

深圳市世纪海翔投资集团有限公司

2018 年度第一期资产支持票据

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕6880号

联合资信评估股份有限公司通过对“深圳市世纪海翔投资集团有限公司2018年度第一期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定“深圳市世纪海翔投资集团有限公司2018年度第一期资产支持票据”项下“18海翔投资 ABN001 优先”的信用等级维持AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年七月二十五日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由委托方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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期 资产支持票据 2025 年跟踪评级报告

票据简称	金额（亿元）		占比		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
18 海翔投资 ABN001 优先	9.12	13.86	72.45%	79.84%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
18 海翔投资 ABN001 次级 A	0.07	0.10	0.52%	0.58%	NR	NR
18 海翔投资 ABN001 次级 B	3.40	3.40	27.02%	19.59%	NR	NR
合计	12.58	17.36	100.00%	100.00%	--	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR 表示未予评级

评级关键要素

跟踪评级相关信息	量化模型测试——DSCR	
基础资产： 单一资金信托受益权 委托人/发起机构/流动性支持机构/保证人： 深圳市世纪海翔投资集团有限公司 资产服务机构： 中裕睿信（北京）资产管理有限公司 差额支付承诺人/流动性担保机构/信用增进机构/中投保： 中国投融资担保股份有限公司 物业资产/抵押物： 联合广场及鼎丰大厦的单称或统称	基础情景	除最后一期外，物业资产预测运营净收入对优先级资产支持票据“18 海翔投资 ABN001 优先”各期本息支出的覆盖比率最低为 2.48 倍；最后一期物业资产预测运营净收入对优先级资产支持票据“18 海翔投资 ABN001 优先”本息支出的覆盖比率为 0.42 倍
	压力情景	在不考虑备付金机制的情况下，假设物业资产预测运营净收入下跌 59.00% 以上，调整后的部分期次物业资产净现金流将无法覆盖“18 海翔投资 ABN001 优先”当期本息支出
跟踪评估基准日： 2024/12/31 资产跟踪基准日： 2025/06/30 本次票据跟踪基准日： 2025/07/22 本次跟踪期间： 2024/07/23—2025/07/22 预期到期日/法定到期日： 2036/07/22	量化模型测试——LTV	
	抵押物价值	“18 海翔投资 ABN001 优先”未偿本金对物业资产评估总价的抵押率为 46.92%，较上次跟踪基准日增长 0.48 个百分点

注：量化模型测试相关情景设定详见报告正文

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“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）进行了持续的跟踪，对所涉及的基础资产及其项下物业资产运行情况、资产支持票据兑付情况、量化模型测试、参与机构的履职能力以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本交易项下优先级资产支持票据的信用等级。

本次跟踪期内，物业资产整体实现净现金流仍明显不及预测值。质押财产现金流对“18 海翔投资 ABN001 优先”本息支出保障程度较弱，抵押物担保措施对“18 海翔投资 ABN001 优先”的保障作用略有下降。

联合资信评定本交易差额支付承诺人中投保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中投保履约能力仍极强，其提供的差额支付义务对“18 海翔投资 ABN001 优先”仍起到主要的信用支撑作用。

跟踪期内，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

综合考虑上述因素，联合资信确定“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”项下“18 海翔投资 ABN001 优先”的信用等级维持 AAA_{sf}。

优势

- **差额支付承诺人中投保信用水平仍极高。**中投保系国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）旗下金融板块的重要组成部分，国投集团在资金注入、业务资源等方面能够给予中投保较大支持。2022—2024 年，中投保期末担保余额持续增加，业务规模处于行业上游水平，行业竞争力很强，整体盈利能力很强。

关注

- **需关注物业资产租金实现情况。**跟踪期内，物业资产净现金流低于预测值 46.98%。基于多种不确定性因素考虑，物业资产未来运营净收入实现情况或仍将大幅偏离预期。
- **需关注中投保担保业务转型成效和投资业务面临的市场风险及信用风险。**中投保担保业务行业集中度略高，且随着城投债担保业务不再新增，需关注担保业务后续转型情况；投资业务受市场波动影响较大，需关注其投资业务面临的市场风险和信用风险。

本次评级使用的评级方法

方法名称	版本号
资产支持证券评级方法总论	V4.0.202312
商业地产资产证券化评级方法	V4.0.202312

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

中投保主要财务数据（合并口径）

项目	2022年	2023年	2024年	项目	2022年	2023年	2024年
资产总额（亿元）	279.76	275.47	278.60	期末担保余额（亿元）	827.82	902.10	963.92
所有者权益（亿元）	109.42	110.93	116.92	融资性担保责任余额（亿元）	506.67	519.53	493.76
净资产（亿元）	36.30	42.66	40.77	融资性担保放大倍数（倍）	5.37	5.23	4.63
营业收入（亿元）	17.32	16.55	34.40	净资产担保倍数（倍）	22.81	21.15	23.64
利润总额（亿元）	5.80	8.16	23.08	当期担保代偿率（%）	0.38	0.78	0.62
实际资产负债率（%）	50.61	50.29	51.25	累计担保代偿率（%）	0.10	0.16	0.22
净资产收益率（%）	4.92	5.18	11.99				

注：1.本报告除特别说明外，均指人民币；2.期末融资性担保责任余额按照《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度计算
资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

债券过往评级情况

评级时间	“18海翔投资 ABN001 优先”信用等级	评级报告
2024/07/26	AAA _{sf}	阅读全文
2023/07/28	AAA _{sf}	阅读全文
2022/07/27	AAA _{sf}	阅读全文
2021/07/28	AAA _{sf}	阅读全文
2020/07/24	AAA _{sf}	阅读全文
2019/07/26	AAA _{sf}	阅读全文
2018/08/01	AAA _{sf}	阅读全文

注：“18海翔投资 ABN001 优先”起息日为 2018 年 8 月 31 日

评级时间

2025 年 7 月 25 日

评级项目组

项目负责人：王心沫 wangxinmo@lhratings.com

项目组成员：朱琳 zhulin@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、票据兑付概况

本次跟踪期间，本交易项下优先级资产支持票据正常兑付。

“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）于 2018 年 8 月 31 日正式成立，并于 2018 年 9 月 3 日在全国银行间债券市场挂牌转让。深圳市世纪海翔投资集团有限公司（以下简称“世纪海翔”或“股权出质人”）将其持有的“西部信托·世纪海翔单一资金信托”（以下简称“资金信托”）信托受益权作为基础资产，采用特殊目的载体机制，通过中建投信托股份有限公司（以下简称“中建投信托”或“受托人”）设立“深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据信托”。本次跟踪期内（2024 年 7 月 23 日—2025 年 7 月 22 日），优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”或“18 海翔投资 ABN001”）累计分配本息 61803.85 万元，其中分配本金 47834.20 万元，利息 13969.65 万元。

截至票据跟踪基准日（2025 年 7 月 22 日），本交易资产支持票据兑付情况、本交易存续规模情况如下所示。

图表 1 · 本次跟踪期内本交易收益分配情况（单位：万元）

分配时间	18 海翔投资 ABN001 优先		18 海翔投资 ABN001 次级 A		18 海翔投资 ABN001 次级 B	
	本金	利息	本金	利息	本金	利息
2024/07/22	420.00	8594.39	--	119.67	--	1811.62
2025/08/13	47117.20	161.88	340.00	2.46	--	37.73
2025/07/22	297.00	5213.38	--	79.20	--	1062.65
合计	47834.20	13969.65	340.00	201.33	0.00	2912.00

资料来源：联合资信根据受托人提供资料整理

图表 2 · 截至票据跟踪基准日本交易存续规模情况（单位：万元）

票据简称	金额（万元）		占比		发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次	上次	本次	上次			
18 海翔投资 ABN001 优先	91165.80	138580.00	72.45%	79.84%	5.70% ¹	2036/07/22	正常
18 海翔投资 ABN001 次级 A	660.00	1000.00	0.52%	0.58%	不超过 12%/年的期间收益		正常
18 海翔投资 ABN001 次级 B	34000.00	34000.00	27.02%	19.59%	--		正常
票据合计	125825.80	173580.00	100.00%	100.00%	--	--	--

