

跟踪评级公告

联合[2018]774 号

中合中小企业融资担保股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

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”

中合中小企业融资担保股份有限公司公开发行的“15 中合 01”、“16 中合 01” 的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年八月八日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

中合中小企业融资担保股份有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 中合 01	7 亿元	5+2 年	AAA	AAA	2017/6/14
16 中合 01	8 亿元	3+3 年	AAA	AAA	2017/6/14

跟踪评级时间：2018 年 6 月 8 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	121.04	122.48
所有者权益合计（亿元）	82.69	86.33
负债合计（亿元）	38.35	36.15
资产负债率（%）	31.69	29.52
期末担保责任余额（亿元）	869.47	1,088.79
风险调整责任余额（亿元）	334.32	399.09
担保放大倍数（倍）	3.71	4.33
营业收入（亿元）	14.63	15.44
投资收益（亿元）	4.79	5.89
公允价值变动收益（亿元）	1.11	0.51
净利润（亿元）	5.29	6.11
已赚保费（亿元）	7.82	8.31
营业利润率（%）	46.91	52.30
平均净资产收益率（%）	7.52	7.24
拨备覆盖率（%）	166.25	180.06
累计代偿率（%）	1.71	2.21

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、风险调整责任余额和担保放大倍数为公司根据《北京市融资性担保业务风险分级指引》的要求进行调整后的数据。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中合担保”）的跟踪评级，反映了其作为国务院利用外资设立担保公司的试点项目，2017 年，公司担保业务发展稳定，业务规模和收入持续增长趋势；截至 2017 年末，公司资产质量较好，流动性较强，净资产规模较大，净资产规模较大，整体代偿能力仍保持极强。

同时，联合评级也关注到，2017 年，公司代偿规模进一步增加，后续需对代偿回收及存续担保业务的风险情况持续关注；公司投资业务所产生的投资收益对利润贡献度较高，其中信托计划投资和委托贷款占比较高，考虑到投资业务受市场环境及监管政策的影响较大，投资收益增长存在一定的不确定性，需对公司所投资信托计划产品信用风险保持关注；近两年担保新规及配套制度的出台，公司担保业务已达新规上线，届时需对担保机构的业务转型提出了更高的要求；投资资产结构的调整，将对投资收益的增长及稳定性造成一定的影响。

考虑到公司业务规模较大，净资产规模较大，未来业务发展仍将保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 中合 01”、“16 中合 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2017 年，公司担保业务保持增长的状态，担保业务规模进一步增加，同时担保业务收入亦呈增长趋势，同时公司取得了较好的投资收益，整体盈利能力进一步增强。

2. 截至 2017 年末，公司资产质量整体较好，净资产规模较大，资产流动性较好，资本

较为充足，整体代偿能力仍保持极强。

关注

1. 近年来，在去杠杆和强监管的背景下，中小企业融资困难，担保机构代偿率持续攀升，2017 年，公司代偿规模增加，公司所担保的债券出现了信用风险，需关注该债券到期兑付情况，此外仍需对公司存续担保业务的风险情况及代偿项目的回收情况保持持续关注。

2. 公司担保业务目前侧重于城投债担保业务，该类业务客户行业分布相对集中且地方政府融资平台类客户风险值得关注。

3. 投资业务所产生的投资收益对公司利润贡献度较高，信托计划产品和委托贷款业务占比较高，近年来信托产品违约事件的频发，需对投资产品的信用风险保持关注。此外，新规实施下，投资资产机构的调整将对投资收益的增长及稳定性造成一定影响。

4. 2017 年，担保行业新规出台，2018 年配套制度随之落地，按照最新的监管要求，公司担保放大倍数已接近监管上限，届时对公司业务转型提出了更高的要求。

分析师

刘克东

电 话：010-85172818

邮 箱：liukd@unitedratings.com.cn

贾一晗

电 话：010-85172818

邮 箱：jiayh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中合担保”）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、JPMorgan China Investment Company Limited（实际控制人为美国摩根大通集团）、海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、中国宝武钢铁集团有限公司、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，初始注册资本 51.26 亿元。2016 年 1 月，海航科技股份有限公司¹（以下简称“海航科技”）增资 23.58 亿元，截至 2017 年末，公司注册资本 71.76 亿元，其中海航科技持股 26.62%，为公司第一大股东，其与海航资本为关联方，均为海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）旗下企业，海航资本和海天投资合计持有公司 43.34%的股权（股权结构如下图所示），公司无实际控制人。

表 1 截至 2017 年末公司股东持股情况（单位：%）

股东名称	持股比例
海航科技股份有限公司	26.62
JP Morgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子（中国）有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合计	100.00

资料来源：公司提供

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 2017 年末，公司合并报表的全资子公司包括中合共赢资产管理有限公司、中合投资控股有限公司和唐山市福佑企业管理有限公司（以下简称“唐山福佑管理公司”），公司建立了较为健全的前、中、后台架构。前台部门包括金融产品部、国际业务部、信用保证事业部、新金融事业部和投资部；中台部门包括业务发展部、风险管理部、业务审核部和法律合规部；后台部门包括办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部、内部审计部和内部控制部等。截至 2017 年末，公司拥有员工 161 人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 122.48 亿元，所有者权益合计 86.33 亿元，公司递延收益余额 6.92 亿元，担保合同准备金余额 6.78 亿元；2017 年，公司实现营业收入 15.44 亿元，其中已赚保费 8.31 亿元，投资收益 5.89 亿元，公允价值变动收益 0.51 亿元，实现净利润 6.11 亿元。

