跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1442 号

浙商创投股份有限公司：

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：

浙商创投股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”

浙商创投股份有限公司公开发行的“19 浙投 01”的债券信用等级为 AA+

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

浙商创投股份有限公司
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：A+　　评级展望：稳定

上次评级结果：A+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19浙投01	5年	0.5亿元	AA+	AA+	2019年4月1日

担保方：北京中关村科技融资担保有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019年6月20日

主要财务数据：

发行人

项目	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	18.70	17.90	19.98
所有者权益（亿元）	17.49	15.58	16.32
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.70	1.86	1.86
营业收入（亿元）	1.26	1.20	0.24
净利润（亿元）	0.46	0.55	0.00
EBITDA（亿元）	1.04	0.93	--
经营性净现金流（亿元）	-1.03	-2.69	0.58
营业利润率（%）	99.19	99.34	99.19
净资产收益率（%）	2.47	3.32	-0.03
资产负债率（%）	6.44	12.95	18.32
全部债务资本化比率（%）	3.85	10.67	10.24
流动比率（倍）	6.00	1.48	1.08
EBITDA全部债务比（倍）	1.49	0.50	--
EBITDA利息倍数（倍）	3.32	4.61	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.09	1.87	--

担保方

项目	2016年	2017年	2018年9月
资产总额（亿元）	49.26	54.74	58.39
所有者权益合计（亿元）	24.86	25.74	24.86
融资性担保余额（亿元）	95.4	100.46	71.54
净资产担保责任余额倍数（倍）	8.28	8.55	9.23

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、本报告中2017年财务数据为2018年审计报告的期初数/上年数；3、2019年1~3月财务数据未经审计，相关指标未年化；4、其他应付款中的拆借款计入短期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，浙商创投股份有限公司（以下简称“公司”或“浙商创投”）作为国内从事私募基金管理、股权投资和投资咨询服务的领先企业，在员工素质、内控建设、在管基金规模、区域经济环境等方面仍具有较强的综合竞争优势。2018年，公司通过设立“凤凰计划”专项基金，在管基金规模快速增长，业务模式清晰、投资方向明确，净利润保持增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处的私募基金行业整体风险较高、在管项目数量增加可能导致的管理风险以及对赌及回购条款触发时项目公司股东履约不确定性较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司各项业务的持续开展和内部管理的不断完善，公司综合竞争力有望进一步提升。

公司发行的“19浙投01”由北京中关村科技融资担保有限公司（以下简称“中关村担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，中关村担保仍是北京市政府批准设立的国有政策性专业担保机构，货币资金充足、资产整体流动性较好、代偿能力较强，其担保对“19浙投01”的信用水平仍具有显著提升作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为A+，评级展望为“稳定”，同时维持“19浙投01”的债项信用等级为AA+。

优势

1．公司通过“反向混改”资本实力增强，为基金设立和公司长期发展提供了保障；2018年公司响应浙江省政府“凤凰行动”计划，成立专项基金，助力浙江省企业上市和并购重组。

2.公司在管基金规模扩大，业务模式清晰、投资方向明确；同时，公司地处经济活力很强的浙江省杭州市，外部发展环境良好。

3．担保方中关村担保代偿能力较强，其担保对“19 浙投 01”的信用水平仍具有显著提升作用。

关注

1．公司所在行业为私募投资基金行业，受宏观经济形势和证券市场环境影响较大，行业整体风险较高。

2．公司在管项目规模快速增长，对公司的投资管理能力提出挑战。

3．受宏观经济影响，公司项目整体退出金额较上年大幅下降，项目退出收益未达预期；未来若投资项目出现退出困难等情况，将对公司正常经营产生较大影响。

4．公司对部分已投项目设置了对赌和回购条款，若投资项目企业经营状况不佳，届时项目公司股东履约不确定性较大，或将对公司利益造成不利影响。

分析师

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

范　琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@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 10 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。

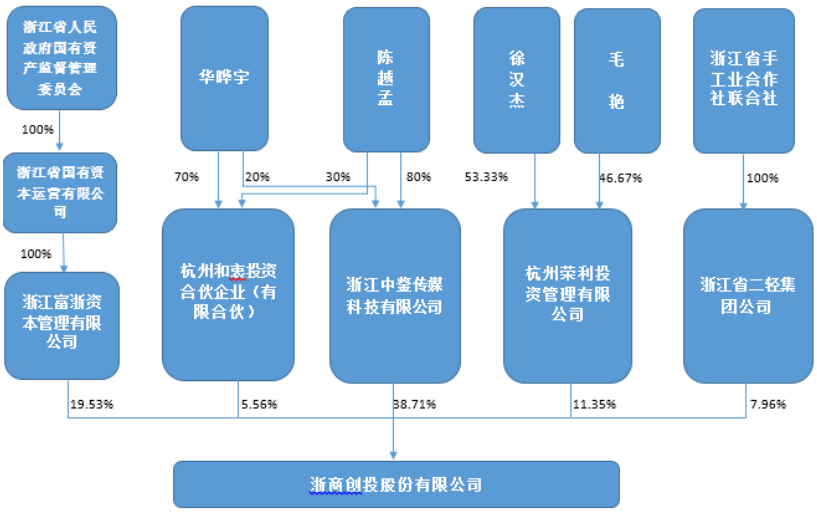
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙商创投股份有限公司（以下简称“浙商创投”或“公司”）前身为浙江浙商创业投资管理集团有限公司（以下简称“浙江浙商投资”），由浙江中鉴传媒科技有限公司（以下简称“中鉴传媒”）和杭州荣利投资管理有限公司（以下简称“荣利投资”）于 2007 年 11 月出资设立，初始注册资本为 500 万元，注册地为杭州。后经多次增资扩股，2015 年 3 月，公司增资扩股引入国资股东浙江省综合资产经营有限公司（以下简称“浙江资产经营”）和省属集体企业浙江省二轻集团公司（以下简称“浙江二轻”）。2015 年 4 月，浙江资产经营变更名称为浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“国资运营公司”）。2015 年 6 月，经浙江浙商投资股东会决议，浙江浙商投资以经审计的原账面净资产折合成股本 6.00 亿元，整体变更为浙商创投。2015 年 11 月，公司在全国中小企业股份转让系统（以下简称“股转系统”）挂牌（代码：834089.OC）。后经历次增资扩股，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 7.22 亿元，公司第一大股东为中鉴传媒，实际控制人为陈越孟。截至 2019 年 3 月底，中鉴传媒共质押 900.00 万股公司股票，占公司股份总数的 1.25%，占其持有公司股份总数的 3.22%；荣利投资共质押 8,196.00 万股公司股票，占公司股份总数的 11.35%，占其持有公司股份总数的 100.00%。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司主要股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围与主营业务未发生重大变化，公司职能部门设置未作调整。截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 18 家，在职员工 84 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 179,033.82 万元，负债合计 23,189.57 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 155,844.25 万元，其中归属于母公司的所有者权益 166,896.48 万元。2018 年，公司实现营业收入 11,966.36 万元，净利润（含少数股东损益）5,492.61 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 5,545.61 万元；经营活动产生的现金流量净额为-26,935.36 万元，现金及现金等价物净增加额为 4,952.93 万元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 199,761.10 万元，负债合计 36,592.92 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 163,168.18 万元，其中归属于母公司的所有者权益 172,027.18 万元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2,381.54 万元，净利润（含少数股东损益）-44.99 万元，其中归属于母公司所有者的净利润-61.44 万元；经营活动现金流量净额为 5,765.38 万元，现金及现金等价物净增加额-16,291.53 万元。

公司注册地址：浙江省杭州市西湖区西溪路 527 号钱江浙商创投中心 B 座 9 楼 901 室；法定代表人：陈越孟。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可 2018〔640〕号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行总额不超过 3.00 亿元的公司债券。公司于 2019 年 4 月 10 日以网下向合格投资者簿记建档的方式发行“浙商创投股份有限公司公开发行 2019 年创新创业公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为 5,000.00 万元，最终发行票面利率为 7.50%，债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用固定利息，按年付息，最后一期利息随本金的兑付一起支付，2020 年至 2024 年每年的 4 月 10 日为上一个计息年度的付息日。

经上海证券交易所（以下简称“上交所”）同意，本期债券于 2019 年 4 月 15 日起在上交所集中竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市，并面向合格投资者中的机构投资者交易，债券代码：155317.SH，债券简称为“19 浙投 01”。

本期债券由北京中关村科技融资担保有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，承担保证责任的期间为债券发行之日起至债券履行期届满后二年。

本期债券募集资金主要通过直接投资、或设立契约型基金、公司型基金、以及设立有限合伙企业等方式专项投资于种子期、初创期、成长期的创新创业公司的股权。截至 2019 年 4 月底，“19 浙投 01”募集资金尚未使用，截至报告出具日，“19 浙投 01”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务为私募基金管理、股权投资和投资咨询服务，属于私募股权投资行业。

