

信用等级公告

联合〔2019〕2315号

张家口建设发展集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2019 年公司债券进行了主动评级，确定：

张家口建设发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi} ，评级展望为“稳定”

张家口建设发展集团有限公司拟发行的 2019 年公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2019 年张家口建设发展集团有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AAApi

公司主体信用等级：AAApi

担保方主体信用等级：AAApi

评级展望：稳定

发行规模：不超过 8.00 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，在存续期的第 3 年至第 7 年每年偿还本金的 20%

担保方：中债信用增进投资股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2019 年 10 月 17 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	111.48	124.28	146.77
所有者权益（亿元）	24.23	40.04	41.03
长期债务（亿元）	31.60	24.81	20.47
全部债务（亿元）	62.05	57.76	56.45
营业收入（亿元）	5.47	5.40	5.23
净利润（亿元）	0.40	1.98	0.81
EBITDA（亿元）	2.29	5.22	3.53
经营性净现金流（亿元）	0.68	0.79	0.11
营业利润率（%）	31.40	23.30	24.43
净资产收益率（%）	1.68	6.16	1.99
资产负债率（%）	78.27	67.78	72.05
全部债务资本化比率（%）	71.92	59.06	57.91
流动比率（倍）	1.48	1.24	1.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.09	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	0.81	1.44	1.11
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.29	0.65	0.44

担保方

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	160.86	159.36	150.91	137.48
所有者权益（亿元）	74.84	77.18	79.76	81.40
营业收入（亿元）	13.95	13.23	12.66	3.66
净利润（亿元）	3.13	6.96	5.86	2.08
净资产收益率（%）	4.25	9.16	7.46	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；4. 担保方 2018 年 1-3 月财务报表未经审计

张家口建设发展集团有限公司

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对张家口建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为张家口市国资委下属的大型国有集团企业，经过多年的发展，已形成了以房地产开发、装备制造、工程施工及委托代建、工程服务、市政服务为主的多元业务结构，整体抗风险能力较强；公司作为张家口市重要基础设施建设主体之一，在资本注入、政府补助等方面持续获得有力的外部支持。同时，联合评级也关注到公司未来计划投资规模大、对外部融资需求强、债务负担较重且面临一定短期偿债压力、盈利能力较弱等对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司具有业务多元化优势，同时面临京津冀协同发展、2022 年冬奥会及张家口可再生能源示范区的发展机遇，收入有望实现新的增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增投资”）为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合评级评定，中债增投资主体长期信用等级为 AAApi，评级展望为“稳定”，该信用等级反映了中债增投资担保实力极强，显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

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

优势

1. 京津冀协同发展、2022 年冬奥会、张家口可再生能源示范区的推进将加快张家口市整体发展进程，公司转型业务板块符合国家政策导向，有望为公司培育新的收入增长点。
2. 公司业务构成多元，抗风险能力较强。
3. 近年来，公司作为张家口市重要基础设施建设主体之一，在资本注入、政府补助等

方面持续获得有力外部支持。

4. 中债增投资为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本期债券本息偿还的安全性。

关注

1. 近年来，公司债务负担较重并面临一定短期偿债压力；公司房地产、市政服务及园区项目投资规模较大，对外融资需求较强，债务负担面临上升压力。

2. 公司其他应收款规模较大，且账龄偏长，对公司资金形成占用。

3. 公司利润对政府补贴及投资收益依赖程度较高，公司盈利能力较弱。

分析师

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@unitedratings.com.cn

尹 丹

电话：010-85172818

邮箱：yind@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

张家口建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）原名张家口市城建开发投资有限责任公司，系张家口市住房和城乡建设局（以下简称“张家口市住建局”）于 2008 年 3 月 5 日依据《张家口市人民政府关于成立城建开发投资有限责任公司的批复》（政字〔2007〕14 号）组建的有限责任公司，初始注册资本 1,000 万元。2009 年，张家口市住建局先后两次向公司共增资 5.00 亿元。2013 年 3 月，公司更名为现名。2017 年 3 月，根据《张家口市人民政府关于授权市国资委对有关企业履行国有资产出资人职责的通知》，公司出资人由张家口市住建局变更为张家口市国有资产监督管理委员会（以下简称“张家口市国资委”）。2017—2018 年，公司多次获得政府资本金注入。截至 2018 年底，公司注册资本 5.64 亿元，实收资本 5.84 亿元，张家口市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围：城市基础设施建设工程的投资、开发、建设。荒山造林项目、森林经营和管护项目、污水处理及其再生利用项目、城市垃圾处理服务项目、太阳能、风能、生物质能项目、旅游资源项目的开发；工程项目管理服务，物业服务；建筑工程设计；环保新能源设备制造、销售；农业项目开发建设；农产品初加工；房屋租赁服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2018 年底，公司本部下设综合事务部、党群工作部、财务融资部、人力资源部等 9 个职能部门，纳入合并范围子公司 66 家；公司合并范围员工合计 1,490 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 146.77 亿元，负债合计 105.75 亿元，所有者权益 41.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益 40.34 亿元。2018 年，公司实现营业收入 5.23 亿元，净利润 0.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.11 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.70 亿元。

公司注册地址：张家口市桥西区西坝岗路 1 号；法定代表人：孙强。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行不超过 8.00 亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限 7 年，采用单利按年计息，不计复利。在本期债券存续期的第 3 年到第 7 年末每年偿还发行总额的 20%，当期利息随本金一起支付。

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

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金中 4.80 亿元计划用于张家口西山创投科技有限公司生命科学孵化器项目（以下简称“生命科学园项目”¹或“募投项目”），剩余部分用于补充营运资金。

表 1 本期债券募集项目资金来源情况表（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金	募集资金占项目总投资比例
生命科学园项目	120,000.00	48,000.00	40.00

资料来源：公司提供

¹ 根据 2017 年 11 月《张家口市人民政府行政审批局关于张家口西山创投科技有限公司生命科学孵化器项目变更项目名称的复函》，“生命科学孵化器项目”名称变更为“生命科学园”。

(1) 募投项目概况

根据瑞和安惠项目管理集团有限公司（资格证书：RHP-C051501440951-3-1）编制的《张家口西山创投科技有限公司生命科学孵化器项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），募投项目位于张家口西山高新技术产业开发区兴业路2号，规划总占地面积19.29万平方米，总建筑面积36.42万平方米，建筑内容包括普通厂房、特型厂房、孵化中心、综合服务楼、运营管理楼、物流中心、中试中心、独栋厂房等。

(2) 资金来源

募投项目总投资额中公司自筹资金4.00亿元，债务融资8.00亿元，其中4.80亿元拟通过本期债券筹集。

(3) 募投项目审批情况

募投项目已取得相关政府部门审批、核准文件，具体情况如下：

表2 募投项目审批文件

文件名称	文号	发文机关	印发时间
关于张家口西山创投科技有限公司生命科学孵化器项目的节能审查意见	张产经法审字〔2016〕1号	张家口市产业集聚区经济发展局	2016年2月2日
国有土地使用证	万国用〔2016〕第00003号	万全县国土资源局	2016年2月23日
河北省固定资产投资项目备案证	万发改备案〔2016〕3号	张家口市万全区发展改革局	2016年3月3日
建设用地规划许可证	地字第130729201600014	张家口市万全区住房和城乡建设局	2016年5月31日
环境影响报告表	万环评〔2016〕BF011号	张家口市万全区环境保护局	2016年7月7日
关于生命科学孵化器项目申请调整备案内容及规模的复函	--	张家口市万全区发展改革局	2017年4月18日
关于张家口西山创投科技有限公司生命科学孵化器项目变更项目名称的复函	--	万全区行政审批局	2017年11月10日
关于《张家口西山创投科技有限公司生命科学园项目社会稳定风险评估报告》的审计意见	--	张家口市社会稳定风险评估工作领导小组办公室	2018年10月25日

资料来源：公司提供

(4) 项目进度情况

募投项目已于2017年11月开工，预计于2020年11月竣工。截至2018年底，募投项目已投资2.42亿元，完成项目进度的20.15%，其中6个标准厂房主体已完工，孵化器及办公配套用房工程已于2018年9月开工。

(5) 经济效益分析

根据可研报告，募投项目建设期3年，运营期17年。募投项目收入来源主要为厂房出售与厂房出租，预计运营期内可实现营业收入233,947.74万元。假定本期债券2019年发行成功，项目债券存续期内预计净收益74,728.03万元，能够覆盖用于项目建设部分募集资金本金及利息支出。

三、行业分析及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益

丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

表 3 2017 年以来针对地方政府融资平台的主要监管政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50 号）	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范政府与社会资本方合作（PPP）行为，重申 43 号文相关内容
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号）	规范政府购买服务，制止地方政府违法违规举债融资；明确政府购买服务指导性目录的负面清单；明确先预算后购买的原则
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕89 号）	指导地方政府按照本地区政府性基金收入项目分类发行专项债券，着力发展实现项目收益与融资自求平衡的专项债券品种，加快建立专项债券与项目资产、收益相对应制度
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194 号）	对企业债的申报进行了规范，严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产；申报企业应主动声明不承担政府融资职能；不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资等
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）	国有金融企业不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；严禁与政府信用挂钩的误导性宣传
2018 年 10 月	《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101 号）	加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农发展”的指导意见》（国办发〔2019〕6 号）	明确要求政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台提供增信

资料来源：联合评级整理

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70%以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 区域经济环境

公司作为张家口市重要的项目建设与城市运营主体，张家口市的经济发展水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

张家口市辖 6 区 10 县，总面积 3.64 万平方公里；位于河北省西北部，地处京、冀、晋、蒙四省市交界处，东临北京、西连山西、北靠内蒙、南接华北腹地，市中心距北京 180 公里，素有“京畿重地”“首都北大门，北京后花园”之称；是京津冀经济区、首都经济圈和城市群体中的重要组成部分。

资源禀赋方面，张家口市是我国华北地区风能和太阳能资源最丰富的地区之一，风能资源可开发量达 4,000 万千瓦以上，太阳能发电可开发量达 3,000 万千瓦以上，赤城县、怀来县等县地热资源蕴藏丰富，各种生物质资源年产量达到 200 万吨以上，尚义县、赤城县、怀来县等县具备抽水蓄能电站建设条件；以崇礼区、赤城县为代表的坝上与坝下过渡地带，降雪量达 1 米以上，存雪期长达 150 多天，是华北地区最大的天然滑雪场。2015 年 7 月，国家发展改革委印发《河北省张家口市可再生能源示范区发展规划》（发改高技〔2015〕1714 号），规划范围以张家口全境为核心区域，辐射京津冀及其他周边地区。同年同月，北京市联合张家口市成功申办 2022 年冬季奥林匹克运动会。

