

信用等级公告

联合〔2020〕095号

联合资信评估有限公司通过对浙江恒逸集团有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2020 年度第二期短期融资券进行综合分析和评估，确定浙江恒逸集团有限公司 2020 年度第二期短期融资券信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年一月十四日



浙江恒逸集团有限公司 2020 年度第二期短期融资券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期短期融资券信用等级：A-1

评级展望：稳定

债项概况：

本期短期融资券发行规模：4 亿元

本期短期融资券期限：366 天

偿还方式：到期一次性还本付息

募集资金用途：偿还即将到期的债务融资工具本金及利息

评级时间：2020 年 1 月 14 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司化工企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司化工企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6

指示评级	aa		评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	1	
			经营分析	2	
财务风险	F3	现金流	资产质量	1	
			盈利能力	3	
			现金流量	2	
		资本结构	2		
			偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级	
公司产业链一体化布局，文莱 PMB 项目已于 2019 年四季度全面投产，投产后，公司产业链进一步完善，有利于增强公司核心竞争力				+1	

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

评级观点

经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，浙江恒逸集团有限公司（以下简称“公司”）拟发行的 2020 年度第二期短期融资券的信用等级为 A-1。基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合分析，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司主要产品精对苯二甲酸、聚酯产品等产能居国内同行业前列，在产业规模、装备技术、成本控制和品质管理等方面处于行业领先水平。
2. 受益于石化及化纤行业景气度显著回升，2018 年以来，公司 PET 产能扩大及主要产品价格反弹扩大推动盈利水平提升，经营获现能力有所增强。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力强。
4. 本期短期融资券由中债信用增进投资股份有限公司提供不可撤销的连带责任保证，提升了本期短期融资券的安全性。

关注

1. 公司所处行业景气度波动较大，不利于生产成本控制，对公司盈利稳定性有一定影响。
2. 公司在建项目投资金额较大，短期偿债指标较弱，存在一定的短期支付压力。
3. 公司对外担保金额较大，在经济下行的情况下，面临一定的或有负债风险。
4. 公司资产受限和股权质押规模高，再融资能力一般。

分析师: 张博 张垌
邮箱: lianhe@lhratings.com
电话: 010-85679696
传真: 010-85679228
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层
(100022)
网址: www.lhratings.com

主要财务数据

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产(亿元)	77.57	85.18	118.10	124.34
资产总额(亿元)	379.59	508.07	775.86	897.32
所有者权益(亿元)	145.47	198.72	236.93	275.72
短期债务(亿元)	160.19	218.69	266.06	309.85
长期债务(亿元)	39.22	44.65	197.14	228.14
全部债务(亿元)	199.40	263.35	463.20	537.99
营业收入(亿元)	338.26	725.14	940.56	444.06
利润总额(亿元)	7.07	16.02	20.18	16.27
EBITDA(亿元)	25.22	35.35	48.97	--
经营性净现金流(亿元)	37.14	8.25	23.55	9.81
营业利润率(%)	3.22	3.62	3.59	4.92
净资产收益率(%)	4.16	7.50	6.89	--
资产负债率(%)	61.68	60.89	69.46	69.27
全部债务资本化比率(%)	57.82	56.99	66.16	66.12
流动比率(%)	86.97	71.71	66.09	66.96
经营现金流负债比(%)	19.16	3.12	6.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.80	3.39	2.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.91	7.45	9.46	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	139.53	168.53	216.10	225.85
所有者权益（亿元）	51.11	60.75	66.42	67.81
全部债务(亿元)	83.66	104.35	141.57	147.89
营业收入(亿元)	9.08	28.78	20.39	17.33
利润总额(亿元)	-2.00	9.67	5.27	1.42
资产负债率（%）	63.37	63.95	69.26	69.98
全部债务资本化比率(%)	62.08	63.20	68.07	68.56
流动比率（%）	94.63	64.34	46.94	54.10
经营现金流负债比(%)	20.59	-2.53	26.44	--

注：1.2019 年 1—6 月财务报表未经审计；2.已将其其他流动负债及长期应付款中的有息部分分别计入短期债务和长期债务核算；3. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/6/24	张博 张垌	化工行业企业信用评级方法 V3.0.201907 化工行业企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
AA ⁺	稳定	2018/9/18	张博 李博文	化工企业信用评级方法（2017 年）	阅读全文
AA	正面	2018/4/12	张博 李博文	化工企业信用评级方法（2017 年）	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由浙江恒逸集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

浙江恒逸集团有限公司

2019 年度第五期短期融资券信用评级报告

一、主体概况

浙江恒逸集团有限公司（以下简称“公司”或“恒逸集团”）成立于 1994 年 10 月 18 日，前身为 1974 年创办的萧山县衙前公社针织厂。公司于 2011 年 6 月 8 日完成重组世纪光华科技股份有限公司（股票简称“世纪光华”，股票代码“000703”），由此实现主营业务整体上市，成立恒逸石化股份有限公司（以下简称“恒逸石化”，股票代码“000703”）。恒逸石化于 2016 年 10 月 18 日完成非公开发行股票事项，共发行 316666666 股普通股，募集资金 37.66 亿元，公司持有恒逸石化股份数量不变，持股比例由 62.78% 下降至 50.50%，仍为恒逸石化第一大股东及实际控制人。经过多年发展，公司已成为一家专业从事化纤与化纤原料生产的现代大型民营企业。截至 2019 年 6 月底，公司注册资本 5180.00 万元，公司股东包括邱建林等 11 位自然人和杭州万永实业投资有限公司（以下简称“万永实业”），其中邱建林和邱奕博

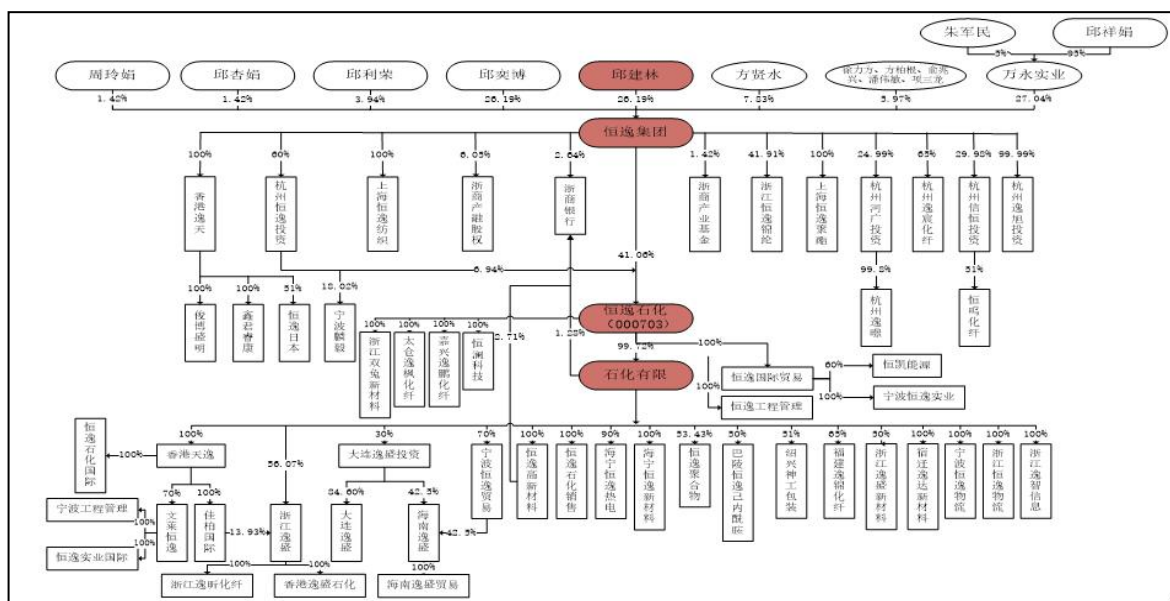
持股比例同为 26.19%，方贤水持股比例为 7.83%，其他 8 位自然人邱利荣、周玲娟、徐力方、方伯根、俞兆兴、邱杏娟、潘伟敏和项三龙合计持股 12.75%，万永实业持股 27.04%。万永实业股东为邱祥娟和朱军民，分别持有其 95.00% 和 5.00% 的股权，邱祥娟女士是邱建林先生的姐姐。邱建林与一致行动人邱奕博、万永实业、邱杏娟、邱利荣合计所持公司的股权比例为 84.17%。公司实际控制人为邱建林。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 775.86 亿元，所有者权益 236.93 亿元（含少数股东权益 148.06 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 940.56 亿元，利润总额 20.18 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 897.32 亿元，所有者权益 275.72 亿元（含少数股东权益 177.54 亿元）；2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 444.06 亿元，利润总额 16.27 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市萧山区衙前镇项漾村；法定代表人：邱建林。

图 1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



二、本期短期融资券概况

公司已注册 10.00 亿元短期融资券发行额度，并已于 2019 年 8 月 29 日发行 5.50 亿元的“19 恒逸 CP001”，本期计划发行 2020 年度第二期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”），发行规模为 4.00 亿元，期限 366 天，到期一次性还本付息。

本期短期融资券募集资金拟用于偿还即将到期的债务融资工具本金及利息。

本期短期融资券是由中债信用增进投资股份有限公司提供不可撤销的连带责任保证。

三、主体长期信用状况

公司主要从事精对苯二甲酸（PTA）、聚酯纺丝（PET）、加弹丝（DTY）、己内酰胺（CPL）和锦纶切片（PA6）等产品的生产和销售，形成了 PTA-PET-DTY, CPL-PA6 双产业链发展格局。

公司在产业规模、装备技术、成本控制和品质管理等方面在同类企业中处于领先地位。公司控股和参股的精对苯二甲酸（PTA）的产能合计达到 1350 万吨/年；聚酯纺丝（PET）产品主要有涤纶牵伸丝（FDY）、涤纶预取向丝（POY）、切片和涤纶短纤等，聚合能力达到 510 万吨，居国内同行业前列；加弹丝产品主要为涤纶变形丝（DTY），产能达到 40 万吨/年。2012 年，公司和中石化合资建设的年产 20 万吨己内酰胺项目投产成功，成为国内首家民营己内酰胺生产企业。2019 年 9 月，公司“中国浙江恒逸（文莱）PMB 石油化工项目”（以下简称“文莱 PMB 项目”）一期常减压装置正式投产，一期原油加工能力为 800 万吨/年。

2018 年，公司在中国企业联合会和中国企业家协会发布的“2018 中国企业 500 强”和“2018 中国制造业 500 强”中分别排名第 158 位和第 63 位。

公司从业务板块上划分可分为化纤产品板块（包括 PTA、PET、DTY 和 PA6）、贸易板

块和其他板块。

收入规模及构成方面，2016—2018 年，公司营业收入逐年上升，分别为 338.26 亿元、725.14 亿元、940.56 亿元，2018 年营业收入同比增长 29.71%，主要系 PET 产品产销量和价格上涨、贸易业务的扩大所致。分业务板块来看，2018 年 PTA、PET 和 DTY 产品分别实现收入 163.97 亿元、258.83 亿元和 35.24 亿元，分别同比下降 2.96%、增长 114.99% 和增长 32.28%，其中 PET 产品收入大幅增长主要系产能及产量大幅增长所致。公司于 2016 年开始销售 PA6 产品，2018 年实现收入 23.17 亿元。公司贸易业务品种主要为 PTA、PX、MEG 等石化产品，公司为提高市场占有率和调控库存价格波动风险，逐年加大了贸易板块的业务规模，2018 年，公司贸易板块实现收入 454.42 亿元。公司其他板块主要为围绕公司主业开展的物流业务，规模较小，2018 年，公司其他板块实现收入 4.93 亿元。

