

跟踪评级公告

联合〔2019〕1137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：

二〇一九年六月二十日

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 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：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	7.00 亿元	5+2 年	AAA	AAA	2018/6/8
16 中合 01	8.00 亿元	3+3 年	AAA	AAA	2018/6/8

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	122.48	116.50
可快速变现资产 (亿元)	88.45	90.59
可快速变现资产/期末在保余额 (%)	8.12	9.01
所有者权益合计 (亿元)	86.33	83.60
负债合计 (亿元)	36.15	32.90
实际资产负债率 (%)	23.99	21.39
期末在保余额 (亿元)	1,088.79	1,004.98
期末融资性担保责任余额 (亿元)	399.09	810.97
融资性担保放大倍数 (倍)	4.33	9.54
营业收入 (亿元)	15.46	11.57
已赚保费 (亿元)	8.31	8.58
投资收益 (亿元)	5.89	4.83
净利润 (亿元)	6.11	0.71
营业利润率 (%)	52.36	9.89
净资产收益率 (%)	7.24	0.84
累计代偿率 (%)	2.21	2.81
担保赔付率 (%)	57.54	89.07
拨备覆盖率 (%)	0.81	1.02
代偿准备金率 (%)	55.53	76.10

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、2017 年融资性担保责任余额及融资性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，2018 年融资性担保责任余额及融资性担保放大倍数依据《融资担保责任余额计量办法》银保监发【2018】1 号文计算。

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落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，具有一定的品牌影响力，目前公司在国内市场地位排名靠前，2018 年，凭借较大规模的存量担保业务，公司保费收入保持稳定增长；截至 2018 年末，公司资产流动性较好，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，担保新规出台对公司业务开展影响较大，业务增长受限，投资结构调整 收益率有所下降，未来收入稳定性存在一定的不确定性；2018 年，公司代偿规模大幅增长，公司投资资产计提较大规模减值损失，使得净利润大幅下降，需对违约事件后续回收情况以及存续投资资产的信用风险情况保持关注。

未来公司业务规模稳定增长，仍保持较强的竞争实力。

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. 公司作为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，具有一定的品牌影响力。
2. 公司具有一定的经营竞争力，市场占有率靠前，2018 年末存量担保规模较大，公司保费收入保持稳定增长。
3. 截至 2018 年末公司资产流动性较好，资本较为充足。

关注

1. 2018 年公司受担保新规影响较大，融资性担保放大倍数已接近监管上限，业务开展受限，公司亟待寻求新的收入增长点。

2. 2018 年，公司担保业务代偿规模大幅增长，需对担保业务代偿回收情况保持持续关注。

3. 投资业务所产生的投资收益对公司利润贡献度较高，担保新规对担保公司资产分类提出了要求，投资品种将偏稳健收益类产品，未来投资收益增长存在一定的不确定性，同时 2018 年投资业务出现违约，计提了较大规模减值损失，需对违约项目的后续回收情况保持持续关注。

分析师

董日新

电 话：010-85172818

邮 箱：dongrx@unitedratings.com.cn

刘 嘉

电 话：010-85172818

邮 箱：liuj@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 5 月，公司增加新股东海航科技股份有限公司¹（以下简称“海航科技”），新老股东增发股份 20.50 亿股，合计增资 23.58 亿元，截至 2018 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，海航资本和海航科技合计持有公司 43.34% 的股权（股权结构如下图），公司无实际控制人。

截至 2019 年 6 月 13 日，公司不存在股东股权质押的情况。

表 1 截至 2018 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 2018 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、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”）、中合明智商业保理（天津）有限公司（以下简称“中合明智保理”）、西藏中正创业投资管理有限公司、北京中合大方投资管理有限公司和杭州中合明达股权投资管理有限公司，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职能部门。截至 2018 末，公司拥有员工 137 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 116.50 亿元，所有者权益合计 83.60 亿元，全部系归属于

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天海投资发展股份有限公司变更为现名。

母公司的所有者权益，递延收益余额 5.59 亿元，担保合同准备金余额 7.99 亿元；2018 年，公司实现营业收入 11.57 亿元，其中已赚保费 8.58 亿元，投资收益 4.83 亿元，实现净利润 0.71 亿元；现金及现金等价物净增加额 0.15 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：黄焱。

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 2018 年 12 月 25 日支付本期债券 2017 年 12 月 25 日至 2018 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 2018 年 9 月 3 日支付本期债券 2017 年 9 月 2 日至 2018 年 9 月 1 日期间的利息 2,712 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。