注：分配方式上，“18 海翔投资 ABN001 优先”按年按计划还本付息（还本计划详见附件 2）；“18 海翔投资 ABN001 次级 A”按年付息，年化收益率不超过 12.00%；“18 海翔投资 ABN001 次级 B”在每个兑付日分配剩余收益

资料来源：联合资信根据受托人提供资料整理

根据至卓飞高线路板（深圳）有限公司（以下简称“至卓飞高”）于 2024 年 7 月 29 日出具的《提前还款通知》，至卓飞高提前偿还剩余西部信托贷款本金 47457.20 万元和现状分配 11560.00 万元。本交易物业资产之一至卓飞高大厦于 2024 年 8 月 14 日注销应收账款质押，并于 2024 年 8 月 15 日注销物业抵押。受托人已于 2024 年 8 月 13 日向次级 B 类票据持有人原状返还 11560.00 万元债权，未注销 18 海翔投资 ABN001 次级 B 类票据规模。

二、基础资产分析

本交易基础资产现金流为项目公司深圳市华拓置业投资有限公司（以下简称“华拓置业”）和深圳豫盛投资发展有限公司（以下简称“豫盛投资”）（以下合称“项目公司”）以物业资产（“联合广场”及“鼎丰大厦”的简称或统称）运营净收入形成的对应可分配现金流，也包含特定情形下备付金（如有），因此物业资产运营情况对优先级票据预期收益支付、本金偿还具有重要作用。

1 物业资产运行情况

跟踪期内，物业资产 1 出租率略有上升，物业资产 2 出租率稍有下降，但物业资产整体出租率仍较高；受新签约租户和部分老租户租金下调影响，物业资产平均月租金均下降。2024 年，物业资产区域经济环境稳定，为物业资产的运营提供了良好的外部环境；2024 年四季度深圳市写字楼市场空置率上升、租金下滑，未来租金和空置率水平将持续承压。

¹ “18 海翔投资 ABN001 优先”已于利率生效日（2024 年 7 月 22 日）下调年利率自 6.20%至 5.70%。

(1) 物业资产概况

截至资产跟踪基准日（2025年6月30日，下同），本交易物业资产涉及2个物业。

物业资产之一是豫盛投资依法所有的深圳市罗湖区滨河路鼎丰大厦商业（1F~4F）、办公（5F~15F）、宾馆（16F~27F）房地产（以下简称“物业资产1”）。物业资产1于2010年竣工，总占地5529.10平方米，总建筑面积45694.76平方米，土地使用权终止日期为2044年7月27日。本次跟踪期内，物业资产1的建筑面积、用途均未发生变化。

物业资产之二是华拓置业依法持有的位于深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处联合广场A座10层整层、47层整层、48层局部办公及B座303商业房地产（以下简称“物业资产2”）。物业资产2总占地约1.80万平方米，总建筑面积约21.60万平方米，建成于1998年，土地使用权终止日期为2042年7月28日。本次跟踪期内，物业资产2的建筑面积、用途均未发生变化。

(2) 运营环境分析

区域经济情况

《深圳市2024年国民经济和社会发展统计公报》显示，2024年深圳地区生产总值36801.87亿元，比上年增长5.8%。其中，第一产业增加值26.37亿元，增长1.5%；第二产业增加值13909.28亿元，增长8.3%；第三产业增加值22866.22亿元，增长4.3%。第一产业增加值占全市地区生产总值比重为0.1%，第二产业增加值比重为37.8%，第三产业增加值比重为62.1%。全年人均地区生产总值205714元，比上年增长4.8%。全市年末常住人口1798.95万人，比上年末增加19.94万人。其中，常住户籍人口631.01万人，占常住人口比重35.1%；常住非户籍人口1167.94万人，占常住人口比重64.9%。

2024年，深圳市批发和零售业增加值2913.66亿元，比上年增长3.6%；交通运输、仓储和邮政业增加值1334.53亿元，增长10.6%；住宿和餐饮业增加值501.56亿元，增长2.5%；金融业增加值4710.48亿元，增长4.2%；房地产业增加值3028.43亿元，增长2.0%；信息传输、软件和信息技术服务业增加值4688.61亿元，增长8.0%；租赁和商务服务业增加值1606.36亿元，增长4.2%。全年规模以上服务业企业营业收入比上年增长10.7%，利润总额增长7.4%。

2024年，深圳市接待入境过夜游客976.50万人次，比上年增长36.7%；国内过夜游客7321.96万人次，增长4.3%。在过夜入境游客中，外国人122.55万人次，增长85.1%；港澳同胞825.18万人次，增长31.1%；台湾同胞28.77万人次，增长53.4%。全年旅游外汇收入73.19亿美元，比上年增长93.2%，国内旅游收入2230.35亿元，增长5.5%。

深圳市商业地产市场

根据戴德梁行报告，2024年位于前海桂湾11.9万平方米的新项目入市，深圳市新供应累计达28.1万平方米，深圳市甲级写字楼存量达到837.0万平方米。2024年四季度，深圳市写字楼市场需求仍以续租或换租为主的趋势，新增需求不足，市场依然呈现供应过剩的局面。受此影响，2024年四季度深圳甲级写字楼平均租金同比下降9.3%至169.1元/平方米·月，环比下降2.2%。2024年四季度，深圳甲级写字楼吸纳量录得5.8万平方米，年内累计16.5万平方米，空置率则受到新供应的影响较上季度上涨0.4个百分点至26.6%。全年来看，金融、TMT、专业服务甲级写字楼传统三大行业的租赁面积占比分别为26.6%，23.9%和17.8%。其中金融业需求占比最高，私募基金、财富管理以及与寿险、养老、康养板块相关的保险业最为活跃。零售物业方面，2024年四季度，深圳优质购物中心存量维持在717.4万平方米。2024年四季度，深圳市优质购物中心整体空置率环比微降，较2023年末进一步改善1.0个百分点至8.0%，优质购物中心最优层平均租金较上年下降2.8%至780.2元/平方米·月。

(3) 租赁状况分析

① 物业资产1-鼎丰大厦

截至资产跟踪基准日，物业资产1共有租户71户，较上次资产跟踪基准日（2024年6月30日，下同）增加2户，合计承租面积43075.06平方米，出租率94.27%，较上次资产跟踪基准日上升1.95个百分点。

截至资产跟踪基准日，物业资产1现存租约平均月租金146.57元/平方米，较上次资产跟踪基准日（150.10元/平方米）下降2.35%，主要系新签约租户和部分老租户租金下调所致。

合同期限方面，截至资产跟踪基准日，物业资产1租户剩余租期均在12年内，大部分合同无法覆盖本交易存续期，未来或面临一定续租风险。

② 物业资产2-联合广场

截至资产跟踪基准日，物业资产2共有租户10户，较上次资产跟踪基准日增加2户，合计承租面积6334.08平方米，出租率93.98%，较上次资产跟踪基准日下降6.02%。

截至资产跟踪基准日，物业资产2现存租约平均月租金68.71元/平方米，较上次资产跟踪基准日(86.56元/平方米)下降20.62%，主要新签约租户和部分老租户租金下调所致。

合同期限方面，截至资产跟踪基准日，物业资产2租户剩余租期均在12年内，部分合同无法覆盖本交易存续期，未来或面临一定续租风险。

2 物业资产运营现金流表现及归集情况

物业资产整体实现净现金流大幅度低于预测。

2024年7月—2025年6月，本交易物业资产实现租金收入7633.35万元，实现净现金流6705.39万元，同比分别下降3.16%和3.33%，主要系物业资产租金单价下调和租户调整所致。本次跟踪期间，物业资产净现金流低于预测值46.98%，主要系受宏观经济影响物业资产租金水平不及预期所致；物业资产净现金流较上年和预测值的差距扩大5.35个百分点。

