

# 信用等级公告

联合〔2020〕1618号

联合资信评估有限公司通过对苏州汾湖投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持苏州汾湖投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“14 汾湖债/PR 苏汾湖”“18 汾湖投资 MTN001”“18 汾湖投资 MTN003”和“19 汾湖投资 MTN001”的信用等级为 AA，“18 汾湖投资 MTN002”的信用等级为 AAA，“19 汾湖投资 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年六月十九日



# 苏州汾湖投资集团有限公司

## 2020年跟踪评级报告

### 评级结果:

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
14 汾湖债 /PR 苏汾湖	AA	稳定	AA	稳定
18 汾湖投资 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
18 汾湖投资 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 汾湖投资 MTN003	AA	稳定	AA	稳定
19 汾湖投资 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19 汾湖投资 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

### 跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 汾湖债/PR 苏汾湖	12.00 亿元	2.40 亿元	2021/02/28
18 汾湖投资 MTN001	2.00 亿元	2.00 亿元	2021/06/22
18 汾湖投资 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2021/08/14 <sup>1</sup>
18 汾湖投资 MTN003	4.00 亿元	4.00 亿元	2021/09/05
19 汾湖投资 MTN001	9.00 亿元	9.00 亿元	2024/03/25
19 汾湖投资 CP001	5.00 亿元	5.00 亿元	2020/09/06

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时尚处于存续期的债券

跟踪评级时间:2020年6月19日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 评级观点

苏州汾湖投资集团有限公司(以下简称“公司”)是江苏省汾湖高新技术产业开发区(以下简称“汾湖高新区”)重要的基础设施建设主体。跟踪期内,公司在财政补贴等方面持续获得政府的支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司资产流动性较弱、债务规模呈上升趋势且短期偿付压力较大、对外担保规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“18汾湖投资MTN002”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,其担保显著提升了该期中期票据本息偿付的安全性。

未来,随着长三角生态绿色一体化发展示范区建设的推进,汾湖高新区的基础设施建设和土地开发需求持续扩大,将推动公司业务平稳发展。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA,“14汾湖债/PR苏汾湖”“18汾湖投资MTN001”“18汾湖投资MTN003”和“19汾湖投资MTN001”的信用等级为AA,“18汾湖投资MTN002”的信用等级为AAA,“19汾湖投资CP001”的信用等级为A-1,评级展望为稳定。

### 优势

- 跟踪期内,汾湖高新区经济稳步发展,公司发展的外部环境良好。2019年,汾湖高新区完成地区生产总值304.05亿元,增长6.60%;一般公共预算收入28.87亿元,增长9.59%。

<sup>1</sup> “18汾湖投资MTN002”为永续中票,期限为3+N

本次评级模型打分表及结果:

指示评级		a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	3	
			经营分析	2	
财务风险	F4	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	3	
			现金流量	2	
		资本结构	2		
			偿债能力	4	
调整因素和理由					调整子级
政府支持					3

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

分析师: 张建飞 李文强

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

2. 跟踪期内, 汾湖高新区管委会给予公司政府补助等支持。

关注

1. 公司存货受限规模较大, 其他应收款持续增长, 对公司资金占用明显, 资产流动性较弱。
2. 跟踪期内, 公司债务规模呈上升趋势, 债务负担有所加重, 且短期债务规模较大, 公司短期偿付压力较大。
3. 公司对外担保规模大, 存在或有负债风险。

主要财务数据:

项目	合并口径			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产 (亿元)	24.91	16.19	14.67	11.41
资产总额 (亿元)	263.48	276.73	286.90	286.63
所有者权益 (亿元)	112.73	115.59	116.44	116.69
短期债务 (亿元)	35.16	48.69	45.19	41.11
长期债务 (亿元)	93.78	92.20	104.22	106.06
全部债务 (亿元)	128.94	140.89	149.40	147.17
营业收入 (亿元)	8.06	8.45	8.21	2.00
利润总额 (亿元)	1.56	1.84	1.61	0.09
EBITDA (亿元)	2.00	2.56	3.00	--
经营性净现金流 (亿元)	0.08	-3.83	4.57	2.56
现金收入比 (%)	37.47	100.33	120.05	89.67
营业利润率 (%)	5.26	6.90	7.74	5.72
净资产收益率 (%)	1.28	1.39	1.25	--
资产负债率 (%)	57.22	58.23	59.42	59.29
全部债务资本化比率 (%)	53.36	54.93	56.20	55.78
现金短期债务比 (倍)	0.71	0.33	0.32	0.28
流动比率 (%)	437.93	371.32	386.88	397.64
速动比率 (%)	142.73	132.58	137.00	133.35
经营现金流动负债比 (%)	0.14	-5.83	7.25	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.43	0.33	0.27	--
全部债务/EBITDA (倍)	64.37	54.94	49.79	--

公司本部

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	301.61	321.25	308.44	305.21
所有者权益 (亿元)	112.49	114.45	114.22	114.54
全部债务 (亿元)	70.40	86.07	100.69	97.32
营业收入 (亿元)	5.00	5.73	5.28	1.29

利润总额（亿元）	2.00	2.20	1.62	0.30
资产负债率（%）	62.70	64.37	62.97	62.47
全部债务资本化比率（%）	38.49	42.92	46.85	45.94
现金短期债务比（倍）	0.70	0.22	0.34	0.27
流动比率（%）	194.55	189.02	218.12	224.40
经营现金流负债比（%）	4.65	-5.18	-0.16	--

注：将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务核算；2020年一季度数据未经审计

### 评级历史：

债项名称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 汾湖投资 CP001	A-1	AA	稳定	2020.03.04	张建飞 李文强	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>
19 汾湖投资 CP001	A-1	AA	稳定	2019.07.10	赵起锋 张建飞 胡元杰 李文强	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>
19 汾湖投资 MTN001	AA	AA	稳定	2019.02.26	赵起锋 李海宸	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	<a href="#">阅读全文</a>
18 汾湖投资 MTN003	AA	AA	稳定	2018.08.27	李海宸 赵起锋 边沁	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	<a href="#">阅读全文</a>
18 汾湖投资 MTN002	AAA	AA	稳定	2018.06.20	李海宸 赵起锋 边沁	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	<a href="#">阅读全文</a>
18 汾湖投资 MTN001	AA	AA	稳定	2018.06.01	李海宸 赵起锋 边沁	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	<a href="#">阅读全文</a>
14 汾湖债/PR 苏汾湖	AA	AA	稳定	2013.12.27	王紫临 王玮	城投债评级方法及风险点简介（2010年）	<a href="#">阅读全文</a>

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

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由苏州汾湖投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 苏州汾湖投资集团有限公司

## 2020年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于苏州汾湖投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其存续债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化；截至2020年3月底，公司注册资本及实收资本均为30.00亿元，江苏省汾湖高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“汾湖高新区管委会”）为公司唯一股东及实际控制人。

截至2020年3月底，公司本部设有资产部、综合部、财务部、工程部、投融资部和内审合规部6个职能部门；公司纳入合并范围的子公司26家。

截至2019年底，公司资产总额286.90亿元，所有者权益116.44亿元（含少数股东权益3.32亿元）；2019年公司实现营业收入8.21亿元，利润总额1.61亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额286.63亿元，所有者权益116.69亿元（含少数股东权益3.45亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入2.00亿元，利润总额0.09亿元。

公司注册地址：吴江区黎里镇府前路北侧；法定代表人：杨亚峰。

### 三、存续债券及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，由联合资信所评公司存续债券包括6期债券，债券余额合计27.40亿元，存续债券情况详见表1。其中，“18汾湖投资MTN002”为可续期中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

跟踪期内，公司已按时足额支付“18汾湖投资MTN001”“18汾湖投资MTN002”“18汾湖投资MTN003”“14汾湖债/PR苏汾湖”“19汾湖投资MTN001”当期利息及分期本金。“19汾湖投资CP001”尚未至还本付息日。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限	票面利率
14 汾湖债/PR 苏汾湖	12.00	2.40	2014/02/28	7	7.49
18 汾湖投资 MTN001	2.00	2.00	2018/06/22	3	7.30
18 汾湖投资 MTN002	5.00	5.00	2018/08/14	3+N	6.80
18 汾湖投资 MTN003	4.00	4.00	2018/09/05	3	6.60
19 汾湖投资 MTN001	9.00	9.00	2019/03/25	5	5.00
19 汾湖投资 CP001	5.00	5.00	2019/09/06	1	3.84

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“14 汾湖债/PR 苏汾湖”募集资金已按计划用于港南安置房项目建设，截至2020年3月底，该安置房已完工并确认销售收入；“18 汾湖投资 MTN001”“18 汾湖投资 MTN002”“18 汾湖投资 MTN003”“19 汾湖投资 MTN001”和“19 汾湖投资 CP001”均用于偿还公司有息债务，截至跟踪评级日，募集资金均已按计划使用完毕。

### 四、宏观经济和政策环境

#### 1. 宏观经济环境

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

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见

下表)，为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，

受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；

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

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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

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

14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。

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

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

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

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**

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

## 2. 宏观政策环境

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

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

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

### 3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环

比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

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

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居

环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

## （2）行业监管与政策

**2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中**

**在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。**

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

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

由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

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

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许

项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

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

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

表3 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造

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

资料来源：联合资信整理

### (3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风

险值得关注。

### 2. 区域经济环境

公司主要从事汾湖高新区的基础设施建设业务，跟踪期内，吴江区和汾湖高新区经济稳定发展，公司发展的外部环境良好。

根据《2019年苏州市吴江区国民经济和社会发展统计公报》，2019年，吴江区实现地区生产总值为1958.16亿元，按可比价计算同比增长5.7%。2019年，分三次产业看，第一产业实现增加值37.43亿元，下降9.0%；第二产业实现增加值1008.22亿元，增长4.6%；第三产业实现增加值912.51亿元，增长7.8%。三次产业增加值比例由2017年的2.5:51.1:46.4调整为2019年的1.9:51.5:46.6。2019年，吴江区按常住人口计算的人均生产总值达149341元。

2019年，吴江区完成一般公共预算收入为223.10亿元，增长10.0%，其中，税收收入占比为91.9%。2019年，吴江区一般公共预算支出为218.17亿元，同比增长13.0%。跟踪期内，吴江区财政自给率仍保持高水平。

根据公开数据显示，截至2019年底，吴江区地方政府债务余额为133.81亿元。

根据公司提供的《2019年汾湖高新区主要经济统计指标》，2019年，汾湖高新区完成地区生产总值304.05亿元，增长6.60%；工业总产值711.39亿元，同比增长3.55%；全社会固定资产投资72.48亿元，同比增长1.36%。2019年，汾湖高新区一般公共预算收入28.87亿元，增长9.59%。

2019年11月19日，《长三角生态绿色一

体化发展示范区总体方案》经国务院批复同意，根据方案，到 2035 年，长三角生态绿色一体化发展示范区将形成更加成熟、更加有效的绿色一体化发展制度体系，全面建设成为示范引领长三角更高质量一体化发展的标杆。一体化示范区范围包括上海市青浦区、江苏省苏州市吴江区、浙江省嘉兴市嘉善县，面积约 2300 平方公里（含水域面积约 350 平方公里），选择青浦区金泽镇、朱家角镇，吴江区黎里镇（即汾湖高新区），嘉善县西塘镇、姚庄镇作为一体化示范区的先行启动区，面积约 660 平方公里，着力构建“十字走廊引领、空间复合渗透、人文创新融合、立体网络支撑”的功能布局，严格控制开发强度，蓝绿空间占比不低于 75%，规划建设用地不超过现有总规模。汾湖高新区经济和社会发展面临新的机遇。

