

跟踪评级公告

联合[2016] 2538 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持永州市经济建设投资发展集团有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16永州经投债/16永经投”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十一月十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

网址：<http://www.lhratings.com>

永州市经济建设投资发展集团有限责任公司

公司债券跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 永州经投债/ 16 永经投	13 亿元	2016/01/14- 2023/01/14	AAA	AAA

评级时间: 2016 年 11 月 15 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	1.46	2.69	2.42
资产总额(亿元)	56.12	64.38	72.06
所有者权益(亿元)	37.53	42.86	49.02
短期债务(亿元)	0.44	3.79	2.85
全部债务(亿元)	6.89	8.55	11.97
营业收入(亿元)	4.23	6.23	6.96
利润总额(亿元)	1.22	1.32	1.36
EBITDA(亿元)	1.29	1.49	1.74
经营性净现金流(亿元)	-1.95	-3.74	-8.50
营业利润率(%)	19.97	16.67	23.42
净资产收益率(%)	3.25	3.08	2.78
资产负债率(%)	33.13	33.43	31.97
全部债务资本化比率(%)	15.51	16.63	19.63
流动比率(%)	459.30	382.03	515.22
全部债务/EBITDA(倍)	5.33	5.76	6.89
EBITDA 利息倍数(倍)	2.33	2.14	2.19
经营现金流流动负债比(%)	-16.08	-22.30	-61.08

分析师

李海宸 刘博

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

评级观点

永州市经济建设投资发展集团有限责任公司(以下简称“永州经建投”或“公司”)作为永州市滨江新城唯一的国有独资基础设施项目投融资及建设主体,业务范围涵盖公益性道路的建设运营、保障房建设及特许经营业务运营等。跟踪期内,永州市经济持续增长,为公司发展提供了良好的外部环境。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在发展定位、财政补贴和土地出让金返还等方面得到永州市政府的有力支持。同时,联合资信也关注到公司未来投资规模较大、资产流动性较弱等因素对其偿债能力可能带来的不利影响。

募投项目产生的收益对本期债券本息之和的保障能力较好,且本期债券设置分期偿还条款,一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

公司存续期内的“16 永州经投债/16 永经投”由中合中小企业融资担保股份有限公司(以下简称“中合担保”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,中合担保代偿能力极强,风险极低,有效提升了本期债券的安全性。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,维持“16 永州经投债/16 永经投”信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内,永州市经济及财政实力持续增长,为公司经营提供了较好的外部环境。
2. 公司作为永州市滨江新城内唯一的基础设施建设主体,具有项目垄断优势,同时具备丰富的土地资产,为公司稳健发展提供有力支撑。
3. 跟踪期内,永州市政府在资产注入、资金

补贴和股权投资等方面持续给予公司较大支持。

关注

1. 公司资产流动性较弱，资产质量一般。应收款项对公司的资金形成一定占用。
2. 政府资金拨付效率较低，公司收入实现质量有待提高。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金净流量持续表现为净流出，且净流出规模持续扩大，公司未来对外融资压力较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与永州市经济建设投资发展集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与永州市经济建设投资发展集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因永州市经济建设投资发展集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由永州市经济建设投资发展集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至相关存续债券到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

永州市经济建设投资发展集团有限责任公司

公司债券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于永州市经济建设投资发展集团有限责任公司主体长期信用及存续期内“16 永州经投债/16 永经投”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

永州市经济建设投资发展集团有限责任公司（以下简称“公司”）成立于 2009 年 3 月，前身为永州市顺达基础设施建设有限公司，系根据永州市人民政府于 2009 年 2 月 27 日作出的《关于成立永州市顺达基础设施建设有限公司的批复》（永政函【2009】19 号）批准，于 2009 年 3 月 8 日在永州市工商局登记注册成立，注册资本为 2.00 亿元，股东为永州市县域经济与产业发展融资中心。

2014 年 3 月 6 日，经永州市人民政府《关于变更永州市顺达基础设施建设有限公司名称、股权、法定代表人、经营范围的通知》（永政函【2014】35 号）批准，公司名称由“永州市顺达基础设施建设有限公司”变更为“永州市经济建设投资发展集团有限责任公司”，永州市县域经济与产业发展融资中心将公司的股权无偿转让至永州市人民政府，公司股东变更为永州市人民政府，公司变更为国有独资有限责任公司。

2014 年 6 月 9 日，经永州市人民政府《关于组建永州市经济建设投资发展集团的批复》（永政函【2014】83 号）批准，公司名称由“永州市经济建设投资发展集团有限责任公司”变更为“永州市经济建设投资发展集团有限责任公司”。

2014 年 6 月 19 日，经永州市人民政府《永

州市经济建设投资发展集团有限责任公司股东决定》批准，公司注册资本由 2.00 亿元增加至 12.00 亿元，由股东永州市人民政府认缴，出资方式为土地使用权 6.00 亿元，货币资金 4.00 亿元。

公司经营范围：城镇建设用地整理与开发；农村、城镇基础设施项目建设与开发；房地产投资、开发及经营；交通基础设施建设与开发；旅游投资开发；物业管理及公共资源的投资与管理。

截至 2015 年底，公司合并范围内子公司 6 家。公司本部下设综合管理部、人力资源部、项目管理部、投融资部、资产经营部、计划财务部和纪检监察室共 7 个职能部门。

截至 2015 年底，公司资产总额 72.06 亿元，所有者权益 49.02 亿元。2015 年公司实现营业收入 6.96 亿元，利润总额 1.36 亿元。

公司注册地址：湖南永州市冷水滩区河东湘江东路 36 号；法定代表人：柏菁。

三、债券与募投资金使用情况

公司于 2016 年 1 月 14 日发行 13 亿元“16 永州经投债/16 永经投”（以下简称“本期债券”），期限 7 年。本期债券设置分期偿还条款，在本期债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末分别按照发行额度 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，按年付息。跟踪期内公司尚未到第一年度利息支付日。

截至 2016 年 5 月底，本期债券已使用 4.71 亿元，余额 8.29 亿元。

募集资金投资项目使用情况如下：

表1 本期募集资金使用情况 (单位: 万元、%)

募集资金用途	项目总投资	拟使用债券募集资金	已使用募集资金	
工程 建设	曲河安置小区	90860.00	33000.00	11500.00
	华盟·湘南万商红(国际)商贸物流中心安置小区	21000.00	12500.00	5587.00
	巴洲安置小区	16000.00	9500.00	6240.00
	永州市首期快速公交工程项目	82016.02	33000.00	10709.00
	小计	209876.02	88000.00	34036.00
	补充流动资金	--	42000.00	13080.00
	合计	--	130000.00	47116.00

资料来源: 公司提供

四、宏观经济和政策环境

2015年, 中国经济步入“新常态”发展阶段, 全年GDP同比实际增长6.9%, 增速创25年新低, 第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看, 2015年, 中国消费需求整体上较为平稳, 固定资产投资增速持续下滑, 进出口呈现双降趋势; 同时, 全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代, 工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)处于较低水平, 制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下, 显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下, 中国就业形势总体稳定。

2015年, 中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元, 比上年增长8.4%, 增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元, 比上年增长15.8%, 同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元, 赤字率上升至3.5%, 显著高于2.3%的预算赤字率。2015年, 央行继续实施稳健的货币政策, 灵活运用多种货币政策工具, 引导货币信贷及社会融资规模合理增长, 改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准, 降息和降准幅度分别达到125BP和300BP, 资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的

经济下行压力的背景下, 2016年上半年, 中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上, 中国着力推进供给侧改革, 通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上, 继续加强金融对实体经济的支持力度, 完善宏观审慎管理框架, 更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下, 中国经济保持稳定增长。2016年1~6月份, 中国国内生产总值(GDP)34.1万亿元, 同比实际增长6.7%, 经济增速保持在2009年以来的较低水平, 但经济结构有所优化。具体来看, 民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓, 但消费需求保持平稳增长, 进出口略显回稳向好趋势。同时, 全国居民消费价格指数(CPI)指数在2%左右小幅波动, 工业生产者出厂价格指数(PPI)同比降幅持续收窄, 制造业采购经理指数(PMI)自3月份以来回升至荣枯线上方, 就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进, 第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016年1~6月, 中国第一产业发展稳定; 第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力, 但出现企稳迹象; 第三产业同比增速有所放缓, 但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低, 拖累经济增速的提升。2016年1~6月份, 中国固定资产投资(不含农户)25.8万亿元, 同比增长9.0%, 增速继续放缓且再创新低, 主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后, 投资增速出现回落, 其稳定经济增长的作用有所下降; 制造业投资继续回落, 主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致, 但高端装备制造业投资保持较高增速, 促进了工业结构的优化; 基础设施投资增速进一步加快, 成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长, 对经济增长构成支

撑。2016年1~6月份，中国社会消费品零售总额15.6万亿元，同比增长10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016年1~6月份，全国居民人均可支配收入同比增长6.5%，居民人均可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016年1~6月份，中国进出口总值1.7万亿美元，同比下降8.8%，自3月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差2571亿美元，同比变动不大。2016年6月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在6.5%-7.0%增长、物价温和回升、就业市场稳定等2016年年度目标，2016年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响

下，为达到13%的社会融资规模和M2的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计2016年全年GDP增速为6.7%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方

面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了

财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济环境

公司作为永州市国有独资公司，是滨江新城区内唯一的城市基础设施项目投融资及建设主体，永州市经济的发展及城镇化进程将对公司的资产及营业收入规模产生一定的影响。

永州市概况

永州，故称零陵，是湖南省地级市，位于湖南省南部潇、湘二水汇合处，雅称“潇湘”。永州东接郴州市，东南抵广东省清远市，西南达广西壮族自治区贺州市，西连广西壮族自治区桂林市，西北接邵阳市，东北靠衡阳市，南北相距最长 245 公里，东西相间最宽 144 公里，土地总面积 2.24 万平方公里。永州下辖零陵区、冷水滩区二区及双牌县、祁阳县、东安县、

道县、宁远县、新田县、蓝山县、江永县、江华瑶族自治县九县，另设有回龙圩、金洞管理区。

永州市区域经济概况

根据《2015年永州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015年，全市完成生产总值1418.17亿元，同比增长9%；2015年全市规模以上工业实现增加值330.16亿元、同比增长10.1%；全市全年共完成固定资产投资1541.35亿元，同比增长18.2%；全市三次产业结构比重由上年的21.7:37.7:40.6调整为

21.8:36.5:41.7。

永州市财政概况

根据《永州市全市地方政府债务余额及综合财力统计表》统计，2015年永州市地方综合财力455.83亿元，全市一般预算收入92.48亿元，较上年增长14.7%。其中税收收入54.99亿元，同比增长16.8%；非税收入37.49亿元；全市基金收入46.71亿元，上级补助收入261.54亿元，永州市财政对上级补助依赖较大。