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、行业分析

公司以债券担保业务为主，属于融资性担保行业。

1. 行业概况

中国担保行业是在金融体制不完善、融资供应结构失衡的背景下应运而生，为促进社会信用体系建设、助力社会经济发展提供支持，尤其是在缓解中小企业融资难、担保难问题方面发挥了积极的作用。自 2014 年起，债券市场蓬勃发展，得益于市场需求的增加，部分资本实力较强的担保机构开始开展债券担保业务。

2018 年 7 月 26 日，国家融资担保基金有限责任公司注册成立，初始注册资本 661.00 亿元，财政部联合五大行及其他商业银行等共同发起设立，财政部持股 45.39%，该基金的设立将有利于支持小微企业和“三农”发展，国家融资担保基金有限责任公司的设立推进了担保体系的进一步建设，其经营范围主要包括再担保业务、项目投资、投资咨询以及监管部门批准的其他业务，从其业务范围可见，该基金将通过再担保及股权投资的形式建立信用体系，通过该基金对省级（市、

县)平台担保机构提供再担保服务或对省级担保公司进行增资,建立由国家牵头的担保体系,通过该方式建立了有效的风险保障,则有利于担保机构开展担保业务,有望解决现在存续的中小企业贷款成本高、贷款难及三农等问题。

根据 Wind 数据统计,截至 2018 年 12 月,债券担保责任余额为 4,481.54 亿元,较 2017 年末增长 24.80%,2018 年以来受政府金融去杠杆的政策影响,债券一级市场低迷,担保机构债券担保业务增速有所下降。前十大担保机构占市场份额比重达 91.35%,较 2017 年末基本一致,行业集中度较高。从所担保债券省份分布来看,截至 2018 年 12 月,债券担保余额最高的三个省份依次为江苏省(占 22.42%)、湖南省(占 11.94%)、安徽省(占 11.40%);截至 2018 年 12 月,从各个信用级别发行主体信用等级来看,主要集中在 AA 级别,占比为 65.00%,占比较 2017 年末下降 1.06 个百分点,AA+和 AA-级别发行主体占比分别为 7.40%和 24.44%;从发行人属性来看,截至 2018 年 12 月,被担保客户中地方国企余额为 4,009.22 亿元,较 2017 年末增长 24.51%,占比为 89.46%,较 2017 年末下降 0.22 个百分点;代偿方面,截至 2018 年末,担保机构所担保的债券违约主要集中在中小企业私募债,涉及到的担保机构为中海信达担保有限公司和天津海泰投资担保有限责任公司,未来随着信用风险的持续攀升,担保机构代偿将有所上升,但目前债券担保业务占比大的担保业务代偿率或将保持在较低水平。

总体看,2018 年担保业务增速放缓,随着宏观经济下行及外部信用风险上升,担保行业代偿率或将上升。

2. 行业政策及监管

融资性担保业务由于高风险、高资本要求的业务属性而得到了更为严格的监管。融资性担保公司由省、自治区、直辖市人民政府实施属地管理,并向国务院建立的融资性担保业务监管部际联席会议报告工作。

全国性监管政策方面,2017 年 8 月 21 日,国务院颁布《融资担保公司监督管理条例》(以下简称“《条例》”),并于 2017 年 10 月 1 日起施行。《条例》适当提高了行业准入门槛,特别强调风险防控,提出发展政府出资的融资担保公司,重塑了行业格局,进一步规范行业发展。2018 年 4 月 9 日,中国银行保险监督管理委员会(简称“银保监会”)发布了自成立以来的第一份法律法规——《关于印发<融资担保公司监督管理条例>四项配套制度的通知》(银保监发[2018]1 号),对 2017 年 8 月国务院颁布的《融资担保公司监督管理条例》(下称“《条例》”)进一步细化。从具体的制度规定来看,对金融担保公司业务运营产生影响比较大的主要包括融资担保业务权重、融资担保放大倍数和集中度、资产管理。2019 年 2 月 14 日,国务院办公厅发布了《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》(国办发【2019】6 号文)(以下简称“6 号文”)意在解决小微企业和“三农”融资难的问题,进一步推进国家融资担保基金的与省级平台共建担保体系。6 号文中明确要求政府性融资担保、再担保机构聚焦支小支农主业,不得为政府债券发行提供担保,不得为政府融资平台融资提供增信,不得向非融资担保机构进行股权投资,以及其他与之配套的支持政策,资质较弱的政府融资平台融资或将受到一定影响。