经济发展方面，2016—2018 年，张家口市 GDP 保持增长。2018 年，张家口市全年全市生产总值实现 1,536.6 亿元，按可比价计算，增长 7.6%。其中，第一产业实现增加值 226.6 亿元，增长 6.8%；第二产业实现增加值 518.4 亿元，较上年增长 9.3%；第三产业实现增加值 791.6 亿元，增长 6.6%。人均生产总值达 34,661 元，较上年增长 7.5%。三次产业增加值占全市地区生产总值的比重分别为 14.8%、33.7%和 51.5%。全年全市户籍总人口 465.4 万人。年底常住人口 443.4 万人，较上年增加 0.05 万人；其中城镇人口 253.78 万人，常住人口城镇化率为 57.24%，较上年提高 1.32 个百分点。张家口市全年固定资产投资较上年增长 7.4%。其中城乡建设项目完成投资增长 20.8%；房地产投资下降 14.2%，其中，商品住宅投资 284.3 亿元，下降 7.2%；商业营业用房投资 25.7 亿元，下降 35.7%。

2016—2018 年，张家口市全市地方一般公共预算收入持续增长。2018 年，张家口市实现一般公共预算收入 156.9 亿元，较上年增长 15.5%。其中，税收收入 93.4 亿元，增长 19.3%，税收收入占一般公共预算的 59.53%，一般公共预算收入质量较差。2018 年，张家口全市支出 561.5 亿元，增长 19.2%。2018 年，张家口市财政自给率 27.94%，财政自给率低。

2016—2018 年，张家口市政府性基金收入快速增长。2018 年，实现政府性基金收入 242.4 亿元，同比增长 52.6%，主要系土地成交量增多，土地出让金收入增加所致。

截至 2018 年底，张家口市直接债务余额 460.69 亿元，担保债务余额 15.68 亿元。

总体看，近年来，张家口市 GDP 保持增长，经济结构有所优化；一般公共预算收入持续增长，但质量较差，财政自给能力弱。张家口市面临着京津冀协同发展、2022 年冬奥会及张家口可再生能源示范区的发展机遇，公司未来发展前景良好。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是由张家口市国资委出资的国有独资公司，定位为张家口市重要基础设施投资建设主体。经过多年的发展，公司已形成了以房地产开发、装备制造、工程施工及委托代建、工程服务、市政服务为主体的业务结构。同时，公司持有张家口银行股份有限公司（以下简称“张家口银行”）和张家口金融控股集团有限公司（以下简称“张家口金控集团”）部分股权。截至 2018 年底，公司合并口径持有张家口银行股权 8.73%，合并口径持有张家口金控集团股权 34.49%。

截至 2018 年底，张家口市另有 6 家公司从事基础设施相关业务，分别是：（1）张家口通泰控股集团有限公司，主要负责承接张家口市及周边道路、桥梁等交通基础设施建设项目工程；（2）张家

口建设投资集团有限公司，主要负责张家口市的棚改业务；（3）张家口兴垣投资管理有限公司，主要负责冬奥会项目相关的土地一级开发；（4）张家口交通建设投资有限公司，主要负责京张城际铁路及机场方面的建设；（5）张家口市政开发建设控股集团有限公司（以下简称“张家口市政开发公司”），主要负责张家口市热力、路灯、城市管廊项目投资建设运营；（6）张家口文化旅游投资集团有限公司，主要负责张家口市文化旅游产业项目开发、建设、投资。

总体看，公司作为张家口市重要基础设施投资建设主体，业务多元化发展。同时，公司持有部分张家口银行及张家口金控集团股权形成的投资收益对公司利润总额贡献较大，公司综合实力较强。

2. 人员素质

截至 2018 年底，公司高管人员共 3 名，包括副总经理 2 名、总工程师 1 名。

孙强先生，1968 年出生，博士学历，正高级工程师；历任张家口公路勘测设计所副所长，张家口市交通局计划统计科科长，京化高速公路张家口管理处处长；现任公司法定代表人、董事长兼党委书记。

2017 年 6 月 6 日，根据《张家口市人民政府关于吴一凡等同志任免职的通知》（张政字〔2017〕28 号），公司原总经理刘源先生任张家口市政开发公司董事长，免去其公司总经理职务。截至目前，公司总经理职位空缺。

李卫东先生，1960 年出生，大专学历，高级人力资源管理师；历任河北省文安县人民武装部副部长，张家口市建设局党委组织部部长；现任公司董事兼副总经理。

李强先生，1974 年出生，本科学历；历任张家口市城市建设开发总公司（以下简称“张家口城建开发”）副总经理、总经理，张家口市建设工程管理处处，张家口市建设工程质量监督站站长；现任公司董事、副总经理。

王彤女士，1967 年出生，本科学历；历任张家口市建委科技科副科长、科长，张家口城建开发总工程师；现任公司董事、总工程师。

截至 2018 年底，公司合并范围员工合计 1,490 人。从文化素质来看，拥有研究生及以上学历的占 3.09%，大学本科学历的占 44.16%，大专学历的占 17.45%，中专及以下的占 35.30%；从年龄来看，30 岁以下的占 17.39%，30 岁到 50 岁的员工占 69.93%，50 岁以上占 12.68%。

总体看，公司管理人员具备较为丰富的经营管理经验，员工素质能够满足目前经营需要。

3. 外部支持

（1）资本注入

公司在资本注入和政府补助方面持续获得张家口国资委、张家口财政局和张家口市政府等方面有力的外部支持，对其可持续发展形成支撑。

表 4 2015 - 2018 年公司在资本注入方面获得外部支持情况

机构	时间	内容	账务处理
张家口市住建局（原股东）	2008—2016	对公司增资 5.10 亿元，其中货币增资 1.60 亿元，划拨国有企业股权增资 3.50 亿元	增加实收资本 5.10 亿元
张家口市国资委	2017	货币增资 0.54 亿元	增加实收资本 0.54 亿元
张家口市财政局、河北省财政厅	2015—2016	下拨张家口市区、崇礼县补水项目专项资金（2.61 亿元）、电力需求补贴等共计 2.82 亿元	增加资本公积 2.82 亿元
张家口市政府、张家口市国资委、张	2017	经张家口市国资委批准，公司将政府负有偿还责任的政府一类债务 11.11 亿元划为资本公积；张家口市政府将价值 1.74	增加资本公积 12.95 亿

家口市财政局		亿元的博物馆、图书馆和档案馆项目移交至公司；张家口市财政局拨付公司 0.10 亿元,用于组建张家口农业投资发展有限公司等。	元
张家口市财政局	2018	张家口市财政局向公司拨付 0.20 亿元财政补贴资金	增加公司实收资本 0.20 亿元

资料来源：公司提供

（2）政府补助

2016—2018 年，公司分别获得政府补助 0.62 亿元、0.45 亿元和 0.15 亿元，在营业外支出和其他收益反映。此外，公司在三供一业项目、崇赤补水项目及冬奥会保障项目等共获得政府专项资金补贴 21.84 亿元资金补贴，在专项应付款项目体现。

总体看，近年来，公司持续在资本注入和政府补助方面获得有力的外部支持。

五、公司管理

1. 治理结构

根据《中华人民共和国公司法》以及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，公司已建立和完善了法人治理结构。公司为国有独资公司，不设股东会，张家口市国资委履行出资人职责。公司设董事会，董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 名、副董事长 1 名、董事 5 名，其中职工董事 1 名。董事会行使的职权包括执行张家口市国资委的决定，决定公司投资方案和经营计划、制订公司年度财务预、决算、利润分配及弥补亏损方案等。

公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名，由职工代表大会选举产生，非职工监事由张家口市国资委委派。监事会负责检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

总体看，公司建立了相对完善的法人治理结构，可满足现阶段发展需要。

2. 管理体制

公司内设综合事务部、党群工作部、财务融资部、人力资源部等 9 个职能部门。

根据公司经营管理的特点，公司建立了比较健全的内控管理体系，编制了《张家口建设发展集团有限公司母子公司管控制度汇编》，从战略与投资管理、建设项目管理、财务管理、人力资源管理、审计管理等方面进行管理。

战略管理方面，公司制订了《战略与投资管理办法》，战略规划管理由总经理办公会/董事会统一领导，战略发展部负责规划制定、实施、评价与修正，规划内容包括公司的愿景、使命、发展目标体系、业务组合、重要战略举措、财务预测、风险分析以及战略规划的过程管理等，以实现各母子公司发展战略协同，建立公司主营业务链条。

项目建设方面，公司制定了《建设项目管理办法》，以规范投资项目的建设程序、提高投资项目的管理水平和投资效益。项目建设过程中，各部门协同工作。总经理办公会/董事会为投资项目的决策机构，项目管理部是投资项目前期工作的管理部门，子公司是投资项目的建设主体或代建主体，负责组织施工、监理和设备材料的选购招标等活动。

财务管理方面，公司制订了《财务管理办法》，由财务管理、全面预算管理、资金管理、融资担保管理和外派财务人员管理等构成。其中，融资担保管理规定公司本部统一管理公司及子公司的融资担保行为，总经理办公会/董事会审议批准财务融资部及子公司拟定的融资方案及相关合同协

议；子公司融资前，应制定详细的融资方案报公司本部审批；公司本部、子公司之间可以进行互保，但需经过公司总经理办公会/董事会批准，如果有业务需要为公司系统以外的其他单位进行担保，需经过公司董事会批准。

总体看，公司已经建立系统的经营管理制度，可满足公司日常经营管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是张家口市国资委下属的国有企业，经过多年的发展，已形成了以房地产开发、装备制造、工程施工及委托代建、工程服务和市政服务为主体的业务结构。

2016—2018年，公司主营业务收入规模总体保持稳定，并呈现小幅下降趋势，占营业收入的比重均在90%以上，主营业务突出。近年来公司主营业务收入结构有所变化，其中房地产业务收入受可售项目存量规模及区域内房地产价格调控政策影响有所波动。装备制造业务受每年订单需求波动影响，收入规模波动较大。工程结算业务受政府回购进度影响，收入占比波动较大。工程服务收入相对保持稳定。市政服务板块收入快速增长；其中2017年收入增长系张家口2017年2月污水处理费收费标准上调²所致；2018年收入增长系公司崇礼滑雪场调水工程项目完工，当年开始产生对滑雪场调水收入所致。其余业务板块收入占比相对保持稳定，并呈现增长趋势。

表5 2016—2018年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	12,165.09	24.31	23.09	23,214.68	46.42	21.38	13,548.90	27.55	36.04
装备制造	1,593.26	3.18	-43.71	10,006.85	20.01	10.17	1,838.27	3.74	38.55
工程结算	24,120.65	48.20	49.83	164.06	0.33	-9.60	11,722.34	23.84	8.69
工程服务	5,092.43	10.18	60.10	5,084.35	10.17	62.19	5,786.79	11.77	55.76
市政服务	4,989.62	9.97	-18.75	6,677.76	13.35	12.57	10,706.72	21.77	7.85
太阳能发电	--	--	--	--	--	--	677.56	1.38	44.11
其他业务	2,082.63	4.16	19.66	4,860.70	9.72	33.71	4,891.13	9.95	33.93
合计	50,043.66	100.00	33.30	50,008.40	100.00	23.20	49,171.71	100.00	25.70

资料来源：联合评级根据公司提供审计报告整理

毛利率方面，2016—2018年，公司主营业务毛利率呈波动下降趋势，主要系收入结构变动影响所致。公司房地产业务毛利率呈现波动增长趋势，其中2018年毛利率较上年增长14.66个百分点，主要系当年公司在售项目销售均价增长所致。公司装备制造板块毛利率呈现持续增长趋势，其中2016年毛利率为负主要系随着公司对长期积压的半挂车、重型车等无法继续使用的零配件进行处理所致。公司工程结算业务毛利率波动大。工程服务板块毛利率均在55%以上，毛利率较高。市政服务板块毛利率波动较大，主要系受厂房前期摊销成本及污水处理价格变动等因素影响所致。