毛利率方面，2016—2018 年，公司整体毛利率分别为 3.38%、3.75% 和 3.71%，2018 年盈利水平同比变化不大。分业务板块来看，2018 年，公司 PTA 产品毛利率为 6.88%，随着市场价格大幅上升，毛利率有所提升。受 2018 年下半年以来 PTA 市场价格上涨影响，公司 PET 和 DTY 产品毛利率分别下滑至 6.90% 和 10.21%。同时，公司 PA6 产品售价和毛利率同比有所提升，毛利率为 6.96%。公司贸易板块因产品价格波动大，出现小幅亏损，2018 年为 -0.44%。

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 444.06 亿元，为 2018 年全年的 47.21%，其中 PET 收入占比由 2018 年的 27.52% 升至 35.92%，主要系收购的浙江双兔新材料有限公司（以下简称“双兔新材料”）收入计入所致。2019 年 1—6 月，受益于原材料 PX 价格明显下降，公司 PTA 产品毛利率由 2018 年的 6.88% 升至 9.42%，推动公司整体毛利率提升至 5.12%。

从在建项目情况看，目前公司主要在建项目为文莱 PMB 项目以及海宁恒逸新材料有限

公司建设项目（以下简称“海宁新材料项目”），截至2019年6月底，文莱PMB项目和海宁新材料项目规划总投资分别为34.45亿美元和63.60亿元，除去已投资部分，预计投资分别为3.31亿美元和49.50亿元，投资金额较大。

未来，公司将继续打造并完善双产业链模式，进一步优化上下游的产能结构；同时，公司文莱PMB项目全面投产，实现产业链一体化战略布局，该项目建设有利于公司解决PX原料保障问题，并增加成品油生产贸易等新盈利增长点。

经联合资信综合评定，公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

四、主体短期信用分析

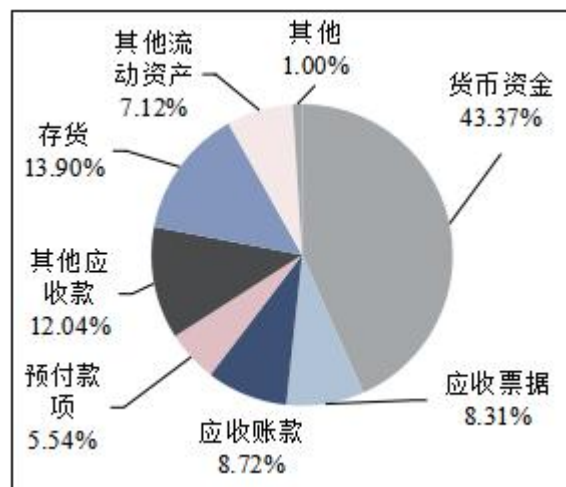
1. 资产流动性分析

2016—2018年，公司资产总额快速增长，年均复合增长42.97%，截至2018年底，公司资产总额为775.86亿元，较上年底增长52.71%，其中流动资产占28.90%，非流动资产占71.10%，以非流动资产为主。

流动资产

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长15.34%。截至2018年底，公司流动资产合计224.25亿元，较上年底增长18.49%，主要由货币资金（占43.37%）、应收票据（占8.31%）、应收账款（占8.72%）、预付款项（占5.54%）、其他应收款（占12.04%）、存货（占13.90%）和其他流动资产（占7.12%）等构成。

图2 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司货币资金波动增长，年均复合增长25.81%。截至2018年底，公司货币资金97.26亿元，较上年底增长61.97%，其中现金103.98万元、银行存款66.95亿元、其他货币资金30.30亿元，其他货币资金主要为各类保证金。

2016—2018年，公司应收票据波动中有所增长，年均复合增长9.42%。截至2018年底，公司应收票据18.64亿元，较上年底下降25.31%，商业承兑汇票及国内信用证规模均有所下降，期末公司银行承兑汇票余额为11.01亿元、商业承兑汇票余额为7.00亿元、国内信用证余额为0.63亿元，年底已质押的应收票据0.95亿元。

2016—2018年，公司应收账款快速增长，年均复合增长50.22%。截至2018年底，公司应收账款账面价值为19.55亿元，较上年底增长7.34%，主要系收入规模扩大所致。期末公司的应收账款均按账龄分析计提坏账准备，其中1年以内的应收账款占比99.86%，合计计提坏账准备85.13万元。期末公司按欠款方归集的前五名应收账款余额为12.66亿元，占比达64.73%，集中度较高。

2016—2018年，公司预付款项波动下降，年均复合下降17.91%。截至2018年底，公司预付款项12.43亿元，较上年底上升4.20%。期末预付款项按账龄列示，1年以内的占99.53%、1~2

年的占0.36%、2~3年的占0.01%、3年以上的占0.10%。按预付对象归集的期末余额前五名预付占款汇总金额为7.63亿元，占比达61.44%，集中度较高。

2016—2018年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长24.14%。截至2018年底，公司其他应收款账面价值为27.00亿元，较上年底增长59.07%，主要为参股子公司往来款、员工持股计划应收款等，共计提坏账准备0.93亿元，计提比例为3.31%。期末按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额24.61亿元，其中1年以内的占92.84%、1~2年的占5.97%、2~3年的占0.10%、3年以上的占1.09%。

2016—2018年，公司存货快速增长，年均复合增长19.88%。截至2018年底，公司存货账面价值31.18亿元，较上年底增长27.03%，增长主要来自PET产能上升导致原料及产品库存增加。期末公司存货主要包括在途物资1.61亿元、原材料15.02亿元、库存商品14.45亿元和在产品1.48亿元，共计计提减值准备1.38亿元，计提比例为4.22%。

2016—2018年，公司其他流动资产波动中有所增长，年均复合增长9.42%。截至2018年底，公司其他流动资产15.97亿元，较上年底下降39.40%，主要系公司投资理财理财产品到期赎回所致。其他流动资产中主要为委托贷款本金及利息共7.69亿元、留抵进项税5.35亿元。

截至2018年底，公司所有权或使用权受限的资产合计353.24亿元，其中货币资金25.90亿元，主要为保证金；应收票据1.45亿元，主要系资产质押池融资和质押开立承兑汇票；固定资产、在建工程、无形资产、长期股权投资分别为73.71亿元、152.64亿元、2.26亿元和97.29亿元，均用于借款抵押。公司受限资产在总资产中占比45.53%，资产受限规模高。

截至2019年6月底，公司资产总额897.32亿元，较2018年底增长15.66%，主要来自应收票据、存货和在建工程的增长，其中应收票据较上年底增长64.92%，系以票据结算的销售

占比提升，在库票据增加所致；存货较上年底增长35.36%，系原料及产品价格上涨，存货余额增加所致；在建工程239.55亿元，较上年底增长42.05%，系文莱PMB项目、海宁新材料项目投资建设支出增加所致，投资金额较大。其中，公司流动资产占29.11%，非流动资产占70.89%。此外，截至2019年6月底，公司持有的恒逸石化股份累计质押8.59亿股，占上市公司恒逸石化股份总数的30.22%，占公司所持有的上市公司恒逸石化股份的62.96%。

总体看，近年公司资产规模快速增长；资产构成上，以非流动资产为主，在建工程投资金额较大，资产流动性弱，受限规模高；整体资产结构与生产型企业特征相符。

2. 现金流分析

经营活动现金流方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长50.55%，2018年为1004.70亿元，同比增长32.40%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金12.09亿元，较2017年同比下降10.89%，主要系收到保证金及押金减少所致。同期公司经营活动现金流出呈快速增长趋势，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2018年，公司支付其他与经营活动有关的现金28.43亿元，同比大幅增长169.84%，主要系支付的往来款大幅增长所致。同期，公司经营活动现金流量净额波动下降，分别为37.14亿元、8.25亿元和23.55亿元，2018年同比大幅增长185.60%。从收入实现质量来看，2018年，公司的现金收入比为105.31%，同比增长2.71个百分点，收入实现质量一般。

投资活动现金流方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长40.97%，2018年为38.52亿元，同比下降5.33%，主要系收回投资收到的现金及处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额减少所致；同时，公司投资活动现金流出量快速增长，

年均复合增长135.88%，2018年为152.21亿元，同比增长28.70%，增长主要来自购建固定资产、无形资产支付的现金，主要系文莱PMB等在建项目的资本支出。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-15.83亿元、-111.53亿元和-157.38亿元，净流出额逐年快速增长。

2016—2018年，公司筹资活动前现金流量分别为21.32亿元、-103.28亿元和-133.83亿元，经营活动所得现金难以满足投资活动所需现金，筹资压力仍然较大。

筹资活动现金流方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长36.23%，2018年为475.52亿元，同比增长55.50%，公司主要筹资方式为银行借款和发行债券；同期，公司筹资活动现金流出量波动中有所增长，年均复合增长11.79%，2018年为321.70亿元，同比增长58.31%，增长主要来自偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金。2018年，公司支付其他与筹资活动有关的现金28.48亿元，同比大幅增长442.77%，主要系支付融资质押的货币资金及结构性融资本金及利息大幅增长所致。2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额分别为-1.18亿元、102.58亿元和153.82亿元。

2019年1—6月，公司经营活动现金流量净额为9.81亿元，投资活动现金流量净额为-88.17亿元，公司筹资活动前现金流量为-78.36亿元，筹资活动现金流量净额为66.63亿元。筹资活动和经营活动产生的现金流入，相对投资活动产生的现金流出出现一定缺口。

总体来看，2018年，公司经营活动现金流量净额同比大幅增长，随着公司在建项目投资增速加快，公司投资活动现金净流出量仍保持高位，同时公司对外融资需求加大，未来面临一定的债务偿还压力。

3. 短期偿债能力分析

从短期偿债指标看，2016—2018年，公司

流动比率持续下降，加权平均值为71.95%，2018年底为66.09%；同期，公司速动比率持续下降，加权平均值为62.33%，2018年底为56.90%。2016—2018年，公司经营现金流动负债比率分别为19.16%、3.12%和6.94%，波动幅度较大。截至2019年6月底，流动比率和速动比率为66.96%和56.14%。总体看，公司短期偿债指标较弱，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增长较快，存在一定短期支付压力。

截至2019年6月底，公司对外担保金额为15.77亿元，对外担保比率为5.72%。

表1 公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	金额
浙江东南网架集团有限公司	49500
浙江荣盛控股集团有限公司	26000
昌江恒盛元棋子湾旅游置业有限公司	21120
兴惠化纤集团有限公司	24555
浙江金洋控股集团有限公司	7500
浙江城建集团股份有限公司	9000
杭州际红贸易有限公司	14900
杭州晨昊纺织整理有限公司	4774
杭州聚唯食品有限公司	400
合计	157749

