召开股东大会，审议通过了年度审计报告、财务预算、选举董监事等议案，确保各股东对重大事项的知情权、参与权和表决权。

2015 年，公司董事会进行了换届，新一届董事会由 9 名董事组成，包括非职工董事 8 名和职工董事 1 名。公司董事长由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会和审

计与风险管理委员会 3 个专门委员会。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，有助于董事会进行合理决策。近年来，公司董事会先后审议了股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案、年度财务预决算等议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、资本覆盖率管理办法、风险准备金计提管理办法、关联交易管理操作规程、高管人员年度考核办法等基础管理制度，并对综合经营、投资策略、重大采购项目及重大人事任免等重要事项进行了决策。各专门委员会能够在相应职权范围内履行职责，较好地发挥了各自职能。

2015 年，公司监事会进行了换届，新一届监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事，尚未实施外部监事制度。公司监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。近年来，公司监事会相继审议通过了监事会议事规则、监事长选举、年度工作报告等议案。

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

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

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

2. 内部控制

公司构建了符合内部控制管理要求的前、中、后台组织管理架构，内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、投资业务二部、风险与规划管理部、法律合规部、财务部、综合部八个部门（见附录 2），各部门职责分工明确。2015 年，公司制定了《内部控制制度及流程梳理完善工作方案》，要求各条线以现有规章制度为基础，以风险管理为导向，结合实际工作，对公司现有管理制度和业务流程进行了梳理；同时，公司理清了各条线工作程序，加强了对操作风险点的控制，内部控制管理水平不断提升。

为确保各项业务规范有序开展，公司按年度制定风险管理指引，针对业务种类制定了细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等制度，以及涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内控制度，公司内控体系逐步完善。

为满足业务快速发展对人力资本的需求，公司以公开招聘的方式引入部分专业人员和应届毕业生。公司员工整体专业素质较高，绝大多数员工拥有硕士及以上学历。同时，公司出台了薪酬管理办法，建立了以技术序列为主的扁平化职务职级管理体系，明确了相应的管理办法；制定了高管人员年度考核办法，较好地发挥了激励约束作用。

总体看，公司搭建了职责分工明确、条线清晰的组织管理架构，逐步完善风险管理体系及内控体系，内控管理水平有所提升。

3. 发展战略

公司的市场定位是立足于债券市场，成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商；债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者；债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者；信用增进市场国际化的推动者和实践者。根据规划，公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别企业债

务融资工具的发行提供信用增进服务。随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的逐步完善，公司将通过适当扩大增信服务范围、创新信用增进手段等方式，逐步实现全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

经过几年的发展，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2015年末，公司增信业务规模累计1798.12亿元，提供信用增进服务的项目累计249个，创新业务实现突破，市场影响力逐步增强。

2016年，面临债券市场改革进程的深化和监管政策的不断变革，以及复杂多变的市场环境和持续加剧的信用风险，公司将采取以下措施实现经营目标：一是严控风险，通过加强日常风险管理工作、完善风险指引框架体系和风险管理制度、构建资产负债管理框架体系和加大风险管理核心技术研发力度等举措进一步提升风险管理整体水平；二是强化市场营销，通过加强与主承销商、股东单位及其下属公司的合作，有针对性的推进区域营销等手段巩固信用增进业务的领先地位；三是优化公司资产配置，在做好固定收益类业务的基础上，加强权益类、信托类等产品的投资，增加投资收益，稳步提升投资盈利水平；四是加强创新研究工作力度，拓展业务发展空间，通过与信托公司开展合作、担任财务顾问等间接方式开展资产管理业务；五是持续推进内控合规工作，提高全员合规意识；六是进一步夯实管理基础，提升内部管理水平。

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

四、主要业务经营分析

公司目前的信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务以及境外业务三个板块。

1. 基础增信业务

公司的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、区域集优、企业债、公司债、定向融资工具等债券类产品以及银行理财产品、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	2015年末		2014年末		2013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	**973.03**	**101**	**929.15**	**112**	**886.58**	**120**
其中：短期融资券	-	-	3.00	1	44.30	7
中期票据	74.00	8	182.20	18	225.22	23
企业债	229.50	19	161.50	14	108.00	8
公司债	178.00	8	108.00	4	88.00	3
集合票据	6.00	3	12.08	6	27.82	14
区域集优	56.12	31	89.82	42	102.26	45
定向融资工具	391.80	25	321.00	18	191.00	7
信托计划	5.00	1	15.00	3	83.00	11
资产管理计划	12.61	2	15.00	1	15.00	1
委托债权投资计划	-	-	16.55	3	2.00	1
项目收益票据	10.00	3	5.00	2	-	-
次级债	10.00	1				
创新型信用增信业务	-	-	**3.00**	**1**	**3.00**	**1**

其中：中债合约Ⅰ号	-	-	3.00	1	3.00	1
境外业务	**-**	**-**	**9.00**	**1**	**9.00**	**1**
合 计	**973.03**	**101**	**941.15**	**114**	**898.58**	**122**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

结合战略规划，公司业务发展以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模持续稳步增长（见表 3）。2015 年，公司新增基础增信项目 25 个，增信金额 291.36 亿元。截至 2015 年末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 101 个，较上年末略有减少；增信余额 973.03 亿元，较上年末增长 3.39%，其中企业债、公司债及定向融资工具业务规模增幅明显。