图表3·2024年7月—2025年6月物业资产预测净现金流与实际情况对比（单位：万元）

物业资产	实现净现金流	预测净现金流	偏离度
物业资产1	6211.56	11498.15	-45.98%
物业资产2	493.83	1149.18	-57.03%
合计	6705.39	12647.32	-46.98%

注：实现净现金流为不含税确认收入
资料来源：《物业管理报告》，联合资信整理

跟踪期间，项目公司共划转金额合计6917.78万元；根据交易文件约定，应归集信托贷款本息，超出实现净现金流的部分为自有资金补足。根据监管银行提供的备付金账户流水，截至2025年6月21日，备付金账户余额为3054.94万元，未动用过备付金。

图表4·2024年12月—2025年6月监管账户资金划转情况（单位：万元）

划转时间	2024年12月	2025年3月	2025年6月	合计
物业资产1	2252.38	2252.38	1993.76	6498.52
物业资产2	145.31	145.31	128.63	419.26
合计	2397.69	2397.69	2122.39	6917.78

资料来源：世纪海翔提供，联合资信整理

三、交易结构分析

1 现金流安排

本交易明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。跟踪期间，相关设置无变化。本交易设有资产支持票据票面利率调整机制、回售和赎回安排。跟踪期内，本交易未发生资产支持票据回售赎回的情况，第一个售回行权日为2028年7月22日。

深圳市世纪海翔投资集团有限公司2018年度第一期资产支持票据2024年度第一次持有人大会于2024年6月24日召开，根据《深圳市世纪海翔投资集团有限公司2018年度第一期资产支持票据2024年度第一次持有人大会的决议公告》（以下简称“《2024年大会决议公告》”），会议通过了以下议案（1）对信托贷款还本计划进行调整；（2）对信托贷款本金分期还款表进行调整；（3）对优先级票据本金摊还计划表进行调整；（4）华拓置业、豫盛投资、至卓飞高可以提前部分或全部归还贷款本金和利息；（5）西部信托有限公司（以下简称“西部信托”）向信托受益人分配信托利益；（6）西部信托收到符合议案（4）的还款资金且将融资人未偿贷款债权分配至中建投信托之日起10个工作日内，解除信托贷款对应的抵质押担保措施；（7）中建投信托向资产支持票据持有人分配信托利益；（8）增设于2025年1月10日的本金偿还安排：若融资人华拓置业、豫盛投资、至卓飞高任意一方未能于2025年1月10日前（不含）按照议案（4）完成信托贷款提前偿还的，则应于2025年1月10日增设一个信托贷款本金划款日，华拓置业、豫盛投资、至卓飞高分别偿还151.2、2343.6和1285.2万元及对应利息，在单一资金信托向信托实施分配后，将增设优先级票据的分配兑付日2025年1月22日；（9）中建投信托及西部信托的其他配合事项；（10）同意交易文件的修改与授权中建投信托、西部信托办理与上述议题相关的事项。

根据《深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据票面利率调整结果公告》，“18 海翔投资 ABN001 优先”年利率由 6.20%调整为 5.70%，利率生效日为 2024 年 7 月 22 日。

深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据 2025 年度第一次持有人大会于 2025 年 6 月 24 日召开，根据《深圳市世纪海翔投资集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据 2025 年度第一次持有人大会的决议公告》（以下简称“《2025 年大会决议公告》”），会议通过了以下议案：（1）以通讯方式召开本次会议并表决；（2）对《西部信托·世纪海翔单一资金信托借款合同》的信托贷款本金还款表进行调整；（3）对优先级票据本金摊还计划表进行调整（调整后的优先级票据还本计划见附件 2）；（4）继续执行《2024 年大会决议公告》中同意华拓置业和豫盛投资提前偿还信托贷款及相关的事项，主要涉及议案（4）~（7）；（5）增设于 2026 年 1 月 10 日的本金偿还安排：若任何一个融资人未能于 2026 年 1 月 10 日前（不含）按照议案（4）完成信托贷款提前偿还的，则应于 2026 年 1 月 10 日增设一个信托贷款本金划款日，华拓置业和豫盛投资分别偿还 162 万元和 2511 万元及对应利息，在单一资金信托向信托实施分配后，将增设优先级票据的分配兑付日 2026 年 1 月 22 日；（6）对《信托合同》和《主定义表》约定过的“票面利率调整公告日”和“票面利率调整权”进行修改；（7）同意交易文件的修改与授权中建投信托、西部信托办理与上述议题相关的事项。

2 信用支持

中投保履约能力仍极强，其提供的差额支付承诺对“18 海翔投资 ABN001 优先”仍起到主要的信用支持作用。质押财产现金流对“18 海翔投资 ABN001 优先”本息支出保障程度较弱，抵押物担保措施对“18 海翔投资 ABN001 优先”的保障作用略有下降。跟踪期内，本交易未触发相应事件。

内部信用支持

（1）质押担保

项目公司于 2018 年 7 月 18 日办理完毕应收账款质押登记，质押登记到期日为 2036 年 8 月 9 日，质押期限能覆盖本交易存续期。除最后一期外，物业资产预测运营净收入对优先级票据“18 海翔投资 ABN001 优先”各期本息支出的覆盖比率最低为 2.48 倍；无法覆盖最后一期优先级票据“18 海翔投资 ABN001 优先”本金。在不考虑备付金机制的情况下，假设物业资产预测运营净收入较预测值下跌 59.00%以上，部分期次物业资产净现金流将无法覆盖“18 海翔投资 ABN001 优先”当期本息支出。

（2）抵押担保

物业资产 1 和物业资产 2 已分别于 2018 年 9 月 20 日和 2018 年 8 月 16 日抵押给西部信托，抵押登记到期日均为 2036 年 7 月 10 日，抵押期限不能覆盖本交易存续期。跟踪期内，物业资产的评估总价增长 0.56%至 194954.03 万元，其中，物业资产 1 评估价值由 179260.54 万元增长 0.05%至 179351.93 万元，物业资产 2 评估价值由 14612.49 万元增长 6.77%至 15602.10 万元。“18 海翔投资 ABN001 优先”未偿本金对物业资产评估总价的抵押率为 46.92%，较上次跟踪基准日增长 0.48 个百分点，抵押物价值对“18 海翔投资 ABN001 优先”的保障作用略有下降。

（3）触发机制

跟踪期间，本交易未触发加速归集事件、违约事件和提前终止事件等事件。

外部信用支持

中投保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其作为差额支付承诺人在发生差额支付事件时履行差额支付义务，同时在发生增信安排事件时收购基础资产或履行差额支付义务（中投保信用分析详见附件 1-1）。跟踪期间，本交易未触发差额支付启动事件。

中投保前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，由财政部和原国家经济贸易委员会共同发起组建，于 1993 年 12 月注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构，初始注册资本金 5.00 亿元。2006 年，中投保并入国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”），同时增资至 30.00 亿元。2015 年 12 月，中投保正式挂牌全国中小企业股份转让系统，证券代码为“834777.NQ”。截至 2024 年末，中投保注册资本及股本均为 45.00 亿元，控股股东为国投集团，持股比例为 48.93%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。国投集团为实现专业化经营，将中投保划入金融板块，并委托其控股子公司国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）进行管理。截至 2024 年末，中投保前五大股东持有股权不存在被质押的情况。

优势

股东背景很强且支持力度较大；行业竞争力和盈利能力很强。中投保系国投集团旗下金融板块的重要组成部分，国投集团在资金投入、业务资源等方面能够给予中投保较大支持。2022—2024年，中投保期末担保余额持续增加，业务规模处于行业上游水平，行业竞争力很强，整体盈利能力很强。

关注

需关注担保业务转型成效和投资业务面临的市场风险及信用风险。中投保担保业务行业集中度略高，且随着城投债担保业务不再新增，需关注担保业务后续转型情况；投资业务受市场波动影响较大，需关注其投资业务面临的市场风险和信用风险。

四、量化模型测试

联合资信对资产支持票据信用等级的评定是对票据违约概率的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评优先级票据本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR）和优先级票据相对物业资产评估价值的比率（LTV）两个指标来量化评估物业资产形成的资产对优先级票据的保障程度。