资料来源：公司提供

公司被担保方多数为杭州萧山地区大型企业，浙江荣盛控股集团有限公司（以下简称“荣盛控股”）、浙江东南网架集团有限公司（以下简称“东南网架集团”）、兴惠化纤集团有限公司（以下简称“兴惠化纤”）和昌江恒盛元棋子湾旅游置业有限公司（以下简称“昌江棋子湾”），上述四家公司担保金额占对外担保金额超过80%。其中，荣盛控股和兴惠化纤为公司下游客户；东南网架集团为浙江东南网架股份有限公司（股票代码“002135.SZ”）的控股股东，为杭州市萧山地区的钢结构龙头企业；昌江棋子湾曾为公司的参股子公司，后因房地产业务剥离而成为外部单位。上述企业多属于公司下游客户或同区域龙头企业，资产规模较大，其中昌江棋子湾目前处于亏损状态，

其余公司经营均处于正常状态。同时上述公司也对公司提供反担保，每年签订一个总的互保金额。在经济下行及行业有所波动情况下，被担保方多为上下游民营企业，抗风险能力有限，公司存在一定或有负债风险。

截至2019年6月底，公司合并口径共获各家银行授信总额593.25亿元，尚未使用额度209.58亿元，间接融资渠道较畅通；同时，公司下属子公司恒逸石化是深圳证券交易所上市公司，具有直接融资渠道。

五、本期短期融资券偿债能力

本期短期融资券发行规模为4.00亿元，以2019年6月底财务数据为基础，本期短期融资券占公司短期债务的1.29%，全部债务的0.74%，本期短期融资券的发行对公司现有债务结构影响较小。

截至2019年6月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为69.27%和66.12%。以该期财务数据为基础，本期短期融资券发行后，考虑6月后发行的“19恒逸SCP005”“19恒逸SCP006”“19恒逸SCP007”“19恒逸SCP008”“19恒逸CP001”“19恒逸CP002”“19恒逸CP003”“19恒集01”以及“20恒逸CP001”，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至71.08%和68.30%，考虑到部分上述债券募集资金用于偿还即将到期的债务融资工具本金及利息，公司实际债务指标或将低于模拟值。

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为443.27亿元、758.81亿元和1004.70亿元，分别是本期短期融资券发行规模的110.82倍、189.70倍和251.17倍，公司经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力强。

2016—2018年，公司经营活动现金净流量分别为37.14亿元、8.25亿元和23.55亿元，分别为本期短期融资券发行额规模的9.29倍、2.06倍和5.89倍，公司经营活动现金净流量对本期短期融资券保障能力一般。

2016—2018年及2019年6月底，公司现

金类资产分别为77.57亿元、85.18亿元、118.10亿元及124.34亿元，分别是本期短期融资券发行规模的19.39倍、21.30倍、29.52倍及31.08倍。公司现金类资产对本期短期融资券的保障能力强。

考虑目前所有存续债券，公司2020—2022年到期债券本金合计分别为63.50亿元、36.40亿元和3.60亿元，2020年公司集中兑付债券金额较大。2018年公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和现金类资产分别为2020年内到期债券本金的15.82倍、0.37倍和1.86倍，公司经营活动现金流入量对本期短期融资券同期到期债券保障能力强。

本期短期融资券由中债信用增进投资股份有限公司提供不可撤销的连带责任保证。中债信用增进投资股份有限公司成立于2009年9月，是国内首家专业债券信用增进机构，联合资信于2019年7月评定中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。中债信用增进投资股份有限公司对本期短期融资券提供的不可撤销的连带责任保证提升了本期短期融资券的安全性。

总体看，本期短期融资券的发行对公司现有债务结构影响较小，公司现金类资产和经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力强。

六、结论

公司主要从事精对苯二甲酸（PTA）、聚酯纺丝（PET）、加弹丝（DTY）、己内酰胺（CPL）和锦纶切片（PA6）等产品的生产和销售，形成了PTA-PET-DTY，CPL-PA6双产业链发展格局，在产业规模、装备技术、成本控制和品质管理等方面在同类企业中处于领先地位。

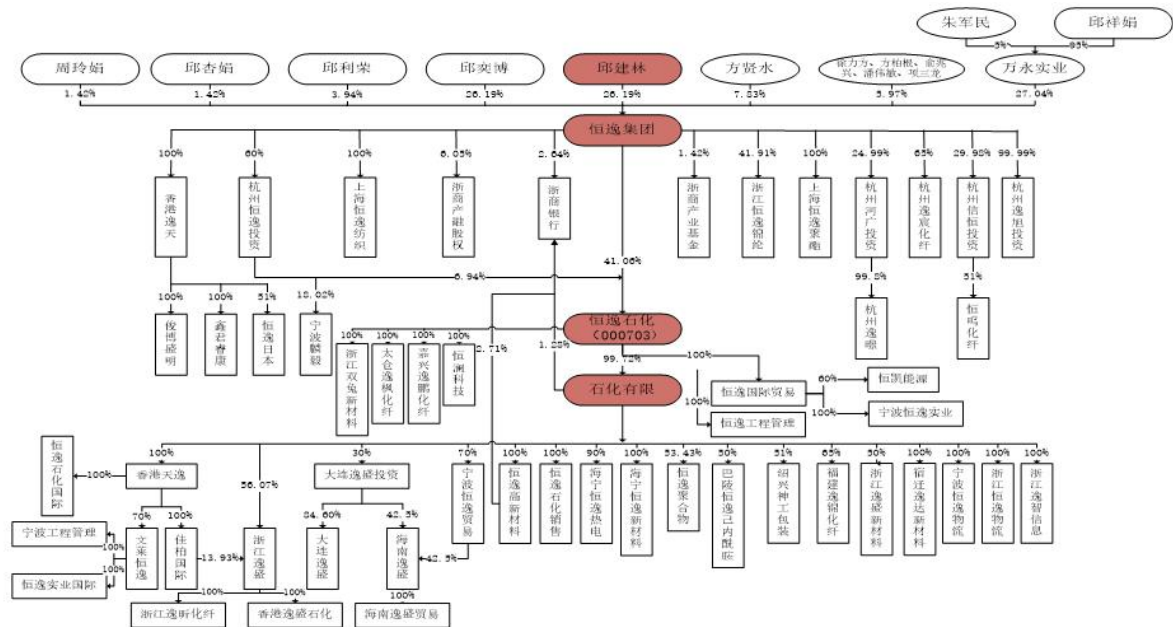
近年公司资产规模快速增长；资产构成上，流动资产占比较低，资产流动性弱，受限规模高；整体资产结构与生产型企业特征相符，资产质量尚可；公司所有者权益中实收资本小，

少数股东权益占比较高，归属于母公司的所有者权益权益以未分配利润为主，公司所有者权益稳定性弱；受益于行业景气度的持续回暖以及部分产品的生产规模扩张，公司收入实现快速增长，经营状况有所改善，但主业盈利能力较弱，投资收益对利润总额贡献大；公司短期债务仍然占比较高，债务规模的集中快速扩张对公司偿债能力提出挑战。

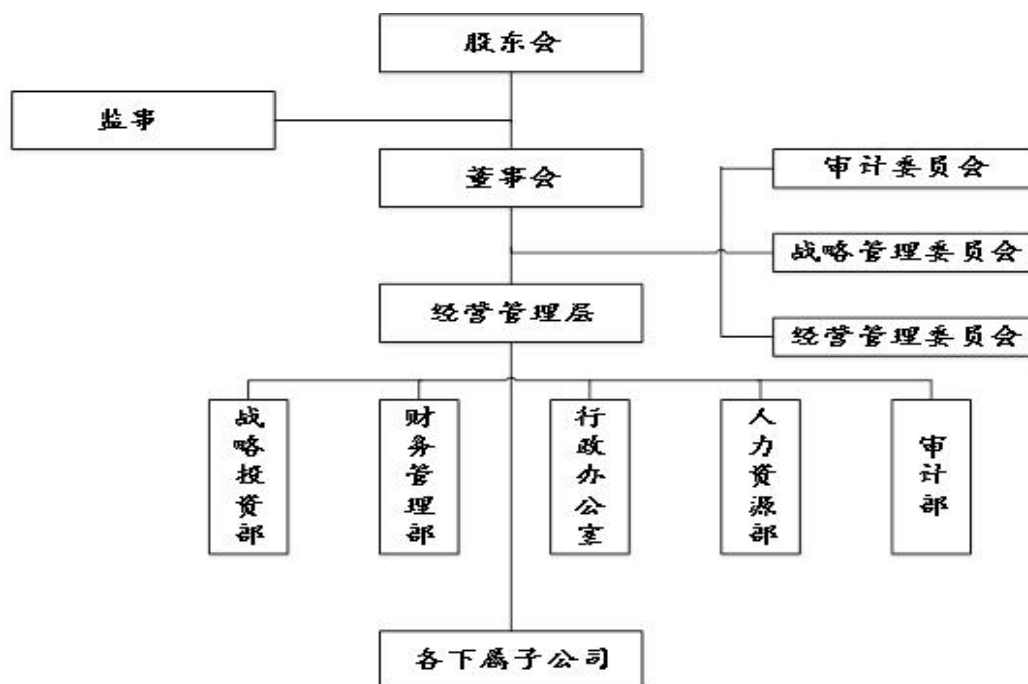
未来，公司继续打造并完善双产业链模式，进一步优化上下游的产能结构；同时，公司文莱炼化一体化项目全面投产，实现产业链一体化战略布局，该项目建设有利于公司解决 PX 原料保障问题，并增加成品油生产贸易等新盈利增长点。

本期短期融资券的发行对公司现有债务结构影响较小，公司现金类资产和经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力强。总体看，本期短期融资券到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 6 月底公司组织机构图



附件 1-3 截至 2019 年 6 月底公司主要子公司情况

子公司名称	实收资本（万元）	主营业务	持股比例（%）	
			直接	间接
恒逸石化股份有限公司	161987	实业投资	41.65	6.94
浙江恒逸物流有限公司	1000	物流	0.00	48.00
宁波恒逸物流有限公司	5000	物流	0.00	48.00
杭州市萧山区衙前镇恒逸化纤研究开发中心	20	研究开发	100.00	0.00
浙江恒逸锦纶有限公司	21379	化纤产品制造	56.00	0.00
浙江恒逸能源科技有限公司	5000	贸易	100.00	0.00
香港逸天有限公司	980	贸易、投资	100.00	0.00
杭州萧山俊博盛明贸易有限公司	3000	贸易	0.00	100.00
上海恒逸纺织原料发展有限公司	90000	纺织	100.00	0.00
浙江恒逸石化销售有限公司	5000	贸易	0.00	48.00
浙江逸昕化纤有限公司	5000	化纤产品制造	0.00	33.60
宁波恒逸天闻股权投资合伙企业（有限合伙）	10200	投资	98.04	0.00
杭州河广投资管理合伙企业（有限合伙）	500200	投资	100.00	0.00
嘉兴逸鹏化纤有限公司	80000	化纤产品制造	0.00	48.00
杭州逸旭股权投资合伙企业（有限合伙）	100100	投资	90.91	0.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	77.57	85.18	118.10	124.34
资产总额(亿元)	379.59	508.07	775.86	897.32
所有者权益(亿元)	145.47	198.72	236.93	275.72
短期债务(亿元)	160.19	218.69	266.06	309.85
长期债务(亿元)	39.21	44.65	197.14	228.14
全部债务(亿元)	199.40	263.35	463.20	537.99
营业收入(亿元)	338.26	725.14	940.56	444.06
利润总额(亿元)	7.07	16.02	20.18	16.27
EBITDA(亿元)	25.22	35.35	48.97	--
经营性净现金流(亿元)	37.14	8.25	23.55	9.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.29	21.52	23.12	--
存货周转次数(次)	17.57	30.19	32.51	--
总资产周转次数(次)	0.93	1.63	1.47	--
现金收入比(%)	113.85	102.60	105.31	109.63
营业利润率(%)	3.22	3.62	3.59	4.92
总资本收益率(%)	4.36	5.42	4.80	--
净资产收益率(%)	4.16	7.50	6.89	--
长期债务资本化比率(%)	21.23	18.35	45.42	45.28
全部债务资本化比率(%)	57.82	56.99	66.16	66.12
资产负债率(%)	61.68	60.89	69.46	69.27
流动比率(%)	86.97	71.71	66.09	66.96
速动比率(%)	75.77	62.41	56.90	56.14
经营现金流动负债比(%)	19.16	3.12	6.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.91	7.45	9.46	--
EBITDA 利息保护倍数（倍）	2.80	3.39	2.42	--

