

# 信用评级公告

联合〔2021〕8298号

联合资信评估股份有限公司通过对国家能源集团资本控股有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定国家能源集团资本控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，国家能源集团资本控股有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年八月二十六日

# 国家能源集团资本控股有限公司

## 2021年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AAA  
本期中期票据信用等级：AAA  
评级展望：稳定

### 债项概况：

本期中期票据发行规模：10.00 亿元  
本期中期票据期限：3 年  
偿还方式：按年付息，到期一次还本  
募集资金用途：偿还各类有息债务以及补充流动资金

评级时间：2021 年 8 月 26 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称                  | 版本          |
|---------------------|-------------|
| 一般工商企业信用评级方法        | V3.0.201907 |
| 一般工商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：

| 指示评级                                          | aa <sup>+</sup> | 评级结果  |         | AAA  |
|-----------------------------------------------|-----------------|-------|---------|------|
| 评价内容                                          | 评价结果            | 风险因素  | 评价要素    | 评价结果 |
| 经营风险                                          | B               | 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    | 2    |
|                                               |                 |       | 经营分析    | 2    |
|                                               |                 |       | 财务风险    | F2   |
| 盈利能力                                          | 2               |       |         |      |
| 现金流量                                          | 1               |       |         |      |
| 资本结构                                          |                 | 1     |         |      |
| 偿债能力                                          |                 | 3     |         |      |
| 调整因素和理由                                       |                 |       | 调整子级    |      |
| 公司为国家能源集团下属金融产业投资与管理平台，能够得到股东资金、管理、业务等方面的大力支持 |                 |       | +1      |      |

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对国家能源集团资本控股有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”）的金融产业投资与管理平台，能够得到国家能源集团在资金、管理、业务等方面的大力支持。公司融资租赁业务板块和保险经纪业务板块主要围绕国家能源集团开展业务，近年来经营情况较好；公司资本实力强，杠杆水平适中。

同时，联合资信也关注到，宏观经济环境下行和相关监管政策变化等因素可能对公司经营造成不利影响。另外，由于公司股东的合并重组及未来业务板块的拓展，公司下属子公司有所调整，公司管理水平及新业务的开展情况仍有待观察。

本期中期票据的发行对公司的债务负担影响不大，净资产、现金流及 EBITDA 对本期中期票据保障能力均较好。

未来，随着公司业务多元化发展以及股东持续支持，公司整体竞争力有望得到提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

### 优势

- 1. 股东背景强大，对公司支持力度大。**国家能源集团在能源行业保持领先地位，资本实力极强，经营实力强劲。公司作为其旗下唯一的金融产业投资与管理平台，在资金、管理、业务等方面均获得了股东大力支持。
- 2. 业务多元化，资本实力强。**公司目前在银行、保险、保险经纪、融资租赁、资产管理、产业基金、商业保理等业务板块均有涉猎，布局较为广泛；截至 2021 年 6 月末，归属母公司所有者权益为 101.21 亿元，资本实力强。
- 3. 租赁及保险经纪业务稳步发展。**公司租赁业务主要围绕国家能源集团开展，具备了一定的经营实力，资产质量保持良好；公司保险经纪业务覆盖国家能源集团所属成员单位，投保资产规模、营业收入和利润总额均持续稳

分析师：贾一晗 张帆

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

步增长。

### 关注

1. **业务经营易受经营环境变化影响。**公司营业收入主要来自于租赁和保险经纪业务，宏观经济下行压力增加及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响。
2. **债务期限结构偏短，有待优化。**公司有息债务以短期债务为主，要求公司加强流动性管理，公司债务结构有待优化。
3. **业务转型及管理水平有待观察。**公司的业务板块有所调整，并且在新的业务领域有所布局，未来发展具有一定的不确定性，公司管理水平及新业务的开展情况仍有待观察。

### 主要财务数据

| 公司合并口径             |        |        |        |                 |
|--------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 项目                 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>1—6 月 |
| 资产总额（亿元）           | 759.69 | 798.93 | 390.85 | 364.32          |
| 负债总额（亿元）           | 480.30 | 520.99 | 171.68 | 197.98          |
| 所有者权益（亿元）          | 279.39 | 277.93 | 219.17 | 166.35          |
| 归属于母公司所有者权益（亿元）    | 92.79  | 95.21  | 99.22  | 101.21          |
| 短期债务（亿元）           | 312.27 | 323.87 | 112.08 | 126.30          |
| 全部债务（亿元）           | 357.92 | 392.95 | 163.96 | 190.20          |
| 营业收入（亿元）           | 29.23  | 28.32  | 18.98  | 5.31            |
| 投资收益（亿元）           | 3.87   | 2.97   | 1.75   | 1.06            |
| 利润总额（亿元）           | 15.89  | 20.02  | 14.88  | 4.50            |
| EBITDA（亿元）         | 23.16  | 27.61  | 22.16  | 7.91            |
| 筹资前净现金流（亿元）        | 17.29  | 4.85   | 28.83  | -7.35           |
| 营业利润率（%）           | 56.09  | 70.65  | 78.34  | 84.74           |
| 净资产收益率（%）          | --     | 5.76   | 4.30   | 1.84            |
| 资产负债率（%）           | 63.22  | 65.21  | 43.92  | 54.34           |
| 全部债务资本化比率（%）       | 56.16  | 58.57  | 42.79  | 53.35           |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | 3.36   | 3.83   | 3.16   | 2.40            |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | 15.46  | 14.23  | 7.40   | 24.05           |
| EBITDA/本期中期票据额度（倍） | 2.32   | 2.76   | 2.22   | 0.79            |
| 公司本部（母公司）          |        |        |        |                 |
| 项目                 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>1—6 月 |
| 资产总额（亿元）           | 232.23 | 232.99 | 88.82  | 95.66           |
| 所有者权益（亿元）          | 80.41  | 81.38  | 87.94  | 89.35           |
| 全部债务（亿元）           | 49.90  | 29.95  | 0.00   | 5.35            |
| 营业收入（亿元）           | 6.02   | 4.36   | 6.56   | 1.88            |
| 投资收益（亿元）           | 5.58   | 3.86   | 5.69   | 1.35            |
| 利润总额（亿元）           | 4.04   | 3.15   | 5.31   | 1.67            |
| 净资产收益率（%）          | 4.07   | 3.83   | 6.25   | 1.57            |
| 资产负债率（%）           | 65.37  | 65.07  | 0.99   | 6.60            |

|                     |       |       |      |      |
|---------------------|-------|-------|------|------|
| 全部债务资本化比率 (%)       | 38.29 | 26.90 | 0.00 | 5.64 |
| EBITDA/本期中期票据额度 (倍) | 0.64  | 0.55  | 0.60 | 0.18 |

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币、财务数据均指合并口径; 2. 公司 2021 年半年度财务报表未经审计, 相关指标未年化; 3. 本报告中短期债务包含吸收存款及同业存放

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

#### 主体评级历史:

| 信用等级 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|------|------|------|------|---------|------|
| --   | --   | --   | --   | --      | --   |

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由国家能源集团资本控股有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（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。

# 国家能源集团资本控股有限公司

## 2021年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

国家能源集团资本控股有限公司（原国电资本控股有限公司，以下简称“国能资本”或“公司”）成立于 2009 年 11 月，由原中国国电集团公司（以下简称“国电集团”）出资设立，初始注册资本为 8.00 亿元，2010—2015 年，原国电集团多次对公司增资，累计增资 65.45 亿元，增资后公司注册资本及实收资本均为 73.45 亿元，原国电集团为公司唯一股东，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）。

2017 年 8 月，经国资委批准《关于中国国电集团公司与神华集团有限责任公司重组的通知》（国资发改革〔2017〕146 号），由原国电集团和原神华集团有限责任公司（以下简称“原神华集团”）实施联合重组成立国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”）。2020 年 10 月，公司名称变更为现名。