1 偿债覆盖倍数

根据交易安排，信托贷款的本息偿还始终能够覆盖本交易应承担的当期税收、其他相关费用以及优先级票据当期预期收益和/或应付本金。因此，下文直接展示物业资产运营净现金流对各档优先级票据的偿债覆盖倍数。

基础情景下，联合资信继续沿用华普天健会计师事务所（北京）有限公司的预测值，用覆盖倍数来衡量物业资产预测运营净收入对优先级资产支持票据“18海翔投资 ABN001 优先”各期本息支出的覆盖水平。联合资信在测算时考虑了备付金机制对偿债覆盖倍数的影响（详见附件 3-1）。

图表 5 • 基础情景下各档优先级票据利息及本息覆盖倍数（单位：倍）

类别	DSCR 区间
除最后一期外“18海翔投资 ABN001 优先”本息支出 DSCR	2.48~4.01
最后一期“18海翔投资 ABN001 优先”本息支出 DSCR	0.42

注：1.第7期兑付日为2025年7月22日，按年以此类推；2.覆盖倍数=当期预测净现金流入/（“18海翔投资 ABN001 优先”当期本息支出+相关费用）；3.备付金总金额（3000.00万元）按照一定比例分配在第6期~第9期

资料来源：联合资信整理

经测算，在考虑备付金机制的基础上，除最后一期外，物业资产预测运营净收入对优先级票据“18海翔投资 ABN001 优先”各期本息支出的覆盖比率最低为 2.48 倍；最后一期物业资产预测运营净收入对优先级票据“18海翔投资 ABN001 优先”本息支出的覆盖比率为 0.42 倍，无法覆盖最后一期优先级票据“18海翔投资 ABN001 优先”本金。

跟踪期内，物业资产整体实现净现金流仍大幅低于预测值，联合资信测算了极限情景下物业资产预测运营净收入对优先级票据“18海翔投资 ABN001 优先”的偿债覆盖倍数水平。测算结果表明，在不考虑备付金机制的情况下，假设物业资产预测运营净收入较预测值下跌 59.00% 以上，调整后的部分期次物业资产净现金流将无法覆盖“18海翔投资 ABN001 优先”当期本息支出（测算结果详见附件 3-2）。考虑到本交易设置有备付金机制，备付金将一定程度上提高对“18海翔投资 ABN001 优先”的保障程度。基于多种不确定性因素考虑，物业资产未来运营净收入实现情况或仍将大幅偏离预期。

2 抵押物价值压力测试

截至抵押物跟踪评估基准日（2024年12月31日），深圳市德勤行资产评估有限公司（以下简称“德勤行”）通过比较法和收益法给予物业资产的评估价值为 194954.03 万元，较上次跟踪评估基准日（2023年12月31日）价值（193873.03 万元²）增长 0.56%。其中，物业资产 1 评估价值由 179260.54 万元增长 0.05% 至 179351.93 万元，物业资产 2 评估价值由 14612.49 万元增长 6.77% 至 15602.10 万元。截至票据跟踪基准日，“18海翔投资 ABN001 优先”未偿本金对物业资产评估价值的抵押率为 46.92%，较上次跟踪基准日增长 0.48 个百分点，抵押物价值对“18海翔投资 ABN001 优先”的保障作用略有下降。

² 已调整为两个物业的估值

综上所述，基于交易结构安排，质押财产现金流对“18海翔投资 ABN001 优先”本息支出保障程度较弱，抵押物担保措施对“18海翔投资 ABN001 优先”的保障作用略有下降。

考虑到中投保对信托利益分配的差额部分履行差额支付义务和在票据售回时对差额份额履行流动性担保义务，整体看，“18海翔投资 ABN001 优先”违约概率仍极低。

五、参与机构履职能力分析

1 委托人/发起机构/保证人

本交易的委托人/发起机构/保证人为世纪海翔。跟踪期内，世纪海翔注册资本和股权结构均未发生变化。跟踪期内，未触发担保启动事件。

截至 2024 年底，世纪海翔资产总额 48.60 亿元，负债总额为 31.37 亿元，所有者权益合计 17.23 亿元。2024 年，世纪海翔实现营业总收入 1.64 亿元，实现利润总额 0.06 亿元；经营活动现金流净额为 0.86 亿元；投资活动现金流净额为 1.36 亿元；筹资活动现金流量净额为-1.99 亿元。以 2024 年财务数据为基础，世纪海翔流动比率和速动比率均为 76.35%，经营现金/全部债务为 0.04 倍，经营现金/利息支出为 0.82 倍，世纪海翔偿债指标表现较弱。

截至 2025 年 3 月底，世纪海翔资产总额为 48.33 亿元，总负债为 31.14 亿元，所有者权益为 17.18 亿元。2025 年 1—3 月，世纪海翔实现营业总收入 0.31 亿元，利润总额-0.04 亿元。

根据世纪海翔提供的企业信用报告（统一社会信用代码：9144030073205301XP），截至 2025 年 6 月 16 日，世纪海翔未结清和已结清信贷信息中无不良类和关注类情况。

跟踪期内，世纪海翔已正常履约。联合资信将对世纪海翔的运营情况、偿债能力和偿债意愿保持关注。

2 其他重要参与方

跟踪期内，本交易项目公司、资产服务机构、受托人、资金保管机构/监管银行、单一资金信托受托人未发生替换，履职情况稳定。

结合对本交易的参与机构履职能力分析，联合资信认为无需调整量化测试结果。

六、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产及其项下物业资产运行情况、资产支持票据兑付情况、量化模型测试、参与机构的履职能力以及外部增信等因素进行了综合考量，确定本交易项下优先级票据“18海翔投资 ABN001 优先”的信用等级维持 AAA_{sr}，“18海翔投资 ABN001 次级 A~B”未予评级。

上述“18海翔投资 ABN001 优先”的评级结果反映了该类资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 中国投融资担保股份有限公司主体信用分析

一、主体概况

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，由财政部和原国家经济贸易委员会共同发起组建，于 1993 年 12 月注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构，初始注册资本金 5.00 亿元。2006 年，中投保并入国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”），同时增资至 30.00 亿元。2015 年 12 月，中投保正式挂牌全国中小企业股份转让系统，证券代码为“834777.NQ”。截至 2024 年末，中投保注册资本及股本均为 45.00 亿元，控股股东为国投集团，持股比例为 48.93%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。国投集团为实现专业化经营，将中投保划入金融板块，并委托其控股子公司国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）进行管理。截至 2024 年末，中投保前五大股东持有股权不存在被质押的情况。

中投保业务板块包括担保、投资与资管业务、金融科技业务，截至 2024 年末，中投保拥有主要子公司 5 家。

图表 1 • 截至 2024 年末中投保主要子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	子公司简称	业务性质	注册资本	总资产	净资产	控股比例
天津中保财险资产管理有限公司	天津中保	资产管理	0.30	18.13	-2.88	100.00%
中投保信裕资产管理（北京）有限公司	信裕资管	投资管理	16.00	42.85	27.42	100.00%
上海经投资产管理有限公司	上海经投	资产管理	0.30	12.93	-8.64	100.00%
中投保数字科技（北京）股份有限公司	中投保数科	金融服务	0.80	0.71	0.62	100.00%
中投保科技融资担保有限公司	科技融担	融资担保	10.00	11.51	11.12	100.00%

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

中投保注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层；法定代表人：邓星斌。

二、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年，中投保营业总收入波动增加，其中已赚保费波动增加，担保业务稳健发展；投资收益和公允价值变动收益的合计数占营业总收入比重较大，受市场波动影响较大。

中投保主要业务板块包括担保业务、投资与资管业务、金融科技业务。中投保营业总收入主要由已赚保费和投资收益构成。2022—2024 年，中投保营业总收入波动增加，年均复合增长 40.93%。其中，2023 年中投保营业总收入同比下降 4.49%，主要系受市场行情波动影响，公允价值变动收益由盈转亏，以及减持中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）等部分权益类资产，投资收益相应增加等综合因素所致；2024 年营业总收入同比大幅增长 107.93%，主要系公司根据市场行情考虑，继续择机减持中金公司股权等部分权益类资产，投资收益同比大幅增长所致；2023 年和 2024 年，处置长期股权投资产生的投资收益分别为 5.84 亿元和 21.09 亿元。