总体看，近年来，公司主营业务板块较多元，收入结构波动较大，其中房地产和工程结算（含部分代建业务）业务收入占比较高。公司综合毛利率受业务结构变动而呈现波动下降趋势。

² 根据《张家口市人民政府办公室关于调整市区污水处理费收费标准的通知》（张政办字〔2017〕3号），自2017年2月1日起，公司执行的污水处理费价格标准为：市中心城区居民生活用水污水处理费每立方米由0.80元调整为0.95元；非居民生活用水污水处理费每立方米由1.45元调整为1.60元；特种行业用水污水处理费不做调整，仍为每立方米2.50元。

2. 业务经营

(1) 房地产板块

公司的房地产业务主要集中在张家口市，由下属 6 家子公司运营，分别为张家口市城达房地产开发有限公司、张家口市华瑞房地产开发有限责任公司、张家口市世方房地产开发有限责任公司、张家口同创中房房地产开发有限公司（以下简称“同创中房”）、张家口市天晟房地产开发有限责任公司及张家口建发房地产开发有限公司，上述公司均持有房地产开发四级资质，开发方式全部为自主开发。

房地产业务采用市场化方式运营，通过“招、拍、挂”方式从二级市场购买土地进行建设，待房地产项目达到预售条件时对外销售，实现资金平衡。截至 2018 年底，公司主要完工可售房地产项目销售进入尾声。在建房地产项目主要包括盛华家园和天泽骏景，截至 2018 年底，以上两个项目尚需投入 19.57 亿元；均已开始预售，预售价格在 1.29 万元/平方米。截至 2018 年底，公司房地产板块无拟建房地产开发项目及相应的土地储备。

表 6 截至 2018 年底公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米、套）

项目名称	项目类型	总投资	已投资	尚需投资	总合同销售面积	已销售面积	待售面积	库存	累计确认收入
盛华家园	住宅	30.26	13.50	16.76	37.43	0.00	37.43	3,084	0.00
天泽骏景	商住	9.33	6.51	2.81	26.00	19.50	6.50	274	5.09
合计	--	39.59	20.01	19.57	63.43	19.50	43.93	3,358	5.09

注：已投资额按照实际工程量核算，有可能超过预计投资额
资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司房地产业务收入有所波动。公司在建待售项目规模较大，该板块未来收入持续性尚可；但在建项目待投资规模较大，公司未来面临一定的投资压力。

(2) 装备制造板块

公司从事水罐车、抑尘车、全挂车制造及零部件加工、零售，环保设备制造、电子多工程抑尘车、运输半挂车制造销售业务。公司销售对象主要为张家口各区县执法局、住建局、环保局等政府部门。受下游政府部门订单需求的不确定性，该板块业务收入波动较大。

2016—2018 年，公司装备制造实现收入 0.16 亿元、1.00 亿元和 0.18 亿元，2017 年收入大幅增长主要系向张家口环保局销售 50 台电动抑尘车，价格为 200 万/台。同期装备制造业务毛利率分别为-43.71%、10.17%和 38.55%，2016 年度毛利率为负主要系随着公司对长期积压的半挂车、重型车等无法继续使用的零配件进行处理所致。

总体看，近年来，公司装备制造板块由半挂车、重型车向环保类车型转型，销售客户多为政府部门。公司装备制造业务受政府订单需求影响大，收入及毛利率波动大。

(3) 工程结算

公司工程结算业务包括市场化的工程施工业务及承接政府单位的委托代建业务。

工程施工业务采用市场化方式运营的属于公司自营业务，主要从事张家口市公路、桥梁、隧道工程建设施工。公司通过招投标方式获得工程建设项目，按照合同约定进行项目的施工建设，经验收合格后获得收益，该部分业务规模较小。

委托代建业务由公司下属地产公司负责，收入确认依赖于项目完工结算进度，受此影响，公司委托代建板块收入波动较大。委托代建业务运作模式方面分为两种：（1）对于公司统一规划及开发项目，包括地上征地、拆迁、补偿及项目施工，建设资金由公司筹措；公司按照项目建设成本、资

金成本、管理费等确认收入；（2）对于建设资金全部由委托方负责筹措的项目，公司仅获取按照项目总投资额一定比例计算的管理费确认收入，管理费在 2% 左右。

2016—2018 年，工程施工及委托代建板块分别实现收入 2.41 亿元、0.02 亿元和 1.17 亿元。其中 2016 年收入规模较大主要系公司委托代建项目市民广场及市民广场周边部分地块工程建设项目一次性全额确认收入所致；2017 年收入来源全部为市场化工程施工业务，公司当年未确认代建项目收入；2018 年工程结算收入较高主要系公司一次性全额确认盛华小学代建项目收入所致。

公司在建和拟建委托代建项目（见表 7）均采用委托方出资建设，公司仅确认代建管理费收入模式。截至 2018 年底，公司代建项目总投资 9.45 亿元，已投资 3.19 亿元，2019 年计划投资 2.19 亿元，资金均来源于委托方，公司筹资压力较小。

表 7 截至 2018 年底公司委托代建板块主要项目情况（单位：亿元、年）

序号	项目名称	委托方	项目周期	总投资	已投资额	2019 年计划投资额	2020 年计划投资额	2021 年计划投资额	收入实现方式
1	张家口市第四中学新建校区	张家口市第四中学	2018—2021	3.20	0.12	0.28	1.50	1.30	代建管理费回款
2	新建滨河路小学	桥东区教育局	2018—2021	0.70	0.01	0.02	0.40	0.27	代建管理费回款
3	中国地质博物馆张家口馆建设项目	委托代建	2015—2019	2.45	1.45	1.00	--	--	代建管理费回款
4	张家口市中心血站采供血业务楼	张家口市中心血站	2017—2019	1.44	1.18	0.26	--	--	代建管理费回款
5	张家口市急救中心工程	张家口市急救中心	2017—2020	1.43	0.43	0.40	0.60	--	代建管理费回款
6	张家口市卫生监督所综合楼工程	张家口市卫生监督所	2017—2019	0.23	0.00	0.23	--	--	代建管理费回款
合计	--	--	--	9.45	3.19	2.19	2.50	1.57	--

注：张家口市第四中学新建校区、新建滨河路小学项目暂未签订委托代建协议
资料来源：公司提供

总体看，受委托代建项目收入确认方式影响，公司工程结算收入波动较大。公司在建项目资金来源于委托方，未来该板块筹资压力较小。

（4）工程服务板块

公司工程服务主要由检测服务、监理服务、设计服务及招标代理收入构成，具体业务由下设子公司负责。公司工程服务 80% 的业务来源于房地产开发项目。2016—2018 年，工程服务收入相对保持稳定，分别为 0.51 亿元、0.51 亿元和 0.58 亿元。近年来，公司工程服务板块毛利率均在 55% 以上，毛利率较高。

总体看，依托公司原股东张家口市住建局所特有的工程服务资源，该板块收入基本稳定且毛利率水平较高。

（5）市政服务板块

公司市政服务板块由污水处理、垃圾处理、再生水销售和调水收入构成，其中调水收入为 2018 年新增收入，系公司负责为崇礼滑雪场企业调水产生收入。公司污水处理、垃圾处理主要服务于张家口市主城区（桥东区、桥西区）、张家口经济开发区；再生水业务主要系公司将处理后的污水通过相应工艺处理，在张家口市区具有专营性，再生水主要销售于河北大唐国际张家口热电有限责任公司用于发电冷却用水；调水业务主要服务范围在崇礼滑雪场。

2016—2018 年，公司市政服务板块收入快速增长，三年分别为 0.50 亿元、0.67 亿元和 1.07 亿

元。同期污水处理毛利率波动较大，分别为-18.75%、12.57%和 7.85%。

截至 2018 年底，公司市政服务板块主要在建及拟建项目见表 8，项目总投资 19.02 亿元，资金来源主要为财政拨款，尚需投资 17.31 亿元，公司面临一定的筹资压力。

表 8 截至 2018 年底公司市政服务板块主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目周期	批准文号	项目类型	总投资	已投资额	尚需投资
1	主城区污水再生利用扩建	2018—2019	张经审字〔2017〕170号	自建	1.67	0.39	1.28
2	崇礼区下窝铺城区新建水厂项目	2017—2019	崇发改字〔2017〕71号	自建	1.60	0.22	1.38
3	冬奥核心区地表水厂及输配水管网项目	2018—2019	崇发改字〔2018〕55号	自建	3.60	0.22	3.38
4	城区输配水管网项目	2017—2020	崇发改字〔2018〕54号	自建	8.70	0.00	8.70
5	崇礼城区污水处理厂及配套管网项目	2018—2019	政复字〔2016〕150号	自建	3.45	0.88	2.57
合计		--	--	--	19.02	1.71	17.31

资料来源：公司提供

总体看，近年来，污水处理收费标准有所上调，2018 年公司新增崇礼区滑雪场调水收入，市政服务板块收入有所增长，2017 年毛利率扭亏为盈。公司在建项目待投资规模较大，面临一定的筹资压力。

（6）在建拟建项目

旅游文化

公司于 2016 年设立张家口建设发展旅游投资集团有限责任公司，下设旅游服务公司，以公司现有的旅游资源（大境门综合改造项目）为切入点，借助旅游资源开展酒店业等周边产业。

大境门综合改造项目以张家口市著名的历史标志大境门（始建于 1644 年）为内核，项目占地面积 252 亩，总建筑面积 8.26 万平方米，项目总投资 12.80 亿元。

建设模式方面，由公司子公司同创中房负责项目建设改造，张家口市桥西区政府负责项目具体拆迁工作。截至 2018 年底，大境门综合改造项目已投资 8.30 亿元（体现在“存货-开发成本”科目），预计项目将于 2019 年全部完工。公司前期项目投入依靠未来旅游景区收入平衡。

新能源

随着京津冀协同发展，切合新能源产业政策，公司于 2015 年 9 月 28 日与张家口人民政府和绿巨人能源有限公司签署《关于加强可再生能源及相关产业发展的合作协议》，其中包括光伏产业项目合作项目、高新产业发展基金和基础设施产业投资基金的合作。公司于 2015 年 11 月成立了张家口建设发展新能源开发利用有限公司，截至 2018 年底，已建设完成 12.50 兆瓦的分布式光伏电站及 30.00 兆瓦集中式光伏电站，并实现并网。2018 年，光伏发电项目发电容量已达 42.50 兆瓦，使用寿命 25 年。上网电价前三年为 0.80 元/度，以后每年 0.60 元/度，销售对象主要为国家电网。

现代农业

2016 年，根据张家口市政府保障北京 2022 年冬奥会食品供应体系建设的定位，公司开始打造农业产业，2017 年公司成立张家口农业投资发展有限公司，未来公司计划通过整合张家口农业产业，成为张家口市农业方面的龙头企业。