2015年永州市一般预算支出353.24亿元，基金支出61.00亿元。永州市财政支出较大。

表2 永州市地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元、%）

地方财力（2015年度）	金额	地方债务（截至2015年底）	金额
（一）地方一般预算收入	924799	（一）直接债务余额	2629458
1. 税收收入	549927	1. 国债转贷资金	--
2. 非税收入	374872	2. 解决地方金融风险专项借款	--
（二）转移支付和税收返还收入	2615356	3. 国内金融机构借款	--
1. 一般性转移支付收入	1446780	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	--
2. 专项转移支付收入	1100910	4. 债券融资	--
3. 税收返还收入	67666	（1）中央代发地方政府债券	--
（三）国有土地使用权出让收入	467104	5. 其他（村级及其他单位借款）	--
1. 国有土地使用权出让金	467104	（二）担保债务余额	181715
2. 国有土地收益基金	--	1. 政府担保的国内金融机构借款	--
3. 农业土地开发资金	--	2. 政府担保的融资平台债券融资	--
4. 新增建设用地有偿使用费	--		--
（四）预算外财政专户收入	551089		--
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	4558348	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	2720315.5
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			59.68%

资料来源：永州市财政局

地方政府债务方面，截至2015年底，永州市本级政府直接债务余额262.95亿元，担保债务余额18.17亿元，永州市政府全部债务余额272.03亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为59.68%，永州市地方政府债务总体水平较高。

总体来看，永州市经济持续发展，财政实力不断增强，为公司的持续稳健发展提供了较为良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年底，公司注册资本12亿元，系国有独资有限责任公司，公司实际控制人为永州市人民政府。

2. 企业规模

公司是永州市政府国有独资公司，与永州市城市建设投资开发公司同属于永州市政府下两大投融资公司。两家公司业务内容上近似，但业务区域有所划分，分别作为冷水滩城区和滨江新城的城市综合运营主体。公司是滨江新城内唯一的基础设施项目投融资及建设主体，其主要业务集中于基础设施项目的代建

及土地整理开发。截至 2015 年底，公司已完工并已投入使用的重大项目主要有永州大道，该项目总投资 10 亿元。公司承接的业务规模呈持续增长态势，公司在建、续建及拟建的基础设施项目主要有湘江东路、阳明大道、利安路、巴洲大道、迎宾路、永州大道联城段、机场路、华盟 湘南万商红（国际）商贸物流中心网建设项目、华盟 湘南万商红（国际）商贸物流中心安置小区、巴洲安置小区等；经公司整理的土地规模持续扩大，公司土地资产规模不断增长。

3. 人员素质

(1) 高级管理人员

截至 2015 年底，公司高级管理人员 7 人，包括董事长兼总经理 1 人、副总经理 2 人、董事兼子公司总经理 2 人、总会计师 1 人及总工程师 1 人。

跟踪期内，公司高管人员未发生变更。

(2) 员工素质

截至 2015 年底，公司本部在职员工 75 人。按学历构成划分，大专学历占 24%，本科学历及以上占 73.33%，其他占 2.67%。

总体来看，公司高管具有政府及企事业单位工作背景和较强的专业素质，具备较高的管理水平。公司的人员构成与公司业务特征相符，基本能满足公司日常工作需要。

4. 政府支持

近年来，永州市政府在股权划转、资产注入、资金补贴、项目代建和土地出让金返还等方面给予公司大力支持，为公司在滨江新城内的稳健发展提供了有力支撑。

(1) 资产注入

2014年7月11日，根据永州市人民政府出具的《永州市经济建设投资发展有限责任公司股东决定》，决定增加公司注册资本金10.00亿元，截至2015年6月18日前已全部认缴。

(2) 项目代建

根据永州市人民政府下发的永政函【2010】241号《关于由永州市顺达基础设施建设有限公司承建基础设施项目有关事宜的决定》，自2010年起，由永州市顺达基础设施建设有限公司（即现在的“永州经建投”，以下简称统一“公司”）及子公司承建的市政建设项目按年度完成情况确认并结算支付工程款项。永州市政府授权永州市财政局给予公司20%的成本加成比例作为项目建设管理费。

(3) 土地出让金返还

公司受永州市政府委托，从事滨江新城区域内土地开发整理，待达到招拍挂标准后，由永州市国土局挂牌出让，缴纳的土地出让金在扣除相关应缴税、规费后全额返还给公司。

总体看，作为永州市滨江新城内唯一的基础设施项目投融资及建设主体，永州市政府在股权划转、资产注入、资金补贴、项目代建和土地出让金返还等方面给予公司较为有力的支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司负责永州市滨江新城区内的城市基础设施和城市片区开发的投资、融资及建设，是该区域内唯一的项目经营主体，具备土地开发整理职能。公司目前业务主要集中在工程项目建设及土地整理开发方面。

2015 年，公司实现营业收入 6.96 亿元，同比增长 11.75%。收入结构方面，公司营业收入由工程项目代建及土地整理开发构成，2015 年占比分别为 50.13%和 49.87%，土地整理开发占比大幅上升主要系土地整理开发收入上升所致。

毛利率方面，公司工程项目代建项目毛利率维持在 16.67% 的水平，主要系 20% 项目成本加成比例确认为营业毛利润所致；受土地出让价格波动的影响，公司 2015 年土地整理开

发收入毛利率持续下滑，为 30.20%。受土地整理开发收入大幅增长影响，公司整体毛利率较 2014 年有所上升，为 23.42%。

表3 公司业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设收入	37492.97	16.67	62274.15	16.67	34886.74	16.67
土地整理开发收入	4777.00	45.88	--	--	34707.71	30.20
合计	42269.97	19.97	62274.15	16.67	69594.45	23.42

资料来源：公司审计报告

（1）工程项目代建

根据永州市人民政府下发的永政函【2010】241 号《关于由永州市顺达基础设施建设有限公司承建基础设施项目有关事宜的决定》，自 2010 年起，由公司及其子公司承建的市政建设项目按年度完成情况确认并结算支付工程款项。永州市政府授权永州市财政局给予公司 20% 的成本加成比例作为项目建设管理费，公司将此确认为毛利润。但实际政府拨付的基础设施项目工程款存在一定时间的滞后。截至 2015 年底，公司主要完工的重大项目有永州大道，项目总投资为 10 亿元。

会计处理方面，公司将已投入的项目成本计入“存货”科目中，确认收入的同时结转相应成本，现金活动于“购买商品、接受劳务支付的现金”科目中体现。

（2）土地整理业务

公司受永州市政府委托，从事滨江新城区域内土地开发整理，待达到招拍挂标准后，由永州市国土局挂牌出让，缴纳的土地出让金在扣除相关应缴税、规费后全额返还给公司。公司将返还的资金确认为土地整理开发收入，该业务板块毛利润规模受土地市场因素的影响较大。此外，出于公司战略发展需要以及在土地市场较为低迷的情况下，公司亦参与土地摘牌，资金由公司自行解决。

截至 2015 年底，公司参与摘牌的土地规模达到 1386.94 亩，其中已经办理土地权证并

入账的土地规模 1324.55 亩，其余土地权证正在办理当中。2015 年经公司整理的土地共出让 3 块，合计面积 604.20 亩，合计金额 4.08 亿元，平均出让单价为 67.58 万元/亩。

截至 2015 年底，公司已经过整理并达到招拍挂标准的土地合计 2027 亩，整理成本 39405.4 万元。

表 4 截至 2015 年底经公司整理的土地成交记录

年度	位置	面积 (亩)	成交价格 (万元)
2012 年	永州大道与迎宾路交汇处东北角，生态新城 A-3 号地	40.42	3555
	永州大道西侧，生态新城 X-1 号地	17.22	1750
2013 年	永州大道东侧陶公路北侧，生态新城 D-1 号地	76.06	5620
2015 年	李达大道与永州大道交汇处东南侧，滨江新城 B-4 号地	207.73	15152.38
	李达大道与永州大道交汇处东南侧，滨江新城 B-3 号地	194.26	14873.8
	李达大道与诚信路交汇处西南侧，滨江新城 B-5 号地	202.21	10806.42
合计		737.90	51757.60

资料来源：公司提供

表 5 截至 2015 年底，经公司整理并达到招拍挂标准的土地规模

位置	面积 (亩)	整理成本 (万元)
永州大道与永连公路交叉口东北角	169	3092.7

永州大道与李达大道东南角	603	11939.4
阳明大道与李达大道西南角	861	17478.3
永州大道与新田前路交叉口东南角	394	6895
合计	2027	39405.4

资料来源：公司提供

2. 未来发展

伴随着滨江新城内城镇化进程的加快，公司承建的基础设施项目将逐渐加大，资金投入将逐步增加。同时，在公司现有基础设施项目代建及土地整理开发业务板块上，公司将积极拓展市场化经营性业务，在永州市政府的大力

支持下，公司将参与承建道路沿线的广告、加油站及加气站等特许经营业务。

公司目前在建重点项目为曲河安置小区和永州快速公交工程等项目。截至2015年底，公司主要在建项目合计总投资30.68亿元，已完成投资10.26亿元；2016~2018年，公司拟投入9.25亿元、9.08亿元和2.00亿元。

截至2015年底，公司拟建项目4项，合计总投资23.80亿元，2016~2018年预计分别投资8.75亿元、8.95亿元和6.10亿元。

公司未来投资规模较大，在地方平台融资空间约束下，公司的外部融资存在一定的压力。

表6 公司主要在建项目建设情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		截至2015年底已投资	未来投资计划		
			贷款	自筹		2016年	2017年	2018年
巴洲安置小区	132760.27 平方米规模保障性住房的部分建筑基础、地下室和房屋主体工程	16000	9500	6500	4100	6000	5900	--
万商红安置小区	118266 平方米规模保障性住房的拆迁、土石方、部分建筑主体工程	21000	12500	9500	5280	7920	7800	--
曲河安置小区	482000 平方米规模保障性住房的建筑勘察设计、小区内拆迁、启动配套润之路和安置小区建设	90860	33000	57860	32800	30000	28060	--
永州市首期快速公交工程	30.8 公里道路改建，29 个公交站点，路网、照明等其他附属设施	82016.02	48000	34016.02	2000	30000	30000	20016.02
利安路（永州大道—阳明大道）	1.4km*28m 道路的路基、路面及配套工程	9000	2000	7000	4200	4800	--	--
永州大道联城段 1.88km	136m 宽道路的路面工程、防护、绿化带、人行道、电力电讯、征拆迁等工程	35000	20000	15000	33620	1380	--	--
李达大道（永州大道—阳明大道）	1.4km*80m 道路的路面、绿化、亮化及配套工程	15000	8000	7000	13520	1480	--	--
李达大道（湘江东路—永州大道）	2.0km*80m 道路的征地、拆迁、工程招标	22000	11000	11000	2930	5070	14000	--
迎宾路（永州大道—阳明大道）	1.38km*42m 道路的土地报批、征地拆迁	13000	7000	6000	3200	4800	5000	--
润之路	1.3km*36m 道路的立项、设计	2950	1000	1950	950	1000	--	--
合计		306826	152000	155826	102600	92450	90760	20016.02