## 六、基础素质分析

**公司是汾湖高新区重要的基础设施建设主体，跟踪期内持续在财政补贴等方面获得政府的支持。**

鉴于公司的重要地位及其业务性质，根据“吴汾开财发〔2008〕9号”，江苏省汾湖高新技术产业开发区财政局（以下简称“高新区财政局”）同意从2009年起在汾湖高新区财政预算内安排不少于6000万元专项建设资金补贴，

作为对公司的财政投入。2019年，公司确认财政补贴收入1.72亿元。

根据公司提供的2020年6月8日中国人民银行《企业信用报告》（银行版），跟踪期内，公司本部无新增未结清的不良、关注类信贷记录。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度、高级管理人员无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**公司主要负责汾湖高新区基础设施建设和安置房建设业务，并通过子公司参与污水处理、黎里古镇开发和科创园建设等业务。**

2019年，公司主营业务收入为7.39亿元，同比下降4.03%，主要系基础设施建设业务收入下降所致。公司主营业务收入主要源于基础设施建设收入、土地使用权转让收入和安置房销售收入。受到用地需求和安置、结算进度等因素影响，2019年，公司土地使用权出让收入和安置房销售收入分别同比增长27.36%和0.17%，基础设施建设收入同比下降66.91%。2020年1-3月，公司实现主营业务收入1.84亿元，同比增长22.18%，主要来自土地使用权转让和安置房建设销售收入。

表 4 2018—2019 年及 2020 年 1—3 月公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项 目	2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	19810.78	25.73	16.01	6555.70	8.87	9.55	--	--	--
土地使用权转让	32066.86	41.64	8.24	40839.47	55.26	16.67	11816.54	64.16	16.68
安置房建设销售	21402.27	27.79	0.00	21439.31	29.01	-4.00	6078.76	33.01	0.00
污水处理	1518.57	1.97	-105.42	2251.57	3.05	-106.66	291.98	1.59	-255.03
建设服务费	1311.50	1.71	100.00	1427.52	1.93	100.00	--	--	--

物业管理	355.46	0.46	-85.20	523.50	0.71	40.18	141.99	0.77	-3.34
养殖水面租 赁	184.60	0.24	41.69	408.94	0.55	59.92	88.31	0.48	9.30
污水口建设 收入	354.72	0.46	-66.81	455.66	0.62	-25.15	--	--	--
检测服务费	--	--	--	0.19	0.00	20.04	--	--	--
<b>合计</b>	<b>77004.76</b>	<b>100.00</b>	<b>6.58</b>	<b>73901.85</b>	<b>100.00</b>	<b>8.04</b>	<b>18417.57</b>	<b>100.00</b>	<b>6.68</b>

资料来源：公司提供

注：合计数与各项求和数不一致系四舍五入所致；本表中基础设施建设业务收入在2019年审计报告附注中分类为代建收入。

从毛利率看，2019年和2020年1—3月，公司主营业务综合毛利率分别为8.04%和6.68%。2019年，公司基础设施建设业务毛利率下降6.46个百分点至9.55%，主要系基础设施建设项目结算加成比例下降所致。由于安置房建设销售收入按照成本确认，故毛利率基本为零；2019年公司安置房建设销售业务毛利率为-4.00%，主要是由于当期确认收入的安置房项目未全部结算完毕导致收入和成本略有偏差。2019年，受成本加成比例提高的影响，公司土地使用权转让毛利率提高至16.67%。

## 2. 业务经营分析

### (1) 基础设施建设业务

**跟踪期内，受竣工结算的项目较少以及结算加成比例下降影响，公司基础设施建设业务收入与毛利率均有所下降。公司完工待结算的基础设施建设项目规模较大，未来该业务持续性较有保障。**

汾湖高新区管委会针对基础设施建设项目每年与公司签署协议，协议约定在工程竣工验收合格后予以整体转让，项目的转让价以工程竣工验收合格后项目的实际造价加成一定比例（主要为15%~25%）作为最终转让结算价。同时，协议会明确当年转让项目情况、结转成本金额及最终转让结算价。2019年，公司基础设施建设业务根据项目的实际造价加成比例主要为15%（含税）。

根据公司与汾湖高新区管委会签订的委托建设协议和工程项目移交确认书，2019年，公司确认基础设施建设业务收入0.66亿元，同比

下降66.91%，主要系竣工结算的项目较少所致。截至2020年3月底，公司已完工待结算的基础设施建设项目合计14.63亿元（不含计入的资本化利息数）。

截至2019年底，公司在建基础设施项目主要包括汾湖文体中心、三白荡生态公园、各类道路等，未来尚需支付3.36亿元。截至2019年底，公司无拟建基础设施项目。

### (2) 基建项目管理业务

2018年起，由公司新设子公司苏州市吴江区汾湖代建项目管理有限公司（以下简称“代建公司”）负责代管委会对基建项目进行管理。代建公司利用财政资金直接支付工程款等成本支出，公司仅负责项目建设过程中的手续办理及工程管理等业务，并按项目进度向高新区财政局收取建设服务费。

2019年，根据高新区财政局出具的代建管理服务费用结算表，公司负责的多条道路、公园景观绿化、农村污水工程等项目当年投资25295.41万元，确认基建项目代建服务费226.80万元（含税），反映在“建设服务费”中。

### (3) 安置房建设业务

**跟踪期内，公司安置房建设业务收入略有增长，但受当期确认收入的安置房项目未全部结算完毕的影响，该业务毛利率为负。公司已完工安置房项目房款暂未有明确的回款计划，存在一定的不确定性，对公司资金占用明显。**

安置房建设的经营主体为公司子公司苏州汾湖城建房地产开发有限公司（以下简称“城建房产”）和苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司。

公司根据高新区规划进行安置房建设。安置房的建设资金主要通过公司自有资金和融资获得，通过招拍挂方式取得土地，继而对外融资进行安置房建设，安置房建设过程中的投入计入“存货”。项目完工后，高新区财政局委托吴江区汾湖动迁办将安置房直接销售给符合动迁安置房购买资格的对象，公司销售的安置房全部为定向销售，销售价格由市政府统一制定。由于公司安置房销售价格低于实际发生的成本，因此汾湖高新区管委会将对销售收入不能覆盖实际成本的部分作全额补贴，最终公司将政府安置房补偿款和收到的动迁办安置房差价收入共同确认为房屋销售收入。安置房建设业务的利润主要来自单独确认的建设服务费。根据公司与汾湖高新区管委会签署的安置房建设服务协议，安置房建设服务费率每年确认项目投资额的6%，公司按照不含税收入确认建设管理服务收入。

2019年及2020年1—3月，公司分别确认安置房建设销售收入2.14亿元与0.61亿元。

2019年，公司安置房建设服务收入为1213.52万元。

截至2019年底，城建房产已完成3个动迁安置房小区建设，累计总投资30.54亿元，累计收到财政补助1.46亿元，暂未收到动迁办需支付的安置房房款。

截至2019年底，公司在建的安置房主要为汾湖人家5号地块安置房，该项目总投资7.00亿元，已投5.84亿元，预计将于2021年完工。

#### (4) 土地使用权转让业务

**跟踪期内，公司土地使用权转让业务收入与毛利率均有所增长。公司储备土地规模较大，未来该业务收入较有保障。**

公司土地使用权转让收入来源于公司将自有土地转让给政府的收入，公司不进行土地整理工作。根据公司每年与苏州市吴江区黎里镇人民政府签订的土地转让协议，黎里镇人民政府将根据区域发展需要分批购买公司土地使用权。

表5 公司土地使用权转让情况(单位:万元)

土地证号	转让价款	加成比例	2018年 转让金额	2019年 转让金额	2020年1—3月 转让金额
吴国用(2011)第07049211号	30191.35	0%	--	--	--
吴国用(2011)第07049212号	28239.90	0%	16208.43	--	--
吴国用(2010)第07049218号	4395.78	0%			
吴国用(2011)第07049213号	13572.75	0%			
吴国用(2012)第07049217号	9238.51	0%	--	--	--
吴国用(2015)第1102207号	15858.42	不超过20%	15858.42	--	--
吴国用(2015)第1102227号	19996.81	20%	--	40839.47	--
吴国用(2015)第1102247号	20842.66	20%			
吴国用(2014)第1100162号	30184.66	--	--	--	11816.54
吴国用(2008)第070490259号	17081.49	---			
合计	189602.33	--	32066.85	40839.47	11816.54

注：2020年一季度公司未新增转让土地，同期确认的土地使用权收入系公司以往年度土地转让根据结算时间分期确认的收入

资料来源：公司提供

根据2017年以前的土地使用权转让协议，2016—2018年，公司以成本价向黎里镇人民政府分批转让土地5宗，转让价款合计7.05亿元。

根据公司2017年与黎里镇人民政府签订的《土地使用权转让协议》，黎里镇人民政府从公司分批回收3宗土地，约定的回收金额为5.67亿元，约定

价格为土地的账面成本价加成一定比例，具体比例根据各年的土地转让协议约定。根据公司2018年与黎里镇政府新签订的《土地使用权转让协议》，2020-2022年，公司拟转让6宗土地，面积共18.61万平方米，转让价合计10.66亿元。根据公司2019年与黎里镇政府签订的《土地使用权转让协议》，黎里镇政府从公司分批回收2宗土地，合计面积约70.81亩，约定的回收金额为2.73亿元。

黎里镇政府根据各年安排，采取分年确认、转账结算的方式支付相应款项，公司根据结算时间确认各年的土地使用权转让收入及成本，2019年以及2020年1-3月，公司分别确认土地使用权收入4.08亿元和1.18亿元，款项均已收到。截至2019年底，公司存货中已储备土地共52块，面积共计233.11万平方米，累计账面价值61.71亿元。

#### (5) 其他业务

公司物业管理业务主要由子公司吴江市心缘物业有限公司负责，主要是对新友花苑和汾湖人家小区进行物业管理，2019年及2020年1-3月，该业务收入分别为523.50万元和141.99万元，由于2019年以来，公司物业管理专注于商业物业管理，并在人员以及管理上进行了调整与优化，故2019年公司物业管理业务毛利率由负转正。

此外，公司还负责吴江市汾湖镇黎里历史文化街区保护修缮利用工程项目和吴江区汾湖镇黎里历史镇区保护建设工程项目。上述两项目计划总投资分别为12.64亿元和6.08亿元，截至2020年3月底，两个项目已投入21.19亿元，未来拟投入规模较小。未来上述两项目将通过景区门票收入及出租收入进行资金平衡。

公司还负责汾湖科技创业园工程项目的建设。该项目总占地面积约158.3亩，建设内容主要包括研发楼、中试孵化厂房、人才公寓等，计划总投资为4.49亿元，截至2019年底累计已投资6.14亿元。目前该项目已有部分厂房、研发楼以及人才公寓对外出租，2019年，公司收

