

信用等级公告

联合[2015] 1839 号

联合资信评估有限公司通过对如东县开泰城建投资有限公司及其拟发行的2016年江苏省如东县2013-2017年棚户区改造项目(一期)项目收益债券的信用状况进行综合分析和评估,确定

如东县开泰城建投资有限公司
主体长期信用等级为

AA

2016年江苏省如东县2013-2017年棚户区改造项目(一期)
项目收益债券的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月二十八日



2016 年江苏省如东县 2013-2017 年棚户区 改造项目（一期）项目收益债券信用评级报告

评级结果：

偿债主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

担保方主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA⁺

本期债券发行额度：12 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年计息，从第 2 年起分别偿还本金的 5%、15%、20%、20%、20%、20%。

发行目的：棚户区改造项目建设

评级时间：2015 年 12 月 28 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	84.11	103.59	130.92
所有者权益(亿元)	52.00	51.44	52.64
长期债务(亿元)	6.96	25.59	8.40
全部债务(亿元)	18.50	39.63	50.91
主营业务收入(亿元)	1.67	0.70	1.46
利润总额(亿元)	1.05	0.16	1.17
EBITDA(亿元)	1.24	0.31	1.37
经营性净现金流(亿元)	4.06	-0.29	6.63
主营业务利润率(%)	87.32	90.03	94.36
净资产收益率(%)	2.10	0.32	2.27
资产负债率(%)	38.18	50.34	59.79
全部债务资本化比率(%)	26.24	43.51	49.16
流动比率(%)	36.50	46.40	54.82
全部债务/EBITDA(倍)	14.93	129.93	37.19
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.10	0.03	0.11

注：长期应付款及其他应付款中有息借款及融资租赁款已计入有息债务。

分析师

叶青 张宁

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对如东县开泰城建投资有限公司（以下简称“公司”或“开泰城建”）的评级反映了其作为如东县主要的城市基础设施投资建设主体，在政府资本金支持、业务区域垄断以及土地资源储备等方面所具备的突出优势。同时，联合资信也关注到，公司整体盈利能力弱以及短期支付压力大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

近年如东县经济发展迅速，地方综合财力不断加强，公司市政工程建设业务有望保持稳定发展；随着国家棚户区改造任务逐步推进，公司作为如东县棚改工程的主要参与主体，未来公司业务规模预计将快速提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券主要偿债来源为项目收益，根据测算，本期债券存续期内的项目收益现金流量对债券本息覆盖程度较高。同时，本期债券由江苏省信用再担保有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了本期债券本息到期按时足额偿付的安全性；另外，本期债券设置了提前还款安排，降低了集中支付压力。

基于对公司主体长期信用等级以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来，如东县经济快速发展，地方财政实力不断加强，为公司提供了良好的外部发展环境；政府在资本金注入方面给予了公司大力支持。
2. 公司业务具备一定区域垄断优势，项目储备充足，且具有丰富的优质土地资源。
3. 本期债券由江苏省信用再担保有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，

本期债券本息到期按时足额偿付的安全性很高。

4. 经营活动现金流入量对每年待偿还本金覆盖能力较好。

关注

1. 公司资产结构以土地使用权和在建工程为主，土地资产抵押率高，受限资金规模相对较大、存货变现能力弱、其他应收款对公司资金形成一定占用，整体看，资产流动性弱，资产质量一般。
2. 公司存在工程竣工移交后核减资本公积的情况，在建工程未来处理方式尚不确定，对于公司权益稳定性或产生不利影响。
3. 近年来公司债务规模上升，短期借款、一年内到期的信托借款和保证借款增加带动短期债务大幅上升，公司面临较大的短期支付压力。

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）与如东县开泰城建投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与如东县开泰城建投资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，未因如东县开泰城建投资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如东县开泰城建投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2016 年江苏省如东县 2013-2017 年棚户区改造项目（一期）项目收益债券信用等级自本期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

如东县开泰城建投资有限公司（以下简称“公司”或“开泰城建”），于2003年4月4日，经南通市如东工商行政管理局核准设立，由如东县投资管理办公室（以下简称“如东投资办”）和如东县建设投资公司（以下简称“如东建投”）共同出资组建，注册资本9931.2万元，其中如东投资办出资6024.20万元（货币出资3819.20万元，实物出资2205万元），占60.66%；如东建投出资3907万元（土地使用权出资3907万元），占39.34%。2009年3月26日，如东投资办和如东建投分别与如东县东泰社会发展投资有限责任公司（以下简称“东泰发投”）签订股权无偿划转协议，如东投资办和如东建投将其持有的公司股权全部无偿划转给东泰发投持有。2010年8月3日，东泰发投通过债转股对公司增资24067.80万元，增资后公司注册资本变为33999万元。截至2014年底，公司注册资本33999万元，实际控制人为如东县投资管理办公室。

公司经营范围包括：房地产开发经营；为城市基础建设投资、开发、服务；建材销售；水利工程投资；水利基础设施建设；水利工程施工。（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2014年底，公司设置总经理办公室、财务管理部、经营管理部及投融资部共4个职能部门；拥有控股二级子公司1家。

截至2014年底，公司合并资产总额130.92亿元，所有者权益合计52.64亿元，少数股东权益5.62亿元。2014年，公13文登债发行额度7亿元，14发行额度12亿元。为何发行债券收到的现金才11亿元？司合并口径实现主营业务收入1.46亿元，利润总额1.17亿元。

公司注册地址：如东县掘港镇泰山路东侧长江路北侧；法定代表人：周晓锋。

二、本期项目收益债及债券投资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行12亿元项目收益债（以下简称“本期债券”），债券期限7年，采用固定利率形式。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第2年至第7年每年分别偿还本金的5%、15%、20%、20%、20%和20%，当期利息随本金一起支付。

江苏省信用再担保有限公司（以下简称“江苏再担保”）为本期债券提供了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

本期债券拟募集资金12亿元，全部用于江苏省如东县2013-2017年棚户区改造项目（一期），募集资金使用分配情况见下表。

表1 本期募集资金投资项目情况（单位：万元、%）

募集资金用途	项目总投资	拟使用债券募集资金及占项目总投资比例
江苏省如东县2013-2017年棚户区改造项目（一期）	236629.10	120000 50.71

资料来源：公司提供

项目批复

本期债券募投项目已经如东县发展和改革委员会《关于江苏省如东县2013-2017年棚户区改造项目（一期）可行性研究报告的批复》文件批准（东发改投【2014】93号）。本期债券募投项目总投资236629.10万元，建设资金来源为公司自筹。

项目建设内容

该期项目棚户区改造安置房建设地点包括爱民路南侧1#、2#、4#地块以及肠衣厂周边1#、2#、3#地块等共6个地块，总占地面积26.7公顷。

项目建设内容主要包括棚户区拆迁工程和安置房建设工程。

棚户区拆迁工程共包括棉麻公司至影剧院地块、农贸公司周边地块、三号街区、县公安

局及体育馆周边地块、爱民路周边地块、肠衣厂周边地块、电大南侧地块、电大路周边地块等8个片区,涉及居民4294户,拆迁建筑面积41.8万平方米。

安置房建设工程共建设安置房总建筑面积57.2万平方米。其中地上建筑面积51.0万平方米,地下建筑面积6.2万平方米;另外建设道路、广场及供水管线等满足居民基本生活需要的配套工程。

项目建设进度及资金来源

本期债券募投项目总投资额 236629.10 万元,拟使用本期债券募集资金 120000 万元,占项目总投资的 50.71%。该项目建设期为 4 年,已于 2014 年 6 月开工,截至 2015 年 9 月底累计完成投资额 15000 万元,占项目总投资的 6.34%。

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督管理的全程监控,将成为新趋势。

2. 区域经济

目前公司经营与投资的项目主要集中在如东县,公司的发展直接受如东县经济增长、财政收支状况和城市建设的影响,并与该地区未来规划密切相关。

(1) 区域经济概况

如东县地处江苏省东南部,南通市北部长江三角洲北翼。南部与通州市为邻,西北与如皋市接壤,西北与海安县毗连,东面和北面濒临黄海。县境西起袁庄镇曹家庄西端,东止如东盐场东堤,长达68公里,南起掘港镇朱家园南河,北止拼茶新垦区,宽达46公里。全境总面积1872平方公里(不包括海域),其中陆地面积为1702平方公里,水面面积为170平方公里。全县辖14个镇、47个居民委员会、214个村民委员会。截至2013年底,全县常住人口98.36万人,户籍人口104.38万人,城镇化率51.14%。

“十二五”期间,如东县着力实施“港口引领、创新驱动、城乡一体、可持续发展”四

大战略,经济社会发展步入持续加速期,先后荣获“全国百家明星县”、“全国科技进步先进县”、“全国绿色能源示范县”、“全国生态示范县”、“江苏省文明城市”、“长三角地区最具投资价值县(市)”等称号,县域经济基本竞争力连续11年跻身全国百强县行列。

目前,如东县拥有中国东部沿海地区少有的天然深水海港——洋口港,可布置建设5-30万吨级泊位160多个。黄海大桥、阳光岛、管线桥、10万吨级LNG专用码头、万吨级重件码头等一批重大基础设施已建成;以铁路、高速、运河为核心的港口集疏运体系日趋完善;中石油LNG接收站已竣工投产,台湾中石化、法国爱森公司等一批国内外知名企业投资的特大型项目相继落户。

另外,如东县拥有丰富的风能、太阳能、生物质等各类自然资源,是发展绿色能源的理想之地。围绕打造亚洲规模最大的风电场,规划沿海及海上风电的装机容量已超过500万千瓦。目前,已经并网发电的风机498台,装机容量达到85万千瓦,累计并网发电超过65亿千瓦时。同时,非晶硅薄膜电池生产线、秸秆发电和垃圾发电项目均已建成并投入运营。

园区建设方面,如东县拥有六大经营园区:洋口港经济开发区、如东经济开发区、沿海经济开发区、循环经济产业园、南通外向型农业综合开发区和如东高新技术产业开发区,目前部分园区已经建成。

2014年,如东县全年实现地区生产总值615.51亿元,按可比价计算,比上年增长10.2%。其中,第一产业增加值65.30亿元,比上年增长3.4%;第二产业增加值297.11亿元,比上年增长10.2%;第三产业增加值253.10亿元,比上年增长12.2%。按户籍人口计算人均地区生产总值58972元,比上年增长10.3%;按常住人口计算人均地区生产总值62631元,比上年增长10.4%。三次产业增加值比例为10.6:48.3:41.1。

2014年,如东县全年固定资产投资完成额427.93亿元,比上年增长19.1%。在投资完成额

中,工业投资280.01亿元,比上年增长12.9%。全年共实施千万元以上项目212个,项目完成额280.01亿元,比上年增长12.9%。服务业投资增势强劲,全年投资147.42亿元,比上年增长32.5%。房地产开发进入调整期,其中房地产开发投资31.47亿元,比上年下降18.1%;房屋施工面积209.40万平方米,比上年增长12.8%;商品房销售面积29.10万平方米,比上年下降55.7%;商品房销售额19.00亿元,比上年下降49.7%。

2014年,如东县全年实现工业增加值245.42亿元,比上年增长11.4%。规模以上工业企业实现工业总产值1705.04亿元,比上年增长13.0%,其中规模以上高新技术产业产值突破700亿元,增长15.4%,占规模以上工业总产值41.8%,比上年提高2.1个百分点;新能源、新材料、生物技术和新医药、智能装备、智能传感、节能环保等六大新兴产业产值396.72亿元,比上年增长18.0%,占规模以上工业总产值23.3%,比上年提高0.6个百分点。

城镇建设方面,如东县全年共完成等基础性市政工程建设投入共计20亿元。全年实施8项路桥工程,其中友谊路B标、西环路污水主管网、嘉陵江西段工程已完工。全年共完成县城区道路建设总长12公里。全年共新增公共绿地面积31.2万平方米,城市绿地率上升2.54%,绿化覆盖率提高2.75%,城区绿地养护面积已达140公顷,完成人民公园全部游乐设施拆除工作、绿化改造2000平方米。全年共完成23个征收项目,征收面积约120万平方米。住房保障方

面,全年完成了保障性安居工程9项和老小区改造4个。保障性安居工程新开工1982套,24.38万m²。基本建成2607套,27.43万m²。全年建成保障房1465套,11.5万m²,改造城市危旧房建成安置房1142套,15.93万m²。投入约4500万元,从开发企业收购60套商品房作安置房源,缓解了安置房源紧缺的矛盾。廉租房租赁补贴保障109户、发放补贴约25.8万元。

财政收支方面,全县2014年实现财政总收入128.34亿元,比上年增长25.3%;财政总支出134.14亿元,比上年增长30.6%。实现公共财政预算收入50.01亿元,比上年增长23.0%;公共财政预算支出79.20亿元,比上年增长18.0%。县域经济基本竞争力连续十二年跻身全国百强县(市)行列。

(2) 财政实力及政府负债

2014年如东县地方综合财力128.81亿元,较上年的102.58亿元增长25.57%,其中,一般公共预算收入占38.83%、转移支付和税收返还收入占22.80%、国有土地使用权出让收入占30.67%、预算外收入占7.71%,财力结构较为稳定。

2014年如东县一般公共预算收入50.01亿元,较上年增长23.01%。其中税收收入41.53亿元,同比增长22.96%;非税收入8.48亿元,同比增长23.27%。2014年如东县转移支付和税收返还收入29.36亿元,其中一般性转移支付收入16.06亿元,专项转移支付收入10.69亿元;国有土地使用权出让收入39.50亿元,受当年大规模出让土地影响,同比大幅增长67.35%。

表2 如东县地方政府债务余额及综合财力统计表(单位:万元、%)

地方债务(截至2015年3月底)	金额	地方财力(2014年度)	金额
(一)直接债务余额	515184.20	(一)地方一般公共预算收入	500127
1、外国政府贷款	11952	1、税收收入	415304
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	84823
(1)世界银行贷款		(二)转移支付和税收返还收入	293646
(2)亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	160550
(3)国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	106912
(4)其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	26184

3、国债转贷资金	1965.55	(三) 国有土地使用权出让收入	395021
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	384184
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	
6、国内金融机构借款	249842.70	3、农业土地开发资金	1253
(1) 政府直接贷款		4、新增建设用地有偿使用费	9584
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	249842.70	(四) 预算外财政专户收入	99336
7、债券融资	45000		
(1) 中央代发地方政府债券	45000		
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款			
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款	31583.10		
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	174840.85		
(二) 担保债务余额	423200		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	23200		
4、政府担保的融资平台债券融资	400000		
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额= (一) + (二) *50%	726784.20	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	1288130
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) *100%	56.42%		

资料来源：如东县财政局

地方政府债务方面，截至 2014 年底，如东县本级政府直接债务余额 51.52 亿元，担保债务余额 42.32 亿元，如东县政府全部债务余额 72.68 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 56.42%，如东县地方本级政府债务总体水平适中。

总体看，如东县经济快速发展，财政实力不断加强，目前地方政府债务负担适中，整体上为公司提供了良好的外部发展环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是国有独资企业，如东县东泰社会发展投资有限责任公司为其唯一股东。公司实际控制人为如东县投资管理办公室。

2. 企业规模

公司是如东县城市基础设施建设重要投融资主体，同时兼备水利工程投资及开发建设职能。近年来在政府不断支持下，公司通过招拍挂获取了优质的土地资源，截至 2014 年底，公司拥有土地合计 5263.12 亩。

业务经营方面，公司承接着如东县住房和城乡建设局（以下简称“住建局”）所有市政工程项目，为公司提供充足的项目储备；同时，公司还是如东县保障房及安置房主要的建设主体。