资料来源：公司提供

表7 公司未来拟建项目建设情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		未来投资计划		
			贷款	自筹	2016年	2017年	2018年
女书路（李达大道—陶公路）	1.8km*28m 道路的立项、设计	8000	4000	4000	1500	2500	4000
湘江东路（泉南高速—千世头路）	3.3km*36m 道路的征地拆迁	21000	10000	11000	5000	5000	11000

千世头路（湘江东路—诚信路）	2.5km*36m 道路的立项、设计	9000	4500	4500	1000	2000	6000
“一宫、两馆、两中心”项目	100000 平方米规模公用设施的选址、立项、规划设计、土地报批、征地	200000	100000	100000	80000	80000	40000
合计		238000	118500	119500	87500	89500	61000

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2015 年度财务报表，中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围来看，截至2015年底公司有6家子公司，持股比例均为100%。

截至2015年底，公司资产总额72.06亿元，所有者权益49.02亿元。2015年公司实现营业收入6.96亿元，利润总额1.36亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入来自工程建设收入和土地整理开发收入，2015年，公司营业收入有所增长，实现营业收入6.96亿元，同比增长11.75%。同期公司营业成本为5.33亿元，同比增长2.70%。公司主营业务盈利能力有所增强，2015年营业利润率为23.42%，较上年增加6.75个百分点，主要系土地整理开发业务实现收入所致。

从期间费用看，2015年公司期间费用（营业费用、财务费用和管理费用）为0.73亿元，较上年同期增长121.80%，占主营业务收入的比重为10.42%，较上年同期上升5.17个百分点，公司期间费用控制能力较好。

2015年，公司营业外收入为0.50亿元，同比下降19.76%，主要为政府补贴。

2015年，公司实现利润总额为1.36亿元，同比增长3.34%。

2015年，公司总资本收益率和净资产收益率持续下降，分别为2.82%和2.78%，公司整体盈利能力较弱。

总体看，公司营业收入保持稳定增长，期

间费用控制能力较好，但公司经营业务的性质决定了公司整体盈利能力较弱，政府补贴对公司利润总额贡献程度较高。

2. 现金流

经营活动方面，2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金有所下降，为4.11亿元，同比下降7.41%；公司收到其他与经营活动有关的现金主要由利息收入、财政补贴和往来款构成，2015年为0.51亿元。2015年公司经营活动现金流入量为4.63亿元，同比下降21.89%。2015年公司经营活动现金流出持续增长，为13.13亿元，同比增长35.89%，主要系2015年公司通过招拍挂购入土地导致购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长。2015年公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，为-8.50亿元。2015年公司现金收入为59.11%，公司整体收现质量较差。

投资活动方面，2015年，公司无投资活动产生的现金流入；投资活动现金流出量为48.35万元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。投资活动现金产生的现金流量净额为-48.35万元。

筹资活动方面，公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款和吸收投资，流出主要是偿还债务和分配股利、利润或偿付利息的现金。2015年公司筹资活动产生的现金流入量为12.50亿元，同比增长104.92%，主要系2015年公司收到其他与筹资活动有关现金4.50亿元。随着公司债务规模的扩大，公司筹资活动流出量大幅增长，2015年为3.76亿元。2015年公司筹资活动产生的现金净额为8.74亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入量有所下降，但流出量持续增长，导

致经营活动现金流净额持续表现为净流出，且规模扩大。伴随公司在建及拟建项目陆续推进，公司未来对外部融资压力将不断上升。

3. 资产及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额为 72.06 亿元，同比增长 11.93%，主要是由于存货和应收账款增长所致。截至 2015 年底，公司资产构成中流动资产和非流动资产分别为 71.73 亿元和 0.33 亿元，分别占资产总额的比重为 99.54% 和 0.46%。公司资产构成以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产为 71.73 亿元，较 2014 年底增长 12.02%，主要来自应收账款和存货的增加。公司流动资产构成主要以应收账款（占 17.56%）和存货（占 73.29%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 2.42 亿元，同比下降 9.82%，公司货币资金由现金、银行存款成。其中银行存款为 2.42 亿元。

截至 2015 年底，公司应收账款余额 12.60

亿元，同比增长 29.18%，全部为应收永州市财政局的账款。尽管欠款单位为政府部门，坏账风险低，不计提坏账准备，但对公司资金造成一定占用。

截至 2015 年底，公司预付账款 2.58 亿元，同比增长 82.06%，主要系预付永州市万商红商贸物流开发有限公司款项增长所致。

截至 2015 年底公司其他应收款余额为 1.93 亿元，较 2014 年底下降 38.36%，主要系公司加大往来款回收力度，往来款减少所致。从集中度上看，公司其他应收款欠款金额前五名客户欠款占其他应收款总额的 74.96%，集中度高，其中大部分是应收永州市新兴农村基础设施建设有限责任公司（41.95%）的往来款。

截至 2015 年底，公司存货为 52.11 亿元，同比增长 11.51%，主要是公司本部通过招拍挂新增土地所致。公司存货主要由土地 40.14 亿元和工程施工成本 11.96 亿元构成，其中工程施工成本主要为公司在建的基础设施项目及土地整理投入。公司存货中 7.34 亿元土地使用受限。

表 8 截至 2015 年底存货中土地明细（单位：亩、万元）

权证号	土地面积	土地性质	土地用途	价值	是否计入资本公积	是否抵押
永（冷）国用（2011）000177 号	356.75	国有出让	商住用地	30752.01	是	否
永（冷）国用（2011）000178 号	428.49	国有出让	商住用地	36935.53	是	否
永（冷）国用（2011）000180 号	401.59	国有出让	商住用地	34616.72	是	否
永（冷）国用（2011）000182 号	371.43	国有出让	商住用地	32016.92	是	否
永（冷）国用（2011）000183 号	299.13	国有出让	商住用地	25784.98	是	否
永（冷）国用（2011）000186 号	408.20	国有出让	商住用地	35187.11	是	否
永（冷）国用（2011）000189 号	446.23	国有出让	商住用地	38464.66	是	否
永（冷）国用（2011）000190 号	370.39	国有出让	商住用地	31927.74	是	否
永（冷）国用（2013）第 0003 号	120.52	国有出让	商住用地	12405.42	是	是
永（冷）国用（2013）第 000150 号	147.44	国有出让	商住用地	9067.54	是	是
永（冷）国用（2013）第 001602-1 号	97.67	国有出让	商住用地	4709.25	是	是
永（冷）国用（2013）第 001602-2 号	232.75	国有出让	商住用地	11221.94	是	是
永（冷）国用（2014）第 014263 号	146.68	国有出让	商住用地	7813.84	否	是
永（冷）国用（2014）第 012774 号	79.89	国有出让	商住用地	5127.20	否	是
永（冷）国用（2014）第 012775 号	107.31	国有出让	商住用地	7862.40	否	是
永（冷）国用（2014）第 014516 号	151.75	国有出让	商服用地	15932.11	否	是
永（冷）国用（2014）第 014640 号	208.94	国有出让	其他普通商品住房用地	11096.75	否	是

永（冷）国用（2015）第 007567 号	72.33	国有出让	其他商服用地	5474.94	否	否
永（冷）国用（2015）第 007568 号	60.79	国有出让	其他商服用地	4608.89	否	否
永（冷）国用（2015）第 007566 号	120.76	国有出让	其他商服用地	11269.37	否	否
永（冷）国用（2015）第 007573 号	113.21	国有出让	其他商服用地	8730.25	否	否
永（冷）国用（2015）第 007572 号	43.31	国有出让	其他商服用地	3382.79	否	否
永（冷）国用（2015）第 007571 号	106.68	国有出让	其他商服用地	8332.4	否	否
永（冷）国用（2015）第 007569 号	90.5	国有出让	其他商服用地	6978.97	否	否
永（冷）国用（2015）第 007570 号	22.38	国有出让	其他商服用地	1725.85	否	否
合计	5005.12	--	--	401425.58	--	--

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司非流动资产为 0.33 亿元，同比下降 4.19%。全部为固定资产，公司固定资产累计计提折旧 580.16 万元。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，构成以流动资产为主；流动资产中存货占比大，流动性较弱，应收款项规模大，对资金形成一定占用，公司整体资产质量一般。

截至 2015 年底，公司所有者权益为 49.02 亿元，同比增长 14.38%，主要系公司未分配利润及实收资本增长。

截至 2015 年底，公司实收资本为 12.00 亿元，较 2014 年底增长 10 亿元，主要系根据公司章程，公司股东永州市政府于 2015 年 6 月 18 日之前缴足实收资本 10 亿元，本次增资由财政拨款 4.80 亿元至公司资本公积，再由公司资本公积转增实收资本 10 亿元。本次增资已由湖南永州天元会计师事务所出具的永天会验字【2015】第 25 号验资报告验证。

截至 2015 年底，公司盈余公积为 0.22 亿元，同比增长 118.38%，主要系提取法定盈余公积所致。

截至 2015 年底，公司未分配利润为 6.21 亿元，同比增长 25.13%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益快速增长，其构成主要以资本公积为主，稳定性尚可。

截至 2015 年底，公司负债总额 23.04 亿元，同比增长 7.07%。公司负债构成中，流动负债占 60.43%，非流动负债占 39.57%，公司负债以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 13.92 亿元，同比下降 16.94%，主要系其他应付款下降所致。

截至 2015 年底，公司无短期借款和应付票据。

截至 2015 年底，公司其他应付款 10.99 亿元，同比下降 15.29%，主要系与永州市财政局、湖南省公路建设投资公司等单位的往来款。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 2.85 亿元，同比增长 2.15%。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 9.12 亿元，同比增长 91.63%，全部系公司新增的融资租赁及基金款项所致。

截至 2015 年底，公司长期借款 4.67 亿元，同比下降 1.75%。公司长期借款全部由抵押借款构成，抵押物为公司的 13 宗土地及 3 宗房产。

截至 2015 年底，公司长期应付款为 4.44 亿元，主要系应付融资租赁款等款项。该科目已调整至“长期债务”。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务 11.97 亿元，同比增长 40.00%。其中短期债务为 2.85 亿元（占 23.83%），长期债务为 9.12 亿元（占 76.17%），债务结构以长期债务为主。截至 2015 年底，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 15.68% 和 19.63%，分别较上年底增长 5.69 和 2.99 个百分点。资产负债率为 31.97%，同比下降 1.45 个百分点。