到租金261.00万元，由于前期招商引资提供免租等优惠政策，公司收到的租金规模较小。公司未来将通过租售收入进行资金平衡，但项目资金平衡易受区域经济发展、招商引资以及房地产调控等因素的影响。

#### 3. 未来发展

公司未来将围绕汾湖高新区规划，继续加大基础设施特别是重点工程建设力度，以机制创新和队伍建设为保障，夯实运行基础，强化造血功能，注重资本运作，推动融资、投资、建设和运营工作迈上新台阶，服务于汾湖高新区建设的需要。同时，公司将加快实施资本渗透战略，加快关联领域的多元化发展步伐，尽快实现向具有较强竞争力的多元化发展的集团公司迈进。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。

截至2020年3月底，公司纳入合并范围的子公司26家。2019年，公司合并范围新增1家子公司吴江芦墟水产有限公司；2020年1-3月，公司合并范围较2019年底无变化。整体看，公司合并范围变动规模较小，对公司合并财务报表数据可比性影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司资产总额286.90亿元，所有者权益116.44亿元（含少数股东权益3.32亿元）；2019年公司实现营业收入8.21亿元，利润总额1.61亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额286.63亿元，所有者权益116.69亿元（含少数股东权益3.45亿元）；2020年1-3月，公司实现营业收入2.00亿元，利润总额0.09亿元。

## 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，流动资产中，应收类款项占用资金明显，存货受限规模较大且变现具有一定的不确定性，公司资

产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额为 286.90 亿元，较 2018 年底增长 3.67%，其中，流动资产占 85.07%。公司资产以流动资产为主。

表 6 2018 - 2020 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.80	5.71	14.13	4.93	11.22	3.92
其他应收款	65.98	23.84	68.54	23.89	65.63	22.90
存货	156.68	56.62	157.63	54.94	160.55	56.01
<b>流动资产</b>	<b>243.68</b>	<b>88.06</b>	<b>244.06</b>	<b>85.07</b>	<b>241.55</b>	<b>84.27</b>
在建工程	21.70	7.84	24.37	8.49	25.19	8.79
<b>非流动资产</b>	<b>33.05</b>	<b>11.94</b>	<b>42.84</b>	<b>14.93</b>	<b>45.07</b>	<b>15.73</b>
<b>资产总额</b>	<b>276.73</b>	<b>100.00</b>	<b>286.90</b>	<b>100.00</b>	<b>286.63</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2019 年底，公司流动资产 244.06 亿元，较 2018 年底增长 0.16%，流动资产结构变化不大。流动资产中，公司货币资金为 14.13 亿元，较 2018 年底下降 10.53%，其中受限货币资金 0.60 亿元（为票据保证金）；公司应收账款 2.10 亿元，较 2018 年底下降 46.27%，主要系应收高新区财政局的应收账款减少所致，2019 年底应收高新区财政局款项 2.08 亿元（占应收账款总额的 98.91%）。2019 年底，公司其他应收款为 68.54 亿元，较 2018 年底增长 3.88%，主要为应收高新区财政局及其他国有单位的往来款，集中度较高，对公司资金形成明显占用；公司存货 157.63 亿元，较 2018 年底增长 0.61%，主要由开发成本（95.80 亿元，部分项目已完工待结算后确认收入）和土地（61.71 亿元）构成，其中 29.12 亿元用于抵押。

2019 年底，公司非流动资产 42.84 亿元，较 2018 年底增长 29.61%，主要系可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资以及在建工程增长所致。2019 年底，公司可供出售金融资产 3.13 亿元，较 2018 年底增加 2.60 亿元，主要系新增对苏州汾湖一号产业基金投资中心（有限合伙）（以下简称“汾湖一号”）的投资；其中被投资公司苏州宝越新材料科技有限

公司已宣告破产，不能确定收回的可能性，全额（150.00 万元）计提减值准备。2019 年底，公司新增对苏州市吴江产业投资有限公司（以下简称“吴江产投”）的长期应收款 2.74 亿元，为公司委托吴江产投对英诺赛科（苏州）科技有限公司和中车城市交通有限公司进行的投资。2019 年底，公司长期股权投资 3.83 亿元，较 2018 年底增长 95.78%，主要系增加对苏州市元湖投资发展有限公司（以下简称“元湖公司”）的投资。2019 年底，公司在建工程为 24.37 亿元，较 2018 年底增长 12.30%，主要系黎里古镇保护开发工程、科创园工程和西部污水工程增加投入所致。

2020 年 3 月底，公司资产总额 286.63 亿元，较 2019 年底基本稳定，资产构成仍以流动资产为主（占 84.27%）。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产 46.48 亿元，受限比例 16.22%，其中包括 1.01 亿元货币资金、29.59 亿元存货、0.12 亿元无形资产、0.18 亿元投资性房地产、0.50 亿元的固定资产和 15.09 亿元子公司股权质押。

## 3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益略有增长，债

务规模呈上升趋势，债务负担有所加重。

#### 所有者权益

2019 年底，所有者权益 116.44 亿元（含少数股东权益 3.32 亿元），较 2018 年底增长 0.73%，其中实收资本占 25.77%、资本公积占 61.29%、未分配利润占 8.28%，盈余公积占比较小。

2020年3月底，公司所有者权益116.69亿元（含少数股东权益3.45亿元），规模和结构较2019年底变化不大。

#### 负债

2019 年底，公司负债合计 170.46 亿元，较 2018 年底增长 5.79%，其中非流动负债占 62.99%。2019 年底，公司流动负债较 2018 年底下降 3.87%，主要系其他流动负债下降所致。2019 年底，公司短期借款 7.20 亿元（均为保证借款），较 2018 年底增长 9.05%。2019 年底，公司其他应付款 13.48 亿元，较 2018 年底略有下降，主要为往来款。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 32.39 亿元，较 2018 年底增长 19.56%，其中一年内到期的长期借款 17.74 亿元、一年内到期的应付债券 14.65 亿元。2019 年底，公司其他流动负债 5.00 亿元，为公司发行的短期融资债券，已调整计入短期债务核算。

2019 年底，公司非流动负债 107.38 亿元，较 2018 年底增长 12.42%，主要系应付债券增长所致。2019 年底，公司非流动负债主要由长期借款（49.13 亿元）和应付债券（55.08 亿元）构成。

2019 年底，公司有息债务 149.40 亿元，较 2018 年底增长 6.04%，其中短期债务 45.19 亿元，长期债务 104.22 亿元，公司债务仍以长期债务为主。

表 7 公司债务情况（单位：亿元）

科目	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	48.69	45.19	41.11
长期债务	92.20	104.22	106.06
全部债务	140.89	149.40	147.17
长期债务资本化比率（%）	44.37	47.23	47.61

全部债务资本化比率（%）	54.93	56.20	55.78
资产负债率（%）	58.23	59.42	59.29

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

2020 年 3 月底，公司负债合计 169.94 亿元，较 2019 年底略有下降，仍以非流动负债（占 64.25%）为主；有息债务 147.17 亿元，较 2019 年底略有下降。

有息债务到期分布方面，公司 2020—2022 年到期债务分别为 32.56 亿元、39.57 亿元和 51.90 亿元，公司集中偿付压力一般。

从债务指标情况看，2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2018 年底小幅上升，分别为 59.42%、56.20%和 47.23%。2020 年 3 月底，上述指标分别为 59.29%、55.78%和 47.61%，较 2019 年底变化不大。

#### 4. 盈利能力

跟踪期内，受基础设施项目结算进度影响，公司营业收入有所下降，公司利润总额对补贴收入的依赖程度高。

2019 年，受基础设施建设项目结算进度的影响，公司营业收入同比下降 2.82%至 8.21 亿元。公司营业成本为 7.23 亿元，同比下降 4.46%。2019 年，公司营业利润率 7.74%，同比提高 0.84 个百分点。

2019 年，公司利润总额为 1.61 亿元，其中补贴收入 1.72 亿元，公司利润总额对补贴收入的依赖程度高。

从主要盈利指标看，2019 年公司总资产收益率和净资产收益率同比略有下降，分别为 0.61%和 1.25%。

2020 年 1—3 月，公司营业收入为 2.00 亿元，以土地使用权转让收入为主；利润总额 0.09 亿元，主要来自其他收益中的政府补助 0.48 亿元；公司营业利润率为 5.72%。

表 8 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
营业收入	8.45	8.21

其他收益	1.46	1.72
营业外收入	0.00	0.03
利润总额	1.84	1.61
营业利润率	6.90	7.74
总资本收益率	0.71	0.61
净资产收益率	1.39	1.25

注：部分数据为 0.00 系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

## 5. 现金流分析

跟踪期内，公司的收入实现质量有所改善，经营活动现金流净额由负转正；随着自营项目陆续投入及对外投资，公司投资活动净流出规模扩大，公司项目投入及债务偿付对筹资活动依赖较大。

2019年，公司经营活动产生的现金流入为25.52亿元，同比增长22.70%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金9.86亿元和收到的其他与经营活动有关的现金15.66亿元（往来款13.93亿元、补贴收入1.72亿元）。2019年，公司现金收入比为120.05%，收入实现质量继续改善。2019年，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，为4.57亿元，主要系支付的其他与经营活动有关的现金中当期往来款支出规模下降所致。

2019年，公司投资活动现金流入量为2.53亿元，主要由收回投资收到的现金1.06亿元和收到其他与投资活动有关的现金0.99亿元（为理财投资收回和新并入企业期初货币资金）构成。2019年，公司投资活动现金流出11.05亿元，其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金3.10亿元；投资支付的现金4.54亿元，主要为公司对汾湖一号和元湖公司的新增投资；支付其他与投资活动有关的现金3.41亿元，主要为委托投资款2.74亿元。2019年，公司投资活动现金流净额-8.53亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入为84.98亿元，同比增长35.69%，主要为取得借款收到的现金75.64亿元和收到的其他与筹资活动有关的现金9.26亿元（主要为往来款）。2019年，公司筹资活动现金流出82.29亿

元，主要为偿还债务本息。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为2.69亿元。

表9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	20.80	25.52
经营活动现金流出量	24.63	20.95
经营活动现金净流量	-3.83	4.57
投资活动现金净流量	-2.90	-8.53
筹资活动现金净流量	-0.65	2.69
现金收入比	100.33	120.05

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020年1—3月，公司经营活动现金流净额为2.56亿元；投资活动现金流量净额为-2.43亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-3.44亿元。

## 6. 偿债能力

**公司短期债务规模大，短期偿付压力较大，长期偿债能力指标较弱，且对外担保规模大，存在或有负债风险。考虑到目前公司融资渠道畅通，且能够持续获得政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。**

从短期偿债指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为386.88%和137.00%，均较上年底有所增长；2020年3月底，上述两个指标分别为397.64%和133.35%。由于公司流动资产以存货和应收类款项为主，其变现能力将弱化公司实际短期偿债指标。2019年，公司经营现金流流动负债比为7.25%。2020年3月底，公司现金类资产11.41亿元，为短期债务的0.28倍。总体来看，公司短期债务规模大，短期偿付压力较大。

从长期偿债指标看，2019年，公司EBITDA增至3.00亿元，全部债务/EBITDA下降至49.79倍，EBITDA利息倍数下降至0.27倍，跟踪期内，公司长期偿债指标仍较弱。