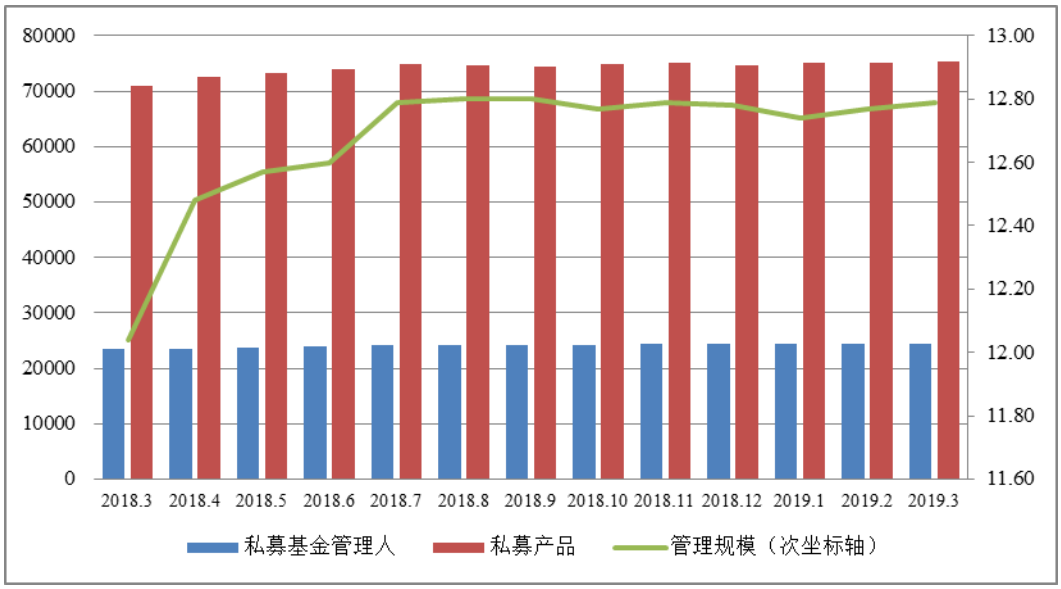
1．私募基金行业

（1）行业概况

自 2004 年至今，我国私募基金行业经过 15 年的发展，已成为中国资本市场体系的重要一部分。据中国证券投资基金业协会统计（以下简称“中基协”），截至 2018 年底，已登记私募基金管理人 24,448 家，较 2017 年底存量机构增加 2,002 家，同比增长 8.92%；已备案私募基金 74,642 只，较 2017 年底在管私募基金数量增加 8,224 只，同比增长 12.38%；管理基金规模 12.78 万亿元，较 2017 年底增加 1.68 万亿元，同比增长 15.12%；私募基金管理人员工总人数 24.57 万人，较 2017 年底增加 7,422 人，同比增长 3.12%。

截至 2019 年 3 月底，中基协已登记私募基金管理人 24,361 家，较 2018 年底减少 87 家；已备案私募基金 75,348 只，较 2018 年底增加 706 只，管理基金规模 12.79 万亿元，较 2018 年底增加 0.01 万亿。其中，私募证券投资基金管理人共有 8,934 家，管理基金 36,235 只，管理基金规模 2.11 万亿元，规模较 2018 年底减少 5.80%；私募股权、创业投资基金管理人 14,669 家，管理基金 34,299 只，管理基金规模 8.86 万亿元，规模较 2018 年底增长 3.02%；其他私募投资基金管理人 755 家，管理基金 4,814 只，管理基金规模 1.82 万亿元，规模较 2018 年底减少 6.19%。

图 2　近年私募基金发展情况（单位：家、只、万亿）



资料来源：中国证券投资基金业协会、联合评级整理

截至 2019 年 3 月底，从已登记私募基金管理人数量注册地分布来看，集中在上海、深圳、北京、浙江（除宁波）、广东（除深圳），合计占比 71.52%。其中，上海 4,752 家、深圳 4,583 家、北京 4,351 家、浙江（除宁波）2,065 家、广东（除深圳）1,671 家，数量占比分别为 19.51%、18.81%、17.86%、8.48%和 6.86%。

截至 2019 年 3 月底，已备案合伙型、公司型私募基金数量从注册地分布来看（按 36 个辖区），集中在浙江（除宁波）、深圳、宁波、上海和江苏，总计占比达 54.10%。其中，浙江（除宁波）3,672 只、深圳 3,263 只、宁波 2,999 只、上海 2,603 只、江苏 2,564 只，数量占比分别为 13.16%、11.69%、10.74%、9.33%和 9.19%。

截至 2019 年 3 月底，已登记私募基金管理人管理基金规模在 100 亿元及以上的有 242 家，管理基金规模在 50~100 亿元的有 279 家，管理基金规模在 20~50 亿元的有 662 家，管理基金规模在 10~20 亿元的有 828 家，管理基金规模在 5~10 亿元的有 1,130 家，管理基金规模在 1~5 亿元的有 4,311 家，管理基金规模在 0.5~1 亿元的有 2,269 家。截至 2019 年 3 月底，已登记的私募基金管理人有管理规模的共 21,317 家，平均管理基金规模 6.00 亿元。

总体看，2018 年以来，受证券市场影响，管理基金规模增长趋缓，我国私募基金行业整体发展趋势平稳，其中私募股权投资基金保持快速发展趋势。

（2）行业竞争

受宏观经济环境影响，2018 年私募机构在募、投、退三方面均有一定程度下滑，但根据中基协数据，基金管理总规模自 2019 年 1 月以来保持增长趋势，主要体现在存量私募基金管理人平均管理规模持续上升，和中小型私募机构竞争加剧两方面。

从私募基金管理人情况看，截至 2019 年 3 月底，已登记的私募基金管理人中有资产管理规模的共 21,317 家，较 2018 年底减少 87 家；其中，新增 100 亿以上管理规模的私募基金 2 家，50~100 亿管理规模的私募基金 3 家。大型私募基金数量有所增加，中小型私募基金数量减少。

从资金募集情况看，2018 年 6 月以来，基金募资相对困难，新成立基金及募集完成基金数量减少，基金平均募资规模下降。部分中小机构募资压力增加，项目投资开始依赖于积累的存量资金。资金相对充足的头部机构，也普遍加强风控管理，坚持理性投资、价值投资，大额投资减少。

总体看，2018 年以来，大型私募基金数量有所增加，中小型私募基金数量减少；私募基金行业在资金募集方面竞争较为激烈，中小型私募机构发展压力有所增加。

（3）行业政策

2018 年，中国私募基金及股权投资市场在经历快速发展后进入调整期，行业监管不断完善，引导市场规范化运作。《私募投资基金备案须知》、《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》等一系列规范文件相继出台，引导行业健康可持续发展。

2019 年，国务院发布关于推广第二批支持创新相关改革举措的通知，证监会发布《证券基金经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（征求意见稿）》，均将有利于缓解私募股权投资基金和私募证券投资基金的募资困境。

表 1　2018~2019 年私募基金行业政策列表

时间	政策	发布单位	政策内容
2018.01.12	《私募投资基金备案须知》	中基协	列示了包括民间借贷、委托贷款、信托贷款等在内不属于私募基金范围的经营活动
2018.03.30	《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》	中基协	包括总则、估值原则、估值方法三部分内容，对于私募基金非上市股权投资的估值相关做了详细说明和规定
2018.04.27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	人民银行、银保监会、证监会、外汇管理局	除嵌套、去通道；提门槛；降杠杆；控分级，限制私募产品杠杆水平
2018.05.11	《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》	证监会	要求证券公司从多方面对私募基金等非持牌机构严格核实；发现利用场外期权规避监管、保证金比例超出产品规模 30%的停止合作并向监管部门报告
2018.10.21	《关于对参与上市公司并购重组纾解股权质押问题的私募基金提供备案“绿色通道”相关安排的通知》	中基协	支持私募基金参与市场化、法治化并购重组，纾解上市公司股权质押问题，特别提供产品备案及重大事项变更的“绿色通道”服务
2018.10.22	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	证监会	对投资于非标资产的金额以及退出做出明确限制；定义 FOF、MOM；对募集期、建仓期做出具体规定；放宽私募资管业务的展业条件；实施穿透原则；过渡期实施“新老划断”
2018.11.19	《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》	国家发改委、人民银行、财政部、银保监会、证监会	鼓励私募股权投资基金开展市场化债转股业务；支持外资设立私募股权投资基金开展市场化债转股业务
2018.12.02	《商业银行理财子公司管理办法》	银保监会	私募可通过投顾和直接委托接受银行理财资金将银行、保险资管纳入投顾范围
2018.12.07	更新版《私募基金管理人登记须知》	中基协	从运营条件、从业人员、出资人、关联方、重大变更等方面进一步规范私募登记，引入中止办理流程，新增不予登记情形
2019.01.08	《国务院办公厅关于推广第二批支持创新相关改革举措的通知》	国务院办公厅	提出将推动政府股权基金投向种子期、初创期企业的容错机制，加大政府资金进场，将推进创投市场发展。
2019.2.22	《证券基金经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（征求意见稿）》	证监会	MOM 产品首次有了行业规范，私募公司可以通过 MOM 产品与银行、保险等机构开展协作，发挥其资产配置、管理人研究、证券研究的优势，为其提供新的发展方向。