近年来，公司中期票据增信业务逐年下降，但企业债及公司债增信业务规模呈上升趋势。整体看，公司中期票据、企业债及公司债信用增信业务规模较大，占基础增信业务规模的比重维持在 50%左右。

公司定向融资工具包括保障房私募债、小城镇项目定向债务融资工具、私募可转债以及非公开定向债务融资工具。近年来，公司保障房私募债信用增进业务规模有所波动，2015 年末尚在增信责任期内增信项目 12 个，增信余额 250.00 亿元，较上年末有所减少。2014 年，公司将天津市开发东丽区军粮城示范镇、津南区咸水沽示范镇、蓟县新城等六区县示范小城镇项目作为合作契机，推出了小城镇项目非公开定向债务融资工具信用增进服务，并拟与天津市人民政府探讨签署全面战略合作框架协议，在“十二五”期间进行后续综合金融业务合作。截至 2015 年末，公司小城镇增信项目 6 个，增信金额 114.00 亿元，较上年末增幅明显。公司根据发行人需求、投资人意向以及政策导向持续推动私募可转债增信业务发展，2015 年末私募可转债增信项目 1 个，增信金额 0.2 亿元。此外，2015 年，公司首单加强型增信项目“铁汉生态第一期及第二期非公开定向债务融资工具”成功发行，募集金额 5.00 亿元。截至 2015 年末，公司尚在增信责任期内非公开定向债务融资工具增信项目 5 个，增信余额 26.80 亿元。总体看，公司定向融资工具增信项目规模较大，近年来增信业务规模增幅明显。该类项目主要与地方政府融资平台合作，公司对合作的融资平台主体资质要求较为严格，大部分在 AA 级以上。此外，为防范局部平台债务违约的风险，公司根据不同地区、不同平台的风险差异性，建立了一系列筛选条件，差异化准入。

公司不断探索新的业务模式，在交易商协会的统一指导下，公司于 2011 年推出区域集优直接债务融资方案，即由地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的融资主体，借助地方政府专项扶持措施，联合商业银行和其他中介机构，由公司提供信用增信，为融资主体提供直接债务融资服务。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。近年来，由于中小企业信用风险逐渐暴露，公司针对此类项目持续收缩区域杠杆规模。截至 2015 年末，公司尚在增信责任期内区域集优增信项目 31 个，涉及企业 84 家，增信余额合计 56.12 亿元，较上年末减少 37.52%。

近年来，国内信托、资产管理等理财类业务迅速发展，产品体系不断丰富，为公司提供了业务开展机会。公司审慎选择经营业绩较好、业务规模较大、市场排名靠前的机构合作，推广信托、资产管理等理财类增信业务。截至 2015 年末，公司尚在增信责任期内信托计划增信项目 1 个，增信余额 5.00 亿元；资产管理计划增信项目 2 个，增信余额 12.61 亿元。

2014 年，公司提供增信服务的银行间市场首单项目收益票据成功发行，首期募集资金 5 亿元。截至 2015 年末，公司尚在增信责任期内项目收益票据增信项目 3 个，增信余额 10.00 亿元。

近年来，公司不断加强与股东单位的合作。

2015 年，公司为股东单位下属公司发行的 5 年期 10 亿元次级债提供了增信服务。

2015 年，公司研究并推动保险债权计划增信业务，由公司提供增信服务的“长江养老—上海地产债券投资计划”在保险资产管理协会注册，未来公司将加大与保险资产管理公司合作，推动该类业务的发展。

2016 年以来，公司进一步加大主承销商关系管理，构建多元化营销，并加强与政府机构的合作，基础增信业务持续发展。2016 年第一季度，公司新增基础增信项目 7 个，增信金额 119.00 亿元；截至 2016 年 3 月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 94 个，增信余额 1028.55 亿元。

总体看，公司基础增信业务稳步发展，创新业务品种不断推出，为公司确立了市场地位，扩大了公司的收入来源。

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。截至 2016 年 3 月末，上述产品的增信责任已到期。

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。公司 2015 年未发生 CRM 交易，未来开展 CRM 交易的主要业务模式主要有：一是通过信用风险缓释工具的创设和交易释放、转移公司已有的信用风险，实现公司资本金的循环利用，达到建立风险分担机制、起到市场风险枢纽的作用；二是通过信用风险缓释工具的创设对信用增进业务进行有效补充，适时将信用风险缓释工具的创设和交易与债券发行（包括公募和私募）结合起来，使其成为新的信用增进方式。另外，未来公司将推动在交易商协会 CRM“2+N”的产品框架下创新发展简单性、基础性的信用衍生产品；同时，结合资产证券化市场发展状况，探索信用衍生工具在资产证券化产品中的应用和发展。

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。截至 2016 年 3 月末，上述产品的增信责任已到期。

五、风险管理分析

1. 风险管理体系

作为经营风险的专业机构，公司注重强化风险管理能力。公司构建了由董事会、监事会、高级管理层与业务条线组成的风险管理组织架构。董事会负责确定公司整体风险偏好、制定重大风险政策以及审定基本风险制度和准备金计提及资本管理政策，并承担风险管理的最终责任；监事会负责监督董事会和经营管理层在风险管理方面的履职情况；高级管理层负责制定和审查公司风险管理政策和操作流程。公司建立了以业务部门为前台，风险与规划管理部为中台，法律合规部、财务部和综合部为后台的三道风险防线，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程。风险与规划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，开发各类风险管理系统和技术，加强对风险因素的识别、计量、评估和定价能力，实现对风险的精细化和定量化管理。