截至2020年3月底，公司共获得各商业银行累计授信总额133.01亿元，已使用71.69亿元，剩余61.32亿元，公司间接融资渠道较畅通。

截至2020年3月底，公司合并口径对外担保余额总计54.68亿元，担保比率46.86%。被担保对象以国企为主，其中，担保余额前三名为苏州市黎里城镇化建设有限公司、苏州汾湖城区资产运营有限公司、苏州市汾湖现代农业投资发展有限公司，均为区域内其他国有企业；永鼎集团有限公司是上市公司江苏永鼎股份有限公司（股票代码：600105.SH）的控股股东，位于汾湖高新区范围内。截至2020年3月底，被担保企业均正常经营，但考虑到公司对外担保规模大、担保比率较高，公司存在一定的或有负债风险。

表10 2019年9月底公司对外担保情况

被担保单位	担保余额(万元)	担保类型
苏州汾湖城区资产运营有限公司	166454.00	保证/抵押
苏州市黎里城镇化建设有限公司	191271.00	保证/抵押
吴江市汾湖镇集体资产经营公司	11950.00	保证
苏州市汾湖现代农业投资发展有限公司	129936.00	保证
吴江市汾湖物流中心	1000.00	保证
永鼎集团有限公司	15700.00	保证
永鼎控股有限公司	8500.00	保证
吴江临沪投资发展有限公司	22000.00	抵押
合计	546811.00	--

资料来源：公司提供

#### 7. 母公司财务分析

**公司资产和营业收入主要来自母公司，母公司整体债务负担一般。**

2019年底，母公司资产总额308.44亿元，较2018年底下降3.99%。其中，流动资产占86.74%。母公司流动资产主要由其他应收款和存货构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。

2019年底，母公司所有者权益为114.22亿元，较2018年底略有下降。其中，实收资本占

26.27%、资本公积占60.58%，母公司所有者权益较为稳定。

2019年底，母公司负债总额194.22亿元，较2018年底略有下降，主要由流动负债（占63.16%）构成。母公司2019年底全部债务资本化比例为46.85%，整体债务负担一般。

2019年，母公司实现营业收入5.28亿元；营业成本为4.19亿元，母公司2019年利润总额为1.62亿元，同比有所下降。

2020年3月底，母公司资产总额305.21亿元，所有者权益114.54亿元，2020年1-3月，母公司实现营业收入1.29亿元，利润总额0.30亿元。

#### 十、存续债券偿还能力分析

截至2020年3月底，公司由联合资信评级的存续债券余额合计27.40亿元。2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对上述存续债券余额合计的覆盖倍数分别为0.11倍、0.93倍和0.17倍。

公司存续债券将于2021年面临单年偿付最大值，当年需偿还本金13.40亿元（假设“18汾湖投资MTN002”于2021年偿还）。2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为单年偿付最大值（13.40亿元）的0.22倍、1.90倍和0.34倍。经营活动现金流入量对未来存续债券单年偿付最大值覆盖能力一般。

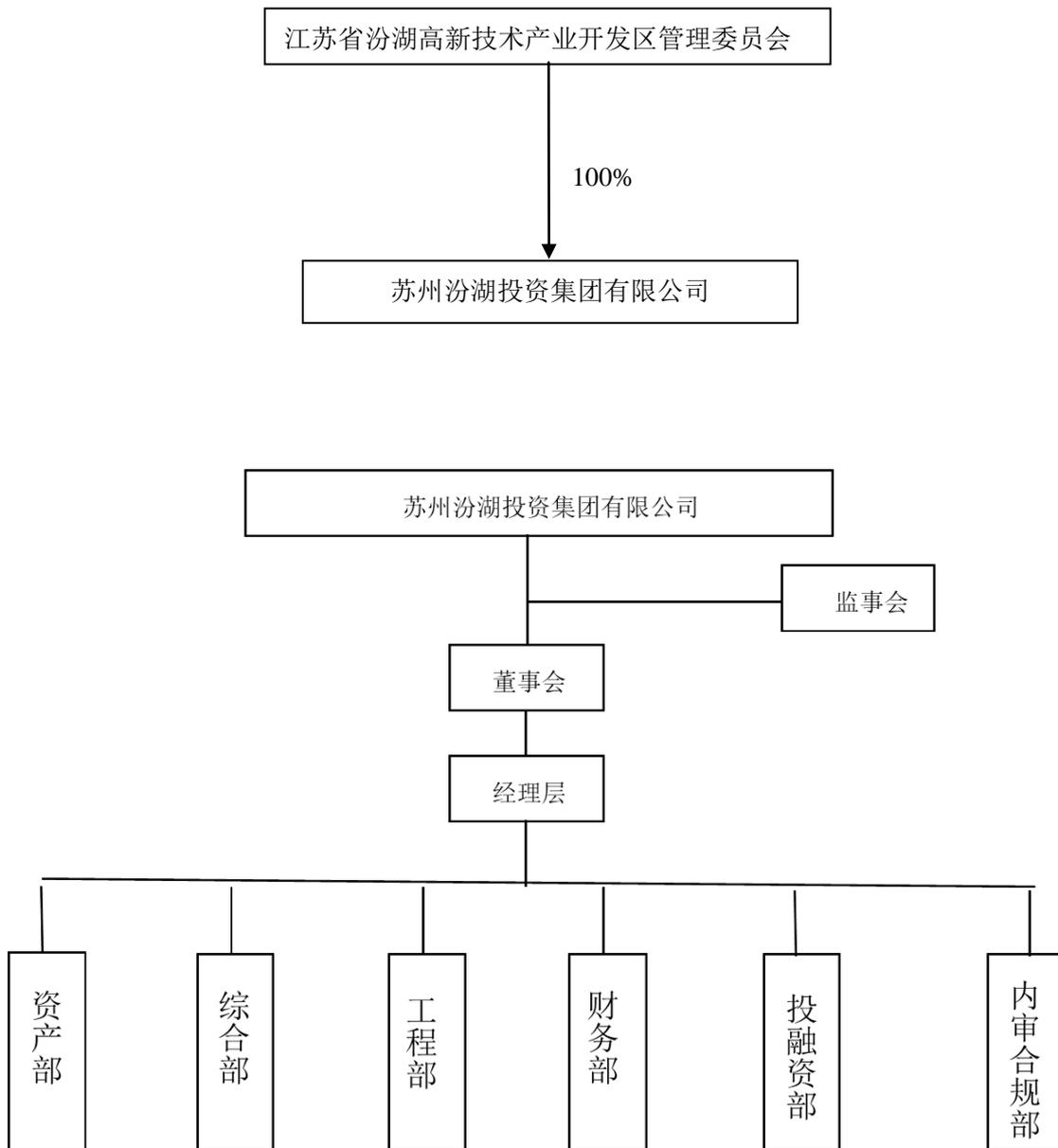
“18汾湖投资MTN002”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，中债增的担保能有效提升“18汾湖投资MTN002”的偿付安全性。

#### 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“14汾湖债/PR苏汾

湖”“18汾湖投资MTN001”“18汾湖投资MTN003”和“19汾湖投资MTN001”的信用等级为AA，“18汾湖投资MTN002”的信用等级为AAA，“19汾湖投资CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图



## 附件 2 截至 2020 年 3 月底公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	直接持股 比例 (%)	间接持股比 例 (%)	取得方式
1	吴江大众交通汽车服务有限公司	200	100	--	投资设立
2	吴江汾湖国际会议中心有限公司	100	100	--	投资设立
3	苏州市北厍水产养殖有限公司	80	100	--	投资设立
4	吴江临沪国际物流有限公司	15000	66.67	--	投资设立
5	吴江汾湖土方工程有限公司	10000	99.50	0.50	投资设立
6	吴江汾湖污水处理有限公司	20000	50	--	投资设立
7	苏州市汾湖南部污水处理有限公司	1000	--	50	投资设立
8	苏州市吴江区芦墟污水处理有限公司	3200	--	50	划转
9	苏州市汾湖西部污水处理有限公司	2000	--	50	投资设立
10	苏州汾湖市政养护有限公司	10000	--	50	投资设立
11	苏州市汾湖黎花污水处理有限公司	2000	--	50	投资设立
12	吴江汾湖城市投资发展有限公司	40000	98.50	1.50	投资设立
13	吴江市振兴资源开发有限公司	5000	--	100	投资设立
14	吴江汾湖科技创业投资发展有限公司	50880	--	100	投资设立
15	吴江汾湖科技创业服务有限公司	200	--	100	投资设立
16	苏州复寰环境生物新技术有限公司	200	--	100	投资设立
17	江苏集萃光电检测中心有限公司	10000	--	100	投资设立
18	苏州汾湖城建房产开发有限公司	3200	100	--	投资设立
19	吴江市心缘物业有限公司	50	--	100	投资设立
20	吴江汾湖古镇保护开发有限公司	170500	90.85	--	投资设立
21	苏州市黎里文化旅游发展有限公司	500	--	90.85	投资设立
22	苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司	80000	100	--	非同一控制下的合并
23	苏州汾投资本管理有限公司	1000	70	--	投资设立
24	苏州汾湖高新控股有限公司	200000	90	--	投资设立
25	苏州市吴江区汾湖代建项目管理有限 公司	1000	100	--	投资设立
26	吴江芦墟水产有限公司	150	100	--	非同一控制下的合并

资料来源：公司提供

### 附件 3 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	24.91	16.19	14.67	11.41
资产总额 (亿元)	263.48	276.73	286.90	286.63
所有者权益 (亿元)	112.73	115.59	116.44	116.69
短期债务 (亿元)	35.16	48.69	45.19	41.11
长期债务 (亿元)	93.78	92.20	104.22	106.06
全部债务 (亿元)	128.94	140.89	149.40	147.17
营业收入 (亿元)	8.06	8.45	8.21	2.00
利润总额 (亿元)	1.56	1.84	1.61	0.09
EBITDA (亿元)	2.00	2.56	3.00	--
经营性净现金流 (亿元)	0.08	-3.83	4.57	2.56
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	4.16	2.09	2.37	--
存货周转次数 (次)	0.04	0.05	0.05	--
总资产周转次数 (次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比 (%)	37.47	100.33	120.05	89.67
营业利润率 (%)	5.26	6.90	7.74	5.72
总资本收益率 (%)	0.62	0.71	0.61	--
净资产收益率 (%)	1.28	1.39	1.25	--
长期债务资本化比率 (%)	45.41	44.37	47.23	47.61
全部债务资本化比率 (%)	53.36	54.93	56.20	55.78
资产负债率 (%)	57.22	58.23	59.42	59.29
流动比率 (%)	437.93	371.32	386.88	397.64
速动比率 (%)	142.73	132.58	137.00	133.35
经营现金流动负债比 (%)	0.14	-5.83	7.25	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.43	0.33	0.27	--
全部债务/EBITDA (倍)	64.37	54.94	49.79	--
现金短期债务比 (倍)	0.71	0.33	0.32	0.28

注: 1. 2020 年一季度财务数据未经审计; 2. 将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务核算