公司注册地址：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。

¹ 2018 年 4 月 19 日，海航科技股份有限公司的公司名称由天津海航投资发展股份有限公司变更为现名。

二、债券概况

“15 中合 01”

2015 年 12 月 25 日，公司发行 7.00 亿元公司债券，债券票面利率为 3.60%，期限为不超过 7（5+2）年，第 5 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期公司债券已于 2016 年 1 月 20 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“15 中合 01”，证券代码“136123.SH”。公司于 2017 年 12 月 25 日支付本期债券 2016 年 12 月 25 日至 2017 年 12 月 24 日期间的利息 2,520 万元。截至报告出具日期，尚未到本期债券发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权行权期。

“16 中合 01”

2016 年 9 月 2 日，公司发行 8.00 亿元公司债券，债券票面利率为 3.39%，期限为 6（3+3）年，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，本期债券已于 2016 年 9 月 27 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16 中合 01”，证券代码“136586.SH”。公司于 2017 年 9 月 4 日支付本期债券 2016 年 9 月 2 日至 2017 年 9 月 1 日期间的利息 2,712 万元（因 2017 年 9 月 2 日非工作日，本期债券顺延至 9 月 4 日进行年度派息）。截至报告出具日期，尚未到本期债券发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权行权期。

募集资金使用情况：“15 中合 01”和“16 中合 01”扣除发行费用后全部款项通过募集资金专项账户接收，上述公司债券募集资金用于公司营运支出，截至报告期末，“15 中合 01”和“16 中合 01”募集资金已全部使用完毕，募集资金的使用均按照《资金管理办法》、《费用管理办法》、《代偿及追偿管理办法（暂行）》等相关规定进行管理，由授权人审批后进行支付，财务资金部对募集资金的使用进行把控，并按月进行跟踪及统计，各期债券募集资金的使用与募集说明书约定用途一致。

三、运营环境

1. 宏观经济概况

2015~2017 年我国国内生产总值增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2016 年 GDP 增速大幅下降，2017 年有所回升，我国正以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，经济活力、动力和潜力不断释放，稳定性、协调性和可持续性明显增强，实现了平稳健康发展。初步核算，2017 年全年国内生产总值 827,122 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.9%。2015~2017 年，我国 CPI 增长率分别为 1.4%、2.0%和 1.6%，通货膨胀率有所下降。2015~2017 年，全国固定资产投资累计完成额增长率分别为 10.0%、8.6%和 8.1%，相较 2016 年，2017 年全年固定资产投资同比增速下降了 0.5 个百分点，固定资产投资对 GDP 贡献率下降，供给侧改革有初步成效。2015~2017 年，我国进出口总额增长率分别为-8.0%、-0.9%和 14.2%，扭转了两年下降的趋势，2017 年以来，随着全球经济的复苏和国内经济的稳中向好，进出口总额快速增长。

表 2 中国宏观经济主要指标（单位：%、亿美元）

年份	GDP 增长率	CPI 增长率	PPI 增长率	固定资产投资增长率	进出口总额增长率	进出口贸易差额
2009	9.2	-0.7	-5.4	30.4	-13.9	1,956.9
2010	10.6	3.3	5.5	24.5	34.7	1,815.1

2011	9.5	5.4	6.0	24.0	22.5	1,549.0
2012	7.7	2.6	-1.7	20.7	6.2	2,303.1
2013	7.7	2.6	-1.9	19.4	7.5	2,590.1
2014	7.3	2.0	-1.9	15.7	3.4	3,830.6
2015	6.9	1.4	-5.2	10.0	-8.0	5,945.0
2016	6.7	2.0	-1.4	8.6	-0.9	5,099.6
2017	6.9	1.6	6.3	8.1	14.2	4,225.4

资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

总体看，近年来，国内宏观经济增速趋缓，国家持续推进供给侧结构性改革，短期经济将保持平稳下行过程，但经济结构将进一步优化。

2. 担保行业分析

行业概况

近年来，随着市场对担保服务需求不断多元化，信用担保领域日益广泛，担保品种不断增加。目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等。部分担保机构的业务也涉足金融担保业务。随着我国金融市场的快速发展，担保机构债券担保规模持续上升；但受债券发行较为低迷的影响，2017 年增速有所放缓。截至 2017 年 8 月末，担保机构债券担保余额为 4,994.45 亿元，较 2016 年末增长 18.82%。

近年来，国内外经济下行压力较大，企业信用水平下降，银行不良贷款比例持续上升，担保公司整体的代偿水平显著上升，同时导致担保责任拨备覆盖率大幅下滑。伴随着中国经济步入新常态，我国债券市场的发债企业中，因被担保企业引发自身信用状况下滑的事件逐渐增加，担保机构代偿风险大幅攀升。

总体看，近些年，担保行业发展较快，但受宏观经济下行影响，行业整体风险也随之攀升。

监管与政策

近年来，为引导、扶持和规范担保机构的发展，近年来国家相继出台了一些相关政策，主要包括：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》、《中小企业发展专项资金管理暂行办法》、《融资担保公司管理条例》、《国务院关于促进融资担保行业加快发展的意见》等相关规定。