公司建立了以《风险管理指引》为纲领，以《信用增进业务管理办法》、《投资业务管理办法》和《信用风险缓释工具业务管理办法》等各项业务管理办法为支撑，各类业务品种操作规程、风险限额方案等为基础的多层次风险管理制度体系，覆盖了各项主营业务。2015 年，公司对各类别风险管理制度及流程进行了梳理，完成了《业务审批委员会议事规则（实行）》、《投资业务风险监控管理办法》、《投资业务估值管理办法》、《信用增进业务审批操作规程》以及《信用增进业务管理办法》等制度的修订工作。

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。2015 年，公司发布了新的业务开展风险指引，对各类新业务的风险准入与开展起到较好的引导作用。

公司自主开发了涵盖模型体系、管理体系、应用体系的客户内部评级体系，制定了《公司客户信用评级工作管理办法（试行）》，并界定了相关部门在内部评级工作过程中的职责。公司的内部评级体系以内部评级模型为参考，内部评级模型包括定性、定量模块，定性模块是基于专家判断的评级过程，从客户和行业风险特征、公司治理与管理能力、经营风险、财务风险等角度选取定性指标揭示客户违约风险；定量模块中，公司通过自身积累及公开市场中的数据，确定统一的标准以区分“好样本”与“坏样本”，建立逻辑回归等数理统计模型，筛选出能够揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反应客户盈利能力、偿债能力、成长能力、运营能力的财务指标，并确定相应定量模块各指标的权重。内部评级模型的运用将提高评级方法的量化程度和风险预测解释能力，为公司对客户风险的一致性判断提供了参考指标。评级流程方面，公司相关业务流程及决策机制较为清晰，为内部评级工作的效率提供了良好的保证。

公司建立了风险监控预警体系，通过专业团队对信用增进项目和投资交易业务进行日常风险监控，对增信业务每季度进行动态风险分类和重点现场风险排查，对投资交易头寸进行动态及时估值与限额监控，及时预警和化解风险。公司针对突发事件，建立重大风险事件应急处理机制，强化应对突发风险的能力。此外，还专门组织人员对公司信用增进业务和投资业务整体风险、各组合维度风险、单一大客户风险进行压力测试与敏感性分析，准备金与资本占用测算，风险限额监控预警以及构建风险预警指标体系等工作，使公司各组合层面信用风险与市场风险得到及时感知与预警。2015 年，针对宏观经济增速放缓、企业融资环境持续紧张以及中小企业违约风险逐渐暴露的情况，公司持续加强存续期内中小企业信用风险事件处置工作，化解了多起信用风险事件，保障了公司的稳定运营。

近年来，公司通过对相关规章制度的修订

与完善，不断规范审批方式、审批内容、组织程序和审批结论等方面内容，审批流程不断完善。2015 年以来公司的业务审批流程为：增信业务部门对增信业务展开尽职调查，风险与规划管理部对业务部门上报的合规材料进行合规性审查，审查合规后撰写风险评价报告提交业务审批会。信用增进业务审批会议实行有权审批人投票表决制，有权审批人包括审批牵头人和审批人，每次审批会议应至少包括 7 名审批人，其中审批牵头人 1 名、独立审批委员 2 名，审批牵头人负责主持会议并有一票否决权。各审批人在审批会上对报批项目进行充分讨论研究，现场进行独立表决，由风险与规划管理部根据相应规则汇总后形成会议结论并报公司总裁专题会进行审定（审议）。为保持评审的独立性，审批会议实行审批人独立审批制度，各委员履行独立表决权，同时审批会议实行回避制度。

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

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

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

在风险分类办法方面，公司将原有的四大类五级分类进一步细化为四大类七级分类，加强对存续项目的精细化管理，便于根据风险差异性，采取不同措施。在风险准备金计提方面，公司遵循谨慎性、客观性、及时性、重要性和动态性计提原则，按季提取信用增进及投资业务准备金。公司风险准备金包括一般准备金、专项准备金和特种准备三种。近年来，公司对风险准备金计提方案进行了调整和优化：对一般准备进行了差异化处理，将企业评级划分为三个档次，采用不同的一般准备计提比例，大幅提高了低评级项目的计提比例；对专项准备进行了精细化处理，并适当提高了专项比例计提标准，以增强公司对风险的抵御能力。

为保证公司资本充分覆盖各项业务出现的非预期损失，公司在充分计提风险准备金的基础上，计量并监控各项业务的风险资本要求。公司建立了资本占用额度监测管理机制，由风险与规划管理部根据相关规定按季度对资本占用额度和资本覆盖率进行测算，并向总裁专题会报告。公司资本要求按照风险类型不同分为两类，一类是信用风险资本要求，体现为公司信用增进业务、债券投资业务、信用风险缓释工具等各类业务所承担信用风险的非预期损失程度；一类是市场风险资本要求，体现为公司投资的金融产品因市场变化面临的非预期损失程度。公司通过对资本覆盖率(资本覆盖率为资本与信用风险资本要求和市场风险资本要求之和的比率)的监测，确保公司资本充分覆盖各类业务面临的非预期损失。由于近年来系统性风险上升，公司正在修订《资本充足率管理办法》，计划提高业务的资本扣减比例，从而提高资本占用的审慎水平，增强对非预期风险的覆盖率。

公司主要通过衡量和评估现金流缺口进行流动性风险管理：一是研究制定流动性风险压力测试方案，通过现金流分析法，分析各类现金流支出给公司带来的流动性压力；二是建立公司增信业务代偿规模损失分布机制，考量公