**附件 4 主要财务数据及指标 (公司本部)**

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	13.90	6.95	9.89	6.55
资产总额 (亿元)	301.61	321.25	308.44	305.21
所有者权益 (亿元)	112.49	114.45	114.22	114.54
短期债务 (亿元)	19.94	31.36	29.50	23.92
长期债务 (亿元)	50.46	54.70	71.18	73.40
全部债务 (亿元)	70.40	86.07	100.69	97.32
营业收入 (亿元)	5.00	5.73	5.28	1.29
利润总额 (亿元)	2.00	2.20	1.62	0.30
EBITDA (亿元)	2.19	2.55	1.93	--
经营性净现金流 (亿元)	6.40	-7.86	-0.20	3.21
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	2.60	1.50	1.63	--
存货周转次数 (次)	0.03	0.04	0.03	--
总资产周转次数 (次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比 (%)	29.67	100.18	125.80	79.59
营业利润率 (%)	12.10	13.36	17.69	18.44
总资本收益率 (%)	1.06	1.08	0.76	--
净资产收益率 (%)	1.68	1.71	1.29	--
长期债务资本化比率 (%)	30.97	32.34	38.39	39.05
全部债务资本化比率 (%)	38.49	42.92	46.85	45.94
资产负债率 (%)	62.70	64.37	62.97	62.47
流动比率 (%)	194.55	189.02	218.12	224.40
速动比率 (%)	97.99	103.10	112.11	110.80
经营现金流动负债比 (%)	4.65	-5.18	-0.16	--
全部债务/EBITDA (倍)	32.08	33.73	52.26	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.21	0.38	0.18	--
现金短期债务比 (倍)	0.70	0.22	0.34	0.27

注：1. 将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务核算；2. 2020 年一季度财务数据未经审计

## 附件 5 担保方信用评级报告

## 附件 6 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+卖出回购金融资产款+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 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 7-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

## 附件 7-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 7-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险

C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

## 附件 7-4 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

# 联合资信评估有限公司

## 承诺书

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

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三日



# 信用等级公告

联合[2019] 1789 号

联合资信评估有限公司通过对中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定中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。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二〇一九年七月三日



# 中债信用增进投资股份有限公司

## 2019 年主体长期信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

### 评级时间

2019 年 7 月 3 日

### 主要数据

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额(亿元)	137.35	139.83	150.91	159.36
负债总额(亿元)	50.76	57.12	71.14	82.19
所有者权益(亿元)	86.60	82.71	79.76	77.18
增信余额(亿元)	1060.47	1065.60	956.60	936.10
净资产覆盖率(%)	88.10	81.14	78.10	74.40
项目	2019 年 1—3 月	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入(亿元)	3.82	13.37	12.66	13.23
利润总额(亿元)	3.34	8.30	7.64	9.11
净利润(亿元)	2.50	6.28	5.86	6.96
平均资产收益率(%)	-	4.32	3.78	4.35
平均净资产收益率(%)	-	7.73	7.46	9.16

资料来源: 公司审计报告和提供资料, 联合资信整理

### 分析师

丁倩岩 谢冰姝

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。另一方面,公司单笔增信业务金额较高,行业集中度较高,存在一定的业务集中风险;在国内宏观经济增速放缓的大环境下,公司增信业务创新对风险控制和流动性管理水平提出更高要求;增信业务的持续发展对资本充足水平的影响需关注。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,违约风险极低。

### 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,信用增进业务基础不断夯实。
- 高级管理层专业素质较高,有助于公司保持较高的专业化运营水平。

### 关注

- 公司单笔增信业务金额高,行业集中度高,存在较高的业务集中风险;投融资平台类增信项目占比较高,在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下,相关风险需予以关注。
- 公司增信业务的持续发展对资本充足水平的影响需关注。
- 在国内宏观经济增速放缓的大环境下,公司增信业务创新对风险控制和流动性管理

水平提出更高要求。

## 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“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本期评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司主体长期信用等级自2019年7月3日至2020年7月2日有效;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 中债信用增进投资股份有限公司 2019 年主体长期信用评级报告

## 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 2019 年 3 月末,公司股本 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指导和管理。

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	中国石油集团资本有限责任公司	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	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
6	首钢集团有限公司	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:公司提供,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、投资业务部、国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部十个部门。截至 2019 年 3 月末,公司共有员工 104 人,绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2018 年末,公司资产总额 139.83 亿元,负债总额 57.12 亿元,所有者权益 82.71 亿

元;增信余额 1065.60 亿元。2018 年,公司实现营业收入 13.37 亿元,其中增信业务收入 7.06 亿元;净利润 6.28 亿元。

截至 2019 年 3 月末,公司资产总额 137.35 亿元,负债总额 50.76 亿元,所有者权益 86.60 亿元;增信余额 1060.47 亿元。2019 年 1—3 月,公司实现营业收入 3.82 亿元,其中增信业务收入 1.81 亿元;净利润 2.50 亿元。

注册地址:北京市西城区月坛南街 1 号院 6 号楼 8 层 801、9 层 901、10 层 1001

法定代表人:谢多

## 二、运营环境

### 1. 宏观经济和政策环境

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

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

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

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资

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

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

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

百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

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

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积

极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增长放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

表2 宏观经济主要指标

单位：%、亿元

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
GDP 增长率	6.6	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI 增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI 增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2 增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7

社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

## 2. 行业发展概况

我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。2017 年，我国债券市场发行各类债券规模达 40.8 万亿元，较上年增长 12.9%，增速明显回落。

近年来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具品种逐步丰富。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使得为资本市场提供外部信用增进服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2014 年 5 月，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，对规范发展债券市场等提出具体要求，要求完善债券增信机制，规范发展债券增信业务，同时探索发展信用债券保险。据此，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研

究建立行业增信机构，规范管理融资性担保机构。2015 年 1 月，根据中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》，公司债券的发行范围由原来的境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，未来公司债券发行规模有望保持快速增长趋势，这为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

## 3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律法规缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(以下简称“《指引》”)。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。2012 年 8 月，《信用增进机构管理规范》、《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012 年 11 月，财政部发布了《企业会计准则解释第 5 号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。未来信用增进行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

### 三、公司治理与内部控制

#### 1. 公司治理

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、业务创新等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现代股份制公司治理架构。近年来，公司治理主体能够相互制衡、协调运作，治理体系不断完善，治理水平逐渐提高。

股东大会是公司的最高权力机构，由全体股东组成，股东大会会议由董事会依法召集。公司按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东大会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，公司召开多次股东大会，就董事会和监事会工作报告、年度财务预决算方案、利润分配方案等重大事项进行讨论并形成决议。

公司董事会由 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。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股

东监事和 1 名职工监事，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，战略总监、总法律顾问、风险总监、营运总监各 1 名。公司高级管理人员由总裁提名，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。目前公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务部、国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部十个部门（见附录 2），各部门职责分工明确。

近年来，公司继续加强内控制度体系建设，强化内控执行力。2018 年，公司组织开展了制度流程梳理及内部控制手册修订工作，根据公司新组织架构及部门职责的调整，以现有规章制度为基础，以风险管理为导向，紧密结合工作实际，全面梳理现有的管理制度和业务流程，查找制度及流程中存在的问题及遗漏等。在此基础上，根据新增及修订后的制度开展绘制业

务流程图、查找风险点及风险事件、制定有针对性、可操作性强的防控措施等工作，并对各部门内部控制手册材料进行了修订、完善。同时，公司遵循全面性、重要性和客观性原则，组织各部门开展内部控制自我评价工作，将内部控制评价工作分为确定自评范围、开展全面自评、抽查验收、缺陷认定和整改等四个工作环节，并最终形成公司年度内部控制评价报告；另外，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。

近年来，公司结合审计工作实际开展需要，对《内部审计办法》《项目审计操作规程》《离任审计管理办法》进行了全面修订，并根据对审计发现事项后续整改落实的管理需要，制定了《内部审计发现事项整改管理办法》，进一步完善了内部审计制度体系。2018年，公司对中小企业集合票据业务开展了专题调研，从产品结构、项目准入、风险评价与审批、后续运营管理等方面进行了分析，对相关产品结构缺陷、准入审慎性不足以及对发行主体自身信用风险判断不够重视等问题进行了揭示，促使公司今后在稳健开拓业务、切实控制风险敞口、提高处置风险能力等方面不断进行总结和反思，提升经营管理水平。同时，公司开展了投资业务操作风险审计、增信业务流程审计、离任审计及支持工具业务全过程纪检监督及跟踪审计等各类专项审计工作，并将后续审计与内部控制评价工作相结合，同时测试和验证后续审计项目与内部控制评价风险点，挖掘问题成因，识别内部控制缺陷，并根据内部控制缺陷的认定标准推动及时有效整改，内控稽核管理水平进一步提升。

总体看，公司搭建了适应自身业务发展情况的内部控制体系并制定了相关的政策和制度，风险管理架构及内控体系不断完善，内控管理

水平有所提升。

### 3. 发展战略

公司的战略定位是成为以债券信用增进为核心、适度多元经营的大型一流国际化信用增进集团公司，同时成为推动我国金融市场信用风险分散分担机制建设与创新的重要而卓越的市场基础设施平台。

立足该战略定位，公司制定了以下发展目标：立足国内，面向国际，专注债券市场，放眼金融市场，以基础信用增进业务、衍生信用增进业务、信用风险管理业务为三大关键业务领域，以金融市场信用资源优化配置中枢为核心建设目标，以一体化信用增进服务商为重要发展支撑，引导公司发展成为金融市场信用风险分散分担机制的探索者和建设者、金融市场信用增进及风险管理服务的专业提供商、金融市场信用增进及风险管理工具的创新者和引领者、金融市场信用增进及风险管理标准的制定者和推广者、信用增进市场国际化的推动者和实践者。短期来看，国内市场是公司的发展重点，长期来看，公司需统筹协调国内市场和国际市场，最终形成以国内市场为主、国际市场为辅的综合性发展格局。两大市场上，公司均以债券市场为核心，在多元化经营中，深耕债券市场信用增进业务，建立和保持公司的核心竞争力。

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

公司在坚持市场化发展理念的同时坚守全员化风险意识，以“整体规模可控、总体风险可控”为原则，积极推动各类增信业务稳健发

展。公司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

结合战略规划，公司以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模逐年增长。公司的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、定向融资工具、资产支持票据、金融债、企业债、公司债等债券类产品以及信托计划、资产管理计划等投资类产品的增信。

截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内增信项目 123 个，增信余额 1065.60 亿元(见附录 3：表 1)。

2018 年以来，公司中期票据增信业务规模上升较快，企业债增信业务规模有所下降。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%以上。其中，公司首单永续中期票据增信项目于 2017 年成功发行，进一步丰富了公司增信债券品种。

公司定向融资工具增信项目包括保障房私募债、小城镇项目和一般企业项目。银行间市场交易商协会支持保障房建设企业通过发行定向债务融资工具来筹建保障房，以降低房企保障房项目的融资成本，截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 1 个，增信余额 13.51 亿元。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，并与天津市人民政府探讨签署全面战略合作框架协议。截至 2018 年末，公司小城镇增信项目 7 个，增信余额 148.00 亿元。此外，截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内一般企业项目 10 个，增信余额 56.00 亿元。公司定向融资工具增信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，大部分合作平台外部评级在 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，实施差异化准入。

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、资产管理计划等理财类增信业务。2018 年末尚在增信责任期内信托计划增信项目 6 个，增信余额 34.50 亿元；尚在增信责任期内资产管理计划增信项目 10 个，增信余额 7.00 亿元。