资料来源：联合信用评级整理

（4）行业发展

在产业结构调整和消费升级的宏观大趋势下，我国私募股权投资的发展空间仍然较大。私募股权投资能够帮助实体经济企业在提高收入、提升效率和建设创新能力三大维度上整合资源创造价值，有利于帮助新兴技术企业引进人才、规范专业管理能力，实现规模化发展。

2018 年，随着我国资本市场的发展完善，私募股权投资从单一靠资源驱动向资源和能力双驱动转型，医疗健康、金融科技、消费零售、节能环保、新型技术等领域发展迅速，在相关领域兼具资源优势和投资能力的机构将更能满足 LP 的投资需求；其次，随着监管趋严、刚兑打破，私募股权在

未来资产配置中的占比将有所提升，这也要求私募基金尤其是私募股权投资基金加强专业化投资管理能力建设，尤其是长周期投研和投后管理能力建设，保持高效的决策和组织运作机制；第三，随着以“养老金三支柱”为代表的机构投资者日益成熟，能够争取到这一市场的私募股权基金将会获得更快的发展。

总体看，2018 年，我国私募股权投资未来发展空间仍然较大；未来在项目资源、投资管理及市场份额具备优势的机构将获得更快地发展。

2．浙江省和杭州市区域经济

根据浙江省统计局《2018 年浙江经济社会发展报告》，2018 年浙江全省生产总值为 56,197 亿元，居全国第四位，按可比价格计算，较上年增长 7.1%，超过全国增速 0.5 个百分点。人均生产总值达 9.86 亿元，较上年增长 5.7%。其中，第一产业实现增加值 1,967 亿元，较上年增长 1.9%；第二产业增加值 23,506 亿元，较上年增长 6.7%；第三产业增加值 30,724 亿元，较上年增长 7.8%。三次产业增加值比例由上年 3.7∶43.0∶53.3 调整为 3.5：41.8：54.7。总体看，2018 年，浙江省工业、服务业稳步增长，农业生产基本稳定。

2019 年一季度，浙江省实现地区生产总值 13,084 亿元，按可比价格计算同比增长 7.7%，超过全国同期增速 1.3 个百分点。其中，第一产业实现增加值 311 亿元；第二产业增加值 5,233 亿元，较上年增长 7.9%；第三产业增加值 7,540 亿元，较上年增长 7.8%。2019 年一季度浙江规模以上工业增加值同比增长 8.9%，其中，大、中、小型企业工业增加值分别增长 4.1%、6.1%和 14.9%，民营企业工业增加值增长 11.6%。

从杭州市情况看，杭州、宁波、绍兴、温州是浙江的四大经济支柱，2018 年杭州市全年地区生产总值 13,509 亿元，比上年增长 6.7%，经济实力仍然位居中国前 20 位。

根据《杭州市 2019 年一季度经济形势分析报告》，2019 年一季度，杭州市实现地区生产总值 3,230 亿元，同比增长 7.5%；其中一、二、三产分别实现增加值 55 亿元、1,098 亿元和 2,078 亿元，分别较上年增长 1.1%、4.9%和 9.2%，三次产业结构调整为 1.7：34.0：64.3。截至 2019 年 3 月底，金融机构本外币贷款余额 3.8 万亿元，同比增长 23.6%，增速较上年同期提高 8.1 个百分点；金融机构本外币存款余额 4.2 万亿元，同比增长 9.7%，增速下降 2.5 个百分点。

浙江省政府于 2019 年 1 月发布《浙江省人民政府办公厅关于进一步推动企业兼并重组的实施意见》（浙政办发〔2019〕2 号），进一步支持企业兼并重组，提升企业综合实力和核心竞争力，促进资源优化配置和产业转型升级。2019 年 4 月发布政策解读，为“持续推动大企业股份制改革、上市和并购重组”进一步明确适用范围、产业政策引导、加大财税支持和提升金融服务等问题。

总体看，2018 年，浙江省和杭州市经济实力仍然极强，经济结构继续优化升级，新旧动能转换加快，高质量发展势头良好；支持企业兼并重组政策导向进一步明确，为私募股权基金的发展创造了良好的外部环境。

四、管理分析

1．治理结构

2018 年，由于工作调整原因，周德强先生不再担任公司董事，公司选举杜湛先生为新任董事；由于工作调整原因，谢志龙先生不再担任公司监事，公司选举张正鸽先生为新任监事。

总体看，董事及监事变动未对公司经营产生重大不利影响，公司其他董事、监事及高级管理人

员未发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

2．管理体制

项目管理方面，截至 2018 年底，公司在管项目全部为财务投资，共向 49 个项目派驻董事，19 个项目派驻监事，该等董事、监事均由公司高管和经验丰富的投资管理人员担任，涉及人员约 14 人；风险隔离方面，公司继续执行《风险隔离及利益冲突防范制度》等相关制度，以确保自有资金与受托管理资产之间有效的风险隔离；人员激励方面，2019 年 4 月，公司董事会决议通过“北高峰计划”，在满足一定条件后，基金募资人员或团队负责人可申请成为该基金的权益合伙人，享受基金 GP 权益分成，该计划旨在提升公司员工基金募集的积极性，扩大募资渠道，吸引外部优秀团队。

总体看，公司高管团队稳定、主要管理制度连续，具备风险隔离措施。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司仍主要从事私募创业投资、股权投资基金管理，兼有自有资金的直投业务，商业模式无重大变化。2018 年，公司与浙商银行共同发起成立“凤凰行动”计划专项基金，作为浙江省创投机构，公司深入挖掘浙江省内创新型企业和有转型前景的行业龙头。

2018 年，公司营业收入 11,966.36 万元，较上年下降 5.35%，主要系公司部分在管基金进入延长期不再收取管理费，且 2018 年项目退出金额较少，公司提取的业绩报酬相应减少所致。2018 年，公司实现净利润 5,492.61 万元，较上年增长 18.41%，主要系投资收益增加所致。

从收入构成看，2018 年，公司收入仍然主要来自于投资管理业务，投资管理费收入 11,829.08 万元，较上年减少 6.08%，主要系 2018 年项目退出金额较少，公司提取的业绩报酬相应减少所致；投资管理业务收入占营业收入比重为 98.85%，变化不大，主营业务突出。

表 2　2016~2018 年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
投资管理业务收入	15,070.39	98.11	12,594.28	99.62	11,829.08	98.85
其他服务	290.88	1.89	48.04	0.38	137.28	1.15
合计	**15,361.27**	**100.00**	**12,642.32**	**100.00**	**11,966.36**	**100.00**

资料来源：公司提供

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2,381.54 万元，同比下降 16.12%，主要系部分在管基金进入延长期不再收取管理费，且新增基金的部分管理费收入尚未达到收入确认条件所致；实现净利润 -44.99 万元，较上年同期 279.52 万元由正转负，利润波动较大，主要系营业收入减少及财务费用增加所致。

总体看，2018 年，公司营业收入仍主要来自投资管理收入，但公司营业收入和净利润水平有一定波动，考虑到行业特征，属于正常波动。

2．投资管理业务

公司投资管理业务收入主要由基金超额业绩报酬和基金管理费收入构成。2018 年，受公司基金募集与退出情况影响，投资管理业务收入构成变化较大；其中，基金管理费收入 9,883.60 万元，为

2017 年收入的 2.17 倍，主要系新募集成立了五只基金，管理费用收入增加所致，占营业收入的比重为 82.59%，较上年上升 46.54 个百分点；基金超额业绩报酬 1,945.48 万元，较上年下降 75.79%，主要系 2018 年基金退出金额较少，公司提取的超额收益相应减少所致，占营业收入的比重为 16.26%，较上年下降 47.31 个百分点。

从具体项目情况看，截至 2018 年底，公司基金实缴总规模 531.34 亿元，较 2017 年底大幅增长，主要系宁波鸿煦投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“宁波鸿煦”）和杭州奋华投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“杭州奋华”）这两只较大规模的综合性基金的设立所致。截至 2019 年 3 月底，公司在管基金数量合计 28 只，实缴总规模为 532.54 亿元，前十大在管基金实缴金额 513.39 亿元。