司在代偿压力增加、现金流缺口增大的情景下，面临的流动性风险状况。为应对未来可能面临的流动性压力，公司通过提高优质资产流动性储备、合理安排投资方案以及制定应急资金计划等方面提高流动性管理水平。同时，公司以流动性风险管理为基础，研究建立资产负债管理体系，确保公司持续稳健发展。

以上措施分别从公司整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组合管理。公司通过资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单项业务指标，监测和分析风险管理状况。总体看，公司风险管理体系逐步完善，风险管理水平有所提升。

2. 增信业务组合分析

● 增信业务

截至 2016 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 94 个，涉及企业 112 家，增信余额 1028.55 亿元。

成立之初，为迅速做大规模、扩大影响，公司针对一批资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模快速增长。随着自身经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。2015 年，国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险逐渐暴露，公司对产能过剩行业的中小企业严格风险准入，增量业务重新向信用等级较高的客户倾斜，2015 年末公司 AA⁻及以上级别企业客户涉及增信责任余额 887.11 亿元，占全部增信责任余额的 91.17%，较上年末有所提升。截至 2016 年 3 月末，公司 AA⁻及以上企业客户涉及增信责任余额 962.11 亿元，占全部增信责任余额的 93.54%，项目统计见表 4。总体看，公司近年来客户级别有一定上移，增信责任余额以高信用等级企业客户为主。

表 4　2016 年 3 月末公司增信业务级别分布情况

主体级别	增信金额（亿元）	增信金额占比（%）
AA+及以上	361.11	35.11
AA	464.00	45.11
AA-	137.00	13.32
A-及以下	66.44	6.46
合计	**1028.55**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

截至 2016 年 3 月末，公司存续期内的增信项目共涉及 112 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、金融、采矿、房地产行业。其中，第一大行业增信余额占比为 48.22%，前五大行业增信余额合计占 92.61%，存在较高的行业集中风险。从增信余额的客户分布情况来看，公司单一最大客户增信余额 65.00 亿元，占公司净资产的 85.09%，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 219.00 亿元，为公司净资产的 2.74 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)，近年来公司到期期限在 2 年内和 3~5 年的增信业务占比有所下降；2~3 年和 5 年以上的增信业务占比持续上升。总体看，公司增信项目期限分布比较均衡。

表 5　2016 年 3 月末增信业务到期期限分布情况

到期期限	增信金额(亿元)	占比（%）
1 年内	176.64	17.17
1-2 年	97.41	9.47
2-3 年	226.00	21.97
3-5 年	278.50	27.08
5 年以上	250.00	24.31
合计	**1028.55**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

公司根据《信用增进业务风险分类管理办法》对增信对象进行风险分类。截至 2016 年 3 月末，公司增信业务风险分类中 98%以上为正

常项目（见表 6），不良类（含次级、可疑、损失）项目余额 11.40 亿元，占全部增信责任余额的 1.11%，余额及占比均较上年末有所下降。截至 2016 年 3 月末，公司增信业务累计计提风险准备金 17.80 亿元，相当于同期增信余额的 1.73%。

表 6　2016 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	956.55	93.00
正常关注	60.60	5.89
次级	7.60	0.74
可疑	3.80	0.37
损失	-	-
合计	**1028.55**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

为控制增信业务风险，公司采取担保公司担保、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。截至 2016 年 3 月末，公司已发行未到期增信项目中，除主体评级在 AA^+及以上的部分项目未采用反担保措施外，其余项目基本都落实了较充分的风险缓释措施。其中，评级为 AA^-以下级别的企业和集合票据的增信主体都向公司提供了风险敞口全覆盖的风险缓释措施；区域集优项目均由当地政府成立的发展基金提供风险缓释措施。

公司针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相应风险缓释措施。针对中小企业集合票据业务，公司对该类项目实行严格的风险准入，目前无新增业务。区域集优业务项目主体与普通集合票据主体具有基本相同的风险特征，即均为抵御风险能力相对较弱的中小企业，针对此类项目，公司通过引入地方政府设立风险缓释基金，加强了地方政府在区域风险防控与处置中的作用，同时，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。

近年来，为应对重大突发事件，公司要求各部门联动配合、共同参与，采取多种手段处置风险，以充分降低公司损失。公司制定了管理办法、操作制度和应急预案，对发生重大突发事件后的代偿、清偿、追讨等情形下的工作流程、工作方式以及工作内容做出了具体规定；明确在重大突发事件发生时或兑付日前十个工作日前，评估公司代偿可能性，并在此基础上启动应急机制，开展现场风险排查、公开信息披露、资金头寸准备、资产保全、追偿清偿、诉讼等工作，以防范和化解风险。

2015 年，公司发生一笔代偿，代偿金额本息合计 0.29 亿元，已全额收回（见表 7）。2016 年一季度，公司发生两笔代偿，其中一笔代偿金额为 0.64 亿元，目前已全额收回；另一笔代偿金额为 0.37 亿元，主要是关联方贷款发生逾期所致，目前已启动诉讼程序，公司对其采取了企业实际控制人连带责任保证和发展基金反担保的风险缓释措施。

表 7　增信业务代偿率与回收率　单位：亿元/%

项目	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
当期代偿发生额	1.01	0.29	-	-
累计代偿率	0.15	0.03	-	-
累计代偿回收率	71.54	100	-	-