2017 年 1 月，中国证监会正式下发《关于避险策略基金的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），该《指导意见》是对《关于保本基金的指导意见》的修订，《指导意见》将“保本基金”名称调整为“避险策略基金”。《指导意见》指出，所谓避险策略基金，是指通过一定的避险投资策略进行运作，同时引入相关保障机制，以在避险策略周期到期时，力求避免基金份额持有人投资本金出现亏损的公开募集证券投资基金。同时，《指导意见》取消了相关保障机制，将基金管理人保障义务人的各自的权责相互剥离，各自独立，更加有利于保障投资者的正当权益。

2017 年 4 月，中国证券登记结算有限公司发布《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引（2017 年修订版）》，2017 年 4 月 7 日（不含）后公布募集说明书的信用债券入库开展回购，需满足债项评级为 AAA 级、主体评级为 AA 级（含）以上要求，中证登调整公司债质押式回购政策，未来担保公司担保比重或进一步上升。

2017 年 8 月 21 日国务院出台了《融资担保公司监督管理条例》，该条例监督管理条例提高了设立融资担保公司的门槛，且引入了风险管理指引，对国内融资担保公司而言具有正面信用影响。

2018 年 4 月，银保监会下发 1 号文—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（以下简称四项配套制度为“制度”），对国务院令第 683 号《融资担保公司监督管理条例》从经营许可、责任余额计量、资产比例管理及银担合作等方面进行了进一步细化。联合评级认为，“一号文”对融资担保公司尤其是以从事债券担保为主业的金融担保公司的业务开展具有较强的引导和规范作用，从长期看，对金融担保行业信用风险将产生较强正面影响。

总体看，2017 年以来，我国政府高度重视担保行业的发展，行业立法即将出台，监管体系逐步健全；促进融资担保机构更高地服务小微与“三农服务”；此外债券担保的政策调整，将有利于担保机构业务的开展。我国政府高度重视担保行业的发展，监管体系逐步健全，担保行业经过清理逐步规范发展。

行业关注

近年来随着经济形势的下滑，担保代偿风险上升。在当前宏观经济持续低迷、国际经济环境复杂多变的形势下，中小企业抵御风险和适应环境变化的能力相对较弱，导致担保机构的代偿风险增加。

担保公司盈利能力偏弱，承接风险的能力有限。担保机构间的同质化竞争，不仅削弱了行业的整体市场议价能力，难以维持正常的担保费率水平及盈利能力。从市场整体来说，多数担保公司资本规模较小，担保实力有限，沦为银行的附属机构，担保对象大多信用等级低下，风险巨大。

四、管理与内控分析

管理团队方面，2017 年公司管理团队未发生变化，经营管理层较稳定。

组织架构方面，根据公司业务发展需要适时调整组织架构，公司 2017 年共进行了 3 次组织架构调整。2017 年 1 月，将内控审计部分立为内部控制部和内部审计部，进一步加强公司内部审计的独立性，强化审计监督的职能，为独立、客观开展内部审计工作提供必要保障，同时提高内部控制管理水平，有利于促进内控内审两项工作更好的发展，提升公司风险防范能力。2017 年 2 月，新金融事业部内设部门及相应职能进行调整，在新金融事业部内设立 5 个业务组、业务审核与数据挖掘部、产品政策部、法务部、运营管理部及综合部。2017 年 4 月，紧密结合公司重大战略部署，设立信用保证事业部，负责开展非融资类信用保证业务。

整体来看，2017 年，公司经营管理层保持稳定，组织架构存在一定变动，但整体部门设置合理，符合公司战略发展需求。

五、业务运营

1. 业务概况

公司业务包括担保业务和投资业务，从担保业务来看，公司担保业务主要为企业债券发行提供担保服务。2017 年公司大力开展担保业务，通过加大渠道开发力度，积极与信托公司、证券公司以及机构投资者加强合作，推进担保业务的发展，2017 年公司新增担保责任额 362.99 亿元，受债券发行速度放缓的影响，增加额较上年下降 38.13%，截至 2017 年末，公司担保责任余额 1,088.79 亿元，较上年末增加 25.22%，公司按照《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引》进行业务风险分级管理后，截至 2017 年末，公司风险调整担保责任余额 399.09 亿元，较上年末增长 19.37%，以 A 类业务为主。担保法放大倍数方面，根据风险调整后的责任余额测算，2017 年公司净资产放大倍数为 4.33 倍，较上年有所上升。从收入来看，2017 年公司实现担保业务净收入 8.53

亿元，其中，已赚保费 8.31 亿元，同比增长 6.31%，收入水平不断提高。

从代偿情况来看，2017 年，公司担保代偿额 4.91 亿元，同比增长 21.53%，主要是随着外部信用风险加剧所致。2017 年，公司实现担保代偿回收额 3.20 亿元，占累计代偿回收额的 73.94%，2017 年回收金额较大，主要是部分客户出现了流动性风险，随后客户解决了流动性缺口问题，随即偿还公司代偿款，导致回收规模较大。