由于项目收益票据将发行主体和地方政府债务隔离，有利于防范和化解地方政府债务风险，公司重点推进现金流有保障、地方政府支持力度大的项目收益类业务。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 2018 年末，公司尚在增信责任期内项目收益票据增信项目 5 个，增信余额 25.00 亿元。

公司保险债权计划的偿债主体一般为中央企业、大型地方国有企业或省级城投平台企业，未来将不断加大与保险资产管理公司合作，推动该类业务的发展。2016 年，由公司提供增信服务的保险债权计划“长江养老—上海地产三林棚户户区改造债权投资计划”成功发行，并于 2017 年成功发行第二期。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内保险债权计划增信项目 4 个，增信余额 51.00 亿元。

公司积极响应国家号召，支持绿色环保行业的发展。2017 年，由公司提供增信服务的银行间市场首单绿色资产支持票据成功发行。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内资产支持票据增信项目 5 个，增信余额 16.10 亿元。

近年来，由于金融租赁行业发展较快，金融租赁公司受到银监会的严格监管且普遍资质较好，公司积极推动金融租赁公司金融债增信业务开展。2016 年，由公司提供增信服务的 20.00 亿元金融租赁公司金融债项目成功发行，首期 10.00 亿元。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内金融债增信项目 2 个，增信余额 20.00 亿元。此外，截至 2018 年末，公司尚在

增信责任期内短期融资券增信项目 3 个，增信余额 20.00 亿元；超短期融资券增信项目 1 个，增信余额 10.00 亿元。

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。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规模。截至 2018 年末，公司上述产品的增信责任均已到期兑付。

2019 年以来，公司重点推进城投企业合作项目，在持续拓展地方国有企业和民营企业债券增信业务的同时，积极探索资产证券化类增信业务。2019 年一季度，公司新增基础增信项目 12 个，增信金额 53.00 亿元；截至 2019 年 3 月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 130 个，增信余额 1060.47 亿元。

总体看，公司积累了较丰富的项目和客户资源，创新业务品种不断推出，为公司确立了市场地位，公司的收入来源趋于多元化。

## 2. 创新型业务

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。结合战略导向，公司在初设期尝试开展创新型增信业务，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。目前，上述产品的增信责任已到期。

2018 年以来，公司配合交易商协会推进信用联结票据等信用风险缓释工具业务创新工作。2018 年，公司共开展 3 笔信用风险缓释工具交易，其中创设信用联结票据（CLN）1 笔、买入信用风险缓释合约 1 笔以及卖出信用风险缓

释凭证 1 笔，名义本金合计 0.95 亿元。

此外，为落实人民银行关于引导设立民营企业债券融资支持工具，促进民营企业债券融资相关政策，公司通过独立创设及与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证（CRMW）的方式支持民营企业发展。从信用风险缓释凭证挂钩的民营企业所在区域来看，已从浙江省逐步扩展至江苏、北京、广东、四川、安徽、湖北等 11 个省（市）；从行业分布来看，已从原材料拓展至交通运输、纺织、大型制造、农林牧渔、通信设备等 10 余个细分行业，整体行业分布较为分散。截至 2018 年末，公司独立创设民营企业债券信用风险缓释凭证 9 只，名义本金 8.60 亿元；与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证 10 只，名义本金 11.20 亿元。

2019 年以来，公司持续推进风险缓释工具等信用产品开发。2018 年至 2019 年 3 月末，公司共开展 13 笔信用风险缓释工具交易，其中创设信用联结票据（CLN）1 笔、买入信用风险缓释合约 1 笔、买入信用违约互换合约 1 笔及买入信用风险缓释凭证 10 笔，名义本金合计 5.21 亿元；独立创设民营企业债券信用风险缓释凭证 10 只，名义本金 8.95 亿元；与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证 12 只，名义本金 13.90 亿元。

## 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。目前，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。在风险管理组织架构方面，公司构建起了以董事会审计与风险管理专业委员会为最高风险决策机构，以专业审批人业务审批会为项目审批机构，三道风险防线相互协调、相互配合的风险管理全流程框架体系。在具体业务条线方面，建立了风险管理的三道防线：业务部门是抵御风险的第一道防线，负责本部门内现存或将出现的所有风险，建立了合理的流程有效地识别、评估和控制风险；风险管理、法律合规、财务等运营支持部门是抵御风险的第二道防线，负责制定相应制度，明确相关部门的防线管理职责和业务流程，识别、评估和平衡所有风险；内审职能部门是抵御风险的第三道防线，对公司内部控制体系的完整性和执行有效性进行独立测试和评估，提出改善经营管理、加强风险防控的建议。公司三道防线相互协调配合，形成了公司的重大风险决策、风险资产配置、风险资产管理的组织支撑。

公司结合中国金融市场发展的现状和规律，借鉴巴塞尔新资本协议风险管理的理念和方法，构建了以《风险管理指引》为纲领，以基础类信用增进、投资交易、创新型信用增进业务等各项业务管理办法为支撑，各类具体业务品种操作规程为基础，涉及风险识别、计量、定价、风险缓释、资本管理以及后续管理等各个环节全方位、多层次的风险管理政策制度体系，促进各类业务规范、稳健开展。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。

为客观评估项目风险，公司开发了涵盖模型体系、管理体系、应用体系在内的公司客户内部评级框架体系。公司客户内部评级模型包括定性模块、定量模块。其中，定性模块从客户的行业风险特征、公司治理与管理能力、经

营风险、财务风险等角度选取特定定性指标来揭示客户违约风险。定量模块开发方面，公司筛选出能够良好揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反映客户盈利能力、偿债能力、成长能力、运营能力的财务指标，并相应确定定量模块各指标的权重，提高了评级方法的量化程度和风险预测解释能力。模型体系方面，公司根据客户规模、所属行业、所在地域、数据源、业务类型、产品等风险特征的差异，对内部评级模型进行了细分。针对公司类敞口，建立了相应的内部评级体系，包括工业、商贸业、能源基础设施业、建筑业、房地产开发业、投资类、城市基础设施类、综合类客户评级体系。此外，根据公司业务特征，单独开发了针对融资性担保公司类客户的评级体系。评级流程方面，公司制定《公司客户信用评级工作管理办法（试行）》，界定了相关部门在内部评级工作中的职责。

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、单一最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。

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。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，撰写业务评价报告并报送风险管理部；风险管理部审查合规后，撰写风险评价报告并组织完成业务审批会会议材料，随后报送公司业务审批会审批。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1名，审批牵头人负责主持会议。各审批人在审批会上对报批项目进行充分讨论研究，当场进行独立表决，由风险管理部根据相应规则汇总后形成会议结论并报公司总裁专题会或董事长办公会进行最终审定，会后由各部门分头落实最终审定的结论。为保持评审的独立性，审批会议实行审批人独立审批制度，各委员履行独立表决权，同时审批会议实行回避制度。

在信用增进业务风险管理方面，公司对信用增进业务的项目受理和立项、项目尽职调查、项目合规性审查和风险评价、项目审批、风险缓释措施落实、合同签订、项目发行和收费以及增信后管理等关键环节的风险管理要求和各部门的职能进行明确，实现对信用增进业务的全流程管理。在投资业务方面，公司对各投资品种的业务发起、交易操作、合规监控、交割清算、档案管理等环节的风险管理要求进行明确，建立起风险限额、交易授权与交易监测相结合的管理模式，监控公司的整体风险水平。公司通过限额、止损、套期保值等手段的综合运用，使投资业务各组合风险敞口控制在安全范围内，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。在信用风险缓释工具业务风险管理方面，公司实行分类管理与信用增进业务、投资业务紧密结合的管理模式，根据公司经营风险特性逐步探索形成了完整的主动风险管理体系。公司根据不同业务类型的特点，从套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等角度对不同产品、不同交易目的产品设置了有针对性的风险额度，并采取相应的管理措施。同时公司在准备金、资本覆盖等组合风险管理工具的应用上，充分考虑了创新产品在风险对冲方面的作用，为公司从单一业务层面风险管理向组合层面风险管理、实施经营中的主动风险管理奠定

了基础。

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》《信用风险缓释措施管理办法》和《资产损失核销管理办法》等管理制度并适时进行修订。

在风险分类办法方面，公司细化分为四大类七级分类，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金三种。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，并向公司管理层报告。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。

为确保公司稳健运营和健康发展，公司对存续期项目的风险状况和投资业务持仓资产风险状况进行压力测试，同时对代偿压力增加、现金流缺口增大情景下，公司所面临的流动性风险状况进行流动性压力测试。增信业务存续期项目方面，公司采用 Credit Portfolio View 模型分析宏观经济和金融市场发生较大波动时，各类信用资产利差的变化情况，从而评估公司存续期增信项目的预期损失程度。在投资业务持仓资产方面，公司采用传统的历史分析法，参考当前金融市场波动性特征以及历次金融事件中债券收益率曲线和股票市场变动情况，结合公司持仓金融资产风险特征属性，评估其在压力情景下的最大亏损程度。流动性风险方面，采用现金流分析方法，全面分析投资业务、增信业务、公司运营等方面现金流情况，结合货币市场流动性状况及波动特征，评估相关现金流缺口给公司带来的流动性压力。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 2018 年末，公司尚在责任期内增信项目 123 个，涉及企业 83 家，增信余额 1065.60 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。近

年来，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。截至 2018 年末，公司 AA<sup>+</sup>及以上企业<sup>①</sup>客户涉及增信责任余额 1002.01 亿元，占全部增信责任余额的 94.03%。总体看，公司增信责任余额以高信用等级企业客户为主。

从公司增信余额的行业分布情况来看，2018 年末前五大行业依次为投融资平台、金融、采矿业、房地产和保障房项目。其中，第一大行业增信余额占比为 68.98%，前五大行业增信余额合计占 96.07%，行业集中度高，但客户资质较好，整体风险可控。从增信余额的项目分布情况来看，公司单一最大项目增信余额 25.00 亿元，占公司净资产的 30.22%，此项目为天津东方财信投资集团有限公司非公开定向债务融资工具项目；最大五家项目增信余额合计 112.00 亿元，为公司净资产的 1.35 倍，主要为小城镇项目，项目集中度高，但考虑到小城镇项目主体信用评级较高，项目具有改善民生的社会效益，风险可控。从到期期限分布上看，2018 年公司到期期限在 1 年内、1~3 年、3~5 年及 5 年以上的增信业务占比分别为 22.74%、43.54%、28.02%和 5.70%。总体来看，公司增信项目期限分布较均衡。

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 2018 年末，公司增信业务风险分类中 99%以上为正常项目，不良类（含次级、可疑、损失，下同）项目增信责任余额占全部增信责任余额的 0.05%。截至 2018 年末，公司增信业务累计计提风险准备金 20.99 亿元，相当于同期增信余额的 1.97%。

投融资平台类项目在公司增信业务中占比较高，目前尚未出现违约情况。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内投融资平台项目增信余额 735.00 亿元，占全部增信余额的 68.98%。但随着政府强力推行政府与融资平台债务偿还责