图表 2 • 中投保营业总收入构成

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入（亿元）	占比（%）	收入（亿元）	占比（%）	收入（亿元）	占比（%）
已赚保费	6.41	37.00	7.82	47.29	7.21	20.96
投资收益	7.27	41.98	12.30	74.34	26.87	78.11
公允价值变动收益	3.19	18.43	-3.07	-18.55	-2.62	-7.62
其他收入	0.45	2.59	-0.51	-3.08	2.94	8.55
营业总收入	17.32	100.00	16.55	100.00	34.40	100.00

资料来源：中投保审计报告，联合资信整理

收入结构方面，2022—2024 年，中投保已赚保费波动增长，其占营业总收入的比重波动下降，主要受市场收益率水平普遍下行及 2024 年营业总收入增长较多等综合因素影响；投资收益和公允价值变动收益的合计数占营业总收入的比重均超过 55%，该占

比波动下降，但始终为第一大收入来源，投资收益和公允价值变动收益受市场波动影响较大。其他收入主要为汇兑收益、利息收入、手续费及佣金收入、金融科技业务收入等，2022—2024年，其他收入波动增长，主要系中投保承做的“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”³（以下简称“亚行项目”）使用亚洲开发银行主权贷款转贷资金，贷款币种为欧元，汇率变动导致汇兑收益波动所致。

2 业务经营分析

（1）担保业务

2022—2024年，中投保当期担保发生额波动增长，期末担保余额持续增加且保持较大规模，处于行业上游水平；融资性担保放大倍数持续下降，处于行业一般水平；担保业务结构以发行债券担保为主，随着城投债担保业务不再新增，需关注担保业务后续转型情况。

中投保担保业务包括融资性担保业务和非融资性担保业务，经营主体以本部为主，以下以本部业务数据分析担保业务情况⁴。

2022—2024年，中投保本部当期担保发生额波动增长，年均复合增长18.40%。其中2023年，中投保担保发生额同比下降16.16%，主要系中投保推动业务转型，不再新增城投债担保业务，发行债券担保发生额同比大幅减少，非融资性担保发生额同比增长综合所致；2024年，担保发生额同比大幅增长，主要系中投保延续上年业务转型趋势，加大与央企的合作力度，进一步拓展中小微企业经营贷款担保等业务，借款类担保发生额同比大幅增长，其他融资性担保和非融资性担保的发生额同比均有所增长所致。

2022—2024年末，中投保本部担保余额持续增加，年均复合增长7.91%，期末担保业务规模较大，处于行业上游水平。其中，截至2023年末，中投保担保余额较上年末增长8.97%，主要系非融资性担保余额较上年末增幅较大所致；截至2024年末，担保余额较上年末增长6.85%，主要系借款类担保余额和非融资性担保余额均较上年末增加，同时叠加发行债券担保余额减少的影响所致。2022—2024年末，中投保融资性担保责任余额波动减少，叠加净资产持续增加的影响，融资性担保放大倍数持续下降，处于行业一般水平。

图表3·中投保本部担保业务发展概况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年
当期担保发生额	470.62	394.59	659.74
其中：借款类担保	129.16	105.29	385.63
发行债券担保	202.20	97.55	35.09
其他融资性担保	38.21	56.28	83.52
非融资性担保	101.06	135.47	155.50
融资性担保余额	730.85	757.23	786.71
其中：借款类担保	133.76	132.41	196.91
发行债券担保	527.50	542.21	483.42
其他融资性担保	69.59	82.61	106.39
非融资性担保余额	96.97	144.87	177.20
其中：投标担保	19.32	51.26	83.15
工程履约担保	43.69	62.91	61.32
诉讼保全担保	5.73	5.73	0.00
其他非融资性担保	28.23	24.97	32.74
期末担保余额合计	827.82	902.10	963.92
融资性担保责任余额	506.67	519.53	493.76
融资性担保放大倍数（倍）	5.37	5.23	4.63

注：期末融资性担保责任余额按照《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度计算
 资料来源：中投保年度报告及中投保提供资料，联合资信整理

³ 中投保申请亚洲开发银行长期主权贷款，综合利用担保增信、科技金融、投资等多种工具搭建绿色金融平台，为京津冀、长三角及周边地区在节能减排、清洁能源、绿色交通及废弃物资源化利用等方面提供一揽子金融服务方案。

⁴ 2022—2024年末，中投保本部担保余额占合并口径担保余额的比重均超过99.00%，本部担保业务发展情况可反映公司整体担保业务发展情况，担保业务分析部分均以本部担保业务数据为基础。

中投保融资性担保业务主要包括发行债券担保、借款类担保及其他融资性担保。2022—2024 年末，中投保担保业务始终以融资性担保业务为主，但占比逐年下降；截至 2024 年末，其占比为 81.62%。

2022—2024 年末，中投保融资性担保业务以发行债券担保为主，该业务担保余额波动减少，年均复合下降 4.27%，担保余额占比逐年下降（分别为 63.72%、60.11%和 50.15%）。截至 2024 年末，发行债券担保余额较上年末有所下降，主要系 2024 年以来中投保不再新增城投债担保业务所致，需关注担保业务后续转型情况。截至 2024 年末，在发行债券担保余额中，被担保人的主体信用级别为 AA 级的占比 67.41%，AA+级的占比为 32.59%。

中投保借款类担保业务主要为中小微企业经营贷款担保，该类业务担保周期较短，具有小额分散特点。2022—2024 年末，中投保借款类担保余额先平稳、后增长。其中，截至 2024 年末，借款类担保余额较上年末大幅增长，主要系中小微企业经营贷款担保业务规模增加所致。

其他融资性担保业务主要为资产证券化产品担保等。2022—2024 年，其他融资性担保业务规模持续增长，主要系中投保推进与优质大型央企、地方国企的战略合作，扩大资产证券化担保业务规模所致。

中投保非融资性担保业务主要包括投标担保和工程履约担保等。2022—2024 年末，中投保非融资性担保余额持续增长，主要系中投保依托自主研发的“信易佳”电子保函平台，可实现线上即时开具保函，提高了承保效率，投标担保业务规模扩大所致。

2022—2024 年末，中投保担保业务的区域和客户集中度一般，行业集中度略高。

从区域分布来看，2022—2024 年末，因中投保担保业务结构以发行债券担保为主且该类项目偏向于经济发达、财政实力较强的地区，江苏省始终为中投保担保业务最为集中的区域；山东省担保业务规模占比始终居于第二位；浙江省在 2024 年末退出前三大区域，北京市区域占比升至第三位；前三大区域的集中度持续下降，集中度水平一般。

图表 4 • 中投保本部担保余额区域分布

2022 年末		2023 年末		2024 年末	
区域	占比 (%)	区域	占比 (%)	区域	占比 (%)
江苏省	29.61	江苏省	26.94	江苏省	23.99
山东省	18.76	山东省	18.76	山东省	15.13
浙江省	10.30	浙江省	9.37	北京市	10.41
其他	41.33	其他	44.93	其他	50.47
合计	100.00	合计	100.00	合计	100.00

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

从行业分布来看，2022—2024 年末，中投保担保业务主要集中在建筑业、租赁和商务服务业等，前三大行业的集中度基本稳定，集中度水平略高。其中，建筑业占比波动上升，始终为第一大行业，该行业客户主要为城投平台公司和施工类企业，2023 年以来，中投保提升了建筑业的业务承做风控标准，2024 年末占比小幅下降；水利、环境和公共设施管理业的占比持续下降，并于 2024 年末退出前三大行业；租赁和商务服务业占比基本稳定；金融业占比在 2024 年末升至第三位。

