

跟踪评级公告

联合[2014] 1087号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持海宁市尖山新区开发有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“13海宁新区债/13海新区”AA+的信用等级。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月三十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

海宁市尖山新区开发有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	存续额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 海宁新区债/13 海新区	13 亿元	2013/11/4-2020/11/4	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	0.70	1.65	10.37	6.07
资产总额(亿元)	25.84	69.92	94.06	88.86
所有者权益(亿元)	17.57	47.23	58.53	58.60
短期债务(亿元)	3.24	6.50	7.68	5.68
全部债务(亿元)	7.00	19.45	33.34	30.74
营业收入(亿元)	2.69	5.75	5.61	0.06
利润总额(亿元)	0.73	2.27	2.21	0.03
EBITDA(亿元)	0.92	2.51	2.50	--
经营性净现金流(亿元)	2.68	0.43	-3.77	-0.42
营业利润率(%)	11.93	10.59	8.96	29.17
净资产收益率(%)	4.11	4.74	3.77	--
资产负债率(%)	31.96	32.45	37.78	34.05
全部债务资本化比率(%)	28.47	29.17	36.29	34.41
流动比率(%)	397.28	565.15	757.04	1305.14
全部债务/EBITDA(倍)	7.64	7.75	13.34	--
经营现金流动负债比(%)	59.52	4.43	-38.24	--

注: 公司 2011 年财务数据采用旧会计准则, 2013 年起采用新会计准则, 2012 年财务数据为 2013 年审计报告期初数; 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

刘秀秀 陈丹
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

跟踪期内, 海宁市尖山新区开发有限公司 (以下简称“尖山公司”或“公司”) 作为海宁市政府针对新区建设重点构建的综合性运营、建设主体, 在土地资产注入、代建项目回购和补贴收入等方面持续获得海宁市政府的有力支持; 公司资产规模快速增长, 收入规模较为稳定, 收入实现质量较好; 同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 关注到跟踪期内公司代建项目投资规模大、债务负担不断增长及受房地产项目收入下滑影响, 公司整体盈利能力有所下滑等因素可能对公司经营及信用水平造成的不利影响。

近年来海宁市经济持续增长, 海宁经济开发区产业结构较为成熟, 均为公司发展提供了良好的发展环境。

“13 海宁新区债/13 海新区” 第 3 年起至第 7 年分期等额偿还本金, 有助于分散集中偿付压力; 2013 年, 公司经营活动现金流入量对分期偿还本金的保障能力较高; 中国投融资担保有限公司 (以下简称“中投保”) 为“13 海宁新区债/13 海新区” 提供无条件不可撤销的连带责任保证担保, 有效提升了“13 海宁新区债/13 海新区” 本息偿付的安全性。

基于以上, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 海宁新区债/13 海新区” AA⁺ 的信用等级。

优势

- 2013 年, 海宁市区域经济实力 and 财政实力持续增强, 为公司营造了良好的外部发展环境。
- 跟踪期内, 公司在土地资产注入、代建项目回购和补贴收入等方面持续获得海宁市政府的有力支持。
- 2013 年, 公司经营活动现金流入量对“13 海宁新区债/13 海新区” 分期偿还本金的保障能力较好。

关注

1. 近年来，海宁市财政实力增长主要受益于基金收入，受宏观调控政策和房地产行业政策影响，未来基金收入的增长状况存在不确定性。
2. 跟踪期内，受房地产项目收入下滑影响，公司整体盈利能力有所下滑。
3. 公司有息债务规模增长较快，对外筹资压力较大。

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）与海宁市尖山新区开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与海宁市尖山新区开发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，未因海宁市尖山新区开发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海宁市尖山新区开发有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于海宁市尖山新区开发有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

海宁市尖山新区开发有限公司的前身是由海宁市沿江围垦管理委员会于1998年12月30日投资1.5亿元设立的有限责任公司,原名称为海宁市尖山沿江围垦开发有限公司,初始注册资本1.50亿元。2002年11月19日,经股东海宁市沿江围垦管理委员会增资,公司注册资本增至3.66亿元。2008年6月10日,经海宁市人民政府《关于同意增加海宁市资产经营公司授权投资管理企业的批复》(海政函(2008)73号)文件,海宁市尖山沿江围垦开发有限公司划转至海宁市资产经营公司。2012年6月20日,经海宁市政府授权,海宁市财政局以21429.30万元价格取得海宁市资产经营公司持有的公司58.55%的股权。股权转让后,公司股权结构为海宁市财政局持股58.55%,海宁市资产经营公司持股41.45%。根据2012年8月22日签订的《企业国有资产委托管理责任书》,自2012年1月1日起,委托海宁市尖山新区管理委员会对公司进行代管,期限为5年,到期后续签。截至2014年3月底,公司实收资本为3.66亿元,其中海宁市财政局持股58.55%,海宁市资产经营公司持股41.45%。公司实际控制人为海宁市财政局。

公司经营范围为:尖山段滩涂沿江围垦、涂地开发、投资开发、房地产开发经营。

截至2014年3月底,公司纳入合并范围内的子公司共4家,分别为浙江钱塘江投资开发有限公司(以下简称“钱塘江公司”)、海宁半岛广告传媒有限公司、海宁市尖山新区物业管理有限公司和海宁市铁北新城有机更新有限公司。

截至2014年3月底,公司本部下设办公室、

计划财务科、投资发展科、工程管理科、资产管理科5个职能部门,拥有在职职工53人。

截至2013年底,公司合并资产总额94.06亿元,所有者权益合计58.53亿元;2013年公司实现营业收入5.61亿元,利润总额2.21亿元。

截至2014年3月底,公司合并资产总额88.86亿元,所有者权益合计58.60亿元。2014年1~3月,公司实现营业收入0.06亿元,利润总额0.03亿元。

公司注册地址:浙江省海宁市尖山围垦区;法定代表人:张月明。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增长9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万元以上的企业,下同)实现利润总额62831亿元,同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元,同比名义增长13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资(不含农户)436528亿元,同比增长19.6%;三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013年,中国进出口总额为41600亿美元,同比增长7.6%;其中出口金额增长7.9%,进口金额增长7.3%,贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全年社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减

少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场

在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析及区域经济环境

1. 行业分析

(1) 行业概况

城市基础设施建设包括机场、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物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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。

近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(2) 行业政策

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。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于2004年7月16日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009年3月，中国人民银行和中国银

监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出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。在 2009 年 4 万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010 年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010 年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发【2010】19 号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发【2010】19 号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010 年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012 年，银监会出台《关于加强 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、

抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010 年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金【2010】2881 号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源 70%以上（含 70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发【2010】19 号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过 30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过 100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

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。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预【2012】463 号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

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。整体上,《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先,《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”,严格新增贷款条件,整体上 2013 年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境,将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资,城投债仍将保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策将使省级、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,监管政策预留着一定的空间,执行将存在一定的灵活性。此外,《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策,对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控,有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2013 年 8 月底,国家发改委办公厅正式下发发改办财金【2013】2050 号文,支持“债贷组合”模式,即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”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。

(3) 中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加,中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013 年全年,全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元,比上年增长 19.3%,扣除价格因素,实际增长 18.9%。在固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资 0.92 万亿元,比上年增长 32.5%;第二产业投资 18.48 万亿元,增长 17.4%;第三产业投资 24.25 万亿元,增长 21.0%。2013 年全年房地产开发投资 8.60 万亿元,比上年增长 19.8%,其中,住宅投资 5.90 万亿元,增长 19.4%,办公楼投资 0.47 万亿元,增长 38.2%;商业营业用房投资 1.19 万亿元,增长 28.3%;全年新开工建设城镇保障性安居工程住房 666 万套(户),基本建成城镇保障性安居工程住房 544 万套。

截至 2013 年,中国城镇化率为 53.37%,较上年提高 0.8 个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》,中国城镇化建设的指导思想是,紧紧围绕全面提高城镇化质量,加快转变城镇化发展方式,以人的城镇化为核心,有序推进农业转移人口市民化;以城市群为主体形态,推动大中小城市和小城镇协调发展;以综合承载能力为支撑,提升城市可持续发展水平;以体制机制创新为保障,通过改革释放城镇化发展潜力,走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的特色新型城镇化道路,促进经济转型升级和社会和谐进步,为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

整体看,基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证,是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件,全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

2. 区域经济

目前,公司经营与投资的项目主要集中在

海宁市经济开发区和尖山新区，其经营范围、投资方向及融资能力直接受海宁地区经济实力以及尖山新区、经济开发区发展潜力的影响。

(1) 海宁市经济概况

海宁市位于长江三角洲杭嘉湖平原南缘，钱塘江北岸，属嘉兴市下属县市，是全国百强县。海宁市全市总面积 668 平方公里，辖 4 个街道、8 个镇。

表 1 2011~2013 年海宁市主要经济指标
(单位: 亿元、%)

项目	2011	2012	2013	复合增长率
地区生产总值	532.67	575.62	633.65	9.07
第一产业增加值	24.26	24.43	25.62	2.76
第二产业增加值	320.77	339.58	364.19	6.55
第三产业增加值	187.63	211.61	243.84	14.00
固定资产投资	248.97	303.67	368.35	21.63
社会消费品零售总额	211.64	242.8	269.34	12.81

资料来源: 2011~2012 年海宁市国民经济和社会发展统计公报; 2013 年度全市国民经济运行情况通报

海宁市经济规模、经济结构和经济增速均保持较好的水平，产业结构不断优化，区域经济实力显著提高。根据 2011、2012 年海宁市国民经济和社会发展统计公报和海宁市 2013 年度全市国民经济运行情况通报，2011~2013 年，海宁市分别实现地区生产总值（GDP）532.67 亿元、575.62 亿元和 633.65 亿元，年均复合增长率为 9.36%。2013 年，海宁市产业结构进一步调整，三次产业比例为 4.0:57.50:38.5。2013 年全市生产总值为 633.65 亿元，按可比价计算，比上年增长 9.5%，高于嘉兴 0.2 个百分点，人均 GDP（按照户籍人

口计算）94912 元，增长 9.0%。总体来看，海宁市经济运行保持平稳，呈现良好态势。

2011~2013 年，海宁市固定资产投资继续保持较高水平的快速增长，分别达到 248.97 亿元、303.67 亿元和 368.35 亿元，年均复合增长率为 21.63%。固定资产投资中，第一产业完成投资 2.07 亿元，同比增长 94.4%；第二产业完成投资 172.53 亿元，同比增长 18.5%，第三产业完成投资 193.75 亿元，增长 23.4%。第二产业投资中，工业生产性投资完成 172.30 亿元，增长 18.4%；三次产业投资比例由上年同期的 0.35:47.96:51.69 调整为 0.56:46.84:52.60。

总体看，海宁市良好的区位优势、快速增长的区域经济等因素为城市发展提供了有力支撑。

(2) 财政状况

2011~2013 年，海宁市地方财政可控收入呈波动上升趋势，2013 年海宁地方财政收入 141.70 亿元，较 2012 年增长 48.66%。从收入结构看，2011~2013 年海宁市一般公共预算收入所占可控财力的比重波动上升，分别为 30.77%、46.46%和 37.17%。税收收入在一般公共预算收入中占比大且年增长趋势，反映了海宁市一般公共预算收入的质量较好。

海宁市政府性基金收入基本主要为国有土地使用权出让收入，2013 年海宁市国有土地使用权出让收入为 61.61 亿元，政府性基金收入已成为地方综合财力的重要来源之一，但近年受房地产调控影响，近 3 年国有土地使用权出让收入波动较大。总体看，国有土地使用权出让在一定程度上增强了海宁市的财政调节能力，但考虑到土地市场的不确定性，未来政府性基金收入存在不确定性。

表 2 2011~2013 年海宁市财政收支数据 (单位: 万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年
地方可控财力	1261573	953188	1417044
一般公共预算收入	388194	442890	524888
其中: 税收收入	390121	433784	498623
非税收入	-1927	9106	26265

上级补助收入	126414	137188	178449
其中：返还性收入	49399	55319	56792
一般性转移支付收入	30554	33583	47733
专项转移支付收入	46461	48286	73924
政府性基金收入	717275	342626	685443
其中：国有土地使用权出让收入	717275	342626	616117
预算外财政专户收入	29690	30484	28264
财政支出	1176112	882711	1216985
其中：一般预算支出	398663	433163	511850
政府基金支出	746789	419437	673868
预算外支出	30660	30111	31267

资料来源：海宁市财政局；地方可控财力=一般预算收入+基金收入+上级补助收入+预算外财政专户收入。

财政支出方面,2011~2013年海宁市地方财政支出分别为117.61亿元、88.27亿元和121.70亿元。从收支平衡来看,近三年海宁市的财政平衡率(一般预算收入/一般预算支出)分别为97.37%、102.25%和102.55%,一般预算收入对支出的覆盖能力较好。

总体来看,近年来海宁市区域经济的快速发展为财政收入提供了较好的税源基础,一般预算收入增长较快,同时财政支出规模也相应扩大,一般预算收入对一般预算支出的覆盖能

力较好。联合资信认为,其经济在未来几年还将保持快速发展的态势,地方财政收入将随之提高,但国有土地使用权出让收益的波动对在一定程度上影响了海宁市的财政调节能力。

海宁市地方政府债务主要由直接债务构成,担保债务余额较小。截至2013年底,海宁市政府全部债务余额81.56亿元(直接债务余额+担保债务余额*50%),债务率为60.51%,总体债务水平一般。

表3 海宁市2013年地方财力及地方债务状况(单位:万元)

地方债务(截至203年底)	金额(万元)	地方财力(2013年)	金额
(一)直接债务余额	805115	(一)地方一般预算收入	524888
1、外国政府贷款		1. 税收收入	498623
2、国外金融组织贷款		2. 非税收入	26265
(1)世界银行贷款		(二)转移支付和税收返还收入	178449
3、国债转贷资金		1. 一般性转移支付收入	47733
4、农业综合开发借款		2. 专项转移支付收入	73924
5、解决地方金融风险专项借款		3. 税收返还收入	56792
6、国内金融机构借款	474475	(三)国有土地使用权出让收入	616117
(1)政府直接借款		1. 国有土地使用权出让金	585830
(2)由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	474475	2. 国有土地收益基金	28677
7、债券融资	317500	3. 农业土地开发资金	1610
(1)中央代发地方政府债券	30000	4. 新增建设用地有偿使用费	
(2)由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	287500	(四)预算外财政专户收入	28264
8、粮食企业亏损挂账	2140	(五)其他基金收入	
9、向单位、个人借款	8000		
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	3000		
(二)担保债务余额	20874		

1、政府担保的国内金融机构借款	19578		
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融组织机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	1296		
地方政府债务余额=(一)+(二)*50%	815552	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	1347718
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			60.51%

资料来源：海宁市财政局

总体来看，海宁市经济将持续保持快速增长、一般预算收入增长较快，政府负债占 GDP 的比重较低，地方政府债务率较高。同时，海宁市经济的快速发展为政府财政收入提高了保障。