2018 年 6 月，公司同沽源金莲川牧业有限公司（以下简称“沽源金莲”）原股东签订《股权转让协议》，受让沽源金莲原股东 100.00% 股权。公司将利用其屠宰加工厂和养殖场资产建立牛羊肉养殖加工基地。2017 年 11 月，张家口市人民政府、北京首都农业集团有限公司（现已更名为北京

首农食品集团有限公司)及公司签署《农业项目开发框架协议》，协议约定围绕 2022 年冬奥会食品供应体系、张家口农业规模化种植养殖、张家口农业产业园区及张家口首农生鲜连锁超市建设等进行合作开发。

健康医疗

张家口市政府通过低价协议转让医疗用地及财政专项债务资金支持公司建设为冬奥会配备的河北华奥医院有限公司项目，该项目由孙公司河北华奥医院有限公司负责，项目占地 3.02 万平方米，总建筑面积 13.40 万平方米。截至 2018 年底该项目已投资 1.90 亿元，项目设置床位 499 张。

园区开发

目前在建的项目有生命科技园项目，根据可研报告，募投项目位于张家口西山高新技术产业开发园区兴业路 2 号，项目规划总占地面积 19.29 万平方米，总建筑面积 36.42 万平方米。生命科技园功能定位为打造生物医药公共服务平台。该项目总投资 12.00 亿元，通过企业自筹和债务融资，其中 4.80 亿元拟通过发行公司债券筹集。园区建成后按照 3:7 比例分别进行出售和出租，实现投资收益。

从规划业务板块在建及拟建项目看，截至 2018 年底，项目预计总投资 52.43 亿元，已投资 16.76 亿元。公司未来投资规模大，存在较大融资需求。

表 9 截至 2018 年底公司未来业务板块主要在建及拟建项目情况 (单位: 年、亿元)

序号	项目名称	所属业务板块	项目周期	总投资	已投资额	2019 年计划投资额	2020 年计划投资额
1	大境门综合改造项目	旅游板块	2010—2020	12.80	8.30	4.00	0.50
2	河北华奥医院有限公司项目	大健康板块	2017—2020	7.39	1.90	3.49	2.00
3	生命科技园项目	园区板块	2017—2022	12.00	2.42	3.00	3.00
4	30.00 兆瓦集中式光伏发电项目	新能源板块	2018—2019	2.11	1.75	0.36	0.00
5	无线承载网络(含 WiFi)和智慧环保系统项目	新能源板块	2018—2019	0.90	0.84	0.06	0.00
6	空气质量自动监测站项目	新能源板块	2018—2019	2.23	1.30	--	0.00
7	张家口农投食品农产品产业园项目	农业板块	2019—2020	5.29	0.00	3.70	1.59
8	蔬菜标准化种植项目	农业板块	2019—2021	1.25	0.00	0.38	0.50
9	沽源高标准牧场建设项目	农业板块	2019—2021	1.50	0.00	--	--
10	坝上牛羊肉规模化养殖屠宰加工项目	农业板块	2018—2020	0.96	0.24	0.66	0.06
11	沽源县空心村改造项目	农业板块	2019—2020	6.00	0.00	2.00	4.00
合计		--	--	52.43	16.76	17.64	11.65

资料来源: 公司提供

此外，公司作为社会资本方角色推进全市建设幼儿园 PPP 项目教育工程，项目总投资约 5 亿元，截至报告出具日尚未签署 PPP 项目合同。

总体看，公司未来转型产业方向符合国家现行政策鼓励发展产业的方向，营业收入有望实现新的增长。考虑到冬奥会场馆及配套基础设施的建设正处于筹备阶段，公司有望承接更多工程项目，公司未来发展前景良好。但公司未来投资规模大，存在较大融资需求。

3. 未来发展

在深耕城乡建设板块的基础上，随着京津冀协同发展战略推行，以 2022 年冬奥会及张家口可再

生能源示范区发展推进为契机，公司未来向能源环保、旅游投资、农业投资、医疗教育等多个产业方向转型，培植业务增长点。

总体看，公司未来发展战略明确，发展路径切实可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年的合并财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了三年连审，并出具了标准无保留意见审计结论。

会计政策变更方面，公司根据财政部 2018 年 6 月发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）文件要求，对财务报表的列报进行了调整，并对可比会计期间的比较数据或项目名称进行相应调整，仅对财务报表列报格式产生影响，不会对当期及会计政策变更之前公司总资产、总负债、净资产及净利润产生影响。

截至 2018 年底，公司合并范围内子公司共计 66 家，主要系投资设立。公司以 2018 年合并报表范围子公司为基础对以前年度财务数据进行追溯调整，财务可比性较强。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 14.74%。截至 2018 年底，公司资产总额 146.77 亿元，较年初增长 18.09%，系流动资产和非流动资产共同增长所致。其中，流动资产占 54.86%，非流动资产占 45.14%。

2016—2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 1.98%，主要系货币资金增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产 80.52 亿元，较年初增长 17.22%。公司流动资产主要由货币资金（占 31.32%）、预付款项（占 10.67%）、其他应收款（占 25.14%）和存货（占 27.05%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 54.99%。截至 2018 年底，公司货币资金 25.22 亿元，较年初增长 195.90%，主要是银行存款，货币资金无使用权受限情况。

2016—2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 30.32%。截至 2018 年底，公司应收账款 3.40 亿元，较年初增长 27.69%。应收账款主要为应收盛华小学代建收入 1.26 亿元、应收崇礼各大滑雪场供水水费 0.22 亿元、应收售房款 0.51 亿元和应收工程施工款 0.22 亿元等，账龄集中在 1 年以内。公司应收账款欠款方前五名占 51.13%，集中度尚可，主要系应收张家口市桥东区教育和体育局、张家口经济开发区管理委员会款项。截至 2018 年底，公司应收账款累计计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例为 2.92%，计提比例尚可。

2016—2018 年，公司预付款项有所下降，年均复合下降 9.80%。截至 2018 年底，公司预付款项 8.59 亿元，较年初下降 16.06%。预付款项主要为天秀三期、四期、大境门项目、天泽骏景项目预付的工程款，账龄在 2 年以上占 89.13%，账龄较长。

2016—2018 年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降 25.10%。截至 2018 年底，公司其他应收款 20.24 亿元，较年初下降 23.62%。其他应收款主要由应收张家口城建开发、张家口金控集团（3.00 亿元）、张家口市土地储备交易中心（1.84 亿元，系公司前期收储土地成本，该部分土地尚未挂牌出让，土地位于市中心）等平台企业和政府单位往来拆借款构成。其他应收款前五名余额占 92.60%，分布集中。公司其他应收款账龄较长，账龄在 5 年以上的占 75.17%。截至 2018 年底，公司其他应收款累计计提坏账准备 0.23 亿元，计提比例为 1.10%。

2016—2018 年，公司存货不断增长，年均复合增长 10.67%。截至 2018 年底，公司存货 21.78

亿元，较年初增长 8.52%，主要为开发成本，系公司房地产项目盛华家园和天泽骏景项目投入。公司未对存货计提跌价准备。

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 39.47%。截至 2018 年底，公司非流动资产 66.25 亿元，较年初增长 19.17%，主要来自固定资产增长。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 17.61%）、长期股权投资（占 28.80%）、投资性房地产（占 7.22%）、固定资产（占 22.87%）和在建工程（占 21.10%）构成。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产有所波动，年均复合增长 1.91%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 11.66 亿元，较年初下降 0.40%。可供出售金融资产主要为公司对张家口银行股权投资 8.15 亿元（公司持股 8.73%）及对首京建投冬奥会（张家口）建设私募基金投资 2.50 亿元（持股 11.11%）。公司可供出售金融资产以成本法核算。

2016—2018 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 933.70%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 19.08 亿元，较年初增长 12.34%，主要系公司权益法核算确认的投资收益（2.55 亿元）和新增对张家口建发特来电新能源有限公司投资（0.20 亿元）所致。公司长期股权投资主要为对张家口金控集团股权投资（最初投资成本 14.87 亿元）。公司长期股权投资按照权益法计量，期末余额 18.67 亿元。

2016—2018 年，公司投资性房地产保持相对稳定，年均复合下降 0.47%。截至 2018 年底，公司投资性房地产 4.78 亿元，较年初下降 0.40%。公司投资性房地产中房屋、建筑物账面价值 2.89 亿元，土地使用权账面价值 1.90 亿元，均采用成本法计量，累计折旧和摊销 0.87 亿元，未计提减值准备。

2016—2018 年，公司固定资产快速增加，年均复合增长 79.88%。截至 2018 年底，公司固定资产 15.15 亿元，较年初增长 200.54%，主要系公司将崇礼滑雪场调水工程由在建工程转入固定资产所致。截至 2018 年底，公司固定资产累计折旧 3.88 亿元，成新率 74.03%，成新率尚可。公司对固定资产未计提减值准备。

2016—2018 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 7.49%。截至 2018 年底，公司在建工程 13.98 亿元，较年初下降 9.78%。公司在建工程主要为公司市政服务性补水工程、崇礼区下窝铺城区新建水厂工程、万全区 3 万千瓦光伏扶贫地面电站项目投入成本及之前年度政府划拨博物馆、图书馆和档案馆等资产持续投入成本。

截至 2018 年底，公司受限资产共计 7.23 亿元，主要系抵押贷款受限。受限资产中主要包括存货 2.97 亿元、投资性房地产 1.23 亿元和在建工程 2.21 亿元。

总体看，近年来，公司资产规模不断增长；其他应收款规模较大，且账龄偏长，对公司资金形成占用；公司资产流动性一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债波动中有所增长，年均复合增长 10.09%。截至 2018 年底，公司负债 105.75 亿元，较年初增长 25.53%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 59.84%，非流动负债占 40.16%。

2016—2018 年，公司流动负债不断增长，年均复合增长 10.01%。截至 2018 年底，公司流动负债 63.28 亿元，较年初增长 13.86%，主要系短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 51.81%）、其他应付款（占 27.79%）和一年内到期的非流动负债（占 5.07%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款不断增长，年均复合增长 9.80%。截至 2018 年底，公司短期借款 32.78 亿元，主要由保证借款构成，信用借款仅为 1.60 亿元。

2016—2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 20.11%。截至 2018 年底，公司其他应付款 17.59 亿元，较年初增长 15.10%。从款项性质看，公司其他应付款主要由往来拆借款构成。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 0.85%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.21 亿元，较年初增长 63.34%。

2016—2018 年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 10.21%。截至 2018 年底，公司非流动负债 42.47 亿元，较年初增长 48.14%，主要系长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 19.36%）、应付债券（占 7.03%）和长期应付款（占 73.23%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款不断下降，年均复合下降 12.76%。截至 2018 年底，公司长期借款 8.22 亿元，较年初下降 19.27%，主要系部分转入一年内到期的长期借款所致。包含一年内到期的长期借款在内，公司长期借款由抵押借款（占 13.22%）、信用借款（占 6.83%）和保证借款（占 79.94%）构成。

2016—2018 年，公司应付债券不断增长，年均复合增长 11.50%。截至 2018 年底，公司应付债券 2.98 亿元，系公司 2017 年发行的“17 张家建设 PPN001”。