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

总体看，公司近年来客户级别有一定上移，增信责任余额以高信用等级企业发行为主，但国内宏观经济增速放缓导致中小企业违约风险加大，公司的代偿能力和流动性管理水平面临一定压力。公司尚在增信期内客户到期期限分布较均衡，但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。2014 年，为控制业务风险，公司发布了《信用风险缓释工具业务管理办法（试行）》以保障业务稳健开展；交易

对手风险方面，公司规定 CRM 交易一律在授信范围内进行；同时，公司在对 CRM 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，公司建立了并不断完善具有信用增进行业特点的全面风险管理体系。公司处于业务快速发展阶段，也是风险积累阶段。考虑到经济处于下行期、信用衍生工具的创新性及杠杆性等因素，公司信用增进业务发生违约、代偿的风险加大，公司风险管理体系对业务的保障程度尚待观察。

六、财务分析

公司提供了 2013~2015 年度财务报告及 2016 年 1 季度财务报表。其中，2013~2015 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；2016 年一季度财务报表未经审计。

1. 资本结构

公司目前资本来源以资本金和利润留存为主，公司根据资金业务的需要调整负债规模。2013~2015 年，公司分别分配现金股利 6.60 亿元、3.00 亿元和 3.00 亿元，近三年公司未分配利润余额基本持平，利润留存对资本补充力度有限。截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益 76.39 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 2.47 亿元，未分配利润 11.48 亿元。未来，公司将采取适度的分红政策来回报股东，并通过利润留存支持业务发展。此外，公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本支持。

公司负债主要由卖出回购金融资产、长期借款及增信责任准备金组成(见表 8)。公司卖出回购金融资产标的为债券，2013~2015 年卖出回购金融资产规模持续增加，导致公司负债规模呈上升趋势。

表 8　公司负债结构　　单位：亿元

项 目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
卖出回购金融资产	40.05	53.18	22.13	5.01
预收账款	0.23	0.31	1.36	2.47
长期借款	10.46	10.69	8.37	-
风险准备金	17.80	17.51	11.18	6.20
其他	3.53	4.32	2.99	2.27
负债合计	**72.07**	**86.01**	**46.03**	**15.96**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提，特种准备是针对重大突发事项的风险计提。近年来，国内宏观经济增速放缓，中小企业发生信用风险的可能性大幅提升，公司对风险准备金计提进行了优化并加大了计提力度。截至 2015 年末，公司计提风险准备金余额 17.51 亿元，占同期增信余额的 1.80%，占比较之前年度有所上升。

为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信。截至 2015 年末，公司共获得 15 家银行合计 329.75 亿元的授信额度。截至 2015 年末，公司长期借款余额 10.69 亿元，该笔借款为公司办公楼建设专门借款。

近年来，公司负债规模大幅增加，导致杠杆率快速上升，2015 年末公司资产负债率为 53.47%。2016 年一季度，随着卖出回购金融资产规模的下降，公司负债规模有所下降，2016 年 3 月末资产负债率为 48.55%。

总体看，公司资本实力强，近年来利润留存对资本补充力度有限，负债规模和杠杆水平显著上升。

2. 资金运用与资产质量

近年来，公司资产总额快速增长，2015 年末资产总额 160.86 亿元。公司资金主要运用于投资业务，以可供出售金融资产为主的投资资产占资产总额的比例保持在较高水平（见表 9）。

表 9　公司资产结构　　单位：亿元

项 目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
货币资金	0.41	0.39	0.35	0.06
同业资产	4.55	9.68	5.18	1.79
投资资产	116.90	124.48	92.75	72.98
其中：交易性金融资产	5.69	5.72	5.98	6.69
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.04
持有至到期投资	9.26	10.76	20.23	13.50
可供出售金融资产	101.94	108.00	66.54	52.75
其他资产	26.60	26.29	20.15	11.39
合计	**148.45**	**160.86**	**118.46**	**86.22**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

截至 2015 年末，公司投资资产余额 124.48 亿元，占资产总额的 77.40%，投资资产占比较高。其中，交易性金融资产余额 5.72 亿元，持有至到期投资余额 10.76 亿元，交易性金融资产和持有至到期投资标的均为债券。截至 2015 年末，公司可供出售金融资产余额 108.00 亿元，其中债券投资余额 98.22 亿元、信托及资产管理计划投资余额 9.49 亿元、股票投资余额 0.29 亿元，公司可供出售金融资产规模较大，其公允价值变动对其他综合收益有一定影响。

公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括政府债券、政策性金融债券、金融债券、短期融资券、中期票据、集合票据以及企业债券。截至 2015 年末，公司短期融资券、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 36.49%；金融债券占比 51.88%，政策性金融债券占比 7.42%；政府债券占比 4.20%。公司投资的债券外部评级普遍在 AA^-及以上，其中 AA^+及以上债券余额合计占债券投资余额的 99.40%，债券投资的信用风险可控。2014 年公司设立投资二部，侧重对权益和创新类金融工具进行投资，但目前规模较小。

近年来，公司其他资产增幅明显，主要是由于公司购买办公大楼，导致在建工程余额逐年增加。截至 2015 年末，公司在建工程余额 17.94 亿元。

2016 年一季度，公司延续 2015 年的投资策略及投资品种，但受负债规模压缩影响，投资规模较 2015 年末有所下降。

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，投资资产信用风险可控。

3. 经营效率及盈利能力

公司收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见表 10)。

表 10　公司收益指标　　单位：亿元/%

项 目	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
增信业务收入	2.23	7.51	7.45	7.37
投资收益	1.31	6.26	4.57	8.51
利息收入	0.03	0.05	0.06	0.05
提取风险准备金	0.29	6.33	4.98	4.13
业务及管理费	0.28	1.85	1.57	1.21
净利润	1.84	3.13	3.59	7.19
平均资产收益率	-	2.24	3.51	7.57
平均净资产收益率	-	4.25	5.03	10.15