表 3　近年来公司在管基金规模情况（单位：只、万元）

项目	2016 年底	2017 年底	2018 年底	2019 年 3 月底
在管基金数量	20	22	26	28
认缴总规模	565,386.00	584,186.00	5,506,921.00	5,518,931.00
实缴总规模	376,086.00	390,686.00	5,313,421.00	5,325,431.00

资料来源：公司提供

宁波鸿煦成立于 2018 年 6 月，为股权投资型基金，由浙江浙商证券资产管理有限公司认缴 240.00 亿元、浙商创投认缴 10 万元共同发起设立，浙商创投为基金管理人。截至 2018 年底，基金实缴规模 240.00 亿元，已投资金额 239.49 亿元，占比 99.79%，尚未有项目退出。

杭州奋华成立于 2018 年 9 月，为股权投资型基金，由宁波鸿煦（持股 93.96%）、杭州萧山产业基金有限公司（持股 6.00%）及浙商创投（持股 0.04%）共同发起设立，浙商创投为基金管理人，基金用于助推浙江省优秀企业上市以及上市企业的并购重组，为“凤凰行动”计划专项基金。截至 2018 年底，基金实缴规模 250.10 亿元，已投资金额 202.08 亿元，占比 80.80%，已退出金额 14.40 亿元。

表 4　截至 2019 年 3 月底公司前十大在管基金情况（单位：万元）

序号	基金名称	成立时间	认缴规模	实缴规模	投资方向	组织形式
1	杭州奋华投资合伙企业（有限合伙）	2018.9	2,501,000.00	2,501,000.00	综合性	有限合伙
2	宁波鸿煦投资管理合伙企业（有限合伙）	2018.6	2,400,010.00	2,400,010.00	综合性	有限合伙
3	浙江信海投资合伙企业（有限合伙）	2011.5	41,000.00	41,000.00	综合性	有限合伙
4	杭州牵海投资合伙企业（有限合伙）	2015.6	40,300.00	40,300.00	综合性	有限合伙
5	浙江浙商长海创业投资合伙企业（有限合伙）	2010.12	33,500.00	33,500.00	综合性	有限合伙
6	深圳韬略新能源股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2018.5	28,000.00	28,000.00	综合性	有限合伙
7	杭州利海互联创业投资合伙企业（有限合伙）	2014.6	26,000.00	26,000.00	综合性	有限合伙
8	杭州钱江浙商创业投资合伙企业（有限合伙）	2009.6	22,000.00	22,000.00	综合性	有限合伙
9	浙江浙商诺海创业投资合伙企业（有限合伙）	2010.4	22,100.00	22,100.00	综合性	有限合伙
10	浙江浙商利海创业投资合伙企业（有限合伙）	2012.7	20,000.00	20,000.00	综合性	有限合伙
合计		--	**5,133,910.00**	**5,133,910.00**	--	--

资料来源：公司提供
注：部分基金为母子基金关系，认缴及实缴规模的金额有一定重叠。

从在管项目行业分布看，2018 年，公司投资项目仍以大消费、大文化、大健康和高端制造与环保四大行业为主。公司继续推进在“新健康、新消费、新科技、新智造”领域的布局，借助所积累

的优势资源，服务企业重组，整合行业平台，助力产业升级。

表 5　截至 2019 年 3 月底公司在管基金情况（单位：万元、%）

投资行业	项目数量	投资规模	占比
大消费与新经济项目	69	1,430,150.04	58.20
文化娱乐行业	27	65,217.19	2.65
大健康行业	17	171,182.88	6.97
高端制造与环保行业	24	775,634.01	31.56
其他行业	2	15,300.00	0.62
合计	**139**	**2,457,484.12**	**100.00**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在管项目合计 139 个，包括拟 IPO 或新三板项目 43 个及已在新三板挂牌未退出项目 23 个等。公司在管项目中，包括问题项目 4 个，分别为对侨联风电科技有限公司、浙江中博展览股份有限公司、老树根茶油开发股份有限公司和新影数讯（北京）网络科技有限公司的投资项目，投资金额合计 4,297.97 万元，项目产生问题主要系被投资方经营不当导致亏损所致。公司通过对被投资方实际控制人的起诉和股权转让挽回部分损失。截至 2019 年 3 月底，公司对问题项目已收回 855.00 万元。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司在管项目情况（单位：个、%）

项目进展	项目数量	数量占比
拟 IPO 或新三板项目	46	33.09
培育项目	33	23.74
新三板项目	24	17.27
拟被并购项目	28	20.14
问题项目	4	2.88
已上市未退出项目	4	2.88
合计	**139**	**100.00**

资料来源：公司提供

表 7　截至 2019 年 3 月公司问题项目及处理情况（单位：万元）

项目	投资金额	问题原因	处理方式及进度	收回金额
侨联风电科技有限公司	1,079.44	行业萎缩	拍卖清算	0.00
浙江中博展览股份有限公司	1,960.00	资金紧张	诉讼完成	552.00
老树根茶油开发股份有限公司	1,108.53	实际控制人健康原因	股权转让	303.00
新影数讯（北京）网络科技有限公司	150.00	公司经营不善	诉讼	0.00
合计	**4,297.97**	--	--	**855.00**

资料来源：公司提供

从项目退出情况看，2018 年，公司共退出项目 6 个，投资金额合计 6,211.00 万元，退出金额 2,174.84 万元，退出收益未达预期，主要系德州中钿、灵犀科技以清算方式退出所致。受宏观经济环境及证券市场环境影响，公司 2018 年无上市退出项目，导致退出金额较 2017 年大幅减少。

表 8　2016~2018 年公司项目退出情况（单位：万元、%）

年份	序号	项目名称	投资金额	退出金额	退出时间	IRR	退出方式
2016 年	1	莱源环保	2,000.00	3,800.00	2016.12	17.80	股权转让
	2	飞利信	1,257.90	1,819.16	2016.01	8.37	上市
	3	联创电子	3,000.00	16,632.45	2016.12	43.35	上市
	合计		**6,257.90**	**22,251.61**	--		
2017 年	1	中新科技	6,000.00	23,683.34	2016.12~2017.03	28.35	上市
	2	东方时尚	10,145.00	65,814.60	2017.03	36.53	上市
	3	奥蒂电控	1,000.00	1,100.00	2016.01~2017.05	10.00	回购
	4	浙里金服	300.00	528.30	2017.07~2017.08	31.01	股权转让
	5	中南卡通	909.00	1,580.76	2017.11~2017.04	10.00	回购
	6	纳百科创	1,000.00	196.88	2017.10~2017.11	28.35	清算
	合计		**19,354.00**	**92,903.88**	--		
2018 年	1	中健网农	1,000.00	1,080.22	2017.01~2018.03	10.00	回购
	2	德州中钿	4,000.00	204.97	2018.09	--	清算
	3	灵犀科技	100.00	--	2018.12	--	清算
	4	奇果科技	500.00	125.00	2018.03~2018.05	--	股权转让
	5	小冰火人	600.00	747.45	2018.04~2018.08	8.39	回购
	6	圣兆药物	11.00	17.20	2018.08~2018.09	--	新三板交易
	合计		**6,211.00**	**2,174.84**	--		

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司业务模式未发生较大变化，在管基金规模增长较快，投资方向稳定明确，但受宏观经济和证券市场影响，项目整体退出金额较上年大幅下降。

3．经营关注

（1）证券市场波动及发行政策变化风险

公司主要业务为私募股权投资管理，收益来自于项目退出以后的收益分成。2018 年，我国证券市场的整体波动较大,对公司项目运营及退出带来不利影响。此外，证券市场股票发行政策、减持政策的变化也往往会导致项目退出周期的不确定，进而影响项目的内部收益率。

（2）在管项目数量增加导致的管理风险

2018 年，公司基金管理规模有所扩大，对公司投后管理能力提出了较高的要求。公司能否有效管控项目风险，对公司经营业绩影响较大。

（3）项目退出困难、投资资金难以回收风险

公司在管项目较多，受宏观经济环境影响较大，未来若投资项目出现退出困难情况，将对公司正常经营产生较大影响。此外，公司对部分已投项目设置了对赌和回购条款，若投资项目企业经营状况不佳，届时股东履约不确定性较大，或将对公司利益造成不利影响。

4．未来发展

未来，公司将围绕以下方面不断努力，提升自身竞争力：在私募股权投资业务方面，公司将完成互联网产业基金、医疗并购基金、浙江大学校友母基金等多支重要基金的设立及备案登记工作，坚持重点关注领域的股权投资，保证公司业务主线稳健发展；在并购重组业务方面，公司将即将向此领域转型的上市公司并购重组，打造行业整合平台，助力产业升级；在财务顾问业务方面，公司