2016—2018 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 19.55%。截至 2018 年底，公司长期应付款 31.10 亿元，较年初增长 102.65%。其中，长期应付款 9.26 亿元，专项应付款 21.84 亿元。公司长期应付款主要为融资租赁款和棚户改造项目资本金（2.86 亿元，系之前年度河北省统借统还棚改贷款，目前公司无棚改项目）；专项应付款主要为政府类项目（三供一业项目、崇赤补水项目及冬奥会保障项目）资金拨款。本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算。

2016—2018 年，公司债务总额连续下降，年均复合下降 4.62%。截至 2018 年底，公司债务总额 56.45 亿元，较年初下降 2.26%，较年初变化不大。其中，短期债务占 63.75%、长期债务占 36.25%，以短期债务为主。短期债务 35.99 亿元，较年初增长 9.20%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。长期债务 20.47 亿元，较年初下降 17.50%，主要系长期应付款中部分有息债务转入一年内到期的非流动负债所致。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 78.27%、67.78%和 72.05%，波动下降；全部债务资本化比率分别为 71.92%、59.06%和 57.91%，连续下降；长期债务资本化比率分别为 56.60%、38.25%和 33.28%，连续下降。

总体看，近年来，公司债务规模有所下降，但整体债务负担较重且面临一定短期偿债压力。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益合计快速增长，年均复合增长 30.13%。截至 2018 年底，公司所有者权益为 41.03 亿元，较年初增长 2.45%。归属于母公司所有者权益 40.34 亿元（占 98.32%），实收资本、资本公积和未分配利润分别占 14.48%、69.24%和 15.12%。

2016—2018 年，公司实收资本有所增长，年均复合增长 7.00%。截至 2018 年底，公司实收资本 5.84 亿元，较年初增长 3.60%，主要系张家口市财政局以注册资本金的形式拨付公司 0.20 亿元增加公司实收资本。

2016—2018 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 36.56%。截至 2018 年底，公司资本公积 27.93 亿元，较年初保持稳定。截至 2017 年底，公司资本公积较年初增加 12.95 亿元，其中政府置换债务 11.11 亿元转至资本公积，同时张家口市政府将博物馆、图书馆、档案馆前期投入 1.74 亿元形成的资产无偿移交给公司，后续由公司自筹建设。

总体看，近年来，受政府置换债务转入权益及政府资产划拨等因素影响，公司所有者权益规模

快速增加；所有者权益中资本公积占比较大，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入保持相对稳定，年均复合下降 2.19%。2018 年，公司营业收入 5.23 亿元，较上年下降 3.15%。2016—2018 年，公司营业成本有所波动，年均复合增长 2.71%。2018 年，公司营业成本 3.82 亿元，较上年下降 3.90%。2016—2018 年，公司营业利润分别为 0.02 亿元、2.36 亿元和 0.89 亿元。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 28.20%。2018 年，公司期间费用 3.47 亿元，较上年下降 3.12%，主要由财务费用和管理费用构成。2018 年，公司管理费用 1.44 亿元，主要由职工薪酬及折旧摊销费构成；同期财务费用 1.99 亿元。2016—2018 年，公司费用收入比持续上升，分别为 38.59%、66.28%及 66.30%。整体看，公司期间费用控制能力弱，期间费用对营业收入侵蚀大。

2016—2018 年，公司投资收益波动中大幅增长，年均复合增长 173.43%。2016—2018 年，公司分别获得投资收益 0.40 亿元、4.43 亿元和 2.98 亿元；2017 年投资收益较多系将公司持有的张家口银行部分股权投资入股张家口金控集团，溢价转让和权益法核算获得的投资收益；2018 年公司投资收益主要系权益法下核算长期股权投资收益所致。2016—2018 年，公司投资收益占营业利润的比重分别为 2,236.47%、187.61%和 333.03%，利润对投资收益依赖程度较高。

2016 年，公司营业外收入为 0.63 亿元，其中政府补助 0.62 亿元，政府补助占利润总额的比重为 109.91%。2017—2018 年，公司其他收益分别为 0.45 亿元和 0.15 亿元，主要为政府补助，占利润总额的比重分别为 20.87%和 18.06%。

2016—2018 年，公司利润总额波动增长，年均复合增长 19.94%。2018 年，公司利润总额 0.81 亿元，较上年下降 62.62%。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 31.40%、23.30%和 24.43%，波动下降。同期，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均波动增长，2018 年分别为 2.74%、1.98%和 1.99%，公司盈利能力较弱。

总体看，近年来，公司营业收入保持相对稳定，期间费用控制能力弱，利润对政府补贴及投资收益依赖程度较高，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入有所增长，分别为 7.15 亿元、7.54 亿元和 8.06 亿元。其中，2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 4.43 亿元，较上年增长 25.38%。2016—2018 年，公司经营活动现金流出不断增长，分别为 6.47 亿元、6.75 亿元和 7.96 亿元。其中，2018 年公司购买商品、接受劳务支付的现金 4.22 亿元，较上年增长 38.15%。2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为 0.68 亿元、0.79 亿元和 0.11 亿元，波动下降。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 64.49%、65.38%和 84.64%，公司整体收现质量一般。

投资活动现金流方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入快速增长，分别为 0.01 亿元、0.22 亿元、20.40 亿元。2018 年收到其他与投资活动有关的现金 19.01 亿元，较上年快速增长，主要系 2018 年收到财政局拨付的冬奥会供排水保障项目专项债券资金（系河北省省通过专项债资金拨付支持公司所负责的冬奥会区域供排水垃圾处理业务）所致。2018 年取得投资收益收到的现金 1.24 亿元，较上年快速增长，主要系收到张家口银行和张家口金控集团的现金分红。2016—2018 年，公司投资

活动现金流出快速增长，分别为 1.64 亿元、7.32 亿元和 13.87 亿元。2018 年购建固定资产、无形资产等支付的现金 9.51 亿元，较上年增长 131.56%；投资支付的现金 0.05 亿元，较上年下降 98.36%，主要系对外投资规模减少。2016—2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -1.63 亿元、-7.10 亿元和 6.53 亿元，由净流出转为净流入。

筹资活动现金流方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入有所波动，分别为 46.84 亿元、44.38 亿元和 46.95 亿元。2018 年公司吸收投资收到的现金 0.21 亿元，主要为市财政拨付的注资款。2018 年公司取得借款收到的现金 39.78 亿元，较上年增长 6.91%。2018 年公司收到其他与筹资活动有关的现金 6.95 亿元，较上年增长 6.54%。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出有所下降，分别为 40.74 亿元、40.05 亿元和 36.89 亿元。2018 年公司偿还债务支付的现金 32.99 亿元，较上年下降 5.38%。2018 年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金 2.17 亿元，较上年下降 34.83%，主要系贷款规模减少，需要支付的贷款本息减少。2018 年公司支付其他与筹资活动有关的现金 1.72 亿元，较上年下降 7.08%。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动增长，分别为 6.10 亿元、4.33 亿元和 10.06 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流量净额保持小规模净流入。2018 年，受政府专项补助资金大规模到位，公司投资活动现金流由之前年度净流出变为大规模净流入。公司筹资活动现金流入有所波动，筹资活动产生的现金流保持净流入。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率均波动下降，截至 2018 年底分别为 1.27 倍和 0.93 倍。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 0.34 倍、0.26 倍和 0.70 倍。公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 2.29 亿元、5.22 亿元和 3.53 亿元，其中 2018 年 EBITDA 主要由折旧（占 22.47%）、计入财务费用的利息支出（占 52.95%）和利润总额（占 22.96%）构成。同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.81 倍、1.44 倍和 1.11 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.04 倍、0.09 倍和 0.06 倍。公司长期偿债能力偏弱。

截至 2018 年底，公司对外担保金额 1.79 亿元，担保比率为 4.35%，担保比率较低，为对张家口市京北建设有限公司和张家口市第三建筑工程公司的担保。截至 2019 年 6 月底，被担保单位经营正常，公司对外担保或有负债风险小。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信总额 68.42 亿元，尚未使用额度为 28.48 亿元，公司融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（银行版，机构信用代码：G1013070300085280M），截至 2019 年 8 月 26 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清不良信息记录中有两笔关注贷款，全部正常收回。根据公司提供的说明，其中 1 笔系国家开发银行将不属于国家政策类贷款的项目均列为关注，另 1 笔系 2011 年公司被划归为平台类企业，中信银行将该笔贷款列为关注。对外担保关注类余额 5.63 亿元，系国家开发银行将不属于国家政策类贷款的项目均列为关注。

总体看，公司偿债能力指标偏弱，但考虑到公司作为张家口市重要基础设施投资建设主体，持续获得外部支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 83.52 亿元，所有者权益 31.17 亿元，负债 52.35 亿元，其中

应付债券 2.98 亿元，为“17 张家建设 PPN001”；母公司资产负债率 62.68%。2018 年，母公司实现营业收入 0.21 亿元，利润总额 0.08 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期计划发行债券规模不超过 8.00 亿元（以 8 亿元测算），相当于 2018 年底公司长期债务和全部债务的 39.09%和 14.17%，对公司现有债务影响较大。

截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.05%、57.91%和 33.28%。以 2018 年底财务数据为基础，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 73.49%、61.11%和 40.96%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券拟于存续期内第 3 年至第 7 年每年分期偿还 20%的本金，即 1.60 亿元。2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 2.29 亿元、5.22 亿元和 3.53 亿元，分别为本期债券拟发行金额的 0.29 倍、0.65 倍和 0.44 倍，分别为本期债券分期偿还本金的 1.43 倍、3.26 倍和 2.21 倍。EBITDA 对本期债券拟发行金额覆盖能力一般，对分期偿还本金的覆盖能力尚可。

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 7.15 亿元、7.54 亿元和 8.06 亿元，为本期债券拟发行金额的 0.89 倍和 0.94 倍和 1.01 倍，分别为本期债券分期偿还本金的 4.47 倍、4.71 倍和 5.04 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券拟发行金额的覆盖程度尚可，对本期债券分期偿还本金的覆盖程度较高。

3. 募投项目偿债能力分析

募投项目建设期 3 年（2017 年 11 月—2020 年 11 月），运营期 17 年（2020 年 12 月—2036 年 12 月）。假设本期债券于 2019 年发行成功，则 2022 年开始还本，2026 年本期债券本金偿付完全。募投项目收入来源为厂房出售与出租。根据可研报告，募投项目运营期内可实现营业收入 23.39 亿元；本期债券存续期内（2019—2026 年）募投项目可实现营业收入 8.17 亿元，可覆盖本期债券募投项目融资额度，建设期前三年募投项目无运营收入、部分年份募投项目现金流入无法覆盖本期债券本金，公司需依赖自有资金偿付本期债券本息。

总体看，本期债券存续期内募投项目实现的营业收入可覆盖本期债券募投项目融资额度；建设期前三年募投项目无运营收入、部分年份募投项目现金流入无法覆盖本期债券本金，公司需依赖自有资金偿付本期债券本息。另外，可研报告关于募投项目租售单价及进度的测算数据可能同实际情况存在一定偏差，募投项目未来收入实现存在一定的不确定性，对分期偿还本金的保障能力可能产生一定影响。

九、偿债保障措施

1. 本期债券增信方式

中债增投资为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。如公司不能兑付本期债券时，中债增投资将主动承担担保责任，将本期