(3) 尖山新区

海宁市尖山新区位于海宁市域东南 20 公里，杭州湾钱塘江北岸尖山河口段，是治江围垦形成的新的土地，总面积 42 平方公里，东北与海盐南北湖风景名胜区相连，西与南隔钱塘江口，和萧山、海宁、上虞相望，东临杭州湾，直面东海，现常住人口约 2 万人。

新区交通便捷，在 2 小时交通圈内，拥有上海虹桥、上海浦东、杭州萧山等三大国际机场；拥有洋山港、上海港、宁波港、嘉兴港等四大港口；沪杭高速铁路、沪杭高速公路、01 省道、杭州绕城高速公路均穿海宁而过，距离尖山新区 8 公里的杭浦高速公路现已开工建设，高架跨越尖山新区的杭州湾第二跨海大桥绍嘉高速公路在新区内设有互通式出入口。

新区土地资源丰富。海宁从 1997 年起实施海涂围垦工程，历时八年，于 2005 年 4 月形成围垦土地资源 6.3 万亩。作为在海涂围垦基础上形成的土地，尖山新区开发面积广阔，目前拥有商业用地 6830 亩，工业用地 18836 亩，可即建即用，手续简便，能够满足大项目的土地需求。尖山新区地势平坦，平均海拔 4 米，地质层以粉砂质土为主，土层稳定，适宜工程建设，具有很大的发展潜力。

(4) 海宁经济开发区

海宁经济开发区位于海宁市区北侧，规划

面积约 50 平方公里，现已开发面积约 20 平方公里，尚有 30.65 平方公里土地待开发。开发区成立于 1992 年 8 月，1997 年 12 月被批准为省级开发区，2006 年 3 月通过国务院审核，2010 年被认定为省级高新技术产业园区。截至 2013 年底，开发区累计批准进区企业 1000 余家，其中有 190 余家为外商企业，已形成以皮革、经编、家纺、家俱、塑料等为支柱产业，电子信息、机械制造、太阳能利用、现代服务业等为新兴产业的较成熟产业格局。

海宁经济开发区地理位置优越，交通便捷，区内规划合理，东区拥有全国最先进的制革技术和规模最大的制革企业，兼有袜业、纺织染整、机械制造、生物化工等企业的集聚地。西区主要由皮革工业园区、袜业园区及目前正在建设中的品牌园区等组成。北区将积极发展电子信息、机械制造等产业，着力建设科技含量较高的产业集聚区。海宁经济开发区自建设以来得到了海宁市政府的大力支持，享有税收及土地、资金等一系列优惠政策。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为海宁市财政局和海宁市资产经营公司（海宁市财政局下属独资公司）共同持股的国有公司。海宁市财政局对公司持股 58.55%，海宁市资产经营公司对公司持股 41.45%，公司实际控制人为海宁市财政局。根据《企业国有资产委托管理责任书》，公司由海宁市尖山新区管理委员会进行管理。

2. 企业竞争实力

公司是海宁市经济开发区和尖山新区投资及建设的唯一运营主体，负责海宁经济开发区和尖山新区的基础设施开发建设以及项目的投资、开发和资产管理。

2012年10月15日，海宁市政府文件《关于明确海宁经济开发区相关政策的意见》（海政发【2012】92号）提出，明确海宁经济开发区管委会的组织领导和工作职能，尖山新区和经济开发区主要负责人一人兼任、一个主体对外招商的联动开发体制，整合海宁市尖山新区开发有限公司和浙江钱塘江投资开发有限公司作为海宁市负责尖山新区和经济开发区基础设施建设的主体，强化国有公司作为海宁市政府主要投融资主体的作用，以委托代建方式参与经济开发区建设，以国有公司为运作平台筹措建设资金，以未来土地开发收益为主要偿还保证的筹资运作模式。

该文件明确了公司代表海宁市政府在尖山新区和经济开发区整合运作中的投融资主体地位，并从运营模式、土地出让金收入、授权开展土地整理、盘活存量土地资源以及财政体制方面给予了公司相应的扶持政策，有助于明确海宁市政府对公司的支持，强化公司在海宁市经济开发区（含尖山新区）基础设施建设、后续整合运营的地位，对公司的信用基本面有积极的支撑。

3. 人员素质

公司设董事3人，总理由董事长兼任。

公司董事长兼总经理张月明先生，45岁，大学学历，经济师；曾供职于海宁市财税局长安财税所、海宁市财政局会管科，曾任海宁市政府办公室科长、海宁市财政局党委委员、预算会计核算中心主任、海宁市财政局党委委员、经济建设科科长、海宁市尖山治江围垦管委会党委委员、海宁市财政局副局长、海宁市资产经营公司总经理、海宁市人民政府办公室副主任、主任等职；2012年3月至今任海宁经济开发区党工委书记、海宁经济开发区管委

会主任、海宁尖山新区管委会主任及公司董事长兼总经理。

截至2013年底，公司在职人员53人，其中本科及以上学历45人，占总人数的84.91%，大专学历5人，占总人数的9.43%，高中、中专学历3人，占总人数的5.66%；职工中具有技术职称的有38人，其中高级职称3人，中级职称35人，合计占总人数的71.70%；从年龄结构来看，50岁以上占3.77%，30~50岁占69.81%，30岁以下占26.42%。

总体看，公司高层管理人员拥有政府任职和开发区经营经历，且均具有多年的管理经验，公司员工年龄结构适宜，整体素质较高，能够适应公司现阶段发展的要求。

4. 政府支持

长期以来，海宁市政府在财政、税收多方面给予公司大力支持。2001年，中共海宁市委出台了《关于进一步加快开放型经济发展的补充意见》（市委【2001】10号），明确海宁经济开发区的财政收入属市留成部分，超出基数部分全部返回；2010年，海宁市政府《关于调整和完善镇（街道、管委会）财政管理体制的意见》（海政发【2010】89号），对尖山新区和海宁市经济开发区的财政体制分成做了规定；2011年市政府又出台《关于进一步完善国有土地使用权出让收入分配政策的通知》（海政发【2011】19号），明确出让的土地资金扣除相关成本、税费后由市财政全额给予返回。2011~2013年，公司获得补贴收入分别为7052.70万元、20037.00万元和21920.83万元，主要是政府部门财政性质拨款，用于公司承担的市政工程日常管理、维护用资金。

财政对公司的支持体现在土地资产注入、代建项目回购、补贴收入等方面。2012年，海宁市财政向尖山公司注入商住用地合计271058平方米，评估价71009万元；钱塘江公司全部股权转让至公司，公司按照钱塘江公司净资产确认资本公积20.31亿元（其中，包含海宁市财政向钱塘江公司注入商住用地合计

225764平方米，评估价116054万元)。2013年，海宁市财政向公司注入三块商住及商业用地，面积分别为67615平方米、32831平方米和66742平方米，价值合计87773万元，注入土地均计入“存货”和“资本公积”。2011~2013年，海宁市财政分别向公司支付委托代建项目回购款及土地开发款24759.35万元、49128.17万元和54552.31万元。

整体而言，公司在发展过程中得到政府多方面的大力支持；由于公司的特殊性质，这些支持今后仍将得以继续，为公司可持续发展提供了有力保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司在组织结构及重要管理人员上无重大变动。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是海宁市政府明确定位于承担尖山新区和海宁经济开发区城市基础设施建设和土地整理的投融资主体，具体负责尖山新区开发资金的融通、投入和偿还，吸引境内外资金参与开发建设；承担经济开发区和尖山新区的基础设施建设、政府安置房和公租房的建设任务，代建其他政府性投资项目；承担成片改造地块开发建设的前期工作，负责市政府授权地块的土地整理等。公司在海宁市经济开发区（含尖山新区）的基础设施建设领域处于垄断地位。

2011~2013年，公司营业收入（主营业务收入）呈现波动增长趋势，三年实现营业收入（主营业务收入）分别为2.69亿元、5.75亿元和5.61亿元。从收入构成来看，委托代建及土地开发业务为公司最主要的收入来源，近三年

占比分别为92.14%、85.47%和97.21%；2012年公司确认房地产收入6404.70万元，导致委托代建及土地开发业务收入占比降至85.47%，但受确认年度影响，房地产收入稳定性偏差。公司物业收入（包括物业管理、区内道路养护、绿化养护、土地出让前期土方平整工程等业务）近三年持续下降，2013年为815.92万元，持续下降主要为土方平整等零星工程逐年减少所致。公司2012年起新增安置房项目，近两年收入占比不大。

从业务毛利率来看，2011~2013年，公司业务整体毛利率持续下降，三年分别为12.63%、12.09%和9.34%，毛利率变动趋势与房地产业务和委托代建及土地开发业务盈利能力趋同。2013年，公司房地产业务毛利率大幅下降至-94.12%，主要为公司在2013年销售房产时将2012年未计提的相关成本（部分配套设施建设工程款103.5万元）计入业务成本所致，2013年房地产项目收入与成本存在不匹配。近三年，委托代建及土地开发业务毛利率波动下降，2013年为8.26%，略高于上年的8.09%（2012年按9%确认收入后又转入部分成本），2011年毛利率较高是由于公司土地整理程度较低，未进行管网铺设等基础设施建设，而2012年和2013年公司对所开发地块统一进行管网铺设等基础设施建设，注重对于开发地块的品质提升，导致土地开发成本增加。近三年，公司物业业务毛利率持续增长，2013年达38.21%。

2014年一季度，公司实现营业收入632.65万元，为2013年的1.13%，占比较低是由于委托代建及土地开发业务收入于年底确认所致。毛利率方面，2014年一季度，公司物业业务毛利率为20.94%，整体业务毛利率为33.98%。

整体看，近年来公司营业收入逐年快速增长，委托代建及土地开发、房地产、物业等业务收入是公司收入的主要组成部分。

表4 公司2011~2013年营业情况（单位：万元、%）

业务类别	主营业务收入				主营业务毛利率			
	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月

房地产项目	444.78	6404.70	78.01	--	47.63	39.31	-94.12	--
委托代建及土地开发	24759.35	49128.17	54552.31	--	11.22	8.09	8.26	--
物业项目	1659.27	1333.29	815.92	524.33	24.11	27.74	38.21	20.94
安置房项目	--	357.58	219.20	--	--	-35.66	35.90	--
广告费项目	9.18	30.15	40.20	--	32.06	41.35	44.84	--
自来水管网贴费	--	11.04	0.00	--	--	98.69	--	--
房屋租赁	--	87.25	223.00	108.32	--	91.90	96.41	97.09
土地承包	--	130.29	26.06	--	--	89.67	100.00	--
资料费项目	--	0.32	0.00	--	--	-1271.64		--
劳务	--	0.00	162.37	--	--	--	100.00	--
合计	26872.57	57482.79	56117.05	632.65	12.63	12.09	9.34	33.98

资料来源：公司审计报告；

注：2012年经营数据为2013年审计报告期初数。

2. 委托代建及土地开发

公司主要业务收入来自委托代建及土地开发业务，尖山新区、经济开发区由公司本部和子公司钱塘江公司分别负责建设、运营和管理。

海宁市财政局与公司签订了《海宁经济开发区基础设施建设项目委托代建协议》，市财政局授予公司对海宁经济开发区（含尖山新区）基础设施项目进行投资、融资和施工建设，按规定使用项目建设用地，并独家享有代建项目管理费收益权。市财政局支付公司投资项目所发生的实际支出成本，并支付上述投资成本

的9%作为管理服务费。

海宁市政府委托公司实施的重大市政和公建项目采取“公司垫款、资产移交、分期偿还”的委托代建操作模式，由公司先期垫付建设款项，项目建成后移交市政府，海宁市政府再予以分期偿还。公司在完成开发区内相关基础设施建设项目后向海宁市财政结算代建业务，继而实现收入。2011~2013年，公司委托代建实现收入分别为2.04亿元、1.10亿元和1.10亿元，毛利率分别为8.25%、8.26%和8.26%。

表5 公司目前主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至2014年3月底已投资金额	2014年	2015年
（一）在建项目				
文苑路安置房	23759	22085	1674	
硖仲路安置房	30852	6247	11000	9000
尖山新区公租房项目	12014	1460	6840	2650
双冯区块土地整理	27000	25704	1296	
金利区块土地整理	12000	11235	765	
长山区块土地整理	18000	17496	504	
碧海路西区块土地整理	6000	5180	820	
碧云区块土地整理	30000	9329	20671	
利民区块土地整理	45000	3347	20000	20000
杭州湾大道项目	32500	8150	10600	10600
钱塘江路项目	20184	2175	8760	6550
闻澜路项目	15175	1650	7670	4650
新塘河治理一期工程	5885	5349	536	

河道整治三期工程	1919	1833	86	
高压电网一期工程	2366	2276	90	
尖山新区零星工程	3590	2384	1206	
新区绿化	3400	2244	1156	
河道整治一期工程	3550	2702	848	
陵水路等4条河道整治	5680	4129	1551	
长山河大桥	4397	4244	153	
其他	31426	24889	4378	2159
小计	334697	164108	100604	55609
(二) 拟建项目				
新月路	18209		1240	7560
鸣鹤路	20743		850	8520
秋雨路	7641		260	3450
小计	46593		2350	19530
合计	381290	164108	102954	75139

资料来源：公司提供；

注：公司“其他”在建项目为金额较小的零碎项目，包括围垦堤顶道路硬化、绿化生态林工程、谷水路2标、洛隆路商业街和中粮码头工程等多个项目。

如上表所示，公司主要在建和拟建的项目包括安置房项目、土地整理项目和委托代建项目等。2014和2015年，预计将分别投资10.30亿元和7.51亿元，公司面临一定的资金压力。

在土地开发方面，公司对海宁经济开发区和尖山新区授权的土地进行整理，受让企业上交土地出让金给海宁市财政局，海宁市财政局在扣除相关税费后，余下的土地出让金净收益是财政与公司结算土地开发业务及委托代建业务收入的主要资金来源，公司根据代建业务的进度和完成情况，向财政要求代建业务拨款。一般情况下，工业用地净收益占土地出让金总价的50%左右；房地产和其他商业用地的净收益占土地出让金总价的70%左右。2013年，海宁经济开发区实现土地出让收入6.13亿

元，出让土地净收益为4亿元，财政用上述资金向公司支付2013年回购代建工程1.10亿元、土地整理收入4.36亿元，用于向公司拨补财政专项补贴2.19亿元，不足部分资金来源为财政税收分成和历年留成。2011~2013年，公司土地开发收入分别为0.44亿元、3.82亿元和4.36亿元，毛利率分别为25.08%、8.04%和8.26%。

由于尖山新区土地全部为围垦形成，根据国家现行土地政策，在建设用地上转化方面与其他用地相比，有较大的成本优势和便利条件。海宁经济开发区方面，由于基础设施及配套较为成熟，区内已经形成了具有规模优势的皮革、制衣等产业，待出让土地增值空间较大，但考虑到宏观经济因素和房地产等行业政策影响，上述地块的出让存在一定不确定性。