将利用公司在大消费、大文创、大健康等领域积累的优势，加大同相关领域上市公司的合作，提供财务顾问服务，帮助其寻找并购标的，撮合并购交易；在做市试点业务方面，公司将按照股转系统的要求，积极配合全国股转系统做市试点验收。在通过验收后，按照相关业务制度及风险控制规范的要求，公司稳步推进做市试点业务。

总体看，公司制定了切实可行的发展战略，明确了各项业务的发展方向，有利于差异化竞争优势的逐步形成和自身行业地位的提升。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。2019 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。公司执行财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）的相关规定，对 2018 年度的财务报表格式进行了修订，对财务数据连续性影响较小。2018 年，公司新纳入合并报表范围子公司 1 家，规模相对不大，公司会计政策连续，财务数据的可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 179,033.82 万元，负债合计 23,189.57 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 155,844.25 万元，其中归属于母公司的所有者权益 166,896.48 万元。2018 年，公司实现营业收入 11,966.36 万元，净利润（含少数股东损益）5,492.61 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 5,545.61 万元；经营活动产生的现金流量净额为-26,935.36 万元，现金及现金等价物净增加额为 4,952.93 万元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 199,761.10 万元，负债合计 36,592.92 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 163,168.18 万元，其中归属于母公司的所有者权益 172,027.18 万元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2,381.54 万元，净利润（含少数股东损益）-44.99 万元，其中归属于母公司所有者的净利润-61.44 万元；经营活动现金流量净额为 5,765.38 万元，现金及现金等价物净增加额-16,291.53 万元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 179,033.82 万元，较年初减少 4.25%，主要系流动资产减少所致；流动资产和非流动资产占比分别为 19.17%和 80.83%，资产结构仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产总额 34,326.11 万元，较年初减少 45.38%，主要系其他应收款和其他流动资产减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 61.64%）和其他流动资产（占 35.26%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 21,157.97 万元，较年初增长 30.56%，主要系公司将结构性存款中的项目投资款转入银行存款所致。公司货币资金主要为银行存款（占 99.99%），公司货币资金无受限情况。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 1,065.33 万元，较年初下降 92.44%，主要系拆借款较年初大幅减少所致。截至 2018 年底，公司计提坏账准备 53.24 万元，计提比例为 4.76%。公司其他应收款主要为对深圳紫金港二号智能制造产业投资企业和浙江泰嘉企业管理有限公司的拆借款、和对关联方杭州浙大未来创新投资管理有限公司的应收房租款。

截至 2018 年底，公司其他流动资产余额为 12,102.81 万元，较年初减少 62.81%，主要系公司赎

回短期理财产品所致；公司其他流动资产主要由短期理财产品（占比 99.15%）构成。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产总额 144,707.72 万元，较年初增长 16.58%，主要系长期股权投资和其他非流动资产增加所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 75.91%）、长期股权投资（占 9.75%）、递延所得税资产（占 5.91%）和其他非流动资产（占 7.22%）等构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值 109,849.55 万元，较年初增长 0.61%。公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具，其中按公允价值计量的 52,171.11 万元（占 47.49%），较年初减少 36.34%，主要系公司处置部分可供出售金融资产所致；按成本计量的 57,678.45 万元（占 52.51%），较年初增长 111.77%，累计计提减值准备 350.00 万元，计提比例 0.61%。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 14,112.39 万元，较年初增长 32.51%，主要系参股子公司上海杭创实业有限公司在权益法下确认投资收益所致。公司长期股权投资全部为对联营企业投资，主要被投资单位为上海杭创实业有限公司，占比 90.99%。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产 8,546.67 万元，较年初增长 222.22%，主要系可供出售金融资产公允价值变动所致。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 10,444.92 万元，较年初增长 10,427.00 万元，主要系新增预付长期资产购置款所致。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 199,761.10 万元，较年初增长 11.58%；其中，流动资产占比 19.82%，非流动资产占比 80.18%，较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司资产结构仍以非流动资产为主，整体较上年变化不大；考虑到公司股权投资以非上市公司为主，受外部经济及市场环境影响较大，公司整体资产质量有待提高。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至2018年底，公司负债合计23,189.57万元，较年初增长92.56%，主要系流动负债增长所致；其中，流动负债占99.94%，非流动负债占0.06%，仍以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债23,176.74万元，较年初增长121.11%，主要系其他应付款增长所致；流动负债主要由应交税费（占6.75%）和其他应付款（占92.40%）构成。

截至 2018 年底，公司应交税费 1,565.53 万元，较年初下降 4.86%，主要系企业所得税较少所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 21,415.37 万元，较年初增长 19,610.46 万元，主要系公司之全资子公司杭州勇健投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“杭州勇健”）将其持有的 45%杭州昌健投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“杭州昌健”）财产份额对应的相关权益权转让给杭实股权投资基金管理（杭州）有限公司（以下简称“杭实投资”），公司按照融资性质将收到转让价款和计提资金占用费计入其他应付款所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 18,611.21 万元，均为短期债务，较年初增长 165.87%，主要系新增拆借款和资金占用费所致；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 12.95%和 10.67%，较年初分别上升了 6.51 个百分点和 6.82 个百分点。公司整体债务负担仍很轻。

截至2019年3月底，公司负债合计36,592.92万元，较年初增长57.80%，主要系公司预提所管理基金的管理费及预收款项大幅增长所致；流动负债和非流动负债占比分别为99.82%和0.18%，负债结构较年初变化不大。截至2019年3月底，公司全部债务18,611.21万元，全部为短期债务；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为18.32%和10.24%，债务负担较年初变化不大。

总体看，2018 年底，随着短期负债增加，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主，整体债务负担仍属很轻。

（2）所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益155,844.25万元，较年初减少10.91%，主要系其他综合收益大幅减少所致；其中，归属于母公司所有者权益166,896.48万元，较年初减少4.89%；少数股东权益-11,052.23万元，均较年初减少10,511.27万元；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比43.25%，资本公积占比59.46%，未分配利润占比5.04%，受其他综合收益为负影响，前三项合计占比超过100%。公司权益稳定性尚可。

截至2019年3月底，公司所有者权益163,168.18万元，较年初增长4.70%；其中，归属于母公司所有者权益172,027.18万元，少数股东权益-8,859.00万元，权益结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益规模受其他综合收益影响有所变动，权益结构以实收资本和资本公积为主，权益的结构稳定性仍属较好。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 11,966.36 万元，较上年减少 5.35%，主要系公司部分在管基金进入延长期不再收取管理费，且 2018 年项目退出金额较少，业绩报酬相应减少所致；实现净利润 5,492.61 万元，较上年增长 18.41%，主要系公司参股子公司投资收益增加及处置可供出售金融资产取得投资收益所致；实现归属于母公司所有者的净利润 5,545.61 万元，较上年增长 17.81%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 11,354.23 万元，较上年增长 14.78%，主要系管理费用和财务费用增加所致；其中，管理费用占比 83.66%，财务费用占比 16.34%。2018 年，公司管理费用 9,499.25 万元，较上年增长 16.13%，主要系职工薪酬、公司装修费的折旧及摊销增长所致；财务费用 1,854.98 万元，较上年增长 8.35%，主要系利息收入减少所致。2018 年，公司费用收入比为 94.88%，较上年上升 16.64 个百分点，期间费用对利润侵蚀严重。

从利润构成来看，2018 年，公司投资收益 6,567.61 万元，较上年同期增长 54.63%，占营业利润的比例为 96.05%，较上年上升 40.13 个百分点，主要系对参股子公司上海杭创实业有限公司以权益法核算的长期股权投资投资收益增加及处置可供出售金融资产取得投资收益所致。公司利润对投资收益依赖度较高，与公司所处行业特征相符。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.22%、4.83%和 3.32%，较上年分别上升 0.22 个百分点、0.32 个百分点和 0.85 个百分点，公司整体盈利能力一般。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2,381.54 万元，较上年同期减少 16.12%，主要系公司部分在管基金进入延长期不再收取管理费及新增基金的部分管理费收入尚未达到收入确认条件所致；公司实现净利润-44.99 万元，较上年同期 279.52 万元减少 324.51 万元，主要系营业收入减少及财务费用提高所致。

总体看，2018 年，公司营业收入有所下降，但净利润有所增长，期间费用对公司利润的侵蚀严重，投资收益对利润贡献很大，符合所在行业特征。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 25,290.39 万元，较上年增长 38.49%，经营活动现金流出 52,225.74 万元，较上年增长 82.82%，主要系公司在基金中的出资增加所致；受上述