注：1.2019 年 1—6 月财务报表未经审计；2.已将其他流动负债及长期应付款中的有息部分分别计入短期债务和长期债务核算

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.56	12.31	11.67	13.13
资产总额(亿元)	139.53	168.53	216.10	225.85
所有者权益(亿元)	51.11	60.75	66.42	67.81
短期债务(亿元)	51.02	87.00	89.73	86.99
长期债务(亿元)	32.64	17.35	51.84	60.91
全部债务(亿元)	83.66	104.35	141.57	147.89
营业收入(亿元)	9.08	28.78	20.39	17.33
利润总额(亿元)	-2.00	9.67	5.27	1.42
EBITDA(亿元)	6.99	19.83	22.57	--
经营性净现金流(亿元)	11.48	-2.28	25.87	7.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.13	2.77	1.47	--
存货周转次数(次)	326.86	1099.70	711.84	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.19	0.11	--
现金收入比(%)	70.81	83.09	126.58	110.60
营业利润率(%)	1.68	-1.26	-0.15	0.48
总资本收益率(%)	5.19	12.41	10.84	--
净资产收益率(%)	-3.92	17.02	7.91	--
长期债务资本化比率(%)	38.97	22.22	43.84	47.32
全部债务资本化比率(%)	62.08	63.20	68.07	68.56
资产负债率(%)	63.37	63.95	69.26	69.98
流动比率(%)	94.63	64.34	46.94	54.10
速动比率(%)	94.53	64.34	46.88	54.10
经营现金流动负债比(%)	20.59	-2.53	26.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.96	5.26	6.27	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.78	1.95	1.30	--

注：1.2019 年 1—6 月母公司财务报表未经审计；2.已将其他流动负债及长期应付款中的有息部分分别计入短期债务和长期债务核算；3，集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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-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+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

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

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 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 5-3 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 6 2019 年中债信用增进投资股份有限公司无固定期限金融债券（第一期）信用评级报告

信用等级公告

联合[2019] 1788 号

联合资信评估有限公司通过对中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年无固定期限金融债券（第一期）进行综合分析和评估，确定中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，2019 年中债信用增进投资股份有限公司无固定期限金融债券（第一期）（人民币 15 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。



2019 年中债信用增进投资股份有限公司 无固定期限金融债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

无固定期限金融债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间

2019 年 7 月 2 日

主要数据

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额(亿元)	137.35	139.83	150.91	159.36
负债总额(亿元)	50.76	57.12	71.14	82.19
所有者权益(亿元)	86.60	82.71	79.76	77.18
增信余额(亿元)	1060.47	1065.60	956.60	936.10
净资产覆盖率(%)	88.10	81.14	78.10	74.40

项目	2019 年 1—3 月	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入(亿元)	3.82	13.37	12.66	13.23
利润总额(亿元)	3.34	8.30	7.64	9.11
净利润(亿元)	2.50	6.28	5.86	6.96
平均资产收益率(%)	-	4.32	3.78	4.35
平均净资产收益率(%)	-	7.73	7.46	9.16

资料来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

分析师

丁倩岩 谢冰妹

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

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月,是国内首家专业债券信用增进机构。经过近年来的经营实践,公司初期发展规划得到落实,与信用增进行业相适应的全面风险管理体系逐步建立健全,增信业务基础不断夯实。另一方面,公司单笔增信业务金额较高,行业集中度较高,存在一定的业务集中风险;在国内宏观经济增速放缓的大环境下,公司增信业务创新对风险控制和流动性管理水平提出更高要求;增信业务的持续发展对资本充足水平的影响需关注。联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体长期信用等级为AAA,拟发行的 2019 年无固定期限金融债券（第一期）（人民币 15 亿元）信用等级为 AAA,评级展望为稳定,该评级结论反映了本期无固定期限金融债券的违约风险极低。

优势

- 作为我国首家专业债券信用增进机构,公司拥有较大的市场发展空间。
- 公司资本实力强,股东背景强大,股东有能力和意愿在必要时提供资本补充支持。
- 公司具备较强的创新能力及市场推动力,信用增进业务基础不断夯实。
- 高级管理层专业素质较高,有助于公司保持较高的专业化运营水平。

关注

- 公司单笔增信业务金额高,行业集中度高,存在较高的业务集中风险;投融资平台类增信项目占比较高,在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下,相关风险需予以关注。
- 公司增信业务的持续发展对资本充足水平的影响需关注。

- 在国内宏观经济增速放缓的大环境下，公司增信业务创新对风险控制和流动性管理水平提出更高要求。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(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、除因本期评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本期信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

2019 年中债信用增进投资股份有限公司 无固定期限金融债券（第一期）信用评级报告

一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月,由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。截至 2019 年 3 月末,公司股本 60 亿元,均为货币出资,股东及持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构,业务方面接受中国人民银行指导和管理。

表 1 公司股东及持股情况

序号	股东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中国石油集团资本有限责任公司	9.90	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
6	首钢集团有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合计		60.00	100.00

资料来源:公司提供,联合资信整理

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

公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务部、国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部十个部门。截至 2019 年 3 月末,公司共有员工 104 人,绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2018 年末,公司资产总额 139.83 亿元,负债总额 57.12 亿元,所有者权益 82.71 亿

元;增信余额 1065.60 亿元。2018 年,公司实现营业收入 13.37 亿元,其中增信业务收入 7.06 亿元;净利润 6.28 亿元。

截至 2019 年 3 月末,公司资产总额 137.35 亿元,负债总额 50.76 亿元,所有者权益 86.60 亿元;增信余额 1060.47 亿元。2019 年 1—3 月,公司实现营业收入 3.82 亿元,其中增信业务收入 1.81 亿元;净利润 2.50 亿元。

注册地址:北京市西城区月坛南街 1 号院 6 号楼 8 层 801、9 层 901、10 层 1001

法定代表人:谢多

二、本期无固定期限金融债券概况

公司拟在不超过人民币 30 亿元的注册额度内分期发行无固定期限金融债券,其中第一期拟发行规模为人民币 15 亿元;募集资金将用于补充公司中长期资金,优化公司资产负债结构,提高公司经济效益,提升公司实力和市场影响力。本期无固定期限金融债券无担保。

本期无固定期限金融债券在条款设置上区别于普通金融债券,在期限、利息支付及票面利率等方面条款有特殊设置。

本期无固定期限金融债券存续期与公司持续经营存续期一致。

在赎回权方面,公司于本期无固定期限金融债券第 3 个和其后每个付息日,有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期无固定期限金融债券。该赎回条款包含税务政策变更赎回条款:由于法律法规的改变或修正,相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期无固定期限金融债券的存续支付额外税费,且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候,公司有权对本期无固定期限金融债券进

行赎回。在满足赎回条件下，公司若选择行使赎回权，将至少提前 1 个月发出债券赎回公告，通知债券持有人有关赎回执行日、赎回金额、赎回程序、付款方法、付款时间等具体安排，同时披露律师出具的法律意见书。

在利率方面，本期无固定期限金融债券采用分阶段调整的票面利率。本期无固定期限金融债券不含有利率跳升机制及其他赎回激励。当期票面利率=当期基准利率+初始利差。基准利率自首次第 4 个计息年度起每 3 年重置一次。前 3 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档前 5 个工作日中国债券信息网站 (<http://www.chinabond.com.cn>) (或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站) 公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，3 年期国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司在第 3 个计息年度末不行使赎回权，则自第 4 个计息年度起，票面利率每 3 年重置一次，重置后的票面利率为当期基准利率加初始利差，在之后的 3 个计息年度内保持不变；其中基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站 (<http://www.chinabond.com.cn>) (或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站) 公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，3 年期国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差确定；如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响，导致当期基准利率在利率重置日不可得，则票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差确定。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期无固定期限金融债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息

日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。公司如果在付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期无固定期限金融债券的主承销商将召集债券持有人会议，由债券持有人会议达成相关决议。

在清偿顺序方面，本期无固定期限金融债券属于信用增进公司发行的、本金和利息的清偿顺序于信用增进公司未设定财产担保的一般负债之后，先于信用增进公司股权资本清偿的金融债券。与一般负债相比，本期无固定期限金融债券的偿付风险相对较高。

三、运营环境

1. 宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者

购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，

增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺

差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国 and 东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世

界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施投资建设将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增长放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

表 2 宏观经济主要指标

单位：%、亿元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP 增长率	6.6	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI 增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI 增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9

M2 增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7
社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

2. 行业发展概况

我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。2017 年，我国债券市场发行各类债券规模达 40.8 万亿元，较上年增长 12.9%，增速明显回落。

近年来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具品种逐步丰富。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使得为资本市场提供外部信用增进服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2014 年 5 月，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，对规范发展债券市场等提出具体要求，要求完善债券增信机制，规范发展债券增信业务，同时探索发展

信用债券保险。据此，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研究建立行业增信机构，规范管理融资性担保机构。2015 年 1 月，根据中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》，公司债券的发行范围由原来的境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，未来公司债券发行规模有望保持快速增长趋势，这为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律依据缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(以下简称“《指引》”)。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。2012 年 8 月，《信用增进机构管理规范》、《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012 年 11 月，财政部发布了《企业会计准则解释第 5 号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。未来信用增进行业标准的制定和行业

立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

四、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司注册资本 60 亿元，股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的企业组成，股东承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。公司董事会从经营情况、业务创新等方面对公司经营层进行考核。

公司按照市场化模式运作，搭建了由股东大会、董事会、监事会及高级管理层组成的现代股份制公司治理架构。近年来，公司治理主体能够相互制衡、协调运作，治理体系不断完善，治理水平逐渐提高。

股东大会是公司的最高权力机构，由全体股东组成，股东大会会议由董事会依法召集。公司按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东大会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，公司召开多次股东大会，就董事会和监事会工作报告、年度财务预决算方案、利润分配方案等重大事项进行讨论并形成决议。

公司董事会由 9 名董事组成，包括非职工董事 8 名和职工董事 1 名。公司董事长由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会和审计与风险管理委员会 3 个专门委员会。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，有助于董事会进行合理决策。近年来，公司董事会先后审议了股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案、年度财务预决算等议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、资本覆盖率管理办法、风险准备金计提管理办法、关联交易管理操作规程、高管人员年度考核办法等基础管理制度，并对综合经营、投资策略、重大采购项目及重大人事任免等重要事项进行