债券当期兑付资金划入债券登记托管机构指定的账户，以确保本期债券当期应付本息能够按时偿付。

2. 担保人分析

(1) 主体概况

中债增投资成立于 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 2018 年 3 月底，中债增投资股本 60.00 亿元，均为货币出资，股东及持股情况详见表 10。中债增投资是国内首家专业债券信用增进机构，业务方面接受中国人民银行监管。

表 10 中债增投资股东及持股情况（单位：亿元、%）

序号	股东	出资金额	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：中债增投资审计报告，联合评级整理

中债增投资经营范围包括：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。

中债增投资内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、投资业务二部、风险与规划管理部、法律合规部、财务部、审计部、综合部九个部门。截至 2018 年 3 月底，中债增投资共有员工 109 人，绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2017 年底，中债增投资资产总额 150.91 亿元，负债总额 71.14 亿元，所有者权益 79.76 亿元；增信余额 956.60 亿元。2017 年，中债增投资实现营业总收入 12.66 亿元，其中增信业务收入 6.66 亿元；净利润 5.86 亿元。

截至 2018 年 3 月底，中债增投资资产总额 137.48 亿元，负债总额 56.08 亿元，所有者权益 81.40 亿元；增信余额 1,015.95 亿元。2018 年 1—3 月，中债增投资实现营业收入 3.66 亿元，其中增信业务收入 1.77 亿元；净利润 2.08 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。

(2) 经营分析

中债增投资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。中债增投资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。结合战略导向，中债增投资发展初期尝试推动创新型信用增进业务及境外业务，目前以上两类业务均已到期，未来业务发展以基础信用增进业务为主。

基础增信业务

中债增投资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 2017 年底，中债增投资尚在增信责任期内增信项目 90 个，增信余额 956.60 亿元。

表 11 中债增投资尚在责任期内增信业务余额分布（单位：亿元、个）

项目种类	2015 年底		2016 年底		2017 年底		2018 年 3 月底	
	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
基础类信用增信业务	973.03	101	936.10	76	956.60	90	1,015.95	101
其中：中期票据	74.00	8	56.00	6	108.00	10	132.00	14
短期融资券	--	--	--	--	12.00	2	27.00	4
超短期融资券	--	--	20.00	1	--	--	10.00	1
定向融资工具	391.80	25	284.80	19	241.00	19	241.00	20
项目收益票据	10.00	3	25.00	5	25.00	5	25.00	5
资产支持票据	--	--	--	--	20.00	6	20.00	6
企业债	229.50	19	365.80	29	371.30	34	358.20	34
公司债	178.00	8	141.00	8	143.20	10	151.20	11
金融债	--	--	10.00	1	10.00	1	10.00	1
次级债	10.00	1	10.00	1	--	--	--	--
信托计划	5.00	1	5.00	1	0.10	1	15.55	3
资产管理计划	12.61	2	--	--	--	--	--	--
保险债权计划	--	--	16.00	1	26.00	2	26.00	2
集合票据	6.00	3	--	--	--	--	--	--
区域集优	56.12	31	2.50	4	--	--	--	--
合计	973.03	101	936.10	76	956.60	90	1,015.95	101

资料来源：中债增投资提供资料，联合评级整理

结合战略规划，中债增投资以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模呈波动趋势。2017 年，中债增投资新增基础增信项目 23 个，增信金额 204.00 亿元，其中企业债、公司债及定向融资工具业务规模占比较高。此外，截至 2017 年底已出函待发行的储备项目 23 个，涉及金额 331 亿元。

近年来，中债增投资中期票据和企业债增信业务规模整体有所上升，公司债增信业务规模有所下降。整体看，中债增投资中期票据、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，中债增投资首单永续中期票据增信项目于 2017 年成功发行，进一步丰富了中债增投资增信债券品种。

中债增投资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。2017 年底，中债增投资尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 2 个，增信余额 27.00 亿元。2014 年，中债增投资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 2017 年底，中债增投资小城镇增信项目 8 个，增信余额 160.00 亿元。此外，截至 2017 年底，中债增投资尚在增信责任期内一般企业项目 9 个，增信余额 54.00 亿元。中债增投资定向融资工具增信项目主要与地方政府融资平台合作，中债增投资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，中债增投资根据不同地区、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。

中债增投资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。近年来，中债增投资不断压缩此类业务规模，2017 年底尚在增信责任期内信托计划增信项目 1 个，增信余额 0.10 亿元；资产管理计划增信责任均已到期。

2014 年，中债增投资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 2017 年底，中债增投资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。

中债增投资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，由中债增投资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 2017 年底，中债增投资尚在增信责任期内保险债权计划增信项目 2 个，增信余额 26.00 亿元。

中债增投资积极响应国家号召，支持绿色环保行业的发展。2017 年，由中债增投资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 2017 年底，中债增投资尚在增信责任期内资产支持票据增信项目 6 个，增信余额 20.00 亿元。

近年来，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，资质较好。中债增投资积极推动金融租赁公司金融债增信业务开展。2016 年，由中债增投资提供增信服务的 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 2017 年底，中债增投资尚在增信责任期内金融债增信项目 1 个，增信余额 10.00 亿元。此外，中债增投资于 2017 年分别发行 2 个超短期融资券增信项目共 20.00 亿元及 2 个短期融资券增信项目共 12.00 亿元，其中超短期融资券增信项目已于年底到期。

中债增投资不断探索新的业务模式，在交易商协会的统一指导下，中债增投资于 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，由中债增投资提供信用增信，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，中债增投资针对此类项目持续收缩规模。截至 2017 年底，中债增投资上述产品的增信责任均已到期兑付。

2018 年以来，中债增投资积极拓展政府性来源增信业务，深化与省级信用增进机构合作，进一步推动基础增信业务发展。2018 年一季度，中债增投资新增基础增信项目 12 个，增信金额 84.45 亿元；截至 2018 年 3 月底，中债增投资尚在增信责任期内基础增信项目 101 个，增信余额 1,015.95 亿元。

总体看，中债增投资积累了较丰富的项目和客户资源，创新业务品种不断推出，为中债增投资确立了市场地位，中债增投资的收入来源趋于多元化。

创新型业务

中债增投资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，中债增投资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。由于我国信用风险缓释工具业务的市场基础较薄弱，信用风险缓释工具的交易机制、法律关系等尚未建立健全，中债增投资目前更多的是以培育市场为出发点，以研究完善和推广应用为主，信用风险缓释工具业务规模相对较小，结构较为简单、透明，风险尚

在可控范围内。基于以上因素，中债增投资信用风险缓释工具业务在短期内将不会呈现规模化发展。

境外业务

在立足国内业务的同时，中债增投资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。目前中债增投资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。中债增投资于 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，中债增投资对此信托计划 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。

（3）风险管理分析

增信业务

截至 2017 年底，中债增投资尚在责任期内增信项目 90 个，涉及企业 73 家，增信余额 956.60 亿元。

成立之初，为迅速做大规模、扩大影响，中债增投资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，中债增投资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，中债增投资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 2017 年底，中债增投资 AA-及以上企业客户涉及增信责任余额 901.10 亿元，占全部增信责任余额的 94.19%。总体看，中债增投资增信责任余额以高信用等级企业客户为主。

表 12 截至 2018 年 3 月底中债增投资增信业务级别分布情况（单位：亿元、%）

主体级别	增信金额	增信金额占比
AA+及以上	451.35	44.43
AA	469.70	46.23
AA-	42.40	4.17
A+及以下	7.50	0.73
无评级	45.00	4.43
合计	1,015.95	100.00

资料来源：中债增投资提供资料，联合评级整理

从中债增投资增信余额的行业分布情况来看，2017 年底前五行业依次为投融资平台、金融、房地产、保障房项目和采矿行业。其中，第一大行业增信余额占比为 69.06%，前五行业增信余额合计占 96.92%，行业集中度高，但客户资质较好，整体风险可控。从增信余额的客户分布情况来看，中债增投资单一最大客户增信余额 36.00 亿元，占中债增投资净资产的 45.14%，此项目为安信证券股份有限公司债券项目；最大五家客户增信余额合计 128.00 亿元，为中债增投资净资产的 1.60 倍，客户集中度高，主要为小城镇项目和证券公司项目。从到期期限分布上看，2017 年中债增投资到期期限在 1 年内、1~2 年、2~3 年、3~5 年及 5 年以上的增信业务占比分别为 21.04%、21.09%、19.39%、26.61%和 11.86%。总体来看，中债增投资增信项目期限分布较均衡。

表 13 2018 年 3 月底增信业务到期期限分布情况（单位：亿元、%）

到期期限	增信金额	占比
1 年内	244.10	24.03
1~2 年	195.78	19.27
2~3 年	222.94	21.94

3~5 年	261.44	25.73
5 年以上	91.69	9.03
合计	1,015.95	100.00

资料来源：中债增投资提供资料，联合评级整理

中债增投资根据《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 2017 年底，中债增投资增信业务风险分类中 97%以上为正常项目，不良类（含次级、可疑、损失）项目增信责任余额占全部增信责任余额的 2.51%。截至 2017 年底，中债增投资增信业务累计计提风险准备金 19.41 亿元，相当于同期增信余额的 2.03%。

表 14 2018 年 3 月底中债增投资增信业务风险分类情况（单位：%）

项目	占增信金额
稳定一档	36.68
稳定二档	36.18
关注一档	21.23
关注二档	3.54
次级	2.36
可疑	--
损失	--
合计	100.00

资料来源：中债增投资提供资料，联合评级整理

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 2017 年底，中债增投资尚在增信责任期内投融资平台项目增信余额 660.60 亿元，占全部增信余额的 69.06%。但随着政府强力推行政府与融资平台债务偿还责任分离，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。为进一步提高中债增投资信用风险管理能力，2017 年中债增投资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中债增投资的风险政策，构建了适应中债增投资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，中债增投资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，中债增投资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。

2015 年中债增投资代偿规模为 0.29 亿元，发生的代偿在当年全额收回；2016 年由于区域集优项目风险暴露，代偿规模为 5.80 亿元，当年回收金额为 2.30 亿元；2017 年，中债增投资到期增信业务未发生代偿情况。

截至 2018 年 3 月底，中债增投资尚在责任期内增信项目 101 个，涉及企业 79 家，增信余额 1,015.95 亿元。其中，中债增投资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。2018 年 1—3 月，中债增投资到期增信业务未发生代偿情况。

总体看，中债增投资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；中债增投资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，中债增投资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

对于由中债增投资提供保护的信用风险缓释工具净头寸，中债增投资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，中债增投资制定了《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，中债增投资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，中债增投资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。

（4）财务分析

中债增投资提供了2015—2017年度财务报告以及2018年1—3月财务报表。其中，信永中和会计师事务所对中债增投资2015—2016年度财务报告进行了审计，致同会计师事务所对中债增投资2017年度财务报告进行了审计，审计意见均为无保留；2018年1—3月财务报表未经审计。

资金来源

中债增投资目前资本来源以资本金和利润留存为主，中债增投资根据资金业务的需要调整负债规模。2015—2017年，中债增投资均分配现金股利3.00亿元，近年来中债增投资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2017年底，中债增投资所有者权益79.76亿元，其中股本60.00亿元，盈余公积3.75亿元，未分配利润15.18亿元。未来，中债增投资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，中债增投资股东承诺在中债增投资发展需要时给予补充资本支持。