3. 人员素质

截至2014年底，公司高级管理人员3人，包括总经理1人，副总经理2人。

周晓锋，女，1967年11月出生，大学学历。历任长沙供销社、如东县气流纺厂、掘港镇中心供销社、如东县人民公园、如东县园林管理处等

单位会计职务；2014年6月至今，担任公司董事长兼总经理。

截至2014年底，公司本部在职员工12人，其中，本科及以上学历8人、大专学历3人、高中中专及以下学历1人；从人员年龄结构来看，30岁以下的5人、30~50岁之间的5人、50岁以上的2人。

总体看，公司员工年龄结构合理，文化程度较高，整体素质能满足其经营管理需求。

4. 政府支持

公司是如东县城市基础设施投资建设主体，在资本金注入及财政补贴等方面获得了政府的大力支持。

政府资本金注入

自公司成立以来，为支持公司获取优质土地资源以及大力推动市政工程建设，政府通过注入资本金给予了公司资金方面支持。2012~2013年，公司分别获得政府性资本金35.58亿元和4.11亿元，计入公司资本公积。在资金使

用上，一方面公司利用该资金通过招拍挂获得土地；另一方面，用于支持承建的市政工程（于“在建工程”中核算）建设。需要注意的是，2011年以前，市政工程竣工移交后直接核减“资本公积”，2012年以后完工的市政工程处置方式并不明确，暂做挂账处理，若未来仍核减“资本公积”，公司权益稳定性或受负面影响。

截至2014年底，公司拥有土地5263.12亩，账面价值合计58.25亿元，计入公司无形资产；其中用于抵押的土地价值57.36亿元。根据公司目前土地抵押借款情况，公司土地抵押折扣率一般在50%左右，与同行业公司相比，土地折扣率偏高。

另外，为提升土地资产整体质量，公司将部分因土地证件暂不齐全的土地进行了剥离，截至2014年底，公司剥离土地价值累计金额为4.77亿元，2014年剥离0.29亿元，财务核算上同时减少无形资产和资本公积。截至目前，不合规土地已全部清理完毕。

表3 公司拥有土地情况

土地证号年份	地块宗数	土地面积（亩）	入账价值（万元）	土地用途
2007年	2	387.15	18789.82	商住
2008年	2	515.77	26652.97	商住
2009年	3	1085.21	103801.79	批、住、商、其、城
2010年	1	93.83	25126.82	批、住、商、其、城
2011年	1	4.63	1430.59	批、住、商、其、街
2012年	21	2700.12	333140.52	批、住、商、其
2013年	10	476.42	73603.70	批、住、商、其、城
合计	40	5263.12	582546.21	

资料来源：公司提供

资金补贴

为充分实现公司投资建设主体职能，加大城市基础设施建设力度，如东县政府每年对公司拨付融资补贴资金。2012~2013年，公司收到融资补助分别为2001.04万元和10.80万元，计入营业外收入。

总体看，政府在资本金注入及补贴资金方面给予了公司大力支持，为公司未来发展壮大

提供了有力保障。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是由如东县东泰社会发展投资有限责任公司出资设立的国有独资公司，依据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规规

定，于 2009 年 3 月制定并签署了公司章程。

公司设立董事会，成员为 3 人，由股东委派产生；董事任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生；董事长为公司法定代表人，任期为 3 年，届满可连选连任。董事会对股东负责，董事会决议的表决实行一人一票制度。

公司设监事 1 人，由股东委派，监事任期每届 3 年，任期届满，连选可以连任。公司董事及高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理 1 人，副总经理若干，由董事会决议聘任或者解聘，总经理对董事会负责，主要负责主持公司的生产经营管理、组织实施董事会决议等工作。

2. 管理水平

公司根据企业定位、业务特点及业务需求设置了总经理办公室、财务管理部、经营管理部和投融资部共 4 个职能部门，各部门职责明确。

内部控制

为了加强和规范公司内部控制，提高公司经营管理水平和风险防范能力，促进公司可持续发展，根据《中华人民共和国会计法》及《企业内部控制规范》等有关法律法规，公司制定了《内部控制制度》。该制度涉及内容包括货币资金、采购与付款、存货、固定资产、成本费用、筹资以及财务报告的编制等。

财务管理

公司财务管理的基本任务：选择合理的筹资方式和结构，有效利用公司资源，进行优化配置；做好各项财务收支的预算、核算、控制、分析和考核工作；通过筹资、投资、经营、利润分配活动，正确处理各项财务关系；建立健全财务预算体系，努力提高公司经济效益，确保资产的保值和增值。公司实行资本权属清晰、财务关系明确、符合法人治理结构要求的财务管理体制。同时，公司实行分级财务管理制度，对于全资和控股子公司以及参股公司的

管理，根据公司所占股权比重和拥有的实质控制权情况，实行财务人员委派制度或其他财务管理、监督方式。另外，公司建立了财务风险管理制度，明确股东、管理层、经理层及其他相关人员的管理权限和责任，按照风险与收益均衡、不相容职务分离等原则，控制财务风险。

投融资管理

公司投资管理的范围包括：投资项目的申报和受理；项目审查与评估、审批；编制公司投资预算；协调投资项目的筹资；监控和协调项目实施；组织项目验收和投产运营考核评价、总结投资经验以及对投资的监控管理等。公司对外投资由总经理提出投资方案，必要时由董事会组织有关专家、专业人员进行评审。对外投资审批权限根据公司章程及公司相关制度的规定执行。投资项目实行项目负责人制，项目负责人为投资项目的责任人，由总经理提名，董事长（或董事会）任命。

子公司管理

公司对子公司的管理遵循诚实信用、平等、自愿、公平、公开、公允的原则，不损害公司和其他股东的利益。对下属子公司的管理包括：人事管理、财务管理、资产管理、投融资管理、对外担保管理。在财务管理方面，子公司应当遵守公司制定的财务管理制度；公司对子公司执行财务制度的情况，进行内部审计；公司全面负责子公司的预算管理，并对执行情况进行内部审计；为提供资金使用效力和防范风险，公司对控股子公司的资金实行集中管理，规范子公司的开户管理，对于超过 10 万元的大额资金支出应，当经公司财务部门审批。在资产管理方面，公司负责对各子公司经营审计、重大经营活动专项审计、投资风险审计等；公司对各子公司的项目申报、争取政府及行业部门政策及经费支持进行统筹管理。

整体看，公司法人治理结构有待完善，部门设置相对简单，但内部管理制度基本能满足日常经营需求。

七、经营分析

近年来，公司主要承担如东县市政工程建设及保障房建设任务，营业收入中体现为项目管理业务。

2012~2014 年，公司营业收入规模较小，分别为 1.64 亿元、0.70 亿元和 1.46 亿元，2013 年市政工程投入较少，当年收入较低。从收入构成看，项目管理业务为近年公司收入主要来

源，占比保持在 90%以上，此外公司还通过资产租赁业务、监理业务、拆迁服务等实现少额的租赁收入和其他业务收入，占营业收入比重较小。根据如东县财政局东财基【2006】213 号文件和东财基【2012】18 号文件，对于公司承建的市政工程项目，公司按照年度工程新增投资额计提项目管理费，进而将其确认为当期项目管理业务收入。由于项目管理业务成本无法匹配，故近年该项业务毛利率为 100%。

表4 近三年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目管理业务	15537.65	92.95	100.00	6456.52	92.02	100.00	13553.37	93.09	100.0
租赁业务	286.00	1.71	-131.82	50.76	0.72	100.00	--	--	--
其他	891.74	5.33	37.72	508.84	7.25	38.02	1006.13	6.91	93.69
合 计	16715.39	100.00	92.71	7016.12	100.00	95.51	14559.49	100.00	99.56

资料来源：公司审计报告

注：其他业务包括监理费、下脚料销售、拆迁服务费及资金占用收入。

市政工程建设

公司作为如东县城市基础设施投资建设主体，近年来市政工程建设业务主要围绕道路建设及改造和污水管网等工程展开，建设资金来源主要为政府投入的资本金及外部融资借款。

根据如东县财政局《关于对承担基础设施建设的投资公司结算工程项目管理费的通知》（东财基【2006】213 号），对于公司承建的市政工程项目，公司按照年度工程新增投资额计提 15%项目管理费，进而将其确认为当期项目管理业务收入；2012 年根据财政局东财基【2012】18 号文件，自 2012 年起项目管理费计提比例提升至 20%；考虑到未来基建业务可持续发展，公司遵循谨慎性原则将 2013 年项目管理费计提比例回调至 15%。账务核算方面，公司市政工程建设成本计入在建工程和现金流购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金科目；待项目竣工移交后，2011 年以前，直接将在建工程直接核减资本公积（截至 2011 年底公司在建工程累计核减资本

公积 11.82 亿元），2012 年以后，对于完工项目处理方式尚未确定，在建工程移交较少，资本公积核减较少（2013 年结转在建工程 0.38 亿元，2012 和 2014 年均未结转在建工程）。截至 2014 年底，公司资产中在建工程总额 34.11 亿元，由于部分工程已完工但尚未结算移交，故暂做挂账处理。

近年来，公司承建的市政工程业务量大，但多数工程投资金额相对较小。完工的市政工程项目主要包括青园南路改造、珠江路广场、海花路、东二环如泰河大桥、东二环如泰河北匝道、长江路掘苴河桥、长江路（钟山路—西郊公墓）、砖瓦厂地块道路、武夷山路、金沙江路、渭河路、淮河路东延、富春江路西延、通湖路、太行山路、井冈山路及解放路北延、友谊路改造、嘉陵江路等。

表5 近年公司市政工程完成情况（单位：个、万元）

年份	完工数量	完成投资额
2012 年	15	77688.26
2013 年	12	43043.58

2014 年	19	72652.29
合计	46	193384.13

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司市政工程建设完成投资额分别为 7.77 亿元、4.30 亿元和 7.27 亿元；计提项目管理费分别为 1.55 亿元、0.65 亿元和 1.36 亿元。

房地产开发建设

公司房地产开发建设主体为下属 4 级子公司如东县鑫源城投房地产开发有限公司（以下简称“鑫源房地产”）。鑫源房地产自成立以来，经营业务一直围绕如东县保障房及安置房建设开展，相继承接了阳光家园保障房和新光二期安置房工程建设。其中保障房房源分为公租房、廉租房和经济适用房，经济适用房将按政策要求对外出售。

对于保障房建设，根据委托代建协议，公租房及廉租房部分，在开发建设成本内给予 3% 的建设单位管理费，作为公司代建报酬；经适房部分，在开发建设成本内给予 3% 的建设单位管理费，同时按开发建设成本（扣除建设单位管理费）3% 的比例计提开发利润，建设单位管理费及开发利润一同作为公司代建报酬。资金回流方面，待项目竣工验收交付后，委托单位按照财政及审计部门确认的成本价回购廉租房和公租房（回购资金与前期拨付资金对冲结算）；经适房由公司按照《如东县保障性住房管理办法》相关规定出售。对于安置房建设，待项目竣工后，由被安置对象按照如东县相关拆迁安置政策直接认购房屋，从而实现公司建设资金回流。

财务核算方面，公司保障房及安置房开发成本支出计入存货和现金流中购买商品、接受劳务支付的现金科目，未来待回购或交房使用后，存货结转成本并确认收入。

阳光家园保障房工程总建筑面积 8.50 万平方米，住房 936 套，占地 56 亩，计划总投资额 2.50 亿元，其中廉租房、公租房及经适房面积占比分别为 6.78%、72.78% 和 20.44%；截

至 2014 年底，该项目已完成累计投资额 2.40 亿元，工程建设已基本完工，预计政府将于 2015 年下半年开始进行 5 年期分期回购。新光二期安置房工程总建筑面积 17 万平方米，占地 114 亩，计划总投资额 4.70 亿元，该项目共分 3 期施工，截至 2014 年底，已完成累计投资额合计 2.40 亿元，其中 1 期工程 3 万平方米已竣工并通过验收；2 期工程 6 万平方米 2015 年底封顶；3 期工程目前尚处于施工图纸审查阶段，预计 2016 年 7 月竣工。

未来发展

表6 截至2014年底公司规模以上在建工程情况

（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2014 年底累计投资额	2015 年计划投资额
在建项目			
东二环路	72000	70160	--
西环路	73000	70829	--
污水截流工程	32000	30219	--
长江路东延及西延工程	25000	20064	3000
阳光家园保障房	25000	24000	1000
嘉陵江路	55000	12000	21000
新光安置小区	47000	24000	5000
小计	282000	227272	25000
拟建项目			
牡丹江路东延（泰山路-东环路）	15000	--	5000
东环路北延（周园路-洋口大道）	39800	--	15000
如东县郊野公园一期	16000	--	2000
江海路（青园路-东环路）	7000	--	2500
焊业路（江海路-嘉陵江路）	9000	--	5000
尾水达标排海管道工程	23000	--	5000
如泰河南侧沿河绿化（人民公园至正大立交桥）	7600	--	7600
通海路（江海路-珠江路）	3700	--	3700
长江路南侧景观绿化工程	10000	--	8000
人民路改造	5000	--	2000
爱民路南侧安置小区	50000	--	12000
老政府地块安置小区	40000	--	15000
小计	226100	0	82800
合计	508100	227272	107800

注：公司提供

未来几年，公司将继续延续目前经营业务情况，主营业务依然以市政工程建设及保障房、安置房建设为主。随着如东县经济不断发展，城市

建设投入不断加大，同时考虑到棚户区改造工程快速推进，公司资产规模及收入水平有望得到提升。

储备土地未来开发方面，目前公司权属土地主要集中在如东县城中心、东安园区、小洋口沿海经济开发区等地带，未来随着城区发展，同时考虑到洋口港已于 2014 年 8 月被国务院列为一类口岸，以及东安园区整体规划推进，公司储备土地升值空间较大。在开发利用方面，目前洋口港及东安园区落户企业逐年增多，配套设施建设需求较大，公司未来就具体发展情况将进行部分土地的二级开发。

从在建及拟建项目情况看，截至 2014 年底，公司在建及拟建项目计划总投资额 50.81 亿元，在建项目累计投资额 22.73 亿元，2015 年计划投资额合计 10.78 亿元。另外，考虑到棚户区改造项目逐步推进，公司未来对外融资压力预计将不断上升。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年度财务报表已经中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，出具了标准无保留意见的审计结论。2013 年，公司财务报表合并范围共有子公司 7 家，分别为如东方圆城建投资有限公司、如东县鑫源投资发展集团有限公司、如东县鑫源城投房地产开发有限公司、如东县鑫源建材贸易有限公司、如东县鑫鑫水务设施建设有限公司、如东县鑫源土地开发有限公司和如东县鑫源城投绿化有限公司。近三年公司合并范围无变化，公司财务数据可比性较强。

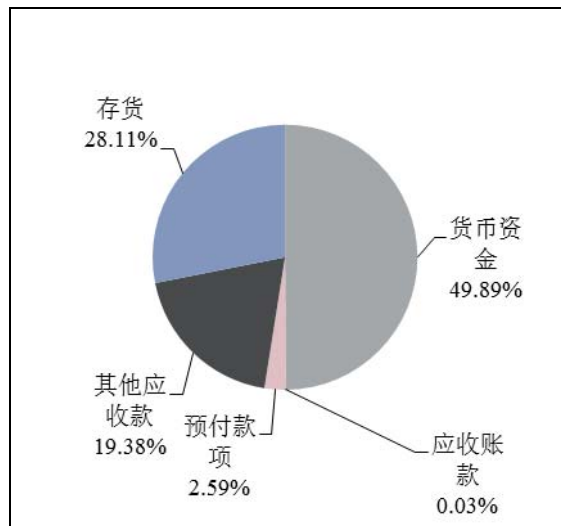
截至2014年底，公司合并资产总额130.92亿元，所有者权益合计52.64亿元，少数股东权益5.62亿元。2014年，公司合并口径实现主营业务收入1.46亿元，利润总额1.17亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产持续较快增长，年均复合增长 24.76%，主要来自流动资产和在建工程的增加；截至 2014 年底，公司资产总额为 130.92 亿元，其中流动资产占 29.26%，非流动资产占 70.74%，资产结构以非流动资产为主。