截至 2021 年 6 月末，公司注册资本及实收资本均为 73.45 亿元，控股股东为国家能源集团，实际控制人为国资委，无股权被股东质押的情形。

公司经营范围：项目投资；资产管理；信息咨询（中介除外）；企业总部管理。（市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至 2021 年 6 月末，公司设立了 10 个部门（中心）：综合部（党委办公室/董事会办公室）、组织人事部（人力资源部）、党建工作部（党委宣传部/工会办公室/统战部）、纪委办公室、企业管理与战略发展部（改革办）、财务部、投融资管理部（资产评估审核中心）、风控审计

与法律事务部、金融科技中心、共享服务中心（组织机构图详见附件 1）；公司员工共 219 人。

截至 2021 年 6 月末，公司控股（含全资）一级子公司共 5 家：全资子公司国能保险经纪（北京）有限公司（以下简称“国能保险经纪”）、全资子公司国能（北京）商业保理有限公司（以下简称“国能保理”）、全资子公司中电资产管理有限公司（以下简称“中电资产”）、控股子公司国能融资租赁有限公司（以下简称“国能租赁”，持股比例 51%）、控股子公司国电财务有限公司（以下简称“国电财务”，持股比例 28.98%）。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 390.85 亿元，负债合计 171.68 亿元，所有者权益 219.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 99.22 亿元。2020 年，公司营业收入为 18.98 亿元，利润总额 14.88 亿元，净利润为 10.68 亿元，其中归属于母公司净利润为 2.76 亿元。

截至 2021 年 6 月末，公司合并资产总额 364.32 亿元，负债合计 197.98 亿元，所有者权益 166.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.21 亿元。2021 年 1—6 月，公司营业收入为 5.31 亿元，利润总额 4.50 亿元，净利润为 3.55 亿元，其中归属于母公司净利润为 2.33 亿元。

公司注册地址：北京市西城区西直门外大街 18 号楼 5 层 7 单元 601；法定代表人：陈景东。

### 二、本期中期票据概况

本期拟发行的中期票据名称为“国家能源集团资本控股有限公司 2021 年度第一期中期票据”，规模为 10.00 亿元，期限为 3 年。本期中期票据为固定利率债券，单利按年计息，不计复利，票面价格为 100 元，按票面价格平价发行。本期中期票据按年付息、到期一次还本。

本期中期票据无担保。

本期中期票据募集资金扣除发行费用后，将全部用于偿还各类有息债务以及补充流动资金。

### 三、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%<sup>1</sup>，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的

财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

**经济持续稳定修复。**2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29%和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10%和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1 中国主要经济数据

| 项目                | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年上半年<br>(括号内为两年平均增) |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------------------------|
| GDP (万亿元)         | 83.20  | 91.93  | 98.65  | 101.60 | 53.22                    |
| GDP 增速 (%)        | 6.95   | 6.75   | 6.00   | 2.30   | 12.70 (5.31)             |
| 规模以上工业增加值增速 (%)   | 6.60   | 6.20   | 5.70   | 2.80   | 15.90 (6.95)             |
| 固定资产投资增速 (%)      | 7.20   | 5.90   | 5.40   | 2.90   | 12.60 (4.40)             |
| 社会消费品零售总额增速 (%)   | 10.20  | 8.98   | 8.00   | -3.90  | 23.00 (4.39)             |
| 出口增速 (%)          | 10.80  | 7.10   | 5.00   | 4.00   | 38.60                    |
| 进口增速 (%)          | 18.70  | 12.90  | 1.70   | -0.70  | 36.00                    |
| CPI 增幅 (%)        | 1.60   | 2.10   | 2.90   | 2.50   | 0.50                     |
| PPI 增幅 (%)        | 6.30   | 3.50   | -0.30  | -1.80  | 5.10                     |
| 城镇失业率 (%)         | 3.90   | 4.90   | 5.20   | 5.20   | 5.00                     |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 6.50   | 5.60   | 5.00   | 1.20   | 10.70                    |
| 公共财政收入增速 (%)      | 7.40   | 6.20   | 3.80   | -3.90  | 21.80                    |
| 公共财政支出增速 (%)      | 7.70   | 8.70   | 8.10   | 2.80   | 4.50                     |

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%

（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

**上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。**2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。**上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

**上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。**上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入

增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

**2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。**一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫

情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

#### 四、行业分析

目前，公司主营业务通过下属子公司运营，收入主要来源于融资租赁业务和保险经纪业务。

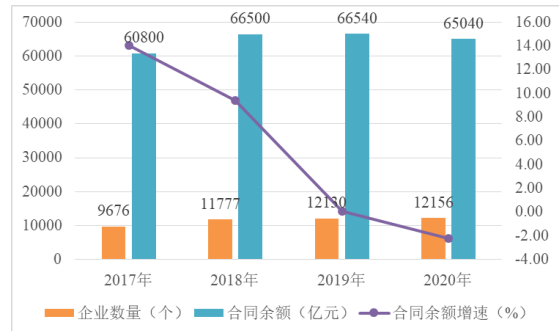
##### 1. 融资租赁行业分析

**近年来，融资租赁行业企业数量和业务规模增速显著放缓，并且2020年出现了负增长。**

长期以来，我国有两类融资租赁公司：一类是由中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）批准成立的金融租赁公司，属于非银行金融机构；另一类是由商务部批准成立的租赁公司<sup>2</sup>，该类租赁公司主要是由非金融机构设立。近年来，融资租赁公司数量增速持续放缓，业务规模增速亦持续下降，并且2020年以来受新冠肺炎疫情影响，业务规模在2007年进入快速发展期以来出现了首次负增长（详见下

图）。截至2020年末，我国融资租赁公司12156家，较年初增加26家，合同余额为65040亿元，较年初下降2.25%。

图1 融资租赁公司业务发展情况



注：主坐标轴为企业数量和合同余额，次坐标轴为合同余额增速  
资料来源：Wind、公开资料，联合资信整理

**在行业增速变缓甚至出现负增长的环境下，龙头企业在业务规模和融资方面具有较大优势，行业分化明显。**

从融资端来看，根据Wind统计，2020年融资租赁公司中共有42家在资本市场发行过债务融资工具（包括公司债、中期票据、短期融资券和PPN，不含资产证券化产品，下同），规模合计2722.55亿元。2020年发行过债务融资工具的融资租赁公司中，按照2020年末净资产排序，前十大融资租赁公司（以下简称“样本公司”）2020年债券发行量为1972.30亿元，占行业总发行量的比重为72.44%，其余32家融资租赁公司发行量占比合计27.56%。

从融资租赁公司经营情况来看，联合资信用租赁资产规模/全行业期末合同余额近似代表市场份额，样本公司2020年末租赁资产规模合计8902.83亿元，市场份额为13.69%，较年初增加1.90个百分点。截至2020年末，样本公司资产总额及租赁资产规模较年初增速分别为12.27%和13.48%。2020年尽管新冠肺炎疫情给融资租赁公司展业带来了较大的不利影响，但竞争力强的融资租赁公司仍然保持了稳定的发展趋势，行业内竞争分化较明显。

<sup>2</sup> 2018年5月，商务部已将制定融资租赁公司业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会。

表 2 样本公司 2020 年债券融资规模及业绩表现 单位：亿元

| 序号 | 公司名称             | 2020 年<br>发行规模 | 2020 年末<br>租赁资产规模 | 2020 年末<br>总资产 | 2020 年末<br>净资产 | 2020 年<br>营业收入 |
|----|------------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|
| 1  | 远东国际融资租赁有限公司     | 579.00         | 1043.09           | 2648.96        | 522.46         | 209.50         |
| 2  | 平安国际融资租赁有限公司     | 398.50         | 2461.25           | 2779.61        | 411.12         | 194.23         |
| 3  | 中航国际租赁有限公司       | 308.70         | 1252.41           | 1587.49        | 250.12         | 101.26         |
| 4  | 国网国际融资租赁有限公司     | 119.30         | 893.83            | 1030.18        | 159.57         | 38.39          |
| 5  | 海通恒信国际融资租赁股份有限公司 | 167.00         | 915.39            | 1081.41        | 158.54         | 83.34          |
| 6  | 中国环球租赁有限公司       | 117.80         | 533.72            | 611.56         | 157.78         | 85.48          |
| 7  | 芯鑫融资租赁有限责任公司     | 20.00          | 261.13            | 482.35         | 131.86         | 26.83          |
| 8  | 中电投融和融资租赁有限公司    | 143.00         | 670.84            | 813.08         | 114.94         | 42.30          |
| 9  | 中交融资租赁有限公司       | 34.00          | 373.41            | 473.06         | 99.35          | 27.40          |
| 10 | 广州越秀融资租赁有限公司     | 85.00          | 497.76            | 520.06         | 95.14          | 34.60          |
| 合计 |                  | 1972.30        | 8,902.83          | 12027.77       | 2100.88        | 843.31         |