表6 近年公司业务区域内土地出让情况（单位：亩、万元）

年度	位置	面积	性质	总价
2010年	海宁经济开发区	963.00	工业	27610
	尖山新区中部区块	615.74	商住用地	54316
	尖山新区东部工业区块	3291.93	工业用地	52631
	海宁经济开发区	165.00	商业\住宅	22212
2011年	海宁经济开发区	640.00	工业	17313
	尖山新区中部区块	420.48	商住用地	23771
	尖山新区东部工业区块	1903.37	工业用地	22573

	海宁经济开发区	153.00	商业\住宅	36810
2012年	海宁经济开发区	648.00	工业	22524
	尖山新区中部区块	176.25	商住用地	6480
	尖山新区东部工业区块	690.00	工业用地	11136
	海宁经济开发区	163.00	商业\住宅	40480
	海宁经济开发区	793.00	工业	29244
2013年	海宁经济开发区	123.00	商业	12425
	尖山新区中部区块	157.00	商住用地	8792
	尖山新区东部工业区	670.00	工业用地	10880
	海宁经济开发区	126.00	工业	3985
2014年1~3月	海宁经济开发区	38.00	商业	4170
	尖山新区东部工业区块	90.00	工业	1125

资料来源：公司提供

截至2014年3月底，公司拥有的土地面积约1158亩，账面价值为28.39亿元，均为商业或住宅用地。如下表所示，公司拥有的土地使用权大部分处于抵押状态，抵押土地金额占全部土地金额的比重为66.06%。

公司储备土地中尖山新区开发难度小，适宜工程建设和大型项目的需要。但是，联合资信也关注到，近年来，受土地市场行情低迷影响，土地出让价格增值有限，对公司土地的盈利能力有一定影响。

表7 截至2014年3月底公司土地资产

证号	面积 (m ²)	使用权类型	用途	权属	是否抵押	账面价值 (万元)
海国用(2009)第JS01019010号	48667.00	出让	商业住宅	海宁市尖山新区开发有限公司	否	12653.42
海国用(2010)第7410099024号	42530.00	出让	商业住宅	海宁市尖山新区开发有限公司	是	11185.39
海国用(2010)第7410099025号	43184.00	出让	商业住宅	海宁市尖山新区开发有限公司	是	11357.39
海国用(2010)第7410099026号	46848.00	出让	商业住宅	海宁市尖山新区开发有限公司	是	12321.02
海国用(2010)第7410099027号	44321.00	出让	商业住宅	海宁市尖山新区开发有限公司	是	11523.46
海国用(2010)第7410099028号	45508.00	出让	商业住宅	海宁市尖山新区开发有限公司	是	11968.60
海国用(2009)第6512129027号	33571.00	出让	商业住宅	浙江钱塘江投资开发有限公司	是	15509.80
海国用(2009)第6512129028号	16860.00	出让	商业住宅	浙江钱塘江投资开发有限公司	是	7789.32
海国用(2009)第6512129029号	17356.00	出让	商业住宅	浙江钱塘江投资开发有限公司	否	8018.47
海国用(2009)第6512129026号	43718.00	出让	商业住宅	浙江钱塘江投资开发有限公司	否	19279.64
海国用(2012)第05107号	66668.00	出让	商业住宅	浙江钱塘江投资开发有限公司	是	38192.77
海国用(2012)第05105号	47591.00	出让	商业住宅	浙江钱塘江投资开发有限公司	是	27263.93
海国用(2012)第08161号	33498.00	出让	商业、住宅	浙江钱塘江投资开发有限公司	是	2090.00
海国用(2013)第10208号	27217.00	出让	商业住宅	浙江钱塘江投资开发有限公司	否	3660.00
海国用(2013)第08061号	67615.00	出让	商业住宅	浙江钱塘江投资开发有限公司	否	35497.87
海国用(2013)第10445号	19943.40	出让	商办	浙江钱塘江投资开发有限公司	是	2149.00
海国用(2013)第12067号	32831.00	出让	商业	海宁市尖山新区开发有限公司	否	17236.275
海国用(2013)第08196号	66742.00	出让	商业住宅	海宁市尖山新区开发有限公司	是	35039.55
海国用(2013)第03176号	27501.00	出让	商业住宅	海宁市尖山新区开发有限公司	是	1165.00
合计	772169.40					283900.91

资料来源：公司提供

3. 安置房

2012年，公司新增安置房业务。公司安置房业务由钱塘江公司负责，业务模式为公司出资购买土地，自主投资进行安置房建设，待项目建成后，针对超出安置面积部分、超出安置数量部分和商业配套进行出售，并获取收入。公司对安置房项目的建设成本计入存货科目，体现在现金流量表销售商品、提供劳务收到的现金中。

公司安置房业务2012年实现收入357.58万元，毛利率-35.66%；2013年实现收入219.20万元，毛利率35.90%，毛利率大幅增长的主要原因是2012年安置房销售对象为被安置家庭，售价较低，2013年安置房销售对象为公开购买家庭。

钱塘江公司于2010年投资建设了洛隆路安置房，2013年安置房收入即来自该项目的销售尾款。目前在建的安置房项目为文苑路安置房和硖仲路安置房，具体情况如上表5所示。

4. 房地产项目

截至2014年3月底，公司开发的房地产项目有2项，分别为凤凰苑项目和潮韵苑项目。上述两个房地产项目均已完成投资，且大部分房产已经出售，目前凤凰苑项目尚余1套房屋待售，潮韵苑项目尚余8套房屋待售。

截至目前，公司无拟开发的房地产项目。

5. 未来发展

今后五年，公司将围绕海宁市“接轨杭州、融入上海、汇合苏甬”的发展战略，通过自我发展、自主经营，不断扩大企业规模和效益，积极推进基础设施项目的市场化运营，加大土地整理开发力度，逐步形成自身的核心竞争力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2011年和2012年~2013年合并财务报表已分别经江苏天华大彭会计师事

务所有限责任公司和天衡会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2014年一季度财务数据未经审计。

公司近三年合并范围变化大，其中，2012年9月将钱塘江公司纳入合并范围；2013年，由公司子公司钱塘江公司出资8000万元成立铁北新城公司并成为其控股股东，公司资产收入规模因而大幅增长；且公司2011年审计报告执行旧会计准则，2012~2013年审计报告执行新会计准则，财务数据可比性不高。

2012年，根据海宁市人民政府《关于同意调整股权关系的批复》（海政函【2012】66号）规定，同意将市财政局持有的浙江钱塘江投资开发有限公司58.55%的股权4.83亿元、海宁市资产经营公司持有的浙江钱塘江投资开发有限公司41.45%的股权3.42亿元无偿划转给海宁市尖山新区开发有限公司。公司已于2012年9月30日办理完成交接和工商变更登记手续，公司取得对钱塘江公司的控制权，从2012年10月起纳入合并报表（资产负债表2012年底时点数纳入钱塘江公司数据，利润表和现金流量表中，钱塘江公司四季度数据纳入合并报表），截至2012年底钱塘江公司资产总额35.57亿元，所有者权益21.75亿元。

2013年，根据海宁市财政局《关于同意成立海宁市铁北新城有机更新有限公司的批复》（海财国资函[2013]434号）规定，同意浙江钱塘江投资开发有限公司出资8000万元，持股比例80.00%；海宁市资产经营有限公司出资1000万元，持股比例10.00%；海宁市海昌新市镇建设有限公司出资1000万元，持股比例10.00%。该两项事项对公司财务数据影响很大。

截至2013年底，公司合并资产总额94.06亿元，所有者权益合计58.53亿元；2013年公司实现营业收入5.61亿元，利润总额2.21亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额88.86亿元，所有者权益合计58.60亿元。2014年1~3月，公司实现营业收入0.06亿元，利润总额0.03亿元。

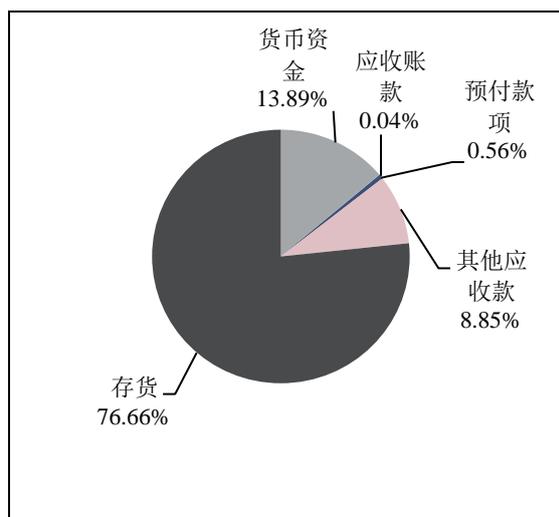
2. 资产质量

近年来，公司资产总额呈快速增长态势，主要系公司 2012 年将钱塘江公司并入合并范围及 2013 年新成立子公司铁北新城公司，导致资产总额以及各科目增幅很大。截至 2013 年底，公司资产总额 94.06 亿元，同比增长 34.52%。资产构成中流动资产占 79.37%，非流动资产占 20.63%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至2013年底，公司流动资产合计74.66亿元，主要来自货币资金和存货的增长。流动资产构成中，存货占76.66%，货币资金占13.89%，其他应收款占8.85%，应收账款和预付款项占比较小，分别占0.04%和0.56%。

图1 截至2013年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司货币资金10.37亿元，主要系公司于2013年发行13亿元“13海宁新区债”，导致公司货币资金大幅增长。公司货币资金主要为银行存款（占84.57%）和其他货币资金（占15.43%），其他货币资金主要为定期存款，其中，5000万元用于质押借款。

截至 2013 年底，公司其他应收款余额 6.60 亿元，主要为往来款。从账龄看，1 年以内的占 81.47%，1~2 年的占 17.80%，2~3 年的占 0.20%，3 年以上的占 0.53%，整体账龄较短。截至 2013 年底，公司计提坏账准备 17.09 万

元。公司其他应收款前五名单位欠款金额合计为 5.96 亿元，占公司其他应收款总额的 90.30%，集中度高，但考虑到欠款客户主要为海宁市投融资主体，其他应收账款发生坏账的可能性低。

表 8 2013 年底公司其他应收款前五名单位情况
(单位：万元、%)

欠款客户	金额	占其他应收款的比例
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	12257.00	18.56
海宁皮都投资开发有限公司	15700.00	23.77
海宁市盐仓综合开发有限公司	10000.00	15.14
海宁市资产经营公司	185.79	0.28
海宁市城北新兴产业开发公司	21500.00	32.55
合计	59642.79	90.30

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司存货余额 57.23 亿元，存货构成中主要为开发商品、围垦土地成本、安置房开发成本和土地征迁整理成本，公司未计提跌价准备，其中，开发商品主要为海宁市财政局对公司注入的土地，围垦土地成本主要系公司在尖山新区土地整理过程中发生的土地围垦成本和土地整治成本，土地征迁整理成本主要系公司在海宁经济开发区土地开发过程中发生的成本（尚未完工结算）及少量公司自有土地（约 1.5 亿元）。公司以存货中 803 亩土地作为抵押物，占公司全部土地面积的 66.06%，抵押比率高。

非流动资产

截至2013年底，公司非流动资产合计19.40亿元，构成主要以长期股权投资、在建工程和其他长期资产为主。

截至 2013 年底，公司长期股权投资为 1.59 亿元，其中以权益法核算的长期股权投资占 81.16%，被投资单位是海宁市科创中心投资有限公司（持股比例 40%）、上海漕河泾开发区海宁分区发展有限公司（持股比例 45%）以及江南新城投资开发有限公司（持股比例 30%）。以成本法核算的长期股权投资占 18.84%，较

2012年底减少2310万元，主要系根据海宁市尖山污水处理有限公司2013年4月股权转让协议，公司将持有的海宁市尖山污水处理有限公司的30%股权以2310万元的原价转让给海宁市水务投资集团有限公司所致，按成本法核算的被投资单位是海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司（原名为海宁市尖山汽车产业基地开发有限公司），持股比例分别为50%，因海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司尚未产生经营收入，公司未将其纳入合并范围。

截至2013年底，公司在建工程7.10亿元，同比增长66.31%，主要为正在建设尚未完工的受托代建市政工程，包括房屋建筑物、道路桥梁、基础设施等工程。公司承建的市政工程项目，未完工前列示在在建工程科目下核算。2013年底，公司未计提在建工程减值准备。

截至2013年底，公司其他长期资产9.94亿元，均为已完工尚未进行竣工决算的受托代建的市政工程，主要包括道路桥梁、基础设施、房屋建筑物、供水工程、围垦道路以及土地二次开发资产等。上述长期资产是根据政府授权，由公司投资建设，在办理完毕全部竣工验收决算手续后一定期限内移交有关政府主管部门，此部分资产不计提折旧和摊销。

截至2014年3月底，公司资产总额为88.86亿元，较2013年底下降5.53%，主要系货币资金减少4.30亿元所致，其中流动资产占76.22%，非流动资产占23.78%，非流动资产占比略有上升，但资产构成仍以非流动资产为主，资产结构变化不大。

总体看，受合并钱塘江公司及新成立铁北新城公司影响，公司资产呈跨越增长态势，资产构成以流动资产为主。流动资产中，存货占比很大，存货规模受土地出让的影响较大，变现能力偏弱，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

近年来，公司所有者权益快速增长，主要

由于合并钱塘江公司和新设立铁北新城公司导致公司资本公积和未分配利润的较快增长。截至2013年底，归属于母公司所有者权益合计58.33亿元，其中，实收资本占6.28%，资本公积占84.51%，盈余公积占0.37%，未分配利润占8.84%。

2004年，根据海土评【2004】33号评估报告，公司对实收资本中的土地进行了重新评估增值，增加资本公积6.57亿元，对公司所有者权益质量有一定影响。2012年，公司资本公积40.39亿元，同比增长211.18%，一是钱塘江公司全部股权转让至公司，公司按照钱塘江公司净资产确认资本公积20.31亿元；二是海宁市财政局以评估价7.10亿元（海正评字【2011】第485号）土地资产增加对公司投资，公司账面确认相应金额资本公积。2013年，根据海财国资【2013】888号文，海宁市财政局以评估价8.78亿元（海正评字【2013】第300号、海正评字【2013】第313号、海正评字【2013】第301号）土地增加对公司的投资，公司账面确认相应金额资本公积，此外，上级拨入资金用于尖山初中建设800万元，计入资本公积。

截至2013年底，公司未分配利润5.16亿元，主要是公司2012年和2013年实现较大数额净利润所致。

截至2014年3月底，公司所有者权益58.60亿元，较2013年底增长0.13%。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