2012~2014 年，公司货币资金和存货增长较快，带动流动资产年均复合增长 98.37%，截至 2014 年底公司流动资产为 38.31 亿元，其中货币资金占 49.89%、其他应收款占 19.38%、存货占 28.11%，其他为少量应收账款和预付账款。

图 1 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年底，公司货币资金持续快速增长，年均复合增幅 254.12%，截至 2014 年底为 19.12 亿元，主要为银行存款（10.01 亿元）、其他货币资金（9.11 亿元，为定期存单和银行承兑汇票保证金，全部为受限资金）和少量现金。

2012~2014年底，公司其他应收款持续上升，年均复合增幅23.85%，主要由于公司往来款增加所致。截至2014年底，其他应收款余额为7.43亿元，主要为公司与相关方往来款。从账龄看，截至2014年底，按账龄组合计提坏账准备的其他应收款中，账龄在1年以内的占74.73%，1~2年的占16.31%，2~年的占5.65%，其余账龄在3年以上，整体看账龄较短；其他应收款共计提坏账准备0.32亿元，计提比例为4.09%。截至2014年

底,公司其他应收款前五名金额合计5.39亿元,占其他应收款总额的72.54%,主要为对南通东元建筑安装工程有限公司、江苏新源建筑工程有限公司的往来款,回收风险不大。

表7 截至2014年底公司其他应收款前五名明细
(单位:万元)

单位	金额	性质
南通东元建筑安装工程有限公司	24250.00	往来款
江苏新源建筑工程有限公司	14000.00	往来款
如东县方泰城乡建设工程有限公司	10000.00	往来款
金鑫交通工程建设公司	3000.00	往来款
南通五建建设工程有限公司	2669.66	往来款
合计	53919.66	--

资料来源:公司审计报告

2012~2014年,公司预付账款规模均较小,截至2014年底为0.99亿元,主要为公司预付工程款和预付购房款等。

2012~2014年,公司存货持续增长,年均复合增幅126.09%。截至2014年底,公司存货10.77亿元,其中开发成本占99.99%,主要包括保障房和安置房建设成本,以及拆迁补偿款;其余为少量低值易耗品。

2012~2014年,公司非流动资产年均复合增长11.59%;截至2014年底为92.61亿元,其中在建工程占36.83%、无形资产占62.91%。

2012~2014年,公司长期股权投资变动不大,年均复合增长9.37%。公司长期投资均为长期股权投资,且规模较小,截至2014年底为0.07亿元,全部为对如东大众燃气有限公司的投资。

2012~2014年,受工程投入增加影响,公司在建工程持续增长,年均复合增长率为45.65%。截至2014年底,公司在建工程34.11亿元,主要为东二环路、西环路在建工程以及污水节流工程、掘苴河污水管网等工程。

2012~2014年,公司无形资产较为稳定,年均复合增长率为0.11%。截至2014年底,公司无形资产58.26亿元,土地使用权占99.99%,

其余为少量海域使用权;土地资产中用于抵押的土地价值57.36亿元,土地资产抵押率高。

整体看,公司资产规模增长较快;资产结构以土地使用权和在建工程为主。公司资产中,货币受限资金规模相对较大、存货变现能力弱及其他应收款对公司资金形成一定占用,公司资产流动性弱,整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2012~2014年,公司所有者权益变动不大,年均复合增长0.61%。截至2014年底,公司所有者权益合计52.64亿元,从权益结构来看,实收资本、资本公积、未分配利润、少数股东权益分别占比6.46%、75.06%、7.19%和10.67%。

2012~2014年,公司资本公积年均复合下降1.86%,截至2014年底为39.51亿元;公司资本公积变动主要来自政府的资本金投入。整体看,公司权益结构中实收资本和资本公积占比较高,但由于之前年度存在工程竣工移交后核减资本公积的情况,在建的工程未来处理方式尚不明确,若未来继续核减资本公积,或对公司权益稳定性产生不利影响。

2012~2014年,公司负债规模年均复合增长51.14%,三年分别为32.11亿元、52.15亿元和78.29亿元,2014年一年内到期的非流动负债增加,带动当年负债总额大幅增长。截至2014年底,公司负债合计78.29亿元,其中流动负债占比89.27%,长期负债占比10.73%,公司负债以流动负债为主。

2012~2014年,公司流动负债规模增长快速,年均复合增长61.84%,主要是其他应付款和一年内到期的非流动负债大幅增加所致。截至2014年底,公司流动负债69.89亿元,其中短期借款占13.07%、应付票据占7.23%、其他应付款占47.02%、一年内到期的非流动负债占2.87%。

2011~2013,受保证借款、抵押借款增加影响,公司短期借款同比增长162.26%,截至2014年底为9.13亿元,其中保证借款7.73亿元、抵

押借款 1.00 亿元，信用借款 0.40 亿元。

2012~2014 年，由于近年新开工项目尚未进入付款阶段，公司应付账款持续下降，年均复合下降 13.04%。截至 2014 年底，公司应付账款 2.68 亿元，账龄在一年以内的占 30.47%，1~2 年的占 43.79%，其余账龄 2 年以上。截至 2014 年底，公司应付账款前五名金额 1.38 亿元，占应付款比例为 51.49%，主要为应付江苏顺通建设集团有限公司、南通大通建设有限公司等公司的工程款。

2012~2014 年，公司预收账款波动增长，三年分别为 6949.75 万元、16.27 万元和 1.75 亿元，2014 年大幅增长主要系预收如东县住房改革发展保障办公室对于如东县砖瓦厂地块保障房项目（即阳光家园）廉租房、公租房的回购款所致。截至 2014 年底，公司预付账款账龄全部在 1 年以内，其中预收如东县住房改革发展保障办公室款项合计 1.73 亿元，其余为预收如东县土地资产储备开发中心、如东县江海枫韵酒店等款项。

2012~2014 年，公司其他应付款波动上升，年均复合增长 29.06%。截至 2013 年底，公司其他应付款 40.80 亿元，其中当期新增信托借款合计 19.98 亿元，帮贷款 9.77 亿元，其余为往来款；截至 2014 年底，其他应付款 32.86 亿元，主要为往来款、一年期流贷以及项目贷款等（信托借款已调整至短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债），2014 年公司其他应付款中有息借款 10.24 亿元，全部为一年期帮贷款，已计入有息债务。截至 2014 年底，前五名其他应付款合计 13.53 亿元，主要为应付港城区域供水公司、如东县方泰城乡建设工程有限公司等款项，前五名其他应付款占其他应付款总额的 41.17%。

表8 截至2014年底公司前五名其他应付款明细
(单位：亿元、%)

债权单位	金额	比例
港城区域供水公司	3.30	10.04
如东三益鸿生污水处理有限	3.28	9.98

公司		
如东县方泰城乡建设工程有限公司	3.20	9.74
如东滨城供水有限公司	2.05	6.24
如东县大通建设工程有限公司	1.70	5.17
合计	13.53	41.17

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 18.08 亿元，为 2014 年新增，系长期债务到期所致；其中，保证借款 8.38 亿元，抵押借款 9.70 亿元（其中以土地资产作抵押的信托借款 9.30 亿元）。

2012~2014 年，公司非流动负债波动上升，年均复合增长 24.35%，截至 2014 年底为 8.40 亿元，全部为长期借款。

2012~2014 年，公司长期借款波动上升，年均复合增长 31.00%，截至 2014 年底为 8.40 亿元，其中土地使用权抵押借款 6.40 亿元，保证借款 2.00 亿元。

2012 和 2013 年，公司长期应付款分别为 0.54 亿元和 0.87 亿元，全部为融资租赁款，已调入公司长期债务。截至 2014 年底，融资租赁款已全部清偿。

2012~2014 年，公司全部债务年均复合增长 65.88%。截至 2014 年底，公司全部债务为 50.91 亿元，债务结构以短期债务为主（占 83.50%）；短期债务合计 42.51 亿元，同比大幅增长 202.85%，主要系信托借款、保证借款即将到期（一年内到期的非流动负债）以及短期借款增加所致。

从公司债务负担看，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率持续上升，上述指标三年均值分别为 52.63%和 42.88%，2014 年分别为 59.79%和 49.16%。长期债务资本化比率波动上升，近三年分别为 11.80%、33.22%和 13.76%，其中 2014 年受科目调整并且大部分信托借款到期影响，长期债务有所下降，带动长期债务资本化比率有所下降。

图2 公司债务负担情况



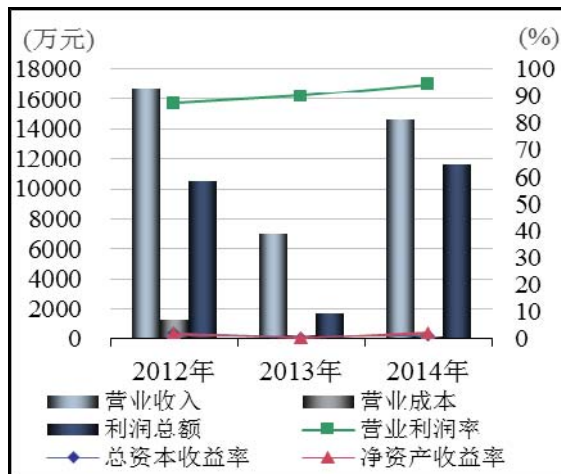
资料来源：公司审计报告

总体看，近年来公司债务规模快速上升，债务结构以短期债务为主，一年内到期的信托借款、保证借款以及短期借款增加带动短期债务大幅上升，公司面临较大的短期支付压力。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司主营业务收入波动下降，年均复合下降6.67%。从收入构成来看，近三年均以项目管理业务为主。2014年公司实现主营业务收入1.46亿元，其中项目管理收入1.36亿元。受其他业务毛利率上升影响（项目管理业务未确认成本），公司营业利润率逐年上升，2012~2014年分别为87.32%、90.03%和94.36%。

图3 公司盈利水平情况



资料来源：公司审计报告

公司期间费用以管理费用为主，近三年呈波动上升态势，三年分别为0.37亿元、0.42亿元和0.10亿元，其中2014年规模较小主要系利息收入较多导致财务费用为负所致；公司期间费用率分别为21.87%、59.38%和7.08%，公司期间费用控制能力逐步增强。2012~2014年，公司营业利润分别为0.92亿元、0.21亿元和1.17亿元。

2012~2014年，公司营业外收入分别为2005.15万元、26.73万元和389.78万元，其中2012和2013年收到政府补助2001.04万元和10.80万元，政府补助对公司利润总额贡献较小。近三年，受益于公司期间费用和成本的控制能力增强，公司利润总额呈波动上升趋势，三年分别为1.05亿元、0.16亿元和1.17亿元。

从主要盈利指标看，2012~2014年总资本收益率波动下降，三年平均值为1.32%，2014年该指标为1.49%；净资产收益率波动上升，三年平均值为1.65%，2014年为2.27%。

整体看，受业务性质影响公司自身盈利能力弱，项目管理业务对营收贡献较大。未来，随着棚户区改造以及保障房建设的逐步推进，公司营业收入有望提高。

5. 现金流

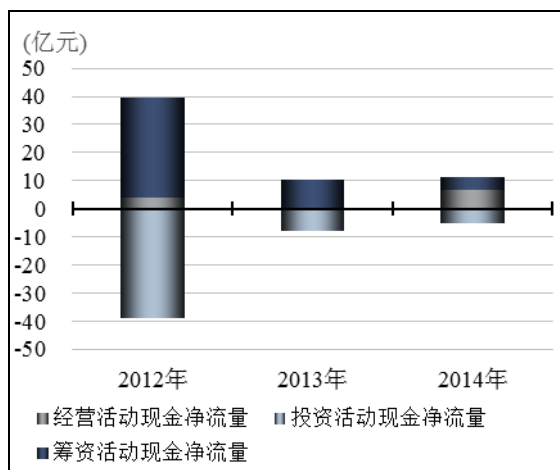
经营活动方面，2012~2014年公司经营活动现金流入年均复合增长66.94%，2014年为25.99亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金2.28亿元，以项目管理费资金流入以及预收如东县住房改革发展保障办公室款项为主；收到的其他与经营活动有关的现金23.72亿元，主要为往来款。近三年，公司现金收入比分别为82.13%、185.96%和156.34%，公司现金收入质量较好。2012~2014年公司经营活动现金流出量年均复合增长91.68%，主要系支付往来款大幅增长所致。2014年，公司经营活动现金流出为19.36亿元，其中购买商品、接受劳务支付现金4.06亿元，主要为保障房及安置房建设支出；支付的其他与经营活动有关的现金为15.27亿元，主要为往来款。2012~2014年，公司经营活动现金净

流量分别为 4.06 亿元、-0.29 亿元和 6.63 亿元，整体看公司经营活动现金流量受往来款影响大。

投资活动方面，近三年公司投资活动产生的现金流均表现为净流出，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。2012~2014 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金分别为 38.76 亿元、7.38 亿元和 5.92 亿元，主要系公司购置土地款及市政工程建设支出，2012 年由于购置大量土地导致该项现金流出规模较大。

筹资活动方面，2012~2014 年公司筹资活动现金流入年均复合下降 6.35%。2012 和 2013 年，公司吸收投资收到的现金主要系政府的资本性投入。2014 年，公司加大举债力度，取得借款收到的现金大幅增长，2012~2014 年分别为 17.28 亿元、1.64 亿元和 15.37 亿元。近三年，公司收到的其他与筹资活动有关的现金主要为收到的信托资金等款项，三年分别为 0.63 亿元、17.30 亿元和 17.90 亿元。近三年，公司筹资活动现金流出以偿还债务本息和支付其他与筹资活动有关的现金为主，三年年均复合增长 258.12%，其中 2014 年支付其他与筹资活动有关的现金 19.53 亿元，主要为支付的票据保证金和往来借款等支出。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 35.70 亿元、10.46 亿元和 4.56 亿元。

图 4 公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司经营活动获现能力尚可，但受往来款收支情况影响大；随着工程推进以及公司支付购地款，投资活动现金流体现为净流出；公司对政府注资及债务融资等外部资金依赖程度较大。未来随着项目建设支出的进一步扩大，公司外部融资压力趋于上升。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，受货币资金和存货持续增加带动流动资产规模上升影响，2012~2014 年流动比率和速动比率持续上升，三年加权平均值分别为 48.63% 和 35.77%，2014 年上述指标分别为 54.82% 和 39.41%。2012~2014 年，受经营活动现金净流量波动影响，公司经营现金流动负债比存在波动，分别为 15.21%、-0.61% 和 9.49%。同时，考虑到公司一年内到期的信托借款、保证借款以及帮贷款大幅上升，公司存在较大短期支付压力。

从长期偿债指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 1.24 亿元、0.31 亿元和 1.37 亿元，公司全部债务/EBITDA 分别为 14.93 倍、129.93 倍和 37.19 倍。

整体看，公司自身偿债能力弱，但考虑到公司是如东城市基础实施建设重要主体，政府在资本金划拨方面给予了公司大力支持；同时，公司目前大部分债务均由自有土地作抵押，公司整体偿债能力一般。

截至 2014 年底，公司合并口径共获得银行授信 8.40 亿元，尚未使用授信额度 4.57 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。由于公司部分长短期债务不占银行授信额度，因此公司已使用的银行授信额度与公司有息债务匹配度不高。

截至 2014 年底，公司对外担保 7.75 亿元，担保比率为 14.72%；被担保单位多为信誉优质的建筑类企业，且部分为公司施工方，目前经营状况良好，公司或有负债风险较小。

表9 截至2014年底公司对外担保情况

(单位: 万元)