注：租赁资产规模按照一年内到期的非流动资产与长期应收款之和近似计算  
 资料来源：WIND，联合资信整理

银保监会已正式发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》，对融资租赁公司的业务开展具有较强的引导和规范作用，大量空壳企业将被清退，部分融资租赁公司可能面临较大的转型压力。

银保监会于 2019 年 10 月发布了对商业保理企业的监管要求；2020 年 6 月 9 日，银保监会正式发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称“《暂行办法》”），体现出银保监会对于类金融企业的监管标准逐渐向银行靠拢。《暂行办法》中提出的监管要求堪称国内融资租赁行业发展史上最严。监管机构着力整顿行业秩序，不专注主业、没有正常营业的企业未来将面临清理；正常类企业的融资渠道和业务的集中度等均将受到监管的限制，并且《暂行办法》对融资租赁企业的内部控制和风险管理均有较高的要求，有助于企业监控自身的风险敞口，及时发现风险和控制风险。虽然严监管会使融资租赁企业经受一定的清理、业务转型等各方面的压力；但长远来看，行业秩序将得到规范，符合监管规则的企业将能够健康、可持续发展。

近年来，各地金融监管局陆续出台了地方金融监督管理条例；广东省、山东省、云南省、湖南省等地相继出台了针对融资租赁公司监督管理办法的征求意见稿或试行办法。2021 年 8 月，上海市地方金融监督管理局发布《上海市融资租赁公司监督管理暂行办法》。2021 年 6 月，

国资委下发了《关于进一步促进中央企业所属融资租赁公司健康发展和加强风险防范的通知》。总体看，在中国银保监会下发《暂行办法》后，中央及各地均针对融资租赁公司的规范经营和风险防范等方面采取了相应的措施，对融资租赁公司的业务开展具有较强的引导和规范作用。

**2021 年宏观政策仍将保持连续性、稳定性、可持续性，并且要促进金融服务实体经济，做好风险防范和处置，宏观政策环境仍将相对稳定；但经济下行压力仍在，并且由于全球疫情的反复，实体经济仍然面临来自于疫情冲击的不确定性。融资租赁整体行业仍将保持缓慢发展，资产质量承压，盈利水平受到计提拨备的影响或将有所下滑，行业分化趋势将继续。**

2020 年 12 月，中央经济工作会议召开。会议强调，2021 年是“十四五”规划的开局之年，是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。会议指出，2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性；要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时效；要防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。

宏观政策环境仍将保持一定的稳定性。

2019年5月，央行、银保监会对包商银行实施接管，引起了一定的市场恐慌，实体经济的风险传导至金融及类金融行业并且风险逐渐暴露；受2020年新冠肺炎疫情影响，中小企业面临了极大的生存压力，金融机构面临的信用风险攀升；另外，2020年以来，部分国有企业陆续违约，市场反应强烈，整体融资环境将面临一定的不确定性。由此可见，实体经济仍然具有较大的下行压力，并且实体经济的风险正在对金融机构产生负面影响，融资租赁行业在金融体系内的抗风险能力总体不如银行等金融机构，因此融资租赁企业的融资环境及资产质量将面临更大的挑战。另外，虽然2020年国内疫情控制成效显著，但全球疫情又见反复，并且国内疫情亦有反弹迹象，2021年国内实体经济仍然面临着来自于疫情冲击的可能性，融资租赁公司的资产质量亦将面临着较大的压力。

联合资信预计，2021年融资租赁行业总体仍将保持缓慢发展的趋势，甚至全行业业务规模出现小幅下降；实体经济压力尚存仍然会给融资租赁公司的资产质量带来较大的下行压力，融资租赁公司的盈利水平亦将受到计提拨备的影响；债券违约给融资环境带来一定的不利影响，可能会使融资租赁行业融资渠道和成本受到影响，并且带来更明显的分化形势。

## 2. 保险经纪行业分析

**近年来，银保监会深化保险中介市场改革，有利于行业规范发展；各路资本的涉足对保险中介和整个保险行业也将带来深刻影响，新型保险产品、新型合作模式有望逐步酝酿。**

保险经纪公司属于保险专业中介机构之一，保险中介机构在完善保险产业链、提升保险资源配置效率、改进保险服务方面具有重要作用。我国保险专业中介包括保险专业代理、保险经纪、保险公估三类机构，其中保险经纪机构是受客户（投保人）委托，基于投保人的利益，按照其要求寻找最适合的保险公司，为投保人与保险公司订立保险合同提供中介服务；其与保险

专业代理机构的区别是，代理机构是受保险公司委托招揽客户，是代表保险公司展业，而经纪公司是代表被保险人投保。保险中介渠道是我国保险业的主要渠道，特别是寿险行业。我国寿险公司以个人代理和银行邮政为主，公司直销占比较少。而财险公司以代理、经纪和直销三大渠道为主，其中代理渠道包括专业代理公司、兼业代理和个人代理。

2000年以来，我国保险中介机构历经快速增长热——清理整顿热——资本风口热。对于各路资本对保险中介公司的青睐，一方面是对市场前景的看好，另一方面是保险中介进入门槛相对保险公司而言较低；同时，随着越来越多的巨头入场，保险中介市场的格局将发生更为深刻的变化。在2011—2018年期间，保险中介渠道保费收入占比几乎都超过80%，但以兼业代理渠道为主，专业中介渠道占比仍然非常低，对总保费的贡献比重始终难以突破10%。专业中介机构的保费业务结构在2016年时仍以财险为主，随着商车费改深化、车险市场竞争日益激烈，以及人口老龄化与消费者保险意识增强等因素影响，从2017年开始，保险专业中介的保费结构重心大幅向人身险转移，2018年人身险保费占比达71%。因健康险等增长迅速、长期人身险的代理业务利润较高等原因，人身险需求持续增加，是中介机构转型的方向。

多年的快速增长累积的市场风险隐患增大，针对保险中介领域的代理乱象，中国保监会于2009年开始持续开展行业清理整顿；2015年《关于深化保险中介市场改革的意见》，提出建成功能定位清晰、准入退出顺畅、要素流动有序的保险中介市场体系，保险中介市场逐步走向规范；2017年6月，《保险销售行为可回溯管理暂行办法》要求保险公司、保险中介机构通过录音录像等技术手段记录和保存保险销售过程关键环节，实现销售行为可回溯。2018年5月，《保险经纪人监管规定》对保险经纪人市场准入、经营规则、市场退出等方面作出了全面和详细的规定，并要求保险经纪公司投保职业责任保险或按资本金的5%缴存保证金，保险中介机构的

监管升级。银保监会2019年接连发布《关于开展保险公司销售从业人员执业登记数据清核工作的通知》《关于开展保险专业中介机构从业人员执业登记数据清核工作的通知》，对保险从业持证人员进行全面清核大整顿，保险中介从粗放式逐步向精细化发展模式转变。2020年8月，银保监会就《保险中介行政许可及备案实施办法（征求意见稿）》公开征求意见，进一步明确了保险中介行政许可及备案事项。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2021年6月末，公司注册资本及实收资本为73.45亿元，控股股东为国家能源集团，实际控制人为国资委。

### 2. 企业规模和竞争力

**公司资本实力强，作为国家能源集团下属的金融产业投资与管理平台，在较多的金融板块均有布局，具有较强的业务竞争力。**

公司作为国家能源集团下属的金融产业投资与管理平台，目前业务涵盖了融资租赁、保险经纪、商业保理、资产管理、产业基金、银行、保险等多个金融、类金融领域。

截至2021年6月末，公司实收资本73.45亿元，归属母公司所有者权益101.21亿元，整体资本实力强。

公司收入主要来源于融资租赁和保险经纪板块。近年来国能租赁业务稳步发展，业务规模及收入均持续增长，2020年国能租赁实现营业收入6.81亿元，年末生息资产余额为220.33亿元；国能租赁资产质量表现良好，截至2021年6月末无不良资产。国能保险经纪主要经营集团内的财产险经纪业务，投保资产规模、营业收入和利润总额均呈逐年稳步增长的态势。