表 3 公司担保业务发展数据（单位：亿元，倍）

项目	2016 年/2016 年末	2017 年/2017 年末
当年担保发生额	596.33	375.99
分出担保责任	9.66	13.00
新增担保责任额	586.67	362.99
期末担保责任余额	869.47	1,088.79
风险调整责任余额	334.32	399.09
担保放大倍数	3.71	4.33
当年担保代偿额	4.04	4.91
当年代偿回收额	0.89	3.20
累计代偿额	5.98	10.89
累计代偿回收额	1.13	4.33
担保业务净收入	7.97	8.53
已赚保费	7.82	8.31

资料来源：公司提供

投资业务方面，公司使用自有资金进行投资，提高资金的使用效率，2017 年公司实现投资收益和公允价值变动收益分别为 5.89 亿元和 0.51 亿元，投资收益同比增长 23.00%，公允价值变动收益同比减少 54.34%，投资收益和公允价值变动收益占营业利润比重分别为 72.96%和 6.26%，投资收益贡献度较上年有所提升，对公司利润贡献度仍较大。

总体看，2017 年，公司保持业务稳定发展态势，投资业务所产生的投资收益对利润贡献仍属较大，考虑到投资业务受市场环境及监管政策的影响较大，投资收益增长存在一定的不确定性；同时，联合评级也关注到，跟踪期内，公司代偿规模大幅增长，届时需对公司代偿回收情况保持持续关注。

2. 业务分析

（1）担保业务

公司担保业务根据担保业务品种分为企业债、公司债、境外债券等。2017 年公司担保业务进一步开展，担保责任余额规模进一步增长，截至 2017 年末，公司担保责任余额 1,088.79 亿元，较上年末增长 25.22%，从担保业务品种占比情况来看，2017 年公司担保业务仍以企业债担保业务为主，债券担保业务占比 76.26%，较上年末上升 10.83 个百分点，企业债担保业务发展较快，主要得 2016 年开展的项目逐渐落地以及城投债项目审批流程较快影响所致；保本基金履约保证担保担保责任余额 65.40 亿元，较上年末下降 21.56%，受监管政策影响，该板块业务公司将不再开展，担保责任余额随着基金的到期而有所减少，占比为 6.01%；公司债担保责任余额 54.40 亿元，较上年末增长 101.48%，主要是之前债券市场发展较好，项目逐渐落地所致，占比为 5.00%。整体看，公司担保业务仍以企业债担保业务为主，其他担保品种为银行贷款、境外债券担保、金融债担保和中小微增信集合债担保，占比均较低，2017 年末公司无中小企业私募债担保。

担保放大倍数方面，2017 年公司根据《北京市融资性担保业务风险分级指引》统计风险调整担保责任余额并计算出来的融资性担保放大倍数为 4.33 倍，较上年末略有上升，放大倍数适中，2018 年，担保行业出台了新条例，2018 年 4 月相关的配套制度落地，截至 2018 年一季度末，公司根据最新的监管要求测算的担保放大倍数为 9.54 倍，业务空间已达监管要求的上限，未来公司将侧重在业务结构及资产结构的调整。

表 4 公司担保业务情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	在保责任余额	占比	在保责任余额	占比
企业债	568.91	65.43	830.26	76.26
保本基金履约保证担保	83.38	9.59	65.40	6.01
公司债	27.00	5.00	54.40	5.00
银行贷款	34.33	3.95	39.75	3.65
小微企业增信集合债	29.00	3.34	29.00	2.66
信托计划	29.82	3.43	22.45	2.06
境外债券	12.71	1.46	12.71	1.17
金融债	17.00	1.96	17.00	1.56
预付款担保	0.00	0.00	11.68	1.07
资产证券化	9.48	1.09	4.36	0.40
信用证	0.50	0.06	0.50	0.05
中小企业私募债	1.00	0.12	0.00	0.00
专项资产管理计划	7.00	0.81	0.00	0.00
租赁融资	0.62	0.07	0.00	0.00
其他金融产品	48.72	5.60	1.27	0.12
合计	869.47	100.00	1,088.79	100.00

资料来源：公司提供

债券担保业务方面，公司债券担保业务主要是企业债券的发行提供担保业务，截至 2017 年末，公司前十大债券担保项目均为企业债项目，担保责任余额合计 166.60 亿元，占期末担保责任余额的 15.30%，集中度一般，较上年变化不大；从期限来看，均为 7 年，期限较长；从单一客户集中度来看，占比均超过了净资产的 10%，考虑到新条例要求单一客户集中度不得超过 10%，因此公司需对上述债券担保项目进行调整。

表 5 截至 2017 年末公司前十大融资担保客户情况（单位：亿元，%，年）

客户名称	担保类型	担保责任余额	占期末担保责任余额比例	占净资产比重	期限
广饶县经济发展投资有限公司	企业债	20.00	1.84	23.17	7
毕节市建设投资有限公司	企业债	17.30	1.59	20.04	7
武汉市黄陂区城建投资开发有限公司	企业债	17.30	1.59	20.04	7
亳州市建安投资控股集团有限公司	企业债	16.00	1.47	18.53	7
丹阳投资集团有限公司	企业债	16.00	1.47	18.53	7
天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司	企业债	16.00	1.47	18.53	7
威海市城市开发投资有限公司	企业债	16.00	1.47	18.53	7
无锡食品科技园发展有限公司	企业债	16.00	1.47	18.53	7
湘潭市城市建设投资经营有限责任公司	企业债	16.00	1.47	18.53	7
徐州市贾汪城市建设投资有限公司	企业债	16.00	1.47	18.53	7
合计	--	166.60	15.30	--	--