被担保单位	担保余额
如东县民泰城乡建设工程有限公司	20000.00
如东县三益鸿生污水处理有限公司	15000.00
南通五建建设工程有限公司	21500.00
如东县南黄海开发建设有限公司	10000.00
南通港闸市政工程有限公司	3000.00
南通东路工程有限公司	3000.00
南通大通建设工程有限公司	3000.00
江苏绿业园林绿化公司	1000.00
南通鼎宏建筑材料有限公司	1000.00
合计	77500.00

资料来源: 公司审计报告

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告(银行版, 机构信用代码为: G1032062300005670K), 截至 2015 年 12 月 21 日, 公司无未结清不良信贷信息记录, 有已结清关注类贷款 8 笔, 合计 6900 万元, 均已正常收回。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况, 以及如东县区域发展及财力水平的综合分析, 并考虑到如东县政府在资本金注入方面给予公司支持的综合判断, 公司整体抗风险能力较强。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划募集人民币 12 亿元, 为 2014 年底长期债务的 1.43 倍、全部债务的 23.57%, 本期债券的发行对公司现有债务影响较大。

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 59.79%、49.16%和13.76%, 以该期财务数据为基础, 不考虑其他因素, 本期债券发行后, 上述指标将分别升至63.17%、54.44%和23.93%, 公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2012~2014 年, 公司经营活动现金流入量分别为本期债券发行额度的 0.78 倍、0.78 倍和 2.17 倍。本期债券本金自存续期内第 2 年起分期偿还本金, 每年最高待偿还额为 2.40 亿元。近三年公司经营活动现金流入量对每年最高待偿还本金的保障倍数分别为 3.89 倍、3.89 倍和 10.83 倍。公司经营活动现金净流量分别为本期债券的 0.34 倍、-0.02 倍和 0.55 倍, 对每年最高待偿还本金的保障倍数分别为 1.69 倍、-0.12 倍和 2.76 倍。2012~2014 年, 公司 EBITDA 分别为本期债券发行额度的 0.10 倍、0.03 倍和 1.11 倍, 对每年最高待偿还本金的保障倍数分别为 0.52 倍、0.13 倍和 0.57 倍。

整体看, 公司自身经营状况对本期债券保障能力偏弱, 经营活动现金流入量对每年待偿还本金覆盖能力较好。

十、本期债券收益预测及对本期债券偿还能力分析

本期项目收益债募投项目收益预测依据由江苏省工程咨询中心于 2014 年 6 月出具的《江苏省如东县 2013-2017 年棚户区改造项目(一期)可行性研究报告》(以下简称“可研报告”)。该项目总投资额 236629.10 万元, 建设内容包括棚户区拆迁工程和安置房建设工程, 项目建设周期拟定为 4 年。本期项目选取位于县城核心区的 8 个棚户区进行拆迁改造(产权调换为主, 货币拆迁为辅); 棚户区地块拆迁完成后, 在拆迁地块就地或就近选择地块进行安置房建设, 且配套建设商业、医院、教育等公建设施, 其余地块根据城市规划要求, 进行商业出让, 总体方案图如下。

1. 项目直接收益预测

本期棚户区改造项目直接收入主要包括拆迁户超面积安置部分的销售收入、配套商业用房

销售收入及地下车库销售收入。根据公司与如东县人民政府的初步协议，本次棚户区改造安置小区产权调换部分面积的住宅无偿置换给拆迁户；公建、室外车位、其他公用设施无偿移交给小区业委会；其余超面积安置部分住宅、商业、地下车库（按 50% 车位可销售）等按市场价销售，其中超面积销售及车库主要为安置户购买。

超面积销售

本期项目建设住宅面积 42.35 万平方米，扣除产权调换面积后，可用于市场价销售面积约 1.42 万平方米。根据市场调研，如东县城普通住宅房价在 5500~6500 元/平方米之间，

考虑到本期棚户区改造安置小区的性质，销售价格按现行住宅平均价格偏低取值，按 5600 元/平方米估算，超面积安置住宅销售收入合计约 7952 万元。

商业销售

本期项目建设配套商业建筑面积约 7.56 万平方米，如东县城住宅底商一层价格一般在 35000 元/平方米、二层价格一般在 12000 元/平方米左右。本项目配套商业以两层为主，销售价格按保守估算，综合按 20000 元/平方米计，销售收入约 151240.3 万元。

车位销售

本期项目地下机动车位合计 1379 个，暂按 50% 车位出售，计划出售车位数量约 690 个，销售价格参照如东县现行价格估算，约 60000 元/车位，销售收入约 4140 万元。

表 10 募投项目收入估算表（单位：万元）

项目	金额	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年
超面积销售	7952.00			2195.70	2946.40	2809.90			
车位销售	4140.00			1386.00	1812.00	942.00			
商业销售	151240.30			12928.60	42250.60	55579.10	33399.20	7082.80	
合计	163332.30			16510.30	47009.00	59331.00	33399.20	7082.80	

资料来源：可研报告

2. 其他资金流入预测

除本期棚户区改造项目直接收入外，与项目相关的资金流入还包括地方政府补贴收入。

地方政府补贴收入

按照如东县人民政府出具的《县政府关于下达对江苏省如东县 2013-2017 年棚户区改造项目（一期）给予财政资金补贴的通知》（东政发[2015]7 号），如东县人民政府将分年度给予公司财政补贴资金合计 11.53 亿元。

表 11 地方政府补贴收入测算表（单位：万元）

补贴年份	补贴金额
2019 年	22525.3
2020 年	44163.7
2021 年	48620.4
合计	115309.4

资料来源：可研报告

3. 项目收益对本期债券偿还能力

募投项目的建设将在未来几年为公司带来稳定的经营性收入，是本期债券本息足额偿付的最直接和最重要的资金来源，共计 16.33 亿元。按照项目可行性研究报告计算，销售收入按 5.5% 计提营业税后可用于还本付息，税后收入为 15.43 亿元；地方政府补贴收入可全额用于还本付息，为 11.53 亿元。另外本项目自有资金部分可用于支付债券前期利息，共计 2.19 亿元。上述可用还款资金合计为 29.59 亿元。

运营成本方面，项目竣工后，公司需安排管理人员负责物业销售、财务管理等工作，竣工后前两年按 10 人计算，以后按 5 人计算，人均工资及办公费用综合按 10 万元/年计算。项目物业销售期间会发生营销费用，营销费用第 3 年按 200 万元计算，第 4 至 6 年按 300 万元计算，销

售最后一年按 200 万元计算。上述运营成本共计 1600 万元。

从本期债券偿付保障能力看，项目收入及地方政府补贴现金流入合计金额扣除运营成

本及相关税费后，净现金流为 26.81 亿元，为本期债券本息偿还总额的 1.63 倍；在本期债券存续期内，每年现金流净额对本期债券当期待偿还本息保障倍数维持在 1.00 倍以上。

表 12 募投项目预测现金流对本息覆盖情况（单位：万元）

项目	总额	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年
项目收入	154348.9			15600.3	44427.6	56065.6	31562.2	6693.2	
毛收入	163332.2			16508.3	47013.3	59328.7	33399.2	7082.8	
营业税金及附加	8983.3			908.0	2585.7	3263.1	1837.0	389.6	
地方政府补贴收入	115309.3						22525.2	44163.7	48620.4
减：运营成本	1600.0			200.0	300.0	400.0	400.0	250.0	50.0
合计(可用还款资金)	268058.2			15400.3	44127.6	55665.6	53687.4	50606.9	48570.4
本期债券本息偿还	164550.0			15000.0	26550.0	31200.0	29400.0	27600.0	25800.0
其中：还本	120000.0			6000.0	18000.0	24000.0	24000.0	24000.0	24000.0
付息	44550.0		9000.0	9000.0	8550.0	7200.0	5400.0	3600.0	1800.0
偿债覆盖率	1.63			1.03	1.66	1.78	1.83	1.83	1.88

资料来源：可研报告

注：1、上表第 1 年起始于 2015 年；2、本期债券每年偿付利息按 7.5% 测算；3、可用还款资金已扣除相关税费。

总体看，本期债券还款资金来源充足，未来现金净流量对本期债券本息偿还的覆盖能力较强；同时，本金分期偿还条款的设置也有效降低了本期债券的集中支付压力，且现金流入整体上与本期债券匹配性较强。同时，值得注意的是，项目自身收入主要来自房屋、车位及商业出售，其受市场波动性因素影响较大，联合资信将密切关注实际出售情况以及资金到位情况。另外，项目建设期第二年，本期债券需支付测算利息 9000 万元，根据上表预测情况，该笔利息暂不在以上现金流保障范围内，公司可能面临一定资金支付压力。

十一、债权保护条款分析

1. 担保支持

江苏省信用再担保有限公司为本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

根据江苏再担保出具的《担保函》，其保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损

害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；承担担保责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起 2 年。在《担保函》项下保证范围及保证期内，如公司不能全部兑付债券本息，江苏再担保应主动承担担保责任，将兑付资金于本期债券还本付息日前 10 个工作日划入债券登记托管机构或主承销商指定账户。

江苏再担保是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业。江苏再担保成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 31.00 亿元，随着资本金的逐步到位及增资扩股的实施，目前实收资本增至 37.00 亿元，全部为货币出资。江苏再担保第一大股东为江苏省人民政府，持股比例为 50.00%。江苏省国有资产监督管理委员会代表政府履行出资人职责。江苏再担保主管部门为江苏省金融工作办公室。根据银监会、发改委、工信部等七部委于 2010 年 3 月联合发布的《融资性担保公司管理暂行办法》规定，江苏再担保于 2011 年 11 月取得由江苏省经济和信息化委员会及江苏省中小企业局共同颁发的融资性担保机构经营许可证。

自成立以来，江苏再担保积极与银行进行沟通，协商战略合作方式和手段，争取授信空间，为担保业务的开展奠定了良好基础。目前江苏再担保已与江苏银行总行、国家开发银行江苏省分行、工商银行江苏省分行、中国银行江苏省分行等26家银行开展合作，获得直保授信额度400亿元。

江苏再担保开展的业务包括再担保和直保业务。江苏再担保处在快速发展阶段，业务总体呈快速增长态势。截至2014年底，江苏再担保合并资产总额73.84亿元，所有者权益46.86亿元，江苏再担保2014年度实现主营业务收入7.38亿元，实现净利润2.89亿元。其中，再担保业务收入0.10亿元，担保业务收入2.46亿元，利息收入2.58亿元，租赁收入1.27亿元，典当收入0.10亿元；净利润2.89亿元。

总体看，联合资信评定江苏再担保主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，该评级结论反映了江苏再担保代偿能力很强，风险很小。

2. 募投项目资金封闭运作

为确保本期债券募集资金的封闭运作，公司与兴业银行股份有限公司南通分行（以下简称“兴业银行”）签署了《2015年江苏省如东县2013-2017年棚户区改造项目（一期）项目收益债券募集资金、项目收入归集资金及偿债资金专项账户监管协议》（以下简称“监管协议”），委托兴业银行为本期债券监管银行，并分别在监管银行设立了募集资金专项账户、项目收入归集资金专项账户和偿债保障金专项账户，明确了本期债券募集资金使用和后续还款方式。

募集资金专项账户

募集资金专项账户专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转，确保募集资金的使用符合本期债券募集说明书约定的用途，做到专款专用。临时闲置的募集资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府

支持债券等流动性较好、低风险保本投资，公司将于每年6月底和12月底定期将投资情况告知本期债券债权人。兴业银行南通分行将负责监督公司严格按照本期债券募资用途使用募集资金。若公司未按募集说明书中披露的用途使用募集资金的，兴业银行南通分行应该拒绝公司的提款要求。

项目收入归集资金专项账户

公司在监管银行设立项目收入归集资金专项账户，同时承诺在本期债券存续期内将该账户作为募投项目所产生收入的唯一收款账户，项目运营期间所有账户将全部进入项目收入归集专户。项目收入归集专户接收到本期债券募集资金投资项目所产生的收入时，在3个工作日内将该笔收入划转至本期债券偿债资金专户，公司将全部项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金，偿债准备金以待偿付的全部债券本息为限。划转次数每个计息年度内不少于两次。

偿债资金专项账户

偿债资金专项账户，专门用于项目收益债券偿债准备金的接收、存储及划转，包括但不限于从项目收入归集专户中划转的资金、公司、流动性支持贷款行或担保人划入的其他资金。除偿还本期债券本息外，偿债资金专户资金不得用于其他用途。临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府支持债券等流动性较好、低风险保本投资，并且必须在付息日或兑付日前5个工作日全部转化为活期存款。公司于每年6月底及12月底定期将上述投资情况告知本期债券债权人。

3. 加速到期安排

本期债券设置加速到期安排，当出现启动加速到期条款的情形时，由债权人召开债券持有人大会，经债券持有人大会讨论通过后，可提前清偿部分或全部债券本金。可启动加速到期条款的情形如下：

（1）债券发行三个月后，项目仍未开工；

(2) 项目建设运营过程中出现重大不利事项, 导致项目收益不能达到可行性研究报告和第三方专项意见的预测水平;

(3) 公司破产需对项目有关的财产和权益进行清算。

4. 流动性贷款支持

针对本期债券, 公司与兴业银行签订了《流动性贷款支持协议》, 协议规定公司在本期债券利息和本金兑付发生临时流动性不足时, 应在付息和本金兑付日前25个工作日通知兴业银行。兴业银行承诺当公司兑付本期债券遇到临时资金流动性不足时, 在每次付息和本金兑付前15个工作日, 在符合《商业银行法》以及《贷款通则》的前提下, 将给予公司流动性贷款支持用于本期债券偿付本息, 贷款额度不超过本期债券当期本息偿付金额(具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准)。

另外, 根据监管协议, 在债券存续期间每年债券还本付息日(R日)前30个工作日(R-30日), 兴业银行应对偿债资金专项账户资金余额进行检查, 若偿债资金专户资金余额不足以支付本期债券当期应付本息合计额, 则兴业银行应于R-30日前通知公司进行补足, 补足额为不低于本期债券当期应付本息合计额与偿债资金专户资金余额的差额。

若R-25日公司仍未对上述差额进行补足, 则兴业银行应于R-25日通知本期债券流动性支持贷款行、本期债券受托管理人及本期债券担保人。若为公司资金流动性临时不足, 则应由流动性支持贷款行在R-15日前补足差额; 若R-15日流动性支持贷款行仍未对上述差额进行补足, 则兴业银行应于R-15日通知本期债券担保人, 由本期债券担保人于R-10日前补足上述差额。

总体看, 本期债券募投项目建设及运营阶段存在影响现金流预测的因素, 公司作为偿债主体承担了偿债资金的差额补足义务。本期债

券由江苏省信用再担保有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 本期债券本息到期按时足额偿付的安全性得到有效提升。另外, 本期债券设置加速到期安排, 并且债券募集资金采取封闭管理, 项目收益资金流动监管严格, 可有效防范本期债券的操作风险。