总体看,担保行业随着监管机构政策不断出台,行业监管正在逐渐规范,政策引导担保机构以服务三农和中小微为主。

3. 未来发展

担保公司经营风险与经济周期存在一定关联性,当经济状况下滑时,担保公司的资金链条易

因坏账上升而绷紧。因此，未来担保行业的发展迫切需要规范化的监督管理和业务操作程序，未来对融资担保机构的经营管理制度将由部门规章上升为行政法规，监管效力有望加强，有利于促进担保行业加快发展，也有助于防控担保公司业务风险。行业发展趋势方面，国有背景担保机构仍将持续进行注资，整体行业资本实力不断增强，抗风险能力将有所增强；担保公司业务趋于多元化发展，担保品种也将日趋丰富，经营模式将逐渐成熟，规模化及专业化特征将显现；风险补偿机制将不断完善，通过多渠道风险补偿机制实现风险分担的运营，一方面担保机构不断提高自身的风险识别能力，另一方面通过与省级再担保机构合作，充分发挥再担保机构增信、风险分担的职能。

总体看，未来国有担保公司整体资本实力将会进一步增强，担保公司经营模式逐渐成熟，其风险补偿机制将不断完善。

四、管理与内控分析

董事变更情况，2018年公司变更3名董事，Muhua Song（宋沐华）女士、刘小勇先生、张轶先生不再担任公司董事，由李艳萍女士、崔轶隼先生、陈然先生担任公司董事。2018年，公司监事未发生变更。高级管理人员方面，2018年8月，原首席运营官和首席行政官聘期到期后未再续聘，公司不再设立首席运营官和首席行政官；2018年11月，原总经理周纪安聘期到期后未再续聘，并聘任黄焱女士为公司总经理（首席执行官）。

组织架构方面，2018年1月，公司整合金融产品部，撤销金融产品三部、五部、六部，人员并入其他金融产品部以及信用保证事业部增设的各二级部门，2018年3月，公司成立资产保全部，主要负责根据相关管理规定开展担保业务和投资等业务的风险化解，追偿追索，以及抵债资产的处置管理工作。风险制度方面，2018年修订了保后、投后管理办法与实施细则、代偿管理办法、尽职调查操作规范等制度，进一步加强对担保流程全覆盖。

整体来看，2018年，公司经营管理层有所变动，组织架构存在一定变动。

五、经营分析

1. 经营概况

公司业务包括担保业务和投资业务，2018年公司总收益为13.42亿元，同比减少5.55%，其中已赚保费8.58亿元，同比小幅增长3.24%，主要是公司存续担保项目持续贡献担保业务收入。投资收益4.83亿元，同比减少17.96%，主要是应担保新规要求，公司投资产品到期后转投流动性高的货币基金，导致收益率有所下降。考虑到公司所担保的企业债期限较长，未来短期内公司仍可依赖存续项目贡献担保费，但后续仍需公司探索新的收入增长点以抵消担保新规对公司业务的影响。

表2 公司总收益情况（单位：亿元，%）

项目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
已赚保费	8.31	58.52	8.58	63.97
投资收益	5.89	41.48	4.83	36.03
总收益	14.21	100.00	13.42	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，公司总收益受担保新规影响较大，目前公司存续项目规模较大，仍可贡献担保费收入，因此总收益降幅不明显，未来公司亟待探索新的收入增长点。

2. 业务分析

(1) 担保业务

2018 年受担保新规出台杠杆倍数受限以及公司主动收缩业务规模的影响，公司当年担保发生额同比大幅减少 280.73 亿元至 95.26 亿元。截至 2018 年末，公司期末担保余额 1,004.98 亿元，较上年末减少 7.70%；截至 2018 年末，公司融资性担保责任余额为 810.97 亿元。融资性担保放大倍数方面，2018 年末公司融资性担保放大倍数为 9.54 倍，接近监管要求的 10 倍上限，业务空间开展受限。

表 3 公司担保业务发展数据（单位：亿元，倍）

项目	2017 年/2017 年末	2018 年/2018 年末
当年担保发生额	375.99	95.26
分出担保责任	13.00	6.00
新增担保额	362.99	89.26
期末在保余额	1,088.79	1,004.98
融资性担保责任余额	399.09	810.97
融资性担保放大倍数	4.33	9.54