图表 5 • 中投保本部担保余额行业分布

2022 年末		2023 年末		2024 年末	
行业	占比 (%)	行业	占比 (%)	行业	占比 (%)
建筑业	34.77	建筑业	40.85	建筑业	39.50
水利、环境和公共设施管理业	16.49	租赁和商务服务业	13.50	租赁和商务服务业	13.82
租赁和商务服务业	13.67	水利、环境和公共设施管理业	11.37	金融业	10.88
其他	35.07	其他	34.28	其他	35.80
合计	100.00	合计	100.00	合计	100.00

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

从客户集中度来看，2022—2024 年末，中投保担保业务单一客户集中度、前十大客户集中度和最大单一客户在保余额/净资产均持续下降，客户集中度一般；根据《融资担保责任余额计量办法》的规定，结合分保安排，中投保的单一被担保人的担保责任余额均符合监管要求。截至 2024 年末，中投保最大单一担保客户的在保余额为 12.00 亿元。

图表 6 • 中投保本部担保业务客户集中度情况

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
单一客户集中度 (%)	1.68	1.54	1.24
最大单一客户在保余额/母公司净资产 (%)	13.28	12.67	10.26
前十大客户集中度 (%)	12.97	11.76	10.53

注：1. 单一客户集中度=担保业务最大单一客户在保余额/担保业务总在保余额，前十大客户集中度=担保业务前十大客户在保余额/担保业务总在保余额；2. 最大单一客户在保余额/母公司净资产未考虑分保安排和被担保人主体信用评级折算

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

受主动调整担保业务结构的影响，截至 2024 年末，中投保担保业务到期期限主要集中在 3 年以内，其中 1 年内到期规模较大。

担保期限组合方面，受主动调整担保业务结构的影响，截至 2024 年末，中投保担保业务到期期限主要集中在 1 年以内和 1~3 年，其中 1 年以内到期的担保余额占比最大；整体来看，中投保存在一定的担保业务集中到期压力。

图表 7 • 2024 年末中投保本部担保业务到期期限分布

到期年份	担保余额 (亿元)	占比 (%)
2025 年	448.27	46.50
2026 年	229.17	23.78
2027 年	119.82	12.43
2028 年	55.97	5.81
2029 年及以后	110.69	11.48
合计	963.92	100.00

资料来源：中投保提供，联合资信整理

2022—2024 年，中投保当期代偿金额有所增加，但代偿率及回收率仍维持在行业较好水平，当期代偿基本均在当期实现全额回收。

从代偿指标来看，2022—2024 年，中投保当期代偿额有所增加，代偿项目主要为借款类担保项目，其中绝大部分项目已在当期实现全额回收。2022—2024 年末，中投保累计担保代偿率有所上升，代偿率水平仍属较低；期末应收代偿款持续减少（减值准备计提比例分别为 99.97%、100.00%和 100.00%），其中 2024 年末应收代偿款余额较上年末大幅减少，主要系本年对历史代偿项目进行核销所致。总体看，中投保当期代偿率和累计担保代偿率表现均较好，整体风险管理水平较高。

图表 8 • 中投保本部担保业务代偿与回收情况 (单位：亿元)

项目	2022 年	2023 年	2024 年
当期解保额	277.42	320.31	597.92
当期代偿额	1.06	2.51	3.70
当期代偿回收额	1.07	2.52	3.44
累计代偿额	3.28	5.79	9.49
累计代偿回收额	7.41	9.93	13.37
当期担保代偿率 (%)	0.38	0.78	0.62
累计担保代偿率 (%)	0.10	0.16	0.22
当期代偿回收率 (%)	100.76	100.51	92.82
期末应收代偿款余额	7.89	7.73	1.07

注：1. 当期代偿回收额包括以前年度（含 2015 年以前年度）代偿项目和本期代偿项目的回收金额；累计代偿额和累计代偿回收额仅统计自 2015 年至当期末的累计数；由于 2015 年之前代偿的项目近几年仍有回收，但未反映在累计代偿额中，因此累计代偿回收额高于累计代偿额；2. 当期代偿回收率=当期代偿回收额/当期代偿额×100%

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

(2) 投资与资管业务

2022—2024 年末，中投保投资规模持续增加，投资以债券投资、股权投资、委托贷款和基金投资为主；受亚行项目开发等因素影响，委托贷款规模持续增长；受减持中金公司股票等影响，股权投资规模持续减少。考虑到中投保投资规模较大，需对投资业务相关的市场风险及信用风险保持关注。

投资业务方面，2022—2024 年末，中投保投资规模持续小幅增加，年均复合增长 4.44%。截至 2024 年末，中投保投资资产较上年末增长 7.59%，主要系债券投资、委托贷款及基金投资增加所致；投资资产占资产总额的比重为 75.21%，投资规模及占比均较大；从构成来看，中投保投资品种以债券投资、股权投资、委托贷款和基金投资等为主；中投保整体投资规模较大，需对投资业务相关的市场风险及信用风险保持关注。

2022—2024 年末，中投保债券投资规模持续增加，年均复合增长 34.17%。截至 2024 年末，债券投资较上年末增长 32.48%。中投保债券投资主要记入其他债权投资科目，2024 年末其他债权投资科目中债券投资占比 95.63%；截至 2024 年末，受中投保增加地方政府债配置规模等因素影响，其他债权投资较上年末增长 31.81%，其中，国债和地方政府债的合计规模占其他债权投资的比重为 28.81%，其余为各类品种的信用债等；其他债权投资科目计提减值准备的余额为 10.75 亿元（其中处于预期信用损失第三阶段的减值准备占比为 99.77%）。

2022—2024 年末，中投保股权投资规模持续减少，年均复合下降 8.97%，主要系分次择机减持金融资产所致。截至 2024 年末，中投保股权投资主要由交易性金融资产中的股权投资及股票投资构成，其中股权投资账面价值 32.92 亿元，较上年末小幅下降，主要为中投保作为有限合伙人参与投资合伙企业及基金合伙企业形成的投资；股票投资 16.96 亿元，较上年末大幅增长，主要系部分金融资产由长期股权投资转为交易性金融资产并按公允价值计量所致。

中投保的委托贷款业务主要为亚行项目。2022—2024 年末，中投保委托贷款规模持续增长，年均复合增长 17.88%。截至 2024 年末，委托贷款较上年末增长 15.83%，主要系亚行项目第二期进行项目开发所致；委托贷款计提减值准备 1.67 亿元。

2022—2024 年末，中投保基金投资规模持续增长，年均复合增长 17.41%，投资品种主要为货币基金等。

图表 9 • 中投保投资资产构成（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
债券投资	37.91	19.73	51.51	26.45	68.24	32.57
股权投资	64.05	33.34	59.62	30.62	50.38	24.05
委托贷款	26.54	13.81	31.83	16.35	36.88	17.60
基金投资	20.93	10.90	27.17	13.95	28.85	13.77
理财计划	16.83	8.76	11.62	5.97	5.48	2.62
信托计划	14.49	7.54	7.04	3.61	6.02	2.87
其他	11.34	5.91	5.95	3.06	13.66	6.52
投资资产合计	192.08	100.00	194.74	100.00	209.52	100.00

注：1. 中投保投资资产包括交易性金融资产、长期股权投资、买入返售金融资产、债权投资和其他债权投资；2. 债券投资=交易性金融资产中的债券投资+其他债权投资中的债券投资，股权投资=长期股权投资+交易性金融资产中的股权投资/股票投资，基金投资=交易性金融资产中的基金投资，委托贷款=债权投资中的委托贷款，理财计划=交易性金融资产中的理财计划，信托计划=交易性金融资产中的信托计划+其他债权投资中的信托计划

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

2024 年，信裕资管收入和业务规模均较小，净利润与上年基本持平；资产处置平台的收入规模很小。

信裕资管为中投保“投资+资管”业务平台。信裕资管围绕担保业务链条，形成担保、投资、资管相互协同的局面。信裕资管关注国家支持的战略新兴产业，投资方向主要为产业园开发、医疗健康、新能源基础建设和先进制造业等领域。截至 2024 年末，信裕资管存量管理基金 17 支，存量资管规模为 36.06 亿元，较上年末有所减少，业务规模较小。2024 年，信裕资管实现营业收入 2.34 亿元，同比有所增长；实现净利润 0.83 亿元，与上年基本持平。