总体看，跟踪期内公司有息债务规模快速增长，从结构上看以长期债务为主，但整体债务负担尚可。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率、速动比率均呈快速增长，三年加权平均值分别为 464.08% 和 124.05%，截至 2015 年底，上述指标分别为 515.22% 和 140.94%，较 2014 年底分别上升 133.20 和 37.71 个百分点。2015 年，公司经营现金流流动负债比为 -61.08%，经营活动现金流量净额对流动负债无保障能力。总体看，公司短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面，截至 2015 年底，公司 EBITDA 为 1.74 亿元，同比增长 17.02%；同期公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 6.89 倍和 2.19 倍。考虑到地方政府的财政实力不断加强，对公司的支持力度较大等因素，公司整体实际偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司获得银行授信额度为 7.53 亿元，已全部使用完毕。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 年底，公司对外担保余额共计 1.20 亿元，担保比率为 2.45%，被担保企业为永州市滨江实业发展有限公司，目前经营状态正常。公司担保比率较低，或有负债风险小。

5. 存续期内债务偿债能力分析

截至目前，公司待偿还债券“16 永州经投债”，目前余额 13 亿元。公司将于债券续存后五年分别偿付 20% 本金（2.60 亿元）。2015 年，公司 EBITDA 为 1.74 亿元，为存续期债券的 0.13 倍，为分期偿付的 0.67 倍。2015 年，经营活动产生的现金流入量为 4.63 亿元，为待偿还债券本金总额的 0.36 倍，为分期偿付金额的 1.78 倍。偿付能力不强。

截至 2016 年 5 月底，本期债券募集资金已使用 4.71 亿元。

“16 永州经投债/16 永经投”由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件

不可撤销连带责任保证担保，经联合资信对中合中小企业融资担保股份有限公司的评级，确定其主体长期信用等级为 AAA，有助于更好地保障“16 永州经投债/16 永经投”本息偿还的安全性。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1043110300043790 Q），截至 2016 年 6 月底，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，债务履约情况良好。

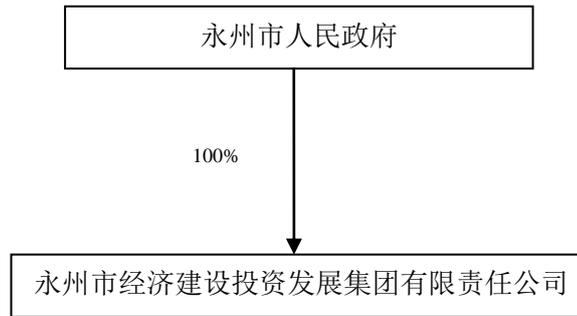
7. 抗风险能力

跟踪期内，永州市财政实力快速增强，地方可支配财力保持较快增长，为公司经营发展提供良好外部环境。公司作为永州市市政基础设施投融资主体之一，得到政府支持力度较大；公司经营业务在区域内具有行业垄断性，经营风险小。总体看，公司整体抗风险能力强。

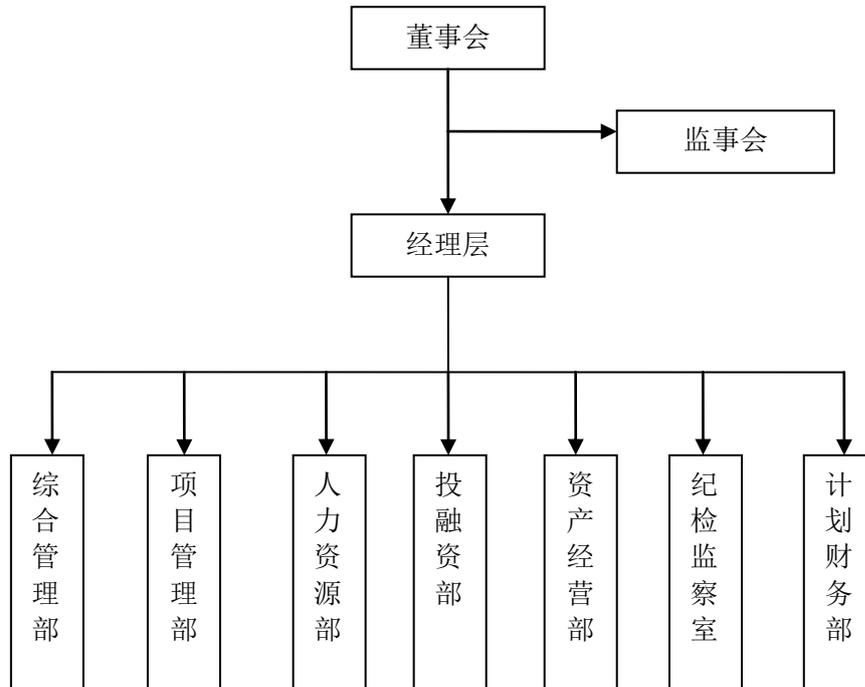
九、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，确定维持“16 永州经投债”的信用等级为 AAA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.46	2.69	2.42
资产总额(亿元)	56.12	64.38	72.06
所有者权益(亿元)	37.53	42.86	49.02
短期债务(亿元)	0.44	3.79	2.85
长期债务(亿元)	6.45	4.76	9.12
全部债务(亿元)	6.89	8.55	11.97
营业收入(亿元)	4.23	6.23	6.96
利润总额(亿元)	1.22	1.32	1.36
EBITDA(亿元)	1.29	1.49	1.74
经营性净现金流(亿元)	-1.95	-3.74	-8.50
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.52	0.70	0.62
存货周转次数(次)	0.08	0.12	0.11
总资产周转次数(次)	0.08	0.10	0.10
现金收入比(%)	6.20	71.34	59.11
营业利润率(%)	19.97	16.67	23.42
总资本收益率(%)	2.89	2.87	2.82
净资产收益率(%)	3.25	3.08	2.78
长期债务资本化比率(%)	14.67	9.99	15.68
全部债务资本化比率(%)	15.51	16.63	19.63
资产负债率(%)	33.13	33.43	31.97
流动比率(%)	459.30	382.03	515.22
速动比率(%)	113.03	103.23	140.94
经营现金流动负债比(%)	-16.08	-22.30	-61.08
全部债务/EBITDA(倍)	5.33	5.76	6.89

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后,所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中合中小企业融资担保股份有限公司
2016 年主体信用评级报告

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。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 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3 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。

中合中小企业融资担保股份有限公司

2016 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

2016 年 5 月 31 日

主要数据

单位：亿元/倍/%

项 目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产总额	77.06	63.24	56.66
所有者权益	57.98	54.31	53.23
净资产	43.19	45.39	43.45
担保责任余额	488.18	303.12	120.77
净资产担保责任余额倍数	8.42	5.58	2.27
净资产担保责任余额倍数	11.30	6.68	2.88
融资性担保放大倍数	7.70	5.58	2.27
融资性担保风险调整担保责任放大倍数	3.68	-	-
净资产比率	74.49	83.57	83.04
净资产覆盖率	84.93	128.90	390.56
项 目	2015 年	2014 年	2013 年
营业收入	10.68	6.95	3.12
投资收益	4.21	3.94	2.86
净利润	4.45	2.67	1.61
平均资产收益率	6.34	4.45	2.96
平均净资产收益率	7.92	4.97	3.07

注：融资性担保风险调整担保责任放大倍数按照《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》的有关规定计算得到。
数据来源：中合担保提供，联合资信整理。

分析师

刘 睿 宋 歌 张 博

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“公司”）成立于 2012 年 7 月，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。公司由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司等共同发起设立。近年来，公司担保业务快速发展，盈利水平有所提升，但担保业务的快速发展对公司资本充足性形成压力，2016 年进行的增资扩股对公司提升资本实力和代偿能力形成帮助。基于公司强大的资本实力和股东背景，以及高管层较高的专业素质等因素，联合资信评估有限公司评定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强，违约风险极低。

优势

- 公司资本实力位于国内担保行业前列，其强大的股东背景有利于公司在运营过程中得到股东的支持；
- 公司高管层专业素质高，这有助于形成较高的专业化运作水平；
- 公司担保业务发展快速，盈利能力得到增强；
- 2016 年进行的增资扩股对公司补充资本实力，提高担保代偿能力形成帮助；
- 作为国家利用外资设立担保公司的试点项目，公司立足于支持中小企业发展，在运营过程中可能得到政府相关政策的支持。

关注

- 公司担保业务规模快速发展导致担保放大倍数快速上升，资本充足性水平有所下降；
- 公司担保业务以直接融资担保业务为主，单笔业务规模较大，城投类项目担保占比

较高，存在一定的客户和行业集中风险；

- 基金和信托计划投资规模较大，相关风险需关注；
- 增资扩股的完成可能导致海航资本集团有限公司及其关联方对公司的影响能力得到提升，因此可能导致的对公司现有公司治理、战略定位、业务策略等方面的改变值得关注；
- 我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规，金融担保业务潜在风险的控制值得关注。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“委托人”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为一年（2016年5月31日至2017年5月30日），根据跟踪评级的结论，在有效期内委托人的信用等级有可能发生变化。



一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“公司”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。公司成立于2012年7月19日，由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、西门子（中国）有限公司及内蒙古鑫泰投资有限公司共同发起设立。截至2015年末，公司注册资本51.26亿元，资本金规模在全国融资担保行业中位居前列。

2016年5月，公司进行了增资扩股，增资完成后公司注册资本增至71.76亿元。目前公司已完成营业执照变更手续。截至2015年末以及增资完成后公司的股东及持股比例情况见表1。

表1 公司股东及持股情况 单位：%

股 东	2015年末	增资后
中国进出口银行	9.75	6.97
JPMorgan China Investment Company Limited	24.89	17.78
海航资本集团有限公司	23.41	16.72
天津天海投资发展股份有限公司	-	26.62
宝钢集团有限公司	20.48	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	11.71	9.47
西门子（中国）有限公司	6.83	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93	2.93
合 计	100.00	100.00

数据来源：中合担保提供，联合资信整理。

公司经营范围：贷款担保；债券发行担保；票据承兑担保(在法律法规允许的情况下)；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保；预付款担保；工程履约担保，尾付款如约偿付担保，及其他合同履约担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保(在法律法规允许的情况下)；以及符合法律、法规

并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

截至2015年末，公司设有金融市场部、金融产品部、小微金融部、互联网金融部、投资部、战略规划部、风险管理部、法律合规部、办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部、内控审计部、董事会办公室、监事会办公室等部门；共有员工149人。

2015年，公司发起设立了2家全资子公司：中合共赢资产管理有限公司和中合投资控股有限公司；子公司的经营范围为投资管理；金融信息咨询、投资咨询、财务咨询、商务信息咨询；提供金融中介服务，接受金融机构委托等。