资料来源：公司提供

注：2017 年融资性担保责任余额及融资性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；2018 年融资性担保责任余额及融资性担保放大倍数依据《融资担保责任余额计量办法》银保监会【2018】1 号文计算。

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。从担保业务品种占比情况来看，2018 年公司担保业务仍以企业债担保业务为主，业务占比 81.52%，较上年末上升 5.26 个百分点，担保规模为 819.21 亿元，较上年末减少 1.33%，保本基金履约保证担保业务受政策调整影响，公司不再新增保本基金履约保证担保业务规模，2018 年末存续业务到期解保，期末无保本基金履约担保余额，剩余品种整体较上年末变化不大。

表 4 公司担保业务在保余额业务种类情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年末		2018 年末	
	在保余额	占比	在保余额	占比
企业债	830.26	76.26	819.21	81.52
保本基金履约保证担保	65.40	6.01	0.00	0.00
公司债	54.40	5.00	57.00	5.67
银行贷款	39.75	3.65	34.27	3.41
小微企业增信集合债	29.00	2.66	25.13	2.50
信托计划	22.45	2.06	15.19	1.51
境外债券	12.71	1.17	0.00	0.00
金融债	17.00	1.56	17.00	1.69
预付款担保	11.68	1.07	11.68	1.16
资产证券化	4.36	0.40	12.86	1.28
信用证	0.50	0.05	0.00	0.00

其他金融产品	1.27	0.12	0.38	0.04
非公开定向债务融资工具	0.00	0.00	6.00	0.60
超短期融资券	0.00	0.00	3.00	0.30
贸易信用保证	0.00	0.00	3.26	0.32
合计	1,088.79	100.00	1,004.98	100.00

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司前十大融资性担保客户主要为企业债项目，在保余额合计 173.60 亿元，占期末在保余额的 17.27%，集中度一般，较上年变化不大；从期限来看，主要为 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%，但符合项目承做时的监管要求，公司新项目均按照最新的监管规定开展。

表 5 截至 2018 年末公司前十大融资性担保客户情况（单位：亿元，%，年）

客户名称	担保类型	在保余额	占期末在保余额比例	融资性担保责任余额	占净资产比重	期限
公司 A	企业债、非公开定向债务融资工具	21.00	2.09	16.80	19.77	7、3
公司 B	企业债	20.00	1.99	16.00	18.83	7
公司 C	企业债	18.00	1.79	14.40	16.94	7
公司 D	企业债	17.30	1.72	13.84	16.29	7
公司 E	企业债	17.30	1.72	13.84	16.29	7
公司 F	企业债	16.00	1.59	12.80	15.06	7
公司 G	企业债	16.00	1.59	12.08	15.06	7
公司 H	企业债	16.00	1.59	12.80	15.06	7
公司 I	企业债	16.00	1.59	12.80	15.06	7
公司 J	企业债	16.00	1.59	12.80	15.06	7
合计	--	173.60	17.27	138.88	163.42	--

资料来源：公司提供

注：上表中融资性担保责任余额为公司依据《融资担保责任余额计量办法》银保监发【2018】1 号文计算而得。

从区域分布来看，截至 2018 年末，公司担保业务主要集中在江苏省、湖南省和山东省，占比分别为 25.22%、13.65%和 11.56%，其余占比不足 10%，公司担保业务存在一定的集中度风险。

表 6 截至 2018 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	253.48	25.22
湖南省	137.20	13.65
山东省	116.13	11.56
湖北省	77.80	7.74
北京市	72.69	7.23
其他地区	347.68	34.60
合计	1,004.98	100.00

资料来源：公司提供

从行业分布来看，截至 2018 年末，公司担保业务主要集中在城投行业，占比达 83.72%，集中度很高，届时需对城投债信用风险保持关注。

2016 年，公司为阳光凯迪新能源集团有限公司（以下简称“阳光凯迪”）发行的“10 凯迪债”

项下剩余期限内的债券本金和利息提供连带责任保证，2018年8月，阳光凯迪无法兑付“10凯迪债”2018年8月到期的债券本金及利息，公司支付代偿金额3.61亿元及相应的利息及罚息，目前公司依法向北京市方圆公证处申领了《执行证书》，并于2018年10月30日向湖北省高级人民法院申请了强制执行，湖北省高级人民法院于同日受理了本案件。