截至2021年6月末，公司对瑞泰人寿保险有限公司（以下简称“瑞泰人寿”）、石嘴山银行股份有限公司（以下简称“石嘴山银行”）和长江财产保险股份有限公司（以下简称“长江财险”）的持股比例分别为50.00%、18.60%和

14.00%。

2021年1月，公司商业保理板块国能保理成立。2021年6月，公司对中电资产实现全资控股，中电资产旗下全资子公司国能（北京）私募基金管理有限公司（以下简称“国能基金”）为在中国证券投资基金业协会登记备案的私募股权基金管理人，目前正在推进产业基金设立（总体规模150亿元），已经国家能源集团审议通过。公司金融业务领域得到了进一步拓展。

### 3. 人员素质

**公司管理层均有较长时间的行业经验，员工素质普遍较高，能够满足公司的经营需要。**

公司董事长陈景东先生，1964年11月出生，硕士研究生，先后于国家水电部电力生产司、能源部电力司、龙源电力集团公司、电力部安生司、国家电力公司、国电电力发展股份有限公司、中国国电集团公司、原国电资本、国家能源集团等单位任职，2019年起任公司董事长、党委书记，目前兼任国电财务有限公司（以下简称“国电财务”）董事、经理，瑞泰人寿董事长。

公司总经理宋静刚先生，1974年11月出生，硕士研究生学历，先后于龚嘴水力发电总厂、国电大渡河流域水电开发公司、国电长源电力股份有限公司、原国电集团、长江财险、原国电资本、原神华财务有限公司（现国家能源集团财务有限公司，以下简称“国能财务”）任职，2020年10月起任公司董事、总经理、党委副书记，目前兼任国能保险经纪董事。

截至2021年6月末，公司共有在职员工219人。从年龄分布的数据来看，30~50岁员工占比最大，为71.83%；从学历构成来看，绝大部分为本科及以上学历，占比合计97.65%；从职称来看，具有初级职称的有28人，中级职称43人，高级职称9人。

### 4. 外部支持

**公司股东背景强大，国家能源集团能够在内部管理、业务协同、资金等方面给与公司很强的支持。**

公司为国家能源集团的全资子公司。国家能源集团系中央直管国有重要骨干企业、国有资本投资公司改革、创建世界一流示范企业的试点企业，拥有煤炭、火电、新能源、水电、运输、化工、科技环保、金融等8个产业板块，是全球最大的煤炭生产公司、火力发电公司、风力发电公司和煤制油煤化工公司，2021年世界500强排名第101位。国家能源集团煤炭资源储备很大，且煤炭开采条件较好，有利于其保持很高的行业地位；电力板块装机及单机规模大，规模效应明显，电源结构合理，市场地位高。

公司作为国家能源集团下属的金融产业投资与管理平台，能够在内部管理和资金注入方面得到国家能源集团的支持。另外，国家能源集团能够与公司下属子公司形成协同效应。其中，国能租赁主要围绕国家能源集团体系内开展业务，在业务渠道及专业化经营方面有较大的优势；国能保险经纪客户群体以国家能源集团内为主，是国家能源集团内部专业化保险服务单位，业务覆盖国家能源集团所有涉及保险经纪业务的成员单位；中电资产、国能基金和新设立的国能保理也将依托国家能源集团展业，发展空间很大。

#### 5. 企业信用记录

根据2021年7月12日查询的《企业信用报告》，公司已结清及未结清的信贷信息均为正常类，无关注、不良及逾期记录。

根据2021年8月4日在中国执行信息公开网查询的结果，联合资信未发现公司被纳入失信被执行人名单。

### 六、管理分析

#### 1. 法人治理结构

**公司基本建立了适合自身发展的公司治理架构，公司治理机制运行较好。**

公司依据《中华人民共和国公司法》和其他有关法律、法规和《国家能源投资集团有限责任公司章程》的规定，制定了《公司章程》，按照现代企业制度建立并完善了法人治理结构。

根据《中国共产党章程》规定，经上级党组

织批准，公司设立了党委会，并根据有关规定设立党的纪律检查委员会。公司党委由党员大会或者党员代表大会选举产生，每届任期一般为5年。公司党委书记和董事长一般由一人担任（目前均为陈景东先生），党员总经理担任副书记。

公司不设股东会，由唯一出资人（国家能源集团）行使股东权利。

公司董事会成员为5人（含职工董事1人），非职工董事由国家能源集团决定产生，职工董事由职工代表大会或其他民主形式选举产生。董事每届任期3年，任期届满，可连任。董事会设董事长一名，由董事会选举产生。

公司监事会成员为3人，其中股东监事2人，由国家能源集团委派，职工监事1人。监事会设监事会主席1人，由全体监事过半数选举产生。监事任期每届3年，任期届满，可以连任。

公司设总经理1名，总理由董事会聘任和解聘，总经理对董事会负责。公司设副总经理若干名（目前公司副总经理共2人，另外有1名总会计师，1名总法律顾问及1名纪委书记），协助总经理工作。

#### 2. 管理水平

**公司持续健全内控制度体系建设，目前的内控体系基本能够满足公司现阶段业务发展的需要。**

公司设立了10个部门（中心）：综合部（党委办公室/董事会办公室）、组织人事部（人力资源部）、党建工作部（党委宣传部/工会办公室/统战部）、纪委办公室、企业管理与战略发展部（改革办）、财务部、投融资管理部（资产评估审核中心）、风控审计与法律事务部、金融科技中心、共享服务中心（组织机构图详见附件1），公司各个部门之间职责分明，基本能够满足公司现阶段业务发展的需要。

公司未建立关联交易、对外担保等制度，亦未开展过资金拆借、关联担保、对外担保等。

风险管理方面，公司制定了《国家能源集团资本控股有限公司全面风险管理办法》及多项配套制度，明确了公司的风险管理体系及资金运营项目、经营性投资项目风险与合规审查办

法及各项风险指标监测管理办法等。

子公司管理方面，针对控股及合营企业，公司要求相关单位按月、按季度提交风险指标监测表及异常指标说明，由公司本部形成月度、季度指标监测报告；按季度提交全面风险管理报告，动态分析风险变化趋势及风险管控工作执行效果，预判下一季度潜在风险，并制订风险管控措施；每年至少按照风险识别、风险分析和风险评价的步骤开展风险自评估一次，并将评估结果报备国能资本；若在日常工作中突然发生风险事件（事故）或发现重大风险隐患，应在2个自然日内向国能资本风险管理职能部门报送有关情况。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

公司营业总收入随着业务整合而出现下滑，存续主营业务（融资租赁和保险经纪板块）发展态势较好，随着国能保理、中电资产及其基金子公司业务的开展，公司金融板块业务范围将进一步充实。

2020年公司主要收入来源为财务公司、融资租赁板块、保险经纪板块和国能农银致远投资（天津）合伙企业（有限合伙）（以下简称“农银致远”）。公司融资租赁板块和保险经纪板块

分别由国能租赁和国能保险经纪运营，近年来发展情况较好。

根据国家能源集团重组整合要求，国电财务将清算注销。国电财务于2020年10月结清所有经营性业务，仅使用账面资金购买银行理财等现金管理类产品，不再开展新业务，未来将会注销。农银致远成立于2017年9月，国能租赁作为执行合伙人（出资比例0.0009%）对其进行管理，目前业务已结束。2018—2020年，财务公司和农银致远对公司营业收入的贡献度很高，随着国电财务业务的结清、农银致远业务的结束及长江财险不再纳入合并范围，公司营业收入显著下降，收入构成亦将出现显著变化，转变为以融资租赁业务和保险经纪业务收入为主。

2018—2019年，公司利润总额有所增长，主要系利息收入增长及资产减值损失下降所致；随着财务公司清算注销和农银致远的业务结束，2020年利润总额大幅下降，降幅为25.68%。