资料来源：公司提供

从区域分布来看，截至 2017 年末，公司担保业务主要集中在江苏省、山东省和湖南省，占比分别为 22.10%、12.78%和 11.11%，其余占比不足 10%，分别为北京市和湖北省，公司存在一定的集中度风险。

表 6 截至 2017 年末公司担保业务区域分布情况（单位：亿元，%）

地区	在保责任余额	在保责任余额占比
江苏省	240.62	22.10
山东省	139.20	12.78
湖南省	121.00	11.11
北京市	77.91	7.16
湖北省	76.30	7.01
其他	433.75	39.84
合计	1,088.79	100.00

资料来源：公司提供

从行业分布来看，截至 2017 年末，公司担保业务主要集中在城投行业，占比达 82.25%，集中度很高，届时需对城投债信用风险保持关注。

表 7 截至 2017 年末公司担保业务区域分布情况（单位：亿元，%）

行业	在保责任余额	在保责任余额占比
城投	832.10	82.25
金融	36.59	3.62
光伏	18.56	1.83
建筑	15.00	1.48
矿业	15.00	1.48
其他	94.46	9.34
合计	1,011.70	100.00

资料来源：公司提供

存续项目风险情况，公司为阳光凯迪控股投资有限公司（以下简称“阳光凯迪”）2010 年发行的 10 亿元公司债券（以下简称“10 凯迪债”）提供全额无条件不可撤销担保，“10 凯迪债”在存续期内每年付息一次，在存续期最后三年分期偿还本金，即 2018 年 8 月至 2020 年 8 月每年分别偿还本金 3.00 亿元、3.00 亿元和 4.00 亿元。2018 年 5 月阳光凯迪下属核心资产子公司凯迪生态环境科技股份有限公司（以下简称“凯迪生态”）出具《武汉凯迪电力股份有限公司 2011 年付第一期中期票据未按期足额兑付本息的公告》，核心资产发生实质性违约，将对公司再融资能力造成实质性影响，同时考虑到阳光凯迪目前刚性债务规模较大，阳光凯迪将面临较大流动性风险，2018 年 5 月，鹏元资信评估有限公司将阳光凯迪主体长期信用等级由 AA 下调至 BBB，并列入信用评级观察名单，评级展望维持为负面，考虑到上述因素，“10 凯迪债”到期兑付压力较大，存在一定的信用风险，需对公司代偿情况保持持续关注，考虑到公司目前资本较为充足，若发生代偿，对公司代偿能力影响有限。

总体看，2017 年，公司担保业务稳定发展，主要集中在城投债行业，以企业债为主，单一客户集中度超过监管要求，同时考虑到新的监管制度要求下，公司担保放大倍数已接近上限，业务增长空间有限，公司仍有待进行业务转型，拓展新的业务发展模式。

（2）投资业务

公司投资决策流程较为谨慎。投资团队对每一产品的融资人及相关项目进行现场尽调和风险

评估，并通过公司投资决策会的审核机制决定对每个项目的投资进行决策。公司投资业务以金融产品投资为主，具体投资品种包括银行存款、银行理财产品、基金投资、信托管理计划投资、委托贷款、资产管理计划投资等。截至 2017 年末，公司投资余额为 109.25 亿元，较去年增加 0.21%，占期末资产总额的 89.20%，净资产的 126.56%。从投资产品品种来看，以基金投资、信托计划投资、委托贷款和股权投资为主，2017 年股权投资占比大幅增长，占比较上年末增长 10.37 个百分点，主要是 2017 年公司增持了中金投资股份所致，其中基金投资占比 30.65%，投资规模 33.48 亿元，较上年末下降 14.79%，以货币型基金、债券型基金和并购基金为主；信托计划投资占比 33.87%，投资规模 37.01 亿元，较上年末增长 10.18%；委托贷款投资占比 10.18%，投资规模 11.13 亿元，较上年末下降 11.60%，股权投资占比 12.15%，投资规模 13.28 亿元，较上年末增加 11.34 亿元，上述四项投资品种投资规模占总投资规模的 86.85%，其余投资品种为资产管理计划、定期存款、银行理财产品和小贷公司收益权，资产管理计划和定期存款投资占比分别为 5.87% 和 4.42%，投资规模分别为 6.42 亿元和 4.83 亿元，较上年末分别下降 27.29% 和 40.74%，其余投资占比较小。截至 2018 年 4 月末，公司投资业务所投资产品未发生过风险事件。收入方面，2017 年公司实现投资收益 5.89 亿元，同比增长 23.00%，主要是信托、资管产品和基金到期所产生的收益增加所致，其占营业收入的 38.16%，投资收益对公司利润贡献度较大。同时，联合评级关注到，2018 年 4 月出台的《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度对公司资产分类提出了严格的要求，在配套制度的实施下，公司将进行投资资产结构的调整，投资收益增长及稳定性存在一定的不确定性。