十二、结论

公司是如东县主要的城市基础设施投资建设主体, 在政府资本金支持、业务区域垄断以及土地资源储备等方面具有突出优势。

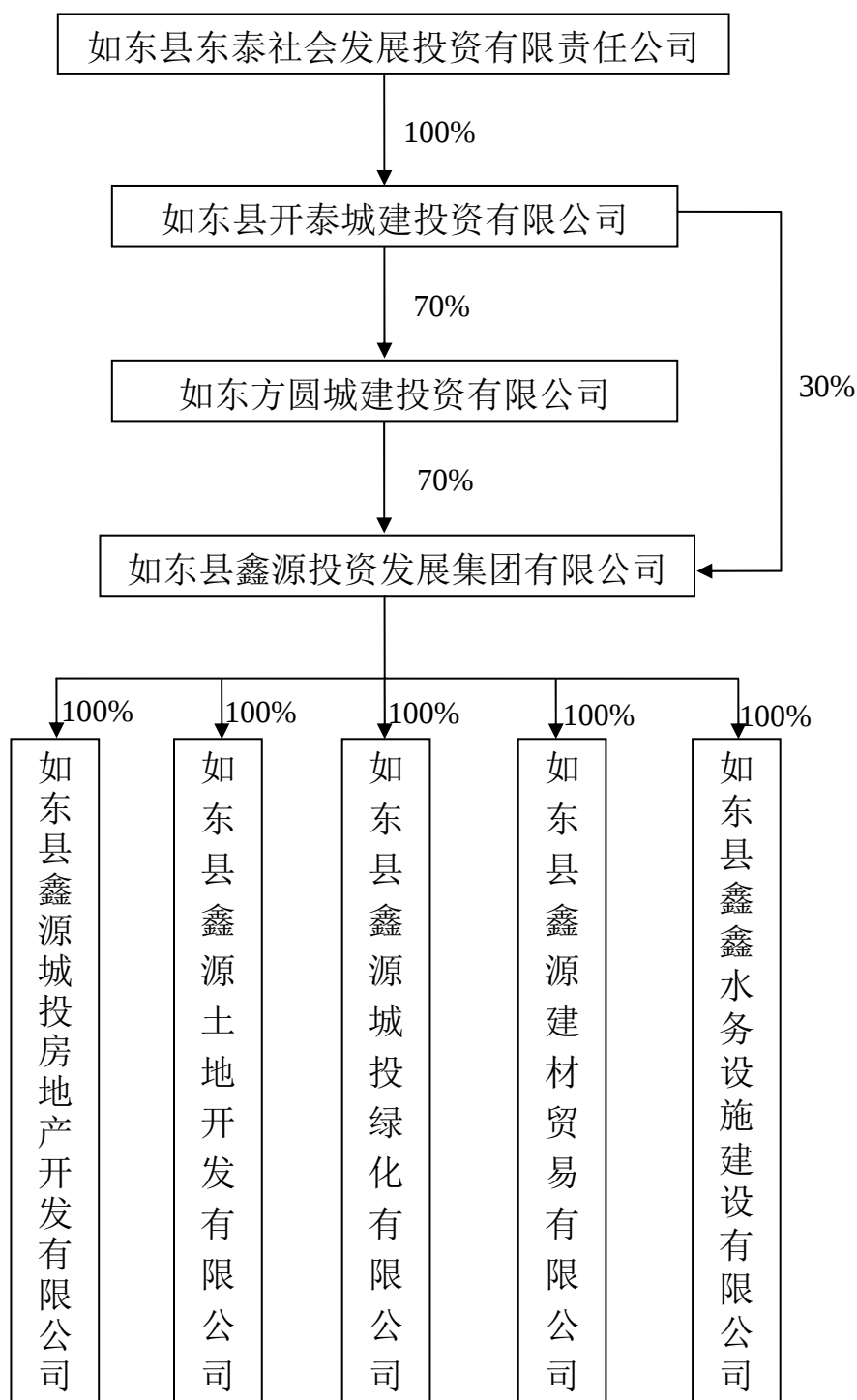
公司经营业务以市政工程和保障房、安置房建设为主, 在政府资本金的大力支持下, 公司近年通过招拍挂获得了大量的优质土地资源。随着业务规模扩大, 公司资产规模快速增长, 资产结构以无形资产为主, 公司资产负债率受限资金规模相对较大、存货变现能力弱及其他应收款对公司资金形成一定占用, 公司资产流动性弱, 整体资产质量一般; 近年公司债务规模增长, 短期支付压力较大; 受经营业务特性影响, 公司整体盈利能力弱; 未来伴随公司工程项目建设持续推进, 公司对外融资需求将进一步上升。

近年如东县经济发展迅速, 地方综合财力不断加强, 公司市政工程建设业务有望保持稳定发展; 随着国家棚户区改造任务逐步推进, 公司作为如东县棚改工程的主要参与主体, 未来公司业务规模预计将快速提升。

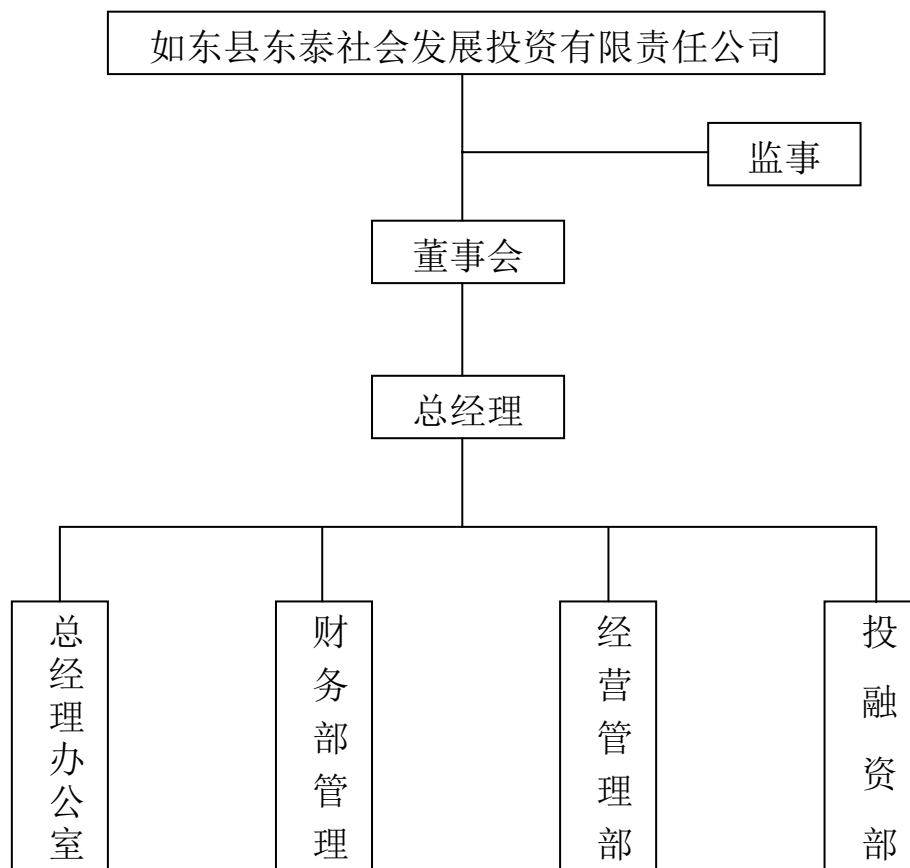
公司自身经营情况对本期债券保障能力偏弱, 但考虑到募投项目收益水平较高, 对本期债券覆盖能力较强; 同时本期债券债权保护条款设置齐全, 募集资金封闭管理严格, 本期债券本息如期足额偿还的安全性很高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构



附件 2 担保方信用评级报告

附件 3 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)	1.52	9.58	19.12
资产总额(亿元)	84.11	103.59	130.92
所有者权益(亿元)	52.00	51.44	52.64
短期债务(亿元)	11.54	14.04	42.51
长期债务(亿元)	6.96	25.59	8.40
全部债务(亿元)	18.50	39.63	50.91
主营业务收入(亿元)	1.67	0.70	1.46
利润总额(亿元)	1.05	0.16	1.17
EBITDA(亿元)	1.24	0.31	1.37
经营性净现金流(亿元)	4.06	-0.29	6.63
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.98	1.30	12.10
存货周转次数(次)	0.06	0.01	0.00
总资产周转次数(次)	0.02	0.01	0.01
现金收入比(%)	82.13	185.96	156.34
营业利润率(%)	87.32	90.03	94.36
总资本收益率(%)	1.81	0.43	1.34
净资产收益率(%)	2.10	0.32	2.27
长期债务资本化比率(%)	11.80	33.22	13.76
全部债务资本化比率(%)	26.24	43.51	49.16
资产负债率(%)	38.18	50.34	59.79
流动比率(%)	36.50	46.40	54.82
速动比率(%)	28.60	34.48	39.41
经营现金流动负债比(%)	15.21	-0.61	9.49
全部债务/EBITDA(倍)	14.93	129.93	37.19
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.78	0.78	2.17
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.34	-0.02	0.55
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.10	0.03	0.11

注：长期应付款及其他应付款中有息借款及融资租赁款已计入有息债务及相关指标。

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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+少数股东损益) / (所有者权益+长期债务+短期债务+少数股东权益) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加) / 主营业务收入×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

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2007年3月29日发布的“银发〔2007〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2007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 2016 年江苏省如东县 2013-2017 年棚户区 改造项目（一期）项目收益债券跟踪评级安排

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。

如东县开泰城建投资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。如东县开泰城建投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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如东县开泰城建投资有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现如东县开泰城建投资有限公司出现重大变化，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。

如如东县开泰城建投资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，如本期项目收益债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送如东县开泰城建投资有限公司、主管部门、交易机构等。



江苏省信用再担保有限公司

2015 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间

2015 年 8 月 13 日

主要数据

项 目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产总额(亿元)	73.84	64.95	60.10
所有者权益(亿元)	46.86	43.63	42.82
母公司净资产(亿元)	40.46	37.74	37.38
母公司净资本(亿元)	23.10	18.23	21.37
担保余额(亿元)	603.82	613.79	630.88
担保责任余额(亿元)	245.57	235.25	269.23
融资性担保责任余额(亿元)	149.12	154.50	169.75
净资产担保倍数(倍)	6.07	6.23	6.29
融资性担保倍数(倍)	3.69	4.09	3.96
项 目	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入(亿元)	7.48	6.74	6.76
净利润(亿元)	2.89	2.27	1.96
平均资产收益率(%)	4.16	3.62	3.67
平均净资产收益率(%)	6.39	5.24	4.92

分析师

秦永庆 丁倩岩

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

江苏省信用再担保有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 12 月,是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业。公司主营业务主要为再担保业务和直保业务,同时不断扩展其他金融服务,初步搭建起具有自身特色的金融集团框架。公司内控及风险管理体系逐步完善,资产规模不断扩大,盈利模式初显成效。

联合资信评估有限公司评定江苏省信用再担保有限公司 2015 年主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。该信用等级反映了江苏省信用再担保有限公司代偿能力很强,风险很小。

优势

- 作为省级再担保公司,公司资本金规模位居前列,担保及抵御风险能力较强;
- 公司收入来源趋向多元化,盈利模式初显成效;
- 未来公司有望在业务发展及风险补偿等方面得到大股东江苏省政府的有力支持。

关注

- 宏观经济增速的放缓给公司经营环境带来不确定性,公司担保业务代偿规模有所上升;
- 贷款类及投资资产规模较大,在运营管理及资产质量方面面临压力;
- 目前,金融担保机构和再担保机构设立和监管的法律法规尚不完善,金融担保业务和再担保业务潜在风险的控制需进一步观察。

声 明

一、本报告引用的资料主要由江苏省信用再担保有限公司（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（2015年8月13日至2016年8月12日），联合资信将对委托人进行定期和不定期跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在有效期内委托人的信用等级有可能发生变化。



一、公司概况

江苏省信用再担保有限公司(以下简称“公司”)是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业。公司成立于2009年12月,初始注册资本31.00亿元,随着资本金的逐步到位及增资扩股的实施,截至2014年末公司实收资本增至37.34亿元,全部为货币出资。公司第一大股东为江苏省人民政府,持股比例为50.45%(见表1)。江苏省国有资产监督管理委员会代表政府履行出资人职责。公司主管部门为江苏省金融工作办公室(以下简称“省金融办”)。2015年,公司实施增资扩股,实收资本增至39.34亿元。

表1 公司主要股东及持股比例 单位:亿元/%

股东名称	持股比例
江苏省人民政府	50.45
江苏省国信资产管理集团有限公司	10.71
江苏武进国投资发展有限公司	8.04
丹阳市人民政府	5.35
江苏汇乾明投资有限公司	2.68
波司登股份有限公司	2.68
张家港市直属国有资产经营有限公司	2.68
江苏交通控股有限公司	2.68
东台市人民政府	2.68
合 计	87.95

根据银监会、发改委、工信部等七部委于2010年3月联合发布的《融资性担保公司管理暂行办法》规定,公司于2011年11月取得由江苏省经济和信息化委员会及江苏省中小企业局共同颁发的融资性担保机构经营许可证。

公司经营范围包括:再担保业务;担保业务;投资和资产管理;财务顾问;市场管理;商务服务;社会经济咨询;资产评估;机械设备租赁。

公司下设再担保业务一部及二部、资产经营部、金融信息部、资产管理部、风险管理部、计划财务部、人力资源部等职能部门。目前公司在江苏各地共设有13家分公司。此外,公司下设5家全资子公司及3家控股企业,包括小额贷款公司、担保公司、再担保公司、融资租

赁公司、典当公司、投资公司、资产管理等。

截至2014年末,公司合并资产总额73.84亿元,合并负债总额26.98亿元,所有者权益合计46.86亿元。2014年,公司实现合并营业收入7.48亿元。其中,再担保业务收入0.10亿元,担保业务收入2.46亿元,利息收入2.58亿元,租赁收入1.27亿元,典当收入0.10亿元;2014年实现净利润2.89亿元。

截至2014年末,母公司资产总额53.45亿元,负债总额12.99亿元,所有者权益合计40.46亿元;母公司再担保业务期末在保余额446.47亿元,融资担保业务期末在保余额149.12亿元,非融资担保业务期末在保余额8.04亿元。2014年,母公司实现净利润2.10亿元。

公司注册地址:南京市建邺区江东中路311号中泰广场16楼

公司法定代表人:张乐夫

二、营运环境

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。2014年,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。

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。2014 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。2014 年,我国 GDP 增长率为 7.4%,同比下降 0.3 个百分点;CPI 增长率为 2.0%,同比下降 0.6 个百分点,增速有所放缓(见表 2)。

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。展望 2015 年,我国经济运行国际环境总体趋好,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 2015 年的经济增长具有正面作用,我国经济整体将保持平稳发展。

表 2 宏观经济主要指标

单位: %/亿美元

项 目	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
GDP 增长率	7.4	7.7	7.8	9.2	10.3
CPI 增长率	2.0	2.6	2.6	5.4	3.3
PPI 增长率	-1.9	-1.9	-1.7	6.0	5.5
M2 增长率	12.2	13.6	13.8	13.6	19.0
固定资产投资增长率	15.7	19.3	20.6	23.8	23.8
社会消费品零售总额增长率	10.9	13.1	14.3	17.1	18.3
进出口总额增长率	2.3	7.6	6.2	22.5	34.7
进出口贸易差额	23489	2592	2311	1551	1831

资料来源:国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

2. 区域经济环境

江苏省位于我国东部沿海的长江三角洲,下设 13 个省辖市。近年来江苏省经济总体增长较快,地区生产总值连续多年居全国前二位。2014 年,在复杂多变的宏观环境下,江苏省经济在转型升级中继续保持较快增长,全年实现地区生产

总值 65088.3 亿元,增长 8.7%;三次产业增加值比例调整为 5.6:47.7:46.7,产业结构持续优化。2014 年全年公共财政预算收入 7233.1 亿元,比上年增长 10.1%;公共财政预算支出 8466.5 亿元,比上年增长 8.6%。全社会固定资产投资 41552.8 亿元,增长 15.5%。开放型经济在江苏

经济中的比重大，2014 年，江苏省全年进出口总额 5637.6 亿美元，比上年增长 2.3%。同时，贸易自主能力不断增强，2014 年实现一般贸易出口额 1583.4 亿美元，增长 8.8%；加工贸易出口额 1492.2 亿美元，下降 0.6%。

江苏省民营经济发达，私营企业数量多年位居全国首位。近年来，江苏省民营经济的发展质量不断提升、发展领域不断拓展，民营经济总体规模持续壮大。2014 年末江苏省私营企业登记达 157.4 万户，当年新增 27.8 万户；在企业数量增加的同时，企业实力也在不断增强，2014 年江苏省私营企业注册资本共计 55825.1 亿元，比上年增长 17.4%。江苏省全年实现非公有制经济增加值 43869.5 亿元，比上年增长 9.2%；占 GDP 比重达 67.4%，其中私营个体经济比重为 42.8%。