2021年1—6月，公司实现营业收入5.31亿元，同比大幅下降52.76%，主要系国电财务业务已于2020年10月末结清，处于清算注销阶段所致，融资租赁和保险经纪业务收入贡献度显著提升。随着国能保理的设立、中电资产和国能基金成为全资子公司，公司金融业务范围能够得到进一步充实，但目前贡献度很低；利润总额亦同比大幅下降55.27%。

表3 公司经营概况 单位：亿元、%

| 业务板块   | 2018年 |        | 2019年 |        | 2020年 |        | 2021年1—6月 |        |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-----------|--------|
|        | 金额    | 占比     | 金额    | 占比     | 金额    | 占比     | 金额        | 占比     |
| 财务公司   | 11.92 | 40.76  | 12.15 | 42.91  | 9.02  | 47.51  | 1.09      | 20.50  |
| 财产保险板块 | 4.82  | 16.49  | 4.48  | 15.83  | 0.00  | 0.00   | 0.00      | 0.00   |
| 融资租赁板块 | 3.85  | 13.17  | 4.45  | 15.70  | 2.70  | 14.24  | 1.03      | 19.36  |
| 保险经纪板块 | 0.97  | 3.33   | 1.24  | 4.38   | 2.14  | 11.28  | 1.32      | 24.80  |
| 商业保理板块 | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00   | 0.17      | 3.28   |
| 农银致远   | 4.90  | 16.76  | 5.10  | 18.01  | 4.35  | 22.90  | 0.36      | 6.70   |
| 本部业务板块 | 2.78  | 9.50   | 0.90  | 3.16   | 0.77  | 4.06   | 1.35      | 25.34  |
| 其他     | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00   | 0.00      | 0.02   |
| 营业收入合计 | 29.23 | 100.00 | 28.32 | 100.00 | 18.98 | 100.00 | 5.31      | 100.00 |
| 利润总额   | 15.89 |        | 20.02 |        | 14.88 |        | 4.50      |        |

注：融资租赁业务板块收入中利息支出冲抵了利息收入，而下文对国能租赁经营情况的分析中，国能租赁营业收入不包含利息支出，因此存在较大差异；财产保险板块因为2019年11月起不再纳入合并范围，因此2020—2021年数据为0

资料来源：公司提供，联合资信整理

## 2. 融资租赁业务

公司融资租赁业务由国能租赁运营，另外，公司拥有神华（天津）融资租赁有限公司（以下简称“神华租赁”）的管理权，但神华租赁仍为中国神华能源股份有限公司（以下简称“中国神华”）的全资子公司（直接持股51%，间接持股49%），神华租赁负责中国神华内部业务，国能租赁负责除中国神华以外的业务。截至2020年末，神华租赁租赁资产余额为72.26亿元。

**国能租赁业务以集团内为主，依托于国家能源集团的支持，投放额和租赁资产规模逐年增加，营业收入稳步增长。**

公司融资租赁业务由国能租赁开展，业务投向以集团内为主，集团外业务很少，从业务模式来看，主要为售后回租，另外有少量的直接租赁和保理业务。

国能租赁依托于强大的股东背景，投放规模逐年增长，始终以电力相关行业为主，期末生息资产余额亦逐年增长，截至2020年末，国能租赁生息资产余额为201.27亿元。

随着业务的发展，国能租赁营业收入稳步增长，但增幅远低于投放额及生息资产余额的增幅，主要系疫情期间为降低企业融资成本导致收益率下降所致；另外由于利息支出的增加，2020年利润总额出现下滑。

表4 国能租赁经营情况 单位：亿元

| 项目      | 2018年  | 2019年  | 2020年  | 2021年1-6月 |
|---------|--------|--------|--------|-----------|
| 当期投放额   | 25.39  | 64.68  | 102.14 | 54.88     |
| 按行业     | 火电     | 16.44  | 29.80  | 43.05     |
|         | 风电     | 3.99   | 24.43  | 0.97      |
|         | 水电     | 1.20   | 1.50   | 5.00      |
|         | 热电     | 1.00   | 4.50   | 4.00      |
|         | 工程     | 2.56   | 0.00   | 0.00      |
|         | 煤炭     | 0.00   | 4.45   | 0.00      |
|         | 光伏     | 0.00   | 0.00   | 1.86      |
|         | 金融     | 0.19   | 0.00   | 0.00      |
| 按是否集团业务 | 集团内    | 22.63  | 64.68  | 94.24     |
|         | 集团外    | 2.76   | 0.00   | 7.90      |
| 生息资产余额  | 122.95 | 130.38 | 201.27 | 220.33    |
| 其中：直接租赁 | 11.35  | 14.05  | 20.39  | 22.14     |
| 售后回租    | 108.06 | 114.26 | 179.48 | 197.68    |
| 保理      | 3.54   | 2.06   | 1.39   | 0.50      |
| 营业收入    | 6.06   | 6.68   | 6.81   | 4.26      |
| 利润总额    | 1.19   | 2.31   | 1.93   | 0.83      |

注：表中的营业收入、利润总额和净资产均为母公司口径

资料来源：公司提供

**国能租赁资产质量良好，截至2020年末不良资产降为0。**

国能租赁按照风险程度大小分类，将业务资产划分为正常一级、正常二级、正常三级、正常四级、关注一级、关注二级、关注三级、次级、可疑和损失等十个级别。其中，次级、可疑和损失合称为不良。

2020年末国能租赁可疑类资产规模降为0，主要系可疑类项目的融资人经营风险持续改善，重新划归正常类所致；2020年国能租赁新增11.45亿元关注类资产，主要由于根据国资委关于《中央企业煤电资源区域整合试点方案》的要求，结合国家能源集团落实国资委要求的整体安排部署，9个租赁项目承租人在涉及转出目录

内，故将该9个承租人统一划分为关注类。截至2021年6月末，国能租赁仍无不良资产，关注类

资产增长主要系以上9个承租人的租赁资产余额增加所致，资产质量保持良好。

表5 国能租赁生息资产质量情况 单位：亿元、%

| 项目      | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 6 月末 |
|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 正常      | 121.60  | 129.03  | 189.82  | 207.04      |
| 关注      | 0.00    | 0.00    | 11.45   | 13.29       |
| 次级      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00        |
| 可疑      | 1.35    | 1.35    | 0.00    | 0.00        |
| 损失      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00        |
| 合计      | 122.95  | 130.38  | 201.27  | 220.33      |
| 不良资产    | 1.35    | 1.35    | 0.00    | 0.00        |
| 减值准备    | 0.68    | 1.07    | 1.17    | 1.20        |
| 不良率     | 1.10    | 1.04    | 0.00    | 0.00        |
| 拨备覆盖率   | 50.00   | 79.35   | *       | *           |
| 生息资产拨备率 | 0.55    | 0.82    | 0.58    | 0.55        |

注：上表中的\*代表分母为0

资料来源：公司提供

国能租赁主要服务于集团内企业，因此行业集中度和客户集中度很高；区域分布较为分散。

国能租赁的租赁业务以集团内为主，电力相关行业（火电、水电、风电、热电）资产占比持续增长，截至2021年6月末，电力相关行业占比为93.65%，行业集中度很高。

从地区来看，截至2021年6月末，除宁夏、辽宁、四川外，无单一省份租赁资产余额占比超过10%的情形，区域分布较为分散。

从客户集中度来看，国能租赁客户集中度很高，单一最大客户集中度已接近监管要求（不超过30%），单一最大集团客户及全部关联方融资余额占净资产的比例超过了监管要求（不超过50%），面临业务结构调整压力。

表6 国能租赁客户集中度情况 单位：亿元、%

| 项目       | 2018 年末  | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 6 月末 |
|----------|----------|---------|---------|-------------|
| 单一最大客户   | 融资租赁业务余额 | 7.00    | 8.00    | 9.79        |
|          | 占净资产比例   | 21.31   | 24.28   | 29.21       |
| 单一最大集团客户 | 融资租赁业务余额 | 120.41  | 128.32  | 199.87      |
|          | 占净资产比例   | 366.56  | 389.44  | 595.44      |
| 单一关联方    | 融资租赁业务余额 | 7.00    | 8.00    | 9.79        |
|          | 占净资产比例   | 21.31   | 24.28   | 29.21       |
| 全部关联方    | 融资租赁业务余额 | 120.41  | 128.32  | 199.87      |
|          | 占净资产比例   | 366.56  | 389.44  | 595.44      |