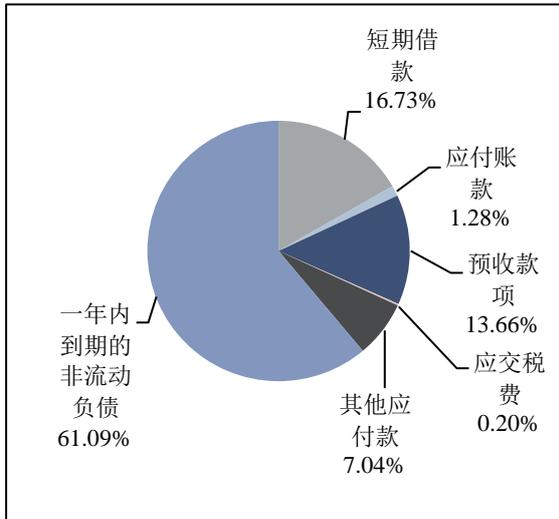
负债

随着公司规模扩大，公司负债也呈现相应快速增长态势，主要来自一年内到期的非流动负债和应付债券的增长。截至2013年底，公司负债合计35.53亿元，其中，流动负债合计占27.75%，非流动负债占72.25%。公司负债以非流动负债为主，与公司项目投资周期长的特点相匹配，债务结构合理。

截至2013年底，公司流动负债合计9.86亿元，较2012年底增幅较小。公司流动负债构成主要以短期借款（占16.73%）、预收款项（占

13.66%)、其他应付款(占7.04%)和一年内到期的长期负债(占61.09%)为主。

图2 截至2013年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司短期借款1.65亿元，较2012年底减少1.5亿元，由保证借款(占42.42%)和抵押借款(占57.58%)构成，其中，抵押借款的抵押物为办公楼。

截至2013年底，公司预收款项1.35亿元，主要为预收房款(占96.21%)和土地租赁费(占1.81%)，账龄在1年以内的占99.80%。

截至2013年底，公司其他应付款0.69亿元，较2012年底减少1.97亿元，主要为往来款和少量工程款。从账龄看，1年以内的占75.22%，1~2年的占0.55%，2~3年的占8.75%，3年以上的占0.28%。其他应付款前五名客户合计占总额的31.70%，集中度较低。

表9 2013年底公司其他应付账款前五名客户情况
(单位：万元、%)

客户	金额	占其他应付款的比例
浙江钱塘江水利建筑工程公司	474.52	6.84
浙江中宁建设有限公司	576.60	8.31
海宁嘉业建设有限公司	148.45	2.14
浙江环宇建设有限公司	439.70	6.34
海宁市中泰燃气有限公司	560.14	8.07
合计	2199.41	31.70

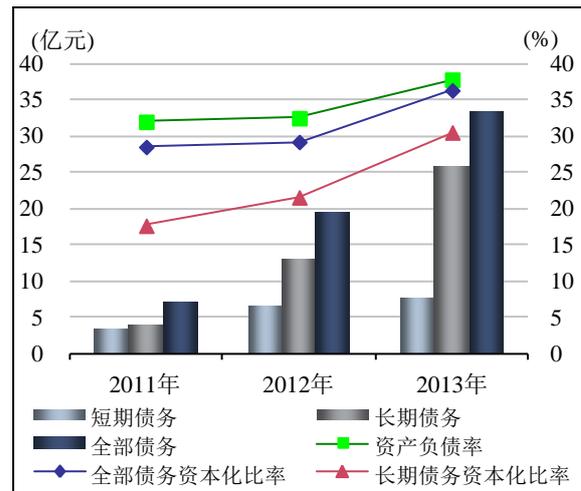
资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司一年内到期的非流动负债6.02亿元，为即将到期的抵押、质押、保证和信用借款。

公司非流动负债增长较快，截至2013年底，公司非流动负债25.67亿元，主要源于应付债券的增长。构成中主要为长期借款(占49.59%)和应付债券(占50.38%)。公司长期借款12.73亿元，主要为抵押借款(占27.49%)和保证借款(占72.51%)，保证借款中向信托公司贷款4亿元。应付债券为公司于2013年11月发行的13亿元“13海宁新区债”。

近年来，公司全部有息债务增速较快，截至2013年底，公司全部债务33.34亿元，其中，短期债务7.67亿元(占23.02%)；长期债务25.66亿元(占76.98%)。公司长期债务增长较快。

图3 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

从债务指标看，2011~2013年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均呈逐年增长趋势，截至2013年底，上述三项指标分别为30.48%、36.29%和37.78%。总体看，公司债务指标逐年增长，但整体债务负担尚在可控范围内。

截至2014年3月底，公司负债总额为30.26亿元，较2013年底下降14.84%，主要系公司短期借款、其他应付款¹和一年内到期的非流动

¹ 截至2014年3月底，公司应付账款为负，主要系公司预付的电力工程款，尚未收到发票；应交税金为负，主要系公司安置房销售预交

负债下降所致，其中，流动负债占比下降至17.15%；非流动负债占比上升至82.85%。

截至2014年3月底，公司全部债务为30.74亿元，较2013年底下降7.80%，其中短期债务5.68亿元，较2013年底下降26.05%；长期债务25.06亿元，较2013年底下降2.34%。同期，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为34.05%、29.96%和34.41%，较2013年底分别下降3.72个百分点、0.53个百分点和1.88个百分点，债务负担由于短期债务的下降而有所减轻。

综上，公司负债结构以长期负债为主。由于合并口径影响，以及公司投资规模的快速增长，公司债务规模增长较快，但整体债务负担可控。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来自委托代建项目。受公司合并范围变化的影响，近年来，公司营业收入波动增长，其中2013年公司实现营业收入5.61亿元，较2012年小幅下降，主要因房地产项目（销售对象为海宁市尖山新区范围内入区企业职工）收入减少所致；同期，公司营业成本年均复合增长47.20%，增幅略高于营业收入，2013年为5.09亿元。2013年，公司实现营业利润165.71万元，同比减少2566.84万元，主营业务利润规模不大，公司盈利能力有所弱化。

近年来，公司期间费用不断增长，2013年为0.48亿元，占营业收入的比重为8.56%，占比较上年上升2.93个百分点。总体看，公司期间费用控制能力尚可。

补贴收入对公司利润贡献度较大，2011~2013年，公司获得补贴收入分别为0.71亿元、2.00亿元和2.19亿元，主要是政府部门财政性质拨款，用于公司承担的市政工程日常管理、维护用资金。

营业税，且安置房项目尚未竣工；其他应付款为负，主要系往来款，在公司支付完欠款后继续支付，实际为其他单位欠公司的款项。

图4 公司盈利水平情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标来看，受公司房地产项目投入成本增加而营业收入却大幅下降影响，2011年~2013年，公司营业利润率呈下降趋势，分别为11.93%、10.59%和8.96%，总资本收益率和净资产收益率呈现波动下降趋势，两项指标近三年均值分别为3.13%和4.13%，2013年分别为2.65%和3.77%。

2014年1~3月，公司实现营业收入和利润总额分别为0.06亿元和0.03亿元，占2013年全年的比重分别为1.13%和1.50%，由于公司一季度未确认委托代建项目收入，导致与上年全年收入相比比重较低。

总体看，随着公司合并钱塘江公司，以及经营规模不断扩大，公司收入规模波动增长，但受房地产项目收入下滑影响，公司整体盈利能力波动下滑，补贴收入对公司利润贡献度较大。

5. 现金流

2011年~2013年，公司销售商品、提供劳务收到现金（包括公司主营业务收到的现金及公司预收房款）年均复合增长56.64%，其中2013年为6.62亿元，同比增长29.09%；同期公司收到其他与经营活动有关的现金也快速增长，其中2013年为5.47亿元，同比增长7.07%，主要为公司获得的财政补贴、与关联方的往来款等。2011年~2013年，公司经营

活动现金流入呈持续快速增长趋势，2013 年为 12.08 亿元。经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关的现金（主要是往来款）。2011~2013 年，经营活动现金净流量不断下降，分别为 2.68 亿元、0.43 亿元和-3.77 亿元，主要是大规模的往来款支出所致。

从收入实现质量看，2011 年~2013 年，公司现金收入比成波动上升趋势，分别为 100.37%、89.19%和 117.94%，现金回收质量尚可，其中，2012 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金小于营业收入，主要系公司部分房地产项目于 2011 年实现预售并收到现金，却于 2012 年确认收入所致。

投资活动方面，2011 年~2013 年，公司投资活动现金流入规模很小；2012 年，公司投资支付的现金-1.57 亿元，成因为 2012 年 9 月合并钱塘江公司时，子公司账面的货币资金所致；2013 年，公司投资支付的现金 1800 万元。2011~2013 年，公司投资活动现金净流量分别为 0.01 亿元、1.55 亿元和-0.20 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要系取得借款收到的现金，近三年分别为 0.75 亿元、3.10 亿元和 21.45 亿元。由于存在一定规模的有息债务，近三年，公司筹资活动现金流出主要表现为偿还债务、支付利息支付的现金，分别为 4.13 亿元、4.14 亿元和 9.26 亿元。2011 年~2013 年，公司筹资活动现金流净额分别为-3.38 亿元、-1.04 亿元和 12.19 亿元，从公司承担的经营职能和大规模委托代建项目看，公司存在对外融资需求。

2014 年 1~3 月，公司经营性现金流入和净流量分别为 10.36 亿元和-0.42 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 1.96 亿元，收到、支付其他与经营活动有关的现金金额较大，分别为 10.29 亿元和 8.70 亿元，主要系往来款较多所致；同期公司投资活动现金流出中投资支付的现金 0.72 亿元，主要为对浙江江南新城投资开发有限公司的股权投资，公司持有其 30% 股权；筹资活动现金流量净额为-2.65 亿元，主要系公司偿还债务支付的现金较多所致。由于公

司一季度确认政府委托代建项目规模小，公司收入实现质量较好，现金收入比为 119.97%。

整体来看，随着公司经营规模的扩大，公司经营产生的现金流入规模增长较快，但随着公司代建项目和投资规模增大，需要公司垫付较大数额的工程款，公司外部融资需求较大。

6. 偿债能力

(1) 短期偿债能力

从短期偿债指标看，2011~2013 年，公司流动比率一直保持较高水平，分别为 397.28%、565.15%和 757.04%；由于公司 2013 年发行 13 亿元“13 海宁新区债”，公司货币资金迅速上升，剔除存货后的流动资产增幅仍较大，导致 2013 年公司速动比率增长较快，近三年分别为 41.81%、48.04%和 176.72%。公司存货中土地规模较大，变现较慢，公司实际短期偿付能力弱于指标值。近三年，公司经营产生的现金流量净额分别为 2.68 亿元、0.43 亿元和-3.77 亿元，对流动负债保障能力减弱，2011 年和 2012 年公司经营现金流动负债比分别为 59.52%和 4.43%，2013 年，经营活动现金流量净额对流动负债不具备保障能力。截至 2014 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 1305.14%和 182.59%。总体看，公司流动负债中有息债务规模较小，公司短期偿债能力尚可。

(2) 长期偿债能力

从长期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为 0.92 亿元、2.51 亿元和 2.50 亿元，全部债务/EBITDA 指标值分别为 7.64 倍、7.75 倍和 13.34 倍，指标反映公司 EBITDA 对全部债务的保护能力较弱。考虑到公司存量土地规模较大且存在一定升值空间，海宁市政府财政实力较强、对公司支持力度较大，公司整体偿债能力适宜。

截至 2014 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信 20.9 亿元，尚未使用额度 1.7 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

或有负债方面，截至2014年3月底，公司对外担保金额为10.50亿元，担保比率为17.94%，对外担保单位中的上海漕河泾新兴技术开发区海宁分区经济发展有限公司和海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司为公司长期股权投资单位，海宁市临杭新市镇开发建设有限公司、海宁市交通投资集团有限公司、海宁紫光水务有限责任公司和海宁市黄湾镇新市镇投资开发有限公司均为海宁市投融资类公司，目前，被担保方经营情况正常，公司或有负债风险较低。

表10 截至2014年3月底公司对外担保情况

被担保方	担保余额 (万元)	担保终止 日期
上海漕河泾新兴技术开发区海宁分区经济发展有限公司	6620	2022年8月
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	25000	2017年11月
海宁市交通投资集团有限公司	8900	2017年9月
海宁紫光水务有限责任公司	7400	2019年9月
海宁市黄湾镇新市镇投资开发有限公司	16100	2017年12月
海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司	21000	2018年11月
海宁市城北新兴产业开发有限公司	20000	2018年4月
合计	105020	---

资料来源：公司提供

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G1033048100030950E），截至2014年4月8日，公司有5笔已结清关注类贷款，均与银行认定有关，公司已正常偿还银行贷款；同时，公司信用报告内记录的3条欠息信息，均为银行系统未即时扣息所致，相关银行均出具了说明。

8. 抗风险能力

近年来，海宁市经济增长迅速，地方财政收入保持了快速增长，地方可支配财力稳步增强，为公司提供了良好的外部经营环境。公司作为代表海宁市政府在尖山新区和经济开发区整合运作中的唯一投融资主体，得到海宁市政府多方面的支持。未来随着海宁经济开发区（含尖山新区）的进一步成熟，公司较大规模的存量土地存在升值空间，继而实现收入的持续增长。

总体看，公司整体抗风险能力较强。

九、债券偿债能力分析

1. “13 海宁新区债/13 海新区”概况

公司于2013年11月发行13亿元公司债券，债券简称“13海宁新区债/13海新区”（以下简称“待偿还债券”），发行期限为7年。

中投保(2013年10月，中国投资担保有限公司更名为中国投融资担保有限公司)为待偿还债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为AA+。

2. 债券投资项目进展情况

“13 海宁新区债/13 海新区”募集资金13亿元人民币，其中9亿元用于海宁市尖山新区西北区块路网及配套项目，3亿元用于海宁市尖山新区西南区块路网及配套项目，1亿元用于海宁市城市主干道杭州湾大道项目。截至2014年3月底，债券募投项目建设情况详见下表。

表11 截至2014年3月底债券募投项目建设情况表（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至2014年3月底 已投入资金金额	截至2014年3月底 已使用募集资金金额	项目进度
海宁市尖山新区西北区块路网及配套项目	16.75	5.86	3.14	已完成投资 35%
海宁市尖山新区西南区块路网及配套项目	7.00	2.10	0.90	已完成投资 30%
海宁市城市主干道杭州湾大道项目	3.25	0.82	0.24	已完成投资 25%
合计	27.00	8.78	4.28	--

海宁市尖山新区西北区块路网及配套项目，项目于2012年4月开工建设，截至2014年3月底，已完成工程总投资的35%，其中工程电力配置、供水以及生产及生活用房设置已完成，土路基平整、雨污水管道施工已完成，现处于塘渣铺设工程施工阶段，预计2015年完工。

海宁市尖山新区西南区块路网及配套项目，项目于2012年5月开工建设，截至2014年3月底，已完成工程总投资的30%，其中工程电力配置、供水以及生产及生活用房设置已完成，土路基平整、雨污水管道施工即将完成，预计2015年完工。

海宁市城市主干道杭州湾大道项目，该项目于2012年9月开工建设，截至2014年3月底，已完成工程总投资的25%，其中前期准备中的工程电力配置、供水以及生产及生活用房设置已完成，地面清表土路基平整施工即将完成，后续将进行雨污水管道施工，预计2015年完工。