截至2015年末，公司资产总额77.06亿元，负债总额19.08亿元，所有者权益57.98亿元。2015年，公司实现营业收入10.68亿元，其中已赚保费5.00亿元，投资收益4.21亿元，实现净利润4.45亿元。截至2015年末，公司担保责任余额488.18亿元。

注册地址：北京市西城区平安里西大街28号楼中海国际中心12层
法定代表人：周纪安

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

(1) 国际经济环境

金融危机爆发以来，各国政府财政支出高速增长，发达经济体政府债务负担加重，金融危机已演变为主权债务危机。为恢复经济增长，主要经济体都采取了大量的经济刺激政策和金融纾困手段。在各种经济政策和救助工具拉动下，全球经济增长呈现分化发展趋势。近年来，世界经济在温和复苏中进一步分化调整，发达经济体经济运行分化加剧，发展中经济体增长放缓；货币政策措施分化严重，国际金融市场动荡加剧；世界经济复苏依旧艰难曲折。

美国经济增长内生动力持续增强，政府去杠杆逐步放缓，美国国会通过的财政拨款预算

法案，进一步拓展了美国财政空间，减轻了财政减支对经济增长的消极影响。随着美国经济形势的好转，2014年10月，美国完全退出量化宽松，同时明确下一步政策重点将转向加息。美国政策的转变可能引发国际资本流动的微妙变化，加剧国际金融市场的不确定性，也给新兴经济体带来挑战。欧债危机爆发以来，欧盟采取了欧洲稳定机制、宽松货币政策、加持主权债务等举措，经济开始驶入复苏轨道，2014年欧盟实现了正增长，但仍然没有摆脱低迷状态，失业率居高不下，内需疲软，通货膨胀率持续走低，公共和私营部门债务过高等，都将是欧洲经济复苏面临的严峻问题。在“安倍经济学”指导下，日本政府开始推行以“量化和质化宽松货币政策(QQE)、灵活的财政政策、结构性改革”作为核心的经济增长战略，日本经济在短期内强劲反弹，但受内在增长动力不足和消费税上调的影响，经济增速明显放缓，安倍经济学对日本经济的长远影响有待观察。

随着美国政策重点的转变，国际金融市场动荡的风险将会增大，部分新兴经济体面临较大的资金外流和货币贬值压力。除动荡的外部金融环境外，新兴经济体内部也正面临各种结构性问题的挑战，使得新兴经济体的脆弱性更为突出，经济下行风险仍然存在。

(2) 国内经济环境

近年来，受传统行业产能过剩的影响，工业制造业尤其是重工业行业盈利状况持续恶化，整体投资意愿较为低迷，导致制造业投资增速出现明显下滑；房地产市场受制于库存压力以及市场景气度低迷，商品房新开工面积同比持续处于负增长阶段，导致房地产投资增速持续下降。伴随出口的持续低迷，我国宏观经济增速整体处于下行通道。根据国家统计局初步核算，2015年，我国国内生产总值(GDP) 67.7万亿元，同比增长6.9%，增速创25年新低。其中，第二产业增速下滑幅度最大，其对GDP增长的贡献度有所下降，第三产业对GDP增长的贡献度逐步提升(见表2)。从主要价格

指数看，受经济持续下行以及需求低迷的影响，2015年，我国CPI下降至1.4%，同时下游行业投资需求下降以及大宗商品价格的走低，导致我国PPI持续负增长，通货紧缩已经成为我国经济面临的主要问题。

目前，我国处于经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期，经济发展进入“新常态”。如何打造经济增长的新引擎，调整经济结构，优化资源配置，增强可持续发展的动力是国内经济面临的重要挑战。2016年，我国传统制造业仍处于去产能阶段，房地产业面临库存消化问题，出口受外部需求低迷以及我国出口企业人工成本优势逐渐丧失的影响将保持中速增长，因此我国宏观经济短期内仍面临较大的下行压力。

为缓解经济下行压力，我国主要采取积极的财政政策和稳健的货币政策推动“稳增长、调结构”的经济发展进程。财政政策方面，2015年，我国一方面完善政府预算体系、盘活财政存量资金，推动基础建设投资增长，另一方面实施债务置换计划、发行专项建设债券以及推广PPP融资模式，缓解政府债务和财政压力。货币政策方面，2015年，中央人民银行五次下调存款基准利率，引导市场利率水平下行，并放开存款利率上限，推动利率市场化进程；此外，通过普降和定向结合的方式，五次下调存款准备金率，并综合运用多种货币政策工具为市场提供充裕的流动性，平滑货币市场波动，引导货币信贷和社会融资规模合理增长，预计货币政策效果将在新的一年集中显现。

2016年，传统的拉动经济增长的投资、出口、消费等因素均面临不同程度的发展压力，因此我国提出通过供给侧结构性改革的方式，寻找经济增长新动力。一方面，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、自贸区建设、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”，同时通过国企改革、《中国制造2025》、“互联网+”等发展战略促进产业结构调整 and 转型升级；另一方面，通过扩大营改增试

点范围、实施结构性减税、增加医疗教育社保支出等一系列积极的财政政策降低改革的冲击，并通过提升财政赤字率的方式为相关政策

提供操作空间。预计，随着上述战略措施的逐步实施，我国经济长期增长速度有望保持平稳。

表 2 宏观经济主要指标 单位：%/亿美元

项 目	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
GDP 增长率	6.9	7.4	7.7	7.8	9.2
CPI 增长率	1.4	2.0	2.6	2.6	5.4
PPI 增长率	-5.2	-1.9	-1.9	-1.7	6.0
M2 增长率	13.3	12.2	13.6	13.8	13.6
固定资产投资增长率	10.0	15.7	19.3	20.6	23.8
社会消费品零售总额增长率	10.7	10.9	13.1	14.3	17.1
进出口总额增长率	-7.0	2.3	7.6	6.2	22.5
进出口贸易差额	36865	23489	2592	2311	1551

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。

注：2014 年和 2015 年进出口贸易差额的单位为亿元。

2. 担保行业发展

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

从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系迅速发展。根据融资性担保业务监管部际联席会议办公室对融资性担保机构的统计数据显示，目前，全国融资性担保行业法人机构合计超过 8000 家，核心资本金合计 9000 亿元左右，在保余额超过 2 万亿元。

但另一方面，由于我国宏观经济低迷，传统企业经营困难，以融资性担保业务为主的担保行业整体风险水平上升，导致担保机构代偿规模持续增加。根据中国银监会数据统计，2015 年，我国担保行业新增代偿 415 亿元，年末代偿余额 661 亿元，担保代偿率 2.17%，为统计以来最高水平。

为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失(主要针对的是政策性担保机构)，并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的担保能力。近年来，东北、北京、

广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系建设工作。因此，再担保机构的成立对健全担保行业体系，规范担保行业市场，建立担保行业风险分散机制等方面具有积极的意义。

目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等。但随着国内资本市场的发展，担保机构业务已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保机构。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。国内现有的担保机构大都是为中小企业提供融资担保服务，因规模小、资本实力弱等原因，担保机构为企业债券(证券)等金融产品提供信用增级服务的实力偏弱。为促进债券市场增信体系的发展，2009

年9月，中国银行间市场交易商协会联合6家银行间市场成员单位共同发起设立中债信用增进投资股份有限公司。这标志着我国首家专门债券信用增进机构的诞生，对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。截至目前，开展金融担保业务的担保公司有十余家，多为资本规模在20亿元以上、具有政府背景且专业化水平较高的担保公司。

3. 政策与监管

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

● 市场准入

融资性担保机构的设立须获得监管部门的许可。

● 业务范围

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

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

● 担保业务杠杆率和集中风险的限制

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

● 加强信息披露

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

● 加强外部监管

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

《办法》的出台对规范融资性担保公司的经营行为，监控和化解融资性担保行业风险，促进融资性担保行业健康发展具有积极意义。在《办法》的指导下，各地方政府陆续出台《办法》的实施细则，并逐步建立融资性担保机构的准入、日常监管和退出机制，行业监管逐渐步入规范轨道。各地方有关部门在调查摸底的基础上妥善制订了融资性担保机构规范整顿方案，对原有融资性担保机构进行了风险排查，对存在的问题进行了整改规范，对符合条件的担保机构进行了重新审核登记并颁发了《融资性担保机构经营许可证》。

《办法》规定融资性担保机构在满足一定条件时可以开展债券担保业务，并规定了对单

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

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

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

2010 年 3 月 24 日，财政部发布了《关于地方财政部门积极做好融资性担保业务相关管理工作的意见》，该意见明确了地方财政部门对融资性担保机构的管理与财务监督职能。2010 年 4 月 30 日，财政部、工业和信息化部联合发布了《中小企业信用担保资金管理暂行办法》。担保资金采取业务补助、担保费补助、资本金投入等方式支付给担保机构和再担保机构。这

体现了政府对担保行业发展的支持。2013 年国务院办公厅下发《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》(国办发〔2013〕67 号)文件，明确规定：“鼓励地方人民政府出资设立或参股融资性担保公司，以及通过奖励、风险补偿等多种方式引导融资性担保公司健康发展，帮助小微企业增信融资，降低小微企业融资成本，提高小微企业贷款覆盖面”、“建立健全主要为小微企业服务的融资担保体系，由地方政府参股和控股部分担保公司，以省(区、市)为单位建立政府主导的再担保公司，创设小微企业信贷风险补偿基金”。国家对小微企业的扶持和鼓励为担保行业带来新的机遇。

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

2015 年，国务院下发《关于促进融资担保行业加快发展的意见》(国发【2015】43 号)，按照政策扶持与市场主导相结合的原则，大力发展政府支持的融资担保机构，推进融资担保机构“减量增质”；发挥政府主导作用，推进再担保体系建设，实现省级再担保机构三年内基本全覆盖；构建政银担三方共同参与的合作模式，加快发展小微企业和“三农”服务的新型融资担保企业；出台《融资担保公司管理条例》及配套细则，加强监管法治建设；落实财税支持政策，持续加大政策扶持力度。43 号文的出台，将有助于突破制约担保行业发展的瓶颈，缓解当前经济形势下的代偿压力。

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

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

中合担保是中外合资的融资担保机构，截至 2015 年末公司注册资本为 51.26 亿元，均为货币出资。公司股东中既包括政府全资拥有的政策性银行、大型国有企业、民营中小企业，也包括国际知名金融集团和企业，多元化的股权设置有助于中合担保建立现代化的公司治理机制，并打下市场化运营的基础。公司的股东背景强大，有助于在运营过程中得到股东的支持。