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

公司综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价，同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平，公司增信业务议价能力较强。近年来，公司增信业务收入基本保持平稳水平，2015 年实现增信业务收入 7.51 亿元，占营业收入的 53.84%。

近年来，公司投资收益有所波动，主要以债券利息收入为主。2015 年，公司实现投资收益 6.26 亿元，占营业收入的 44.88%。近年来，公司可供出售金融资产规模较大，其公允价值变动对公司其他综合收益形成一定影响。

近年来，作为公司增信业务主要客户的中小企业面临的信用风险逐渐暴露，公司加大了拨备力度，提取风险准备金支出呈上升趋势。2015 年，公司提取风险准备金 6.33 亿元。2015 年，公司业务及管理费 1.85 亿元，相当于营业收入的 13.28%，营业费用整体保持在合理范围内。

近年来，受投资风险准备金计提规模上升、

负债规模增长导致的利息支出上升以及投资收益波动等因素影响，公司净利润有所有所下降，2015 年实现净利润 3.13 亿元。2015 年，公司平均资产收益率及平均净资产收益率分别为 2.24%和 4.25%，盈利水平有所下降。

2016 年一季度，公司实现增信业务收入 2.23 亿元，投资收益 1.31 亿元；由于提取风险准备金减少，实现净利润 1.84 亿元，同比有所上升。

总体看，增信业务和投资业务收入是公司主要的收入来源，受提取风险准备金规模增加的影响，近年来公司盈利水平有所下降。

4. 资本充足率及代偿能力

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

从现金流情况来看，近年来，公司现金流处于正常水平（见表 11)。

表 11　公司现金流情况　　单位：亿元

项 目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营活动产生的现金流量净额	-0.05	1.90	2.47	3.43
投资活动产生的现金流量净额	13.49	-30.72	-23.57	21.73
筹资活动产生的现金流量净额	-13.75	29.06	21.89	-29.01
现金及现金等价物净增加额	-0.30	0.24	0.78	-3.85
期末现金及现金等价物余额	2.56	2.87	2.63	1.84

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

根据公司 2015 年末的资产状况，估算出公司净资本为 48.62 亿元，受投资资产规模上升影响，公司净资本较上年末有所下降，净资本比率为 64.96%（见表 12）。增信规模的增长使公司净资产增信倍数和净资本增信倍数有所上升；截至 2015 年末，公司净资产增信倍数为 13.00 倍，净资本增信倍数为 20.01 倍。经测算，截至 2015 年末，公司净资本覆盖率为 83.28%，近年来持续下降；2016 年 3 月末，公司净资本覆盖率为 83.55%。公司处于成长阶段，增信业务的持续发展将使公司放大倍数逐步提高，对公司资本充足性的影响需关注。

表 12　公司资本充足性指标　　单位：亿元/%

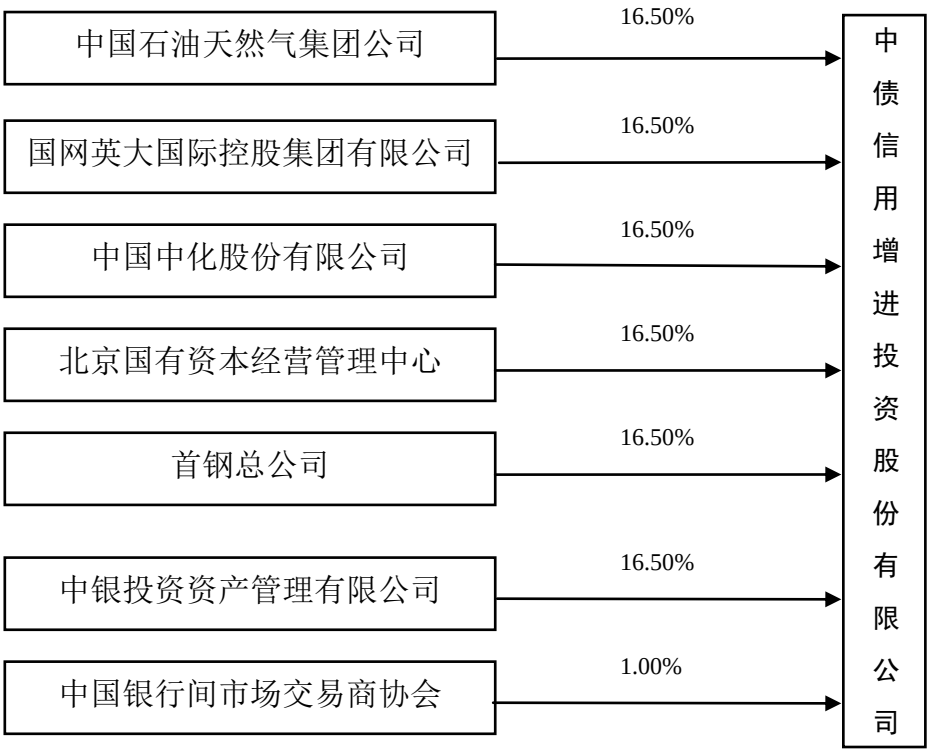
项 目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
增信余额	1028.55	973.03	941.15	898.58
净资产	76.39	74.84	72.43	70.26
净资本	51.56	48.62	53.78	55.54
净资产增信倍数	13.47	13.00	12.99	12.79
净资本增信倍数	19.95	20.01	17.50	16.18
净资本比率	67.50	64.96	74.25	79.05
净资本覆盖率	83.55	83.28	95.24	103.02