3. “13 海宁新区债/13 海新区” 偿债能力分析

“13 海宁新区债/13 海新区”的本金在债券存续期的第3年至第7年分期兑付，按每年偿还发行总额20%的比例（即2.60亿元/年）偿付本金。

2013年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为2.50亿元和12.08亿元，分别为待偿还债券分期偿还本金2.60亿元的0.96倍和4.65倍。公司EBITDA对待偿还债券分期偿还本金的覆盖能力较弱，经营活动现金流入量对待偿还债券分期偿还本金的保障能力较好，2013年公司经营活动现金流量净额为负值，对待偿还债券不具备保障能力。考虑到公司持续获得政府的有力支持，以及公司持有的较大规模的土地使用权，整体看，公司对待偿还债券的保障能力较好。

海宁市人民政府于2012年9月21日发布《海宁市人民政府关于尖山新区西部区块基

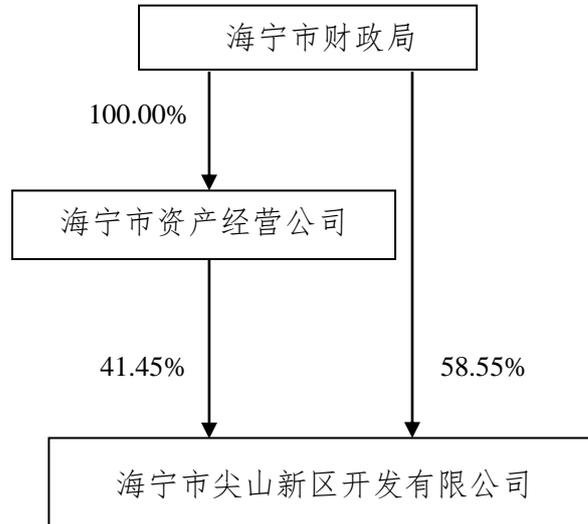
础设施工程项目成本补偿的通知》[海政发（2012）56号]，明确海宁市城市主干道杭州湾大道项目、海宁市尖山新区西北区块路网及配套项目、海宁市尖山新区西南区块路网及配套项目建设过程中道路周边土地出让后扣减规费和相关平整成本后的土地净收益逐年返还公司，作为项目建造成本的补偿。目前在项目附近区域合计有28850亩可供开发土地，预计未来可带来超过57.70亿元的土地出让收益。根据国家土地审批政策和海宁市土地出让总体规划，海宁市计划分批完成该区域土地的拍卖出让。2013-2015年，预计合计完成土地拍卖出让净收益3亿元，2016-2020年，预计合计完成净收益17亿元，市政府拟将上述土地净收益逐年平均返还至公司。

如未来土地市场发生波动，相关土地不能按照上述计划出让的情况，海宁市政府将根据当年土地实际出让情况，协调其他资金解决当年资金缺口。该通知安排有助于公司在今后7年实现持续的现金流入，该部分现金流有效覆盖了本期公司债券待偿还本息，但联合资信也关注到在本期公司债券本金偿还初期可能存在本息偿付的不匹配情况。

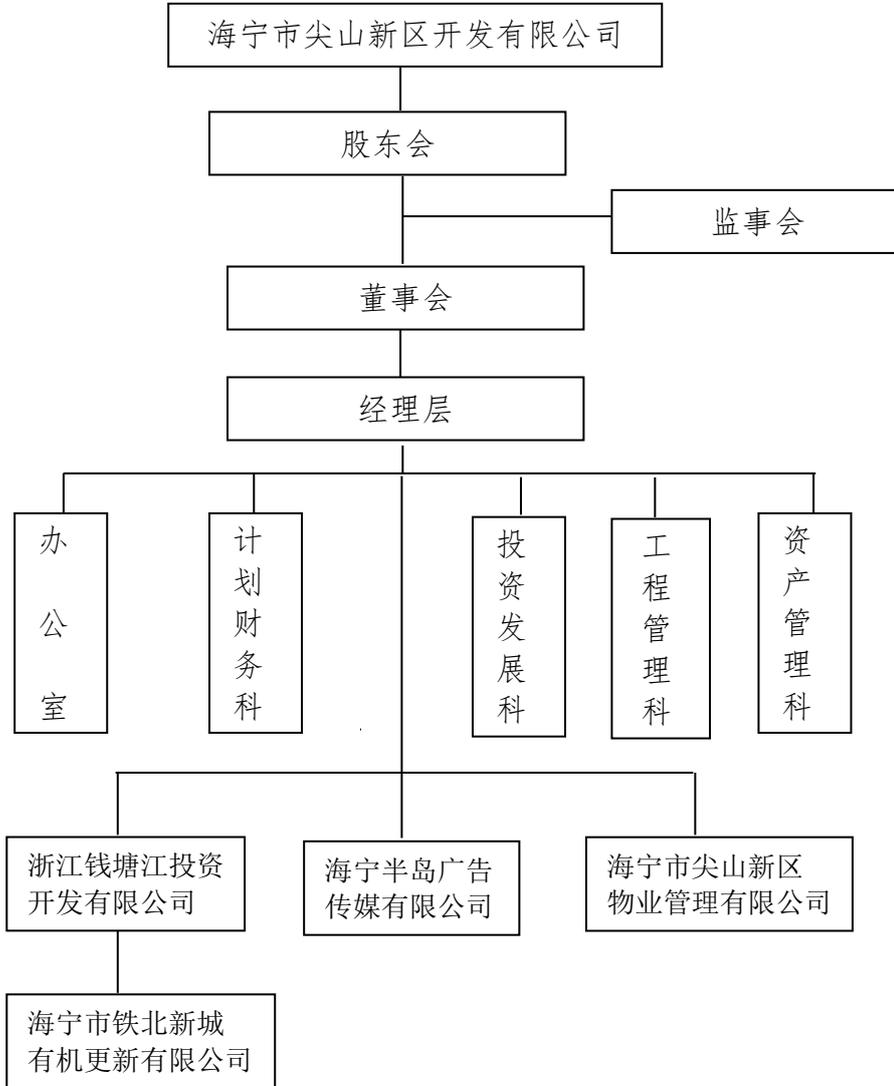
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 海宁新区债/13 海新区”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.70	1.65	10.37	6.07
资产总额(亿元)	25.84	69.92	94.06	88.86
所有者权益(亿元)	17.57	47.23	58.53	58.60
短期债务(亿元)	3.24	6.50	7.68	5.68
长期债务(亿元)	3.76	12.95	25.66	25.06
全部债务(亿元)	7.00	19.45	33.34	30.74
营业收入(亿元)	2.69	5.75	5.61	0.06
利润总额(亿元)	0.73	2.27	2.21	0.03
EBITDA(亿元)	0.92	2.51	2.50	--
经营性净现金流(亿元)	2.68	0.43	-3.77	-0.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	71.87	272.48	153.81	--
存货周转次数(次)	0.15	0.15	0.09	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.12	0.07	--
现金收入比(%)	100.37	89.19	117.94	119.97
营业利润率(%)	11.93	10.59	8.96	29.17
总资本收益率(%)	3.47	3.69	2.65	--
净资产收益率(%)	4.11	4.74	3.77	--
长期债务资本化比率(%)	17.60	21.52	30.48	29.96
全部债务资本化比率(%)	28.47	29.17	36.29	34.41
资产负债率(%)	31.96	32.45	37.78	34.05
流动比率(%)	397.28	565.15	757.04	1305.14
速动比率(%)	41.81	48.04	176.72	182.59
经营现金流动负债比(%)	59.52	4.43	-38.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.59	2.96	1.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.64	7.75	13.34	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

中国投融资担保有限公司

2014 年主体信用评级报告

评级结果

金融担保机构¹主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间

2014 年 6 月 27 日

主要数据

项目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产总额(亿元)	98.43	95.76	72.21
所有者权益(亿元)	57.27	54.51	51.61
担保余额(亿元)	967.19	932.99	672.03
净资产担保倍数(倍)	16.89	17.12	13.02
净资本担保倍数(倍)	30.47	27.04	17.87

项目	2013 年	2012 年	2011 年
担保业务收入(亿元)	6.80	5.65	4.21
投资收益(亿元)	5.36	4.65	3.23
净利润(亿元)	3.19	3.04	2.92
平均净资产收益率(%)	5.71	5.73	5.76
平均资产收益率(%)	3.29	3.62	4.34

注：担保余额为商业性担保余额，不包括政策性担保。

分析师

赖金昌 姜赐玉 李峻毅

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

中国投融资担保有限公司(原中国投资担保有限公司，以下简称“公司”)是国内首家全国性专业信用担保机构，公司治理结构与内部控制体系比较健全。近年来，凭借丰富的担保业务管理经验、较强的业务创新能力，公司在债券担保、保本基金担保等资本市场担保领域竞争优势明显。针对 2012 年下半年以来钢贸融资担保业务发生的大规模代偿，公司采取较为有力的资产保全和追偿措施，并加大了损失准备计提力度，代偿回收取得了较好成效。总体看，较强的资本实力、较好的盈利水平以及第一大股东国家开发投资公司的强有力支持均有助于公司化解代偿风险，维持稳定的信用水平和代偿能力。综上所述，联合资信评估有限公司确定中国投融资担保有限公司 2014 年主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 公司在国内担保行业中处于领先地位，业务创新能力较强；
- 内部控制体系和业务管理体系比较健全；
- 第一大股东国家开发投资公司视公司为其金融板块重要组成部分，将长期维持控股股东地位，并将在公司面临流动性困难时，给予必要的注资或提供流动性资金支持。

关注

- 钢贸融资担保业务代偿款追偿进度和最终实际损失金额需持续关注；
- 担保业务集中度较高；在未来的几年将迎来担保项目集中到期高峰，届时公司将面临代偿风险和流动性风险的考验；
- 担保规模快速扩大，资本充足水平下降；
- 我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规，金融担保业务潜在风险的控制值得关注。

¹金融担保机构是指为债券、金融衍生产品、结构化融资工具等资本市场金融产品提供增信服务的专业担保机构。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国投融资担保有限公司(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(2014年6月27日至2015年6月26日),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

中国投融资担保有限公司(以下简称“公司”)的前身为中国经济技术投资担保有限公司,是经国务院批准特例试办,于1993年12月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建,初始注册资本金5.00亿元,2000年公司注册资本增至6.65亿元。2006年,经国务院批准,公司整体并入国家开发投资公司,注册资本增至30.00亿元,公司更名为中国投资担保有限公司。2010年9月2日,公司通过引进投资者的方式,从国有法人独资的一人有限公司变更为中外合资的有限责任公司,并通过向投资人增发股份,注册资本增至35.21亿元。2012年9月,公司以合计9.79亿元的资本公积、盈余公积及未分配利润转增实收资本。截至2013年末,公司实收资本为45.00亿元。公司股东及持股情况见表1。2013年10月,公司更名为中国投融资担保有限公司。

表1 公司股东及持股情况 单位: %

序号	股东名称	持股比例
1	国家开发投资公司	47.20
2	建银国际金鼎投资(天津)有限公司	17.30
3	CITIC Capital Guaranty investments Limited	11.23
4	CDH Guardian (China) Limited	10.63
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	7.68
6	金石投资有限公司	4.23
7	国投创新(北京)投资基金有限公司	1.73
合计		100.00

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3月取得由北京市金融工作局颁发的融资性担保机构经营许可证。

公司业务范围:投资担保;投资及担保的评审、策划、咨询服务;投资及投资相关的策划、咨询;资产受托管理;经济信息咨询;人员培训等;公司取得由北京市金融工作局颁发

的融资性担保机构经营许可证后业务范围还包括融资性担保业务(如贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证融资担保等),监管部门批准的其他业务(如债券担保、诉讼保全担保、投标担保、预付款担保、工程履约担保等履约担保,以及与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务,以自有资金投资)。

截至2013年末,公司本部设有3个担保业务管理中心、投资与资金运营中心、资产经营管理中心、电子商务中心、评审业务中心和运营管理中心以及12个职能部门。此外,公司在全国设有4个区域营销分公司、1家子公司并参股5家公司。

截至2013年末,公司资产总额98.43亿元,负债总额41.16亿元,所有者权益57.27亿元。2013年,公司实现营业收入8.89亿元,其中,担保业务收入6.80亿元,投资收益5.36亿元,实现净利润3.19亿元。截至2013年末,公司商业性担保余额967.19亿元。

注册地址:北京市海淀区西三环北路100号北京金玉大厦写字楼9层

法定代表人:黄炎勋

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。

随着美国经济形势的好转,国际资本纷纷撤离新兴市场,部分新兴经济体金融市场经历大幅动荡,面临较大的资金外流和货币贬值压力,金融风险明显增加。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，社会融资总量达15.76万亿元，较2011年增加2.93万亿元，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良好态势，消费需求平稳增长，投资增速稳中有降，进出口结构逐步优化，工业生产增速企稳回升，整体经济保持在合理区间运行。据初步统计，2013年，我国GDP增长率为7.7%，同比下降0.1个百分点，下降程度有所放缓。

表2 宏观经济主要指标 单位：%/亿美元

项 目	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年
GDP 增长率	7.7	7.8	9.2	10.3	9.2
CPI 增长率	2.6	2.6	5.4	3.3	-0.7
PPI 增长率	-1.9	-1.7	6.0	5.5	-5.4
M2 增长率	13.6	13.8	13.6	19.0	27.7
固定资产投资增长率	19.3	20.3	23.8	23.8	30.1
社会消费品零售总额增长率	13.1	14.3	17.1	18.3	15.5
进出口总额增长率	7.6	6.2	22.5	34.7	-13.9
进出口贸易差额	2592	2311	1551	1831	1961

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

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

2. 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的意义。

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，行业监管逐步步入规范轨道。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》,要求各地区对本地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

改制前,公司为国有法人独资的一人有限公司,股东为国家开发投资公司(以下简称“国投”)。2010年7月,公司实施整体改制,引入6家新股东,变更为中外合资的有限责任公司,股本规模由30亿元增至35.21亿元。2012年3月,公司以资本公积、盈余公积及未分配利润转增股本,注册资本增至45亿元。国投仍为第一大股东,持股比例48.93%(其中通过其子公司国投创新(北京)投资基金有限公司持股1.73%),公司股权结构图见附录1。

公司董事会由7名董事组成,分别由7家

股东委派。董事长由国投委派的董事担任。董事会是公司最高权力机构,负责公司的整体经营、监督和控制。董事会下设薪酬、风险及审计3个专门委员会,公司对各专门委员会制定了相应的议事规则,以保证其专业职能的实质性发挥。

公司监事会由3名监事组成,由国投委派1名,其余各家股东共同委派1名,另由职工代表大会选举1名职工监事。监事会主席由国投提名,并经全体监事过半选举产生。监事会履行检查公司财务、对董事及高级管理人员的履职情况进行监督等职能。