2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，通过引入新股东以及向部分现有股东增发方式增发 20.50 亿股，募集资金 23.58 亿元，目前公司已完成营业执照变更。公司引入的新股东为天津天海投资发展股份有限公司，该公司为海航资本集团有限公司的关联方。增资完成后天津天海投资发展股份有限公司持有公司 26.62% 的股份，成为公司的单一最大股东；海航资本集团有限公司和天津天海投资发展股份有限公司合计持有公司 43.34% 的股份；中国进出口银行在公司的持股比例由 2015 年末的 9.75% 下降至 6.97%；美国摩根大通集团的持股比例由 2015 年末的 24.89% 下降至 17.78%；宝钢集团有限公司的持股比例由 2015 年末的 20.48% 下降至 14.63%；西门子（中国）有限公司的持股比例由 2015 年末的 6.83% 下降至 4.88%。联合资信认为上述增资事宜的完成使公司的资本实力和担保代偿能力得到提升，但另一方面亦可能导致海航资本集团有限公司及其关联方对公司的影响能力得到提升，联合资信将对公司的公司治理、战略定位、业务策略等方面变化情况保持持续关注。

按照《公司法》及其他相关要求，中合担保形成了股份制公司治理架构，成立了股东大会、董事会和监事会。

目前，中合担保董事会由 9 名董事组成，包括执行董事 1 名、股东董事 6 名（其中 1 名

兼任董事长）、独立董事 2 名。公司董事长由海航集团董事局副董事长兼总裁谭向东担任，其余 5 名股东董事分别由除内蒙古鑫泰投资有限公司以外的 5 家股东各自委派 1 名。董事会会议按照相关流程规定召开，负责公司重大事项的决策。中合担保董事会成员均具有高等学历，以及大型机关、企事业单位相关管理经验，专业素质较高。董事会下设提名与薪酬委员会、发展战略委员会、风险控制委员会及审计委员会 4 个专门委员会，负责向董事会提供决策建议和专业支持，协助董事会监督公司的运营。增资完成后，公司董事会董事数量将增加至 11 名，其中 1 名增加的董事为天津天海投资发展股份有限公司委派的股东董事，另 1 名增加的董事将为独立董事。

中合担保监事会由 5 名监事组成，其中股东监事 3 名，分别来自摩根大通、海航资本集团有限公司和海宁宏达股权投资管理有限公司，另 2 名为职工监事。监事会对董事会和高级管理层进行监督，对股东大会负责并向其报告工作。监事会下设监事会办公室，负责办理公司监事会日常事务；在授权范围内对公司治理的合法合规性和效能实施专项监督检查；监察董事和中高级管理人员履职尽责情况和全体员工遵从职业操守情况；受理信访举报。

中合担保建立了由总经理（兼任公司法定代表人）、副总经理兼首席风险官、首席运营官、首席财务官、总法律顾问兼首席合规官、首席行政官、董事会秘书组成的高级管理层。高级管理人员负责组织实施公司经营计划，实现经营目标。中合担保注重组建高水平的专业团队，各高级管理人员分别由拥有多年银行、保险等行业管理经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任。总体看，公司高管层具备丰富的专业背景及管理经验，有助于确保公司在成立初期即具备较高的专业化运营水平。

目前，公司已初步搭建起股份制公司治理架构，三会一层管理构架初步建立；2016 年增资扩股的完成对公司的资本实力和代偿能力有

所提升，但亦可能导致公司控制权发生变化，从而改变公司原有的公司治理、战略定位、业务开展策略情况，联合资信将对此保持持续关注。

2. 内部控制

中合担保聘请外部专业咨询机构对公司的部门设置、岗位设置及人员配置情况进行了规划。根据业务发展需要，公司对组织架构进行了调整，按照前、中、后台划分职能部门。截至 2015 年底，前台部门包括金融市场部、金融产品部、小微金融部、互联网金融部、投资部等；中台部门包括战略规划部、风险管理部、法律合规部、业务审核部等；后台部门包括办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部、内控审计部、董事会办公室、监事会办公室等。公司组织结构见附录一。

公司按业务条线制定了管理办法，包括财务管理制度、风险管理制度、合规制度、人事制度以及担保业务制度，内控制度体系已初步建立。

自成立以来，公司即建立了包括《关联交易管理暂行办法》在内的一整套关联交易管理制度，并在经营过程中逐步加以完善和补充。公司从股权关系、经营管理权、施加重大影响等方面逐一认定关联方，对关联方的认定标准较为明确和严格。公司对关联交易实行限额管理，公司规定任一股东及其关联方作为被担保人的关联担保责任余额不得超过该股东出资额。在关联交易审批环节，公司股东大会和董事会及董事会下设的风险控制委员会在审议有关关联交易事项时，关联股东及董事均不得行使表决权，关联交易事项需要过半数或者三分之二以上的非关联表决权方可通过。从关联交易的实际开展情况来看，截至 2015 年末公司为关联方提供的担保责任余额合计 28.22 亿元，占公司担保责任余额的比例为 5.78%，占比较低；其中涉及海航资本集团有限公司的关联担保责任余额 10.93 亿元，涉及中国进出口银行

的关联担保责任余额 13.12 亿元。整体来看，公司关联交易管理较为严格，关联交易风险可控。

总体看，公司逐步完善组织架构设置，各部门职责明确，内部管理制度逐步健全。公司针对关联交易制定了较为明确和严格的控制制度，目前关联交易风险可控。随着未来业务发展，公司内部管理架构需不断完善。

3. 发展战略

中合担保是在国家利用外资服务中小企业发展的政策背景下成立的，其市场定位将偏重于支持中小企业发展。中合担保战略规划的主要内容包括：

初创期：形成稳定的担保主业发展模式，担保业务成为公司盈利的主要来源，中小企业客户数占公司客户总数的 80% 以上。

成长期：利用公司已经初步形成的市场地位和影响力，在重点地区设立分支机构，进一步扩大业务覆盖面和中小企业服务水平。到 2017 年，公司建设成为具有一定市场竞争力和行业影响力的创新型金融机构。

成熟期：担保业务规模效益继续稳步增长。着手建设综合性金融服务集团，为以中小企业为主的客户群提供包括担保和再担保、投资融资、信用保险、资产管理和财务咨询等内容的全面金融解决方案。

总体看，公司战略规划清晰，明确了未来发展目标和战略定位；经过之前的发展，公司已步入成长期阶段，具有一定的市场竞争力和行业影响力；2016 年增资扩股的完成可能导致公司控制权发生变更，不排除控制权变化后导致公司战略设定发生变化的可能性。

四、担保业务经营分析

公司成立于 2012 年 7 月，并于 2013 年正式开展担保业务。目前，公司已与工商银行、建设银行、中国银行、进出口银行、民生银行、

北京银行等 16 家银行开展担保业务合作，共计获得担保业务授信额度超过 800 亿元。近年来，公司担保业务快速拓展，担保责任余额显著上升。2013~2015 年，公司担保责任余额年均复合增长率为 101.05%；截至 2015 年末，公司担保责任余额 488.18 亿元（见表 3）。

公司担保业务模式主要包括以下两种方式：一种是由公司与被担保客户直接签署担保协议，公司直接提供担保，公司称之为个案业务，目前从担保责任余额数据来看公司业务以个案业务为主。截至 2015 年末，公司个案业务担保责任余额 485.64 亿元，占期末担保责任余额的比例超过 99%。此外，公司亦通过批量模式开展担保业务。公司与银行、小贷公司、其他担保公司等金融机构合作，采取批量打包形式，对合作机构的担保项目按比例承担担保责任，担保项目以金额较小的中小企业贷款担保业务为主。对于批量业务，公司对于承担责任比例、担保期限、责任限额、合作担保机构成立年限、资产规模等都设立了明确的标准。成立之初，批量业务曾经在公司担保业务构成中占据一定比例，但随着公司直接融资担保业务的快速发展，公司逐步退出批量业务合作，2015 年末批量业务占比低。截至 2015 年末，公司批量业务担保责任余额 2.54 亿元。

从业务构成情况来看，公司担保业务以直接融资担保业务为代表的融资性担保业务为主。近年来，公司加大了公募市场企业债担保业务的开拓力度，企业债担保责任余额显著上升，是导致公司担保业务规模快速上升的主要原因。截至 2015 年末，以信托计划和区域交易市场私募债为主的金融产品担保业务亦在公司担保业务中占有一定比例。近年来，公司主动控制信托计划担保业务规模，信托计划担保责任余额有所波动。公司间接融资担保规模较小，在业务构成中占比低。

公司非融资担保业务为保本基金履约保证担保。公司自 2015 年以来开始开展保本基金履约保证担保，截至 2015 年末该业务仅 1 家客户，

担保责任余额 41.50 亿元。

表 3 公司期末担保责任余额 单位：亿元

项 目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
融资性担保合计	446.68	303.12	120.77
直接融资担保合计	425.53	271.25	97.06
债券担保合计	231.43	101.60	26.00
企业债	209.50	90.50	26.00
公司债	3.00	3.00	-
非公开定向债务融资工具	5.00	5.00	-
中小企业私募债	2.50	3.10	-
境外债券	11.43	-	-
金融产品担保合计	194.10	164.15	71.06
信托计划	64.29	104.54	55.00
专项资产管理计划	14.45	27.90	12.50
区域交易市场私募债	62.60	28.00	-
P2P 等平台借款融资	23.51	-	-
债券（收益权）转让融资	17.91	4.30	-
资产证券化	8.50	-	-
租赁融资	2.84	4.91	3.56
间接融资担保合计	21.15	31.68	23.71
银行贷款	21.15	31.86	23.11
票据承兑	-	-	0.60
非融资担保合计	41.50	-	-
保本基金履约保证担保	41.50	-	-

数据来源：中合担保提供，联合资信整理。

总体看，公司担保业务以直接融资担保为主，近年来担保责任余额快速增长，业务发展速度快。

五、风险管理分析

1. 担保业务风险管理

公司秉持“制度先行”的原则，在成立之初就制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、合规风险和操作风险的全面风险管理政策，初步搭建了全面风险管理的组织架构。董事会负责建立并实施充分有效的全面风险管理体系，批准公司的风险管理基本制度和政策，承担风险管理的最终责任；监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况；首席风险官负责拟定风险管理制度和政策，建立和

完善风险管理组织结构，保证风险管理体系的充分性和有效性；风险管理部向首席风险官报告工作，负责具体拟订并实施识别、评估、监测、控制、预警及应急处理的程序和措施，对公司产品和业务进行风险审核，保障风险管理目标的实现；各业务部门和后台支持部门设立参与风险管理职能的岗位，构成抵御风险的三道防线。

公司制订了担保业务管理基本制度，确立了风险分担的业务原则，制定了调查、审批、落实、代偿、追偿等各项职能相互分离、相互制约的操作方法。担保业务部门根据公司业务政策对项目申请进行筛选，项目受理后，担保业务部门成立项目小组进行保前调查，风险管理、法律、财务等专业人员组成调查组对项目进行尽职调查；在评审和审批上，业务部门、风险管理部、法律合规部、业务评审委员会、总经理或被授权人等遵循“分级评审、分级审批”原则，在各自职权和责任范围内对项目进行评审和审批。公司业务评审委员会由 7 名常任委员及若干名非常任委员组成，其中常任委员由公司高级管理层担任。评审项目有 2/3 以上参会委员同意视为通过，总经理有一票否决权。

