

信用评级公告

联合〔2022〕5223号

联合资信评估股份有限公司通过对张家口建设发展集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持张家口建设发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“21 张家建设 MTN001”和“20 张家建设 MTN001”信用等级为 AA，“19 张建发/19 张建发”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十四日

张家口建设发展集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
公司-张家口建设发展集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
担保方-中债信用增进投资股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 张家建设 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
20 张家建设 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19 张建发/19 张建发	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 张家建设 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/09/10
20 张家建设 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/04/22
19 张建发/ 19 张建发	8.00 亿元	8.00 亿元	2026/10/15

评级时间：2022 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对张家口建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了公司作为张家口市重要的基础设施投资建设和国有资本运营主体，跟踪期内，公司外部发展环境良好，在资本注入和政府补助等方面持续获得较大的外部支持。同时，联合资信也关注到公司存在一定的资本支出压力、债务负担较重以及资金占用明显等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着张家口市基础设施建设的推进和公司多元化业务的发展，公司业务有望保持稳定。

“19 张建发/19 张建发”设置了分期偿还条款，有利于减轻公司的集中偿付压力。同时，“19 张建发/19 张建发”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评估，中债增进主体长期信用级别为 AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了“19 张建发/19 张建发”的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 张家建设 MTN001”和“21 张家建设 MTN001”信用等级为 AA，维持“19 张建发/19 张建发”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司外部发展环境良好。2021 年，张家口市经济和财政实力保持增长，公司外部发展环境良好。
2. 持续获得较大的外部支持。2021 年，张家口市人民政府国有资产监督管理委员会以注册资本金的形式向公司拨付 450.00 万元，公司在资本注入和政府补助等方面持续获得较大的外部支持。

关注

1. 存在一定的资本支出压力。公司自主投资的文化旅游板块、医疗教育板块、园区开发等项目待投资规模较大，

分析师：

倪 昕 (R0040218020005)

崔 莹 (R0040218080002)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

覆盖行业较广, 公司存在一定的资本支出压力, 未来运营情况有待关注。

2. 公司债务负担较重, 短期偿债压力较大。2021 年, 公司债务规模大幅增长, 截至 2022 年 3 月末, 公司全部债务 114.55 亿元, 资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.77% 和 61.18%, 现金短期债务比 0.35 倍, 债务负担较重, 短期偿债压力较大。

3. 资金占用明显。公司资产中其他应收款、存货和在建工程占比较大, 对公司资金形成较大占用。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	30.06	33.52	20.86	15.55
资产总额 (亿元)	164.58	194.09	224.02	225.51
所有者权益 (亿元)	65.14	71.84	72.65	72.69
短期债务 (亿元)	40.16	17.01	48.63	44.12
长期债务 (亿元)	29.11	75.19	65.01	70.43
全部债务 (亿元)	69.26	92.21	113.64	114.55
营业收入 (亿元)	5.54	14.01	12.68	1.93
利润总额 (亿元)	0.97	0.64	0.66	0.05
EBITDA (亿元)	3.99	5.49	5.21	--
经营性净现金流 (亿元)	0.19	0.60	0.61	0.39
营业利润率 (%)	8.25	9.05	12.93	41.50
净资产收益率 (%)	1.40	0.71	0.73	--
资产负债率 (%)	60.42	62.99	67.57	67.77
全部债务资本化比率 (%)	51.53	56.21	61.00	61.18
流动比率 (%)	131.90	220.23	111.19	114.90
经营现金流动负债比 (%)	0.29	1.47	0.74	--
现金短期债务比 (倍)	0.75	1.97	0.43	0.35
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.66	1.14	1.02	--
全部债务/EBITDA (倍)	17.37	16.80	21.80	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额 (亿元)	94.51	113.08	116.48	113.65
所有者权益 (亿元)	45.06	46.09	41.64	41.01
全部债务 (亿元)	27.56	42.14	43.82	41.78
营业收入 (亿元)	0.26	0.98	0.67	0.07
利润总额 (亿元)	1.40	0.69	1.18	-0.03

资产负债率 (%)	52.32	59.24	64.25	63.92
全部债务资本化比率 (%)	37.95	47.76	51.27	50.46
流动比率 (%)	204.21	212.83	122.94	119.75
经营现金流动负债比 (%)	0.23	0.50	0.44	--

注：1. 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；2. 本报告将其他应付款和其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 张家建设 MTN001	AA	AA	稳定	2021/08/31	倪昕 黄旭明	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读原文
20 张家建设 MTN001	AA	AA	稳定	2021/06/29	倪昕 崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
	AA	AA	稳定	2019/10/08	唐立倩 楚方媛 马晓驭	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 张建设/19 张建设	AAA	AA	稳定	2021/06/29	倪昕 崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
	AAA	AA	稳定	2019/06/28	唐立倩 楚方媛	城市基础设施投资企业信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受张家口建设发展集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

张家口建设发展集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于张家口建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东由张家口市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“张家口市国资委”）变更为张家口国控资产管理集团有限公司（以下简称“张家口国控集团”）。截至2022年3月末，公司注册资本7.15亿元，实收资本7.30亿元（实收资本大于注册资本系工商变更尚未完成），张家口国控集团持有公司100.00%股权，为公司唯一股东，公司实际控制人仍为张家口市国资委。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，截至2022年3月末，公司本部设战略发展部、项目管理部、运营管理部、财务融资部等9个职能部门，纳入合并范围的一级子公司共30家。

截至2021年末，公司资产总额224.02亿元，所有者权益72.65亿元（少数股东权益2.20亿元）。2021年，公司实现营业收入12.68亿元，利润总额0.66亿元。

截至2022年3月末，公司资产总额225.51亿元，所有者权益72.69亿元（少数股东权益2.18亿元）。2022年1—3月，公司实现营业收入1.93亿元，利润总额0.05亿元。

公司地址：河北省张家口市经济开发区朝阳西大街27号主城区污水管网维护中心11、12、13层。公司法定代表人：孙强。

三、债券概况和募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券见下表。截至2022年5月末，“21张家建设MTN001”和“20张家建设MTN001”募集资金已按资金用途使用完毕；“19张建发/19张建发”募集资金中4.80亿元用于子公司张家口西山创投科技有限公司（以下简称“西山创投公司”）发起设立的“生命科学园项目”，3.20亿元用于补充流动资金，已按资金用途使用完毕。跟踪期内，公司已按时足额付息，“21张家口MTN001”尚未到首个付息日。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21 张家建设 MTN001	5.00	5.00	2021/09/10	3 年
20 张家建设 MTN001	5.00	5.00	2020/04/22	3 年
19 张建发/19 张建发	8.00	8.00	2019/10/15	7 年
合计	18.00	18.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长

4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，

但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度

中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期

计算的几何平均增长率，下同。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要

把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与合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。

2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门

出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按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，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政

部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

2021 年，张家口市经济和财政实力保持增长，公司外部发展环境良好。

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。张家口市是京津冀经济区、首都经济圈和城市群体中的重要组成部分，在京津冀协同发展战略实施下将实现升级发展。

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 4000 万千瓦以上，太阳能发电可开发量达 3000 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，以下简称“可再生能源示范区发展规划”），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。

根据《张家口市 2021 年国民经济和社会发展统计公报》，2021 年张家口市实现地区生产总值 1727.80 亿元，比上年增长 6.3%。其中，第一产业增加值 278.3 亿元，增长 6.7%；第二产业增加值 478.7 亿元，增长 1.7%；第三产业增加值 970.8 亿元，增长 8.3%。三次产业结构为 16.1：27.7：56.2。全市人均生产总值为 4.20 万元，比上年增长 7.2%。

根据《张家口市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告》，2021 年，张家口市实现一般公共预算收入 186.37 亿元，同比增长 6.21%，其中税收收入 93.36 亿元，占比 50.09%；一般公共预算支出 542.45 亿元，同

比下降 16.05%，财政自给率²34.36%，财政自给能力较弱；实现政府性基金收入 133.76 亿元，同比下降 4.37%，主要系国有土地收益基金收入下降所致。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东由张家口市国资委变更为张家口国控集团。截至2022年3月末，公司注册资本7.15亿元，实收资本7.30亿元（实收资本大于注册资本系尚未完成工商变更），张家口国控集团持有公司100.00%股权，为公司唯一股东，公司实际控制人仍为张家口市国资委。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司仍是张家口市重要的基础设施投资建设和国有资本运营主体，业务多元化发展。

跟踪期内，张家口市国资委将其持有的张家口通泰控股集团有限公司（以下简称“通泰集团”）95.51%股权、张家口市交通建设投资控股集团有限公司（以下简称“交投集团”）100.00%股权和公司 100.00%股权无偿划拨至张家口国控集团。其中，通泰集团主要负责张家口市的高速公路建筑施工、现代物流以及新能源等业务；交投集团主要负责张家口市高铁站运营和公路交通等交通相关的建设、投资和运营管理业务；公司主要负责张家口市的基础设施投资建设、医疗教育和农牧食品加工等业务，形成了城建工程、医疗教育、节能环保、农业投资、金融投资和文化旅游六大业务板块，公司仍是张家口市重要的基础设施投资建设和国有资本运营主体，业务多元化发展。

截至 2022 年 5 月末，除公司股东张家口国控集团外，张家口市其他主要的基础设施

建设和投资主体包括张家口市政开发建设控股集团有限公司（主要负责热力、路灯管理和自来水等业务）、张家口文化旅游投资集团有限公司（主要负责文化旅游项目的开发、建设和投资）、张家口兴垣投资管理有限公司（主要负责冬奥会相关项目的建设和运营）和张家口建设投资集团有限公司（主要负责棚户区改造业务）。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（中征码：1307020000171976），截至2022年5月24日，公司本部无未结清的关注类和不良类信贷信息记录；已结清信贷信息记录中有两笔关注贷款，均已正常还款，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类贷款，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类；对外担保关注类余额4.80亿元，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。

截至2022年6月23日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事会及监事会成员发生变动，对公司章程进行了修正。截至 2022 年 3 月末，公司总经理仍缺位。

跟踪期内，杜居正不再任公司监事，因职工董事换届，何晓辉、郭丽不再任职工董事一职；米国梁、梁儒博不再任公司职工监事。

公司新增3个外部董事郝旭光、高永涛和李强；新增董事成员邓艳红；新增非职工监事韩郁，职工监事白占存和刘海兵。截至2022年3月末，公司总经理仍暂时缺位。

跟踪期内，因股东变更，公司对公司章程进行了修正。修正后，公司仍不设股东会，由

² 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

张家口国控集团对公司履行出资人职责，享有出资人权益，行使审核公司战略和发展规划、审核管理公司年度投资计划、审核批准董事会的年度工作报告、在董事会成员中指定董事长和副董事长（兼任总经理）、指定监事会主席等职权，张家口国控集团可派人列席公司董事会和董事会专门委员会的会议。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务板块较为多元，2021 年，受工程结算收入下降影响，公司主营业务收入有所下降，综合毛利率略有提升。

2021 年，公司实现营业收入 12.68 亿元，主营业务收入占比仍超过 90.00%。

2021 年，公司主营业务收入较上年下降 11.31%。分业务板块看，工程结算收入较上年

下降 29.17%，主要系空心村项目确认的收入减少所致；房地产业务收入较上年小幅下降 0.18%；装备制造业务受每年订单需求影响，收入规模较上年增长 12.82%；工程服务收入较上年增长 1.79%；市政服务收入较上年下降 6.10%；公司能源环保业务收入较上年增长 36.98%，主要系环保设备销售及运营维护收入增长所致。公司其他业务种类较多，主要为物业管理、汽车租赁、酒店、咨询顾问服务和会议会展等。

毛利率方面，2021 年，公司主营业务毛利率较上年增长 2.91 个百分点，主要系各业务板块毛利率有所增长、能源环保业务毛利率略有下降以及市政服务业务亏损扩大等综合影响所致。

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.93 亿元，综合毛利率为 43.26%。

表 3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
工程结算	62855.51	47.31	7.52	44522.61	37.78	9.71	7183.90	40.55	46.92
房地产业务	25720.56	19.36	3.33	25673.35	21.79	4.87	77.23	0.44	36.74
装备制造	8888.45	6.69	20.09	10028.27	8.51	22.90	1914.41	10.81	51.88
工程服务	6708.39	5.05	53.02	6828.38	5.79	54.55	1384.67	7.82	60.94
市政服务	10409.90	7.84	-44.58	9774.70	8.30	-52.77	1542.15	8.70	-10.94
能源环保	5309.83	4.00	55.51	7273.28	6.17	52.55	1737.79	9.81	65.16
其他业务	12969.59	9.76	11.36	13734.91	11.66	19.38	3875.60	21.88	27.07
合计	132862.24	100.00	8.06	117835.51	100.00	10.97	17715.75	100.00	40.92

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）工程结算

2021 年，受空心村项目确认的收入减少影响，公司工程结算收入下降，整体回款效率较低。

跟踪期内，公司工程结算业务仍包括市场化的工程施工业务，以及承接政府单位的委托代建业务，业务模式均未发生变化。

工程施工业务采用市场化方式运营，公司主要从事张家口市公路、桥梁、隧道工程建设施工。公司通过投标的方式获得工程建设

项目，按照合同约定进行项目的施工建设，经验收合格后取得收益，该部分业务规模较小。

委托代建业务的收入确认依赖于项目完工结算进度。委托代建业务运作模式分为两种。①统一规划管理模式：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代建管理费模式：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。

2021 年，工程结算业务板块实现收入 4.45 亿元，较上年下降，主要系空心村项目确认的收入减少所致。同期，公司工程结算毛利率有所增长，主要系各施工项目毛利率不同，以及仅计提管理费的委托代建业务收入占比各年度不同所致。