因素影响，2018 年，公司经营活动现金流量净额-26,935.36 万元，净流出规模较上年增长 16,629.81 万元。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 77,264.96 万元，较上年减少 16.87%；投资活动现金流出 56,796.11 万元，较上年减少 13.19%；受上述因素影响，2018 年，公司投资活动现金流量净额 20,468.85 万元，较上年减少 25.61%。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 18,660.21 万元，较上年大幅增加 18,210.21 万元，主要系子公司转让合伙企业财产收益权收到转让价款所致；筹资活动现金流出 7,240.78 万元，较上年减少 87.56%，主要系分配股利、利润减少及归还拆借款规模减小所致；受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动现金流量净额 11,419.43 万元，由净流出转为净流入。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 5,765.38 万元，较上年同期增长 108.46%；投资活动现金流量净额-22,056.91 万元，较上年同期减少 28,774.85 万元，由净流入转为净流出，主要系投资支出扩大所致；筹资活动尚未产生现金流。

总体看，2018 年，公司经营活动现金净流出规模大幅增加，投资活动现金流仍为净流入，受子公司转让合伙企业财产收益权影响，筹资活动现金流转为净流入。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 6.00 倍下降至 1.48 倍，速动比率由年初的 6.00 倍下降至 1.48 倍，流动资产对流动负债的保护程度有所下降，但仍较高；现金短期债务比由年初的 2.32 倍下降至 1.14 倍，现金类资产对短期债务的保障能力仍较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 9,340.80 万元，较上年减少 10.45%；其中，折旧及摊销占 5.27%，计入财务费用的利息支出占 21.70%，利润总额占 73.03%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由 3.32 倍上升至 4.61 倍，EBITDA 全部债务比由 1.49 倍下降至 0.50 倍，EBITDA 对利息和本金保障程度较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司无银行授信，间接融资渠道有待拓展。根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码 G1033010602010950L），截至 2019 年 5 月 8 日，公司无不良和关注类信贷信息记录。

截至2019年3月底，公司无对外担保事项，无作为被告人的重大未决诉讼。

总体看，公司整体偿债能力仍属较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金）为 4,866.44 万元，为“19 浙投 01”待偿本金（5,000.00 万元）的 0.97 倍，覆盖程度很高；公司净资产 163,168.18 万元，为“19 浙投 01”待偿本金的 32.63 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“19 浙投 01”的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 9,340.80 万元，为“19 浙投 01”待偿本金的 1.87 倍，覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 25,290.39 万元，为“19 浙投 01”待偿本金的 5.06 倍，覆盖程度较高。公司经营活动现金流量净额为-26,935.36 万元，不能对本期债

券形成有效覆盖。

综合以上分析，公司对“19 浙投 01”的偿还能力仍属较强。

八、债权保护条款分析

“19浙投01”公司债券由北京中关村科技融资担保有限公司（以下简称“中关村担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1．中关村担保概况

中关村担保成立于 1999 年，前身为北京中关村科技担保有限公司，2012 年更名为现名，是北京市政府批准设立的国有政策性专业担保机构，由北京中关村科技创业金融服务集团有限公司（以下简称“中科金集团”）、中关村发展集团股份有限公司（以下简称“中关村发展集团”）、北京市国有资产经营有限责任公司等 11 家单位共同出资组建，截至 2018 年 9 月底，中关村担保注册资本 17.03 亿元，其中中关村发展集团及其全资子公司中科金集团对中关村担保直接和间接持股 64.36%北京市海淀区人民政府国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人，主要股东及持股情况见表 1。截至 2019 年 3 月底，中关村担保已收到北京市财政局 10 亿元增资款项，验资和注册资本变更手续尚在办理过程中，资金暂计入往来款，该部分增资由中关村发展集团代持。

表 9　截至 2018 年 9 月底中关村担保主要股东及持股情况（单位：%）

股　东	持股比例
北京中关村科技创业金融服务集团有限公司	33.50
中关村发展集团股份有限公司	30.86
北京市国有资产经营有限责任公司	32.21
合　计	**96.57**

资料来源：中关村担保提供，联合评级整理。

中关村担保经营范围包括：融资性担保业务；贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保及其他融资性担保业务。监管部门批准的其他业务：债券担保、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等履约担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务；以自有资金投资。

截至 2018 年 9 月底，中关村担保设有党群工作部、办公室、计划财务部、风险管理部、市场与机构合作部、战略管理部、资产保全运营部、人力资源部、审计与合规部等职能部门以及 9 个业务事业部，目前正在筹建资产运营中心及数据部；并通过天津中关村科技融资担保有限公司（以下简称“天津中关村担保”）、北京中海典当有限公司（以下简称“中海典当”）、北京中关村瞪羚投资基金管理有限公司（以下简称“瞪羚基金”）和北京瞪羚企业投资中心（有限合伙）（以下简称“瞪羚投资中心”）4 家子公司推动业务结构多元化发展。截至 2018 年 9 月底，中关村担保共有员工 204 人。

截至 2017 年底，中关村担保资产总额 54.74 亿元，其中货币资金 7.27 亿元；负债总额 29.00 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 11.78 亿元；所有者权益 25.74 亿元；担保责任余额 220.21 亿元。2017 年，中关村担保实现营业总收入 6.73 亿元，净利润 2.37 亿元。2017 年中关村担保经营活动产生现金流量净额 3.27 亿元，期末现金及现金等价物 7.27 亿元。

截至 2018 年 9 月底，中关村担保资产总额 58.39 亿元，其中货币资金 11.82 亿元；负债总额 30.46

亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 13.95 亿元；所有者权益 27.93 亿元；担保责任余额 257.76 亿元。2018 年 1~9 月，中关村担保实现营业总收入 5.64 亿元，净利润 2.09 亿元。2018 年 1~9 月中关村担保经营活动产生现金流量净额 0.06 元，期末现金及现金等价物 6.85 亿元。

中关村担保注册地址：北京市海淀区西三环北路甲 2 号院 7 号楼 4 层；法定代表人：段宏伟。

2．中关村担保经营分析

中关村担保的担保业务种类分为融资性担保业务和非融资性担保业务。2017 年营业收入为 6.73 亿元，担保费收入为 3.95 亿元，同比增加 10.75%；利息收入为 0.68 亿元，主要来源于银行存款、委托贷款实现的利息收入；中关村手续费收入和评审费收入均由担保业务产生，2017 年这两项收入分别为 0.73 亿元和 1.15 亿元，同比增加 48.55%和 21.47%；从收入构成上来看，担保费收入为中关村担保主要收入来源，但占比处于下降趋势，占比分别为 66.80%、63.58%和 58.74%，主要系中关村担保手续费收入、评审费收入增长所致；中关村担保其他收入主要为追偿收入，2017 年实现其他业务收入 0.19 亿元，同比增长 0.55%。2018 年 1~9 月，中关村实现营业收入 5.64 亿元，同比增加 14.17%，主要系担保费收入增加所致。

表 10　中关村担保营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	3.50	66.80	3.57	63.58	3.95	58.74
评审费收入	0.82	15.71	0.95	16.87	1.15	17.09
手续费收入	0.35	6.74	0.49	8.81	0.73	10.91
利息收入	0.44	8.30	0.42	7.51	0.68	10.04
其他业务	0.13	2.45	0.18	3.23	0.19	3.22
合计	**5.24**	**100.00**	**5.61**	**100.00**	**6.73**	**100.00**

资料来源：中关村担保审计报告

截至 2018 年 9 月底，中关村担保已获得北京银行、建设银行、工商银行、招商银行、中国银行、华夏银行等 47 家银行授信合作，累计授信额度为 557.70 亿元。此外，中关村担保与重庆市三峡担保集团有限公司、中合中小企业融资担保股份有限公司等大型同业机构开展分保合作，提高了参与资产市场和服务大客户的能力。近三年，中关村担保当年担保发生额处于稳步增长趋势，三年复合增长 5.96%，2017 年，中关村担保当年新增担保项目 6,029 项，当年担保发生额 338.32 亿元，较上年增加 2.93%。截至 2017 年底，中关村担保在保项目 5,022 项，在保余额 324.03 亿元，间接融资性担保余额占比 41.83%，直接融资性担保余额占比 12.90%；工程保证担保余额占比 21.09%，其余主要为诉讼保全、保函等。

2018 年 1~9 月，中关村担保担保业务持续发展，新增担保项目 5,148 项，新增担保总额 276.06 亿元。截至 2018 年 9 月底，中关村担保在保项目 6,053 项，在保余额 372.87 亿元。其中间接融资性担保余额占比 48.33%，直接融资性担保余额占比 9.25%；工程保证担保余额占比 22.73%，其余主要为诉讼保全、保函等。

融资担保业务方面，2017 年，中关村担保服务小微企业客户 2,427 家，新增担保规模 217 亿元。被担保人是非高新技术企业的，担保费基准费率大约在 2.70%左右，被担保人是高新技术企业在费率方面给予一定的优惠。截至 2017 年底，中关村担保直接融资担保业务在保项目 15 项，在保责任余额 28.92 亿元；在保项目 2,175 项，在保余额 177.32 亿元。2018 年 1~9 月，中关村担保融资性担