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

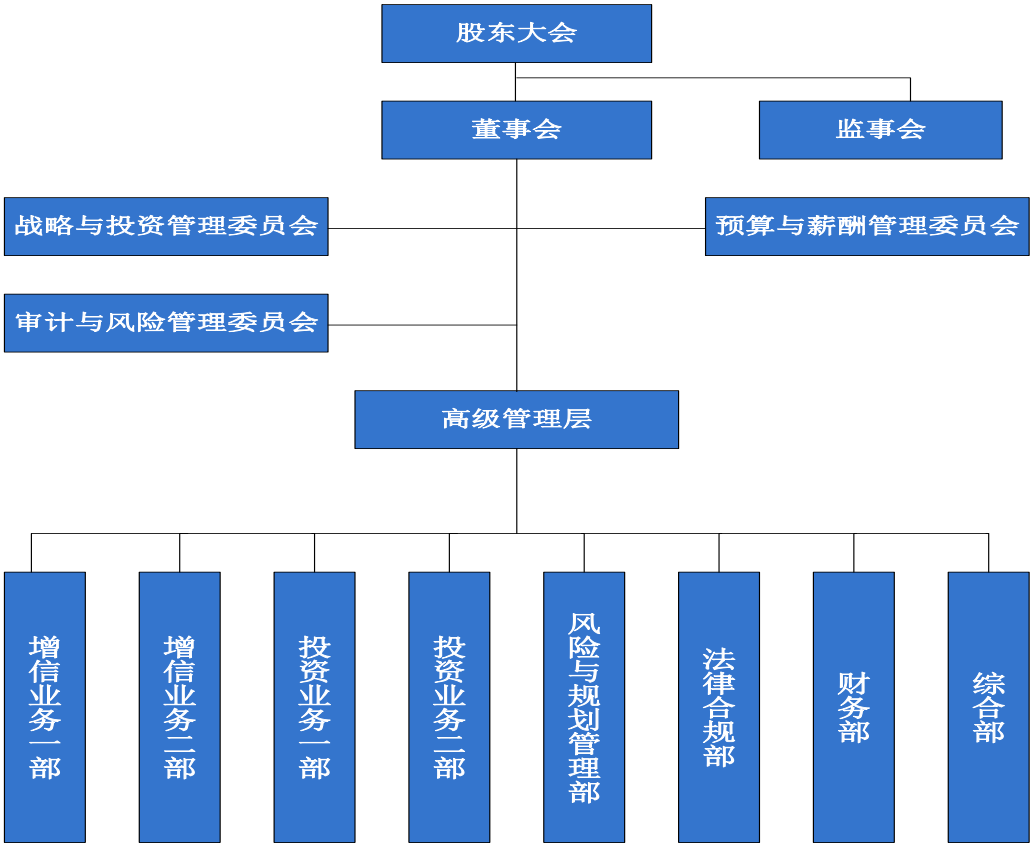
七、评级展望

作为国内首家信用增进机构，经过近年来的经营实践，公司增信业务基础不断夯实，创新业务持续推进。随着发展规划的逐步落实，未来公司业务将进一步拓展，市场竞争力有望进一步增强。此外，信用增进行业标准制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营。同时，公司也将面临信用增进业务规模增长带来的资本消耗、风险管理压力加大等问题。目前宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求。根据公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。

附录 1　股权结构图


中国石油天然气集团公司
16.50%
国网英大国际控股集团有限公司
16.50%
中国中化股份有限公司
16.50%
北京国有资本经营管理中心
16.50%
首钢总公司
16.50%
中银投资资产管理有限公司
16.50%
中国银行间市场交易商协会
1.00%
中债信用增进投资股份有限公司

附录 2　组织架构图


股东大会
董事会
监事会
战略与投资管理委员会
预算与薪酬管理委员会
审计与风险管理委员会
高级管理层
增信业务一部
增信业务二部
投资业务一部
投资业务二部
风险与规划管理部
法律合规部
财务部
综合部