资料来源：公司提供

国能租赁杠杆倍数持续增加，未来面临资产扩张受限或补充资本金的压力。

随着国能租赁业务规模的扩大，杠杆倍数持续增加，截至2021年6月末为6.62倍，目前中国银

保监会对于融资租赁公司风险资产的要求为不超过净资产的8倍，国能租赁未来业务扩张或将受到监管要求的限制，亦将面临补充资本金的压力。

表 7 国能租赁杠杆水平情况 单位：亿元、倍

| 项目       | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 6 月末 |
|----------|---------|---------|---------|-------------|
| 风险资产     | 123.49  | 135.64  | 205.63  | 225.94      |
| 风险资产/净资产 | 3.76    | 4.12    | 6.13    | 6.62        |

资料来源：公司提供

### 3. 保险经纪业务

近年来国能保险经纪经营较为稳定，业务以国家能源集团内为主，合作承保机构集中度尚可。

公司保险经纪业务由子公司国能保险经纪经营。国能保险经纪前身为国电保险经纪（北京）有限公司，成立于2007年4月，2020年，原股东国电燃料有限公司和国家能源集团物资有限公司以股权划转方式退出；2021年上半年原股东国电科技环保集团股份有限公司以股权转让方式退出后，原国电保险经纪（北京）有限公司成为公司的全资子公司，并更名为“国能保险经纪（北京）有限公司”。

国能保险经纪主要通过投保人委托辅助其选择保险人或设计保险方案购买保险，从而收取佣金。根据保险合作协议，按照总保费的一定比例向保险公司收取保险经纪佣金。国能保险经纪的客户群体以国家能源集团内企业为主，集团统保业务佣金收取比例为30%，非统保项目根据项目具体情况确定。

国能保险经纪业务几乎全部为财产险，近年来收取的佣金收入规模较为稳定，均在2亿上下浮动。

表 8 国能保险经纪业务发展情况 单位：万元

| 项目      | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年 1—6 月 |
|---------|----------|----------|----------|--------------|
| 财产险保费规模 | 68806.70 | 70921.54 | 72853.73 | 43061.67     |
| 人身险保费规模 | 193.42   | 63.71    | 44.97    | 8.89         |
| 其中：健康险  | 193.42   | 63.71    | 44.97    | 7.78         |
| 保费规模合计  | 69000.12 | 70985.25 | 72898.70 | 43070.56     |
| 佣金收入    | 18007.11 | 20603.95 | 20390.89 | 11906.29     |
| 营业收入    | 18499.94 | 20664.21 | 21407.18 | 13158.14     |
| 利润总额    | 14340.18 | 15595.93 | 17001.73 | 11430.97     |

资料来源：公司提供

从经纪产品的承保机构来看，来自中国人民财产保险股份有限公司的佣金收入最高，来自前五大保险公司的佣金收入占绝对比重，占比接近

90%。

表 9 2020 年佣金收入前十的合作保险公司  
单位：万元、%

| 名称   | 佣金收入     | 占比    |
|------|----------|-------|
| 人保财险 | 4843.81  | 23.75 |
| 太保财险 | 4135.51  | 20.28 |
| 平安财险 | 3776.83  | 18.52 |
| 永诚财险 | 2917.09  | 14.31 |
| 国寿财险 | 2628.14  | 12.89 |
| 英大财险 | 751.22   | 3.68  |
| 大地财险 | 535.66   | 2.63  |
| 华泰财险 | 244.40   | 1.20  |
| 太平财险 | 236.08   | 1.16  |
| 中银财险 | 235.61   | 1.16  |
| 合计   | 20304.35 | 99.58 |

资料来源：公司提供

### 4. 其他主要控股及参股公司

公司其他主要控股和参股公司能够对公司利润形成一定的补充。

截至2020年末，公司其他主要控股及参股公司分布在资产管理行业、保险业和银行业，能够对公司贡献一定的利润。

中电资产原为公司联营企业，持股比例50%，2021年6月成为公司全资子公司。中电资产所属全资子公司国能（北京）私募基金管理有限公司也成为重要的金融业务板块之一。

随着国能保理公司的设立，以及中电资产由联营企业变为全资子公司，对公司收入、利润贡献度将进一步提高。

截至2021年6月末，公司对瑞泰人寿持股比例为50.00%，对长江财险的持股比例为14.00%，对石嘴山银行的持股比例为18.60%，以上三家参股公司均未将其2020年产生的利润对公司进行分红。

表 10 以上控股、参股公司 2020 年概况 单位：亿元

| 企业名称         | 总资产    | 所有者权益 | 营业收入  | 净利润   |
|--------------|--------|-------|-------|-------|
| 国电财务有限公司     | 75.18  | 75.03 | 9.72  | 4.13  |
| 中电资产管理有限公司   | 0.29   | 0.28  | 0.05  | 0.00  |
| 瑞泰人寿保险有限公司   | 60.58  | 7.44  | 10.03 | -1.21 |
| 长江财产保险股份有限公司 | 20.83  | 5.96  | 6.50  | -1.33 |
| 石嘴山银行股份有限公司  | 720.77 | 50.66 | 14.83 | 2.42  |

资料来源：公司提供

## 5. 未来发展

公司的未来发展方向符合在国家能源集团内的定位,有助于推动下属各板块业务的协同发展。

“十四五”期间,公司将把握内外部机遇,坚定“一个目标”,统筹谋划、协同推进,布局“五大板块”,实现创新发展。

**总部管控模式。**公司顺应金融控股公司监管趋势,聚焦产业金融,按照分业经营、协同发展、集中管理、资源共享、持续驱动的原则,着力提升金融股权投资与管理能力,高标准建设“五个中心”,打造集团产业金融的战略、运营、管控的集中统一平台。公司本部主要负责战略规划、资源配置、资本运作、风险管控、考核监督和党的建设等工作,以建立风险合规、财务共享、投资融资、信息科技等共享中台为抓手,加快建立适应新时期发展特点的管控模式。同时进一步推进整合集团公司系统内参控股金融机构,吸收合并金融类股权,做优金融业务的专业化集中管理。

**业务发展领域。**紧扣公司战略定位,以服务集团为出发点,不断扩展产融协同的深度和广度。按照服务集团的功能属性和业务实质,公司将重点围绕产业投融资、资产管理、风险管理、国际金融、金融科技等五大板块,推动产业金融向综合能源金融方向发展。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2018—2020年合并及母公司财务报表,由中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)进行了审计,并出具了无保留意见的审计结论;公司2021年1—6月财务报表未经审计。

合并范围方面,2019年公司由于丧失控制权而不再将长江财险纳入合并范围<sup>3</sup>;2020年公司合并范围未发生变化,2021年上半年合并范围增加了3个全资子公司:国能保理、中电资产及其

全资子公司国能(北京)私募基金管理有限公司;另外,考虑到2020年以来,国电财务不再开展新业务并且逐渐清算,农银致远业务结束,同时,根据人社部要求,集团企业年金需进行整合,并按照理事会受托模式,由专业养老金投资管理机构进行统一投资管理。2020年起,公司不再对原国电集团年金资产进行受托管理,该部分受托资产转移外部养老金投资管理机构,因此财务数据可比性较弱。本报告2018—2019年数据取自2019—2020年审计报告中的上期数/期初数,2020年数据取自当年审计报告的本期数/期末数。

截至2020年末,公司合并资产总额390.85亿元,负债合计171.68亿元,所有者权益219.17亿元,其中归属于母公司所有者权益99.22亿元。2020年,公司营业收入为18.98亿元,利润总额14.88亿元,净利润为10.68亿元,其中归属于母公司净利润为2.76亿元。

截至2021年6月末,公司合并资产总额364.32亿元,负债合计197.98亿元,所有者权益166.35亿元,其中归属于母公司所有者权益101.21亿元。2021年1—6月,公司营业收入为5.31亿元,利润总额4.50亿元,净利润为3.55亿元,其中归属于母公司净利润为2.33亿元。