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建委托代建项目总投资 32.49 亿元，已投资 28.30 亿元，尚需投资 4.19 亿元。其中代建管理模式项目 5 个，统一规划管理模式的空心村项目 3 个，根据合同约定累计回款 4.13 亿元，回款程度较低。

表 4 截至 2022 年 3 月末公司主要委托代建在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	委托方	项目周期	总投资	已投资额	已回款金额
代建管理模式						
1	张家口市第四中学新建校区	张家口市第四中学	2018—2022 年	3.54	3.60	280.00 万元
2	廉政教育基地	张家口市纪律检查委员会	2020—2022 年	6.36	3.30	333.00 万元
3	来远堡施工项目	张家口市长城保护管理处	2020—2022 年	0.50	0.45	19.00 万元
4	新寺遗址文物保护棚（万里茶道文创展厅）项目	张家口市长城保护管理处	2020—2022 年	0.30	0.22	9.00 万元
5	大境门长城国家公园项目长城博物馆展陈馆布展项目	张家口市长城保护管理处	2020—2022 年	0.21	0.18	6.30 万元
小计	--	--	--	10.91	7.75	0.06
统一规划管理模式						
1	沽源空心村项目	沽源县农业农村局	2019.04—2020.11	12.31	12.26	2.71
2	万全空心村治理项目	张家口市万全区农业农村局	2020.03—2022.03	4.87	4.87	0.76
3	尚义空心村	尚义县农业农村局	2020.06—2021.11	4.40	3.42	0.60
小计	--	--	--	21.58	20.55	4.07
合计	--	--	--	32.49	28.30	4.13

注：沽源空心村项目和尚义空心村尚未完成投资，项目已超期
资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月末，公司无拟建的委托代建项目。

（2）工程服务

依托公司原股东张家口市住建局的工程服务资源，2021 年公司工程服务板块收入小幅增长，毛利率仍保持较高水平。

公司工程服务收入主要由检测服务、监理服务、设计服务及招标代理收入构成，业务获取主要依托公司原股东张家口市住建局的工程服务资源。2021 年，工程服务收入为 0.68 亿元，较上年小幅增长，毛利率仍保持较高水平。2022 年 1—3 月，工程服务收入为 0.14 亿元，毛利率为 60.94%。

（3）市政服务

市政服务板块为张家口市主城区污水和垃圾处理、崇礼滑雪场调水业务，公司负责的再生水处理业务具备专营优势。受厂房和设备前期摊销成本较高以及冬奥核心区污水处理业务未结算收入的影响，市政板块 2021 年毛利率下降明显。

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（以下简称“大唐热电”），用于发电冷却用水；调水业务主要服务范围在崇礼滑雪场。

2021 年，公司市政服务板块收入较上年略有下降，但毛利率下降明显，主要系污水处理业务亏损扩大所致。由于污水处理费的征收一般执行政府指导价，在收支基本保持平衡的同时，厂房、管网折旧率较高导致污水处理毛利率为负值；同时，二级子公司张家口鸿源污水处理有限公司主要负责崇礼冬奥核心区污水处理厂的运营，2021 年产生运营成本但未结算收入，因此公司污水处理业务毛利

率大幅下降。2022 年 1—3 月，公司市政服务收入为 0.15 亿元，毛利率为-10.94%。

（4）房地产业务

截至 2022 年 3 月末，受公司定位和业务调整影响，公司房地产业务尚需投资规模不大，无拟建房地产开发项目及土地储备。

公司的房地产业务主要集中在张家口市区，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（以下简称“城达地产”）、张家口市华瑞房地产开发有限责任公司（以下简称“华瑞地产”）、张家口市世方房地产开发有限责任公司（以下简称“世方地产”）、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（以下简称“建发地产”），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。

截至2022年3月末，公司已完工可售房地产项目主要包括文华苑住宅小区、南华嘉园和东麓泽安小区等，销售进度均在93%以上；主要在售房地产项目见下表，尚需投入5.96亿元，待售面积14.98万平方米，受公司定位和业务调整影响，公司房地产业务尚需投资规模不大，同期末，公司房地产板块无拟建房地产开发项目及土地储备。

表 5 截至 2022 年 3 月末公司主要在售房地产项目情况（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	26.61	3.65	37.43	28.66	8.77	848	4.56
	车库、车位				4.46	1.42	3.04	1593	
天泽骏景	商业、住宅	9.33	7.02	2.31	23.43	20.39	3.04	265	5.18
	车库、车位				0.44	0.31	0.13	74	
合 计	--	39.59	33.63	5.96	65.76	50.78	14.98	2780	9.74

资料来源：公司提供

（5）装备制造

公司装备制造板块销售客户主要为政府部门和央企单位，该业务对政府订单的依赖度高，毛利率水平仍较高。

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、运输半挂车以及装配式建筑新型环保材料制造销售业务。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，该业务对政府订单的依赖度高，2021 年毛利率水平仍较高。

（6）自营项目

公司自营项目覆盖污水处理、医疗、教育和农业等板块，存在一定的资本支出压力，部分项目进入试运营阶段，未来运营情况有待关注。

截至 2022 年 3 月末，公司自营项目覆盖污水处理、医疗、教育和农业等板块，部分项目进入试运营阶段，未来运营情况有待关注。

文化旅游

公司以现有的旅游资源（大境门综合改造项目）为切入点，以京张体育文化旅游带为契机，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 8.05 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，张家口桥西区政府负责项目具体拆迁工作。截至 2022 年 3 月末，大境门综合改造项目已投资 7.40 亿元，公司前期项目投入依靠未来旅游景区收入平衡。

农业投资

根据张家口市人民政府保障北京 2022 年冬奥会食品供应体系建设的定位，公司成立张家口农业投资发展有限公司（以下简称“张家口农投公司”），2021 年该公司完成了冬奥会及冬残奥会张家口赛区餐饮服务保

障任务，未来公司计划通过整合张家口农业产业，承担张家口市“菜篮子”工程建设，成为张家口市农业方面的龙头企业。

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《农业项目合作开发框架协议》，协议约定围绕2022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。2018年6月，公司同沽源金莲川牧业有限公司原股东签订《股权转让协议》，受让原股东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。

截至2022年3月末，公司现代农业板块在建项目1个，张家口农投食品农产品产业园项目，计划投资5.29亿元，已投资3.95亿元；张家口果蔬标准化种植基地项目（一期）已进入运营期，面积约300亩，计划采用无土栽培技术、精准节水灌溉系统和智能化生产管理体系，发展浆果示范产区，2021年树莓产能43.49吨，实现收入70.25万元。

健康医疗

张家口市人民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，计划投资额8.89亿元，截至2022年3月末已投资8.59亿元，项目设置床位499张，项目获得张家口市财政资金支持2.81亿元。2022年，河北华奥医院为冬奥会和冬残奥会张家口赛区提供了医疗保障。

园区开发

截至2022年3月末，公司园区开发在建项目有生命科技园项目1个，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。生命科学园功能定位为打

造生物医药公共服务平台，项目总投资12.00亿元，截至2022年3月末，该项目已全部建成并投入运营，已产生厂房租金收益。

教育板块

公司作为社会资本方推进全市建设24所幼儿园PPP项目教育工程，项目总体投资5.65亿元，该项目已纳入财政部PPP项目库，未来拟将通过获得教育相关补贴及运营收益以平衡经营成本，截至2022年3月末，该项目已完工，于2021年9月份开园招生。

节能环保

公司节能环保板块新增运营项目为张家口餐厨垃圾处理项目，于2021年9月进入试运营期。截至2022年3月末，公司设备可承载处理量为60吨/日，前期试运行阶段公司日均处理餐厨废弃物10吨/天，累计生产并销售粗油脂约155吨。截至2022年3月末，粗油脂已完成两次销售工作，储备合规粗油脂收购单位3家。公司与张家口农投公司对接，拓展有机肥产品销售渠道，并与合作单位北京嘉博文生物科技有限公司签订合作协议，对有机肥产品开展回购工作。

截至2022年3月末，公司主要在建自营项目计划总投资37.48亿元，项目资金来源主要为财政拨款和自筹，已实现投资33.96亿元。

表6 截至2022年3月末公司主要自营在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目周期	总投资	已投资额
1	张家口经济开发区博物馆、图书馆、档案馆	2014年—2022年	11.20	10.51
2	河北华奥医院有限公司项目	2017年—2022年	8.89	8.59
3	大境门综合改造项目	2009年—2022年	8.05	7.40
4	张家口农投食品农产品产业园项目（含二期）	2019年—2022年	5.29	3.95
5	张家口医疗废弃物处理项目	2018年—2022年	0.42	0.38
6	张家口市主城区污水处理厂改造工程	2020年—2022年	3.63	3.13

序号	项目名称	项目周期	总投资	已投资额
合计		--	37.48	33.96

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月末，公司拟建自营项目共 5 个，计划投资额共计 14.89 亿元，未来存在一定的资本支出压力，

表 7 截至 2022 年 3 月末公司主要拟建自营项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资
1	张家口市主城区第二污水处理厂及配套管网项目	8.96
2	张家口现代农产品供应链体系建设项目	3.21
3	张家口市城市运行智慧污水建设项目	1.10
4	张家口市市政污泥无害化资源化处置项目	0.87
5	张家口市级农产品区域公用服务系统项目	0.75
合计		14.89

资料来源：公司提供

3. 未来发展

随着京津冀协同发展战略推行，以张家口可再生能源示范区、张家口首都水源涵养功能区和生态环境支撑区发展推进为契机，公司未来将继续围绕城建工程、医疗教育、节能环保、农业投资、金融投资和文化旅游六大板块转型发展。

城建工程板块，公司计划提升工程施工资质等级，通过收购并购等方式扩大业务规模，拓展物业、建筑工程和装配式建筑业务；医疗教育板块，公司计划依托医院、幼儿园和生物科技园，布局养老、医疗和教育业务；节能环保板块，公司重点发展固废处理和环保咨询业务，推进建设环保产业体系；农业投资板块，公司主要承担乡村振兴业务相关职

能，通过牛羊肉养殖加工基地、果蔬标准化种植基地等项目推动现代农业全产业链发展；金融投资板块，公司计划从项目发掘、人才储备和基金运作三方面逐步提升投资效率；文化旅游板块，公司计划立足于集团内部的文化项目，整合资源，培育“旅游+康养”、“旅游+农业”等特色项目。

九、财务分析

1. 财务概况

公司的 2021 年度财务报表由中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。2022 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2021 年，公司投资设立子公司 11 家，注销子公司 1 家。2022 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。

截至 2022 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司共计 30 家。公司新纳入合并范围和注销的子公司体量较小，对公司财务数据可比性影响较小，公司财务数据可比性较强。

因执行新的会计准则导致的会计政策变更，本报告 2020 年财务数据来自 2021 年审计报告的期初数。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模进一步增长，其中其他应收款、存货和在建工程占比较大，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2021 年末，公司资产总额较年初增长 15.42%，资产结构以非流动资产为主。

表 8 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	83.84	50.94	90.21	46.48	91.21	40.72	89.61	39.74
货币资金	30.05	18.26	33.52	17.27	20.86	9.31	15.55	6.89
应收账款	2.10	1.27	5.08	2.62	7.89	3.52	8.06	3.57

其他应收款	18.54	11.26	13.57	6.99	17.64	7.88	18.73	8.30
存货	23.57	14.32	31.40	16.18	35.21	15.72	36.84	16.34
非流动资产	80.74	49.06	103.88	53.52	132.80	59.28	135.90	60.26
其他非流动金融资产	--	--	11.49	5.92	11.50	5.13	11.50	5.10
长期股权投资	21.39	13.00	25.18	12.97	26.73	11.93	26.92	11.94
固定资产	17.28	10.50	16.91	8.71	16.42	7.33	16.17	7.17
在建工程	23.95	14.55	38.45	19.81	60.57	27.04	63.28	28.06
资产总额	164.58	100.00	194.09	100.00	224.02	100.00	225.51	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司流动资产较年初增长 1.11%。

截至 2021 年末，公司货币资金较年初下降 37.77%，公司货币资金以银行存款为主，其中受限资金 0.19 亿元，主要为保证金。

截至 2021 年末，公司应收账款较年初增长 55.20%，主要系应收沽源县农业农村局的项目的工程结算款增长所致。公司应收账款累计计提坏账准备 0.26 亿元。从集中度来看，公司应收账款前五名合计 5.48 亿元，占比 67.27%，集中度较高。

表 9 截至 2021 年末公司应收账款前五名情况
(单位：亿元)

单位名称	账面余额	占比
沽源县农业农村局	4.98	61.12%
万全区农业农村局	0.16	1.97%
密苑(张家口)旅游胜地有限公司	0.15	1.84%
北京建工集团有限责任公司	0.10	1.23%
张家口锦汇酒店管理有限公司	0.09	1.11%
合 计	5.48	67.27%

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年末，公司其他应收款较年初增长 30.03%，主要系往来款增长所致，公司其他应收款累计计提坏账准备 0.27 亿元；从集中度来看，公司其他应收款前五名欠款合计 12.98 亿元，占 72.48%，集中度较高，存在较大的资金占用。

表 10 截至 2021 年末公司其他应收款前五名情况
(单位：亿元)

单位名称	账面余额	占比	款项性质
张家口市城市建设开发总公司	6.08	33.95%	往来款
张家口金融控股集团有限公司	3.00	16.75%	往来款
张家口市土地储备交易中心	2.71	15.13%	往来款
洗马林镇政府	0.64	3.57%	往来款
北新屯乡政府	0.55	3.08%	往来款
合 计	12.98	72.48%	--

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年末，公司存货较年初增长 12.14%，主要系已完工未结算的工程和房地产开发形成的开发成本增长所致，公司存货主要为开发成本(28.08 亿元)和已完工未结算的工程项目(5.80 亿元)，公司存货未计提跌价准备。