保业务发展较好，截至 2018 年 9 月底，中关村担保融资性担保在保项目 2,520 项，在保余额 214.69 亿元。

非融资担保业务方面，中关村担保在大力拓展传统融资担保业务的同时，积极发展非融资担保业务，培育多元担保业务体系，满足企业多元需求，开展了工程保证担保、诉讼保全、保函业务等非融资性担保业务，非融资性担保业务规模快速增长。截至 2017 年底，非融资性担保业务在保责任余额 119.75 亿元，较年初增加 8.55%。

担保业务组合特征方面，中关村担保立足北京中关村示范区，服务客户主要面向科技型中小微企业，业务经营区域集中于北京市。截至 2017 年底，中关村担保中关村示范区海淀园担保业务余额占比为 43.78%。从担保行业分布来看，中关村担保融资性担保业务主要集中在现代服务业、电子与信息技术服务业、先进制造技、环境保护技术、建筑业等，截至 2017 年底，中关村担保第一大行业电子与信息技术服务业担保业务余额占比 27.73%，前五大行业担保业务余额占比 82.41%，担保业务行业集中度较之前年度有所上升，行业集中度较高。近年来，中关村担保担保业务客户集中度保持较高水平。截至 2017 年底，中关村担保单一最大客户担保责任余额为 10.99 亿元，前 5 大客户担保责任余额为 27.77 亿元。截至 2018 年 9 月底，中关村担保融资性担保业务第一大行业现代服务业担保业务余额占比 25.79%，前五大行业现代服务业、电子与信息技术服务业、先进制造技术、环境保护技术和建筑业担保业务余额合计占比 83.20%，行业集中度较高。截至 2018 年 9 月底，中关村担保单一最大客户担保责任余额为 10.99 亿元；前五大客户担保责任余额为 27.77 亿元，担保业务客户集中度高。

从在保项目到期期限分布情况看，中关村担保担保项目期限主要集中在 1 年以内。截至 2017 年底，担保期限在 1 年以内的担保项目责任余额占比为 48.50%，并主要集中于 6 个月至 1 年以内；担保期限在 1~2 年（含）的担保项目责任余额占比为 14.83%；担保期限在 2 年以上的担保项目责任余额占比为 26.47%；其他为诉讼保全业务等。由于中关村担保主要为中小微企业提供短期贷款担保，因此担保期限较多集中在 1 年以内，整体风险可控。

代偿方面，受宏观经济增速放缓以及疏解首都非核心功能政策的影响，中小企业经营难度增加，部分面临外迁，中关村担保担保业务风险在 2015 年开始暴露，2017 年由于风控及追偿效果显著。截至 2017 年底，中关村担保累计担保代偿金额为 9.83 亿元，其中 2017 年新增代偿金额为 0.49 亿元；2017 年中关村担保当期担保代偿率为 0.15%，2017 年底累计担保代偿率为 0.59%，累计代偿水平低，且代偿回收情况好。但 2018 年以来，在宏观经济增速放缓及监管趋严的背景下，国内债券市场信用违约事件频发，中关村担保参与的部分担保项目出现违约，导致应收代偿款明显上升，截至 2018 年 9 月底，中关村担保应收代偿款前五大客户合计 3.42 亿元，其中占比较大的为汉柏科技有限公司应收代偿款 1.56 亿元，账龄在一年以内。截至 2018 年 9 月底，中关村担保累计担保代偿金额为 12.99 亿元，累计担保代偿率为 0.69%，较年初有所上升；2018 年 1~9 月，中关村担保当期担保代偿额为 3.16 亿元，同比增加 544.91%，主要系宏观经济下行小企业信用风险加剧所致，未来需关注中关村担保的代偿回收能力，当期代偿回收金额为 0.90 亿元。

反担保措施方面，中关村担保建立了完善的风控体系，整体担保业务以北京中关村示范区中小微企业融资性担保为主，存在行业和区域集中风险，中关村担保担保代偿率低于行业平均水平，2018 年前三季度当期代偿额明显上升，需关注相关风险。

3．财务分析

中关村担保 2017 年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标

准无保留的审计意见；2018 年三季度合并财务报表未经审计。2016~2017 年，中关村担保新增纳入合并报表范围的子公司为北京瞪羚企业投资中心（有限合伙）；2018 年三季度，中关村担保新纳入合并范围的子公司为天津中关村科技融资担保有限公司。中关村担保合并范围变化不大，数据可比性较强。

（1）资金来源

中关村担保资金来源以股东投入的资本金为主，截至 2017 年底，中关村担保所有者权益 25.74 亿元，较年初增加 3.57%，其中实收资本 17.03 亿元（占比 66.16%），未分配利润 2.47 亿元（占比 9.60%），一般风险准备 4.60 亿元（占比 17.85%），盈余公积 1.47 亿元（占比 5.71%），所有者权益稳定性较好。截至 2018 年 9 月底，中关村担保所有者权益 27.93 亿元，较年初增加 8.48%，所有者权益结构较年初变化不大，稳定性较高。

中关村担保负债主要由担保赔偿准备金和卖出回购金融资产款构成。截至 2017 年底，中关村担保负债总额 29.00 亿元，其中担保赔偿准备金余额 9.81 亿元，未到期责任准备金余额 1.98 亿元，上述两项准备金余额合计占负债总额的 40.63%；卖出回购金融资产款余额 9.73 亿元，占负债总额的 33.55%，标的为证券，主要为在上交所公开平台进行的一天内净回购。2017 年底中关村担保实际资产负债率为 31.45%，较年初增加财 2.85 个百分点，债务杠杆处于行业相对中等水平，考虑到准备金在负债中占比较大，中关村担保实际的债务压力不大。

截至 2018 年 9 月底，中关村担保负债总额较年初有所增长 5.03%，主要是卖出回购金融资产款和准备金规模增长所致。截至 2018 年 9 月底，中关村担保负债总额 30.46 亿元，其中担保赔偿准备金余额 11.62 亿元，未到期责任准备金余额 2.33 亿元，卖出回购金融资产款 13.16 亿元，实际资产负债率为 28.28%，较年初下降 3.17 个百分点。

总体看，中关村担保资金主要靠股东投入的资金为主，所有者权益稳定性好，负债端实际偿付压力不大。

（2）资产质量

截至 2017 年底，中关村担保资产总额 54.74 亿元，较年初增加 11.13%，主要由投资资产、贷款类资产和货币资金组成。

截至 2017 年底，中关村担保货币资金余额 7.27 亿元，无受限资金。

中关村担保贷款类资产主要包括使用自有资金和通过债权基金发放的委托贷款，主要为符合条件、有临时性生产经营资金需求的优质在保企业提供短期、过桥性借款，期限一般为 15 天~6 个月，受托银行均为北京银行，截至 2019 年 3 月底，未出现不良贷款。截至 2017 年底，中关村担保贷款类资产净额 12.52 亿元，其中委托贷款净额 12.45 亿元，较年初增加 68.23%；贷款及垫款净额 0.07 亿元，为子公司中海典当发放的贷款及垫款，委托贷款未计提减值准备。

中关村担保投资资产主要为债券投资，另有少量权益工具、信托和长期股权投资等。截至 2017 年底，中关村担保投资资产净额 29.67 亿元，占资产总额的 54.19%。其中，债券投资余额 24.99 亿元，占投资资产余额的 84.23%，计入可供出售金融资产和持有至到期投资科目，投资标的主要为国债和外部评级为 AAA 的企业债券，但由于中关村担保实施债券正回购以提高自有资金收益水平，目前 80%以上债券处于质押状态；权益工具余额 4.54 亿元，长期股权投资余额 0.14 亿元。

截至 2017 年底，中关村担保其他类资产合计 5.29 亿元，较年初增加。其中，应收代位追偿款 2.39 亿元，期限主要集中在 1~3 年（含）；应收利息 0.56 亿元，为债券投资应收利息；存货 0.15 亿元，为子公司中海典当的绝当物品。

截至 2018 年 9 月底，中关村担保资产总额保持稳步增长态势，由于压降委托贷款业务规模，贷

款类资产占比明显下降。截至 2018 年 9 月底，中关村担保资产总额 58.39 亿元；其中投资资产净额 32.16 亿元，占资产总额的 55.09%，新增信托投资 0.40 亿元；货币资金余额 11.82 亿元，占资产总额的 20.25%；贷款类资产净额 5.93 亿元，占资产总额的 10.15%。

总体看，中关村担保资产规模逐年增长，投资资产占比较高，债券投资中质押规模较大对中关村担保资产流动性形成一定的压力。

（3）盈利能力

2017 年中关村担保实现营业总收入 6.73 亿元，同比增加 19.88%，其中担保费收入、评审费收入、手续费收入和利息收入分别占 58.74%、17.09%、10.91%和 10.04%；2017 年实现投资收益 1.49 亿元，同比下降 10.49%，对营业利润贡献度为 41.51%，主要来源于债券投资收益。