在国际国内经济不景气的大环境下，外向型企业和中小企业经营压力加大。江苏省政府出台了多项改善中小企业经营环境的政策措施，大力促进银企对接，这将有助于中小企业改善融资瓶颈、实现平稳发展。

总体看，江苏省区位优势明显，民营经济快速成长且对全省经济的贡献度高，政府为中小企业经营发展提供了较好的政策环境，这都对辖区内担保行业发展形成有利因素。

3. 担保行业发展

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。

从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系迅速发展。根据融资性担保业务监管部际联席会议办公室对融资性担保机构的统计数据显示，截至 2013 年末，全国融资性担保行业共有法人机构 8185 家。全国融资性担保机构在保余额总计 22200 亿元，增长 22.2%。在担保机构数量增加的同时，担保机构的实力也在不断增强。截至

2013 年末，全国融资性担保机构实收资本共计 8793 亿元，同比增长 6.2%。2013 年，融资性担保代偿率有所上升，但融资性担保损失率仍在低位。截至 2013 年末，全国融资性担保机构担保代偿余额 413 亿元，代偿率为 1.6%，较上年末上升 0.3 个百分点。

表 3 融资担保行业统计

项 目	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
担保机构数(家)	8185	8590	8402	6030
在保余额(亿元)	22200	21704	19120	9948
实收资本(亿元)	8793	8282	7858	4506
担保代偿率(%)	1.6	1.3	0.5	0.7

在担保行业快速发展的同时，政府关注到担保行业体系不健全，担保公司资本实力弱等问题。为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失(主要针对的是政策性担保机构)，并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的担保能力。近两年来，东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。因此，再担保机构的成立对健全担保行业体系，规范担保行业市场，建立担保行业风险分散机制等方面具有积极意义。

随着市场对担保服务需求不断多元化，信用担保领域日益广泛，担保品种不断增加。目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等。部分担保机构的业务也涉足金融担保业务。截至 2013 年末，与融资性担保机构开展业务合作的银行业金融机构总计 15807 家，较上年末增长 4.7%；融资性担保贷款余额 16900 亿元，较上年末增长 16.6%。

随着国内资本市场的发展，担保机构业务已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保机

构。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。国内现有的担保机构大都是为中小企业提供融资担保服务，因规模小、资本实力弱等原因，担保机构为企业债券(证券)等金融产品提供信用增级服务的实力偏弱。为促进债券市场增信体系的发展，2009年9月，中国银行间市场交易商协会联合6家银行间市场成员单位共同发起设立中债信用增进投资股份有限公司。这标志着我国首家专门债券信用增进机构的诞生，对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。截至目前，开展金融担保业务的担保公司有十余家，多为资本规模在20亿元以上、具有政府背景且专业化水平较高的担保公司。

3. 政策与监管

在担保行业发展过程中，为引导、扶持和规范担保机构的发展，相关政府管理部门出台了多项管理规定。2009年2月9日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》(下称《通知》)，《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议(以下简称“联席会议”)，加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相关职能部门相应的监管职责。2010年3月8日，银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行办法》(以下简称《办法》)。《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定，形成了相对统一的担保行业监管法规。《办法》对融资性担保机构的主体属性、市场准入、业务资格、风险控制、

信息披露和监管等方面均作了比较具体的规定，主要体现在以下几个方面：

● 市场准入

融资性担保机构的设立须获得监管部门的许可。

● 业务范围

融资性担保公司所经营的担保业务和投资业务须经监管部门批准。融资性担保公司在满足有关条件时，可以从事再担保和办理债券发行担保业务。

《办法》规定融资性担保公司可以以自有资金进行投资，投资范围限于国债、金融债券及大型企业债务融资工具等信用等级较高的固定收益类金融产品，以及不存在利益冲突且总额不高于净资产20%的其他投资。同时，《办法》禁止融资性担保公司从事吸收存款、发放贷款、受托发放贷款和受托投资等业务。

● 担保业务杠杆率和集中风险的限制

《办法》不仅对融资担保机构的担保放大倍数和一般性融资性担保业务的客户集中度进行了限制，还对债券担保业务客户集中度进行了明确规定。

● 加强信息披露

《办法》规定，融资性担保机构应当按规定及时向监管部门报送经营报告、财务会计报告、合法合规报告等文件和资料，按季度向监管部门报告资本金的运用情况。《办法》要求征信管理部门将融资性担保机构的有关信息纳入征信管理体系，这有利于建立担保行业信用体系。

● 加强外部监管

《办法》规定融资性担保机构的监管部门由省、自治区、直辖市人民政府确定。监管部门还应当会同有关部门建立融资性担保行业突发事件的发现、报告和处置制度。

《办法》的出台对规范融资性担保公司的经营行为，监控和化解融资性担保行业风险，促进融资性担保行业健康发展具有积极意义。在《办法》的指导下，各地方政府陆续出台《办法》的实施细则，并逐步建立融资性担保机构的准入、

日常监管和退出机制,行业监管逐渐步入规范轨道。各地方有关部门在调查摸底的基础上妥善制订了融资性担保机构规范整顿方案,对原有融资性担保机构进行了风险排查,对存在的问题进行了整改规范,对符合条件的担保机构进行了重新审核登记并颁发了《融资性担保机构经营许可证》。

《办法》规定融资性担保机构在满足一定条件时可以开展债券担保业务,并规定了对单个被担保人债券发行提供的担保责任余额不得超过净资产的 30%,但办法仅涉及个别债券担保业务。《办法》对债券担保限额的规定有助于管控债券担保业务的集中风险,也为担保机构从事债券担保业务创造了一定的空间。由于我国尚未出台有关专业金融担保机构设立和监管的法律法规,金融担保业务中潜在风险值得关注。

为推进担保行业规范制度体系的建设,2011年,联席会议进一步完善以《办法》为核心的融资性担保行业规章制度体系,就融资性担保机构跨省设立分支机构、再担保机构管理、保证金监管、资本金运用等问题进行深入调研和论证,已下发《关于规范融资性担保机构客户担保保证金管理的通知》,从制度上消除客户保证金被挪用的风险隐患,促进融资性担保机构健康发展。同时,联席会议制定出台了《关于促进银行业金融机构与融资性担保机构业务合作的通知》,通过促进和规范银担合作,推动融资性担保行业依法合规经营、健康发展。

下一步,联席会议将继续完善制度建设,适时启动《办法》修订工作,并对分支机构管理、再担保机构发展、资本金运用等问题进一步深入研究,制定完善有关制度措施。加强对地方监管部门的指导协调与风险提示,研究建立地方监管部门履职评价制度,督促地方监管部门加强监管执行力建设,推动各地监管部门建立完善持续有效的日常监管模式,逐步实现向风险监管、分类监管及持续性监管的转变。联席会议将与有关部门积极协商,争取出台促进行业可持续发展的扶持政策,并尽快建立健全融资性担保行业自律组

织。

2010年3月24日,财政部发布了《关于地方财政部门积极做好融资性担保业务相关管理工作的意见》,该意见明确了地方财政部门对融资性担保机构的管理与财务监督职能。2010年4月30日,财政部、工业和信息化部联合发布了《中小企业信用担保资金管理暂行办法》。担保资金采取业务补助、担保费补助、资本金投入等方式支付给担保机构和再担保机构。这体现了政府对担保行业发展的支持。2013年国务院办公厅下发《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》(国办发〔2013〕67号)文件,明确规定:“鼓励地方人民政府出资设立或参股融资性担保公司,以及通过奖励、风险补偿等多种方式引导融资性担保公司健康发展,帮助小微企业增信融资,降低小微企业融资成本,提高小微企业贷款覆盖面”、“建立健全主要为小微企业服务的融资担保体系,由地方政府参股和控股部分担保公司,以省(区、市)为单位建立政府主导的再担保公司,创设小微企业信贷风险补偿基金”。国家对小微企业的扶持和鼓励为担保行业带来新的机遇。

2014年1月7日,银监会、发改委联合八部委发布《管理清理规范非融资性担保公司的通知》,要求各地区对本区域内的非融资性担保公司进行一次集中清理规范,重点是对从事非法吸收存款、非法集资、非法理财、高利放贷等以“担保”名义进行宣传但不经营担保业务的公司依法查处和取缔。这有助于净化担保市场环境,促进担保行业健康发展。

总体看,随着担保行业的发展,政府有关部门日益重视担保行业规范、健康、持续的发展,担保行业管理规定的出台,有助于防控担保公司风险。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司是由江苏省政府作为主要出资人成立

的再担保机构。公司在坚持国有股份占主导地位的同时，积极吸引优秀民营资本投资。股权结构的多元化有利于公司治理的规范化和运营的市场化。

按照相关法律法规，公司设立股东会、董事会和监事会。公司股东会由全体股东组成；董事会由 7 名成员组成，其中 4 名董事由政府委派，其余 3 名董事由出资 1 亿元以上民营企业各委派 1 名；公司监事会由 7 名成员组成，监事会主席由江苏省国资委委派。董事会下设战略发展委员会、投资与风控委员会、薪酬考核与提名委员会及审计委员会。公司实行总裁负责制，公司总裁全面负责公司的经营和行政管理。

总体看，公司初步搭建起现代公司治理架构，与当前的业务发展基本适应。

2. 内部控制

公司组织架构图见附录二。除本部外，公司在江苏省各地共设有 13 家分公司，公司还下设 5 家全资子公司及 3 家控股子公司。公司本部主要承担研发创新、管理控制职能；各分公司为对外服务的窗口和公司各项业务的基地；各子公司主要从事与再担保相关的延伸业务。

公司董事会下设投资与风控委员会和经营决策委员会。两个委员会依据决策权限的不同对公司拟进行的投资项目、经营活动进行审议决策并提出相应的风险防范要求。公司下设各分公司主要承担直保、再担保业务的调研、拓展、保后监督及投资项目的前期调研、推荐工作。再担保业务部负责担保项目的初审、筛选、统计及重大项目的调查等。资产经营部负责公司资金运用、分公司的设立、投资项目的评估和实施、以及投资项目的监督管理工作。风险管理部负责各类业务风险的管理及法律事务。计划财务部负责公司财务预决算、资金管理、财务报表编制及管理监督下属公司会计核算。

公司相应出台了各项内控管理制度，主要包括担保与投资业务管理制度、行政管理制度、人力资源管理制度、财务管理制度等。随着业务发

展和管理需要，公司还需对内控体系进行完善。

总体看，公司组织架构及制度体系处于持续完善过程中，内部控制仍需加强。

3. 战略规划

公司未来将以促进中小企业健康发展和推进金融强省为宗旨；坚持走以再担保为主业，同时扩展其他金融服务，优化资本金经营，形成增信-增值业务优势互补、协调发展的道路。公司将立足江苏省，面向长三角，逐步建成金融服务特色鲜明、风险防范体系完善、业绩和品牌优良的省属大型控股集团。

结合当前宏观经济形势和自身业务特点，公司明确了以下几个方面的经营重点：由规模扩张向质量和效益转变，坚持再担保体系建设的扩张与巩固相结合、再担保主业的规模增长与防范风险相结合、合作担保机构的扶优与限劣相结合以及政策性导向与市场化运作相结合；深化体系合作，推进产品创新；完善集团架构，实现优势互补；壮大资本，加强管理，切实防范风险。

总体看，公司定位清晰，目标明确，以再担保为主业，逐步探索出一条具有自身特色的市场化发展道路。公司初步搭建起控股集团框架，这为未来持续经营奠定了基础。

四、担保业务经营分析

公司成立于 2009 年 12 月，成立目的是建立江苏省再担保体系，充分发挥再担保资金的引导放大作用，加大对中小企业的信贷支持，解决中小企业融资难、贷款难问题，促进江苏省中小企业发展。截至 2014 年末公司实收资本为 37.34 亿元，在已成立的省级再担保公司中，公司规模位居前列，具备较强的担保能力和抵御风险能力。

自成立以来，公司积极与银行进行沟通，协商战略合作方式和手段，争取授信空间，为担保业务的开展奠定了良好基础。目前公司已与江苏银行总行、国家开发银行江苏省分行、工商银行江苏省分行、中国银行江苏省分行等多家银行开

展合作。在公司与银行的战略合作框架下，合作担保公司能享受到银行给予的担保倍数放大至实收资本的 10 倍、免收保证金、享受优惠利率等方面的政策，同时个别银行与公司达成风险分担的协议。此外，在主办机构和承办机构的再担保业务模式下，公司与省内 83 家担保机构建立了合作关系，基本建立起覆盖全省的再担保网络体系，较好地促进了各地担保机构的发展。

公司开展的业务包括再担保和直保业务。公司处在快速发展阶段，业务总体呈快速增长态势（见表 4）。截至 2014 年末，公司再担保业务在保余额 446.47 亿元，在保责任余额 88.42 亿元；融资担保业务在保余额 149.12 亿元，非融资担保业务在保余额 8.04 亿元。

表 4 公司在保业务统计 单位：亿元

项 目	2014 年末
再担保业务	446.67
主办	446.67
承办	-
特办	-
专办	-
直保业务	157.15
融资担保业务	149.12
贷款担保	68.72
债券担保	64.14
其他金融担保	16.26
非融资担保业务	8.04

注：表内为母公司担保业务统计数据。

1. 再担保业务

公司将纳入再担保体系中的担保机构划分为主办、承办、专办、特办四种，分别采取相应的合作模式开展再担保业务。

公司在对担保机构进行综合评价的基础上，将资质条件好、历史运营情况良好、财务状况和风险控制能力强的担保机构确定为主办机构。公司与该类担保机构签订主办机构再担保合同。按照合同规定，主办机构在合同期内的担保业务均纳入公司再担保业务范围；合同对主办机构承担的代偿责任比例、再担保费率水平做了明确规定。公司对主办机构的再担保费率相对较低，约

为万分之七。

专办是主办方式的一种延伸，是指针对某一银行或中介机构，公司对其客户给予整体再担保。特办是指在某一特殊领域或与政府合作的项目。目前特办项目均为公司为大学生村官创业项目提供的再担保。除以上方式外，公司将其余纳入再担保体系的担保机构确认为承办机构，与其签订承办机构再担保合同。在合同期内，承办机构按项目逐笔提交公司，经核准后，纳入公司再担保业务。承办类再担保业务的担保费率相对较高。

受宏观经济增速放缓影响，中小企业资金趋紧，再担保体系内部分担保机构受到冲击，公司经营环境发生变化。结合经营环境的变化，近年来公司转换经营思路，采取更为严格的审查制度，部分再担保业务目前不再承接新项目。截至 2014 年末，公司再担保业务在保业务全部为主办类业务，在保余额 446.67 亿元，在保责任余额 88.42 亿元。

2. 直保业务

目前公司开展的直保业务包括融资担保业务和非融资担保业务，其中融资担保业务分为贷款担保、债券担保和信托等其他担保业务。截至 2014 年末，公司直保业务在保余额为 157.15 亿元，其中融资担保余额 149.12 亿元，非融资担保业务余额 8.04 亿元（见表 4）。

3. 主要子公司业务

公司目前拥有 5 家全资子公司、3 家控股子公司及 11 家参股公司。

2010 年 7 月，江苏担保在剥离原担保业务后作价 3.00 亿元作为江苏省国信资产管理集团有限公司对公司的第二期出资，成为公司全资子公司，主要开展中小企业融资担保业务。江苏担保制定了直接融资担保业务管理办法，就担保企业准入条件、立项与尽职调查、项目审批、办理、保后管理、担保责任解除等内容进行了明确规定。江苏担保的直接担保业务处于初始发展阶段。