表 8 公司投资业务情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比
基金投资	39.29	36.04	33.48	30.65
信托计划投资	33.59	30.81	37.01	33.87
委托贷款	12.59	11.55	11.13	10.18
资产管理计划	8.83	8.10	6.42	5.87
定期存款	8.15	7.48	4.83	4.42
银行理财产品	4.48	4.11	2.96	2.70
股权类投资	1.94	1.78	13.28	12.15
小贷公司收益权	0.15	0.14	0.16	0.15
合计	109.02	100.00	109.25	100.00

资料来源：公司提供

从投资产品期限分布看，公司投资以中短期投资为主，截至 2017 年末，公司投资产品剩余期内在 2 年（含）以内的占比达 72.25%，其中剩余期限在 1 年及以内的投资产品占比达 60.84%，整体投资组合流动性较强。

表 9 公司投资产品剩余期限分布情况（单位：%）

剩余期限	2017 年末	
	余额	占比
3 个月以内	17.16	15.71
3 个月~1 年	49.30	45.13
1~2 年	12.47	11.41
2~3 年	30.32	27.75
合计	109.25	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司投资业务仍以短期为主，投资结构较上年末变化不大，随着投资规模的扩大，投资收益有所增长，整体风险尚可控。同时，联合评级也关注到，投资业务所产生的投资收益对公司利润贡献度较高，信托计划产品和委托贷款业务占比较高，近年来信托产品违约事件的风险频发，投资收益增长存在一定的不确定性，需对投资产品的信用风险保持关注。

3. 未来发展

考虑到行业监管政策变动影响，公司融资担保业务已接近监管上限，资金运用业务需要调整投资结构。2018 年公司将在确保融资担保和资金运作两大业务平稳发展的基础上，加大多元化力度，开辟新的收入来源。同时，公司将强化业务风险管理，加强保后和投后工作力度，严密防范出现新的风险状况。

总体看，2018 年，受监管政策变化影响，公司业务开展将面临一定压力，相关发展战略效果需持续关注。

六、风险管理与担保资产信用质量分析

1. 风险管理分析

受宏观经济增速下滑等不利因素影响，中小企业违约风险上升，2017 年，公司代偿规模有所增长，当年代偿金额为 4.33 亿元，同比增长 21.53%，当期担保代偿率为 3.42%，累计担保代偿率 2.21%，累计代偿率较上年上升 0.50 个百分点，公司累计代偿率高。公司通过诉讼、处置担保物等多种途径回收代偿款，降低代偿损失，2017 年追偿金额为 3.20 亿元，同比大幅增加 2.31 亿元，当期担保代偿回收率为 65.25%，累计担保代偿回收率为 39.77%，代偿回收率较高。

表 10 截至 2017 年末公司风险管理水平（单位：个，亿元，%）

项目	2016 年	2017 年
累计代偿额	5.98	10.89
累计代偿回收额	1.13	4.33
累计担保代偿率	1.71	2.21
当期担保代偿率	1.97	3.42
累计代偿回收率	18.87	39.77
当期代偿回收率	22.14	65.25
担保赔付率	50.61	57.55
拨备覆盖率	166.25	180.06

资料来源：公司提供

公司还通过按项目风险水平计提相应的准备金以及提高业务准入门槛等措施抵御和降低客户违约风险，增强自身抵御风险的能力，截至 2017 年末，公司递延收益 6.92 亿元，担保合同准备金 6.78 亿元，一般风险准备金 2.07 亿元，应收代位追偿款坏账准备 3.98 亿元；同期，公司担保赔付率为 57.55%，较上年末上升 6.93 个百分点，赔付水平有所提升，拨备覆盖率为 180.06%，较上年末上升 13.82 个百分点，公司拨备覆盖水平高。

总体看，2017 年，受外部信用风险加大影响，公司代偿规模增加，代偿率较高，但公司当期代偿回收金额有所提升，整体风险仍可控。联合评级将持续关注后续代偿规模变化、反担保执行及追偿的落实情况。

2. 反担保措施

公司每月对在保项目进行风险分类，由风险管理部依照信贷业务五级分类原则实施业务风险分类。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：应收账款质押、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。

从现场抽样情况来看，所抽取样本中城投类企业融资主体信用等级在 AA~AA+ 之间，以 AA 为主，反担保措施主要以应收账款质押及土地抵押为主，反担保措施较为充足。

总体看，公司反担保措施主要以应收账款质押及土地抵押等高净值反担保为主，反担保措施较为充足。

七、财务分析

公司提供了经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2016 年度和 2017 年度财务报表，并出具了无保留的审计意见。2017 年新增纳入合并范围子公司唐山福佑管理公司，考虑到其注册资本较小，对合并范围数据影响较小，因此近两年公司数据可比性较强。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 122.48 亿元，所有者权益合计 86.33 亿元，公司递延收益余额 6.92 亿元，担保合同准备金余额 6.78 亿元；2017 年，公司实现营业收入 15.44 亿元，其中已赚保费 8.31 亿元，投资收益 5.89 亿元，实现净利润 6.11 亿元。

1. 资金来源

公司可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的净现金流。截至 2017 年末，公司股东权益 86.33 亿元，较上年末增长 4.40%，其中股本 71.76 亿元，占比为 83.13%，公司资本稳定性仍属较好。截至 2017 年末，公司权益负债比为 41.88%，较上年末下降 4.50 个百分点。利润分红方面，2017 年，公司进行了现金分红为 2.08 亿元，占净利润的 34.02%，分配力度较大，利润留存力度一般。