公司将风险防范工作前置，由业务部门负责在保项目的保后管理，并由风险管理部和法律合规部等部门协助管理。公司保后管理采取现场检查及非现场检查相结合方式，要求现场检查每半年进行一次。在担保项目检查过程中，如出现重大问题，相关部门需在一个工作日内发出预警信号，如需要启动重点检查，则将会同风险管理部、法律合规部等部门，提出重点检查的关键指标及检查措施，形成重点检查方案，并报备总经理。公司每季度对在保项目进行风险分类，在保项目依照信贷业务五级分类原则实施业务风险初分，风险管理部对分类结果进行复评，首席风险官负责审核分类结果，总经理对分类结果进行最终审定。公司把设定综合反担保措施作为风险控制的重要手段，将反担保物分为硬性、一般两种属性。公司目前

采取的反担保措施主要包括：财产抵押、股权质押、存单质押、设备抵押、第三方保证、收费权质押等。

在担保业务组合风险管理方面，公司制定了包含集中度指标、担保放大倍数等指标在内的风险管理指标体系，对于业务总量、行业集中度、担保项目及被担保人集中度都有所规定。公司注重风险管理基础设施和信息系统建设，目前已制订较完善的内部评级制度，涵盖客户评级和担保项目评级的内部评级体系、风险定价体系和跟踪监测体系，公司信息系统已于近期上线使用。

公司制定了资金运用管理办法，就相关岗位职责、授权管理、操作流程做出了规定。在遵循七部委颁布的《融资性担保公司管理暂行办法》等相关规定前提下，按照安全性、流动性、收益性相结合的资金运用原则，公司制定了相应的资金运用风险指引。公司可用资金主要投资于银行存款、低风险理财产品、委托贷款、信托计划、债券、债券型及货币型基金、其他固定收益类投资、不超过公司净资产 20% 的直接股权投资。公司就投资组合设定了一系列指标，如投资组合风险价值占比、潜在损失率等指标，以控制投资风险。

总体看，公司确立了较为稳健的风险偏好，初步搭建了全面风险管理框架，为开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。未来，随着公司业务的相继开展，相关业务流程、风险管理制度仍需不断完善。

2. 担保业务组合分析

截至 2015 年末，公司担保责任余额 488.18 亿元，其中融资性担保责任余额 446.68 亿元，直接融资担保责任余额 425.53 亿元。

现阶段公司担保业务以企业债、信托计划等直接融资担保产品为主，受其单笔规模普遍较大影响，公司担保业务客户分布较为集中。截至 2015 年末，公司融资担保业务中单笔担保规模在 1 亿元以上的客户合计 93 户次，1 亿元

以上的项目担保责任余额合计 430.68 亿元，占期末融资担保责任余额的比例为 96.42%。截至 2015 年末，公司融资性担保业务中单一最大客户担保责任余额 16.00 亿元，占融资性担保期末合计担保责任余额的比例为 3.58%，相当于公司期末净资产的 27.60%；前十大客户担保责任余额 139.00 亿元，占融资性担保期末合计担保责任余额的比例为 31.12%，相当于公司期末净资产的 239.74%。整体来看，公司担保业务存在一定的客户集中风险。

担保项目客户行业分布方面，按照期末担保责任余额统计，截至 2015 年末公司城投类企业担保责任余额 300.17 亿元，占担保责任余额的比例为 61.49%，占比高。在城投类企业的选择上，公司首先选择经济环境较好、政府信誉较高的地区，并密切关注该企业的职能和定位，同时要求企业提供相应的反担保措施。整体看，公司承保的城投类企业项目占比较高，相关风险值得关注。

从担保项目剩余期限分布情况来看，公司担保责任余额剩余期限主要集中在二年以上。截至 2015 年末，公司担保项目担保责任余额剩余期限在一年以内、一年到二年和二年以上的担保责任余额占比分别为 29.71%、12.37% 和 57.92%。受企业债担保业务占比上升影响，公司担保项目剩余期限较之前年度有所拉长。

担保代偿方面，受宏观经济增速放缓影响，公司担保代偿规模有所上升。截至 2015 年末，公司累计代偿金额 1.94 亿元，其中 2015 年代偿金额 1.37 亿元；2015 年当期代偿率和截至 2015 年末累计代偿率分别为 1.32% 和 1.35%。2015 年，公司当年代偿回收额 0.23 亿元，当年代偿回收率 16.79%，累计代偿回收率 12.15%。目前，公司对代偿的担保项目采取执行债权转让、诉讼等措施进行追偿，由于抵质押物为设备、土地等固定资产且担保抵质押物充足，未来代偿款收回的可能性较大。整体来看，公司代偿风险可控。

总体看，公司目前担保业务以直接融资担

保为主，受业务模式影响，担保业务客户分布相对集中，单笔担保规模较大，担保期限较长，存在一定的客户及行业集中风险。

六、财务分析

中合担保根据《中华人民共和国会计法》、《企业财务会计报告条例》、《企业会计准则》和《金融企业财务规则》、《融资性担保公司管理暂行办法》等法律法规及相关规定的要求，制订了财务管理基本制度和会计核算方法。中合担保提供了 2013~2015 年财务报表，毕马威华振会计师事务所对 2013~2014 年财务报表进行审计，普华永道中天会计师事务所对 2015 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见。

1. 资本结构

公司资金来源以股东投入的资本金为主，负债规模较小。近年来，公司股东权益规模稳步增加。截至 2015 年末，公司股东权益 57.98 亿元，其中股本 51.26 亿元，未分配利润 4.63 元。

近年来，公司负债规模大幅增长。截至 2015 年末，公司负债总额 19.08 亿元，其中担保合同准备金余额 3.53 亿元，其为担保赔偿准备金，公司以产品类型确定计量单位，对担保合同尚未解除的正常类项目，根据产品的风险等级对应的违约率及损失率计提担保合同准备金；对担保合同尚未解除的非正常类项目，根据逐案厘定的违约率及损失率计提担保合同准备金；应付债券余额 6.94 亿元，为 2015 年公司在上海证券交易所发行的公司债券。截至 2015 年末，公司资产负债率为 24.76%。总体看，公司资本实力强，资产负债率较低，财务杠杆水平不高。

2. 资产质量

近年来，公司资产总额保持较快增长，

2013~2015 年年均复合增长 16.62%。截至 2015 年末，公司资产总额 77.06 亿元，其中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额 7.21 亿元，可供出售金融资产余额 50.15 亿元，定期存款余额 5.17 亿元，应收款项类投资余额 8.47 亿元，长期股权投资 2.59 亿元。

在资金运用上，公司以安全性、流动性、收益性为原则，制定各类风险资产的投资限额，审慎选择投资标的，较好实现了公司资本金的保值增值。公司投资资产以基金和信托计划为主，其余为资产管理计划、银行理财产品、信贷资产收益权、委托贷款和指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的权益工具。2013~2015 年，公司投资资产年均复合增长 26.96%。截至 2015 年末，公司投资资产余额 68.42 亿元，其中信托计划投资余额 19.64 亿元，全部为集合信托产品，融资方涉及地产、消费、有色金属及化工等多个行业；资产管理计划投资余额 3.90 亿元，主要是证券公司及资管公司发行的资管计划产品；基金投资余额 21.38 亿元，主要投向货币基金、海外债基金以及并购基金；银行理财产品投资余额 4.81 亿元，主要为短期理财产品；信贷资产收益权余额 0.53 亿元；委托贷款余额 8.73 亿元。2015 年，公司新增指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的权益工具，主要为基金和信托计划，年末余额为 7.21 亿元；公司新增对联营企业—中国金融投资管理有限公司股权投资 2.59 亿元，目前仍在限售期。针对上述投资资产，公司共计提了 0.37 亿元的资产减值准备。

总体看，公司资金主要配置于基金和信托计划等，鉴于公司拥有较为严格的管理制度和风险评判标准，投资风险总体可控。

3. 经营效率与盈利能力

公司营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。近年来，随着公司担保业务的快速发展，公司担保业务收入显著增加，已赚保费逐年增加，2015 年实现已赚保费收入 5.00 亿元，占营

业收入的比例为 46.83%。近年来，公司加大投资资产的配置力度，投资收益稳步增长，2015 年公司实现投资收益 4.21 亿元，占营业收入的比例为 39.36%。

公司营业支出主要包含提取担保合同准备金、业务及管理费和资产减值损失。近年来，随着业务规模的扩大，公司业务及管理费逐年增加，由于营业收入的快速增长，公司费用收入比逐年降低。2015 年，公司业务及管理费支出 1.77 亿元，费用收入比 16.56%。公司资产减值损失主要来自针对应收代位追偿款、应收款项类投资和可供出售金融资产计提的减值损失。2015 年公司计提应收代偿款减值损失 0.37 亿元、应收款项类减值准备 0.26 亿元，可供出售金融资产减值准备 0.11 亿元。

近年来，随着业务发展，公司提取担保合同准备金规模有所增加。2015 年，公司提取担保合同准备金 2.01 亿元。由于营业收入的快速增长，公司净利润增长快速。2015 年，公司实现净利润 4.45 亿元。从收益率指标看，2015 年公司平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 6.34% 和 7.92%，盈利水平有所提升。

表 4 公司盈利情况 单位：亿元/%

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
营业收入	10.68	6.95	3.12
其中：担保业务净收入	5.12	3.14	0.62
减：分出保费及收入返还	0.11	0.21	0.01
已赚保费	5.00	2.93	0.53
投资收益	4.21	3.94	2.86
其他业务收入	0.75	0.04	0.04
营业支出	4.89	3.51	1.13
提取担保合同准备金	2.01	1.44	0.08
业务及管理费	1.77	1.42	0.92
资产减值损失	0.73	0.39	0.02
净利润	4.45	2.67	1.61
费用收入比	16.56	20.39	30.33
平均资产收益率	6.34	4.45	2.96
平均净资产收益率	7.92	4.97	3.07

注：2013 年数据根据 2015 年审计报告口径列示。

数据来源：中合担保审计报告，联合资信整理。

总体看，随着公司担保业务规模的增长，

公司担保业务收入增长快速，公司整体盈利水平得到提升。

4. 资本充足率及代偿能力

公司面临风险主要是担保项目的代偿。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。截至2015年末，公司累计代偿金额1.94亿元。其中，2015年公司代偿金额1.37亿元，代偿项目回收0.23亿元。