了决策。各专门委员会能够在相应职权范围内履行职责，较好地发挥了各自职能。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事，尚未实施外部监事制度。公司监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。近年来，公司监事会相继审议通过了监事会议事规则、监事长选举、年度工作报告等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，高级管理层设总裁 1 名，战略总监、总法律顾问、风险总监、营运总监各 1 名。公司高级管理人员由总裁提名，经董事会通过后任命。公司总裁在董事会授权范围内行使职权，包括主持公司日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等，接受董事会的指导和监事会的监督。公司注重专业团队建设，高级管理层成员均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士，具备较高的专业化营运水平。

公司根据银行间市场交易商协会发布的关于信息披露规则的公告制定了信息披露管理办法，规定公司按季度定期对外公开披露财务信息，不定期对外公开披露重大事项。

总体看，公司持续规范治理架构，管理制度体系逐步建立健全，各治理主体运作有序。

2. 内部控制

公司构建了符合内部控制管理要求的前、中、后台组织管理架构。目前公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务部、国际业务部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、战略发展研究部、审计部和综合部十个部门（见附录 2），各部门职责分工明确。

近年来，公司继续加强内控制度体系建设，强化内控执行力。2018 年，公司组织开展了制度流程梳理及内部控制手册修订工作，根据公司新组织架构及部门职责的调整，以现有规章制度为基础，以风险管理为导向，紧密结合工

作实际，全面梳理现有的管理制度和业务流程，查找制度及流程中存在的问题及遗漏等。在此基础上，根据新增及修订后的制度开展绘制业务流程图、查找风险点及风险事件、制定有针对性、可操作性强的防控措施等工作，并对各部门内部控制手册材料进行了修订、完善。同时，公司遵循全面性、重要性和客观性原则，组织各部门开展内部控制自我评价工作，将内部控制评价工作分为确定自评范围、开展全面自评、抽查验收、缺陷认定和整改等四个工作环节，并最终形成公司年度内部控制评价报告；另外，为确保各项业务规范有序开展，公司按年度制定风险管理指引，针对业务种类制定了细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等制度，以及涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内部控制制度，公司内控体系逐步完善。

近年来，公司结合审计工作实际开展需要，对《内部审计办法》《项目审计操作规程》《离任审计管理办法》进行了全面修订，并根据对审计发现事项后续整改落实的管理需要，制定了《内部审计发现事项整改管理办法》，进一步完善了内部审计制度体系。2018年，公司对中小企业集合票据业务开展了专题调研，从产品结构、项目准入、风险评价与审批、后续运营等方面进行了分析，对相关产品结构缺陷、准入审慎性不足以及对发行主体自身信用风险判断不够重视等问题进行了揭示，促使公司今后在稳健开拓业务、切实控制风险敞口、提高处置风险能力等方面不断进行总结和反思，提升经营管理水平。同时，公司开展了投资业务操作风险审计、增信业务流程审计、离任审计及支持工具业务全过程纪检监察及跟踪审计等各类专项审计工作，并将后续审计与内部控制评价工作相结合，同时测试和验证后续审计项目与内部控制评价风险点，挖掘问题成因，识别内部控制缺陷，并根据内部控制缺陷的认定标准推动及时有效整改，内控稽核管理水平进一步提升。

总体看，公司搭建了适应自身业务发展情况的内部控制体系并制定了相关的政策和制度，风险管理架构及内控体系不断完善，内控管理水平有所提升。

3. 发展战略

公司的战略定位是成为以债券信用增进为核心、适度多元经营的大型一流国际化信用增进集团公司，同时成为推动我国金融市场信用风险分散分担机制建设与创新的重要而卓越的市场基础设施平台。

立足该战略定位，公司制定了以下发展目标：立足国内，面向国际，专注债券市场，放眼金融市场，以基础信用增进业务、衍生信用增进业务、信用风险管理业务为三大关键业务领域，以金融市场信用资源优化配置中枢为核心建设目标，以一体化信用增进服务商为重要发展支撑，引导公司发展成为金融市场信用风险分散分担机制的探索者和建设者、金融市场信用增进及风险管理服务的专业提供商、金融市场信用增进及风险管理工具的创新者和引领者、金融市场信用增进及风险管理标准的制定者和推广者、信用增进市场国际化的推动者和实践者。短期来看，国内市场是公司的发展重点，长期来看，公司需统筹协调国内和国际市场，最终形成以国内市场为主、国际市场为辅的综合性发展格局。两大市场上，公司均以债券市场为核心，在多元化经营中，深耕债券市场信用增进业务，建立和保持公司的核心竞争力。

总体看，公司具备较强的市场推动力，初期发展战略得到了落实，为公司未来发展奠定了基础。由于我国信用增进基础设施建设处于发展初期，市场认知度待提高、参与者尚待培育，因此公司中长期发展规划尚需在实践过程中逐步明确。

五、主要业务经营分析

公司在坚持市场化发展理念的同时坚守全员化风险意识，以“整体规模可控、总体风险可控”为原则，积极推动各类增信业务稳健发展。公司信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务以及境外业务三个板块。

1. 基础增信业务

结合战略规划，公司以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模逐年增长。公司的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、定向融资工具、资产支持票据、金融债、企业债、公司债等债券类产品以及信托计划、资产管理计划等投资类产品的增信。

截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内增信项目 123 个，增信余额 1065.60 亿元(见附录 3：表 1)。

2018 年以来，公司中期票据增信业务规模上升较快，企业债增信业务规模有所下降。整体看，公司中期票据、企业债及公司债信用增信业务规模较大，占基础增信业务规模的比重维持在 50%以上。其中，公司首单永续中期票据增信项目于 2017 年成功发行，进一步丰富了公司增信债券品种。

公司定向融资工具增信项目包括保障房私募债、小城镇项目和一般企业项目。银行间市场交易商协会支持保障房建设企业通过发行定向债务融资工具来筹建保障房，以降低房企保障房项目的融资成本，截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 1 个，增信余额 13.51 亿元。2014 年，公司将天津市开发东丽区军粮城示范镇、津南区咸水沽示范镇、蓟县新城等六区县示范小城镇项目作为合作契机，推出了小城镇项目非公开定向债务融资工具信用增进服务，并与天津市人民政府探讨签署全面战略合作框架协议。截至 2018 年末，公司小城镇增信项目 7 个，增信余额 148.00 亿

元。此外，截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内一般企业项目 10 个，增信余额 56.00 亿元。公司定向融资工具增信项目主要与地方政府融资平台合作，公司对合作的融资平台主体资质要求较为严格，大部分合作平台外部评级在 AA 级以上。此外，为防范局部平台债务违约的风险，公司根据不同地区、不同平台的风险差异性，建立了一系列筛选条件，实施差异化准入。

公司审慎选择经营业绩较好、业务规模较大、市场排名靠前的机构合作，推广信托、资产管理计划等理财类增信业务。2018 年末尚在增信责任期内信托计划增信项目 6 个，增信余额 34.50 亿元；尚在增信责任期内资产管理计划增信项目 10 个，增信余额 7.00 亿元。

由于项目收益票据将发行主体和地方政府债务隔离，有利于防范和化解地方政府债务风险，公司重点推进现金流有保障、地方政府支持力度大的项目收益类业务。2014 年，公司提供增信服务的银行间市场首单项目收益票据成功发行，首期募集资金 5 亿元。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内项目收益票据增信项目 5 个，增信余额 25.00 亿元。

公司保险债权计划的偿债主体一般为中央企业、大型地方国有企业或省级城投平台企业，未来将不断加大与保险资产管理公司合作，推动该类业务的发展。2016 年，由公司提供增信服务的保险债权计划“长江养老—上海地产三林棚户区改造债权投资计划”成功发行，并于 2017 年成功发行第二期。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内保险债权计划增信项目 4 个，增信余额 51.00 亿元。

公司积极响应国家号召，支持绿色环保行业的发展。2017 年，由公司提供增信服务的银行间市场首单绿色资产支持票据成功发行。截至 2018 年末，公司尚在增信责任期内资产支持票据增信项目 5 个，增信余额 16.10 亿元。

近年来，由于金融租赁行业发展较快，金融租赁公司受到银监会的严格监管且普遍资质较好，公司积极推动金融租赁公司金融债增信

业务开展。2016年，由公司提供增信服务的20.00亿元金融租赁公司金融债项目成功发行，首期10.00亿元。截至2018年末，公司尚在增信责任期内金融债增信项目2个，增信余额20.00亿元。此外，截至2018年末，公司尚在增信责任期内短期融资券增信项目3个，增信余额20.00亿元；超短期融资券增信项目1个，增信余额10.00亿元。

公司不断探索新的业务模式，在交易商协会的统一指导下，公司于2011年推出区域集优直接债务融资方案，即由地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的融资主体，借助地方政府专项扶持措施，联合商业银行和其他中介机构，由公司提供信用增信，为融资主体提供直接债务融资服务。近年来，由于中小企业信用风险逐渐暴露，公司针对此类项目持续收缩规模。截至2018年末，公司上述产品的增信责任均已到期兑付。

2019年以来，公司重点推进城投企业合作项目，在持续拓展地方国有企业和民营企业债券增信业务的同时，积极探索资产证券化类增信业务。2019年一季度，公司新增基础增信项目12个，增信金额53.00亿元；截至2019年3月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目130个，增信余额1060.47亿元。

总体看，公司积累了较丰富的项目和客户资源，创新业务品种不断推出，为公司确立了市场地位，公司的收入来源趋于多元化。

2. 创新型业务

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

2018年以来，公司配合交易商协会推进信用联结票据等信用风险缓释工具业务创新工作。2018年，公司共开展3笔信用风险缓释工具交易，其中创设信用联结票据(CLN)1笔、买入信用风险缓释合约1笔以及卖出信用风险缓释凭证1笔，名义本金合计0.95亿元。

此外，为落实人民银行关于引导设立民营企业债券融资支持工具，促进民营企业债券融资相关政策，公司通过独立创设及与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证(CRMW)的方式支持民营企业发展。从信用风险缓释凭证挂钩的民营企业所在区域来看，已从浙江省逐步扩展至江苏、北京、广东、四川、安徽、湖北等11个省(市)；从行业分布来看，已从原材料拓展至交通运输、纺织、大型制造、农林牧渔、通信设备等10余个细分行业，整体行业分布较为分散。截至2018年末，公司独立创设民营企业债券信用风险缓释凭证9只，名义本金8.60亿元；与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证10只，名义本金11.20亿元。

2019年以来，公司持续推进风险缓释工具等信用产品开发。2018年至2019年3月末，公司共开展13笔信用风险缓释工具交易，其中创设信用联结票据(CLN)1笔、买入信用风险缓释合约1笔、买入信用违约互换合约1笔及买入信用风险缓释凭证10笔，名义本金合计5.21亿元；独立创设民营企业债券信用风险缓释凭证10只，名义本金8.95亿元；与主承销商联合创设民营企业债券信用风险缓释凭证12只，名义本金13.90亿元。

3. 境外业务

在立足国内业务的同时，公司积极寻求境外业务机会，在信用衍生产品、境外融资担保、境外投资等领域探索开展离岸市场业务。目前公司已获得国家外汇管理局核定的10亿美元的境外担保资格，为拓展海外市场业务开辟了空间。公司于2012年与上海国际信托等相关机

构合作完成首单海外投资 QDII 信托项目,公司对此信托计划 A 类持有人(优先级)提供本金到期偿付保证,增信金额 9 亿元,增信期 3 年。目前,上述产品的增信责任已到期。