2017 年产生营业总成本 4.69 亿元，同比增加 18.21%，其中分担保费支出 0.17 亿元（占比 3.62%），提取担保赔偿准备金 1.28 亿元（占比 27.29%），提取未到期责任准备金 0.19 亿元（占比 4.05%）。

2017 年，中关村担保实现净利润 2.37 亿元，同比增加 4.07%；从收益率指标来看近年来处于平稳状态，2017 年中关村担保平均总资产收益率和净资产收益率分别为 4.55%和 9.35%，整体盈利水平较好。

2018 年 1~9 月，由于担保业务持续发展带来的担保费收入有所增加，中关村担保营业收入保持增长趋势，由于提取的未到期责任准备金规模明显增长，营业总成本有所上升，但净利润仍较上年同期有所增长。2018 年 1~9 月，中关村担保实现营业总收入 5.64 亿元，净利润 2.09 亿元，同比增长 1.95%。

总体看，得益于担保业务的较快发展，中关村担保营业总收入整体呈上升趋势，投资业务发展态势良好，对利润的贡献度较大；中关村担保整体盈利水平较好。

（4）代偿能力

代偿能力方面，2015~2017 年底，中关村担保净资产年均复合增长 3.13%，截至 2019 年 3 月底，中关村担保已收到北京市财政 10 亿元增资款项，验资和注册资本变更手续尚在办理过程中，资金暂计入往来款，该部分增资由中关村发展集团代持。近三年，中关村担保各项担保责任准备金三年复合增长 14.96%。

表 11　中关村担保代偿能力（亿元，%，倍）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
期末担保责任余额	161.74	205.72	220.21
净资产	24.20	24.86	25.74
各项担保责任准备金	12.39	14.34	16.38
净资本比率	87.54	89.18	86.04
资本覆盖率	194.79	188.71	178.01

资料来源：中关村担保提供，联合评级整理。

2018 年前三季度，中关村担保净资产及净资本规模保持上升趋势。根据估算，中关村担保 2018 年 9 月底的净资本为 27.46 亿元，净资本比率为 98.35%；中关村担保净资产担保责任余额倍数为 9.23 倍，净资本担保责任余额倍数为 9.39 倍，担保倍数整体呈上升趋势。中关村担保 2018 年 9 月底的资本覆盖率为 180.05%，净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度处于充足水平。总体看，中关村担保净资产规模稳步增长，未来随着增资款到位，中关村资本实力将进一步增强；随着代偿额的增加拨备覆盖率有所下降，但整体代偿能力较好。

4．债权保护效果分析

从担保效果来看，以 2018 年 9 月底财务数据为基础，“19 浙投 01”待偿本金为 5,000.00 万元，占中关村担保资产总额 0.87%，净资产的 2.01%；中关村担保担保责任余额为 257.76 亿元，“19 浙投 01”待偿本金占担保责任余额的 0.19%，考虑到中关村担保本身业务特性，对“19 浙投 01”担保保障效果较好。

总体看，中关村担保货币资金充裕，资产整体流动性较好，投资资产占比较高，整体风险可控，考虑到中关村担保本身业务特性，对“19 浙投 01”的信用水平仍有显著提升作用。

九、综合评价

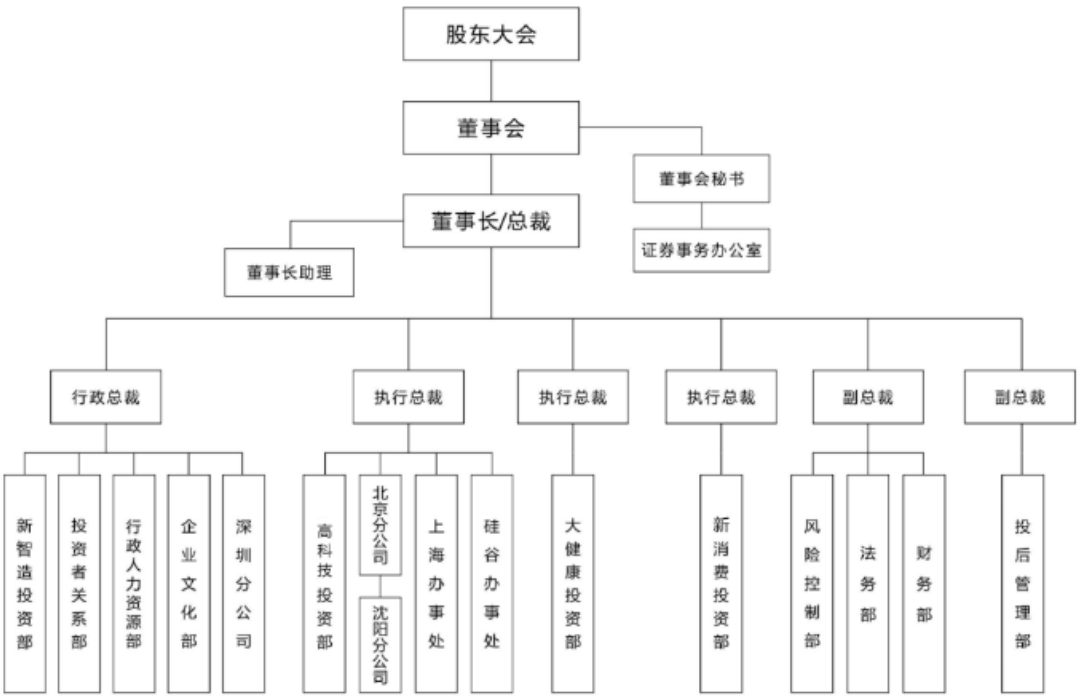
跟踪期内，公司作为国内从事私募基金管理、股权投资和投资咨询服务的领先企业，在员工素质、内控建设、在管基金规模、区域经济环境等方面仍具有较强的综合竞争优势。2018 年，公司通过设立“凤凰计划”专项基金，在管基金规模快速增长，业务模式清晰、投资方向明确，净利润保持增长。同时，联合评级也关注到公司所处的私募基金行业整体风险较高、在管项目数量增加可能导致的管理风险以及对赌及回购条款触发时项目公司股东履约不确定性较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司各项业务的持续开展和内部管理的不断完善，公司综合竞争力有望进一步提升。

公司发行的“19 浙投 01”由中关村担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，中关村担保仍是北京市政府批准设立的国有政策性专业担保机构，货币资金充足、资产整体流动性较好、代偿能力较强，其担保对“19 浙投 01”的信用水平仍具有显著提升作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 A+，评级展望为“稳定”，同时维持“19 浙投 01”的债项信用等级为 AA+。

附件 1　浙商创投股份有限公司
组织架构图



附件 2　浙商创投股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	18.70	17.90	19.98
所有者权益（亿元）	17.49	15.58	16.32
短期债务（亿元）	0.70	1.86	1.86
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.70	1.86	1.86
营业收入（亿元）	1.26	1.20	0.24
净利润（亿元）	0.46	0.55	0.00
EBITDA（亿元）	1.04	0.93	--
经营性净现金流（亿元）	-1.03	-2.69	0.58
应收账款周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.07	0.01
现金收入比率（%）	126.85	207.78	682.45
总资本收益率（%）	4.00	4.22	--
总资产报酬率（%）	4.52	4.83	--
净资产收益率（%）	2.47	3.32	-0.03
营业利润率（%）	99.19	99.34	99.19
费用收入比（%）	78.25	94.88	128.05
资产负债率（%）	6.44	12.95	18.32
全部债务资本化比率（%）	3.85	10.67	10.24
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	3.32	4.61	--
EBITDA 全部债务比（倍）	1.49	0.50	--
流动比率（倍）	6.00	1.48	1.08
速动比率（倍）	6.00	1.48	1.08
现金短期债务比（倍）	2.32	1.14	0.26
经营现金流动负债比率（%）	-98.31	-116.22	15.78
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.09	1.87	--

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、本报告中 2017 年财务数据为 2018 年审计报告的期初数/上年数；3、2019 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4、其他应付款中的拆借款计入短期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　北京中关村科技融资担保有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额（亿元）	49.26	54.74	58.39
所有者权益合计（亿元）	24.86	25.74	24.86
融资性担保余额（亿元）	95.4	100.46	71.54
净资产担保责任余额倍数（倍）	8.28	8.55	9.23
营业收入（亿元）	5.61	6.73	5.64
净利润（亿元）	2.27	2.36	2.09
平均净资产收益率（%）	9.27	9.35	-
营业利润率（%）	58.72	53.40	49.18
累计代偿率（%）	0.63	0.59	0.69

附件 4　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/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%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=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+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5　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。