截至 2021 年末，公司非流动资产较年初增长 27.84%。

截至 2021 年末，公司其他非流动金融资产较年初增长 0.09%，变化不大，主要为对张家口市商业银行股份有限公司和首京建设投资基金管理(北京)有限公司的投资。2021 年确认的分红共 17.64 万元。

截至 2021 年末，公司长期股权投资较年初增长 6.16%，主要系新增对光大城洁环保能源(张家口)有限公司和张家口新中水能源科技有限公司的投资，同时对张家口金融控股集团有限公司(以下简称“张家口金控”)的投资账面价值增长所致。从构成来看，公司长期股权投资主要为对张家口金控的投资(24.98 亿元)，以权益法进行核算。

截至 2021 年末，公司固定资产较年初下降 2.93%，变化不大。固定资产主要由崇礼滑雪场调水工程等市政设施构成，累计计提折旧 6.31 亿元。

截至 2021 年末，公司在建工程较年初增长 57.51%，主要系张家口市崇礼区转枝莲田园休闲康养小镇砖瓦沟和马丈子项目、河北华奥医院项目、农产品食品产业园和崇礼区输配水管网工程项目等项目投资增加所致。

截至 2021 年末，公司受限资产合计 10.54 亿元，占资产总额的 4.70%。其中受限的银行存款 0.19 亿元；受限存单 3.67 亿元，系用于质押贷款；受限固定资产 1.83 亿元、受限开发成本 2.32 亿元和受限在建工程 2.53 亿元，系用于抵押贷款。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额较上年末增长 0.66%，变化不大。

3. 资本结构

2021 年，公司所有者权益规模有所增长。所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，稳定性较强。

截至 2021 年末，公司所有者权益较年初增长 1.14%，主要系实收资本、未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 10.05%、74.14% 和 10.71%。所有者权益稳定性较强。

截至 2021 年末，公司实收资本较年初增长 0.62%，主要系张家口市国资委以注册资本金的形式拨付公司 450.00 万元所致；公司资本公积较年初下降 0.44%，主要系西山创投公司按持股比例将资本公积分配给少数股东所致；公司未分配利润较年初增长 5.73%。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益规模及结构均较上年末变动不大。

表11 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	6.84	10.50	7.25	10.10	7.30	10.05	7.30	10.04
资本公积	48.94	75.13	54.11	75.32	53.87	74.14	53.87	74.11
未分配利润	6.95	10.66	7.36	10.24	7.78	10.71	7.82	10.76
少数股东权益	1.12	1.72	1.76	2.44	2.20	3.03	2.18	3.00
所有者权益	65.14	100.00	71.84	100.00	72.65	100.00	72.69	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

跟踪期内，公司债务规模大幅增长，整体债务负担较重，短期偿债压力较大。

截至 2021 年末，公司负债总额较年初增

长 23.81%，公司负债结构相对均衡。

表12 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	63.56	63.92	40.96	33.50	82.03	54.20	77.99	51.03
短期借款	32.85	33.04	8.46	6.92	6.83	4.52	5.38	3.52
其他应付款	12.21	12.28	8.58	7.02	18.13	11.98	18.17	11.89
一年内到期的非流动负债	5.00	5.03	7.50	6.13	40.75	26.92	37.63	24.62
合同负债	0.00	0.00	0.00	0.00	9.33	6.17	9.99	6.53
非流动负债	35.88	36.08	81.30	66.50	69.33	45.80	74.83	48.97
长期借款	11.36	11.43	52.86	43.24	45.32	29.94	50.96	33.35

应付债券	12.92	12.99	18.63	15.24	16.20	10.70	16.20	10.60
长期应付款	11.60	11.66	9.80	8.02	7.64	5.05	7.47	4.89
负债总额	99.44	100.00	122.26	100.00	151.36	100.00	152.82	100.00

注：长期应付款中包含专项应付款

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司流动负债较年初增长 100.27%。

截至 2021 年末，公司短期借款较年初下降 19.21%，主要包括质押借款、抵押借款和保证借款。

截至 2021 年末，公司其他应付款较年初增长 111.28%，主要系往来款增长所致。公司其他应付款主要由往来拆借款构成，其中有息部分已调整至短期债务核算。

截至 2021 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 443.59%，其中一年内到期的长期借款 31.93 亿元，一年内到期的应付债券 8.44 亿，一年内到期的长期应付款 0.38 亿元。

截至 2021 年末，公司新增合同负债 9.33 亿元，主要系因执行新的收入准则，原预收账款金额调整至合同负债。从构成来看，销货合同相关的合同负债 9.10 亿元，工程合同相关的合同负债 0.23 亿元。

截至 2021 年末，公司非流动负债较年初下降 14.72%。

截至 2021 年末，公司长期借款较年初下降 14.27%，主要由保证借款（51.25 亿元）、信用借款（15.43 亿元）、质押借款（6.18 亿

元）和抵押借款（4.29 亿元）构成。

截至 2021 年末，公司应付债券较年初下降 13.01%，主要系部分债券到期、公司发行“21 张家建 MTN001”以及一年内到期的债券转出等综合影响所致。

截至 2022 年 5 月末，公司应付债券明细见下表。

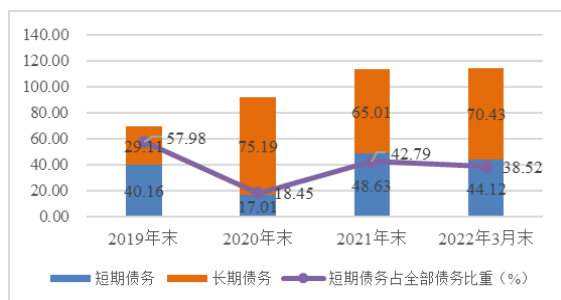
表 13 截至 2022 年 5 月末公司应付债券情况
(单位：亿元)

债券名称	发行规模	起息日期	期限	债券余额
19 张建发	8.00	2019/10/15	7 年	8.00
20 张家建设 MTN001	5.00	2020/04/22	3 年	5.00
20 张发 01	6.00	2020/08/25	2 年	6.00
21 张家建设 MTN001	5.00	2021/09/10	3 年	5.00
合计	24.00	--	--	24.00

资料来源：根据 Wind 整理

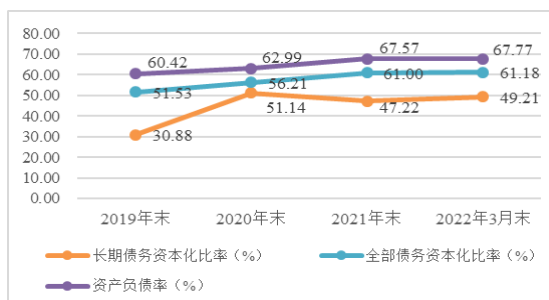
截至 2021 年末，公司长期应付款较年初下降 22.06%，主要系部分融资租赁款到期以及部分专项资金支出所致。公司专项应付款主要由抗疫特别国债、三供一业项目和廉政教育基地建设项目等政府类项目拨款构成。公司长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算。

图 1 公司债务结构 (单位：亿元)



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图 2 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

有息债务方面，截至 2021 年末，公司全部债务较年初增长 23.25%。债务结构方面，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别提高 4.58 个百分点、提高 4.79 个百分点和下降 3.92 个百分点。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 0.96%，变动不大。截至 2022 年 3 月末，公司全部债务较上年末增长 0.80%，长期债务占比有所增长。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月末，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均较上年末略有增长。整体看，公司债务负担较重。

债务期限结构方面，截至 2022 年 3 月末，公司于 2022 年 4—12 月、2023 年和 2024 年到期的债务分别为 36.46 亿元、24.22 亿元和 20.08 亿元，剩余债务为 2025 年及以后到期，公司短期偿债压力较大。

4. 盈利能力

2021 年，公司营业收入有所下降，费用控制能力弱，投资收益和其他收益对公司利润总额贡献程度高，公司整体盈利能力较弱。

2021 年，公司营业收入较上年下降 9.52%，公司营业成本较上年下降 14.02%，公司营业利润率较上年提高 3.88 个百分点。

表 14 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入	5.54	14.01	12.68	1.93
营业成本	4.90	12.55	10.79	1.09
费用总额	3.51	4.38	4.85	1.09
其中：管理费用	1.66	1.67	2.34	0.33
财务费用	1.71	2.55	2.37	0.73
其他收益	2.01	2.23	2.90	0.16
投资收益	2.25	1.60	0.96	0.18
利润总额	0.97	0.64	0.66	0.05
营业利润率 (%)	8.25	9.05	12.93	41.50
总资本收益率 (%)	2.09	2.56	2.00	--

净资产收益率 (%)	1.40	0.71	0.73	--
------------	------	------	------	----

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2021 年，公司费用总额较上年增长 10.74%，主要系管理费用增长所致。公司费用仍主要由管理费用和财务费用构成。2021 年，公司费用总额占营业收入的 38.25%，同比提高 7.00 个百分点，对营业收入侵蚀大。整体看，公司费用控制能力弱。

2021 年，公司其他收益较上年提高 30.09%，仍主要为政府补助资金；投资收益较上年下降 40.28%，主要为权益法核算的长期股权投资收益。2021 年，公司其他收益和投资收益合计金额为利润总额的 5.85 倍，投资收益和其他收益对公司利润总额的贡献程度高。

从盈利指标看，2021 年，公司总资本收益率有所下降，净资产收益率略有增长，公司整体盈利能力较弱。

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.93 亿元，利润总额 0.05 亿元。

5. 现金流分析

2021 年，公司经营活动产生的现金流保持净流入，收现质量尚可；随着自营项目投入增加，投资活动现金流量仍为净流出且规模扩大；筹资活动产生的现金流量持续净流入。考虑到公司在建项目尚需投资规模仍较大，未来存在一定的融资需求。

经营活动现金流方面，2021 年，公司经营活动现金流入量较上年增长 4.78%，主要系往来款规模增长所致；公司经营活动现金流出量较上年增长 4.94%，主要系经营性支出规模扩大所致；综上，2021 年公司经营活动现金流保持净流入。同期，公司现金收入比有所提高，公司整体收现质量尚可。

表 15 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	11.66	14.31	15.00	3.71
经营活动现金流出小计	11.48	13.71	14.39	3.32
经营活动现金流量净额	0.19	0.60	0.61	0.39
投资活动现金流入小计	8.20	6.77	1.06	0.00
投资活动现金流出小计	10.44	16.44	29.89	3.61
投资活动现金流量净额	-2.24	-9.68	-28.83	-3.61
筹资活动现金流入小计	55.14	67.20	56.22	13.74
筹资活动现金流出小计	48.34	55.68	43.43	15.83
筹资活动现金流量净额	6.81	11.52	12.79	-2.09
现金收入比 (%)	139.84	69.87	71.58	95.92

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

投资活动现金流方面, 2021 年, 公司投资活动现金流入量较上年下降 84.29%, 主要系收到的专项债资金规模下降所致; 公司投资活动现金流出量较上年增长 81.78%, 主要系自营项目投入增加所致。2021 年, 公司投资活动现金流仍为净流出且规模扩大。

筹资活动现金流方面, 2021 年, 公司筹资活动现金流入量较上年下降 16.34%, 仍主要为公司借款收到的现金; 公司筹资活动现金流出较上年下降 22.01%, 主要用于偿还债务。2021 年, 公司筹资活动现金流仍为净流入。

2022 年 1—3 月, 公司经营活动现金流仍保持净流入, 投资活动现金流仍为净流出状态, 筹资活动现金流由净流入转为净流出 2.09 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现较弱, 长期偿债指标表现尚可。公司间接融资渠道畅通, 或有负债风险可控。

从短期偿债指标看, 2021 年末, 公司流动比率、速动比率和现金短期债务比同比均明显下降³。截至 2022 年 3 月末, 公司流动比

率较上年末略有增长, 速动比率和现金短期债务比较上年末继续下降。整体看, 公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看, 2021 年, 全部债务/EBITDA 同比上升, EBITDA 利息倍数同比有所下降。整体看, 公司长期偿债指标表现尚可。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2019 年 (末)	2020 年 (末)	2021 年 (末)	2022 年 3 月 (末)
短期偿债指标	流动比率 (%)	131.90	220.23	111.19	114.90
	速动比率 (%)	94.81	143.57	68.27	67.67
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.75	1.97	0.43	0.35
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	3.99	5.49	5.21	--
	全部债务/EBITDA (倍)	17.37	16.80	21.80	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.66	1.14	1.02	--

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

截至 2022 年 3 月末, 公司共获得银行授信总额 171.05 亿元, 尚未使用额度为 64.33 亿元, 公司间接融资渠道畅通。

截至 2022 年 5 月末, 公司对外担保余额 17.65 亿元, 占 2022 年 3 月末所有者权益的比重为 24.28%, 均未设置反担保措施。被担保单位除张家口市京北建设有限公司为民营企业外, 其他均为当地国有企业, 公司或有负债风险可控。

表 17 截至 2022 年 5 月末公司对外担保情况

(单位: 万元)

担保对象	担保余额	担保期间
张家口臻华工程项目管理有限公司	15500.00	2021.11.12—2029.11.04
	14740.00	2021.12.14—2029.09.20
张家口市政开发建设集团控股有限公司	20000.00	2022.01.01—2022.12.29
	17269.26	2021.11.19—2022.09.23
张家口市京北建设有限公司	4500.00	2021.09.22—2022.09.17