公司董事会及监事会成员大多拥有丰富的大型金融机构从业经验,这有助于董事会、监事会职能的发挥。

公司高管层由总经理、副总经理、财务总监、首席合规官、首席风险官组成。高管人员由董事会任命。国投有权向董事会提名总经理人选,国投和其他股东皆有权向董事会提名财务总监人选。目前公司设总经理1名,副总经理4名,财务总监1名,首席合规官1名,首席风险官1名。高管层下设公司管理、风险管理、审批、审计等10个专业委员会,为公司运营管理提供专业决策支持。

总体看,公司治理的逐步改善为公司未来持续发展奠定了基础。尽管引入新股东,公司日常经营决策仍在较大程度上受到国投的影响,公司能够继续得到国投的有力支持。

2. 内部控制

公司实行前、中、后台分离的内控管理体系。公司根据担保业务种类和不同的风险属性对前、中、后台的职能进行了细化。公司担保业务由贸易产品担保中心、金融产品担保中心、建设工程担保中心、投资与资金运营中心、资产经营管理中心、担保业务区域营销机构和电子商务中心负责。公司中台部门包括评审业务中心、法律事务部、风险管理部和运营管理中心,分别负责公司担保业务的评审、法律事务、

风险管理、在保项目运营管理等工作。公司后台部门主要负责公司人力资源管理、行政管理、内部审计、发展战略研究、子公司和分公司的日常管理、年度经营计划及会计核算等工作。公司组织结构图见附录 2。

目前公司经营商业性担保业务的分公司(办事处)有四家,分别为上海华东分公司、天津分公司、大连分公司、沈阳办事处。分公司主要负责其所在地区的业务发展,在担保业务区域经营中心统一管理下开展业务。公司商业性担保业务对分公司基本没有业务审批授权。除商业性担保业务外,公司还受托承担部分政策性担保业务,由上海分公司负责运营。

2013 年,公司完成了内控制度的梳理工作,除了完成内控手册的制定外,还继续推进了管理制度的制定、完善和落实工作,全年共发布管理类和业务类的制度、规范、操作指引 66 项。目前公司制定了比较全面的管理制度,包括担保与投资业务管理制度、行政管理制、人力资源管理制、财务管理制等。同时,公司继续加强风险管理体建设,完善新业务流程的执行管理和系统运行,重点加强系统性风险、流动性风险和合规风险的识别、防范和控制。针对钢材贸易融资担保业务的风险事件,公司出台了贸易领域担保业务阶段性风控指引,提高内部业务标准,控制业务风险。

总体看,公司内控体系逐步完善,各项制度执行情况较好,基础素质不断夯实,有助于业务整体持续快速发展。

3. 发展战略

公司制定了较为长期的发展规划,以成为“国内最具竞争力的非标准金融和信用增级服务集成商”作为发展愿景。公司以“以信用增级为服务手段,提升企业信用,改善社会信用资源配置,提升市场交易效率,促进社会信用体系和信用文化建设,为国民经济和社会发展服务”为使命,力争做担保行业的领军企业。

近年来,在复杂的宏观经济形势下,公司

以改制为契机,完成了对内部管理架构与资源的整合。同时,公司结合市场需求,在把控风险的基础上,积极推进债券担保及保本基金担保等新型业务,将业务结构转型视为达成战略目标的主要步骤,促进担保业务健康发展。公司 2013 年确定了“强化管理,化解风险,调整结构,转型升级”的工作方向,确定了“适度控制业务节奏、重点防范存量风险、积极鼓励业务创新”为核心的业务风险策略。公司主要从五个方面来实现战略目标,一是进一步夯实公司的发展基础,增强公司的承载能力,全面推进基于互联网业务布局的信息基础平台建设;二是加强风险管理体建设,提升主动管理和化解风险能力。同时进一步强化主动管理风险的意识,加强系统性风险研判;三是优化公司前中后台结构,改善公司资产配置结构,提高收益;四是加快推动业务转型升级,实现公司创新发展,积极探索资产经营和担保相结合的业务模式;五是加强员工品质管理和品质塑造,不断增强公司凝聚力。

总体看,公司清晰的市场定位和明确的发展策略有助于担保业务实现较快发展,较强的创新能力和公司治理水平有助于保持公司在担保行业中的领先地位。

四、主要业务经营分析

公司是国内首家全国性专业信用担保机构,成立之初主要从事政策性担保业务。公司于 2002 年完成国有企业体制改革,建立了现代企业制度,在开展政策性担保业务的同时,大力推动商业性担保业务的发展。2006 年,为满足业务发展需要,公司资本金从 6.65 亿元增至 30.00 亿元,资本实力明显增强。2010 年 9 月,公司完成改制与增资,注册资本增至 35.21 亿元。2012 年 9 月,公司以所有者权益内部结转的方式使注册资本增至 45.00 亿元,资本稳定性得以增强。

作为国内首家专业信用担保机构,公司以

推进行业发展为己任，积极进行业务探索与实践，在信用担保体系建设等方面起到了重要作用。公司先后发起成立了“中国担保论坛”和“中国担保业联盟”，促进了国内担保机构的交流与合作。2013年，中国融资担保业协会正式成立，公司作为主要发起人当选为协会会长单位。公司还先后加入了泛美担保协会、美国保险监督官协会(NAIC)、美国保证和忠诚保证协会(SFAA)和国际信用保险与担保协会(ICISA)等国际组织，与国际同业机构的交流与合作逐步推进。

目前公司已与国家开发银行、中国建设银行、招商银行、中信银行、兴业银行、上海银行、北京银行等19家银行以及其他金融或投资机构建立了战略合作关系。公司注重业务创新，逐步形成了品种丰富的担保产品体系，目前开展的担保业务主要包括银行贷款担保、金融产品担保、工程保证担保和诉讼保全担保等。截至2013年末，公司累计担保总额为2641亿元。

1. 担保业务发展情况

公司以承做商业性担保业务为主，另有一部分的政策性担保业务。公司主要承做的商业性担保业务可分为金融担保和非金融担保两大类。金融担保业务是公司最主要的担保业务种类，约占公司总担保余额的90%。近年来，公司金融担保业务的较快发展带动担保业务承保规模呈快速增长态势(见表4)。2013年，公司商业性担保业务发生额为429.49亿元，较上年有所下降；期末在保余额为967.19亿元，增速明显放缓。

表4 公司商业性担保业务发展情况 单位：亿元

项目	2013年	2012年	2011年
当期担保发生额	429.49	507.94	542.15
期末在保余额	967.19	932.99	672.03
金融担保在保余额	921.72	834.22	563.68
其中：保本投资类担保	288.13	381.26	276.05
公共融资类担保	512.54	371.75	251.50
房地产金融产品担保	46.33	30.48	28.00
其他金融产品担保	74.72	50.72	8.13

非金融担保在保余额	45.47	98.77	108.35
其中：贸易类融资担保	4.03	40.05	41.39
诉讼保全担保	17.57	22.50	28.63
工程保证	2.57	7.03	9.50
政府采购融资担保	2.49	3.25	1.26
工程建筑类及其他	18.81	25.93	27.56

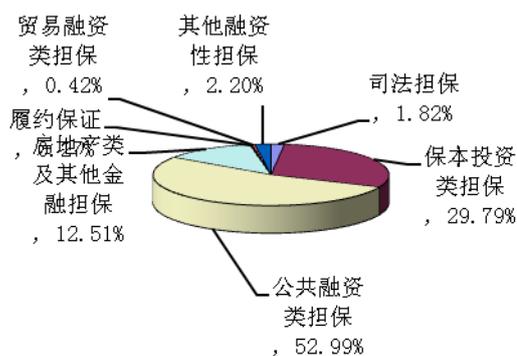


图1 2013年末公司商业性担保业务分布

(1) 金融担保业务

公司金融担保业务主要包括保本投资类担保(含基金担保、专户理财担保和企业年金担保)、公共融资类担保(含债券担保、信托计划担保)、房地产类金融业务及其他金融产品担保。近年来，公司以金融担保业务作为发展重点，不断巩固和发展业务渠道，持续推进产品创新，金融担保业务发展迅速。2011年和2012年，监管部门加快了城投债的审批，同时适当放宽保本基金的发行，使该两项担保业务量得到释放，带动公司金融担保业务规模快速增长。2013年，部分保本基金担保业务到期，受到市场低迷的影响，使得当年保本基金在保余额大幅下降。公司在稳步推进传统保本基金担保业务的基础上，积极开拓与基金、券商等资产管理机构展开保本专户项目的合作。截至2013年末，公司保本投资类业务担保余额为288.13亿元。目前，公司保本基金担保业务承保量保持在专业担保承保市场份额的60%以上，竞争优势明显。

公司公共融资担保业务分为公募和私募两类，主要为公开市场债券担保和非公开市场信托产品担保。公募类为债券担保，公司采取审慎态度，不断优化公共融资担保业务的营销理

念和操作模式，通过综合授信方式，开发目标区域市场，在担保增信的基础上，为客户提供多方位融资服务。一方面，公司以“公共融资担保业务评价打分系统”为基础强化业务承接标准，另一方面，公司主要在经济较发达地区开展业务，并注重局部差异性分析和操作控制。截至2013年末，公司公共融资类担保业务担保余额为512.54亿元，保持较快增长趋势。

2013年起，基于房地产金融产品已形成较为完善的风险体系，公司将房地产类金融产品担保业务作为常规业务推进，重点推进保障房类担保项目，稳步开拓工业地产和商业地产业务，继续探索开发复合型业务。公司房地产金融产品担保业务客户多为具有国资背景的开发商和区域性龙头房地产企业，地产项目大多位于东部发达地区。2013年，公司房地产类业务规模增长迅速，年末公司房地产类金融产品担保余额为46.33亿元。

随着互联网金融的快速崛起，公司着手开展互联网金融平台及财富管理渠道建设。公司互联网金融探索已取得初步成果。2013年，公司与百度合作自主研发的两款互联网理财产品顺利发行，同时，公司也在积极与恒生电子等线上平台开展洽谈，寻求进一步合作。未来互联网金融担保业务有望成为公司新的业务增长点。

公司制定了较为清晰的金融担保业务发展策略，将保本投资类担保业务作为未来几年的重点发展方向，此外还将推进专户理财等私募保本理财产品担保业务。公共融资担保业务方面，公司将继续以债券担保业务为主，同时谨慎推进创新业务。此外，公司还将跟踪市场变化，分析现有业务模式，推进房地产金融和互联网金融等产品担保的创新和业务模式的升级。

(2)非金融担保业务

非金融担保业务主要包括贸易类融资担保、诉讼保全担保、工程保证、工程建筑类以及政府采购担保等。公司贸易类融资担保主要

是对大宗物品原材料经销商的融资担保。近年来，受贸易经济不景气的制约，公司逐步推进传统业务模式升级，同时结合市场需求积极开发新的业务模式和产品，稳步开展了供应链融资、电子商务交易平台担保等新业务模式。由于公司钢贸融资担保业务发生大规模代偿，公司加大了对传统贸易类融资担保业务的压缩力度，2013年公司贸易类融资担保业务规模大幅下降。截至2013年末，贸易类融资担保余额为4.03亿元，其中钢贸融资担保业务在保项目已全部结束。

近年来，公司依据宏观经济形势和公司集约发展的需要，积极调整业务结构。为加大对核心业务的资源配置和保障力度，公司决定暂缓诉讼保全担保业务，原有在保业务持续经营，不再新增诉讼保全担保业务。截至2013年末，公司诉讼保全担保业务在保余额为17.57亿元，规模逐年下降。

近年来，公司对工程保证类担保保持审慎态度。截至2013年末，公司工程保证及工程建筑类担保业务在保余额为2.57亿元，占比很小。

2011年9月，财政部下发了《关于开展政府采购信用担保试点工作的通知》，决定在中央及北京、黑龙江、广东等省(市)开展政府采购信用担保试点工作，并明确指定公司为中央和各试点地区的专业担保机构，公司的政府采购担保业务在资质上取得实质性进展。公司积极配合试点工作，进一步深化与银行的业务合作，并制定了规范政府采购业务操作的制度以促进业务的规范化并有助于进一步拓展政府采购担保业务市场。目前政府采购担保类业务在公司商业性担保业务中占比不高。

近年来，公司建设工程领域担保业务产品品种日趋丰富，业务模式逐步向精细化、专业化发展。但受相关政策和经济形势的制约，公司工程建筑类担保责任额呈下降趋势。此外，公司还有少部分非金融担保业务，如银行贷款担保等。截至2013年末，公司工程建筑类担保及其他在保余额为18.81亿元，较2012年末降

幅较大。

除商业性担保业务外，公司还开展部分政策性担保业务，主要为受托类担保业务，由上海分公司负责项目的组织运行。上海分公司负责的小企业贷款担保业务是为有发展潜力的科技成长型、有还款能力的都市发展型和社区服务型小企业提供的信用支持服务。该项业务运作是以政策性担保资金为支撑，不占用自有资金，公司仅承担受托管理的职能。截至 2013 年末，公司受托类担保业务在保余额为 39.88 亿元。

2. 投资及其他业务发展情况

公司的投资业务以自有资金运作为主，在满足公司流动性需求的前提下，追求收益最大化。在资金运营方面，公司制定了相应的投资业务管理办法和投资策略。对于短期资金运作，公司实行限额管理，以固定收益类投资为主；对于中期投资项目，公司围绕资质较好、长期合作的客户进行运作，并对抵质押物有较高要求；对于长期投资，公司配置的资金规模有限，委托专业机构运作，公司董事会拥有最终决策权。公司投资资产主要投向高流动性、高信用等级的金融产品，注重构建安全的产品组合，投资范围包括信托产品、债券、固定收益类理财产品、委托贷款、股票、基金、PE 投资等。2013 年公司继续完善投保结合模式，搭建创新型投资业务管理平台，推动投资业务与资产管理业务协调发展。公司投资业务稳健操作，较好地规避了外部风险，取得了良好的投资业绩。2013 年，公司实现投资收益 5.36 亿元，较上年增长 15.17%，其中信托投资收益 3.82 亿元，是主要的投资收益来源。

此外，公司拥有项目评估、信用评价、工程咨询等方面的技术能力和业务经验，在提供担保增信服务的同时，还综合向客户提供其他服务。通过增加业务类别、提高业务质量，公司的综合业务能力和竞争优势不断提升。

总体看，公司具备较强的担保业务营运能

力及创新能力，对市场具有较强的敏锐度和适应力，市场竞争优势明显。公司未来将继续依托自身的专业优势，通过由产品服务向提供综合化的资产管理服务模式的转型、创新业务及盈利模式等举措持续推进业务结构优化，以实现业务的持续健康发展。此外，我们注意到，在传统担保业务方面，公司受到来自其他担保公司的竞争有所加剧；同时，金融担保业务占比较高，存在一定集中风险；钢贸行业系统性风险的后续处置仍需进一步关注，并对公司的风险预判及管控能力提出了更高要求。