从现金流情况来看，随着主营业务的开展，公司经营活动现金流入量和流出量逐年增加，经营活动现金流量净额基本保持稳定；投资活动现金流表现为净流出，主要是公司投资规模不断扩大所致；2015年公司发行了7亿元公司债券，筹资活动现金流表现为净流入（见表5）。总体看，公司2015年末现金及现金等价物余额较之前年度有所下降。公司在资产结构中配置了一定比例的高流动性资产；此外，公司2016年开展的增资对补充流动性亦形成帮助。

表5 公司现金流情况 单位：亿元

项 目	2015年	2014年	2013年
经营性现金流量净额	2.31	2.54	2.26
投资性现金流量净额	-7.29	-2.44	-1.73
筹资性现金流量净额	4.68	-0.38	-
现金及现金等价物净增加额	-0.28	-0.28	0.50
现金及现金等价物余额	0.10	0.38	0.65

数据来源：中合担保审计报告，联合资信整理。

自2013年开展担保业务以来，公司担保业务快速发展，担保责任余额、净资产担保责任余额倍数和净资本担保责任余额倍数均呈快速上升趋势。截至2015年末，公司担保责任余额488.18亿元，净资产担保责任余额倍数为8.42倍，净资本担保责任余额倍数为11.30倍（见

表6）。

按照北京市金融工作局2015年6月发布的《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（实行）》计算，截至2015年末中合担保风险调整担保责任余额227.18亿元，其中融资性风险调整担保责任余额213.49亿元，融资性风险调整担保责任余额净资产放大倍数为3.68倍。

表6 公司资本充足性和偿债能力 单位：亿元/倍/%

项 目	2015年末	2014年末	2013年末
担保责任余额	488.18	303.12	120.77
净资产	57.98	54.31	53.23
净资本	43.19	45.39	43.45
净资产担保责任余额倍数	8.42	5.58	2.27
净资本担保责任余额倍数	11.30	6.68	2.76
净资本比率	74.49	83.57	83.04
净资本覆盖率	84.93	128.90	390.56

数据来源：中合担保提供，联合资信整理。

联合资信根据公司的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信测算，截至2015年末，公司净资本43.19亿元，净资本/净资产指标为74.49%，净资本对担保业务组合风险值的覆盖率为84.93%。总体看，随着公司担保业务规模的扩大，未来公司资本充足性有所下降。

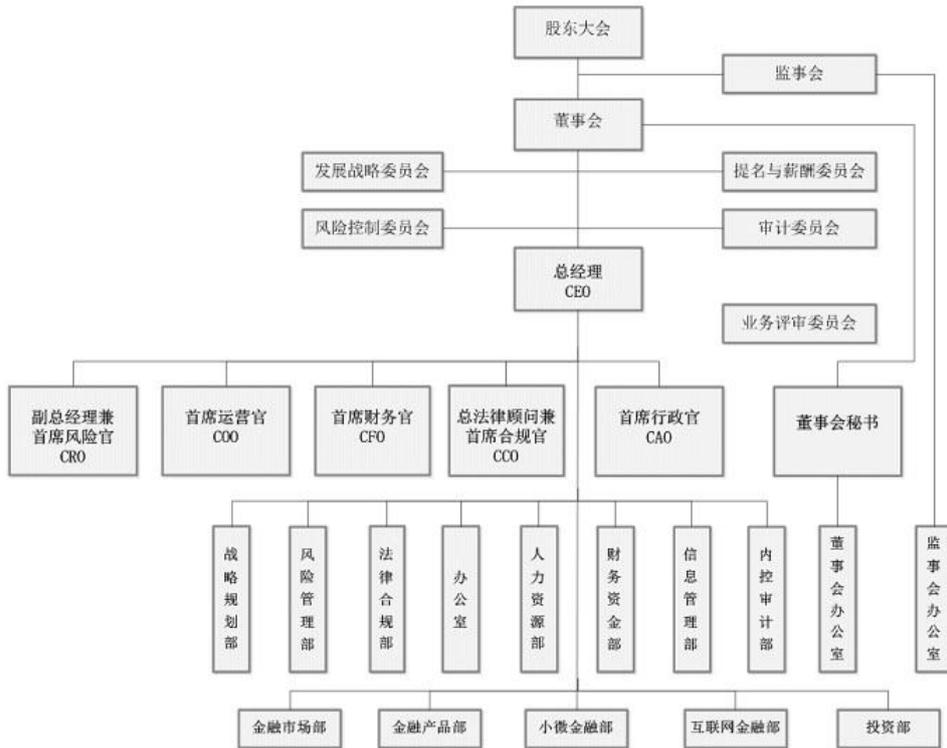
2016年5月，公司完成了增资扩股，本次增资增发20.50亿股，募集资金23.58亿元，增资的完成对公司提高资本实力和担保代偿能力形成帮助。

七、评级展望

公司拥有强大的资本实力和股东背景，初步建立了风险管理架构和内部控制体系，制定了比较稳健的业务开展和资金运用管理办法。公司业务开展时间不久，未来业务运营及风险

管理能力尚待进一步观察。近年来公司担保业务规模快速上升，公司资本充足性水平有所下降。2016年增资扩股的完成使公司的资本实力和代偿能力得到提升，但另一方面亦可能导致海航资本集团有限公司及其关联方对公司影响能力得到提升，从而可能对公司原有的公司治理结构、战略定位、业务开展策略等方面形成改变。联合资信对中合担保上述方面的变化情况将保持持续关注。根据公司面临的外部经营环境、股东支持因素以及自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间内的信用水平将保持稳定。

附录一 组织结构图



附录二 资产负债表

编制单位：中合中小企业融资担保股份有限公司

单位：亿元

项 目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
货币资金	0.11	0.38	0.65
应收利息	0.95	1.01	1.00
应收代位追偿款	0.93	0.16	-
定期存款	5.17	12.45	12.35
应收款项类投资	8.47	1.11	1.70
可供出售金融资产	50.15	47.60	40.75
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	7.21	-	-
长期股权投资	2.59	-	-
固定资产	0.02	0.03	0.03
无形资产	0.04	0.04	0.04
递延所得税资产	0.42	0.13	
其他资产	0.99	0.34	0.14
资产合计	77.06	63.24	56.66
存入保证金	0.01	-	-
卖出回购金融资产款	-	1.20	0.00
应付职工薪酬	0.62	0.39	0.18
应交税费	0.78	0.53	0.38
担保合同准备金	3.53	1.52	0.08
递延收益	6.56	4.98	2.63
递延所得税负债	0.00	-	0.05
应付债券	6.94	-	-
其他负债	0.63	0.31	0.11
负债合计	19.08	8.93	3.43
股本	51.26	51.26	51.26
其他综合收益	0.27	-0.01	-0.01
盈余公积	0.91	0.46	0.20
一般风险准备	0.91	0.46	0.20
未分配利润	4.63	2.14	1.58
所有者权益合计	57.98	54.31	53.23
负债及所有者权益合计	77.06	63.24	56.66

注：2013 年数据根据 2015 年审计报告口径列示。

附录三 利润表

编制单位：中合中小企业融资担保股份有限公司

单位：亿元

项 目	2015 年	2014 年	2013 年末
一、营业收入	10.68	6.95	3.12
担保业务净收入	5.12	3.14	0.62
减：分出保费及收入返还	0.11	0.21	0.01
已赚保费	5.00	2.93	0.61
投资收益	4.21	3.94	2.86
公允价值变动收益	0.05	-	-
汇兑收益(损失)	0.68	0.05	-0.39
其他业务收入	0.75	0.04	0.04
二、营业支出	4.89	3.51	1.13
赔付支出	0.01	-	-
提取担保合同准备金	2.01	1.44	0.08
营业税金及附加	0.35	0.26	0.11
业务及管理费	1.77	1.42	0.92
资产减值损失	0.73	0.39	0.02
其他业务成本	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	5.80	3.44	1.99
加：营业外收入	0.04	0.01	0.10
减：营业外支出	-	-	-
四、利润总额	5.83	3.45	2.09
减：所得税费用	1.38	0.78	0.48
五、净利润	4.45	2.67	1.61
六、其他综合收益	0.28	0.00	-0.01
七、综合收益总额	4.73	2.67	1.60

注：2013 年数据根据 2015 年审计报告口径列示。

附录四 现金流量表

编制单位：中合中小企业融资担保股份有限公司

单位：亿元

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
一、经营活动产生的现金流量			
收到担保合同保费取得的现金	6.38	5.13	2.91
收到再担保业务现金净额	0.01	0.32	0.31
收到其他与经营活动有关的现金	1.06	0.05	0.20
经营活动现金流入小计	7.45	5.51	3.42
支付担保代偿款项现金	1.17	0.55	0.02
支付再担保业务现金净额	0.23	0.09	0.03
支付给职工以及为职工支付的现金	1.02	0.71	0.41
支付的各项税费	2.07	1.19	0.39
支付其他与经营活动有关的现金	0.65	0.42	0.32
经营活动现金流出小计	5.14	2.96	1.16
经营活动产生的现金流量净额	2.31	2.54	2.26
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资收到的现金	208.82	89.36	163.38
取得投资收益收到的现金	4.33	3.51	2.26
投资活动现金流入小计	213.15	92.87	165.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.03	0.06	0.10
投资支付的现金	220.42	95.25	167.27
投资活动现金流出小计	220.44	95.31	167.37
投资活动产生的现金流量净额	-7.29	-2.44	-1.73
三、筹资活动产生的现金流量			
发行债券收到的现金	6.94	-	-
卖出回购金融资产款收到的现金	-	1.20	-
筹资活动现金流入小计	6.94	1.20	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1.07	1.58	-
支付其他与筹资活动有关的现金	1.20	-	-
筹资活动现金流出小计	2.27	1.58	-
筹资活动产生的现金流量净额	4.68	-0.38	-
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.03	0.00	-0.02
五、现金及现金等价物净(减少)/增加额	-0.28	-0.28	0.50
加：期初现金及现金等价物余额	0.38	0.65	0.15
六、期末现金及现金等价物余额	0.10	0.38	0.65

附录五 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
投资资产	交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+应收款项类投资+长期股权投资+投资性房地产
单一最大客户集中度	单一最大客户担保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户担保责任余额/净资产余额
不良担保率	不良担保额/担保余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
平均资产收益率	净利润 \times 2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润 \times 2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保责任余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保责任余额倍数	担保责任余额/净资本
融资性担保放大倍数	(担保责任余额-非融资性担保责任余额)/净资产
净资本比率	净资本/净资产
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值
风险调整担保责任余额	担保责任余额*风险系数
融资性担保风险调整担保责任放大倍数	融资性担保风险调整担保责任余额/净资产

注：1. 担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到；

2. 风险调整担保责任余额和融资性担保风险调整担保责任放大倍数按照《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》的有关规定计算得到。

附录六 金融担保机构信用等级的设置及含义

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

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

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

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

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

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

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

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。