总体看，2018年，受担保新规以及公司主动收缩业务规模影响，公司担保业务规模增速放缓，存续项目主要集中在城投债行业，需持续关注城投债信用风险情况，公司融资性担保放大倍数已接近监管要求上限，业务发展空间有限，公司仍有待进行业务转型，拓展新的业务发展模式。同时联合评级关注到，公司担保业务出现代偿，代偿规模较大，业务资产质量存在较大下行压力。

（2）投资业务

公司投资决策流程较为谨慎。基金中货币基金不需要现场尽调，债券基金不强制要求对管理人现场尽调但一般也需要进行；其他基金以及股权、非标债权、委贷等业务由投资团队对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2018年末，公司投资余额为101.62亿元，较去年末减少6.98%，占期末资产总额的87.23%，净资产的121.55%。从投资结构来看，受担保新规影响，公司投资结构发生了变化，2018年公司基金投资、信托计划投资和委托贷款，占投资资产比重分别为57.75%、17.09%和6.15%，基金投资占比上升了27.10个百分点，信托计划投资和委托贷款投资占比分别下降16.78个百分点和4.03个百分点。截至2018年末，公司基金投资规模为58.69亿元，较去年末大幅增长75.30%，信托计划投资和委托贷款投资受公司调整结构规模均有所下降，同比分别下降53.07%和43.85%。公司资产管理计划投资规模受资管新规影响，同比大幅减少47.20%，银行理财产品投资同比大幅增长72.30%。收入方面，2018年公司实现投资收益4.83亿元，同比减少17.96%，主要是受监管新规的影响，公司到期投资产品投向了收益率较低的理财、基金，导致收益下降，2019年公司将持续进行投资资产结构的调整，投资收益仍将保持下降趋势。

表7 公司投资业务情况（单位：亿元，%）

项目	2017年末		2018年末	
	金额	占比	金额	占比
基金投资	33.48	30.65	58.69	57.75
信托计划投资	37.01	33.87	17.37	17.09
委托贷款	11.13	10.18	6.25	6.15
资产管理计划	6.42	5.87	3.39	3.34
定期存款	4.83	4.42	0.32	0.31
银行理财产品	2.96	2.7	5.10	5.02
股权类投资	13.28	12.15	10.30	10.14
小贷公司收益权	0.16	0.15	0.19	0.19
合计	109.25	100.00	101.62	100.00

资料来源：公司提供

从投资产品期限分布看，公司投资以短期投资为主，截至2018年末，公司投资产品剩余期内在1年以内的占比达66.27%，整体投资组合流动性较强。

投资业务风险方面，截至 2018 年末，公司委托贷款不良贷款²余额 0.49 亿元，较上年大幅增加 0.40 亿元，不良率³为 7.88%，除委托贷款以外的投资业务方面，公司有 5 笔投资风险项目，余额合计 5.01 亿元，其中 2 笔在 2019 年已收回，涉及金额为 1.23 亿元。

总体看，公司投资业务仍以短期为主，投资结构较上年末有所变化，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，需对投资产品的信用风险保持关注。

3. 未来发展

受行业监管政策变动的影 响，公司融资担保业务空间相比以前缩小，资金运用业务需要调整结构。2019 年公司将在确保融资担保和资金运用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，严密防控风险。

公司面临的主要风险类别包括信用风险、流动性风险、市场风险、操作风险、战略风险、法律风险、合规风险、声誉风险等。针对这些风险类别，公司已经构建了全面风险管理体系，健全了相应的管理、控制、缓释制度和措施，并明确了业务部门、中台部门和后台部门在各类风险管理方面的职责分工，建立了多层次、相互衔接、有效制衡的运行机制。公司将加强风险化解和追偿清收工作，加大业务风险防控力度，确保满足监管合规要求，提高全员风险意识，将公司面临的各类风险降低到最低程度。

总体看，近年来受监管政策变化影响，公司将拓展新的收入来源并强化风险管理，战略比较清晰务实。

六、风险管理与担保资产信用质量分析

1. 风险管理分析

2018 年，公司代偿规模大幅增长，当期担保代偿金额为 7.82 亿元，同比增长 59.27%，主要是公司所担保的产业债及私募债券出现的代偿，公司共有 2 笔规模较大的代偿，代偿金额分别为 3.61 亿元和 3.11 亿元，截至 2018 年末，公司累计担保代偿额为 18.72 亿元，2018 年当期担保代偿率为 4.52%，累计担保代偿率为 2.81%。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，2018 年累计代偿回收额为 5.00 亿元，当期代偿回收率为 36.45%，较 2017 年有所提升，累计代偿回收率为 26.72%，代偿回收率较高。