段，相关配套制度有待进一步完善。截至 2014 年末，江苏担保资产总额 4.73 亿元，所有者权益 3.86 亿元，2014 年实现营业收入 0.73 亿元，净利润 0.41 亿元。

江苏省再保融资租赁有限公司(以下简称“融资租赁公司”)成立于 2010 年 11 月，是公司为进一步拓宽经营服务范围、服务中小企业而设立的一家中外合资融资租赁企业，注册资本为 4.28 亿元人民币，公司持股比例为 59.81%。目前融资租赁公司主要业务范围为直接租赁和售后回租，并且根据客户的融资需求，提供委托租赁、杠杆租赁等其他业务。截至 2014 年末，融资租赁公司资产总额 16.51 亿元，所有者权益 4.77 亿元，2014 年实现营业收入 1.36 亿元，净利润 0.36 亿元。

南京市再保科技小额贷款有限公司(以下简称“科技小贷公司”)成立于 2011 年 2 月，注册资本金 3.73 亿元，是以支持科技型中小企业发展为目的，由公司作为主发起人，联合江苏高科技投资集团等多家国企和民营股东共同组建的南京市首家科技小额贷款公司，公司持股比例 53.62%。科技小贷公司主要从事中小企业贷款业务、科技型企业股权投资业务、融资性担保业务、金融机构业务代理等业务。截至 2014 年末，科技小贷公司资产总额 6.82 亿元，所有者权益 4.50 亿元，2014 年实现营业收入 0.77 亿元，净利润 0.40 亿元。

五、担保业务风险管理分析

1. 再担保业务

公司基本搭建起由经营风险评估委员会(以下简称“评估委员会”)、风险评估小组、再担保业务部组成的再担保业务风险管理架构。公司评估委员会由公司高管组成；风险评估小组成员由分管风险领导及再担保业务部、风险控制部、资产经营部、计划财务部负责人组成。评估委员会负责审批风险评估小组审批权限以上的项目。公司评审会采用集体审议、投票表决的方式进行

行，2/3 以上评估委员通过的项目视其通过。董事长具有一票否决权。

结合再担保业务合作模式，公司初步形成包括担保机构准入、再担保业务审查、审批、保后管理、代偿及追偿等环节的再担保业务风险管理体系。

● 再担保体系准入政策

公司借助江苏省金融办对省内金融资源的配置能力，由要求加入公司再担保体系的担保机构自主提出申请，经所在地金融办或主管部门审核后向公司推荐。公司根据再担保业务的风险特点，主要从担保公司基本情况、业务经营情况、财务状况、代偿及损失情况等多项指标对担保公司进行百分制打分，审核其是否满足进入公司再担保体系的相关要求。进入公司再担保体系的担保机构由省金融办最终认定并对外公布。公司与担保机构的合同有效期为一年，公司每年对合作担保机构进行跟踪评价，确认或调整合作类型，确保合作担保机构具备相应的合作资格。

● 再担保业务风险控制

公司通过再担保合作合同约定合作担保机构，从业务政策导向、业务风险控制、反担保措施、担保业务集中度等方面进行控制；同时约束所有再担保项目，要求被担保企业的资产负债比例合理，有较强还款能力；有适当的反担保措施，抵(质)押物具有变现能力；提供反担保的企业不能是被担保企业的关联企业等。

公司每季度对主、承办担保机构进行一次非现场跟踪；每半年进行一次现场调查跟踪，以控制再担保业务的风险。同时，公司对于与主、承办机构合作的再担保项目，实行限额管理。对于主办机构，全部实行备案制管理；对于承办机构，单笔再担保金额在 1000 万元(含)以下的项目，由分公司负责审查、核实项目资料、反担保条件、还款来源等，再担保一部审核同意，并送风险管理部备案；单笔金额在 1000 万元以上的再担保项目实行评审制，由风险评估小组进行评审，公司领导进行最后审批。

针对再担保体系出现的风险，公司对体系中

从事高风险行业的担保机构，特别是从事钢贸类担保业务的担保机构进行排查、梳理，及时中止与再担保合作。同时，公司结合省经信委担保机构年检结果，加强合作担保机构的动态管理，及时清退不合规的担保机构。

● 再担保业务代偿与追偿

公司通过再担保合作合同明确再担保业务出险时的代偿顺序及追偿方式等内容，同时，再担保合同内设有免责条款，当担保机构出现免责条款内行为时，若发生风险，公司不予代偿。当再担保项目出现代偿时，先由担保机构全额代偿；公司通过现场调查和审核，确认属于再担保保证责任范围的，以担保公司缴纳的再担保费余额为限向担保机构支付首期代偿资金；代偿项目处置结束并确认最终损失后，再确定公司应承担的代偿金额。再担保代偿后，双方共同对债务人进行追偿，分配追偿所得。再担保代偿项目由风险管理部进行现场调查，形成代偿与追偿意见后，报公司经营决策委员会评审决策，并由其负责审查代偿项目的抵债资产处置办法、确认代偿项目资产呆账核销。

总体看，公司再担保业务模式有助于业务快速发展，同时先期不代偿、分步限额代偿的方式能有效降低再担保业务风险。目前，公司再担保业务流程已基本形成，风险管理体系还在健全过程中，信息管理系统平台尚在建设中，业务及风控人员需进一步增加。

2. 贷款担保业务

对于所有非金融直保业务，项目的接洽、尽职调查、保后管理、代偿等均由各分公司负责，总公司再担保业务部负责项目的初审、综合管理、数据统计等。针对不同业务，公司采用不同等级的授权审批制。对于有财政承诺兜底的大额直保、统贷统保、体系联保项目，担保责任金额在 1 亿元(含)以下项目，由风险评估小组进行审批，报公司领导签批；1~3 亿元(含)项目，由风险评估小组、风险评估委员会两层审核，报公司领导签批；3 亿元以上项目，在风险评估小组、

风险评估委员会两层审核通过后，需报经营决策委员会再审核，最后由公司领导签批。对于没有财政兜底的项目，各层审批权限依次下降为担保责任金额在 5000 万元(含)以下项目、5000 万元~1 亿元(含)项目、1 亿元以上项目。小贷公司贷款担保项目审批权参照无财政兜底大额直保项目进行审批。

对于小贷公司担保对象，公司要求其成立时间不得少于三个月；注册资本在 5000 万元以上；小贷公司已发放的贷款占实收资本的比例不低于 80%；单户贷款余额不超资本金的 10%；前五大客户累计贷款余额不超过已发放贷款余额的 30%；实际负债不超过资本金的 100%、或有负债不超过 300%；不良贷款率不超过 2%；融资贷款银行不超过两家等。小贷公司反担保措施主要为实物资产抵押、大股东反担保、经营层反担保、股权质押以及实际用款企业反担保等多种措施。

对于统贷统保项目，公司严格要求合作银行仅限于各政策性银行，实际用款方必须为中小企业，禁止为政府平台自身用款提供担保，禁止为地产类企业担保。反担保措施包括担保企业的信用反担保，地方政府平台土地抵押或第三方信用反担保。

对于体系联保业务，公司规定合作对象为公司主办担保机构。根据主办机构的信用等级、经营与财务状况以及与公司再担保业务的合作情况等，公司对其实行综合授信管理。具体操作过程中，体系联保项目首先用主办机构的最大担保限额(即其净资产的 10%)承保，超出部分由公司提供担保，但一般不超过主办机构担保额的 3 倍，同时项目总担保金额不超过公司净资产的 10%。公司要求担保企业向公司提供一定比例的有效资产作为反担保物，反担保物能够覆盖 50% 以上的风险。

公司在保项目的保后跟踪由分公司项目经办人负责。在承担保证责任之日起的 30 日内项目经办人进行首次保后检查；首次检查后，每 90 日进行一次现场检查，掌握企业的经营状况

和资金运用情况。保后检查结束后，项目经办人需填写《保后管理记录》，并确认是否存在风险预警信号。分公司风险管理部人员负责在保期间抵(质)押物及相关凭证的按期检查及保管。

3. 金融直保业务

目前，公司开展的金融直保业务主要是资本市场的中小企业集合类债券、票据和企业债担保等。公司参照非金融直保业务流程管理此类业务，具体由再担保业务部负责业务的开展。

总体看，公司处于成长期，各项担保业务快速发展。公司采取的担保业务模式及目前已建立的较广泛的担保体系有助于业务的快速增长。相应地，公司的风险管理体系需进一步细化，风险管理能力仍需加强，以匹配业务的快速发展。

4. 担保业务组合分析

● 再担保业务

截至 2014 年末，公司再担保业务在保余额 446.47 亿元，均为银行贷款再担保，保证形式均为损失比例再担保。2014 年末，公司再担保业务责任余额 88.42 亿元。

截至 2014 年末，公司再担保业务最大十家客户在保责任余额合计 37.60 亿元，公司按相应比例承担的担保责任余额合计 37.60 亿元，相当于母公司净资产的 92.92%，其中最大一家客户担保责任余额为母公司净资产的 39.84%。该十大客户多为江苏省内资本实力较强的专业担保公司，且均为公司再担保业务的主办机构，公司承担的责任比例均在 50%(含)以内。公司再担保业务存在一定的客户集中风险。

表 5 公司再担保业务前十大客户情况单位：亿元

序号	注册资本	公司担保责任余额
1	8.80	16.12
2	35.00	4.04
3	5.00	3.40
4	6.00	2.60
5	5.00	2.50
6	1.51	2.08
7	1.53	1.98

8	2.00	1.68
9	3.00	1.64
10	2.00	1.56
合 计		37.60

● 直接担保业务

截至 2014 年末，公司融资担保业务余额 149.12 亿元，其中贷款担保余额 68.72 亿元、债券担保余额 64.14 亿元、其他金融担保余额 16.26 亿元；非融资担保余额 8.04 亿元。

截至 2014 年末，公司直保业务最大一家客户担保余额为 8.00 亿元，相当于母公司净资产的 19.77%，存在一定集中风险。

● 担保代偿情况

截至 2014 年末，公司应收代偿款余额 4.92 亿元，其中下属子公司应收代偿款余额 0.50 亿元，笔数 3 笔；母公司应收代偿款余额 4.42 亿元，笔数 10 笔。公司应收代偿款中小贷公司客户代偿共计 6 笔，代偿金额 2.10 亿元，公司均已向法院提起诉讼，并通过保全手段对债务人的有效资产进行了保全；除小贷公司代偿外，公司 2012 年发生一笔金额较大的违约，违约金额 1.5 亿元，该项目为按年度分期还款，公司目前已代偿 1.63 亿元，该违约企业已经处于停产状态，公司已向法院提起诉讼，并查封保证人持有的股权及企业名下的两块土地，该笔代偿金额较大，未来的追偿情况存在不确定性。

总体看，公司搭建了较为有效的担保业务体系，业务管理制度及风险管理体系不断健全和完善，担保业务规模快速上升，市场影响力逐步增强。但随着业务的快速扩张，直保业务代偿金额上升明显。当前宏观经济增速放缓、中小企业经营压力加大使公司业务运营及风险管理面对挑战，公司风险管理的精细化水平待提高。

六、财务分析

公司提供了 2012~2014 年财务报告。其中，2012 年财务报表经江苏天华大彭会计师事务所有限公司审计，2013 年财务报表由信永中和会

计师事务所(特殊普通合伙)南京分所审计,2014年财务报表由江苏苏亚金诚会计师事务所(特殊普通合伙)审计,会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告。

目前公司纳入合并报表范围的子公司包括江苏省信用担保有限责任公司(以下简称“江苏信用担保”)、江苏再保典当有限公司(以下简称“再保典当”)、江苏省信用再担保集团投资有限公司(以下简称“再担保投资公司”)、江苏省再保融资租赁有限公司(以下简称“融资租赁公司”)、南京市再保科技小额贷款有限公司(以下简称“科技小贷公司”)、江苏再保创业投资有限公司(以下简称“创投公司”)、江苏再保资产管理有限公司(以下简称“再保资产管理公司”)和江苏武进信用再担保有限公司(以下简称“武进再担保公司”)。公司对以上子公司的持股比例及并表时间见表6。

表6 公司主要子公司情况 单位:亿元/%

子公司	注册资本	持股比例	并表时间
江苏信用担保	3.00	100	2010年
再保典当	1.19	73.59	2011年
再担保投资公司	1.00	100	2010年
融资租赁公司	4.28	59.81	2010年
科技小贷公司	3.73	53.62	2011年
创投公司	0.30	100	2012年
再保资产管理公司	3.10	100	2012年
武进再担保公司	3.00	100	2013年

1. 财务概况

截至2014年末,公司合并资产总额73.84亿元,合并负债总额26.98亿元,所有者权益合计46.86亿元。2014年,公司实现合并营业收入7.48亿元。其中,再担保业务收入0.10亿元,担保业务收入2.46亿元,利息收入2.58亿元,租赁收入1.27亿元,典当收入0.10亿元;净利润2.89亿元。

截至2014年末,母公司资产总额53.45亿元,负债总额12.99亿元,所有者权益合计40.46亿元;母公司再担保业务期末在保余额446.47亿元,融资担保业务期末在保余额149.12亿元,

非融资担保业务期末在保余额8.04亿元。2014年,母公司实现净利润2.10亿元。

2. 资本结构

为满足业务快速发展对资本的需求,公司在资本金陆续到位的基础上实施增资扩股,实收资本逐年增长,2014年末增至37.34亿元。截至2014年末,公司所有者权益合计46.86亿元,除实收资本外,未分配利润为2.91亿元,少数股东权益为4.37亿元。2015年1月,扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理委员会出资2.00亿元,公司实收资本增至39.34亿元。

主要由于担保业务准备金、银行借款及其他应付款较快增长,带动公司负债规模快速上升。2014年末,公司合并口径的负债总额为26.98亿元,资产负债率为36.54%,负债率不高。

公司2014年末合并报表中银行借款余额8.60亿元,其中短期借款3.65亿元,短期借款中信用借款占83.82%,其余为保证借款;长期借款4.95亿元,借款利率为6.00%~7.07%,其中70.41%为信用借款,其余为保证借款。

截至2014年末,公司合并计提的担保业务准备金余额7.28亿元,未到期责任准备金余额1.29亿元,两者合计占负债总额的31.78%。公司的准备金计提政策如下:直保业务(不包括票据担保)按照期末未到期责任余额的1%提取担保赔偿准备,按当年保费收入的50%差额计提未到期责任准备金;票据担保和再担保业务按照期末未到期责任余额的0.10%提取担保赔偿准备,按当年保费收入的10%提取未到期责任准备金。

除银行借款和担保业务准备金外,公司2014年末负债中还包括余额为3.84亿元的其他应付款和2.32亿元的长期应付款。其中,其他应付款主要是公司将担保客户质押在公司的股票出售而变现的资金,长期应付款均为下属融资租赁子公司收取的融资租赁保证金。

总体看,随着实收资本的逐步到位,公司资本实力不断增强;负债规模持续增长,整体负债

率不高。

3. 资产质量

公司本着审慎的原则运用资金，在确保安全性、流动性的基础上提高资金收益率。但公司尚未出台有关资金运用的具体规定，如资金的投资范围、投资品种和配置比例等，资金管理的精细化水平待提高。公司资产主要由贷款和投资资产构成（见表7）。

近年来，公司贷款类资产规模较为稳定。截至2014年末，公司贷款类资产规模27.79亿元，占资产总额的29.64%。其中，公司委托贷款余额为4.05亿元，利率大部分为10%左右；公司发放给江苏省内农村小额贷款公司的贷款余额为0.84亿元，贷款期限主要集中在6个月内。2014年末，子公司再保典当发放贷款及垫款余额为1.69亿元；该类贷款中，逾期贷款余额1.24亿元，其中逾期90天以上的占99.08%，逾期贷款以财产权利质押贷款和房地产抵押贷款为主，风险缓释措施对逾期贷款的清收处置起到较好的保障作用；该类贷款计提损失准备余额0.09亿元。子公司科技小贷公司发放短期贷款余额6.28亿元，其担保方式主要为保证、抵押、质押和保证金，信用贷款占比低。2014年末，公司融资租赁余额为15.04亿元，纳入长期应收款科目。整体来看，公司贷款规模基本保持稳定。