³ 根据企业提供的信息, 截至 2021 年末, 公司短期债务中有张家口银行的 28.50 亿元贷款, 部分已经签订借款合同,

可借新还旧偿还

张家口农垦集团有限公司	50000.00	2021.12.28—2022.12.28
交投集团	9900.00	2021.07.09—2022.07.07
	6000.00	2022.03.31—2023.03.30
张家口经开安居工程 管理服务有限公司	6604.00	2021.12.31—2043.04.28
通泰集团	32000.00	2022.04.20—2023.04.20
合计	176513.26	--

资料来源：公司提供

截至 2022 年 6 月 23 日，公司不存在重大未决诉讼或仲裁事项。

7. 母公司财务分析

公司主要业务集中于各子公司，母公司资产主要系货币资金、往来款及对子公司的长期股权投资，收入规模较小，债务负担适中，短期偿债压力一般。

公司主要业务集中于各子公司，但公司根据《公司法》对全资子公司、控股子公司进行统一管理，并制定了涵盖业务流程、经营管理以及安全环保等层面的较为完整的子公司管理体系，对子公司的管控能力较强。

截至 2021 年末，母公司资产总额为 116.48 亿元（占合并口径的 51.99%），较上年末增长 3.00%，主要由货币资金、往来款和对子公司的长期股权投资构成。

截至 2021 年末，母公司所有者权益为 41.64 亿元（占合并口径的 57.31%），以实收资本和资本公积为主。

截至 2021 年末，母公司负债总额 74.83 亿元（占合并口径的 49.77%）。截至 2021 年末，母公司资产负债率为 64.25%，全部债务 43.82 亿元，全部债务资本化比率为 51.27%，短期债务 21.75 亿元，现金短期债务比 0.54 倍。整体来看，母公司债务负担适中，短期偿债压力一般。

2021 年，母公司实现营业收入 0.67 亿元（占合并口径的 5.27%）；实现利润总额 1.18 亿元。

截至 2022 年 3 月末，母公司资产总额 113.65 亿元，所有者权益为 41.01 亿元，母公司资产负债率 63.92%；全部债务 41.78 亿元，全部债务资本化比率 50.46%。2022 年 1—3 月，母公司营业收入 0.07 亿元，利润总额-0.03 亿元。

十、外部支持

跟踪期内，公司在资本注入和政府补助等方面持续获得较大的外部支持。

（1）资本注入

2021 年，张家口市国资委以注册资本金的形式向公司拨付 450.00 万元，公司实收资本有所增加。

（2）政府补助

2021 年，公司获得政府补助 2.90 亿元，计入“其他收益”。

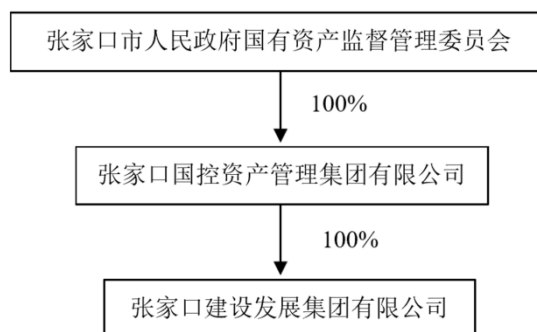
十一、担保方

“19张建发/19张建发”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中债增进主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了“19张建发/19张建发”到期偿还的安全性。中债增进具体情况详见《中债信用增进投资股份有限公司 2021 年主体长期信用评级报告》。

十二、结论

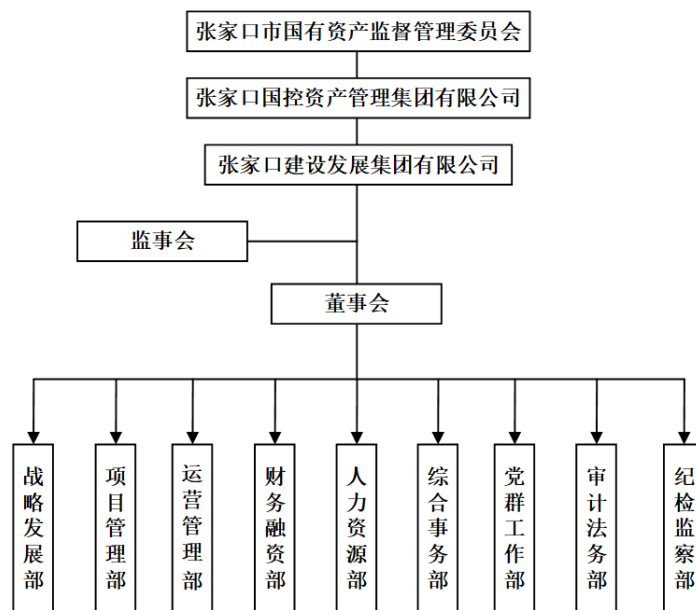
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 张家建设 MTN001”和“21 张家建设 MTN001”信用等级为 AA，维持“19 张建发/19 张建发”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月末公司合并范围内一级子公司情况

序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	张家口市金川中水开发利用有限公司	1500.00	100.00
2	张家口市鸿泽排水有限公司	12276.00	100.00
3	张家口城洁环保集团有限公司	10000.00	100.00
4	张家口市建设工程质量检测中心有限责任公司	260.00	100.00
5	张家口华盛工程咨询有限公司	300.00	100.00
6	张家口市华宸非融资性担保有限公司	10000.00	100.00
7	张家口建设发展新能源开发利用有限公司	10000.00	100.00
8	张家口城投路桥工程有限公司	2765.00	100.00
9	张家口市天辰城乡规划设计有限公司	200.00	98.75
10	张家口市隆源供水有限公司	39800.00	100.00
11	张家口霖辉物业管理集团有限公司	3000.00	100.00
12	张家口正元工程项目管理有限公司	300.00	100.00
13	张家口方盛园区投资有限责任公司	30000.00	100.00
14	张家口建设发展旅游投资集团有限责任公司	30000.00	100.00
15	张家口鼎瑞工程项目管理有限公司	3000.00	100.00
16	张家口安居建设开发集团有限公司	3000.00	100.00
17	张家口达生颐养大健康产业投资有限公司	30000.00	100.00
18	张家口大地专用汽车制造有限责任公司	3600.00	99.92
19	张家口恒泰建设产业集团有限公司	10000.00	100.00
20	张家口建设发展投资管理有限公司	2050.00	100.00
21	张家口市乌拉哈达水利枢纽工程建设项目有限公司	6000.00	100.00
22	张家口农业投资发展有限公司	10000.00	100.00
23	张家口建发智慧科技有限公司	500.00	100.00
24	张家口鑫苑融资担保有限公司	5000.00	100.00
25	张家口昊源环保设备运营有限公司	1000.00	100.00
26	张家口绿垣环境工程有限公司	30000.00	100.00
27	张家口市金投担保有限公司	150.00	100.00
28	张家口国睿建设发展有限公司	5000.00	100.00
29	张家口大好河山品牌管理有限公司	5000.00	100.00
30	张家口康旅旅游服务有限公司	10000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	30.06	33.52	20.86	15.55
资产总额（亿元）	164.58	194.09	224.02	225.51
所有者权益（亿元）	65.14	71.84	72.65	72.69
短期债务（亿元）	40.16	17.01	48.63	44.12
长期债务（亿元）	29.11	75.19	65.01	70.43
全部债务（亿元）	69.26	92.21	113.64	114.55
营业收入（亿元）	5.54	14.01	12.68	1.93
利润总额（亿元）	0.97	0.64	0.66	0.05
EBITDA（亿元）	3.99	5.49	5.21	--
经营性净现金流（亿元）	0.19	0.60	0.61	0.39
财务指标				
现金收入比（%）	139.84	69.87	71.58	95.92
营业利润率（%）	8.25	9.05	12.93	41.50
总资本收益率（%）	2.09	2.54	2.00	--
净资产收益率（%）	1.40	0.71	0.73	--
长期债务资本化比率（%）	30.88	51.14	47.22	49.21
全部债务资本化比率（%）	51.53	56.21	61.00	61.18
资产负债率（%）	60.42	62.99	67.57	67.77
流动比率（%）	131.90	220.23	111.19	114.90
速动比率（%）	94.81	143.57	68.27	67.67
经营现金流动负债比（%）	0.29	1.47	0.74	--
现金短期债务比（倍）	0.75	1.97	0.43	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	1.66	1.14	1.02	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.37	16.80	21.80	--

注：1. 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；2. 本报告将其他应付款和其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	18.89	23.28	11.69	6.72
资产总额（亿元）	94.51	113.08	116.48	113.65
所有者权益（亿元）	45.06	46.09	41.64	41.01
短期债务（亿元）	14.64	13.91	21.75	20.17
长期债务（亿元）	12.92	28.23	22.06	21.60
全部债务（亿元）	27.56	42.14	43.82	41.78
营业收入（亿元）	0.26	0.98	0.67	0.07
利润总额（亿元）	1.40	0.69	1.18	-0.03
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.07	0.16	0.22	0.48
财务指标				
现金收入比（%）	104.93	74.60	129.94	104.91
营业利润率（%）	39.47	31.37	48.78	21.26
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	3.11	1.50	2.84	--
长期债务资本化比率（%）	22.28	37.98	34.63	34.50
全部债务资本化比率（%）	37.95	47.76	51.27	50.46
资产负债率（%）	52.32	59.24	64.25	63.92
流动比率（%）	204.21	212.83	122.94	119.75
速动比率（%）	204.21	212.83	122.94	119.75
经营现金流动负债比（%）	0.23	0.50	0.44	--
现金短期债务比（倍）	1.29	1.67	0.54	0.33
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 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；2. 本报告将母公司报表长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；4. 部分数据不能获取，导致部分指标不能计算，用“/”代替

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

信用评级公告

联合〔2021〕5996号

联合资信评估股份有限公司通过对中债信用增进投资股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监: 

二〇二一年七月二十七日

中债信用增进投资股份有限公司

2021 年主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2021 年 7 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
融资担保企业信用评级方法	V3.0.201907
融资担保企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	区域市场环境	1
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	1
			风险管理	1
			业务经营分析	1
			未来发展	1
财务风险	F1	现金流因素	资产质量	2
			盈利能力	1
		资本结构		1
		代偿能力		2
调整因素和理由				调整子级
---				--

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为我国首家专业债券信用增进机构，股东背景强，在公司治理、业务经营与创新、资本实力及股东支持等方面具备很强优势。公司资本实力很强、资本充足性好，近年来增信业务和投资业务发展良好，整体代偿能力极强。

同时，联合资信也关注到，一定的业务集中风险、外部环境加大潜在代偿压力、业务的持续拓展与创新对公司治理和风险控制体系提出了更高要求等因素对公司经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司业务种类的逐步丰富和资本实力的增强，整体竞争力有望进一步提升。另一方面，监管政策的趋严以及国内宏观经济增速的放缓对公司风险控制和流动性管理水平提出更高要求。

基于对公司主体长期信用的综合评估，联合资信评定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东背景强且支持力度较大。**公司股东由交易商协会和多家实力很强的央企、国企组成，公司在客户资源、业务渠道、资金支持、业务创新等方面可获得股东的较大支持。
2. **增信业务具有很强的竞争力。**作为我国首家专业债券信用增进机构，公司具备很强的业务创新能力及市场推动力，信用增进业务基础好，具有很强的市场竞争力。
3. **资本实力不断提升。**公司资本实力在行业内很强，资本充足性较好。2019 年和 2020 年公司连续发行了两期无固定期限金融债券，资本实力得到进一步提升。

关注

1. **外部环境变化加大了潜在代偿压力。**随着宏观经济下行压力加大、市场上信用风险上升和新冠肺炎疫情冲击，公司增信业务潜在代偿压力加大，加之创新业务和国际业务逐步开展，要求公司持续加强风险控制和流动性管理。
2. **增信业务存在一定集中风险。**公司单笔增信业务金额高，客户和行业集中度高，短期到期业务规模大，存在一定的业务集中风险；同时，基础设施类增信项目占比较高，在

分析师：卢芮欣
刘 嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

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。

主要财务数据：

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
资产总额（亿元）	134.80	150.47	169.71	162.10
所有者权益（亿元）	80.58	101.74	119.64	119.63
净资本（亿元）	52.63	72.57	89.72	91.22
营业收入（亿元）	13.45	13.51	17.12	4.32
利润总额（亿元）	8.38	8.51	6.55	4.85
净资产收益率（%）	8.01	7.25	4.74	3.04
期末增信业务余额（亿元）	1068.79	960.50	913.12	871.17
净资本/净资产比率（%）	65.31	71.33	74.99	76.25
净资产增信倍数（倍）	13.26	9.44	7.63	7.28
净资本增信倍数（倍）	20.31	13.24	10.18	9.55
净资产覆盖率（%）	82.32	126.21	164.02	174.80
累计代偿率（%）	0.40	0.37	0.32	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；
2. 2021 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；3. 净资本等相关数据为联合资信内部测算口径

资料来源：公司财务报告、公司提供，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/07/08	谢冰姝 朱晗	融资担保企业信用评级方法（V3.0.201907） 融资担保企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
AAA	稳定	2009/10/20	蒋建国 韩夷田兵	金融担保机构信用评级方法（2008 年 10 月）	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2021 年 7 月 27 日至 2022 年 7 月 26 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

中债信用增进投资股份有限公司 2021 年主体长期信用评级报告

一、企业基本情况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”或“中债增进”)是国内首家专业债券信用增进机构。公司成立于 2009 年,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,公司在业务方面接受中国人民银行指导和管理。截至 2021 年 3 月末,公司注册资本和实收资本均为 60.00 亿元,均系股东在公司成立时以货币形式一次性缴足,公司股权结构分散,无控股股东和实际控制人,股东及持股情况见表 1。截至 2021 年 3 月末,公司股权不存在被质押的情况。截至 2021 年 3 月末,公司股权不存在被质押的情况。截至 2021 年 6 月末,公司已取得融资担保业务经营许可证¹。