### 2. 合并财务报表分析

#### (1) 资产质量

随着国电财务结清,农银致远业务结束,受托管理原国电集团企业年金转移至外部养老金投资管理机构,公司资产规模于2020年出现大幅下降,受限资产主要用于质押融资,占比较高,整体资产质量一般。

2018—2020年,公司资产总额波动下降,其中2019年末较年初增长5.16%,主要系国电财务贷款规模增长、融资租赁业务规模增长及受托管理的企业年金规模增长所致,2020年以来,由于国电财务逐渐清算,农银致远业务结束,公司受

<sup>3</sup> 根据国家能源集团与湖北省国资委于2019年11月18日签订的关于长江财险的合作协议,长江财险股权结构发生变化,自合作协议签订之日起,长江财险由国家能源集团管理企业变更为湖北省直管企业,自2019年11月起长江财险不再纳入合并范围。公司将对长江财险的投资由成本法转权益法核算。

托管理的原国电集团企业年金转移至外部养老金投资管理机构等因素，公司资产规模较年初大幅下降51.08%至390.85亿元。截至2020年末，公司受限资产79.42亿元，占比20.32%，受限资产主

要来自于国能租赁长期应收款质押融资（73.87亿元），另外货币资金受限金额为5.55亿元，为美元定期存款（6个月）和存放中央银行法定准备金。

表 11 公司资产构成 单位：亿元、%

| 项目          | 金额            |               |               | 占比            |               |               |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|             | 2018 年末       | 2019 年末       | 2020 年末       | 2018 年末       | 2019 年末       | 2020 年末       |
| 货币资金        | 104.26        | 97.76         | 91.17         | 13.72         | 12.24         | 23.33         |
| 长期应收款       | 238.23        | 244.94        | 257.91        | 31.36         | 30.66         | 65.99         |
| 发放贷款及垫款     | 230.39        | 244.54        | 0.00          | 30.33         | 30.61         | 0.00          |
| 可供出售金融资产    | 45.50         | 53.95         | 8.96          | 5.99          | 6.75          | 2.29          |
| 其他资产        | 93.29         | 122.12        | 3.63          | 12.28         | 15.28         | 0.93          |
| 其他          | 48.02         | 35.61         | 29.18         | 6.32          | 4.46          | 7.47          |
| <b>资产总额</b> | <b>759.69</b> | <b>798.93</b> | <b>390.85</b> | <b>100.00</b> | <b>100.00</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司持有较大规模的货币资金，2018—2020年末公司货币资金维持在100亿左右。

2018—2019年，国电财务的发放贷款及垫款和可供出售金融资产、其他资产占公司资产的比重较大。由于2020年以来，国电财务业务逐渐结清及受托管理的原国电集团企业年金转出，以上科目均出现显著下降。

长期应收款主要来自于国能租赁的融资租赁业务和农银致远通过委托贷款方式借给原国电集团的长期应收款，利率为4.61%；目前，农银致远业务结束，但随着国能租赁业务规模的扩大，公司长期应收款依然逐年增长，截至2020年末为257.91亿元，其中融资租赁业务产生的长期应收款账面价值为202.34亿元（已计提减值准备1.17亿元），农银致远通过委托贷款方式借给原国电集团的长期应收款55.57亿元（此部分未计提减值）。

截至2021年6月末，公司资产总额364.32亿元，较年初下降6.79%，主要系农银致远业务到

期，对原国电集团的委贷（计入长期应收款）结清所致。

## （2）负债

随着国电财务存续业务的逐渐结清及受托管理原国电集团企业年金的转出，公司负债规模大幅下降，结构亦发生变化，整体杠杆水平适中。

由于2020年国电财务存续业务逐步结清，即将清算注销，因此吸收存款及同业存放出现大幅下降，2020年末降为0；2019年长江财险不再纳入合并范围，因此2019年末公司保险合同准备金降为0。2018—2019年末，公司其他负债主要为受托管理的原国电集团企业年金，由于2020年受托管理的企业年金的转出，因此2020年公司其他负债出现大幅下降。受此影响，公司负债规模于2020年出现显著下降，并且结构亦出现显著变化。截至2020年末，公司负债以短期借款、长期借款和其他负债（国能租赁发行的资产证券化产品）为主。

表 12 公司负债构成 单位：亿元、%

| 项目        | 金额      |         |         | 占比      |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 |
| 短期借款      | 29.08   | 29.53   | 65.96   | 6.05    | 5.67    | 38.42   |
| 吸收存款及同业存放 | 261.71  | 289.29  | 0.00    | 54.49   | 55.53   | 0.00    |
| 长期借款      | 17.72   | 38.18   | 67.26   | 3.69    | 7.33    | 39.18   |
| 应付债券      | 47.91   | 27.95   | 0.00    | 9.97    | 5.37    | 0.00    |

|             |               |               |               |               |               |               |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 其他负债        | 106.64        | 133.24        | 36.51         | 22.20         | 25.58         | 21.27         |
| 其他          | 17.24         | 2.80          | 1.95          | 3.59          | 0.54          | 1.14          |
| <b>负债总额</b> | <b>480.30</b> | <b>520.99</b> | <b>171.68</b> | <b>100.00</b> | <b>100.00</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司提供，联合资信整理

2018—2019 年，公司短期债务中较大部分为国电财务的吸收存款及同业存放，随着国电财务业务的逐步结清，2020 年以来公司短期债务和全部债务均显著下降，截至 2020 年末，公司全部债务为 163.96 亿元，来自于国能租赁，构成仍然以短期债务为主，相对于国能租赁较为长期的租赁期限，债务结构有待优化。

表 13 债务及杠杆水平 单位：亿元、%

| 指标        | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 6 月末 |
|-----------|---------|---------|---------|-------------|
| 短期债务      | 312.27  | 323.87  | 112.08  | 126.30      |
| 长期债务      | 45.65   | 69.08   | 51.88   | 63.90       |
| 全部债务      | 357.92  | 392.95  | 163.96  | 190.20      |
| 资产负债率     | 63.22   | 65.21   | 43.92   | 54.34       |
| 全部债务资本化比率 | 56.16   | 58.57   | 42.79   | 53.35       |

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

随着公司全部债务的下降，杠杆较 2019 年末出现了明显下降，截至 2020 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 43.92%和 42.79%。

截至 2021 年 6 月末，公司负债总额 197.98 亿元，全部债务 190.20 亿元，较上年末有所增

长，主要系国能租赁融资规模增加所致，另外，由于所有者权益的下降，杠杆有所提升。

从债务期限分布来看，2021—2022 年偿债压力较大。

表 14 截至 2021 年 6 月末公司债务期限分布  
单位：亿元、%

| 到期年份      | 金额            | 占比            |
|-----------|---------------|---------------|
| 2021 年    | 73.37         | 38.58         |
| 2022 年    | 62.30         | 32.75         |
| 2023 年    | 40.57         | 21.33         |
| 2024 年及以后 | 13.96         | 7.34          |
| <b>合计</b> | <b>190.20</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司提供，联合资信整理

### （3）所有者权益

**公司资本实力强，所有者权益稳定性较好。**

由于非全资子公司逐渐剥离，公司少数股东权益显著下降，截至 2020 年末，公司所有者权益为 219.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 99.22 亿元，构成以实收资本（占比 74.02%）和未分配利润（占比 17.36%）为主，稳定性较好。

表 15 公司所有者权益构成 单位：亿元、%

| 科目                   | 金额            |               |               |               | 占比            |               |               |               |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                      | 2018 年末       | 2019 年末       | 2020 年末       | 2021 年 6 月末   | 2018 年末       | 2019 年末       | 2020 年末       | 2021 年 6 月末   |
| 实收资本                 | 73.45         | 73.45         | 73.45         | 73.45         | 79.16         | 77.15         | 74.02         | 72.57         |
| 未分配利润                | 10.05         | 10.45         | 17.23         | 20.76         | 10.83         | 10.97         | 17.36         | 20.52         |
| 其他                   | 9.29          | 11.31         | 8.55          | 6.99          | 10.02         | 11.88         | 8.61          | 6.91          |
| <b>归属于母公司所有者权益合计</b> | <b>92.79</b>  | <b>95.21</b>  | <b>99.22</b>  | <b>101.21</b> | <b>33.21</b>  | <b>34.26</b>  | <b>45.27</b>  | <b>60.84</b>  |
| 少数股东权益               | 186.60        | 182.72        | 119.95        | 65.14         | 66.79         | 65.74         | 54.73         | 39.16         |
| <b>所有者权益合计</b>       | <b>279.39</b> | <b>277.93</b> | <b>219.17</b> | <b>166.35</b> | <b>100.00</b> | <b>100.00</b> | <b>100.00</b> | <b>100.00</b> |