中债增投资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。中债增投资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，导致中债增投资负债规模呈现逐年下降状态。

表 15 中债增投资负债结构（单位：亿元）

项目	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年 3 月底
卖出回购金融资产	53.18	45.12	28.27	14.17
长期借款	10.69	14.71	19.17	19.17
风险准备金	17.51	18.49	19.41	19.70
其他	4.63	3.87	4.29	3.04
负债合计	86.01	82.19	71.14	56.08

资料来源：中债增投资审计报告及财务报表，联合评级整理

中债增投资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，中债增投资对风险准备金计提加大了计提力度。截至2017年底，中债增投资风险准备金余额19.41亿元，占同期增信余额的2.03%，占比较之前年度有所上升，对已发生代偿和存量项目的覆盖水平较好。

截至2017年底，中债增投资长期借款余额19.17亿元，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，中债增投资积极争取银行及其他机构授信。截至 2017 年底，中债增投资共获得 13 家机构合计 261 亿元的授信额度。

近年来，中债增投资负债规模和杠杆率呈逐年下降趋势，2017 年底中债增投资资产负债率为 47.14%。

截至 2018 年 3 月底，中债增投资所有者权益 81.40 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 3.75 亿元，未分配利润 17.26 亿元；负债规模为 56.08 亿元，其中风险准备金余额 19.70 亿元，资产负债率为 40.79%。

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

资产质量

近年来，受负债规模压缩的影响，中债增投资资产总额整体呈逐年下降的趋势，2017 年底资产总额为 150.91 亿元。中债增投资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。

表 16 中债增投资资产结构（单位：亿元）

项目	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年 3 月底
货币资金	0.39	0.24	0.53	0.35
贷款	--	1.49	1.37	1.37
同业资产	9.68	14.87	11.33	8.23
投资资产	124.48	112.99	112.61	104.07
其中：交易性金融资产	5.72	5.51	8.95	7.73
持有至到期投资	10.76	17.16	38.33	35.86
可供出售金融资产	108.00	86.85	56.16	49.84
其他资产	26.31	29.77	25.07	23.46
其中：应收代偿款	--	4.43	4.03	4.00
合计	160.86	159.36	150.91	137.48

资料来源：中债增投资审计报告及财务报表，联合评级整理

近年来，受买入返售金融资产规模的影响，中债增投资同业资产规模呈波动趋势。截至 2017 年底，中债增投资同业资产余额 11.33 亿元，其中买入返售金融资产余额 8.78 亿元，标的资产全部为债券。

在投资策略上，中债增投资以高信用等级、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自然到期情况合理降低债券类资产投资规模。同时，中债增投资合理增加权益类资产投资规模，完善大类资产配置，积极开展信用风险缓释工具等创新业务。中债增投资投资资产以可供出售金融资产为主，同时中债增投资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 2017 年底，中债增投资投资资产余额 112.61 亿元，占资产总额的 74.62%。其中，可供出售金融资产余额 56.16 亿元，其中债券投资余额 30.79 亿元、信托及资产管理计划投资余额 15.98 亿元、股票投资余额 9.57 亿元，计提可供出售金融资产减值准备余额 0.18 亿元；交易性金融资产余额 8.95 亿元，持有至到期投资余额 38.33 亿元，投资标的均为债券；投资性房地产余额 9.14 亿元，主要是中债增投资办公大楼完工，部分因出租转入此科目。此外，中债增投资投资资产还包括少量对联营企业的长期股权投资。

中债增投资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、同业存单、中短期票据、企业债以及公司债。截至 2017 年底，中债增投资国债、地方政府债券、政策性金融债券合计占债券投资总额的 34.73%，其余为短期融资券、中短期票据、公司债及企业债券。

等收益率较高的债券。中债增投资投资的债券外部评级普遍在 AA 及以上，其中 AA+及以上债券余额合计占债券投资余额的 90.96%，债券投资的信用风险可控。

2015 年中债增投资发生的代偿在当年全额收回；2016 年由于区域集优项目风险暴露导致应收代偿款明显增加，2016 年底余额为 4.43 亿元；2017 年中债增投资未发生代偿。近年来，中债增投资其他资产规模较大，主要是由于中债增投资办公大楼完工，部分转入固定资产所致。截至 2017 年底，中债增投资其他资产余额 25.07 亿元，其中固定资产余额 13.43 亿元；应收代偿款 4.03 亿元。

2018 年以来，中债增投资资产总额呈持续下降趋势。截至 2018 年 3 月底，中债增投资资产总额为 137.48 亿元，其中投资资产余额 104.07 亿元，主要投资品种为债券。

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

盈利能力

中债增投资营业收入主要由增信业务收入和投资收益构成。近年来，中债增投资营业收入呈逐年下降趋势，2017 年实现营业收入 12.66 亿元，其中租金收入 0.29 亿元，为中债增投资部分办公大楼出租收入。

表 17 中债增投资收益指标（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1—3 月
营业收入：	13.95	13.23	12.66	3.66
其中：增信业务收入	7.51	6.97	6.66	1.77
投资收益	6.26	5.59	5.38	1.43
利息收入	0.05	0.17	0.30	0.05
营业成本：	9.84	4.14	5.01	0.88
其中：提取风险准备金	6.33	0.98	0.92	0.29
业务及管理费	1.85	1.57	1.79	0.27
利息支出	1.04	0.99	1.33	0.35
净利润	3.13	6.96	5.86	2.08
总资产收益率	2.24	4.35	3.78	-
净资产收益率	4.25	9.16	7.46	-

资料来源：中债增投资审计报告及财务报表，联合评级整理

中债增投资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，中债增投资增信业务议价能力较强。近年来，由于增信业务发展趋缓，中债增投资增信业务收入呈下降趋势，2017 年实现增信业务收入 6.66 亿元，占营业收入的 52.58%。

近年来，随着投资资产规模的压缩，中债增投资投资收益规模逐年下降，主要以债券利息收入为主。2017 年，中债增投资实现投资收益 5.38 亿元，占营业总收入的 42.51%。

中债增投资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。2015 年，中小企业增信业务面临的信用风险逐渐暴露，中债增投资加大了拨备力度，提取风险准备金支出规模较大；2016 年以来，由于高风险区域集优项目大量到期，风险准备金计提规模大幅下降。2015—2017 年，中债增投资分别提取风险准备金 6.33 亿元、0.98 亿元和 0.92 亿元。2017 年，中债增投资业务及管理费 1.79 亿元，相当于营业收入的 14.15%，营业费用整体保持在合理范围。2017 年，中债增投资利息支出 1.33 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，中债增投资净利润水平呈波动状态。2015 年，受投资风险准备金计提规模上升、负债

规模增长导致的利息支出上升以及投资收益波动等因素影响，中债增投资净利润有所下降；2016年，由于风险准备金计提规模大幅下降，中债增投资净利润明显增加；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，中债增投资净利润有所下降。2017年，中债增投资实现净利润5.86亿元，总资产收益率及净资产收益率分别为3.78%和7.46%。

2018年1—3月，中债增投资实现营业收入3.66亿元，其中增信业务收入1.77亿元，投资收益1.43亿元；营业支出0.88亿元，其中提取风险准备金0.29亿元，利息支出0.35亿元；2018年1—3月，中债增投资实现净利润2.08亿元。

总体看，中债增投资营业收入以增信业务和投资业务收入为主，近年来呈逐年下降趋势；随着办公大楼的交付使用，租金收入使中债增投资收入趋于多元化，整体盈利水平较好。

现金流

中债增投资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，如果中债增投资不能足额追偿，中债增投资将以自有资本承担相应的损失。中债增投资实际代偿能力主要受中债增投资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。联合评级在评估中债增投资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产时，考虑了中债增投资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，由于中债增投资未发生代偿，中债增投资经营活动产生的现金流由净流出转为净流入状态；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，2017年呈净流出状态。总体看，中债增投资现金流整体有所改善。

表 18 中债增投资现金流情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1—3 月
经营活动产生的现金流量净额	1.90	-3.06	2.97	0.85
投资活动产生的现金流量净额	-30.72	10.12	12.30	12.24
筹资活动产生的现金流量净额	29.06	-7.51	-14.60	-15.47
现金及现金等价物净增加额	0.24	-0.45	0.60	-2.38
期末现金及现金等价物余额	2.87	2.42	3.02	0.70

资料来源：中债增投资审计报告及财务报表，联合评级整理

代偿能力与资本充足性

由于中债增投资净资产有所增长，净资产增信倍数较上年底有所下降，截至2017年底，中债增投资净资产为79.76亿元，净资产增信倍数为11.99倍，较2016年底有所下降。

表 19 中债增投资资本充足性指标（单位：亿元、%）

项目	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年 3 月底
增信余额	973.03	936.10	956.60	1,015.95
净资产	74.84	77.18	79.76	81.40
净资产增信倍数	13.00	12.13	11.99	12.48

资料来源：中债增投资提供资料，联合评级整理

截至2018年3月底，中债增投资净资产为81.40亿元，净资产增信倍数为12.48倍，较2017年

底有所上升。

总体看，中债增投资作为国内首家专业债券信用增进机构，经过近年来的经营实践，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，中债增投资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，中债增投资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。经联合评级评定，中债增投资主体长期信用等级为 AA^{Api}，评级展望为“稳定”，该信用等级反映了中债增投资的担保代偿能力极强，违约风险极低。

3. 债权保护条款分析

为确保本期债券募集资金规范使用、按时足额偿付，公司制定了有效保障措施和具体工作计划，包括：（1）聘请张家口银行为本期债券债权代理人，并与其签订了《债权代理协议》和《债券持有人会议规则》；（2）与张家口银行签订了《募集资金托管账户监管协议》和《偿债资金专户监管协议》。

根据《募集资金托管账户监管协议》和《偿债资金专户监管协议》，公司将在张家口银行开设募集资金专项账户（以下简称“募集专户”）及偿债资金专户（以下简称“偿债专户”）。张家口银行监督公司按照本期债券最终核准用途使用募集专户内资金，偿债专户内资金仅能划付至本期债券托管机构指定的银行账户；在本期债券还本付息日（T 日）前 5 个工作日（即 T-5 日），如张家口银行确认偿债专户内的资金足够支付当期债券本息，则于当日向公司报告，如偿债专户内没有足够的资金用于支付当期债券本息，张家口银行应于当日通知公司要求补足；在 T-3 日，如公司仍未补足用于支付当期本期债券本息的资金，张家口银行将在 T-2 日书面通知公司。

根据《债权代理协议》公司应在知悉或应当知悉影响其资信的相关事项后的三个工作日内，书面告知张家口银行和全体债券持有人；根据《债券持有人会议规则》，在拟变更《募集说明书》的约定、公司不能按期支付本期债券本息等事项时，应当召开债券持有人会议，债券持有人会议决议须经出席债券持有人会议的债券持有人所持表决权的 1/2 以上通过。免除或者减少公司本期债务项下义务的决议需经出席债券持有人会议的债券持有人所持表决权的 2/3 以上通过。