<sup>①</sup>此处不包括主体无评级，反担保或原始权益人为 AA 及以上项目

任分离，地方政府对融资平台的隐性担保趋于弱化，使得融资平台主体信用差异化趋势愈发明显，隐性担保的信用拉平效应逐步减弱。为进一步提高公司信用风险管理能力，2017年公司在原有内部评级系统的基础之上，通过中债资信的技术支持，结合平台类企业的特点和公司的风险政策，构建了适应公司业务特点的评价模型，包括“中国地方政府主体信用评级模型”和“中国城市基础设施投融资企业主体评级模型”，并通过不断调整和优化，形成了具有针对性的平台类企业评价体系。同时，公司对投融资平台业务实施差异化准入、差异化定价政策，开展的大部分项目都是外部评级AA及以上的地市级平台或省级平台，严格控制区县级平台准入，且部分项目由更高级平台主体实施反担保，总体风险可控。未来，公司将继续加强投融资平台项目的风险缓释措施要求，在政府隐性担保下降的可能下，提高实质风险缓释措施的保护力度。

2016年由于区域集优项目风险暴露，代偿规模为5.80亿元，2017年以及2018年，公司到期增信业务未发生代偿情况。截至2018年末，公司累计发生12笔代偿，金额合计6.09亿元，累计代偿回收额3.11亿元，其余代偿仍在回收过程中；累计代偿率为0.40%，代偿回收率为51.07%。

截至2019年3月末，公司尚在责任期内增信项目130个，涉及企业86家，增信余额1060.47亿元。其中，公司增信责任余额仍以高信用等级企业客户为主，行业集中度高。2019年1—3月，公司到期增信业务未发生代偿情况。

总体看，公司近年来增信责任余额以高信用等级企业发行为主，并采取了较为严格的风险缓释措施；公司尚在增信期内客户到期期限分布较均衡，但面临较高的业务集中风险。此外，公司投融资平台类增信项目占比高，在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下，相关风险需予以关注。

## ● 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。2016年，交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据等四类产品的业务指引。对此，公司制定了《信用风险缓释凭证业务操作规程（试行）》，就信用风险缓释凭证的交易前准备、买入保护类业务操作流程、交易实施、业务后续管理制定细则。同时，公司积极构建和完善相关业务的风险管理框架，从业务开展策略、操作规程、风险指引和限额、风险准备金、资本占用管理方案以及会计处理规则等方面，建立了完备的前中后台管理制度框架，确保相关业务有序开展、风险可控。

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，目前业务风险可控。

## 六、财务分析

公司提供了2016~2018年度财务报告以及2019年1—3月财务报表，其中信永中和会计师事务所对公司2016年度财务报告进行了审计，致同会计师事务所对公司2017~2018年度财务报告进行了审计，审计意见均为标准无保留；2019年1—3月财务报表未经审计。

### 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。2016~2018年，公司均分配现金股利3.00亿元，近年来公司未分配利润余额有所增长，利润留存对资本起到了一定的补充作用。截至2018年末，公司所有者权益82.71亿元，其中股本60.00亿元，盈余公积4.38亿元，未分配利润17.83

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(见附录 3：表 6)。公司卖出回购金融资产标的为债券，近年来卖出回购金融资产规模逐年下降，导致公司负债规模呈现逐年下降状态。

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提，特种准备是针对重大突发事件的风险计提。近年来，国内宏观经济增速放缓，公司对风险准备金计提加大了计提力度。截至 2018 年末，公司风险准备金余额 20.99 亿元，占同期增信余额的 1.97%，对已发生代偿和存量项目的覆盖水平较好。

截至 2018 年末，公司长期借款余额 19.16 亿元，其中办公楼抵押贷款 14.17 亿元，信用贷款 5.00 亿元。为拓宽资金来源，公司积极争取银行及其他机构授信。截至 2018 年末，公司共获得 7 家机构合计 259 亿元的授信额度。

近年来，公司负债规模和杠杆率呈逐年下降趋势，2018 年末公司资产负债率为 40.85%。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益 86.60 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 4.38 亿元，未分配利润 20.33 亿元；负债规模为 50.76 亿元，其中风险准备金余额 20.83 亿元，资产负债率为 36.95%。

总体看，公司资本实力强，利润留存对资本起到了一定补充作用，财务杠杆水平不高。

## 2. 资金运用与资产质量

近年来，受负债规模持续压缩的影响，公司资产总额整体呈逐年下降的趋势，2018 年末资产总额为 139.83 亿元。公司资金主要运用于投资业务，投资资产占资产总额的比例保持在

较高水平（见附录 3：表 7）。

近年来，受买入返售金融资产规模下滑的影响，公司同业资产规模呈逐年下降趋势。截至 2018 年末，公司同业资产余额 3.75 亿元，其中买入返售金融资产余额 1.19 亿元，标的资产全部为债券。

在投资策略上，公司以高信用等级、高流动性投资品种为主，根据市场情况进一步控制债券组合久期及利率敏感性，并适当根据持仓债券到期情况合理降低债券类资产投资规模。同时，公司积极探索权益类投资业务，在深入研究各行业和公司基本面的基础上，结合市场情况积极开展长期配置及阶段性调仓等操作。公司投资资产以可供出售金融资产为主，同时公司将部分债券转入持有至到期账户以稳定收息资产规模。截至 2018 年末，公司投资资产余额 111.72 亿元，占资产总额的 79.90%。其中，可供出售金融资产余额 56.50 亿元，其中债券投资余额 35.34 亿元、信托投资余额 11.23 亿元、股票投资余额 9.94 亿元，计提可供出售金融资产减值准备余额 0.54 亿元；交易性金融资产余额 10.02 亿元，持有至到期投资余额 33.56 亿元，投资标的均为债券；衍生金融资产投资余额 10.80 万元，全部为信用风险缓释工具；投资性房地产余额 11.60 亿元，主要是公司办公大楼完工，部分因出租转入此科目。此外，公司投资资产还包括少量对联营企业的长期股权投资。

公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括国债、地方政府债券、政策性金融债券、中期票据、短期融资券、企业债以及公司债。公司投资的利率债以及外部评级在 AA+ 及以上的信用债余额合计占债券投资余额的 90.37%，债券投资的信用风险可控。

2016 年由于区域集优项目风险暴露，公司应收代偿款明显增加，2016 年末余额为 4.43 亿元；2017 年以及 2018 年公司均未发生代偿。近年来，公司其他资产规模较大，主要是由于公司办公大楼完工，部分转入固定资产所致。截至 2018 年末，公司其他资产余额 22.61 亿元，

其中固定资产余额 10.99 亿元；应收代偿款 3.51 亿元。

2019 年以来，公司资产总额呈持续下降趋势。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 137.35 亿元，其中投资资产余额 106.21 亿元，主要投资品种为债券。

总体看，受负债规模压缩影响，公司资产规模有所下降；公司投资规模较大，投资品种以债券为主，信用风险可控。

### 3. 经营效率及盈利能力

公司营业收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见附录 3：表 8)。近年来，受增信业务收入变动的影 响，公司营业收入有所波动，2018 年实现营业收入 13.37 亿元，其中租金收入 0.77 亿元，为公司部分办公大楼出租收入。

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。2018 年，由于增信业务规模增速较快，公司增信业务收入较上年末有所上升，2018 年实现增信业务收入 7.06 亿元，占营业收入的 52.81%。

近年来，受投资资产规模压缩以及股市波动较大的影响，公司投资收益规模逐年下降，主要以债券利息收入为主。2018 年，公司实现投资收益 4.94 亿元，占营业收入的 36.92%。

公司营业成本主要来自提取风险准备金、业务及管理费和利息支出。2016~2017 年，由于高风险区域集优项目大量到期，公司风险准备金计提规模大幅下降；2018 年由于增信业务规模快速增长，公司加大了风险准备金计提力度。2016~2018 年，公司分别提取风险准备金 0.98 亿元、0.92 亿元和 1.57 亿元。2018 年，公司业务及管理费 1.70 亿元，相当于营业收入的 12.70%，营业费用整体保持在合理范围。2018 年，公司利息支出 1.25 亿元，主要为卖出回购金融资产利息支出和长期借款利息支出。

近年来，公司净利润水平呈波动状态。2016 年，由于风险准备金计提规模大幅下降，公司

净利润明显增加；2017 年，受增信业务收入下降以及利息支出和业务及管理费支出规模上升的影响，公司净利润有所下降；2018 年，受增信业务收入以及办公大楼租金收入增长的影响，公司净利润有所上升。2018 年，公司实现净利润 6.28 亿元，平均资产收益率及平均净资产收益率分别为 4.32%和 7.73%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.82 亿元，其中增信业务收入 1.81 亿元，投资收益 1.54 亿元；营业支出 0.48 亿元，其中提取风险准备金-0.16 亿元，利息支出 0.32 亿元；2019 年 1—3 月，公司实现净利润 2.50 亿元。

总体看，公司营业收入以增信业务和投资业务收入为主；随着办公大楼的交付使用，租金收入使公司收入趋于多元化，整体盈利水平较好。

### 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，2017 年以来，由于公司未发生代偿，公司经营活动产生的现金流由净流出转为净流入状态且规模逐年增长；由于收到买入返售金融资产现金款规模较大，投资活动产生的现金呈净流入状态；筹资活动产生的现金流入主要为取得借款和收到卖出回购金融资产款，现金流出主要为借款支付和支付卖出回购金融资产款，近年来呈净流出状态且净流出规模逐年增长。总体看，公司现金流趋紧（见附录 3：表 9）。

近年来，公司净资产及净资本规模持续上升。根据公司 2018 年末的资产状况，估算出公司净资本为 51.88 亿元，净资本比率为 62.72%（见附录 3：表 10）。由于公司净资本规模有所增长，净资本增信倍数较上年末有所下降，净资本覆盖率呈上升状态。截至 2018 年末，公司净资产增信倍数为 12.88 倍，净资本增信倍数为 20.54 倍。经测算，截至 2018 年末，公司净资本覆盖率为 81.14%。