近年来，公司投资资产规模增幅较快，占资产总额的比重呈上升趋势。截至2014年末，公司投资资产余额为21.89亿元，占资产总额的29.64%。其中，交易性金融资产余额0.20亿元，全部为江苏省大学生村官工程扶持基金；可供出售金融资产8.99亿元，全部为可供出售权益工具；应收款项类投资12.30亿元，全部为信托投资，预期收益率在8.30%~10%。2014年末，公司长期股权投资为0.40亿元。

表7 公司资产构成情况 单位：亿元/%

项目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.44	22.26	12.90	19.87	12.97	21.58

贷款类资产	27.79	37.63	29.67	45.68	28.37	47.19
投资资产	21.89	29.64	13.93	21.44	11.65	19.38
其他资产	7.73	10.46	8.45	13.01	7.12	11.85
合计	73.84	100.00	64.95	100.00	60.10	100.00

注：①贷款类资产包括中长期贷款（计入一年内到期的非流动资产科目）、融资租赁公司的应收租赁款（计入长期应收款科目）、科技小贷公司发放的贷款（计入其他流动资产科目）和再保典当（计入其他流动资产科目）发放的贷款、公司向江苏省内农村小额贷款公司发放的贷款（计入其他流动资产科目）以及委托贷款（计入其他流动资产科目）；

②投资资产包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资资产、应收款项类投资以及长期股权投资。

截至2014年末，公司其他资产合计7.73亿元。其中，应收代位追偿款4.92亿元，均有保证金及抵质押等反担保措施，但由于诉讼执行期限较长且执行难度较大，该类款项的回收具有一定的不确定性。

总体看，公司贷款类资产及投资资产占比较大，面临一定的信用风险和市场风险，且宏观经济的不景气加大了公司表内外业务风险，整体资产质量有待观察。

4. 盈利能力

近年来，公司收入结构呈现一定的变化，营业收入呈现波动。受宏观经济及担保行业不景气影响，公司压缩再担保业务占比，再担保业务收入明显下降；担保业务收入、利息收入及租赁收入呈现上升趋势。2014年，公司实现营业收入7.48亿元，较前两年有所增长，其中主营业务收入6.51亿元。公司主营业务收入来源于再担保业务收入、担保业务收入、贷款利息收入、租赁收入和典当收入；2014年上述收入占主营业务收入的比重分别为1.48%、37.85%、39.67%、19.50%、1.49%。

近年来，公司营业支出呈逐年下降趋势，2014年营业总成本4.47亿元，其中提取担保准备金净额1.52亿元，业务及管理费1.31亿元。近年来，公司提取担保赔偿准备金力度有所下降；2014年提取担保赔偿准备金1.30亿元；提取未到期责任准备金0.22亿元。

表 8 公司盈利情况 单位: 亿元/%

项目	2014 年	2013 年	2012 年
营业总收入	7.48	6.74	6.76
其中: 营业收入	7.48	6.74	6.76
营业总成本	4.47	4.52	4.87
其中: 提取担保准备金净额	1.52	2.30	2.65
营业税金及附加	0.29	0.24	0.36
业务及管理费	1.31	1.28	1.25
投资收益	0.54	0.47	0.39
营业外收入	0.17	0.22	0.26
净利润	2.89	2.27	1.96
平均资产收益率	4.16	3.62	3.67
平均净资产收益率	6.39	5.24	4.92

随着投资规模的加大,公司投资收益逐年提高。2014 年,公司实现投资收益 0.54 亿元,对营业收入的贡献度较小。

近年来,公司净利润保持较快增长,2012~2014 年年均复合增长 21.43%。2014 年,公司实现净利润 2.89 亿元;平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 4.16%和 6.39%,近年来整体呈上升趋势。

总体看,公司搭建了以担保、融资租赁及小贷公司为主的金融集团框架,盈利收入趋向多元化。

5. 资本充足率及代偿能力

公司面临的风险主要是再担保及担保项目的代偿。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担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时,考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从公司现金流情况来看,2014 年由于农村小额贷款收回现金的增加,经营性现金流量净额有所上升;由于投资收益的增加,投资活动现金流由净流出转为净流入;公司筹资活动现金流入主要为吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金,现金流出主要为偿还债务及分配利润支出的现金,2014 年由于吸收投资取得的现金减少

及偿还债务现金增加,筹资活动现金净流出状态有所扩大。2014 年,公司现金及现金等价物净增加额为 0.27 亿元,现金流较充足。

根据母公司资产负债状况,估算出母公司净资本(见表 9)。近年来,母公司净资产规模逐年上升,净资本规模呈现一定的波动。截至 2014 年末,母公司净资本为 23.10 亿元,母公司净资产为 40.46 亿元;母公司净资本比率为 57.09%,处于较低水平。公司净资产担保倍数及融资性担保倍数近年来整体呈下降趋势,主要是由于公司停办部分再担保业务。截至 2014 年末,公司净资产担保倍数及融资性担保倍数分别为 6.07 倍和 3.69 倍。

表 9 母公司资本充足性指标 单位: 亿元/%

项 目	2014 年	2013 年	2012 年末
担保责任余额	245.57	235.25	269.23
其中: 融资性担保责任余额	149.12	154.50	169.75
净资产	40.46	37.74	37.38
净资本	23.10	18.23	21.37
净资本比率	57.09	48.32	57.18
净资产担保倍数	6.07	6.23	6.29
融资性担保倍数	3.69	4.09	3.96
净资本覆盖率	129.93	109.29	110.86

联合资信根据公司担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素,对担保业务风险进行综合评估,估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值,并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。在公司增资扩股、担保业务准备金增加使净资本增加等因素的影响下,公司 2014 年末净资本覆盖率上升至 129.93%,处于充足水平。

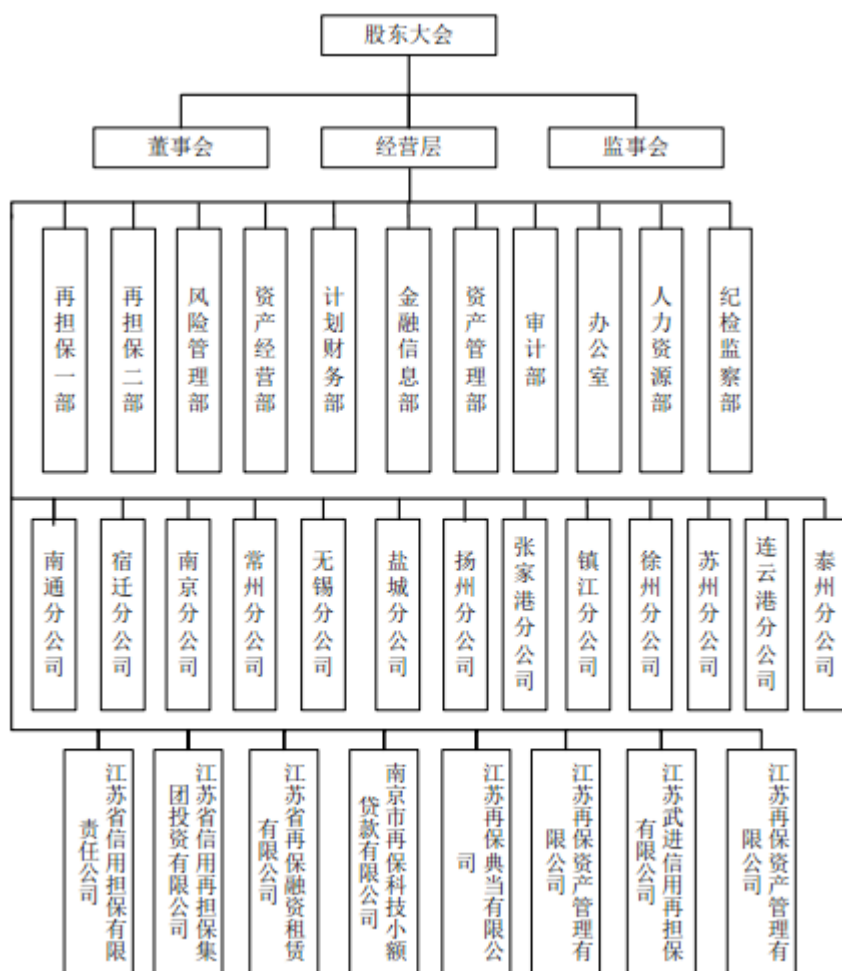
七、评级展望

作为一家省级再担保公司,自成立以来,公司内控及风险管理体系逐步完善,资产规模不断扩大,盈利模式初显成效。经过几年的经营实践,公司在江苏省内建立起了多层次的再担保体系,在坚持再担保业务为主业的同时,逐步扩展其他金融服务,初步搭建起具有自身特色的金融集团框架。大股东江苏省人民政府在资本补充、业务

开展等方面给予了公司大力支持。但在当前经济增速下滑、企业经营压力加大的行情下，公司担保业务风险暴露上升，加之贷款类及投资资产规模较大，公司在运营及资产质量方面面临压力。2013 年以来，公司提高入围担保公司及企业的门槛，采取更加严格的风险控制手段，这有助于公司控制经营风险。

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。

附录一 公司组织结构图



附录二 2012~2014 年合并资产负债表

编制单位：江苏省信用再担保有限公司

单位：亿元

项 目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
货币资金	16.44	12.90	12.97
交易性金融资产	0.20	0.20	0.74
应收票据	0.01	0.04	-
应收利息	0.18	0.22	0.01
应收代位追偿款	4.92	3.30	1.66
应收账款	0.00	0.02	0.07
预付款项	0.05	1.89	2.50
其他应收款	0.05	0.09	0.43
存货	0.02	0.02	0.01
一年内到期的非流动资产	-	0.10	-
其他流动资产	12.77	16.17	16.03
流动资产合计	34.65	34.96	34.42
发放贷款及垫款	-	-	0.10
可供出售金融资产	8.99	4.63	5.22
持有至到期投资	-	-	-
应收款项类投资	12.30	8.34	5.49
长期应收款	15.04	13.41	12.35
长期股权投资	0.40	2.28	1.82
投资性房地产	-	0.59	-
固定资产	0.13	0.17	0.19
无形资产	0.03	0.05	0.06
开发支出	-	-	-
商誉	0.39	0.39	0.39
长期待摊费用	0.01	0.01	0.02
递延所得税资产	0.07	0.13	0.04
其他非流动资产	1.84	-	-
非流动资产合计	39.20	29.99	25.68
资产总计	73.84	64.95	60.10
短期借款	3.65	4.84	3.06
应付票据	-	-	0.09
应付账款	-	0.00	-
预收款项	0.48	0.62	0.58
应付职工薪酬	0.34	0.32	0.32
应交税费	0.45	0.18	-0.00
应付利息	0.04	0.00	0.00
应付股利	0.01	0.18	0.00
其他应付款	3.84	0.78	0.74
保险合同准备金	8.57	7.05	4.75

一年内到期的非流动负债	0.99	1.82	-
其他流动负债	0.87	0.83	0.60
流动负债合计	19.23	16.63	10.14
长期借款	4.95	2.72	5.69
长期应付款	2.32	1.96	1.40
递延所得税负债	0.48	0.00	0.06
非流动负债合计	7.75	4.69	7.15
负债合计	26.98	21.32	17.29
股本	37.34	37.00	36.32
资本公积	0.18	-0.09	0.31
其他综合收益	1.48		
盈余公积	0.58	0.37	0.21
未分配利润	2.91	2.02	1.75
归属于母公司股东权益	42.48	39.30	38.59
少数股东权益	4.37	4.33	4.23
所有者权益（或股东权益）合计	46.86	43.63	42.82
负债和所有者权益（或股东权益）总计	73.84	64.95	60.10

附录三 2012~2014 年合并利润表

编制单位：江苏省信用再担保有限公司

单位：亿元

项 目	2014 年度	2013 年度	2012 年度
一、营业总收入	7.48	6.74	6.76
其中：营业收入	7.48	6.74	6.76
手续费及佣金收入	0.00	0.01	0.00
二、营业总成本	4.47	4.52	4.87
其中：营业成本	1.28	0.78	0.62
手续费及佣金支出	0.00	0.00	0.01
提取保险合同准备金净额	1.52	2.30	2.65
营业税金及附加	0.29	0.24	0.36
销售费用	0.79	0.79	0.76
管理费用	0.52	0.49	0.49
财务费用	-0.09	-0.09	-0.09
资产减值损失	0.15	-0.00	0.07
加：公允价值变动收益	-	-	-
投资收益（损失以“-”号填列）	0.54	0.47	0.39
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	3.56	2.69	2.28
加：营业外收入	0.17	0.22	0.26
减：营业外支出	0.00	0.01	0.02
四、利润总额（亏损以“-”号填列）	3.72	2.90	2.52
减：所得税费用	0.83	0.63	0.56
五、净利润（亏损总额以“-”号填列）	2.89	2.27	1.96

附录四 2012~2014 年合并现金流量表

编制单位：江苏省信用再担保有限公司

单位：亿元

项 目	2014 年度	2013 年度	2012 年度
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	7.59	6.62	7.03
收到的税费返还	0.02		
收到其他与经营流动有关的现金	9.70	7.78	2.44
经营活动现金流入小计	17.31	14.41	9.48
购买商品、接受劳务支付的现金	0.65	0.81	0.89
客户贷款及垫款净增加额	2.21	0.49	-0.65
支付给职工以及为职工支付的现金	0.85	0.84	0.74
支付的各项税费	1.02	0.73	1.23
支付其他与经营活动有关的现金	11.30	11.09	4.35
经营活动现金流出小计	16.02	13.96	6.56
经营活动产生的现金流量净额	1.29	0.44	2.91
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	4.32	11.12	3.37
取得投资收益收到的现金	0.51	0.42	0.38
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
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.10		
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	-
投资活动现金流入小计	4.93	11.54	3.76
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.01	0.03	2.51
投资支付的现金	4.32	11.57	9.06
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.25	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	-
投资活动现金流出小计	4.58	11.59	11.58
投资活动产生的现金流量净额	0.35	-0.05	-7.82
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	0.37	0.71	4.58
取得借款收到的现金	8.75	6.88	7.20
收到其他与筹资活动有关的现金	-	0.35	0.30
筹资活动现金流入小计	9.11	7.94	12.09
偿还债务支付的现金	8.54	6.40	4.10
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1.94	1.75	1.20
支付其他与筹资活动有关的现金	-	0.03	0.13
筹资活动现金流出小计	10.48	8.18	5.43
筹资活动产生的现金流量净额	-1.37	-0.24	6.66
四、汇率变动对现金的影响	0.00	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	0.27	0.16	1.75
加：期初现金及现金等价物的余额	12.90	12.75	11.00
六、期末现金及现金等价物的余额	13.18	12.90	12.75

附录五 主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
不良担保率	不良担保额/担保责任余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
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)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
融资性担保倍数	(担保责任余额-保本基金类担保责任余额-非融资性担保责任余额)/净资产
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

注：担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到。

附录六 金融担保机构信用等级的设置及含义

金融担保机构的信用评级是指专业信用评级机构对专业从事金融担保业务的担保机构所承担各种债务如约还本付息能力和意愿的评估，是对其总体代偿风险的综合评价。

金融担保机构信用等级的设置采用三等九级制。一等(投资级)包括四个信用级别，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级，二等(投机级)包括四个信用级别，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等(破产级)包括一个信用级别，即 C 级。除 AAA 级、CCC 级(含)以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高于或略低于本等级。各等级含义如下：

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，投资与担保业务风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，投资与担保业务风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。