五、风险管理分析

公司已形成较为成熟的风险管理体系，董事会下设的风险管理委员会统筹公司风险管理工作方向；风险管理部牵头全面风险管理工作，负责制定各项风险管理办法、业务政策，并组织实施；各个业务部门分别负责各自权限范围的风险监测。

根据各类担保业务的性质和风险特性，公司制定了不同层次的业务管理制度，包括准则、通用规范和专项规范以及其他业务管理制度。2013 年，公司通过制定《中投保公司 2013 年业务风险策略》和《2013 年商业性担保与投资组合管理指导意见》，修订担保业务流程等业务规范标准，加强了风险管理体系建设和制度建设。公司担保业务管理考虑了各类担保业务风险特性，业务流程体现了事前、事中及事后风险管理的理念。公司已逐步形成了风险管理的多项长效机制，如制定年度业务风险策略、召开专题业务研讨会、开展覆盖全公司的风险评估和项目排查等工作，以主动管理风险，应对宏观形势变化对业务带来的影响。

1. 金融担保业务风险管理

公司成立了金融产品担保中心，负责金融担保业务运作模式的研究和项目操作。公司目前开展的金融担保业务主要包括保本投资类产

品(包括专户理财担保、企业年金担保和保本基金担保等)和债券担保。为控制业务集中度风险,公司对金融产品单一项目的最大担保金额做了明确规定。2013年以来,根据业务发展现状和风险管理的需要,公司在原有单一客户限额及业务组合限额基础上,进一步细化了业务品种分类,补充完善了关联客户限额规定。

在债券担保业务的风险管理方面,公司注重对客户资信水平的评估,并通过反担保措施和设置相关合同条款来缓释风险。公司的债券担保业务均为准市政类债券担保。在项目选择时,公司重点考察发行主体自身的还款能力、当地政府的支持力度及所在区域的经济水平等因素。目前公司在保的债券担保业务中,债券发行主体的外部信用等级均为AA-(含)以上。此外,公司在担保合同中明确设定了以下情势变更条款:当发行主体的外部信用评级级别出现向下迁移时,发行主体应及时向公司提供一定比例的保证金;公司还可要求增加信息报送的内容和频率,以及时跟踪主体的信用变化情况。

在开展保本投资类担保业务时,公司主要选择一些经营管理能力强和资信良好的基金管理公司、信托公司等进行合作,以控制担保风险。公司与合作机构之间建立了信息沟通机制,严格监控基金和年金管理人投资行为,确保基金和年金管理人的投资行为符合事先约定的投资策略。公司目前开展的保本基金担保业务由公司和基金管理人共同承担连带责任。该类担保合同明确约定了赔付顺序,公司对基金专项风险准备金、基金管理人的自有资金未能覆盖的损失进行代偿。公司就代偿部分对基金管理人具有追索权。

公司重视金融担保项目合同条款的设立,用合同清晰地规定相关当事人的责任和权利,以规避法律风险。由于金融担保方面的法律法规尚未健全,公司经营的金融担保业务仍存在一定的政策风险。鉴于此,公司深入研究相关法律法规,并主动与监管部门进行沟通,关注

与金融担保业务相关法规的发布。

整体看来,公司金融担保业务采取的风险控制措施比较到位。

2. 非金融担保业务风险管理

公司担保业务采取差异化管理,对于可以建立稳定运作模式的担保业务,公司制定专项规范,在内部形成业务平台,批量处理该类担保业务,以提高决策的效率。尚未建立稳定的业务模式的担保业务适用一般性担保业务流程。

公司担保业务流程主要包括尽职调查、信用评审和项目评估、审批、运营监控等环节。2013年,公司对担保业务流程进行了优化,成立项目论证委员会,重组项目审批委员会,并以此为基础,调整完善业务审批方式;加强中心主任办公会议、部门总经理办公会议对业务风险的把控责任,防控风险的同时提升效率。公司对大部分贸易类融资担保客户、政府采购担保业务客户和工程保证担保客户进行内部信用评级。在受评客户中,大部分客户内部信用等级分布于BBB以上,信用水平良好。对于其他客户的担保项目,公司对项目整体进行信用评估,而未进行信用评级。公司担保业务采取授权分级审批方式。公司根据各类担保业务的风险水平、业务模式的成熟度以及担保项目金额等因素,划分了不同层次的审批模式。

结合诉讼保全担保业务的特性,公司制定了相应的专项操作流程,并采用委托代理的方式开展此项业务。考虑到法院立案时会对案宗进行基本分析,同时会审核案件中被申请人对保全财产的所有权,申请人发生败诉或错误保全的可能性不大,因此诉讼保全担保业务的风险较低。

3. 担保组合风险

(1) 项目集中度

截至2013年末,公司前五大在保项目均为保本基金担保业务,其中最大一笔在保余额为

28.13 亿元，前五大在保业务余额合计 125.78 亿元。公司保本基金担保业务的最大一笔担保项目余额占净资产的 49.12%，前五大担保项目占净资产的 219.63%，主要是由于单个保本基金担保项目的责任金额较大。但保本基金采取较为成熟有效的比例投资组合策略，出现较大赔付损失额的可能性较小，且担保合同约定由基金管理人先行偿还，公司实际风险敞口不大，因此实际集中度风险不显著。

截至 2013 年末，公司前五大债券担保项目单笔余额均在 15 亿元以上，其中最大一笔债券担保余额为 16.47 亿元，债券担保业务的单一项目集中度为 28.76%，前五大项目集中度为 134.06%，公司前五大债券担保业务为城投债担保项目，单笔金额大，集中度较高。

(2)地区及行业分布

公司担保业务(不含保本投资类业务)主要涉及北京、天津、华东、西北、东北、华北等地区。截至 2013 年末，不含保本投资类业务，比重最大的华东地区担保业务占公司在保余额的 39.97%，地区集中度较上年末有所上升。近年来，公司保本投资类业务快速发展，2013 年末该项业务占公司在保余额的 28.61%。由公司提供担保的保本类投资业务多投向公开市场，地区分布较为分散。

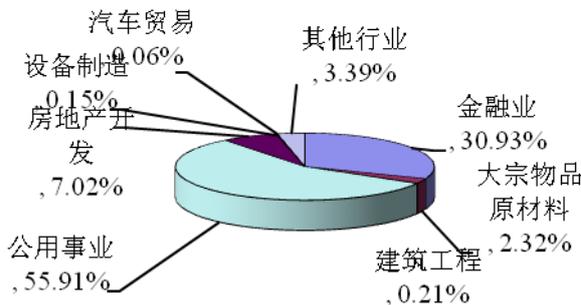
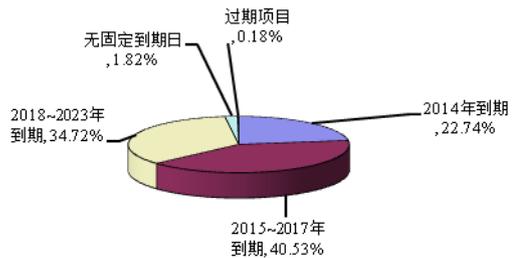


图 2 截至 2013 年末公司在保项目行业分布

公司担保业务主要涉及公用事业、金融业、房地产开发、大宗物品原材料、汽车贸易、设备制造、建筑工程、钢材贸易等行业。截至 2013

年末，公司在保项目行业分布见图 2。由于公司承保的城投债券和保本基金项目增加，且单个项目规模较大，因此公共事业和金融业两个行业的担保余额占比高，呈上升趋势。截至 2013 年末，公司钢贸融资在保项目全部结束，不再新增钢贸融资担保业务。

(3)担保项目期限分布



注：无固定到期日的担保项目主要为担保合同中未约定具体到期日期，公司担保责任的承担期限被动地取决于主合同执行时间的长短，主要涉及工程担保、财产保全担保业务；过期项目是指担保责任实际已解除，但尚未达到项目约定的形式解除条件，主要为工程保证业务。

图 3 2013 年末公司在保项目到期分布

从 2013 年末在保项目到期期限分布情况来看(见图 3)，公司将 2014~2017 年面临担保责任到期高峰。虽然到期的多为保本投资类担保及债券担保项目，发生代偿的可能性较小，但考虑将到期的担保责任额度较大，公司届时流动性水平将面临考验。

4. 担保代偿情况与风险价值

2012 年下半年以来，随着宏观经济增速放缓，国内钢材需求持续下降，钢贸行业系统性风险全面爆发。受钢贸行业系统性风险影响，公司代偿金额持续上升。对发生的代偿风险，公司采取了多种应急措施，成立由公司主要领导牵头的风险处置领导小组，制定钢贸融资担保业务风险控制总体策略，差异化进行风险处置和化解工作；成立资产经营管理中心，专门负责代偿追偿和资产保全工作，在风险发生区域派驻业务骨干，并借助专业律师团队的外部力量，加大风险排查、处置和资产保全力度。

2013 年，公司担保代偿率为 1.35%，较 2012

年下降 0.94 个百分点。未来，公司将以诉讼案件执行为重点，加大追偿力度，探索资产经营路径，搭建资产管理平台，盘活抵债资产。截至 2014 年 3 月末，扣除损失准备后，公司应收代位追偿款净额 11.14 亿元，钢贸担保业务在保余额为零。2014 年，公司对于尚未回收的代偿款，按照审慎原则，合理估计损失，充分计提减值准备，提高对风险敞口的覆盖。

总体看，公司针对钢贸担保业务代偿风险采取了较为有效的应急措施，应收代偿款回收进展顺利。联合资信将持续关注应收代偿款的回收进展情况，以及未来几年担保项目集中到期可能带来的代偿风险和流动性风险。

六、财务分析

公司提供了 2011~2013 年财务报表，以上财务报表均经毕马威华振会计师事务所审计，出具的审计意见均为标准无保留。

1. 财务概况

截至 2013 年末，公司资产总额 98.43 亿元，负债总额 41.16 亿元，所有者权益 57.27 亿元。2013 年，公司实现营业收入 8.89 亿元，其中，担保业务收入 6.80 亿元，投资收益 5.36 亿元，实现净利润 3.19 亿元。截至 2013 年末，公司商业性担保余额 967.19 亿元。

2. 资金来源

公司的资金来源包括资本金、同业负债、短期借款、预收保费、计提的未到期责任准备金以及存入保证金等。

2012 年，公司将合计 9.79 亿元的资本公积、盈余公积和未分配利润转增实收资本。截至 2012 年末，公司所有者权益 54.51 亿元，其中，实收资本 45.00 亿元，盈余公积和未分配利润合计 9.06 亿元，内部留存对公司资本补充

力度较大。截至 2013 年末，公司所有者权益增至 57.27 亿元，所有者权益的增长主要来自未分配利润的增加。

公司负债规模较快增长的趋势在 2012 年有明显减缓。截至 2013 年末，公司负债总额 41.16 亿元，资产负债率为 41.82%，基本与上年持平。

近两年，公司将持有的信托计划及债券作为担保物，以卖出回购方式融入资金。截至 2013 年末，公司卖出回购金融资产款较上年末明显下降。公司从第一大股东借入短期借款余额增至 16.00 亿元。公司担保业务规模的增长带动预收保费呈上升趋势，截至 2013 年末，公司预收保费余额为 6.51 亿元。

公司在考虑各类担保业务风险特征的基础上，差异化地计提未到期责任准备金。2013 年，公司计提未到期责任准备 3.37 亿元，由于钢贸融资担保业务发生代偿，公司从未到期责任准备中转出 5.22 亿元用于应收代偿款减值准备。截至 2013 年末，公司未到期责任准备余额 2.67 亿元。

近两年，公司其他负债下降明显，主要是由于存入保证金规模的减小。保证金作为主要反担保措施的担保业务主要是工程保证、钢贸通担保等业务。截至 2013 年末，公司收取的保证金余额 4.91 亿元，保持下降趋势，主要由于公司对在保业务组合策略进行调整，上述业务规模下降所致。

总体看，公司资本实力较强，资金来源比较稳定，融资渠道比较畅通。第一大股东的流动性支持有助于保持公司必要的偿付能力和流动性水平。

3. 资产质量

2013 年，公司资产规模增速明显放缓(见表 5)，公司资产主要由货币资金和投资资产构成。

表 5 公司资产构成情况

单位：亿元/%

项 目	2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金(含定期存款)	20.98	21.31	25.91	27.05	7.07	9.79
投资资产	50.74	51.55	57.32	59.86	57.79	80.03
其中：交易性金融资产	0.24	0.24	0.11	0.11	0.02	0.03
买入返售金融资产	-	-	1.74	1.82	0.24	0.33
可供出售金融资产	50.50	51.31	54.71	57.13	56.74	78.58
长期股权投资	1.20	1.22	0.76	0.79	0.79	1.09
应收代位追偿款	12.03	12.22	5.66	5.92	0.09	0.13
其他类资产	13.48	13.70	6.87	7.17	7.26	10.05
资产总额	98.43	100.00	95.76	100.00	72.21	100.00

在资金运营方面，公司按照短期投资、中期投资和长期投资三类制定了相应的投资业务管理办法和投资策略。截至 2013 年末，公司投资资产余额 50.75 亿元，投资规模和投资结构较上年末变化不大，大部分投资资产集中在可供出售金融资产。截至 2013 年末，公司可供出售金融资产中信托产品余额为 37.71 亿元，是公司最大的投资品种，主要是投保结合项目，即在公司对基础交易提供担保且严格风险控制的情况下，公司在信托计划中配置一定的自有资金，公司投保结合项目主要面对资质较好、长期合作的客户，这些信托计划所募集的资金主要用于信托投资项目。此外，公司与部分外部机构建立了合作关系，在必要时可向这些机构转出持有的部分信托投资，一定程度上提高了信托投资资产的流动性。截至 2013 年末，公司投资资产中有账面原价为 1.20 亿元的长期股权投资，为投向 10 余家企业的股权投资，投资额比较分散。2013 年，公司实现投资收益 5.36 亿元，其中可供出售金融资产投资收益 5.04 亿元，比上年增长了 17.48%。

2012 年，受钢贸融资担保业务发生系统性风险的影响，公司应收代位追偿款增幅较大。代偿发生后，公司采取较为有力的资产保全和追偿措施，加大损失准备计提力度。截至 2013 年末公司应收代位追偿款净额为 12.03 亿元，较上年末上升明显。截至 2014 年 3 月末，随着公司代偿款回收工作稳步推进和损失准备计提

的增加，公司应收代位追偿款净额降至 11.14 亿元。公司其他类资产规模 2013 年增幅较大，主要由抵债资产规模的增加所致。

总体看，公司通过多种措施积极应对钢贸代偿事件，代偿款回收较为有力，损失准备计提力度较大，公司已经将钢贸代偿损失控制在可承受范围之内。此外，公司投资资产规模较大，需关注较大规模固定收益类投资的信用风险及其对流动性的影响。