表 1 截至 2021 年 3 月末公司股东持股情况

股 东	持股比例
中国石油集团资本有限责任公司	16.50%
国网英大国际控股集团有限公司	16.50%
中化资本有限公司	16.50%
北京国有资本经营管理中心	16.50%
首钢集团有限公司	16.50%
中银投资资产管理有限公司	16.50%
中国银行间市场交易商协会	1.00%
合 计	100.00%

资料来源:公司提供,联合资信整理

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

截至 2021 年 3 月末,公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务部、国际业务部等部门。截至 2021 年 3 月末,公司共有员工 109

名。

截至 2020 年末,公司资产总额 169.71 亿元,所有者权益 119.64 亿元,全部为归属于母公司所有者权益。2020 年,公司实现营业收入 17.12 亿元,其中信用增进业务净收入 7.50 亿元,实现利润总额 6.55 亿元。

截至 2021 年 3 月末,公司资产总额 162.10 亿元,所有者权益 119.63 亿元,全部为归属于母公司所有者权益。2020 年,公司实现营业收入 4.32 亿元,其中信用增进业务净收入 1.91 亿元,实现利润总额 4.85 亿元。

公司注册地址: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;公司法定代表人:徐忠。

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年,新冠肺炎疫情全球大流行,对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,全力保证经济运行在合理区间。在此背景下,2020 年我国经济逐季复苏,GDP 全年累计增长 2.30%²,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,GDP 首次突破百万亿大关,投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度,我国经济运行持续恢复,宏观政策整体保持了连贯性,稳健的货币政策灵活精准、合理适度,把服务实体经济放到更加突出的位置;积极的财政政策提质增效,推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度,我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元,实际同比增

¹ 国务院在 2017 年印发的《融资担保公司监督管理条例》中要求融资担保公司需获得融资担保业务牌照,《融资担保公司监督管理补充规定》要求开展债券发行保证、担保业务的信用增进公司,

由债券市场管理部门统筹管理,同时应当向属地监督管理部门申领融资担保业务经营许可证,并接受其对相关业务的监管。

² 文中 GDP 增长均为实际增速,下同。

长 18.30%，两年平均增长 5.00%³，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改

善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实

现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际

3 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行计算

计算的几何平均增长率，下同。

大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情

形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据 2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预

计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

三、行业分析

增信行业是完善金融市场风险分散分担机制的重要组成部分，其发展也是我国社会融资结构优化以及金融市场风险有效分散、转移的必然要求。

增信行业是我国金融市场发展中的一个新兴行业，是伴随我国债券市场快速发展，实现社会融资结构的进一步优化以及金融市场风险的有效分散、转移的必然要求。银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债增信风险的意见》规定银行停止对以项目融资为主的企业债券进行增信，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行增信。这使得为资本市场提供外部增信服务的主体由银行转移至其他机构，从而为增信行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。根据 Wind 统计，2020 年，我国债券市场发行各类债券规模达 56.90 万亿元，较上年同期增长 11.71 万亿元。同时，债务融资工具品种逐步丰富。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，增信公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要保障方式。

增信行业是完善金融市场风险分散分担机制的重要基础设施，该行业的诞生体现了政府对于推动金融市场发展、鼓励中小企业发展的政策意图。2009 年，在中国人民银行的指导下我国首家专业债券信用增进机构中债增进成立。2014 年，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研究建立行业增信机构，规范管理融资性增信机构。2015 年，中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》将公司债券的发行范围扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显。此后，中证信用增进股份有限公司、晋商信用增进投资股份有限公司、天府信用增进股份有限公司、陕西信用增进有限责任公司、天津国康信用增进有限公司和天津国资信用增进有限公司相继成立；截至 2020 年末，我国共设立有 7 家信用增进机构。信用增进行业是优化金融市场资源配置、支持实体经济发展的力量，随着我国大力推动直接融资的发展、不断健全完善资本市场信用风险分散分担机制的推进，信用增进行业将有较大发展空间。

增信行业在我国尚处于发展初期，法律依据、监管政策方面尚不规范；未来随着增信行业的发展和标准的制定，有助于推动其规范运营，实现行业的健康发展。

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律法规缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对增信业务的规范开展形成制约。

2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（以下简称“《指引》”）。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为增信行业的业务创新开辟了新的空间。2012 年 8 月，《信用增进机构管理规范》《信用增进机构风险

管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过,并由中国人民银行正式发布实施。2012年11月,财政部发布了《企业会计准则解释第5号》,文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。

2017年8月21日,国务院颁布《融资担保公司监督管理条例》(以下简称“《条例》”),并于2017年10月1日起施行。《条例》适当提高了行业准入门槛,特别强调风险防控,提出发展政府出资的融资担保公司,重塑了行业格局,进一步规范了行业发展。但《条例》对增信行业适用程度尚不明确。

2018年4月9日,中国银行保险监督管理委员会(以下简称“银保监会”)发布了自成立以来的第一份法律法规——《关于印发<融资担保公司监督管理条例>四项配套制度的通知》(银保监发〔2018〕1号),对2017年8月国务院颁布的《条例》一步细化。从具体的制度规定来看,对金融担保公司业务运营产生影响比较大的主要包括融资担保业务权重、融资担保放大倍数和集中度、资产管理,但其对于增信行业的适用程度尚不明确。

2019年10月,银保监会发布了《关于印发融资担保公司监督管理补充规定的通知》(银保监发〔2019〕37号)(以下简称“37号文”),对《条例》内容进一步细化,为实现融资担保机构和融资担保业务监管全覆盖,37号文明确以下内容:①监管范围进一步扩大,决定将未取得融资担保业务经营许可证但实际上经营融资担保业务的住房置业担保公司、信用增进公司等机构纳入监管,未经监督管理部门批准,汽车经销商、汽车销售服务有限公司等机构不得经营汽车消费贷款担保业务;②名称规范,强调不持有融资担保业务经营许可证的公司,名称和经营范围中不得标明融资担保字样;③将《四项配套制度》中的净资产口径明确为根据融资担保公司非合并财务报表计算,并新增住房置业担保余额折算标准为30%,37号文的发布对于净资产规模偏低的融资担保公司及增信公司业务冲击较大,融资担保公司和增信公司净资产规模亟待补充。

因此,在未来的发展中,信用增进机构要推动形成完善的增信行业理论体系,配合推出相关法律法规、行业标准与自律管理规则;增信行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营,推进行业健康发展。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月末,公司注册资本及实收资本均为60.00亿元,股权结构分散,无控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是我国首家专业债券信用增进机构,增信业务在全国范围内有很强竞争力,业务创新行业领先,市场地位显著。

公司是我国首家专业债券信用增进机构,专注于信用增进产品创新和制度创新,推动信用风险分散分担机制建设,面向中小企业及中低信用等级企业提供专业的信用增进服务。公司资本实力很强,为开展信用增进业务提供了资本保障;业务资质完备,拥有银行间市场同业拆借资格和乙类托管资格,以及银行间市场信用风险缓释合约核心交易商、信用风险缓释凭证创设机构及核心交易商、信用联结票据创设机构等多项业务资格;风险管理制度体系较完善,且具备较强的创新能力及市场推动力,已建立起以标准化债券产品为主、涉足多领域的信用增进业务产品谱系,品牌影响力不断提升,市场认可程度高。发展多年来,公司信用增进业务规模现已趋于稳定,截至2020年末,公司增信责任余额为920.02亿元。

同时,公司是在中国人民银行指导下,由交易商协会联合6家银行间市场成员单位共同发起设立,承担着一定的银行间市场业务和产品创新的职能。成立以来,公司根据政策要求和市场需求变化,陆续推出了中小企业集合票据、区域集优集合票据、QDII信托项目、项目收益票据、民营企业直接债务融资支持计划等债务融资工具个性化信用增进服务方案;特别是2011年推出了一系列信用风险缓释产品,通过行业首创的可分

离、可交易信用风险管理工具拓展了信用增进的内涵与外延；2018年10月，经国务院批准、人民银行引导，公司设立了民营企业债券融资支持工具，稳定和促进民营企业债券融资。公司创新业务保持行业领先地位。

此外，公司承担了一定的政策性职能，推动和配合相关监管机构以及自律组织开展信用增进行业标准建设工作，由公司完成的《信用增进业务规范》和《信用增进机构风险管理规范》已经全国金标委审查通过并由人民银行发布实施，成为首批行业标准，信用风险缓释工具（CRM）会计处理已经列入《企业会计准则解释第5号》并发布施行，促使行业发展走向规范和成熟。

3. 人员素质

公司管理人员普遍具备丰富的行业管理经验，员工整体素质较高，能够满足公司目前业务发展需要。

公司注重专业团队建设，高级管理人员均由拥有多年相关领域从业经验、取得良好业绩的专业人士担任，且大多具有大型企业、中国人民银行、交易商协会等履职经验，具备较高的专业化营运水平。

公司董事长徐忠，生于1968年，1991年于江苏省建筑材料工业设计所参加工作，1998年进入中国人民银行工作，历任金融市场司副司长、巡视员，上海票交所筹备组组长，研究局局长等职务。2020年10月起任公司董事长，目前还兼任交易商协会副秘书长、党委委员。

公司董事、总裁赵文杰，生于1965年，高级经济师；历任中国人民银行河南省分行金融研究所研究室副主任；中国人民银行深圳经济特区分行副处级调研员；原深圳发展银行总行、南京分行、北京分行等多项领导职务；华澳国际信托有限公司总裁。2020年4月起任公司总裁，2020年10月起任公司董事。

截至2021年3月末，公司共有员工109名，平均年龄36岁，绝大多数为硕士及以上学历，涉及经济金融、金融工程、金融信息工程、数理统计、应用数学、财务、会计、法律、管理等专业。公

司员工团队专业化、年轻化，整体素质较高，能够满足公司业务发展的需要。

4. 外部支持

公司各股东背景强，股东在资金、业务资源、业务创新等方面能够给予公司大力支持。

公司各股东背景强，公司的资本金60.00亿元已于成立时由股东以货币形式一次性缴足。中国人民银行对公司开展信用增进业务进行监管，交易商协会对公司开展信用增进业务进行自律管理，并提供指导、监督和支持，公司的业务信息和风险管理优势依托交易商协会系统建立，同时，交易商协会的很多创新业务由公司先行试点实施。公司6家企业股东均为大型央企或国企，综合实力很强，为公司开展信用增进业务、建立健全信用风险分散分担机制提供了支持。

5. 企业信用记录

公司信用情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2021年6月28日查询日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/关注类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付情况，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。

截至2021年6月末，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

截至2021年3月末，公司获得国内商业银行及其他机构的授信规模合计327.55亿元，其中未使用额度324.30亿元。

五、公司治理与内部控制

1. 法人治理结构

公司搭建了较完备的公司治理架构，能够满足当前业务发展的需要。

公司按照建立现代企业法人治理结构的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构。近年来，公司治理主体能够相互制衡、协调运作，治理体系逐渐完善，治理水平不断提高。

股东大会是公司的权利机构，依照法律法规和《公司章程》行使相关职权。

董事会对股东大会负责，依《公司章程》行使各项职权。公司董事会由 9 名董事组成，除 1 名职工董事外，其余董事分别由交易商协会提名 2 人，其余 6 家股东单位各提名 1 人，并经股东大会选举产生；设董事长 1 人，由交易商协会提名，并经全体董事过半数产生。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会、审计与风险管理委员会等专业委员会，为决策提供支持。

监事会负责对公司财务情况、董事及高管履职等进行监督。公司监事会由 3 名监事组成，除 1 名职工监事外，2 名股东代表监事由股东大会选举产生；设监事会主席 1 名，由全体监事过半数产生。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，总裁由董事会聘任或解聘，对董事会负责，在董事会授权范围内行使职权。除总裁外，公司高级管理层还包括副总裁、战略总监、总法律顾问、风险总监、营运总监等，由总裁提名，经董事会审议批准。

同时，公司作为国有资本绝对控股企业，设立了党组织，党组织研究讨论是公司董事会、经营层决策重大问题的前置程序，且公司的党关系由交易商协会党委管理。公司“三会一层”和党组织实行“双向进入、交叉任职”的领导体制。

2. 管理水平

公司组织架构和管理制度较为完善，能够适应业务发展。随着监管政策的不断收紧以及业务种类的不断丰富，公司仍需进一步提高管理水平。

公司构建了符合内部控制管理要求的前、中、后台组织管理架构。截至 2021 年 3 月末，公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务部、

国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部等部门（见附件 1），各部门职责分工明确，能够满足公司运营管理的需要。

公司重视内部控制体系建设，构建了以法律合规和内部审计为两大支柱的内控制度体系，推进“内控优先、合规优先”的企业文化建设，保障业务开展合法合规；并持续加强内控制度体系建设，建立了覆盖公司治理、风险管理、业务开展、内部控制、人力资源、信息系统、营运支持、党的建设等各方面的一系列管理制度，为业务发展和日常管理起到了较好的保障作用。同时，不断强化内控执行力，每半年开展一次内部控制评价工作，周期性地对制度、流程进行梳理，及时查缺补漏和调整优化。

六、经营分析

1. 经营概况

2018 年以来，公司营业收入保持增长趋势，其中信用增进业务收入保持基本稳定，投资业务收入 2020 年实现较好增长，对营业收入的贡献度有所上升；2021 年第一季度，公司营业收入同比稳步增长。

公司主营信用增进业务，此外还利用自有资金开展投资业务。2018—2020 年，公司营业收入先基本稳定、后较快增长，其中 2020 年同比增长 26.76%，主要系投资业务收入增加所致。公司信用增进业务收入较为稳定，投资业务收入 2020 年较快增长，对公司收入贡献度大幅上升至 50.12%。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.32 亿元，同比增长 5.07%，其中投资业务收入同比降幅较大，主要系市场行情波动造成公允价值变动收益减少较大所致；从构成来看各业务收入占比基本保持稳定。