负债方面，截至 2017 年末，公司负债合计 36.15 亿元，以卖出回购金融资产款（占 6.92%）、担保合同准备金（占 18.74%）、递延收益（占 19.15%）和应付债券（占 41.35%）为主，其中，卖出回购金融资产款 2.50 亿元，较上年末减少 48.45%，主要是 2017 年减少卖出回购信托计划约 2.30 亿元所致；担保合同准备金 6.78 亿元，较上年末增长 28.56%，主要是随着担保业务规模的扩大，所计提的准备金有所增加，计提充分；递延收益 6.92 亿元，较上年末减少 1.43%；应付债券 14.95 亿元，保持稳定。截至 2017 年末，公司资产负债率为 29.52%，较上年末下降 2.17 个百分点，负债水平仍属不高。

总体看，2017 年，公司资金主要来源于自有资金，资本金规模保持稳定；负债水平仍属不高。

2. 资金运用

近两年，公司资产规模保持稳定，截至 2017 年末，公司总资产 122.48 亿元，较上年末增长 1.19%。在资金运用上，公司延续了安全性、流动性、收益性的原则，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。在产品风险控制方面，公司继续采用穿透原则，对基础资产对应的风险进行判断。截至 2017 年末，公司投资资产合计 109.25 亿元，较上年末增长 4.03%，资金运用包括定期存款、应收款项类投资、可供出售金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和长期股权投资，截至 2017 年末，五类投资资产在总投

资产资产的占比分别为：3.94%、9.08%、47.25%、23.78%和 5.15%；从结构变化来看，与上年末投资资产结构相比变化不大。具体来看，截至 2017 年末，公司定期存款为 4.83 亿元，较上年末增长 7.80%，期限主要为 3 个月~1 年，占比为 69.90%；应收款项类投资为 11.13 亿元，较上年末减少 14.66%，主要是委托贷款规模和银行理财投资规模下降所致，公司已对应收款项类投资计提减值准备 0.75 亿元，计提充分；可供出售金融资产 57.87 亿元，较上年末增长 7.07%，其中主要包括基金投资、和信托计划投资，占比分别为 36.16%和 50.38%；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 29.12 亿元，较上年末增长 1.04%。从投资产品期限分布看，公司投资以中短期投资为主，截至 2017 年末，公司投资产品剩余期限在 1 年（含）以内的占比达 60.84%，投资组合保持了较强流动性。

表 11 公司资产情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.51	6.21	1.46	1.19
应收代位追偿款	2.34	1.93	4.12	3.37
投资资产	105.02	86.77	109.25	89.20
其中：定期存款	4.48	3.70	4.83	3.94
应收款项类投资	13.04	10.77	11.13	9.08
可供出售金融资产	54.05	44.65	57.87	47.25
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	28.82	23.81	29.12	23.78
长期股权投资	4.64	3.83	6.31	5.15
其他	6.16	5.09	7.64	6.24
资产总额	121.04	100.00	122.48	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2017 年，公司投资规模结构变化不大较大，整体流动性仍较强；公司投资主要配置于委托贷款、基金、信托和资产管理计划，面临一定的信用风险。

3. 现金流

2017 年，公司经营活动净现金流转为净流出状态，流出规模 0.31 亿元，从现金流入来看，2017 年公司经营活动现金流入 9.80 亿元，较上年变化不大，保持稳定，从现金流出来看，经营活动现金流出规模为 10.11 亿元，较上年有所增长，主要是代偿支出以及支付税费的现金增加所致；投资活动现金流量净额-4.15 亿元，呈净流出状态，较上年流出规模有所下降，主要是投资规模下降所致；筹资活动现金流量净额-2.57 亿元，转为净流出状态，由于 2016 年股东进行了增资因此 2016 年存在筹资活动现金流入，2017 年末进行增资，无现金流入，现金流出为分配股利的现金支出。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	0.90	-0.31
投资性现金流量净额	-25.24	-4.15
筹资性现金流量净额	31.58	-2.57
现金及现金等价物净增加额	7.28	-7.03
现金及现金等价物余额	7.38	0.35

资料来源：公司审计报告

总体看，2017 年，受代偿增加影响，公司经营活动现金流转为净流出状态；投资规模的下降导致投资活动现金支出规模下降；筹资活动的现金流出主要系股利支出，公司现金流表现正常。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来源于担保业务净收入和投资业务产生的投资收益，2017 年主营业务仍较突出。2017 年，公司业务收入稳定，实现营业收入和净利润分别为 15.44 亿元和 6.11 亿元，同比增加 5.55%和 15.58%，收益稳定增长。从收入构成来看，2017 年实现担保业务净收入 8.53 亿元，同比增长 7.02%，剔除分担保费及收入返还后，已赚保费 8.31 亿元，同比增长 6.31%，已赚保费对营业收入的贡献率为 53.85%；2017 年公司实现投资收益 5.89 亿元，同比增长 23.00%，主要是信托、资管产品和基金到期所产生的收益增加所致，其占营业收入的 38.16%，投资收益占比较大。

营业支出方面，公司营业支出以资产减值损失和业务及管理费为主，2017 年公司资产减值损失和业务及管理费分别为 2.44 亿元和 2.62 亿元，同比分别 13.91%和 1.65%，占营业支出的比重分别为 33.08%和 35.56%，公司营业支出构成较上年变化不大。