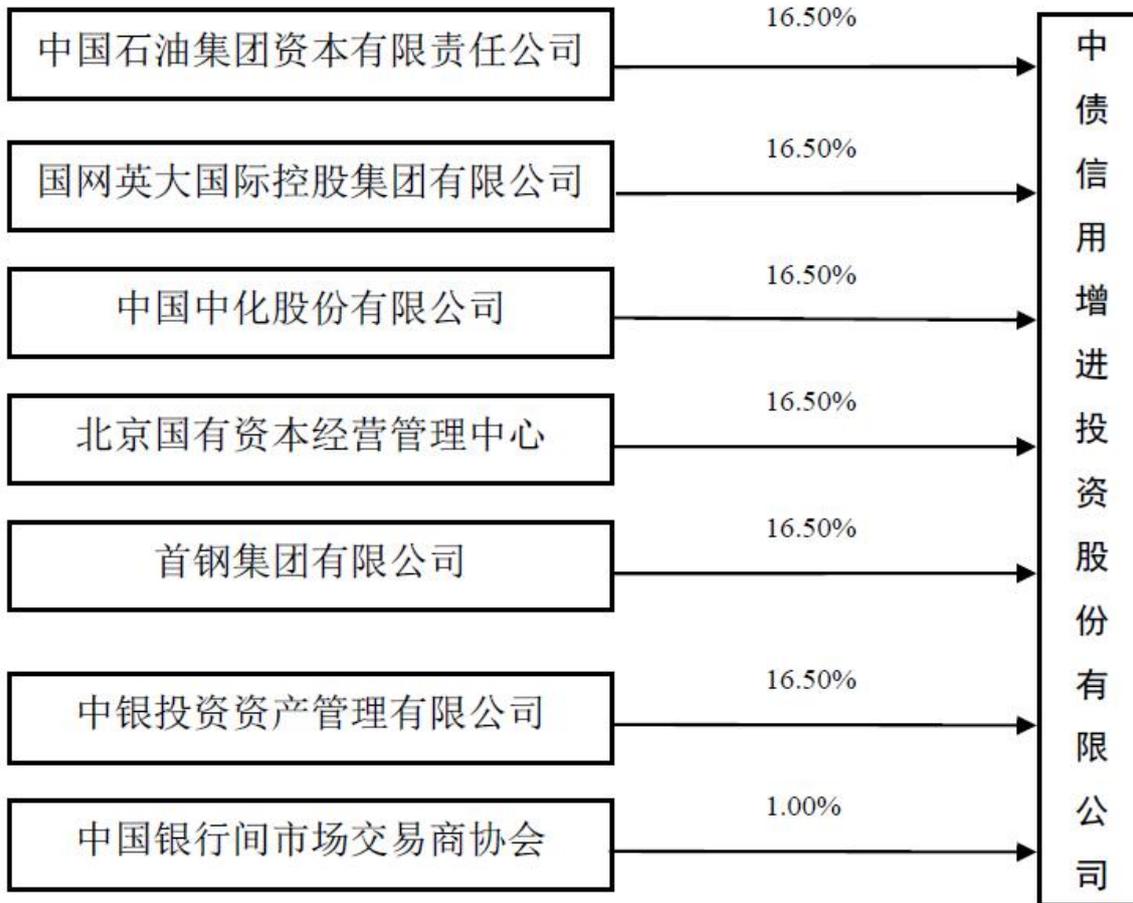
根据公司 2019 年 3 月末的资产状况，估算出公司净资本为 56.06 亿元，净资本比率为 64.74%，净资产增信倍数和净资本增信倍数分别为 12.25 倍和 18.92 倍，净资本覆盖率为 88.10%。

公司增信业务的持续发展对公司资本充足水平的影响需关注。

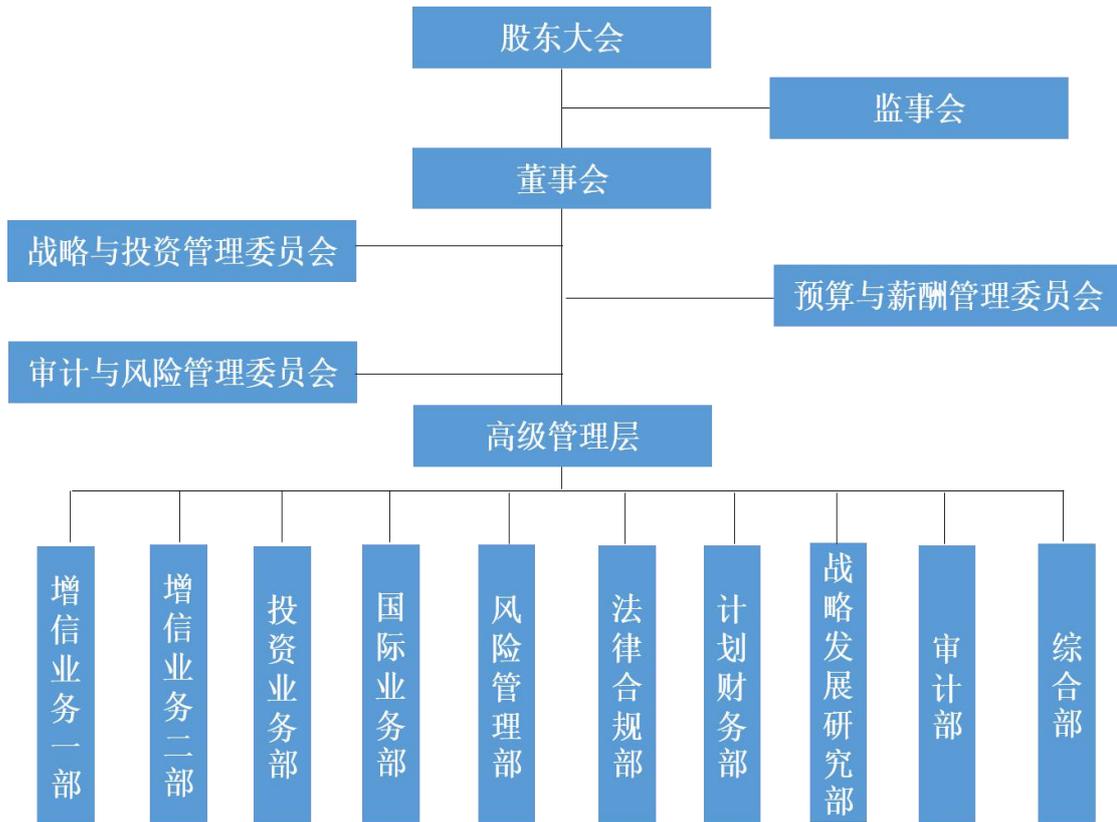
## 七、评级展望

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。公司资本实力强，股东背景强大，形成了完善的内控与风险管理架构，市场竞争力进一步增强。另一方面，随着公司增进业务规模的增长，公司面临资本消耗、风险管理压力加大以及业务相对集中等问题。根据公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



## 附录 2 组织架构图



### 附录3 主要财务数据及指标

表1 公司尚在责任期内增信业务余额分布 单位：亿元、个

项目种类	2019年3月末		2018年末		2017年末		2016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	增信余额	项目数量
<b>基础类信用增信业务</b>	<b>1060.47</b>	<b>130</b>	<b>1065.60</b>	<b>123</b>	<b>956.60</b>	<b>90</b>	<b>936.10</b>	<b>76</b>
其中：中期票据	226.40	28	218.40	25	108.00	10	56.00	6
短期融资券	18.00	3	20.00	3	12.00	2	-	-
超短期融资券	28.00	6	10.00	1	-	-	20.00	1
定向融资工具	221.51	19	217.51	18	241.00	19	284.80	19
项目收益票据	25.00	5	25.00	5	25.00	5	25.00	5
资产支持票据	16.10	5	16.10	5	20.00	6	-	-
企业债	273.00	28	305.90	30	371.30	34	365.80	29
公司债	140.20	14	140.20	14	143.20	10	141.00	8
金融债	20.00	2	20.00	2	10.00	1	10.00	1
次级债	-	-	-	-	-	-	10.00	1
信托计划	34.50	6	34.50	6	0.10	1	5.00	1
资产支持证券	6.77	10	7.00	10	-	-	-	-
保险债权计划	51.00	4	51.00	4	26.00	2	16.00	1
区域集优	-	-	-	-	-	-	2.50	4
<b>合计</b>	<b>1060.47</b>	<b>130</b>	<b>1065.60</b>	<b>123</b>	<b>956.60</b>	<b>90</b>	<b>936.10</b>	<b>76</b>

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表2 2019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	539.50	50.88
AA	442.21	41.70
AA-	19.4	1.83
A+及以下	2.01	0.20
无评级	57.37	5.41
<b>合计</b>	<b>1060.47</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表3 2019年3月末公司增信业务行业分布情况

行业	增信金额（亿元）	增信金额占比（%）
投融资平台	733.40	69.16
金融	155.80	14.69
采矿业	72.00	6.79
房地产	42.10	3.97
水的生产和供应业	16.10	1.52
保障房项目	15.51	1.46
燃气生产和供应业	7.40	0.70
公共设施管理业	6.77	0.64
化学原料和化学制品制造业	4.40	0.41
其他	6.99	0.66
<b>合计</b>	<b>1060.47</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 4 2019 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 年以内 (含 1 年)	250.33	23.61
1-3 年 (含 3 年)	468.98	44.22
3-5 年 (含 5 年)	285.82	26.95
5 年以上	55.35	5.22
<b>合计</b>	<b>1060.47</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 5 2019 年 3 月末公司增信业务风险分类情况

项目	占增信金额 (%)
稳定一档	29.25
稳定二档	42.74
关注一档	23.80
关注二档	4.19
次级	-
可疑	0.02
损失	-
<b>合计</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 6 公司负债结构 单位：亿元

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
卖出回购金融资产	7.22	13.53	28.27	45.12
长期借款	19.16	19.16	19.17	14.71
风险准备金	20.83	20.99	19.41	18.49
其他	3.55	3.43	4.29	3.87
<b>负债合计</b>	<b>50.76</b>	<b>57.12</b>	<b>71.14</b>	<b>82.19</b>

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 7 公司资产结构 单位：亿元

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
货币资金	2.75	0.61	0.53	0.24
贷款	1.15	1.15	1.37	1.49
同业资产	4.20	3.75	11.33	14.87
投资资产	106.21	111.72	112.61	112.99
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	12.16	10.02	8.95	5.51
持有至到期投资	32.36	33.56	38.33	17.16
可供出售金融资产	50.06	56.50	56.16	86.85
其他资产	23.04	22.61	25.07	29.77
其中：应收代偿款	3.44	3.51	4.03	4.43
<b>合计</b>	<b>137.35</b>	<b>139.83</b>	<b>150.91</b>	<b>159.36</b>

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 8 公司收益指标 单位：亿元、%

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
营业收入：	3.82	13.37	12.66	13.23
其中：增信业务收入	1.81	7.06	6.66	6.97
投资收益	1.54	4.94	5.38	5.59
利息收入	0.04	0.18	0.30	0.17
营业成本：	0.48	5.07	5.01	4.14
其中：提取风险准备金	-0.16	1.57	0.92	0.98
业务及管理费	0.27	1.70	1.79	1.57
利息支出	0.32	1.25	1.33	0.99
净利润	2.50	6.28	5.86	6.96
平均资产收益率	-	4.32	3.78	4.35
平均净资产收益率	-	7.73	7.46	9.16

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 9 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
经营活动产生的现金流量净额	0.88	3.95	2.97	-3.06
投资活动产生的现金流量净额	8.13	13.89	12.30	10.12
筹资活动产生的现金流量净额	-6.62	-20.02	-14.60	-7.51
现金及现金等价物净增加额	2.39	-2.18	0.60	-0.45
期末现金及现金等价物余额	3.22	0.83	3.02	2.42

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 10 公司资本充足性指标 单位：亿元、%

项目	2019年3月末	2018年	2017年末	2016年末
增信余额	1060.47	1065.60	956.60	936.10
净资产	86.60	82.71	79.76	77.18
净资本	56.06	51.88	44.83	41.79
净资产增信倍数	12.25	12.88	11.99	12.13
净资本增信倍数	18.92	20.54	21.34	22.40
净资本比率	64.74	62.72	56.20	54.14
净资本覆盖率	88.10	81.14	78.10	74.40

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

## 附录 4 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
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-风险准备金)/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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，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。

## 附录 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

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

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在中债信用增进投资股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中债信用增进投资股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。中债信用增进投资股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，中债信用增进投资股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中债信用增进投资股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现中债信用增进投资股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中债信用增进投资股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中债信用增进投资股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。