天津中保和上海经投均为中投保的资产处置平台。2024 年，天津中保和上海经投的营业收入分别为 0.02 亿元和 0.05 亿元，收入规模很小。

(3) 金融科技业务

近年来，中投保加强金融科技平台建设，为数字化转型提供支持；但金融科技相关子公司的收入贡献较小。

近年来，中投保优化调整金融科技板块定位，制定了数字化转型方案，同时加强对金融科技的投入，运用科技手段提升风险控制能力，建立了具有金融科技属性的业务系统。

2016 年，中投保全资设立科技子公司中投保数科。中投保数科是中投保金融科技核心平台，致力于应用大数据、云计算、人工智能等科技手段，处理在线业务和大数据风控，在金融科技领域支持担保增信和资管投资业务发展。2024 年，中投保数科实现营业收入 0.36 亿元，同比增长 30.27%；实现净利润 0.02 亿元，同比大幅增长。

2020年，中投保全资子公司科技融担成立。科技融担专注于普惠金融领域，开展基于具有独立风控模型的线上化小微企业担保业务、基于合作平台风控体系的线上普惠金融担保业务和基于核心企业信用的供应链融资担保业务，服务“三农”和小微企业发展。2024年，科技融担实现营业收入0.23亿元、净利润0.36亿元，同比均有所增长，整体规模较小。

三、财务分析

中投保提供了2022—2024年合并财务报表，均经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并被出具了无保留意见的审计报告。

2022—2024年，中投保无对财务报表有重大影响的会计政策和会计估计变更事项。本文中2022年和2023年财务数据分别为2023年和2024年审计报告期初数，2024年财务数据为2024年审计报告期末数。

合并范围方面，2022年中投保纳入合并范围的子公司未发生变化；2023年新增1家子公司；2024年减少1家子公司。整体看，中投保新增或减少子公司规模不大，对合并报表可比性影响较小。

整体看，中投保合并口径财务数据可比性较强。

1 资本结构

2022—2024年末，中投保所有者权益稳步增长，权益结构稳定性一般；负债及债务规模持续下降，杠杆水平有所上升仍处一般水平。

中投保用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的留存收益等。2022—2024年末，中投保所有者权益持续增加，年均复合增长3.37%，主要得益于利润留存。截至2024年末，中投保所有者权益116.92亿元，较上年末增长5.40%，其中实收资本、其他权益工具、盈余公积、未分配利润和一般风险准备占所有者权益比重分别为38.49%、29.91%、8.99%、14.29%和7.09%，所有者权益结构稳定性一般。利润分配方面，2022—2024年，中投保现金分红分别为3.15亿元、3.02亿元和5.04亿元，占上年归属于母公司所有者净利润的比重分别为39.17%、55.57%和88.30%；中投保分红力度整体较大，利润留存对权益的积累贡献一般。

中投保负债主要由有息债务和准备金构成。2022—2024年末，中投保负债规模持续减少，年均复合下降2.58%，其中有息债务及担保合同准备金规模均持续下降。截至2024年末，中投保负债总额较上年末下降1.74%。中投保有息债务主要由短期借款、长期借款和应付债券等构成。2022—2024年末，中投保有息债务规模持续减少，年均复合下降3.26%。截至2024年末，中投保有息债务较上年末下降3.20%，其中短期借款规模有所减少，长期借款规模有所增加，同时新增了9.50亿元卖出回购金融资产款。2022—2024年末，中投保担保合同准备金持续减少，年均复合下降18.94%，主要系中投保基于担保业务结构变化、担保代偿情况和宏观经济环境变化等因素，分别于2023年和2024年冲回部分担保赔偿准备金，以及受担保业务规模和结构变化等因素，未到期责任准备金亦发生冲回所致。其他类负债主要由应付职工薪酬、应交税费、其他负债（主要为保证金和受托担保业务基金）等科目构成；截至2024年末，其他类负债同比大幅增长70.44%，主要系应交税费、递延所得税负债及应付职工薪酬增加所致，其中递延所得税负债增加主要系权益类资产的递延影响所致。

2022—2024年末，中投保实际资产负债率稳步上升，杠杆水平一般。

图表 10 • 中投保负债结构

项目	2022年		2023年		2024年	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
担保合同准备金	28.75	16.88	26.01	15.81	18.89	11.69
其中：未到期责任准备金	15.23	8.94	14.44	8.78	9.53	5.89
担保赔偿准备金	13.53	7.94	11.57	7.03	9.37	5.79
有息债务	131.10	76.96	126.74	77.02	122.69	75.88
其中：短期借款	32.86	19.29	36.09	21.93	10.01	6.19
长期借款	53.46	31.38	45.96	27.93	58.64	36.27
应付债券	44.59	26.18	44.59	27.10	44.52	27.54
其他债务	0.19	0.11	0.09	0.06	9.52	5.89

其他类负债	10.49	6.16	11.79	7.17	20.10	12.43
负债总额	170.34	100.00	164.55	100.00	161.68	100.00
实际资产负债率 (%)		50.61		50.29		51.25

注：其他债务为卖出回购金额资产款和租赁负债
 资料来源：中投保审计报告，联合资信整理

2 资产质量

2022—2024 年末，中投保资产总额总体稳定，资产构成以货币资金、定期存款和各类投资资产为主，整体资产质量较好；但投资资产规模较大，需关注其面临的市场及信用风险。

2022—2024 年末，中投保资产总额总体稳定。截至 2024 年末，中投保资产总额较上年末小幅增长 1.13%，资产构成以货币资金、定期存款和各类投资资产为主，整体资产质量较好。

中投保现金类资产包括货币资金和定期存款。2022—2024 年末，中投保货币资金持续减少，年均复合下降 32.73%；定期存款先增后减、波动减少，年均复合减少 5.58%。其中，截至 2023 年末，现金类资产规模较上年末变动不大，主要进行结构性调整，原因为中投保出于资金安全及收益性考虑，对资金配置进行调整所致；截至 2024 年末，现金类资产规模较上年末减少 27.66%，主要系中投保以自有资金增加投资规模所致。

2022—2024 年末，中投保各类投资资产的变动分析详见“业务经营分析”部分。

图表 11 • 中投保资产结构

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
资产总额	279.76	100.00	275.47	100.00	278.60	100.00
其中：货币资金	31.87	11.39	17.81	6.47	14.42	5.18
定期存款	33.42	11.95	43.32	15.72	29.80	10.70
各类投资资产	192.08	68.66	194.74	70.69	209.52	75.21
其他类资产	22.38	8.00	19.60	7.12	24.86	8.92

注：各类投资资产的计算口径与投资业务分析中的计算口径一致
 资料来源：中投保审计报告，联合资信整理

截至 2024 年末，中投保 I 级资产、I 级资产和 II 级资产之和、III 级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例满足监管要求。

受限资产方面，截至 2024 年末，中投保受限资产合计 54.90 亿元，包括用于银行借款质押的货币资金、定期存款，用于抵押融资的固定资产，以及用于卖出回购质押的债券；受限资产占资产总额的比重为 19.71%，占比一般。

3 盈利能力

2022—2024 年，中投保利润总额持续增加，整体盈利能力很强，但投资业务收入具有较大波动，需关注盈利波动性。

中投保营业总收入实现情况详见“经营分析”。

图表 12 • 中投保盈利能力情况 (单位：亿元)

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	17.32	16.55	34.40
营业总支出	11.53	8.68	11.37
其中：提取担保赔偿准备金 (“-”代表冲回)	1.48	-2.11	-2.14
业务及管理费	4.61	4.65	6.12
其他业务成本	3.55	5.19	4.78
信用减值损失	1.66	0.74	2.32
利润总额	5.80	8.16	23.08
净利润	5.43	5.71	13.66
总资产收益率 (%)	2.00	2.06	4.93
净资产收益率 (%)	4.92	5.18	11.99