六、风险管理分析

1. 风险管理体系

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

公司结合中国金融市场发展的现状和规律,借鉴巴塞尔新资本协议风险管理的理念和方法,构建了以《风险管理指引》为纲领,以基础类信用增进、投资交易、创新型信用增进业务等各项业务管理办法为支撑,各类具体业务品种操作规程为基础,涉及风险识别、计量、定价、风险缓释、资本管理以及后续管理等各个环节全方位、多层次的风险管理政策制度体系,促进各类业务规范、稳健开展。公司结合宏观经济形势和产业经济发展状况,从行业、区域、产品等多角度形成动态调整的经营策略和风险管理政策,指导公司业务经营。

为客观评估项目风险,公司开发了涵盖模型体系、管理体系、应用体系在内的公司客户内部评级框架体系。公司客户内部评级模型包括定性模块、定量模块。其中,定性模块从客户的行业风险特征、公司治理与管理能力、经营风险、财务风险等角度选取特定定性指标来揭示客户违约风险。定量模块开发方面,公司筛选出能够良好揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反映客户盈利能力、偿债能力、成长能力、运营能力的财务指标,并相应确定定量模块各指标的权重,提高了评级方法的量化程度和风险预测解释能力。模型体系方面,公司根据客户规模、所属行业、所在地域、数据源、业务类型、产品等风险特征的差异,对内部评级模型进行了细分。针对公司类敞口,建立了相应的内部评级体系,包括工业、商贸业、能源基础设施业、建筑业、房地产开发业、投资类、城市基础设施类、综合类客户评级体系。此外,根据公司业务特征,单独开发了针对融资性担保公司类客户的评级体系。评级流程方面,公司制定《公司客户信用评级工作管理办法(试行)》,界定了相关部门在内部评级工作中的职责。

公司建立了风险监控预警体系,通过专业团队对信用增进项目和投资交易业务进行日常风险监控,对增信业务每季度进行动态风险分类和重点现场风险排查,对投资交易头寸进行动态及时估值与限额监控,及时预警和化解风险。公司针对突发事件,建立重大风险事件应急处理机制,强化应对突发风险的能力。此外,还专门组织人员对公司信用增进业务和投资业务整体风险、各组合维度风险、单一最大客户风险进行压力测试与敏感性分析,准备金与资本占用测算,风险限额监控预警以及构建风险预警指标体系等工作,使公司各组合层面信用风险与市场风险得到及时感知与预警。

近年来,公司通过对相关规章制度的修订与完善,不断规范审批方式、审批内容、组织程序和审批结论等方面内容,审批流程不断完

善。公司的业务审批流程为：增信业务部门对增信业务展开尽职调查，撰写业务评价报告并报送风险管理部；风险管理部审查合规后，撰写风险评价报告并组织完成业务审批会会议材料，随后报送公司业务审批会审批。业务审批会议实行有权审批人投票表决制，有权审批人包括审批牵头人和审批人，每次审批会议应至少包括7名审批人，其中审批牵头人1名、独立审批委员1名，审批牵头人负责主持会议。各审批人在审批会上对报批项目进行充分讨论研究，当场进行独立表决，由风险管理部根据相应规则汇总后形成会议结论并报公司总裁专题会或董事长办公会进行最终审定，会后由各部门分头落实最终审定的结论。为保持评审的独立性，审批会议实行审批人独立审批制度，各委员履行独立表决权，同时审批会议实行回避制度。

在信用增进业务风险管理方面，公司对信用增进业务的项目受理和立项、项目尽职调查、项目合规性审查和风险评价、项目审批、风险缓释措施落实、合同签订、项目发行和收费以及增信后管理等关键环节的风险管理要求和各部门的职能进行明确，实现对信用增进业务的全流程管理。在投资业务方面，公司对各投资品种的业务发起、交易操作、合规监控、交割清算、档案管理等环节的风险管理要求进行明确，建立起风险限额、交易授权与交易监测相结合的管理模式，监控公司的整体风险水平。公司通过限额、止损、套期保值等手段的综合运用，使投资业务各组合风险敞口控制在安全范围内，并明确各分类、分级授权和转授权，确保了较为高效的运营效率。在信用风险缓释工具业务风险管理方面，公司实行分类管理并与信用增进业务、投资业务紧密结合的管理模式，根据公司经营风险特性逐步探索形成了完整的主动风险管理体系。公司根据不同业务类型的特点，从套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等角度对不同产品、不同交易目的产品设置了有针对性的风

险额度，并采取相应的管理措施。同时公司在准备金、资本覆盖等组合风险管理工具的应用上，充分考虑了创新产品在风险对冲方面的作用，为公司从单一业务层面风险管理向组合层面风险管理、实施经营中的主动风险管理奠定了基础。

随着各项业务的发展，公司逐步提升风险管理的精细化水平，基本形成包括风险估值定价、准备金和资本管理、风险缓释转移机制在内的风险管理体系。近年来，公司先后出台了《资本覆盖率管理办法》《风险准备金计提管理办法》《信用增进业务风险分类管理办法》《信用风险缓释措施管理办法》和《资产损失核销管理办法》等管理制度并适时进行修订。

在风险分类办法方面，公司细化分为四大类七级分类，加强对存续项目的精细化管理，便于根据风险差异性，采取不同措施。在风险准备金计提方面，公司遵循谨慎性、客观性、及时性、重要性和动态性计提原则，按季提取信用增进及投资业务准备金。公司风险准备金包括一般准备金、专项准备金和特种准备金三种。近年来，公司对风险准备金计提方案进行了调整和优化：对一般准备进行了差异化处理，将企业评级划分为三个档次，采用不同的一般准备计提比例，大幅提高了低评级项目的计提比例；对专项准备进行了精细化处理，并适当提高了专项比例计提标准，以增强公司对风险的抵御能力。

为保证公司资本充分覆盖各项业务出现的非预期损失，公司在充分计提风险准备金的基础上，计量并监控各项业务的风险资本要求。公司建立了资本占用额度监测管理机制，由风险管理部根据相关规定按季度对资本占用额度和资本覆盖率进行测算，并向公司管理层报告。公司资本要求按照风险类型不同分为两类，一类是信用风险资本要求，体现为公司信用增进业务、债券投资业务、信用风险缓释工具等各类业务所承担信用风险的非预期损失程度；一类是市场风险资本要求，体现为公司投资的金

融产品因市场变化面临的非预期损失程度。公司通过对资本覆盖率(资本覆盖率为资本与信用风险资本要求和市场风险资本要求之和的比率)的监测,确保公司资本充分覆盖各类业务面临的非预期损失。

为确保公司稳健运营和健康发展,公司对存续期项目的风险状况和投资业务持仓资产风险状况进行压力测试,同时对代偿压力增加、现金流缺口增大情景下,公司所面临的流动性风险状况进行流动性压力测试。增信业务存续期项目方面,公司采用 Credit Portfolio View 模型分析宏观经济和金融市场发生较大波动时,各类信用资产利差的变化情况,从而评估公司存续期增信项目的预期损失程度。在投资业务持仓资产方面,公司采用传统的历史分析法,参考当前金融市场波动性特征以及历次金融事件中债券收益率曲线和股票市场变动情况,结合公司持仓金融资产风险特征属性,评估其在压力情景下的最大亏损程度。流动性风险方面,采用现金流分析方法,全面分析投资业务、增信业务、公司运营等方面现金流情况,结合货币市场流动性状况及波动特征,评估相关现金流缺口给公司带来的流动性压力。以上措施分别从公司整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组合管理。公司通过资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单项业务指标,监测和分析风险管理状况。总体看,公司风险管理体系逐步完善,风险管理水平有所提升。

2. 增信业务组合分析

● 增信业务

截至 2018 年末,公司尚在责任期内增信项目 123 个,涉及企业 83 家,增信余额 1065.60 亿元。

成立之初,为迅速做大规模、扩大影响,公司针对一批资本实力雄厚、信用等级较高的

企业开展了增信业务,业务规模快速增长。随着自身经验的积累,公司根据自身定位调整了业务策略,将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移,客户类型向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。近年来,国内宏观经济增速放缓,中小企业违约风险逐渐暴露,公司对产能过剩行业的中小企业严格风险准入,增量业务重新向信用等级较高的客户倾斜。截至 2018 年末,公司 AA^①及以上企业^①客户涉及增信责任余额 1002.01 亿元,占全部增信责任余额的 94.03%。总体看,公司增信责任余额以高信用等级企业客户为主。

从公司增信余额的行业分布情况来看,2018 年末前五大行业依次为投融资平台、金融、采矿业、房地产和保障房项目。其中,第一行业增信余额占比为 68.98%,前五大行业增信余额合计占 96.07%,行业集中度高,但客户资质较好,整体风险可控。从增信余额的项目分布情况来看,公司单一最大项目增信余额 25.00 亿元,占公司净资产的 30.22%,此项目为天津东方财信投资集团有限公司非公开定向债务融资工具项目;最大五家项目增信余额合计 112.00 亿元,为公司净资产的 1.35 倍,主要为小城镇项目,项目集中度高,但考虑到小城镇项目主体信用评级较高,项目具有改善民生的社会效益,风险可控。从到期期限分布上看,2018 年公司到期期限在 1 年内、1~3 年、3~5 年及 5 年以上的增信业务占比分别为 22.74%、43.54%、28.02%和 5.70%。总体来看,公司增信项目期限分布较均衡。

公司根据《信用增进业务风险分类管理办法》对增信对象进行风险分类。截至 2018 年末,公司增信业务风险分类中 99%以上为正常项目,不良类(含次级、可疑、损失,下同)项目增信责任余额占全部增信责任余额的 0.05%。截至 2018 年末,公司增信业务累计计提风险准备金 20.99 亿元,相当于同期增信余额的 1.97%。

^①此处不包括主体无评级,反担保或原始权益人为 AA 及以上项目

投融资平台类项目在公司增信业务中占比比较高,目前尚未出现违约情况。截至 2018 年末,公司尚在增信责任期内投融资平台项目增信余额 735.00 亿元,占全部增信余额的 68.98%。但随着政府强力推行政府与融资平台债务偿还责任分离,地方政府对融资平台的隐性担保趋于弱化,使得融资平台主体信用差异化趋势愈发明显,隐性担保的信用拉平效应逐步减弱。为进一步提高公司信用风险管理能力,2017 年公司在原有内部评级系统的基础之上,通过中债资信的技术支持,结合平台类企业的特点和公司的风险政策,构建了适应公司业务特点的评价模型,包括“中国地方政府主体信用评级模型”和“中国城市基础设施投融资企业主体信用评级模型”,并通过不断调整和优化,形成了具有针对性的平台类企业评价体系。同时,公司对投融资平台业务实施差异化准入、差异化定价政策,开展的大部分项目都是外部评级 AA 及以上的地市级平台或省级平台,严格控制区县级平台准入,且部分项目由更高级平台主体实施反担保,总体风险可控。未来,公司将继续加强投融资平台项目的风险缓释措施要求,在政府隐性担保下降的可能下,提高实质风险缓释措施的保护力度。

2016 年由于区域集优项目风险暴露,代偿规模为 5.80 亿元,2017 年以及 2018 年,公司到期增信业务未发生代偿情况。截至 2018 年末,公司累计发生 12 笔代偿,金额合计 6.09 亿元,累计代偿回收额 3.11 亿元,其余代偿仍在回收过程中;累计代偿率为 0.40%,代偿回收率为 51.07%。