表 3 公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	金额				占比				同比增速			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月	三年复合
信用增进业务	7.14	7.11	7.50	1.91	53.08	52.63	43.77	44.25	-0.39	5.43	6.71	2.48

投资业务	5.50	5.40	8.58	2.19	40.89	39.96	50.12	50.69	-1.82	58.96	-74.45	24.93
其他	0.81	1.00	1.05	0.22	6.04	7.40	6.11	5.06	23.17	4.65	-79.10	13.53
营业收入	13.45	13.51	17.12	4.32	100.00	100.00	100.00	100.00	0.45	26.76	5.07	12.84

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2. 增信业务

公司在保持市场化发展理念的同时加强全员化风险意识，以“整体规模可控、总体风险可控”为原则，推动各类增信业务稳健发展。公司信用增进业务可分为基础增信业务、创新型增信业务以及国际业务三个板块，以基础增信业务为主。

（1）基础增信业务

2018 年以来，在外部环境变化和公司主动调整双重影响下，公司基础增信业务规模持续下降。

基础增信业务是公司最主要的业务类别，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、公司债等各类债务融资工具产品的增信，业务来源主要是主承销商等第三方推荐。

近年来，随着城投企业融资政策收紧、市场上信用风险上升等环境影响，加之公司主动收紧风控审批、压降单户规模等策略的实施，公司基础增信业务规模逐步下降。截至 2020 年末，公司仍承担信用增进责任金额为 913.12 亿元，其中尚在增信责任期内的增信项目 140 个、涉及企业 98 家、责任余额合计 910.96 亿元，已到期仍承担责任余额 2.16 亿元。2020 年以来，公司逐步调整业务结构，信托计划等非标类业务规模有所下降，标准化信用债业务规模有所增加。公司中期票据、定向融资工具及企业债的增信业务规模较大，截至 2020 年末上述三类业务规模合计占基础增信业务规模的比重为 74.74%。

截至 2021 年 3 月末，公司尚在责任期内增信业务余额为 869.01 亿元，较年初下降 4.61%。

表 4 公司尚在责任期内基础增信业务情况（单位：亿元、个）

项目种类	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	增信责任余额	项目数量	增信责任余额	项目数量	增信责任余额	项目数量	增信责任余额	项目数量
中期票据	218.40	25	221.40	29	265.90	38	272.90	39
短期融资券	20.00	3	16.00	3	7.00	2	7.00	2
超短期融资券	10.00	1	20.00	4	29.00	5	27.00	5
非公开定向融资工具	217.51	18	207.00	21	183.00	22	177.00	25
项目收益票据	25.00	5	21.00	4	12.50	3	12.50	3
资产支持票据	16.10	5	13.45	4	10.60	3	10.60	3
绿色票据	--	--	6.00	1	6.00	1	6.00	1
企业债	305.90	30	258.57	29	231.93	33	195.03	27
公司债	140.20	14	82.40	10	71.50	10	75.50	12
金融债	20.00	2	10.00	1	9.38	9	9.05	9
信托计划	34.50	6	40.90	8	10.00	1	10.00	1
资产支持证券	7.00	10	6.62	9	26.15	7	18.43	5
保险债权计划	51.00	4	51.00	4	41.00	4	41.00	4
委托债权计划	--	--	4.00	1	7.00	2	7.00	2
基础增信业务合计	1065.61	123	958.34	128	910.96	140	869.01	138

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司在中期票据、短期融资券和超短期融资券等交易商协会产品增信业务中具有明显优

势，整体业务规模呈增长趋势。2020 年公司为四家联合发行人发行长三角科创企业 2020 年度第

一期集合短期融资券提供增信，规模 5 亿元，本期采用集合增信发行有助于缓解科创企业单一主体发债额度小、融资成本高、投资者认可度低等问题，是参与服务长三角一体化金融创新、探索科创企业融资方式的有益尝试。

公司定向融资工具增信项目包括小城镇项目和一般企业项目。公司定向融资工具增信项目主要与地方政府融资平台合作，公司对合作的融资平台主体资质要求较为严格，大部分合作平台外部评级在 AA 级以上。此外，为防范局部平台债务违约的风险，公司根据不同地区、不同平台的风险差异性，建立了一系列筛选条件，实施差异化准入。截至 2020 年末，公司尚在增信责任期内定向融资工具增信项目 22 个、增信责任余额 183.00 亿元，其中小城镇增信项目 4 个、增信责任余额 87.00 亿元。

在企业债增信业务方面，公司适度拓展地方国有企业的债券项目，同时持续开展企业债券增信业务品种创新工作。2019 年，公司增信的国内首单批复的债转股专项企业债项目发行，进一步拓宽了公司增信业务品种覆盖面，通过资金定向支持服务实体经济发展。2019—2020 年，在债券违约事件频发以及受新冠疫情影响宏观经济下行的背景下，公司企业债增信业务规模有所收缩。

在金融服务实体经济方面，公司运用债券增信服务供给侧结构性改革主线，为实体经济服务。2020 年，公司增信支持的首单基础设施供应链资产证券化产品“泉安 2020-1”成功发行，同时公司积极沟通股东单位与旗下保理公司和融资租赁公司在供应链金融领域研究开展合作；增信支持的扬州经开项目收益公司债成功发行，该债券采取债券还本付息资金安排与项目收益相匹配模式，用于扬州市南部体育公园工程，是金融支持社会效益领域工程建设的新品种；积极服务保障疫情防控和复工复产，增信支持佛慈医药、人福医药和康缘药业成功发行疫情防控债。

公司保险债权计划的偿债主体一般为中央企业、大型地方国有企业或省级城投平台企业，

未来将不断加大与保险资产管理公司的合作，推动该类业务的发展。

（2）创新型增信业务

近年来，公司积极推进信用风险缓释工具等创新业务，创新业务保持行业领先地位，但整体业务规模不大。

公司是经交易商协会认定的 45 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 29 家信用风险缓释凭证创设机构之一。结合战略导向，公司在初设期尝试开展创新型增信业务，基本形成包括中债合约 I 号（可选择信用增进合约）、中债合约 II 号（贷款信用风险缓释合约增信服务）、中债合约 III 号（信用风险缓释合约）、中债合约 IV 号（信用风险缓释凭证）在内的创新型业务体系。截至本报告出具日，上述产品的增信责任已到期。

2019 年，公司配合交易商协会推进信用联结票据等信用风险缓释工具业务创新工作。2020 年，公司在前期研究探索的基础上，重点推动保险债权投资计划 CRMA 定向卖出业务、债券交易型增信和债券差额补偿模式。2020 年以来，公司创设了信用风险缓释凭证 14 只，实际发行名义本金 31.40 亿元；买入信用风险缓释凭证 3 只，名义本金 1.70 亿元；买入信用风险缓释合约 1 只，名义本金 5.00 亿元。从信用风险缓释凭证挂钩的民营企业所在区域来看，已从浙江省逐步扩展至江苏、北京、广东、四川、安徽、湖北等省（市）；从行业分布来看，已从原材料拓展至交通运输、纺织、大型制造、农林牧渔、通信设备等 10 余个细分行业，整体行业分布较为分散。

此外，为落实人民银行关于引导设立民营企业债券融资支持工具，促进民营企业债券融资相关政策，公司通过独立创设及与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证（CRMW）的方式支持民营企业发展。2020 年 10 月份，升级支持工具形成“一箭六星”模式，在前期信用风险缓释凭证（CRMW）、担保和直投基础上，进一步推动交易型信用增进、信用联结票据（CLN）以及地方政府共同支持等模式创新落地，为民企提供精准支持。2020 年，上述支持工具共支持 56 家民企发行 548.3 亿元债务融资工具，支持家数同比

增长 10%、债券规模同比增长 31%。

(3) 国际业务

公司国际业务尚在尝试阶段，未来发展情况有待持续关注。

在立足国内业务的同时，公司寻求境外业务机会，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。公司已获得国家外汇管理局核定的 10 亿美元的境外担保资格，为拓展海外市场业务开辟了空间。公司于 2012 年与上海国际信托等相关机构合作完成首单海外投资 QDII 信托项目。2020 年，公司在新的国内外形势下对国际业务进一步调整和发展。公司根据监管及市场需求，务实调整中资境外债券增信服务开展策略；尝试开展港资投资境内实体经济债券的国际业务模式；探讨和推动 QDII 额度，债务便利额度申请，为国际业务长远发展奠定基础；挖掘实体经济海外融资需求，探索优质企业及一带一路项目融资方案。

3. 投资业务

2018 年以来，公司投资业务规模持续增长，以债券投资为主，投资资产整体质量较好；但随着近年来市场信用风险上升，公司投资资产也出现个别违约情况，公司持有的固收类资产

规模较大，需关注相关投资风险。

公司投资业务包括固定收益类投资和权益类投资，主要目标是实现公司资产的增值保值。在投资策略上，公司以高信用等级、高流动性投资品种为主。

固定收益类投资方面，公司投资组合以债券为主，并以短久期策略为主，根据市场情况对持仓债券进行灵活调整，锁定资本利得，提高利率债和优质信用债占比，增厚息差收入。同时，配合少量信托项目投资，提高投资组合收益率。

权益类投资方面，公司保持以研究为本和价值投资策略，择机配置优质龙头公司。投资标的以 A 股中沪深 300 和港股通中 AH 标的为主，部分现金通过买入货币市场基金进行流动性管理。

2018—2020 年末，公司金融投资资产中，债券占比始终超过 70%，股票占比在 10%~20%，其余为少量信托产品和理财产品。2020 年末，公司投资的利率债以及外部评级在 AA+ 及以上的信用债余额合计占债券投资余额的 87.37%，整体信用等级较高；信用债投资以中期票据和企业债为主。截至 2020 年末，公司投资的信用债中有一只债因未能及时足额还本付息发生违约，公司持仓面值为 2000 万元，已按 80% 比例计提了减值。

截至 2021 年 3 月末，公司金融投资资产账面价值 117.00 亿元，较上年末变化不大。

表 5 公司金融投资资产构成（单位：亿元、%）

项目	金额			占比			较上年末增速		
	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2019 年末	2020 年末	三年复合
债券	79.22	90.86	89.71	78.61	76.88	74.97	14.69	-1.26	6.42
股票	10.33	22.31	22.91	10.25	18.88	19.15	115.99	2.70	48.94
信托产品	11.23	5.02	3.95	11.14	4.25	3.30	-55.29	-21.33	-40.69
理财产品	--	--	3.08	--	--	2.58	--	--	--
金融投资资产总额	100.78	118.19	119.65	100.00	100.00	100.00	17.28	1.24	8.96
减：减值准备	0.70	0.42	0.72	0.69	0.35	0.61	-39.87	73.23	2.06
金融投资资产账面价值	100.08	117.77	118.93	99.31	99.65	99.39	17.67	0.98	9.01

注：金融投资资产=以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+持有至到期投资+可供出售金融资产

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

4. 未来发展

公司战略目标清晰，定位明确，战略规划和实施路径符合自身特点和未来发展的需要。

根据公司《2020—2022 年发展规划》，公

司的战略定位为公司既是以债券信用增进为核心、适度多元经营的大型一流国际化信用增进集团公司，同时也是推动我国金融市场信用风险分散分担机制建设与创新的重要市场基础设施平

台。公司制定了未来十年“五位一体战略”的战略目标，即2030年前后，公司要初步发展成为“国内领先、国际一流”的国际化信用增进集团，基本实现以下“五位一体战略”目标：

①两个目标市场：立足国内，面向国际，专注债券市场，放眼金融市场，最终形成以国内市场为主、国际市场为辅的综合性发展格局。②三个业务领域：以基础信用增进业务、衍生信用增进业务、信用风险管理业务为三大关键业务领域。③一个建设目标：以“金融市场信用资源优化配置中枢”为核心建设目标。④一个发展支撑：以“一体化信用增进服务商”为重要发展支撑。⑤五个发展方面：“信用风险分散分担机制的探索者和建设者”“信用增进及风险管理服务的专业提供商”“信用增进及风险管理工具的创新者和引领者”“信用增进及风险管理标准的制定者和推广者”“信用增进市场国际化的推动者和实践者”是“信用资源优化配置中枢”的五个发展方面，也是公司实施五位一体战略的努力工作方向。

根据发展规划，未来三年（即2020—2022年），公司将保持增信业务和投资业务“双轮驱动”的发展思路，信用增进业务采取“以增量优化带动存量调整”的经营思路，投资业务保持以债券投资为核心的适度多元化投资策略，进一步提升公司的发展质量和盈利水平。

七、风险管理分析

1. 风险管理体系

公司建立了较为完善的、具有信用增进行业特点的全面风险管理体系，保障各类业务规范运行。

作为经营风险的专业机构，公司注重强化风险管理能力。在风险制度方面，公司结合中国金融市场发展的现状和规律，借鉴巴塞尔新资本协议风险管理的理念和方法，构建了以《风险管理指引》为纲领，以基础类信用增进、投资交易、创新型信用增进业务等各项业务管理办法为支撑，各类具体业务品种操作规程为基础，涉及风险识别、计量、定价、风险缓释、

资本管理以及后续管理等各个环节全方位、多层次的风险管理政策制度体系，覆盖业务开展指引、风险监控、风险分类、准备金计提、风险缓释措施管理、重大风险应急处置、资产核销等各个方面，保障各类业务规范、稳健开展。

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

风险控制流程与模式方面，公司对信用增进业务的项目受理和立项、项目尽职调查、项目合规性审查和风险评价、项目审批、风险缓释措施落实、合同签订、项目发行和收费以及增信后管理等关键环节的风险管理要求和各部门的职能进行明确，实现对信用增进业务的全流程管理。