表 8 公司担保业务代偿情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年
当期担保代偿额	4.91	7.82
累计担保代偿额	10.89	18.72
当期担保代偿率	3.42	4.52
累计担保代偿率	2.21	2.81
累计代偿回收额	2.15	5.00
当期代偿回收率	20.77	36.45
累计代偿回收率	19.74	26.72

资料来源：公司提供

² 委托贷款不良余额为剔除减值后的余额。

³ 不良率计算采用的委托贷款不良余额为剔除减值后的余额。

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 2018 年末，公司各项准备金之和 10.28 亿元，较上年末增长 16.21%，主要是由于信用风险增加，个别及组合担保项目增提的担保赔偿准备金。

总体看，2018 年，公司代偿规模大幅增加，代偿率水平较高，需关注代偿项目后续回收情况。联合评级关注到公司存在较大规模的债券担保，未来随着债券到期解保规模的增加，公司存在较大代偿压力。

2. 反担保措施

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 2017 年度财务报表及经毕马威会计师事务所审计的 2018 年度财务报表，均出具了标准无保留的审计意见。2018 年新增纳入合并范围子中合明智保理，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 2018 年末，公司合并资产总额 116.50 亿元，所有者权益合计 83.60 亿元，全部系归属于母公司的所有者权益，递延收益余额 5.59 亿元，担保合同准备金余额 7.99 亿元；2018 年，公司实现营业收入 11.57 亿元，其中已赚保费 8.58 亿元，投资收益 4.83 亿元，实现净利润 0.71 亿元；现金及现金等价物净增加额 0.15 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和利润滚存。截至 2018 年末，公司股东权益 83.60 亿元，较上年末减少 3.16%，主要是 2018 年新增可供分配利润减少所致，其中股本占比 85.84%，股本占比较高，公司所有者权益稳定性仍属较好。利润分红方面，2018 年，公司进行了现金分红为 3.49 亿元，占可分配的 50%，分配力度较大。

负债方面，截至 2018 年末，公司负债合计 32.90 亿元，以担保合同准备金（占 24.27%）、递延收益（占 16.99%）和应付债券（占 45.51%）为主，其中，担保合同准备金 7.99 亿元，较上年末增长 17.85%，主要是由于外部信用风险增加，公司针对个别担保项目计提准备金增加所致；递延收益 5.59 亿元，较上年末减少 19.24%，主要是担保存续期内预收保费转入担保业务收入导致；应付债券 14.97 亿元，与去年基本一致。截至 2018 年末，公司实际资产负债率为 21.39%，较上年末下降 2.60 个百分点，负债水平仍属不高。

总体看，公司业务运营资金主要来源于自有资金以及收益留存，2018 年末公司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 2018 年末，公司总资产 116.50 亿元，较上年末减少 4.88%。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 2018 年末，公司投资资产合计 101.62 亿元，较上年末减少 6.99%，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 2018 年末，五类投资资产在总投资资产的占比分别为：0.28%、5.37%、58.71%、18.11%和 4.76%；从结构变化来看，定期存款下降较大，占比下降 3.67 个百分点，应收款项类投资占比下降 3.72 个百分点，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比下降 5.67 个百分点。具体来看，截至 2018 年末，公司定期存款为 0.32 亿元，较上年末减少 4.51 亿元，主要是美元定期存款到期所致，期限全部为 3 个月~1 年；应收款项类投资为 6.25 亿元，较上年末减少 43.81%，主要是委托贷款规模下降所致，公司已对应收款项类投资计提减值准备 2.88 亿元，较上年增加 2.13 亿元，主要是应收款项类投资所计提的减值增加所致；可供出售金融资产 68.40 亿元，较上年末增长 18.19%，其中主要包括基金投资和信托计划投资，占比分别为 66.75%和 20.12%，基金投资占比较上年末大幅上升，公司投资的基金主要为货币基金、海外基金以及并购基金等，公司所持有的信托计划、资管产品以及信贷资产收益权主要投向为发放贷款的债权类投资、不具有控制、共同控制或重大影响的股权类投资以及其他以债券投资为主的混合类信托计划投资，期末可供出售金融资产已计提减值准备 0.64 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 21.10 亿元，较上年末减少 27.55%，主要是投资产品到期所致，公司投资品种以资产管理计划为主，期限多为中短期。整体看，公司资产以投资资产为主，投资资产以 1 年以内（含）到期的产品为主。