总体来看，《债权代理协议》《债券持有人会议规则》《募集资金托管账户监管协议》和《偿债资金专户监管协议》降低了操作风险，有助于本期债券募集资金的合规使用及偿债资金的按时偿付。

十、法律意见

公司聘请河北隆业律师事务所担任本期债券发行律师，就本期债券发行出具了法律意见书（隆律法字〔2019〕525 号）。律师认为本期债券发行已经具备《证券法》《公司法》《管理条例》《暂行办法》等有关法律、法规的各项实质条件，公司已取得所需的各项批准及授权。

十一、综合评价

公司作为张家口市国资委下属的大型国有集团企业，经过多年的发展，已形成了以房地产开发、装备制造、工程施工及委托代建、工程服务、市政服务为主的多元业务结构，整体抗风险能力较强；

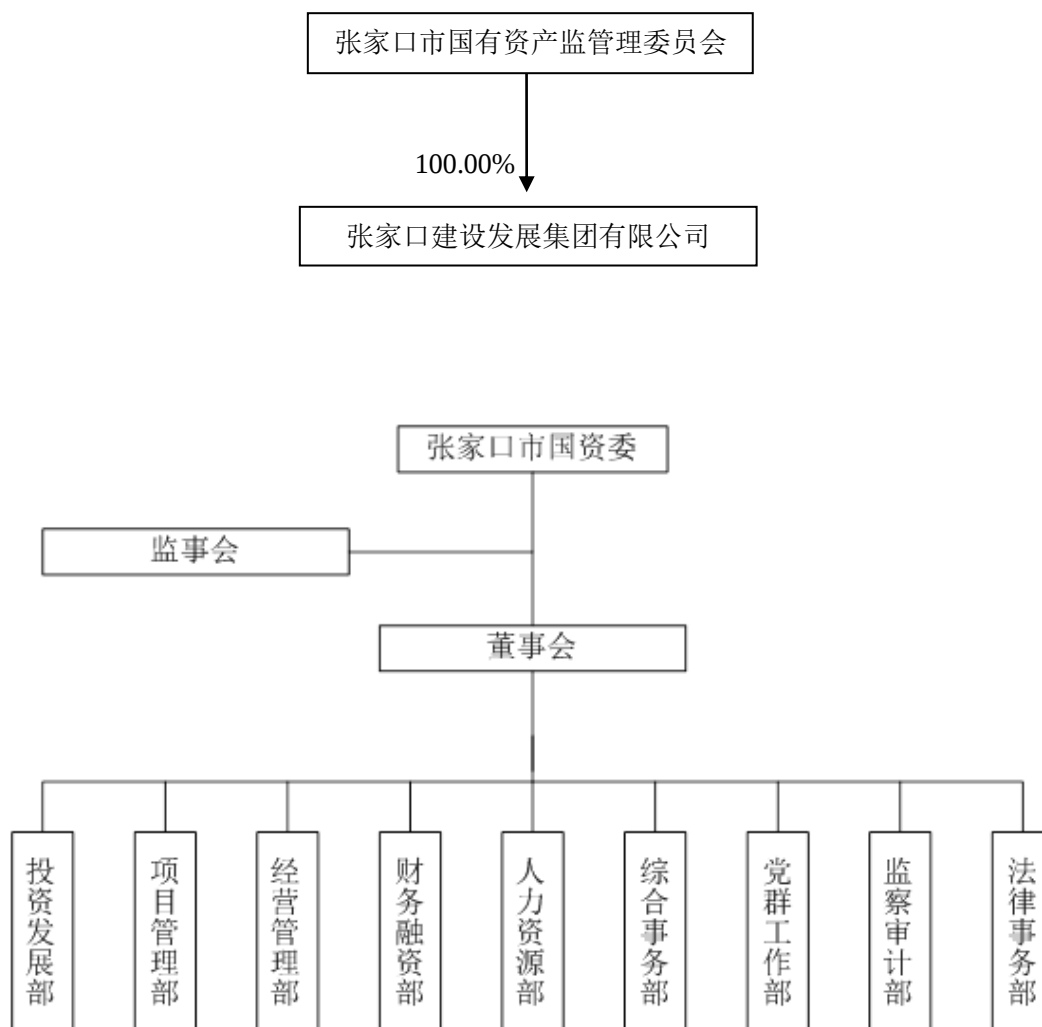
公司作为张家口市重要基础设施建设主体之一，在资本注入、政府补助等方面持续获得有力的外部支持。同时，联合评级也关注到公司未来计划投资规模大、对外部融资需求强、债务负担较重且面临一定短期偿债压力、盈利能力较弱等对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司具有业务多元化优势，同时面临京津冀协同发展、2022 年冬奥会及张家口可再生能源示范区的发展机遇，收入有望实现新的增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

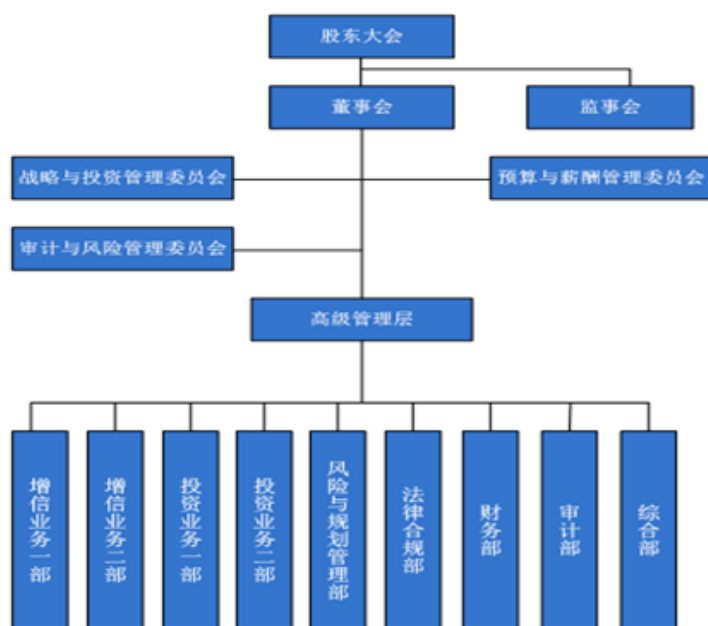
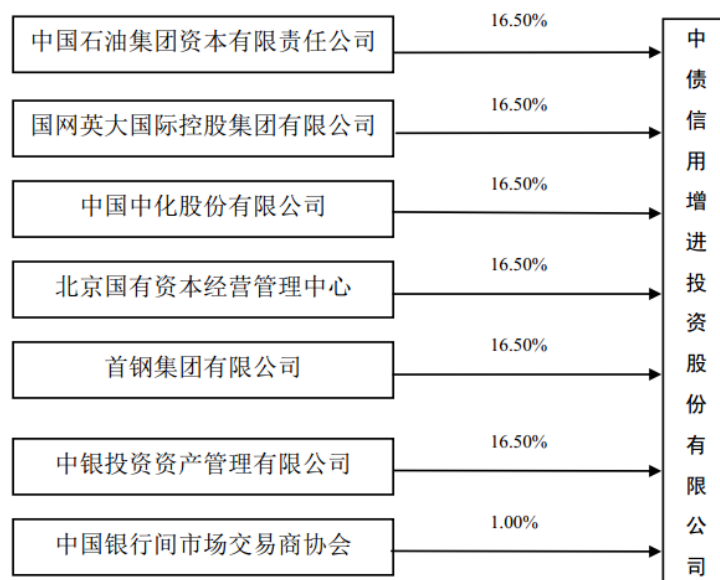
中债增投资为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合评级评定，中债增投资主体长期信用等级为 **AAApi**，评级展望为“稳定”，该信用等级反映了中债增投资担保实力极强，显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

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

附件 1-1 张家口建设发展集团有限公司
股权结构图及组织架构图（截至 2018 年底）



附件 1-2 中债信用增进投资股份有限公司
股权结构图及组织架构图（截至 2018 年 3 月底）



附件 2-1 张家口建设发展集团有限公司 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	111.48	124.28	146.77
所有者权益（亿元）	24.23	40.04	41.03
短期债务（亿元）	30.45	32.96	35.99
长期债务（亿元）	31.60	24.81	20.47
全部债务（亿元）	62.05	57.76	56.45
营业收入（亿元）	5.47	5.40	5.23
净利润（亿元）	0.40	1.98	0.81
EBITDA（亿元）	2.29	5.22	3.53
经营性净现金流（亿元）	0.68	0.79	0.11
应收账款周转次数（次）	4.02	2.27	1.68
存货周转次数（次）	0.21	0.21	0.18
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.04
现金收入比率（%）	64.49	65.38	84.64
总资本收益率（%）	1.95	4.61	2.74
总资产报酬率（%）	1.65	3.76	1.98
净资产收益率（%）	1.68	6.16	1.99
营业利润率（%）	31.40	23.30	24.43
费用收入比（%）	38.59	66.28	66.30
资产负债率（%）	78.27	67.78	72.05
全部债务资本化比率（%）	71.92	59.06	57.91
长期债务资本化比率（%）	56.60	38.25	33.28
EBITDA 利息倍数（倍）	0.81	1.44	1.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.09	0.06
流动比率（倍）	1.48	1.24	1.27
速动比率（倍）	1.14	0.87	0.93
现金短期债务比（倍）	0.34	0.26	0.70
经营现金流动负债比率（%）	1.31	1.42	0.17
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.29	0.65	0.44

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算

附件 2-2 中债信用增进投资股份有限公司 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	160.86	159.36	150.91	137.48
负债总额（亿元）	86.01	82.19	71.14	56.08
所有者权益（亿元）	74.84	77.18	79.76	81.40
营业收入（亿元）	13.95	13.23	12.66	3.66
利润总额（亿元）	4.11	9.11	7.64	2.78
净利润（亿元）	3.13	6.96	5.86	2.08
总资产收益率（%）	2.24	4.35	3.78	--
净资产收益率（%）	4.25	9.16	7.46	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2018 年 1-3 月财务报表未经审计

附件 3-1 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

附件 3-2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
年均增长率或变动率	(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%
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产×100%
融资性担保放大倍数	期末融资性担保责任余额/净资产
各项风险准备金之和	期末未到期责任准备金+期末担保赔偿准备金+期末一般风险准备金
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债
长期债务	长期借款+应付债券
全部债务	短期债务+长期债务
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和×100%
担保赔付率	当期代偿额/当期担保业务收入×100%
拨备覆盖率	各项风险准备金之和/期末担保代偿余额×100%
可快速变现资产/担保责任余额	期末可快速变现资产余额/期末担保责任余额×100%
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额×100%
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) / 资产总额×100%
担保业务收入贡献度	担保业务收入/营业收入×100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。



营业执照

(副本)
统一社会信用代码 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司
类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所 天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508
法定代表人 万华伟
注册资本 叁仟万元人民币
成立日期 二00二年五月十日
营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

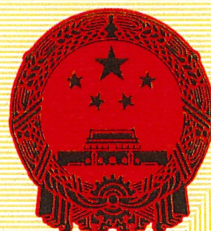
从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关

2018 年 07 月 09 日

每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,
逾期列入经营异常名录



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：万华伟

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

编号：ZPJ005

中国证券监督管理委员会(公章)

2018年 8月 29日

仅限评级业务使用
复印无效