截至 2019 年 3 月末,公司尚在责任期内增信项目 130 个,涉及企业 86 家,增信余额 1060.47 亿元。其中,公司增信责任余额仍以高信用等级企业客户为主,行业集中度高。2019 年 1—3 月,公司到期增信业务未发生代偿情况。

总体看,公司近年来增信责任余额以高信用等级企业发行为主,并采取了较为严格的风险缓释措施;公司尚在增信期内客户到期期限

分布较均衡,但面临较高的业务集中风险。此外,公司投融资平台类增信项目占比高,在地方政府隐性担保趋于弱化的背景下,相关风险需予以关注。

● 创新业务

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

总体看,公司建立了并不断完善具有信用增进行业特点的全面风险管理体系,目前业务风险可控。

七、财务分析

公司提供了 2016~2018 年度财务报告以及 2019 年 1—3 月财务报表,其中信永中和会计师事务所对公司 2016 年度财务报告进行了审计,致同会计师事务所对公司 2017~2018 年度财务报告进行了审计,审计意见均为标准无保留;2019 年 1—3 月财务报表未经审计。

1. 资本结构

公司目前资本来源以资本金和利润留存为主,公司根据资金业务的需要调整负债规模。2016~2018 年,公司均分配现金股利 3.00 亿元,

近年来公司未分配利润余额有所增长，利润留存对资本起到了一定的补充作用。截至 2018 年末，公司所有者权益 82.71 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 4.38 亿元，未分配利润 17.83 亿元。未来，公司将采取适度的分红政策来回报股东，并通过利润留存支持业务发展。此外，公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本支持。

公司负债主要由卖出回购金融资产、长期借款及增信责任准备金组成(见附录 3：表 6)。公司卖出回购金融资产标的为债券，近年来卖出回购金融资产规模逐年下降，导致公司负债规模呈现逐年下降状态。

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提，特种准备是针对重大突发事件的风险计提。近年来，国内宏观经济增速放缓，公司对风险准备金计提加大了计提力度。截至 2018 年末，公司风险准备金余额 20.99 亿元，占同期增信余额的 1.97%，对已发生代偿和存量项目的覆盖水平较好。

截至 2018 年末，公司长期借款余额 19.16 亿元，其中办公楼抵押贷款 14.17 亿元，信用贷款 5.00 亿元。为拓宽资金来源，公司积极争取银行及其他机构授信。截至 2018 年末，公司共获得 7 家机构合计 259 亿元的授信额度。

近年来，公司负债规模和杠杆率呈逐年下降趋势，2018 年末公司资产负债率为 40.85%。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益 86.60 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 4.38 亿元，未分配利润 20.33 亿元；负债规模为 50.76 亿元，其中风险准备金余额 20.83 亿元，资产负债率为 36.95%。

总体看，公司资本实力强，利润留存对资本起到了一定补充作用，财务杠杆水平不高。

2. 资金运用与资产质量

近年来，受负债规模持续压缩的影响，公司资产总额整体呈逐年下降的趋势，2018 年末资产总额为 139.83 亿元。公司资金主要运用于投资业务，投资资产占资产总额的比例保持在较高水平（见附录 3：表 7）。

近年来，受买入返售金融资产规模下滑的影响，公司同业资产规模呈逐年下降趋势。截至 2018 年末，公司同业资产余额 3.75 亿元，其中买入返售金融资产余额 1.19 亿元，标的资产全部为债券。

在投资策略上，公司以高信用等级、高流动性投资品种为主，根据市场情况进一步控制债券组合久期及利率敏感性，并适当根据持仓债券到期情况合理降低债券类资产投资规模。同时，公司积极探索权益类投资业务，在深入研究各行业和公司基本面的基础上，结合市场情况积极开展长期配置及阶段性调仓等操作。公司投资资产以可供出售金融资产为主，同时公司将部分债券转入持有至到期账户以稳定收息资产规模。截至 2018 年末，公司投资资产余额 111.72 亿元，占资产总额的 79.90%。其中，可供出售金融资产余额 56.50 亿元，其中债券投资余额 35.34 亿元、信托投资余额 11.23 亿元、股票投资余额 9.94 亿元，计提可供出售金融资产减值准备余额 0.54 亿元；交易性金融资产余额 10.02 亿元，持有至到期投资余额 33.56 亿元，投资标的均为债券；衍生金融资产投资余额 10.80 万元，全部为信用风险缓释工具；投资性房地产余额 11.60 亿元，主要是公司办公大楼完工，部分因出租转入此科目。此外，公司投资资产还包括少量对联营企业的长期股权投资。

公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括国债、地方政府债券、政策性金融债券、中期票据、短期融资券、企业债以及公司债。公司投资的利率债以及外部评级在 AA⁺及以上的信用债余额合计占债券投资余额的 90.37%，债券投资的信用风险可控。

2016 年由于区域集优项目风险暴露，公司

应收代偿款明显增加,2016年末余额为4.43亿元;2017年以及2018年公司均未发生代偿。近年来,公司其他资产规模较大,主要是由于公司办公大楼完工,部分转入固定资产所致。截至2018年末,公司其他资产余额22.61亿元,其中固定资产余额10.99亿元;应收代偿款3.51亿元。

2019年以来,公司资产总额呈持续下降趋势。截至2019年3月末,公司资产总额为137.35亿元,其中投资资产余额106.21亿元,主要投资品种为债券。

总体看,受负债规模压缩影响,公司资产规模有所下降;公司投资规模较大,投资品种以债券为主,信用风险可控。

3. 经营效率及盈利能力

公司营业收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见附录3:表8)。近年来,受增信业务收入变动的影响,公司营业收入有所波动,2018年实现营业收入13.37亿元,其中租金收入0.77亿元,为公司部分办公大楼出租收入。

公司综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价,同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平,公司增信业务议价能力较强。2018年,由于增信业务规模增速较快,公司增信业务收入较上年末有所上升,2018年实现增信业务收入7.06亿元,占营业收入的52.81%。

近年来,受投资资产规模压缩以及股市波动较大的影响,公司投资收益规模逐年下降,主要以债券利息收入为主。2018年,公司实现投资收益4.94亿元,占营业收入的36.92%。

公司营业成本主要来自提取风险准备金、业务及管理费和利息支出。2016~2017年,由于高风险区域集优项目大量到期,公司风险准备金计提规模大幅下降;2018年由于增信业务规模快速增长,公司加大了风险准备金计提力度。2016~2018年,公司分别提取风险准备金0.98亿元、0.92亿元和1.57亿元。2018年,公司业务及管理费1.70亿元,相当于营业收入的

12.70%,营业费用整体保持在合理范围。2018年,公司利息支出1.25亿元,主要为卖出回购金融资产利息支出和长期借款利息支出。

近年来,公司净利润水平呈波动状态。2016年,由于风险准备金计提规模大幅下降,公司净利润明显增加;2017年,受增信业务收入下降以及利息支出和业务及管理费支出规模上升的影响,公司净利润有所下降;2018年,受增信业务收入以及办公大楼租金收入增长的影响,公司净利润有所上升。2018年,公司实现净利润6.28亿元,平均资产收益率及平均净资产收益率分别为4.32%和7.73%。

2019年1—3月,公司实现营业收入3.82亿元,其中增信业务收入1.81亿元,投资收益1.54亿元;营业支出0.48亿元,其中提取风险准备金-0.16亿元,利息支出0.32亿元;2019年1—3月,公司实现净利润2.50亿元。

总体看,公司营业收入以增信业务和投资业务收入为主;随着办公大楼的交付使用,租金收入使公司收入趋于多元化,整体盈利水平较好。

4. 资本充足率及代偿能力

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

从现金流情况来看,2017年以来,由于公司未发生代偿,公司经营活动产生的现金流由净流出转为净流入状态且规模逐年增长;由于收到买入返售金融资产现金款规模较大,投资活动产生的现金呈净流入状态;筹资活动产生

的现金流入主要为取得借款和收到卖出回购金融资产款，现金流出主要为借款支付和支付卖出回购金融资产款，近年来呈净流出状态且净流出规模逐年增长。总体看，公司现金流趋紧（见附录 3：表 9）。

近年来，公司净资产及净资本规模持续上升。根据公司 2018 年末的资产状况，估算出公司净资本为 51.88 亿元，净资本比率为 62.72%（见附录 3：表 10）。由于公司净资本规模有所增长，净资本增信倍数较上年末有所下降，净资本覆盖率呈上升状态。截至 2018 年末，公司净资产增信倍数为 12.88 倍，净资本增信倍数为 20.54 倍。经测算，截至 2018 年末，公司净资本覆盖率为 81.14%。

根据公司 2019 年 3 月末的资产状况，估算出公司净资本为 56.06 亿元，净资本比率为 64.74%，净资产增信倍数和净资本增信倍数分别为 12.25 倍和 18.92 倍，净资本覆盖率为 88.10%。

公司增信业务的持续发展对公司资本充足水平的影响需关注。

八、债券偿债能力分析

截至本报告出具日，公司无存续期内的金融债券。假设本期无固定期限金融债券发行规模为 15 亿元，在 2018 年财务数据基础上，估算经营活动现金流入量、净利润和股东权益对本期无固定期限金融债券本金的保障倍数见表 3。总体看，公司经营活动现金流入量和净利润对本期无固定期限金融债券的保障能力一般，股东权益对本期无固定期限金融债券的保障能力强。

表 3 公司本期无固定期限金融债券保障情况 单位：倍

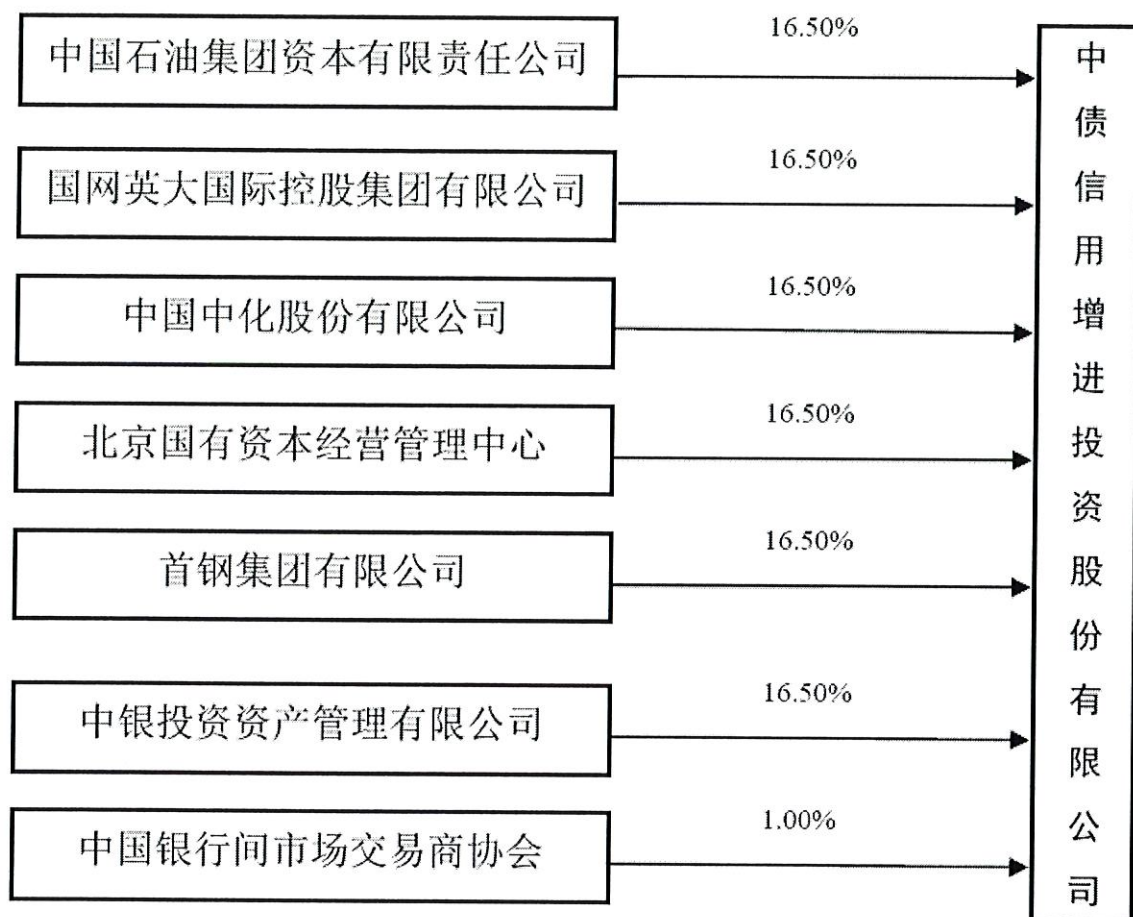
项 目	2018 年
经营活动现金流入量/无固定期限金融债券本金	0.59
净利润/无固定期限金融债券本金	0.42
股东权益/无固定期限金融债券本金	5.51