资料来源：中投保审计报告，联合资信整理

中投保营业总支出以提取担保赔偿准备金、业务及管理费、其他业务成本和信用减值损失为主。2022—2024 年，中投保营业总支出先增后减、波动减少。其中 2023 年，中投保营业总支出同比下降 24.72%，主要系冲回担保赔偿准备金和信用减值损失减少所致。2024 年，中投保营业总支出同比增长 30.98%，主要系业务及管理费和信用减值损失增加所致。2024 年，公司业务及管理费同比增长 31.64%，主要系受全年利润总额增加的影响，计提的相关费用增加所致；信用减值损失同比大幅增长，主要系 2024 年公司根据会计准则有关预期信用减值损失的要求计提信用减值损失 2.32 亿元。2022—2024 年，公司其他业务成本为利息支出，受欧元借款利率波动等影响，其他业务成本规模有所波动。

受上述因素影响，2022—2024 年，中投保利润总额和净利润均持续增长，2024 年受收入大幅增长影响利润增幅亦较大。2022—2024 年，总资产收益率和净资产收益率均持续增长，盈利能力很强。

4 资本充足率及代偿能力

2022—2024 年末，中投保净资产有所波动，资本充足性尚可，整体代偿能力极强。

中投保担保业务面临的风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，中投保将以自有资本承担相应的损失。中投保实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、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。联合资信在评估中投保可用于担保业务代偿的净资产时，考虑了中投保的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

2022—2024 年末，中投保净资产先增后减、波动增加，整体资本充足性尚可。截至 2024 年末，中投保净资产较上年有所减少，主要系计提的担保准备金减少，同时投资资产规模增加所致；同期末，中投保净资产/净资产比率较上年末有所下降，净资产担保倍数较上年末有所上升。

联合资信根据中投保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，估算中投保在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资产对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信估算，2022—2024 年末，中投保净资产覆盖率波动上升，净资产对担保业务组合风险价值的覆盖程度一般。

2022—2024 年末，中投保当期代偿额持续增加，代偿准备金率持续上升，代偿准备金率指标表现较好，同时考虑到中投保具有很强的股东背景以及畅通的融资渠道等因素，中投保整体代偿能力极强。

图表 13 • 中投保资本充足性和代偿能力

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
净资产（亿元）	109.42	110.93	116.92
净资产（亿元）	36.30	42.66	40.77
净资产/净资产比率（%）	33.17	38.46	34.87
净资产担保倍数（倍）	22.81	21.15	23.64
净资产覆盖率（%）	56.88	64.88	57.56
代偿准备金率（%）	3.06	7.66	13.62

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

5 其他事项

中投保银行授信规模较大，信用记录良好。

截至 2024 年末，中投保获得主要合作银行授信额度合计 1361 亿元，未使用额度 1105 亿元。

根据中投保提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2025 年 3 月 31 日查询日，中投保未结清和已结清信贷中无关注类和不良类记录。

截至 2025 年 6 月 3 日，根据中投保过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现中投保有逾期或违约记录，未发现中投保被列入全国失信被执行人名单。

中投保或有负债风险较小。

截至 2024 年末，联合资信未发现中投保存在作为被告的重大未决诉讼、仲裁情况。

四、外部支持

中投保控股股东国投集团是骨干央企，其能在资金注入、业务资源等方面能够给予中投保较大支持。

中投保控股股东国投集团是国内最大的国有投资控股公司和骨干中央企业之一，其业务范围涉及实业、金融服务业、国有资产经营等领域，且在国内地位突出。截至 2024 年末，国投集团资产总额为 8721.20 亿元、所有者权益为 2785.26 亿元。2024 年，国投集团实现营业总收入 1962.38 亿元、净利润 186.94 亿元，综合实力很强。

中投保系国投集团旗下金融板块的重要组成部分，国投集团在资金注入、业务资源等方面能够给予中投保较大支持。2013 年，国投集团出具了支持函，承诺将长期维持控股股东地位，并在中投保经营与发展过程中面临流动性困难时给予必要的注资或流动性资金支持。

五、评级结论

基于对中投保经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定中投保个体信用等级为 **aaa**，中投保主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附件 1-2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	合并口径		
	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	279.76	275.47	278.60
所有者权益（亿元）	109.42	110.93	116.92
净资本（亿元）	36.30	42.66	40.77
营业收入（亿元）	17.32	16.55	34.40
利润总额（亿元）	5.80	8.16	23.08
实际资产负债率（%）	50.61	50.29	51.25
净资产收益率（%）	4.92	5.18	11.99
期末担保余额（亿元）	827.82	902.10	963.92
融资性担保责任余额（亿元）	506.67	519.53	493.76
融资性担保放大倍数（倍）	5.37	5.23	4.63
净资本担保倍数（倍）	22.81	21.15	23.64
当期担保代偿率（%）	0.38	0.78	0.62
累计担保代偿率（%）	0.10	0.16	0.22

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；除特别说明外，均指人民币；2. 期末融资性担保责任余额按照《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度计算

资料来源：中投保年度报告，联合资信整理

附件 1-3 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	单一最大客户在保责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额×100%
担保合同准备金	未到期责任准备金+担保赔偿准备金
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额×100%
费用收入比	业务及管理费/营业总收入×100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/ (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) /资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和×100%

附件 2 修改后的信托贷款和优先级票据还本安排（单位：万元）

期数	信托贷款还本金额	优先级票据还本金额
8	2970.00	2970.00
9	2970.00	2970.00
10	2970.00	2970.00
11	2970.00	2970.00
12	2970.00	2970.00
13	2970.00	2970.00
14	2970.00	2970.00
15	2970.00	2970.00
16	2970.00	2970.00
17	2970.00	2970.00
18	84565.80	61465.80
合计	114265.80	91165.80

注：1. 第 8 期为 2026 年 7 月 22 日还本计划；2. 第 18 期优先级票据还本金额和信托贷款还本金额差异为 23100.00 万元，次级票据本金合计 34660.00 万元，23100.00 万元和 34660.00 万元的差异为 11560.00 万元，主要系 18 海翔投资 ABN001 次级 B 规模未注销所致
 资料来源：《2025 年大会决议公告》，联合资信整理

附件 3-1 基础情景下各期优先级票据利息及本息费用覆盖倍数（单位：万元、倍）

期数	净现金流入	利息费用支出	利息费用支出 DSCR	本息费用支出合计	本息费用支出 DSCR
8	20229.69	5199.00	3.89	8169.00	2.48
9	21063.23	5029.65	4.19	7999.65	2.63
10	21475.17	4860.31	4.42	7830.31	2.74
11	22097.97	4690.96	4.71	7660.96	2.88
12	22648.68	4521.61	5.01	7491.61	3.02
13	23305.22	4352.26	5.35	7322.26	3.18
14	23959.16	4182.92	5.73	7152.92	3.35
15	25306.60	4013.57	6.31	6983.57	3.62
16	25960.62	3844.22	6.75	6814.22	3.81
17	26630.98	3674.88	7.25	6644.88	4.01
18	27299.43	3505.53	7.79	64971.33	0.42

资料来源：联合资信整理

附件 3-2 压力情景下各期优先级票据本息费用支出及覆盖倍数（单位：万元、倍）

期数	调整后的净现金流入	本息费用支出	本息费用支出 DSCR
8	8007.17	8169.00	0.98
9	8512.92	7999.65	1.06
10	8804.82	7830.31	1.12
11	9060.17	7660.96	1.18
12	9285.96	7491.61	1.24
13	9555.14	7322.26	1.30
14	9823.26	7152.92	1.37
15	10375.71	6983.57	1.49
16	10643.85	6814.22	1.56
17	10918.70	6644.88	1.64
18	11192.77	64971.33	0.17

资料来源：联合资信整理

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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 4-2 评级展望设置及含义

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

附件 4-3 资产支持票据信用等级设置及含义

联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和 C_{sf}。除 AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务