截至 2018 年末，公司货币资金 1.09 亿元，较上年末减少 25.35%，主要是客户存入保证金到期归还所致；截至 2018 年末，公司应收代位追偿款 5.38 亿元，计提减值准备 7.70 亿元，从期限分布来看，以 1 年以内（含）应收代位追偿款为主，占比为 59.80%，1~2 年（含）应收代位追偿款占比 27.21%，期限较短，代偿回收压力较大；其他资产主要是抵债资产，截至 2018 年末其他资产为 8.41 亿元，较上年末增长 10.08%。

表 9 公司资产情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.46	1.19	1.09	0.94
应收代位追偿款	4.12	3.37	5.38	4.62
投资资产	109.25	89.20	101.62	87.23
其中：定期存款	4.83	3.94	0.32	0.28
应收款项类投资	11.13	9.08	6.25	5.37
可供出售金融资产	57.87	47.25	68.40	58.71
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	29.12	23.78	21.10	18.11
长期股权投资	6.31	5.15	5.55	4.76
其他	7.64	6.24	8.41	7.21
资产总额	122.48	100.00	116.50	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2018 年，公司投资规模有所下降，考虑到投资资产中货币基金等高流动性资产为主，

资产流动性较好，同时公司投资配置了一部分委托贷款、信托和资产管理计划，面临一定的市场和信用风险。

3. 现金流

2018年，公司经营活动净现金流仍为净流出状态，流出规模1.58亿元，2018年担保代偿支付的现金4.98亿元，较上年增长27.86%，代偿支出增加；投资活动现金流量净额5.65亿元，转为净流入状态，主要是投资规模下降所致；筹资活动现金流量净额-3.95亿元，仍为净流出状态，筹资活动现金流出金额主要是分配股利或偿付利息所支付的现金，较上年小幅增加，主要是较去年同期向股东分配的股利增加所致。

表 10 公司现金流情况 （单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
经营性现金流量净额	-0.31	-1.58
投资性现金流量净额	-4.15	5.65
筹资性现金流量净额	-2.57	-3.95
现金及现金等价物净增加额	-7.03	0.15
现金及现金等价物余额	0.35	0.50

资料来源：公司审计报告

总体看，2018 年，公司经营活动现金流表现稳定；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，2018 年，公司实现营业收入 11.57 亿元，同比减少 25.16%。从收入构成来看，2018 年实现担保业务净收入 8.78 亿元，同比增长 2.89%，剔除分担保费及收入返还后，已赚保费 8.58 亿元，同比增长 3.24%，已赚保费对营业收入的贡献率为 74.18%，贡献度大幅上升；2018 年公司实现投资收益 4.83 亿元，同比减少 17.96%，公允价值变动损益为-2.55 亿元，主要是 2018 年证券市场波动，公司投资资产估值减少导致浮亏。

营业支出方面，公司营业支出以提取担保合同准备金、业务及管理费和资产减值损失为主，2018 年公司提取担保合同准备金 1.21 亿元，同比减少 19.63%；业务及管理费 1.67 亿元，同比减少 36.31%，主要是职工薪酬的减少所致；资产减值损失 6.81 亿元，同比大幅增加 4.35 亿元，主要是应收代位追偿款减值损失和委托贷款减值损失增加所致，其中应收代位追偿款减值损失 3.72 亿元，应收款项类投资减值损失 2.13 亿元；担保赔付率为 89.07%，较上年大幅提升，主要是当期代偿增加所致。

从盈利能力方面来看，2018 年公司实现净利润 0.71 亿元，同比大幅减少 5.40 亿元，主要是资产减值损失大幅增加所致。2018 年，公司营业利润率为 9.89%，大幅下降，净资产收益率为 0.84%，较上年大幅下降 6.40 个百分点，公司净利润大幅下降。

表 11 公司盈利能力相关指标（亿元，%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	15.46	11.57
其中：担保业务净收入	8.53	8.78
已赚保费	8.31	8.58
投资收益	5.89	4.83
公允价值变动收益	0.51	-2.55
汇兑收益/（损失）	-0.30	0.20
其他业务收入	1.03	0.49
营业支出	7.37	10.43
其中：提取担保赔偿准备金	1.51	1.21
资产减值损失	2.44	6.81
业务及管理费	2.62	1.67
利润总额	8.09	1.14
净利润	6.11	0.71
净资产收益率	7.24	0.84
营业利润率	52.36	9.89
已赚保费对收入的贡献率	53.77	74.18
担保赔付率	57.54	89.07