从盈利能力指标来看，2017 年，公司平均净资产收益率为 7.24%，较上年下降 0.28 个百分点，小幅下降；同期，营业利润率为 52.30%，较上年上升 5.39 个百分点，处于较高水平。

表 13 公司盈利能力相关指标（亿元，%）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	14.63	15.44
其中：担保业务净收入	7.97	8.53
已赚保费	7.82	8.31
投资收益	4.79	5.89
公允价值变动收益	1.11	0.51
汇兑收益/（损失）	0.50	-0.30
其他业务收入	0.42	1.03
营业支出	7.77	7.37
其中：提取担保赔偿准备金	1.74	1.51
资产减值损失	2.14	2.44
业务及管理费	2.58	2.62
营业利润	6.86	8.08
利润总额	6.89	8.09
净利润	5.29	6.11
平均净资产收益率	7.52	7.24
营业利润率	46.91	52.30
已赚保费对收入的贡献率	53.45	53.85

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2017 年，随着公司担保业务规模的增长，公司担保业务收入有所增长，投资业务运营稳健，公司整体盈利能力保持较好水平。

5. 代偿能力

截至 2017 年末，公司所有者权益合计 86.33 亿元，较上年末增长 4.40%，所有者权益规模保持稳定。从代偿指标来看，截至 2017 年末，公司拨备覆盖率为 180.06%，较上年末大幅提升。公司拨备水平高，考虑到其股东资本实力较强，且对公司资金支持力度较大，公司整体代偿能力极强。

表 14 公司资本充足性及代偿能力（亿元，%，倍）

项目	2016 年	2017 年
净资产	82.69	86.33
拨备覆盖率	166.25	180.06

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2017 年，公司代偿规模大幅增长，但考虑到公司股东实力较强，且股东资金支持力度较大，此外公司资产质量较好，整体代偿能力极强。

6. 过往债务履约情况

根据人民银行征信报告，截至2018年5月4日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

八、跟踪债券的偿付能力分析

以 2017 年财务数据为基础，公司对存续的公司债券“15 中合 01”、“16 中合 01”的待偿本金合计 15.00 亿元的各项偿付能力指标见下表，股东权益和净利润对公司债券待偿本金保障程度良好。

表 15 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2017 年
股东权益合计/公司债券待偿本金合计	5.76
净利润/公司债券待偿本金合计	0.41
经营活动现金净流量/公司债券待偿本金合计	-0.02

资料来源：联合评级整理

综合以上分析，并考虑到公司自身行业竞争力强，股东背景较强且在资金方面受股东支持力度较大，整体业务风控能力较强，其对“15 中合 01”、“16 中合 01”的偿还能力仍属极强。

九、综合评价

2017 年，公司担保业务发展稳定，业务规模和收入持续增长趋势；截至 2017 年末，公司资产质量较好，流动性较强，净资产规模较大，净资产规模较大，整体代偿能力仍保持极强。

同时，联合评级也关注到，2017 年，公司代偿规模进一步增加，后续需对代偿回收及存续担保业务的风险情况持续关注；公司投资业务所产生的投资收益对利润贡献度较高，其中信托计划投资和委托贷款占比较高，考虑到投资业务受市场环境及监管政策的影响较大，投资收益增长存在一定的不确定性，需对公司所投资信托计划产品信用风险保持关注；近两年担保新规及配套制度的出台，公司担保业务已达新规上线，届时需对担保机构的业务转型及投资产品的选择提出了更高的要求。

考虑到公司业务规模较大，净资产规模较大，未来业务发展仍将保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 中合 01”、“16 中合 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 中合中小企业融资担保股份有限公司

主要计算指标

项 目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	121.04	122.48
所有者权益合计（亿元）	82.69	86.33
负债合计（亿元）	38.35	36.15
资产负债率（%）	31.69	29.52
期末担保责任余额（亿元）	869.47	1,088.79
风险调整责任余额（亿元）	334.32	399.09
担保放大倍数（倍）	3.71	4.33
营业收入（亿元）	14.63	15.44
投资收益（亿元）	4.79	5.89
公允价值变动收益（亿元）	1.11	0.51
成本收入比（亿元）	46.91	52.30
净利润（亿元）	5.29	6.11
已赚保费（亿元）	7.82	8.31
营业利润率（%）	46.91	52.30
平均净资产收益率（%）	7.52	7.24
担保赔付率（%）	50.61	57.55
拨备覆盖率（%）	166.25	180.06
累计代偿率（%）	1.71	2.21

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
代偿保障率	$[(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{存出保证金} - \text{存入保证金}) / \text{期末担保责任余额}] \times 100\%$
担保赔付率	$\text{当年代偿额} / \text{当年担保业务收入} \times 100\%$
不良担保率	不良担保额/担保余额
不良担保拨备覆盖率	$(\text{未到期责任准备金} + \text{担保赔偿准备金}) / \text{不良担保额}$
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
累计代偿回收率	累计代偿追偿金额/累计担保代偿额
平均资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额})$
平均净资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初净资产总额} + \text{期末净资产总额})$
净资产担保余额倍数	担保责任余额/净资产
担保放大倍数	期末担保责任余额/净资产
拨备覆盖率	$\text{各项准备金合计} / \text{当年代偿金额} \times 100\%$

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。