4. 盈利能力

表 6 公司盈利情况 单位：亿元/%

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入	8.89	7.78	7.09
其中：已赚保费	3.42	2.98	3.66
投资收益	5.36	4.65	3.23
业务及管理费	3.10	2.57	2.21
净利润	3.19	3.04	2.92
费用收入比	34.87	33.03	31.17
平均净资产收益率	5.71	5.73	5.76
平均资产收益率	3.29	3.62	4.34

公司收入主要来自担保业务收入和投资收益(见表 6)。2011~2013 年，随着担保业务规模的快速增长，公司担保业务收入稳步提高。2013 年，尽管公司加大了未到期责任准备的计提力度，但公司营业收入仍保持增长趋势。

2011~2013 年，公司投资收益呈增长趋势，且对公司营业收入的贡献度稳步提高。2013 年，

公司实现信托投资收益 3.82 亿元，约占公司投资收益的 71%，其余为股票投资收益、基金投资收益等。

近年来，公司成本控制较好，费用收入比保持在较好水平。近两年，未到期责任准备计提力度的加大对公司净利润影响较大，2013 年平均净资产收益率为 5.71%，与上年基本持平；平均资产收益率分别为 3.29%，较上年有所下降。

总体看，公司盈利水平保持相对稳定。

5. 资本充足性及代偿能力

公司面临的偿付压力主要是担保项目的代偿。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。

公司担保业务放大倍数呈较快增长趋势，2013 年末公司净资产担保倍数为 16.89 倍。公司担保业务组合中保本类担保项目和非融资类担保项目的实际风险敞口较小。

近年来，公司利润留存力度较大，净资产规模稳步增长（见表 7）。受应收代位追偿款增加影响，2013 年末公司净资本规模和净资本比率均较上年末有所下降。近年来，公司担保业务规模的快速扩大导致公司资本充足性水平明显下降。截至 2013 年末，公司资本覆盖率为 55.90%，较上两年下降幅度较大，公司资本充足性面临一定压力。

表 7 公司资本充足性和偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年末	2011 年末
担保责任余额(亿元)	967.19	932.99	672.03
净资产(亿元)	57.27	54.51	51.61
净资本(亿元)	31.74	34.50	37.61
净资产担保倍数(倍)	16.89	17.12	13.02

净资本担保倍数(倍)	30.47	27.04	17.87
净资本比率(%)	55.42	63.30	72.87
资本覆盖率(%)	55.90	69.64	98.93

从现金流情况来看(见表 8)，公司近年来经营活动现金流波动较大，2013 年，代偿金额的大幅增加导致公司经营性现金流净流出 13.21 亿元，公司现金流趋紧；2013 年公司投资力度继续加大，但由于收回投资收到的现金的大幅增长，投资性现金流表现为净流入；近年来，公司筹资性现金流呈净流入，主要是由于增资扩股和借款增加所致。总体看，公司代偿金额的大幅上升对现金流带来一定的影响，但在第一大股东的流动性支持下，公司保持了正常的流动性水平。

表 8 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2013 年	2012 年	2011 年
经营性现金流量净额	-13.21	-4.20	0.95
投资性现金流量净额	0.56	10.50	-18.10
筹资性现金流量净额	7.73	12.53	6.75
现金及现金等价物净增加额	-4.93	18.84	-10.42
现金及现金等价物余额	20.98	25.91	7.07

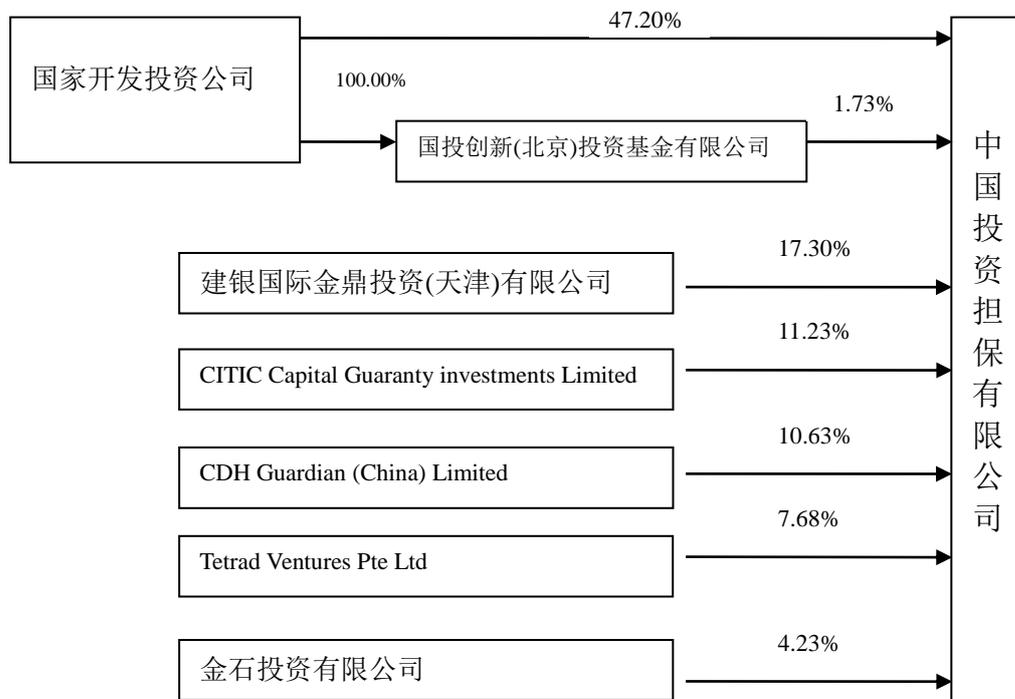
七、股东支持

作为公司第一大股东，国投视公司为其金融板块中的重要组成部分，承诺将长期维持控股股东地位，并将将在公司经营与发展过程中面临流动性困难时给予必要的注资或流动性资金支持。国投是国内最大的国有投资控股公司和 53 家骨干中央企业之一，其业务范围涉及实业、金融服务业、国有资产经营等领域。截至 2013 年末，国投注册资本 194.7 亿元，资产总额 3481 亿元；2013 年实现经营收入 986 亿元，利润 115 亿元。2012 年下半年，公司发生代偿后，国投通过短期借款形式向公司提供流动性支持。总体看，国投资本实力雄厚，对公司支持力度较大，在一定程度上能够提升公司的担保实力和信用水平。

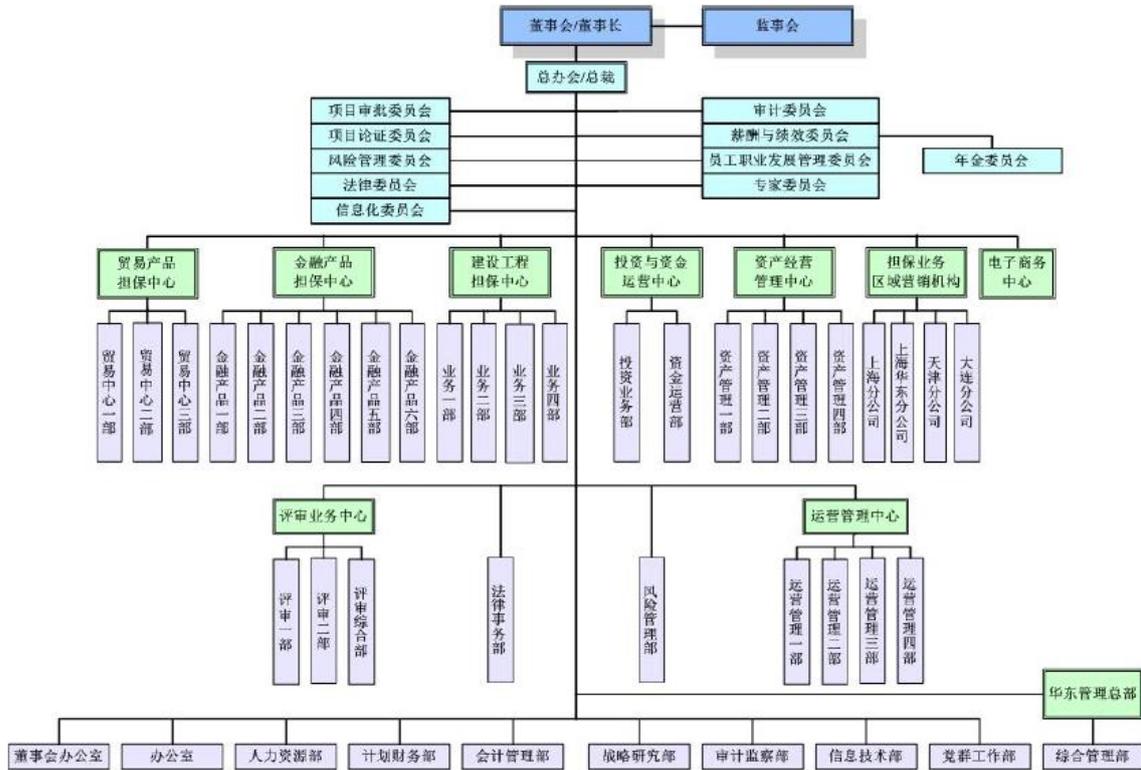
八、评级展望

公司是国内首家成立的全国性专业信用担保机构，凭借丰富的担保业务管理经验、较强的业务创新能力，公司在资本市场担保领域的业务规模快速增长，形成较为明显的市场竞争优势，控股股东极强的财务实力有力地支持了公司发展。近年来，公司资本实力有所增强，但担保规模的快速增长和大额代偿使公司资本充足性水平持续下降。2012年下半年以来，公司钢贸融资担保业务发生大规模代偿，得益于较为有力的资产保全和追偿措施，代偿款回收效果较好，且公司加大了损失准备计提力度，公司已经将钢贸代偿损失控制在可承受范围之内。联合资信将持续关注公司钢贸融资担保业务代偿款的追偿进度和实际损失金额。未来几年，公司将迎来担保项目集中到期高峰，公司面临流动性压力考验。总体看，在未来一段时间内公司的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织结构图



附录3 资产负债表

编制单位：中国投融资担保有限公司

单位：万元

项 目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
货币资金	206742.52	42936.29	29024.81
交易性金融资产	2401.63	1091.55	189.14
买入返售金融资产	-	17430.09	2350.02
应收利息	428.34	1609.63	1771.97
应收保费	-	525.87	682.36
应收代位追偿款	120326.14	56644.96	938.74
定期存款	3062.64	216136.04	41685.60
可供出售金融资产	504979.70	547072.65	567446.04
长期股权投资	9014.77	7568.12	7940.00
固定资产	9809.80	10242.97	11268.48
无形资产	575.08	322.09	329.82
递延所得税资产	7462.95	5974.19	7093.85
其他资产	104868.54	50025.78	51370.25
资产总计	984290.55	957580.23	722091.10
短期借款	160000.00	90000.00	-
卖出回购金融资产款	92000	116900.00	70000.00
预收保费	65148.01	41932.83	23741.52
应付职工薪酬	10636.96	10157.08	8258.01
应交税费	5480.75	723.51	6177.83
未到期责任准备金	26653.88	45240.97	29820.55
其他负债	51709.11	107512.82	67949.03
负债合计	411628.70	412467.21	205946.94
实收资本	450000.00	450000.00	352145.99
资本公积	180.66	4537.21	25086.73
盈余公积	26943.30	26943.30	59320.22
未分配利润	95537.88	63632.51	79591.20
归属于母公司所有者权益合计	572661.85	545113.02	516144.15
少数股东权益	-	-	-
所有者权益合计	572661.85	545113.02	516144.15
负债和所有者权益合计	984290.55	957580.23	722091.10

附录 4 利润表

编制单位：中国投融资担保有限公司

单位：万元

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业收入	88915.53	77796.12	70898.31
担保业务收入	67951.51	56473.35	42106.62
减：分出保费	62.63	62.80	49.42
提取未到期责任准备金	33654.23	26593.20	5462.58
已赚保费	34234.65	29817.35	36594.63
投资收益	53557.51	46501.38	32331.83
公允价值变动损益	212.80	128.79	-166.86
汇兑损失	-278.72	22.81	-549.30
其他业务收入	1189.30	1583.36	2688.02
二、营业支出	47565.88	37458.00	32741.21
营业税金及附加	3116.85	3281.96	2541.54
业务及管理费	30998.43	25693.83	22060.96
其他业务成本	12821.05	7262.83	7226.95
资产减值(损失)/回拨	629.54	1219.38	911.76
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	41349.65	40338.12	38157.10
加：营业外收入	1209.43	480.04	1358.52
减：营业外支出	48.37	-	78.50
三、利润总额(亏损以“-”号填列)	42510.71	40818.16	39437.12
减：所得税费用	10605.34	10399.21	10239.77
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	31905.37	30418.95	29197.35

附录 5 现金流量表

编制单位：中国投融资担保有限公司

单位：万元

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
一、经营活动产生的现金流量			
收到担保业务收费取得的现金	92572.43	74893.19	53066.87
收到其他与经营活动有关的现金	3006.89	3251.69	3531.73
经营活动现金流入小计	95579.32	78144.88	56598.6
支付担保代偿款项现金	143681.85	66878.99	
支付再保业务现金净额	-	-	327.57
支付给职工以及为职工支付的现金	19576.12	15600.93	13266.29
支付的各项税费	9069.87	20380.21	10672.69
支付的其它与经营活动有关的现金	55352.01	17241.92	22824.83
经营活动现金流出小计	227679.85	120102.06	47091.38
经营活动产生的现金流量净额	-132100.53	-41957.19	9507.22
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	3361760.85	1450791.81	952179.7
取得投资收益收到的现金	53530.50	47035.61	30424.2
处置固定资产、无形资产和其它长期资产收回的现金净额	35.91	464.65	136.05
处置子公司及其他营业单位收回的现金净额	-	-	2223.77
投资活动现金流入小计	3415327.26	1498292.07	984963.72
投资支付的现金	3369812.24	1392762.53	1164689.68
构建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金	39911.88	491.34	1267.52
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	
投资活动现金流出小计	3409724.12	1393253.87	1165957.2
投资活动产生的现金流量净额	5603.14	105038.2	-180993.48
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资收到的现金	-	-	-
取得借款收到的现金	257700.00	372668.83	80000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	-
筹资活动现金流入小计	257700.00	372668.83	80000.00
偿还债务支付的现金	167600.00	235768.83	10000.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	12754.06	11608.43	2513.72
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	-
筹资活动现金流出小计	180354.06	247377.26	12513.72
筹资活动产生的现金流量净额	77345.94	125291.57	67486.28
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-115.70	-10.67	-209.56
五、现金及现金等价物净增加额	-49267.16	188361.91	-104209.54
加：期初现金及现金等价物余额	259072.33	70710.41	174919.95
六、期末现金及现金等价物余额	209805.17	259072.33	70710.41

附录 6 主要财务指标的计算公式

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
费用收入比	业务及管理费/营业收入
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
净资产担保余额倍数	担保余额/净资产
净资本担保余额倍数	担保余额/净资本
净资产担保责任余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保责任余额倍数	担保责任余额/净资本
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 7 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。