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2018 年，公司营业收入有所下降，利润方面受资产计提减值损失大幅增加影响，净利润规模大幅下降，公司整体盈利能力大幅下降。

5. 代偿能力

截至 2018 年末，公司所有者权益合计 83.60 亿元，较上年末减少 3.16%，所有者权益规模保持稳定，可快速变现资产 90.59 亿元，较上年末增长 2.41%，可快速变现资产/期末在保余额 9.01%，较上年末有所上升。从代偿指标来看，截至 2018 年末，公司拨备覆盖率为 1.02%，较上年末有所提升，代偿准备金率为 76.10%，较上年大幅上升，主要系当期代偿金额大幅上升所致，考虑到公司资产流动性较好，公司整体代偿能力极强。

表 12 公司资本充足性及代偿能力（亿元，%）

项目	2017 年	2018 年
净资产	86.33	83.60
可快速变现资产	88.45	90.59
可快速变现资产/期末在保余额	8.12	9.01
拨备覆盖率	0.81	1.02
代偿准备金率	55.53	76.10

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2018 年，公司代偿规模大幅增长，但考虑到公司资产流动性较好，整体代偿能力极强。

⁴ 由于公司无期末担保责任余额，因此该处数据采用期末在保余额。

6. 过往债务履约情况

根据人民银行征信报告，截至2019年4月17日，公司无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 2018 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，经营活动现金流量净额和净利润对本期公司债保障程度一般，股东权益对本期公司债券待偿本金保障程度良好。

表 13 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2018 年
股东权益合计/公司债券待偿本金合计	5.57
净利润/公司债券待偿本金合计	0.05
经营活动现金净流量净额/公司债券待偿本金合计	-0.11

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很强，资本实力雄厚，公司持有的高流动性金融资产可以作为偿债资金的保障，其对“15 中合 01”、“16 中合 01”的偿还能力仍属极强。

九、综合评价

公司作为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，具有一定的品牌影响力，目前公司在国内市场地位排名靠前，2018 年，凭借较大规模的存量担保业务，公司保费收入保持稳定增长；截至 2018 年末，公司资产流动性较好，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，担保新规出台对公司业务开展影响较大，业务增长受限，投资结构调整 收益率有所下降，未来收入稳定性存在一定的不确定性；2018 年，公司代偿规模大幅增长，公司投资资产计提较大规模减值损失，使得净利润大幅下降，需对违约事件后续回收情况以及存续投资资产的信用风险情况保持关注。

未来公司业务规模稳定增长，仍保持较强的竞争实力。

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	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	122.48	116.50
可快速变现资产（亿元）	88.45	90.59
可快速变现资产/期末在保余额（%）	8.12	9.01
所有者权益合计（亿元）	86.33	83.60
负债合计（亿元）	36.15	32.90
实际资产负债率（%）	23.99	21.39
期末在保余额（亿元）	1,088.79	1,004.98
融资性担保放大倍数（倍）	4.33	9.54
营业收入（亿元）	15.46	11.57
已赚保费（亿元）	8.31	8.58
投资收益（亿元）	5.89	4.83
净利润（亿元）	6.11	0.71
实际资产负债率（%）	23.99	21.39
营业利润率（%）	52.36	9.89
净资产收益率（%）	7.24	0.84
累计代偿率（%）	2.21	2.81
担保赔付率（%）	57.54	89.07
拨备覆盖率（%）	0.81	1.02
代偿准备金率（%）	55.53	76.10

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
年均增长率或变动率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) - 1] × 100%
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产 × 100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产 × 100%
融资性担保放大倍数	期末融资性担保责任余额/净资产
各项风险准备金之和	期末未到期责任准备金+期末担保赔偿准备金+期末一般风险准备金
可快速变现资产	货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债
长期债务	长期借款+应付债券
全部债务	短期债务+长期债务
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和 × 100%
担保赔付率	当时代偿额/当期担保业务收入 × 100%
拨备覆盖率	各项风险准备金之和/期末担保责任余额 × 100%
可快速变现资产/担保责任余额	期末可快速变现资产余额/期末担保责任余额 × 100%
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额 × 100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额 × 100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额 × 100%
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) / 资产总额 × 100%
担保业务收入贡献度	担保业务收入/营业收入 × 100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入 × 100%
营业利润率	营业利润/营业收入 × 100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%

附件 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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级