附录 3　资产负债表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司　　单位：亿元

项　目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
货币资金	0.41	0.39	0.35	0.06
存放同业款项	2.15	2.48	2.27	1.79
拆出资金	-	2.00	-	-
交易性金融资产	5.69	5.72	5.98	6.69
衍生金融资产	-	-	-	0.04
买入返售金融资产	2.40	5.20	2.91	-
应收账款	-	0.02	0.02	-
应收股利	0.37	-	-	-
应收利息	2.68	2.91	2.40	1.79
其他应收款	0.06	0.06	0.06	0.05
预付账款	0.10	0.07	0.05	0.04
流动资产合计	**13.86**	**18.85**	**14.05**	**10.46**
持有至到期投资	9.26	10.76	20.23	13.50
可供出售金融资产	101.94	108.00	66.54	52.75
固定资产	0.57	0.57	0.03	0.06
在建工程	18.06	17.94	14.48	7.17
无形资产	0.02	0.02	0.03	0.03
长期待摊费用	0.02	0.01	0.01	0.01
递延所得税资产	4.72	4.72	3.10	2.24
非流动资产合计	**134.59**	**142.01**	**104.41**	**75.75**
资产总计	**148.45**	**160.86**	**118.46**	**86.22**
卖出回购金融资产款	40.05	53.18	22.13	5.01
预收账款	0.23	0.31	1.36	2.47
应付职工薪酬	1.05	1.39	1.29	1.00
应交税费	1.42	1.87	1.51	1.24
应付利息	0.02	0.03	0.02	0.00
其他应付款	0.09	0.08	0.01	0.01
流动负债合计	42.86	56.87	26.32	9.75
长期借款	10.46	10.69	8.37	-
风险准备金	17.80	17.51	11.18	6.20
递延所得税负债	0.95	0.95	0.15	0.01
非流动负债合计	**29.21**	**29.15**	**19.71**	**6.21**
负债合计	**72.07**	**86.01**	**46.03**	**15.96**
股本	60.00	60.00	60.00	60.00
其他综合收益	2.43	2.73	0.45	-1.14
盈余公积	2.47	2.47	2.16	1.80
未分配利润	11.48	9.64	9.83	9.59
所有者权益合计	**76.39**	**74.84**	**72.43**	**70.26**
负债和所有者权益总计	**148.45**	**160.86**	**118.46**	**86.22**

附录 4　利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司　　单位：亿元

项　目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业收入	**3.55**	**13.95**	**12.36**	**15.79**
主营业务收入	2.23	7.51	7.45	7.37
利息收入	0.03	0.05	0.06	0.05
投资收益（损失以“-”号填列）	1.31	6.26	4.57	8.51
公允价值变动收益	-0.02	0.13	0.27	-0.14
其他业务收入	-	-	0.00	0.01
二、营业成本	**1.10**	**9.84**	**7.59**	**6.48**
主营业务成本	-	0.15	0.04	0.04
提取风险准备金	0.29	6.33	4.98	4.13
利息支出	0.26	1.04	0.47	0.40
营业税金及附加	0.13	0.47	0.46	0.71
业务及管理费	0.28	1.85	1.57	1.21
资产减值损失	0.14	-0.01	0.08	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	**2.45**	**4.11**	**4.76**	**9.31**
加：营业外收入	0.00	0.00	0.01	0.07
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	**2.45**	**4.11**	**4.77**	**9.39**
减：所得税费用	0.61	0.98	1.18	2.20
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	**1.84**	**3.13**	**3.59**	**7.19**
其他综合收益的税后净额	-0.30	2.29	1.58	-1.80
六、综合收益总额	**1.54**	**5.41**	**5.17**	**5.39**

附录 5　现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司　　单位：亿元

项　目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、经营活动产生的现金流量				
提供增信服务取得的现金	2.17	6.46	6.34	8.46
收到增信合同代偿的现金	0.64	0.29	-	-
收到其他与经营活动有关现金	0.01	0.87	0.11	0.18
经营活动现金流入小计	**2.81**	**7.62**	**6.44**	**8.64**
支付增信合同赔付等款项现金	1.01	0.29	-	-
支付给职工以及为职工支付现金	0.52	1.03	0.78	0.62
支付的各项税费	1.20	2.85	2.61	4.13
支付其他与经营活动有关现金	0.14	1.55	0.58	0.46
经营活动现金流出小计	**2.86**	**5.72**	**3.97**	**5.21**
经营活动产生的现金流量净额	**-0.05**	**1.90**	**2.47**	**3.43**
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资收到的现金	47.35	72.60	45.86	26.25
取得投资收益收到的现金	1.58	5.80	4.56	8.37
收到买入返售金融资产现金款	89.56	74.39	30.58	19.80
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	-	0.00	-
收到其他与投资活动有关现金	0.00	-	0.00	0.07
投资活动现金流入小计	**138.49**	**152.80**	**80.99**	**54.49**
投资支付的现金	32.59	103.14	63.90	21.59
支付买入返售金融资产现金款	92.40	76.68	33.49	5.78
构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.01	3.70	7.17	5.39
支付其他与投资活动有关现金	-	-	-	0.01
投资活动现金流出小计	**125.00**	**183.52**	**104.57**	**32.76**
投资活动产生的现金流量净额	**13.49**	**-30.72**	**-23.57**	**21.73**
三、筹资活动产生的现金流量				
取得借款收到的现金	48.38	340.14	18.77	122.40
收到卖出回购金融资产现金款	1244.41	3813.14	860.26	935.44
筹资活动现金流流入小计	**1292.79**	**4153.28**	**879.04**	**1057.84**
偿还债务支付的现金	48.61	337.82	10.40	122.40
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.39	4.30	3.60	7.03
支付卖出回购金融资产现金款	1257.53	3782.09	843.15	957.42
筹资活动现金流出小计	**1306.54**	**4124.21**	**857.15**	**1086.85**
筹资活动产生的现金流量净额	**-13.75**	**29.06**	**21.89**	**-29.01**
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	**-0.30**	**0.24**	**0.78**	**-3.85**
加：期初现金及现金等价物余额	2.87	2.63	1.84	5.70
六、期末现金及现金等价物余额	**2.56**	**2.87**	**2.63**	**1.84**

附录 6　主要财务指标及计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
累计代偿率	累计增信代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/增信代偿额
净资本	经调整的资产－经调整的负债
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)×100%
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
净资产增信倍数	增信余额/净资产
净资本增信倍数	增信余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/增信业务组合风险价值×100%

附录 7　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。