2. 基础增信业务风险组合分析

公司基础增信业务以高信用等级客户为主，区域覆盖较广，但行业和客户集中度高，1年以内到期的项目金额较大，存在一定集中代偿压力。此外，公司城投企业类增信项目较多，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。

成立之初，为迅速做大规模、扩大影响，公司针对一批资本实力较强、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模快速增长。随着自身经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目

标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。随着国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险逐渐暴露，公司对产能过剩行业的中小企业严格风险准入，增量业务向信用等级较高的客户倾斜。公司基础

增信业务以高信用等级企业为主，业务安全性较高；截至 2020 年末，AA 及以上企业共计 94 家（包括无发行人评级的反担保保证人、资产支持票据 ABN 原始权益人、资产支持证券 ABS 差额补偿人的外部评级在 AA 以上的），涉及金额 892.56 亿元，占全部增信责任余额的 97.98%。

表6 公司尚在责任期内基础增信业务级别分布（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
AAA	158.90	14.91	142.60	14.88	122.18	13.41	88.16	10.14
AA+	381.10	35.76	322.67	33.67	377.60	41.45	351.40	40.44
AA	440.61	41.35	429.70	44.84	354.60	38.93	367.20	42.26
AA-	21.40	2.01	14.40	1.50	18.40	2.02	18.40	2.12
A+及以下	6.00	0.56	1.00	0.10	--	--	--	--
发行人无评级	57.60	5.41	47.97	5.01	38.18	4.19	43.85	5.05
其中：ABN 原始权益人 AAA	16.10	1.51	13.45	1.40	10.60	1.16	10.60	1.22
ABS 差额补偿人 AA+	--	--	--	--	3.22	0.35	3.22	0.37
反担保保证人 AAA	7.00	0.66	6.62	0.69	7.16	0.79	6.83	0.79
反担保保证人 AA+	20.00	1.88	15.00	1.57	6.50	0.71	6.50	0.75
反担保保证人 AA	14.50	1.36	12.90	1.35	10.70	1.17	16.70	1.92
基础增信业务责任余额	1065.61	100.00	958.34	100.00	910.96	100.00	869.01	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

从区域分布来看，截至 2020 年末，公司已在全国 24 个省、自治区、直辖市开展了增信业务，区域覆盖较广。

从行业分布情况来看，公司基础增信业务重点覆盖基础设施建设、保障房建设、金融、

采矿、公用事业等行业，符合国家产业发展政策导向，重点支持关系国计民生的行业及项目建设。公司第一大行业为建筑业，2019 年以来占比始终超过 40%，且占比呈上升趋势，行业集中度高。

表7 公司尚在责任期内基础增信业务行业分布（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
建筑业	414.40	43.24	440.22	48.32	425.62	48.98
综合	148.57	15.50	160.13	17.58	169.13	19.46
保障房、城镇化建设及棚改旧改	177.50	18.52	129.00	14.16	100.70	11.59
金融业	83.00	8.66	65.00	7.14	55.00	6.33
采矿业	62.00	6.47	39.45	4.33	27.73	3.19
其他	72.87	7.60	77.16	8.47	90.83	10.45
基础增信业务责任余额	958.34	100.00	910.96	100.00	869.01	100.00

注：因 2018 年末行业分布统计口径有差异，故只列示 2019 年末及以后的行业分布情况

资料来源：公司提供，联合资信整理

从大额业务来看，截至 2020 年末，公司基础增信业务第一大项目增信余额为 25.00 亿元

（天津东方财信投资集团有限公司非公开定向债务融资工具项目），前十大项目增信余额合计

175.00 亿元，分别占基础增信业务责任余额的 2.74%和 19.21%，项目集中度可控。2020 年末和 2021 年 3 月末，公司第一大客户均为天津东方财信投资集团有限公司，增信余额分别为 66.00 亿元和 41.00 亿元，增信余额较大，系第一大客户为早期开展的业务所致。国家《融资担保公司监督管理补充规定》要求信用增进公司参照融资担保业务接受相关监管的规定发布以来，公司的新增业务主动对标上述要求，2020 年末和 2021 年 3 月末，公司第一大客户增信余额按照 60% 折算⁴后占公司净资产的比例分别为 33.10%和

20.56%，随着大客户业务逐步到期，客户集中度大幅回落。考虑到公司的大额客户主体信用评级较高、资质较好，客户集中风险整体可控；2021 年 6 月，公司已取得融资担保业务经营许可证，未来客户集中度指标仍需压降和整改。

从到期期限分布来看，公司基础增信业务的项目兑付本金期限分布在 1~15 年不等，且存在较多的分期摊还本金的项目；到期期限以 3 年以内为主，1 年以内到期的项目金额较大，随着外部信用风险事件增加、市场上整体信用风险上升，公司存在一定集中代偿压力。

表 8 公司尚在责任期内基础增信业务到期期限分布（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1 年以内	242.27	22.74	244.60	25.52	289.40	31.77	255.62	29.42
1~3 年	464.00	43.54	437.82	45.69	443.75	48.71	425.22	48.93
3~5 年	298.55	28.02	235.01	24.52	134.68	14.78	147.96	17.03
5 年以上	60.79	5.70	40.91	4.27	43.13	4.73	40.21	4.63
基础增信业务责任余额	1065.61	100.00	958.34	100.00	910.96	100.00	869.01	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

在风险缓释措施方面，公司主要以担保公司担保、第三方保证担保、股票质押、股权质押、应收账款质押和房产土地抵押等形式作为风险缓释措施。截至 2021 年 3 月末，公司已发行未到期增信项目中，除部分主体评级为 AA+级及以上企业外，绝大部分客户都向公司提供了风险缓释措施。其中，评级为 AA-及以下级别企业都向公司提供了全额覆盖信用风险敞口的风险缓释措施。

根据公司《信用增进业务风险分类管理办法》，公司根据信用风险状况，将增信项目分为正常、可疑、次级、损失四类。2020 年以来，在外部经济环境下行压力加大和新冠肺炎疫情冲

击下，公司非正常类（含次级、可疑、损失，下同）增信业务有所增加，2020 年末非正常类业务占比升至 2.65%，2021 年 3 月末进一步升至 3.25%。截至 2021 年 3 月末，非正常类业务均为可疑类，涉及 5 个项目，其中一个项目（金额 2 亿元）目前客户已经完成兑付，其余四个项目公司持续密切关注中。

2018—2020 年，公司到期增信业务均未发生代偿情况。截至 2020 年末，公司累计发生 13 笔代偿，金额合计 6.59 亿元，累计回收 3.42 亿元，其余代偿款仍在回收过程中；累计代偿率 0.32%，代偿回收率 51.90%。

表 9 公司尚在责任期内基础增信业务风险分类情况（单位：亿元、%）

分类	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类	1065.13	99.95	958.34	100.00	886.80	97.35	840.78	96.75
次级类	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

4 根据《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度，客户主体信用评级 AA 级以上的发行债券担保，计算集中度时，责任余额

按在保余额的 60%计算。

可疑类	0.48	0.05	0.00	0.00	24.16	2.65	28.23	3.25
损失类	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
基础增信业务责任余额	1065.61	100.00	958.34	100.00	910.96	100.00	869.01	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 创新业务风险管理

公司制定了相关制度，建立了完备的前中后台管理制度框架，确保相关创新业务有序开展、风险可控。

对于由公司提供保护的信用风险缓释工具净头寸，公司将承担由标的实体发生支付违约、破产等信用事件造成的损失，主要承担的信用风险是标的债务违约风险。2016年，交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据等四类产品的业务指引。对此，公司制定了《信用风险缓释凭证业务操作规程（试行）》，就信用风险缓释凭证的交易前准备、买入保护类业务操作流程、交易实施、业务后续管理制定细则。同时，公司积极构建和完善相关业务的风险管理框架，从业务开展策略、操作规程、风险指引和限额、风险准备金、资本占用管理方案以及会计处理规则等方面，建立了完备的前中后台管理制度框架，确保相关业务有序开展、风险可控。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年财务报表，其中2018年财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019—2020年财务报表经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年财务报告均被出具了标准无保留的审计意见。公司2021年一季度财务报表未经审计。

公司按照财政部《企业会计准则》等相关规定编制财务报表。评估期内，公司不存在会计估计变更的情形。从会计政策变更来看，根据中国银保监会等多部门于2019年10月联合印发的《融资担保公司监督管理补充规定》（银保监发〔2019〕37号），公司自2019年1月1日起，对与信用增进业务收入相关的会计政策进行变

更，按照有关保险合同的规定进行会计处理，并进行了追溯调整；其余因财政部修改报表列报等导致的公司会计政策变更中，未追溯调整的金额对报表科目的影响均较小。本报告财务分析中，2018年财务数据取自2019年审计报告的上年比较数据，2019年财务数据采用2020年审计报告中的上年比较数据。

2018—2020年末及2021年3月末，公司均无纳入合并范围的子公司。

综上，公司财务数据可比性较强。

截至2020年末，公司资产总额169.71亿元，所有者权益119.64亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2020年，公司实现营业收入17.12亿元，其中信用增进业务收入7.50亿元，实现利润总额6.55亿元。

截至2021年3月末，公司资产总额162.10亿元，所有者权益119.63亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2021年1—3月，公司实现营业收入4.32亿元，其中信用增进业务收入1.91亿元，实现利润总额4.85亿元。

2. 资本结构

公司资本实力很强，2019年以来无固定期限金融债券的发行对资本起到了进一步补充作用，权益稳定性较好，财务杠杆持续回落并保持较低水平。

公司资本来源以资本金和利润留存为主。2019年7月和2020年3月，公司发行了两期无固定期限金融债券，共计30.00亿元，计入其他权益工具科目，资本实力得到进一步提升。2018—2020年末，公司所有者权益规模持续增加，系发行无固定期限金融债券及利润滚存所致。公司所有者权益以实收资本为主，权益稳定性较好。

从现金分红情况来看，根据《公司章程》，公司分红比例不低于可分配利润的40%。针对2018—2020年实现的利润，公司均分配现金股

利 3.00 亿元，三年累计分红占三年累计净利润的 49.47%，公司业务处于稳定发展时期，分红

政策兼顾回报股东和利润留存支持业务发展。

表 10 公司所有者权益和负债结构（单位：亿元、%）

项目	金额				占比				较上年末增速			
	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	三年复合
所有者权益	80.58	101.74	119.64	119.63	100.00	100.00	100.00	100.00	26.25	17.60	-0.01	21.85
其中：实收资本	60.00	60.00	60.00	60.00	74.46	58.98	50.15	50.15	0.00	0.00	0.00	0.00
其他权益工具	--	15.00	30.00	30.00	--	14.74	25.08	25.08	--	100.00	0.00	--
未分配利润	15.91	18.86	19.87	23.01	19.74	18.54	16.61	19.24	18.56	5.39	15.79	11.78
负债总额	54.22	48.73	50.07	42.47	100.00	100.00	100.00	100.00	-10.12	2.75	-15.18	-3.90
其中：卖出回购金融资产款	13.53	6.96	21.09	12.06	24.96	14.28	42.12	28.39	-48.58	203.06	-42.83	24.83
长期借款	19.17	19.16	0.00	0.00	35.36	39.32	0.00	0.00	-0.05	-100.00	--	-100.00
信用增进业务准备金	16.36	17.60	23.72	22.65	30.17	36.12	47.38	53.34	7.61	34.77	-4.51	20.43
其他负债	3.40	3.25	3.31	2.88	6.26	6.68	6.61	6.79	-4.20	1.74	-12.91	-1.28

注：所有者权益和负债项目的占比均为占各自类别的比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

公司负债主要由卖出回购金融资产款、信用增进业务准备金等构成。2018—2020 年末，公司负债总额呈波动下降趋势，2019 年较上年末下降 10.12%系卖出回购金融资产款减少所致；2020 年末较上年末小幅增长 2.75%，主要系公司卖出回购金融资产规模的快速上升，同时偿还了全部长期借款，以及信用增进业务准备金增加综合所致。公司卖出回购金融资产款全部源于质押式证券回购业务。公司其他负债主要是递延收益。

2018—2019 年，公司长期借款为 2017 年借入的办公楼抵押借款 14.26 亿元（期限 20 年）和信用借款 5.00 亿元（期限 3 年）；由于 2019—2020 年公司连续发行两期规模共计 30.00 亿元的无固定期限金融债券，较好地补充了资金需求，2020 年公司按期偿还了信用借款，并提前偿还了抵押借款，2020 年末无长期借款。

公司计提的信用增进业务准备金包括一般风险准备、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。2020 年以来，在新冠疫

情导致宏观经济发展放缓的背景下，公司加大了信用增进业务风险准备金计提力度。截至 2020 年末，公司信用增进业务准备金余额 23.72 亿元，较上年末增长 34.77%。

2018—2020 年末，随着发行无固定期限金融债券后逐步偿还了银行借款，公司全部债务规模持续减少，2020 年末均为短期债务；实际资产负债率持续回落，财务杠杆保持较低水平。

表 11 公司债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
全部债务	32.70	26.12	21.09	12.06
其中：短期债务	13.53	6.96	21.09	12.06
长期债务	19.17	19.16	--	--
短期债务占比	41.38	26.64	100.00	100.00
资产负债率	40.22	32.39	29.51	26.20
实际资产负债率	28.09	20.69	15.53	12.22
全部债务资本化比率	28.87	20.43	14.99	9.15
长期债务资本化比率	19.22	15.85	--	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益较上年末变化不大；负债总额较上年末有所下降，系卖出回购金融资产款减少所致；杠杆水平进一步回落。