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

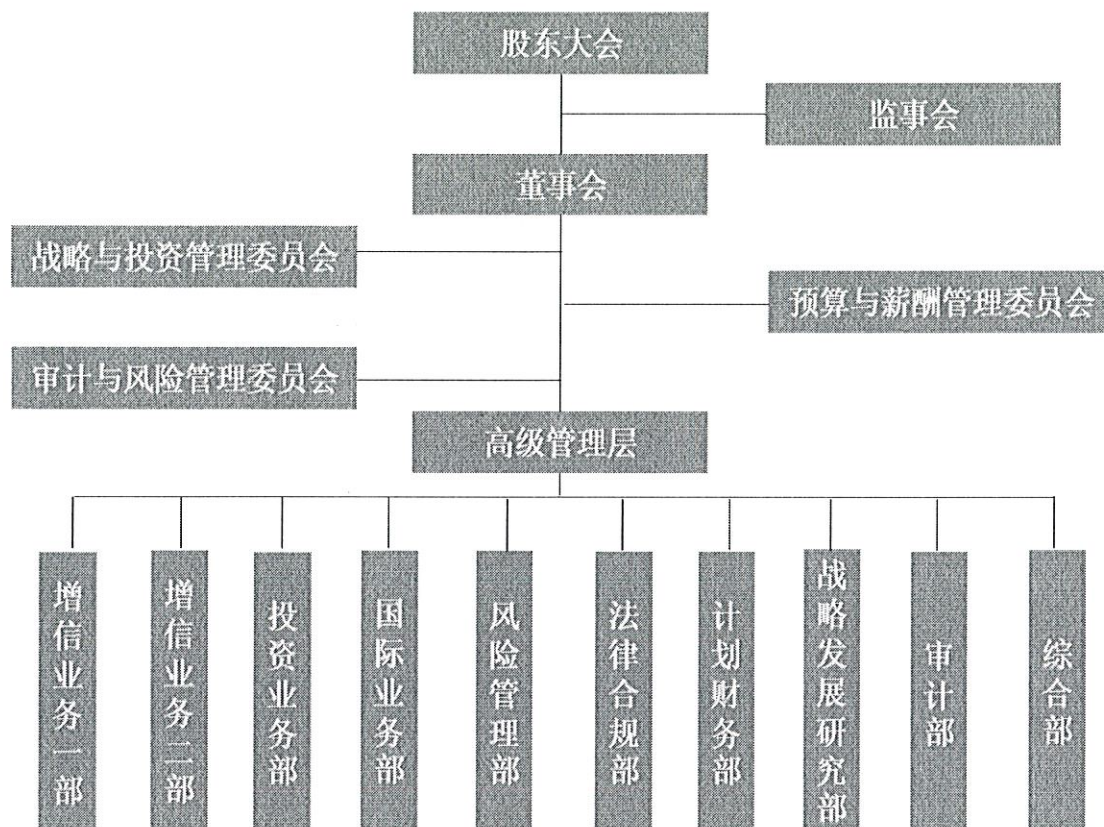
九、评级展望

作为国内首家信用增进机构，经过近年来的经营实践，公司增信业务基础不断夯实，创新业务持续推进。公司资本实力强，股东背景强大，形成了完善的内控与风险管理架构，市场竞争力进一步增强。另一方面，随着公司增信业务规模的增长，公司面临资本消耗、风险管理压力加大以及业务相对集中等问题。根据公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织架构图



附录3 主要财务数据及指标

表1 公司尚在责任期内增信业务余额分布 单位：亿元、个

项目种类	2019年3月末		2018年末		2017年末		2016年末	
	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量
基础类信用增信业务	1060.47	130	1065.60	123	956.60	90	936.10	76
其中：中期票据	226.40	28	218.40	25	108.00	10	56.00	6
短期融资券	18.00	3	20.00	3	12.00	2	-	-
超短期融资券	28.00	6	10.00	1	-	-	20.00	1
定向融资工具	221.51	19	217.51	18	241.00	19	284.80	19
项目收益票据	25.00	5	25.00	5	25.00	5	25.00	5
资产支持票据	16.10	5	16.10	5	20.00	6	-	-
企业债	273.00	28	305.90	30	371.30	34	365.80	29
公司债	140.20	14	140.20	14	143.20	10	141.00	8
金融债	20.00	2	20.00	2	10.00	1	10.00	1
次级债	-	-	-	-	-	-	10.00	1
信托计划	34.50	6	34.50	6	0.10	1	5.00	1
资产支持证券	6.77	10	7.00	10	-	-	-	-
保险债权计划	51.00	4	51.00	4	26.00	2	16.00	1
区域集优	-	-	-	-	-	-	2.50	4
合计	1060.47	130	1065.60	123	956.60	90	936.10	76

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表2 2019年3月末公司增信业务级别分布情况

主体级别	增信金额（亿元）	增信金额占比（%）
AA+及以上	539.50	50.88
AA	442.21	41.70
AA-	19.4	1.83
A+及以下	2.01	0.20
无评级	57.37	5.41
合计	1060.47	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表3 2019年3月末公司增信业务行业分布情况

行业	增信金额（亿元）	增信金额占比（%）
投融资平台	733.40	69.16
金融	155.80	14.69
采矿业	72.00	6.79
房地产	42.10	3.97
水的生产和供应业	16.10	1.52
保障房项目	15.51	1.46
燃气生产和供应业	7.40	0.70
公共设施管理业	6.77	0.64
化学原料和化学制品制造业	4.40	0.41
其他	6.99	0.66
合计	1060.47	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 4 2019 年 3 月末增信业务到期期限分布情况

到期期限	增信金额(亿元)	占比 (%)
1 年以内 (含 1 年)	250.33	23.61
1-3 年 (含 3 年)	468.98	44.22
3-5 年 (含 5 年)	285.82	26.95
5 年以上	55.35	5.22
合计	1060.47	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 5 2019 年 3 月末公司增信业务风险分类情况

项目	占增信金额 (%)
稳定一档	29.25
稳定二档	42.74
关注一档	23.80
关注二档	4.19
次级	-
可疑	0.02
损失	-
合计	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 6 公司负债结构 单位：亿元

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
卖出回购金融资产	7.22	13.53	28.27	45.12
长期借款	19.16	19.16	19.17	14.71
风险准备金	20.83	20.99	19.41	18.49
其他	3.55	3.43	4.29	3.87
负债合计	50.76	57.12	71.14	82.19

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 7 公司资产结构 单位：亿元

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
货币资金	2.75	0.61	0.53	0.24
贷款	1.15	1.15	1.37	1.49
同业资产	4.20	3.75	11.33	14.87
投资资产	106.21	111.72	112.61	112.99
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	12.16	10.02	8.95	5.51
持有至到期投资	32.36	33.56	38.33	17.16
可供出售金融资产	50.06	56.50	56.16	86.85
其他资产	23.04	22.61	25.07	29.77
其中：应收代偿款	3.44	3.51	4.03	4.43
合计	137.35	139.83	150.91	159.36

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 8 公司收益指标 单位：亿元、%

项目	2019年1—3月	2018年	2017年	2016年
营业收入：	3.82	13.37	12.66	13.23
其中：增信业务收入	1.81	7.06	6.66	6.97
投资收益	1.54	4.94	5.38	5.59
利息收入	0.04	0.18	0.30	0.17
营业成本：	0.48	5.07	5.01	4.14
其中：提取风险准备金	-0.16	1.57	0.92	0.98
业务及管理费	0.27	1.70	1.79	1.57
利息支出	0.32	1.25	1.33	0.99
净利润	2.50	6.28	5.86	6.96
平均资产收益率	-	4.32	3.78	4.35
平均净资产收益率	-	7.73	7.46	9.16

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 9 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2019年1—3月	2018年	2017年	2016年
经营活动产生的现金流量净额	0.88	3.95	2.97	-3.06
投资活动产生的现金流量净额	8.13	13.89	12.30	10.12
筹资活动产生的现金流量净额	-6.62	-20.02	-14.60	-7.51
现金及现金等价物净增加额	2.39	-2.18	0.60	-0.45
期末现金及现金等价物余额	3.22	0.83	3.02	2.42

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

表 10 公司资本充足性指标 单位：亿元、%

项目	2019年3月末	2018年	2017年末	2016年末
增信余额	1060.47	1065.60	956.60	936.10
净资产	86.60	82.71	79.76	77.18
净资本	56.06	51.88	44.83	41.79
净资产增信倍数	12.25	12.88	11.99	12.13
净资本增信倍数	18.92	20.54	21.34	22.40
净资本比率	64.74	62.72	56.20	54.14
净资本覆盖率	88.10	81.14	78.10	74.40

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

附录 4 主要财务指标及计算公式

指标名称	计算公式
累计代偿率	累计增信代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/增信代偿额
平均净资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初净资产总额} + \text{期末净资产总额}) \times 100\%$
平均资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) \times 100\%$
资产负债率	$(\text{负债总额} - \text{风险准备金}) / \text{资产总额} \times 100\%$
净资产增信倍数	增信余额/净资产
净资本增信倍数	增信余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产 $\times 100\%$
净资本覆盖率	净资本/增信业务组合风险价值 $\times 100\%$

附录 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，分别为：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。各等级含义如下表所示：

级别	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，有较高违约风险。
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。

附录 5-2 信用增进公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信信用增进公司中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 2019 年中债信用增进投资股份有限公司 无固定期限金融债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中债信用增进投资股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

中债信用增进投资股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中债信用增进投资股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中债信用增进投资股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

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

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

联合资信评估有限公司关于 浙江恒逸集团有限公司 2020 年度第二期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期短期融资券信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

浙江恒逸集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期短期融资券正式发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

浙江恒逸集团有限公司或本期短期融资券如发生重大变化，或发生可能对本期短期融资券信用等级产生较大影响的重大事项，浙江恒逸集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注浙江恒逸集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期短期融资券相关信息，如发现浙江恒逸集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如浙江恒逸集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对本期短期融资券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与浙江恒逸集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。