3. 资产质量

随着公司业务的持续发展，公司资产规模呈增长趋势，以金融投资资产为主，投资品种以债券为主，整体资产质量很好。

2018—2020 年末，公司资产规模稳步增长，2019 年较上年末增长 11.63%，主要系金融投资资产增加所致；2020 年末较上年末增长 12.79%，主要系买入返售金融资产增加所致。公司资产主

要运用于投资业务，其中金融投资资产占资产总额的比例持续超过 70%。公司买入返售金融资产全部源于债券质押式回购业务。公司投资性房地产和固定资产主要是公司拥有的所在办公楼的资产，除了公司自用的部分楼层，剩下的楼层进行对外出租，2020 年投资性房地产增加、固定资产减少，主要系对一处连廊进行了出租，相关核算从自用面积转入了投资性房地产面积所致。

表 12 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	金额				占比				较上年末增速			
	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	三年复合
货币资金	0.86	0.08	0.90	0.50	0.64	0.05	0.53	0.31	-91.05	1070.47	-44.52	2.35
买入返售金融资产	1.19	2.39	18.46	15.66	0.88	1.59	10.88	9.66	100.71	672.34	-15.17	293.72
金融投资资产	100.08	117.77	118.93	117.00	74.25	78.27	70.07	72.17	17.67	0.98	-1.62	9.01
投资性房地产	11.60	11.71	13.00	13.00	8.61	7.78	7.66	8.02	0.90	11.05	0.00	5.86
固定资产	10.99	10.68	9.20	9.15	8.16	7.10	5.42	5.65	-2.84	-13.87	-0.53	-8.52
其他	10.07	7.84	9.22	6.79	7.47	5.21	5.44	4.19	-22.10	17.60	-26.34	-4.29
资产总额	134.80	150.47	169.71	162.10	100.00	100.00	100.00	100.00	11.63	12.79	-4.48	12.21

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司金融投资资产规模先增长后趋稳，以可供出售金融资产为主，同时公司将部分债券转入持有至到期账户以稳定收

息资产规模；公司金融投资资产以债券为主，具体投资品种参见本报告经营分析部分。

表 13 公司金融投资资产科目构成（单位：亿元、%）

项目	金额				占比				较上年末增速			
	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	三年复合
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	10.02	16.51	16.88	44.06	10.01	14.02	14.20	37.66	64.78	2.26	160.97	29.81
持有至到期投资	33.56	38.69	30.61	--	33.53	32.85	25.74	--	15.29	-20.88	--	-4.50
可供出售金融资产	56.50	62.57	71.44	--	56.46	53.13	60.07	--	10.74	14.17	--	12.44
债权投资	--	--	--	31.31	--	--	--	26.76	--	--	--	--
其他债权投资	--	--	--	41.29	--	--	--	35.29	--	--	--	--
其他权益投资工具	--	--	--	0.34	--	--	--	0.29	--	--	--	--
金融投资资产账面价值	100.08	117.77	118.93	117.00	100.00	100.00	100.00	100.00	17.67	0.98	-1.62	9.01

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

公司根据《融资担保公司资产比例管理办法》，按照 I、II、III 级资产的监管比例控制资产端投资结构。截至 2020 年末，公司各项指标符合相关规定。

表 14 公司资产分类比例指标（单位：%）

项目	2020 年末	监管标准
(I 级资产+II 级资产) / (总资产-应收代偿款)	73.63	≥70.00
I 级资产 / (总资产-应收代偿款)	46.99	≥20.00
III 级资产 / (总资产-应收代偿款)	26.43	≤30.00

资料来源：公司提供

截至2021年3月末,公司资产总额为162.10亿元,较上年末下降4.48%,主要系买入返售金融资产、金融投资资产和其他资产(应收利息)减少所致;资产构成较上年末无重大变化。

4. 盈利能力

2018年以来,公司营业收入保持增长,但受2020年增信业务准备金计提规模增加影响,

利润规模有所下降,盈利水平有所下滑,整体盈利能力有待提升。

2018—2020年,公司各级口径利润均先小幅增长、后有所下降,主要系2020年营业支出增幅较大所致。

公司营业收入主要来自信用增进业务和投资业务。2018—2020年,公司营业收入保持增长,主要系投资业务收入2020年较快增长所致。

表15 公司盈利情况(单位:亿元、%)

项目	金额				同比增速			
	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月	2019年	2020年	2021年1—3月	三年复合
营业收入	13.45	13.51	17.12	4.32	0.45	26.76	5.07	12.84
营业支出	5.07	5.00	10.57	-0.53	-1.43	111.65	-216.86	44.44
营业利润	8.38	8.51	6.55	4.85	1.58	-23.05	32.54	-11.59
利润总额	8.38	8.51	6.55	4.85	1.59	-23.05	32.54	-11.59
净利润	6.33	6.61	5.24	3.64	4.40	-20.69	32.54	-9.01
营业利润率	62.31	63.02	38.25	112.25	--	--	--	--
资产收益率	4.52	4.64	3.28	2.19	--	--	--	--
净资产收益率	8.01	7.25	4.74	3.04	--	--	--	--

注:2021年1—3月相关指标未年化

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

公司营业支出主要由利息支出、提取信用增进业务准备金、业务及管理费等组成。2018—2020年,公司营业支出先小幅下降、后大幅增长,2019年同比下降,主要系提取信用增进业务准备金减少所致;2020年同比大幅增长,主要系提取信用增进业务准备金和资产减值损失增加所致。

公司利息支出2020年大幅下降,主要系年内清偿了长期借款所致。

公司提取信用增进业务准备金规模2019年同比有所减少,主要系增信业务规模下降所致;2020年以来,受新冠疫情对部分行业或区域经

济的不利影响,公司尚在存续期的增信项目风险分类中可疑类增信项目金额大幅增加,相应信用增进业务准备金计提规模增加较快。

公司业务及管理费主要为职工薪酬,2020年业务及管理费有所下降,系职工薪酬支出减少所致。

公司资产减值损失主要是金融投资资产和应收代偿款的减值损失。2020年,资产减值损失由净转回状态转为净损失,系随着市场信用风险上升及公司持仓出现违约产品,公司对金融投资资产计提的减值损失增加所致。

表16 公司营业支出构成(单位:亿元、%)

项目	金额				占比				同比增速			
	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月	2019年	2020年	2021年1—3月	三年复合
利息支出	1.25	1.15	0.74	0.03	24.74	23.08	6.98	-6.47	-8.05	-35.96	-87.53	-23.27
提取信用增进业务准备金	2.31	1.24	6.12	-1.07	45.50	24.91	57.89	201.88	-46.03	391.80	127.60	62.92
业务及管理费	1.70	1.92	1.70	0.27	33.52	38.51	16.11	-50.89	13.25	-11.48	-5.47	0.12

资产减值损失（损失以“+”号填列）	-0.65	-0.01	1.12	-0.01	-12.89	-0.18	10.61	1.18	-98.66	12909.94	-102.28	--
其他	0.46	0.68	0.89	0.24	9.13	13.67	8.41	-45.70	47.67	30.19	-72.77	38.65
营业支出	5.07	5.00	10.57	-0.53	100.00	100.00	100.00	100.00	-1.43	111.65	-216.86	44.44

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

受利润规模下降的影响，公司盈利指标2020年有所下滑。从同业对比来看，公司整体盈利能力一般。

表17 同行业2020年财务指标比较（单位：%）

企业名称	资产收益率	净资产收益率
中证信用增进股份有限公司	5.13	8.17
天府信用增进股份有限公司	8.42	10.88
晋商信用增进投资股份有限公司	1.48	5.27
上述样本企业平均值	5.01	8.11
中债增进	3.28	4.74

资料来源：公司财务报告、公开资料，联合资信整理

2021年1—3月，公司营业收入同比有所增长；营业支出同比由正转负，主要系提取信用增进业务准备金同期转回规模较大所致；各级口径利润规模同比有所增长。

5. 资本充足率及代偿能力

公司资本实力很强，资本充足性较好，代偿能力极强。

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

表18 公司资本充足性和代偿能力

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
增信责任余额（亿元）	1068.79	960.50	913.12	871.17
净资产（亿元）	80.58	101.74	119.64	119.63
净资本（亿元）	52.63	72.57	89.72	91.22
净资本/净资产比率（%）	65.31	71.33	74.99	76.25
净资产增信倍数（倍）	13.26	9.44	7.63	7.28

净资本增信倍数（倍）	20.31	13.24	10.18	9.55
净资本覆盖率（%）	82.32	126.21	164.02	174.80
各项风险准备金之和（亿元）	16.36	17.60	23.72	22.65
代偿准备金率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

注：信用增进责任余额包括未到期信用增进责任余额加上已到期仍承担责任余额；净资本等相关数据为联合资信内部测算口径
资料来源：公司财务报告、公司提供，联合资信整理

2018年以来，随着公司发行无固定期限金融债券和利润累积，公司净资产及净资本规模持续上升，资本充足水平得到较大幅度的提升，净资本/净资产比率也持续上升。同时，增信业务余额逐渐收缩，净资产增信倍数和净资本增信倍数均持续下降。

联合资信根据增信业务的风险特性，对公司的客户信用情况、行业及地区分布、增信项目期限分布以及反担保措施等因素进行综合评估，估算公司增信业务的组合风险价值，并估算了净资本对增信业务组合潜在风险价值的覆盖程度。公司净资本覆盖率持续上升，净资本对增信业务组合风险价值的覆盖程度处于较好水平。

因近年均无代偿发生，公司代偿准备金率保持为零；准备金规模较大，对未来可能代偿的安全垫逐步增厚。且考虑到公司持有较大规模的债券等流动性强的资产，且外部融资渠道畅通，整体代偿能力极强。

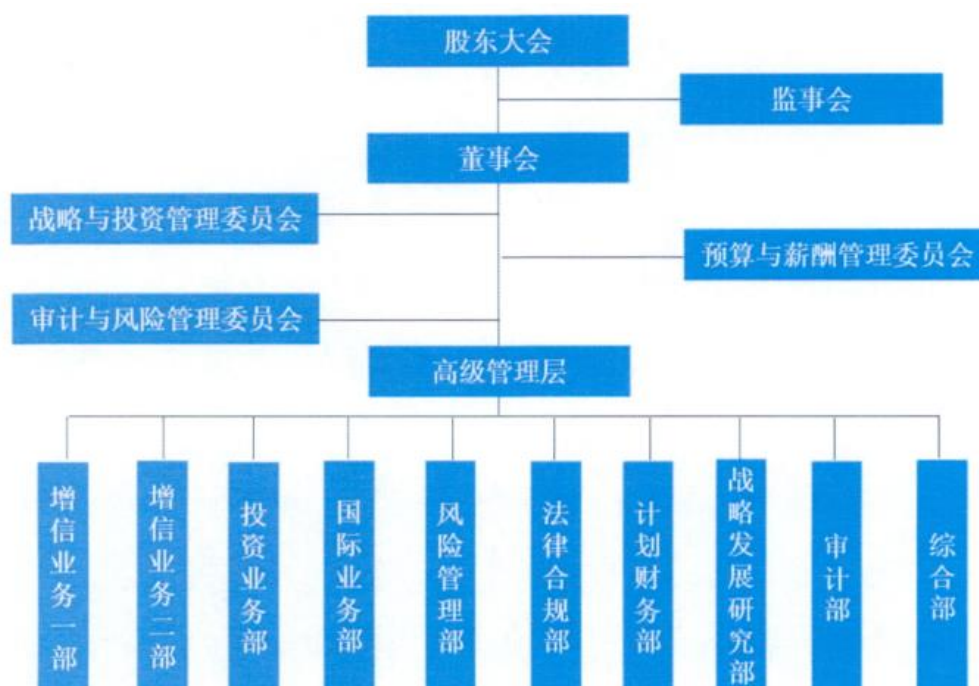
6. 或有事项

截至2021年3月末，联合资信未发现公司存在作为被告的未决诉讼、仲裁；未发现尚未了结或可预见的行政处罚。

九、结论

综合上述对公司在公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面的综合分析，联合资信认为，在未来一段时期内公司信用水平将保持稳定，公司主体违约风险极低。

附件 1 截至 2021 年 3 月末中债信用增进投资股份有限公司 组织结构图



资料来源：公司提供

附件 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
财务及业务数据				
资产总额（亿元）	134.80	150.47	169.71	162.10
所有者权益（亿元）	80.58	101.74	119.64	119.63
净资本（亿元）	52.63	72.57	89.72	91.22
营业收入（亿元）	13.45	13.51	17.12	4.32
利润总额（亿元）	8.38	8.51	6.55	4.85
期末增信责任余额（亿元）	1068.79	960.50	913.12	871.17
财务及业务指标				
实际资产负债率（%）	28.09	20.69	15.53	12.22
资产收益率（%）	4.52	4.64	3.28	2.19
净资产收益率（%）	8.01	7.25	4.74	3.04
净资本/净资产比率（%）	65.31	71.33	74.99	76.25
净资产增信倍数（倍）	13.26	9.44	7.63	7.28
净资本增信倍数（倍）	20.31	13.24	10.18	9.55
净资本覆盖率（%）	82.32	126.21	164.02	174.80
代偿准备金率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
累计代偿率（%）	0.40	0.37	0.32	/
当期代偿率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；2. 2021 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；
 3. 净资本等相关数据为联合资信内部测算口径
 资料来源：公司财务报告、公司提供，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
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%
单一客户集中度	单一最大客户增信责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户增信责任余额/净资产余额×100%
各项风险准备金之和	信用增进业务准备金+一般风险准备金
费用收入比	业务及管理费/营业收入×100%
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%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产增信倍数	增信余额/净资产
净资本增信倍数	增信余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额-信用增进业务准备金)/资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/增信业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和×100%

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 中债信用增进投资股份有限公司 的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。