注：表中实收资本、未分配利润和其他的占比为占归属于母公司所有者权益的比重，其余科目的占比为占所有者权益合计的比重

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年 6 月末，公司归属母公司所有者权益 101.21 亿元，规模及构成均较上年末变化不大，但由于农银致远在此期间业务结束，少数股东权益大幅下降，受此影响，公司所有者权益合计较上年末下降 24.10%至 166.35 亿元。

### （4）盈利能力

**公司近年来营业收入有所下降，同时支出亦随之下降，盈利能力一般。**

2018—2020 年，公司营业收入整体呈下降趋势。公司营业支出主要为业务及管理费、财务费用和赔付支出，随着长江财险不再纳入合并范

围, 2020 年赔付净支出降为 0, 并且业务及管理费大幅下降。公司将子公司因业务产生的利息计入利息净收入中的利息支出, 将本部借款利息计入财务费用, 随着本部债务规模的下降, 计入财务费用的利息支出大幅下降。

2018—2020 年, 公司资产减值损失受贷款减值损失的影响很大, 另外, 2020 年公司对长期股权投资计提了 4.94 亿元资产减值损失。

表 16 公司盈利情况 单位: 亿元、%

| 项目         | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>1—6 月 |
|------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 营业收入       | 29.23  | 28.32  | 18.98  | 5.31            |
| 营业支出       | 12.84  | 8.31   | 4.11   | 0.81            |
| 其中: 业务及管理费 | 3.77   | 4.29   | 2.29   | 0.72            |
| 财务费用       | 2.19   | 1.82   | 0.69   | 0.003           |

表 17 2020 年同行业公司财务指标对比 (单位: %)

| 项目               | 净资产收益率 | 资产负债率 | 自有资产负债率 |
|------------------|--------|-------|---------|
| 常德财鑫金融控股集团有限责任公司 | 2.24   | 60.84 | 60.84   |
| 湖南财信投资控股有限责任公司   | 10.68  | 79.69 | 76.77   |
| 苏州国际发展集团有限公司     | 5.43   | 70.78 | 65.34   |
| 上述样本企业平均值        | 6.12   | 70.44 | 67.65   |
| 国能资本             | 4.30   | 43.92 | 43.92   |

注: 本表中对样本的自有资产和自有负债扣除代理买卖证券款和代理承销证券款  
资料来源: 公开资料及公司提供资料, 联合资信整理

#### (5) 现金流

随着公司下属业务板块的调整及合并范围的变化, 合并口径现金流出现了很大波动, 总体看现金存量较为充足。

2018—2020 年, 公司经营活动产生的现金主要为财务公司客户存款和银行同业存放款项净增加/减少额及国能租赁业务投放, 2020 年公司经营活动现金流处于净流出状态主要系国电财务存量业务逐渐结清及国能租赁业务规模扩张所致。

公司投资活动现金流主要来自财务公司、公司本部、长江财险、农银致远的投资活动, 随着财务公司业务结清、农银致远业务到期, 2020 年公司投资活动现金流转为净流入状态。

公司筹资活动现金流主要来自于对外融资和偿还债务, 2020 年公司产生了 58.04 亿元其他与筹资活动有关的现金流出, 主要为农银致远投

|          |       |       |       |      |
|----------|-------|-------|-------|------|
| 资产减值损失   | 2.93  | -0.77 | 0.85  | 0.03 |
| 利润总额     | 15.89 | 20.02 | 14.88 | 4.50 |
| 净利润      | 12.40 | 16.04 | 10.68 | 3.55 |
| 总资产收益率   | --    | 2.06  | 1.80  | 0.94 |
| 净资产收益率   | --    | 5.76  | 4.30  | 1.84 |
| 归母净资产收益率 | --    | 4.26  | 2.84  | 2.33 |

注: 由于 2018 年公司将石嘴山银行剥离, 在 2019 年审计报告中期初及上期数不含石嘴山银行, 合并范围发生重大变化, 导致 2018 年数据可比性很差, 因此在此不予比较

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

受以上因素影响, 公司利润总额有所波动, 2019—2020 年盈利指标表现有所下滑, 盈利能力一般。2021 年 1—6 月, 公司实现营业收入 5.31 亿元, 利润总额 4.50 亿元。

与所选公司比较, 公司杠杆及盈利指标均低于样本企业。

投资者的本金分配。

2018—2020 年, 公司年末现金及现金等价物余额规模均较充足。

表 18 公司现金流量情况 单位: 亿元

| 项目           | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>1—6 月 |
|--------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 经营活动现金流量净额   | 6.30   | 39.51  | -68.78 | -17.04          |
| 投资活动现金流量净额   | 10.99  | -34.66 | 97.61  | 9.69            |
| 筹资活动现金流量净额   | 5.26   | -8.72  | -21.96 | -48.65          |
| 现金及现金等价物净增加额 | 22.53  | -3.79  | 6.93   | -56.01          |
| 期末现金及现金等价物余额 | 82.47  | 78.69  | 85.62  | 29.61           |

资料来源: 公司财务报告

2021 年 1—6 月, 公司经营活动现金流净额为 -17.04 亿元, 投资活动现金流净额为 9.69 亿元, 筹资活动现金流净额为 -48.65 亿元, 期末现金及现金等价物大幅降至 29.61 亿元, 合并口径

现金储备仍较充足。

### 3. 母公司口径财务分析

母公司资产以对子公司投资和受托管理原国电集团企业年金为主,由于受托管理的企业年金转出,母公司口径资产规模有所下降。母公司口径债务规模很小,所有者权益稳定性较好。母公司口径营业收入主要来自于投资收益,整体盈

利水平一般,现金规模较小。

#### (1) 资产负债表

母公司资产规模呈下降趋势,主要系受托管理原国电集团企业年金转出所致。截至 2021 年 6 月末,母公司口径资产总额 95.66 亿元,较上年末增长 7.71%,主要系公司收购了中电资产 50% 的股权,并且新设立了全资子公司国能保理所致。

表 19 母公司资产构成 单位:亿元、%

| 项目       | 金额      |         |         | 占比      |         |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|          | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 |
| 货币资金     | 20.47   | 17.18   | 6.76    | 8.82    | 7.37    | 7.61    |
| 可供出售金融资产 | 25.37   | 14.86   | 8.96    | 10.92   | 6.38    | 10.08   |
| 长期股权投资   | 42.36   | 41.95   | 42.02   | 18.24   | 18.00   | 47.31   |
| 其他资产     | 136.32  | 146.68  | 14.23   | 58.70   | 62.96   | 16.02   |
| 其他       | 7.72    | 12.33   | 16.86   | 3.32    | 5.29    | 18.98   |
| 资产总额     | 232.23  | 232.99  | 88.82   | 100.00  | 100.00  | 100.00  |

资料来源:公司提供,联合资信整理

公司受托管理的企业年金产生的负债规模较大,随着此职能的转出,负债规模显著下降,截至 2020 年末母公司口径负债规模很小。2021 年以来,公司本部新增了 5.35 亿元短期借款,因此负债及债务规模有所回升,杠杆仍然很低。

随着利润积累,母公司口径所有者权益持续稳步增长,截至 2021 年 6 月末,母公司口径所有者权益为 89.35 亿元,构成以实收资本为主(占比 82.21%),稳定性较好。

#### (2) 利润表

母公司口径营业收入主要为子公司分红和自营投资收益,2018—2020 年持有子公司股权产生的投资收益持续增长,由于 2018 年公司处置了瑞银证券部分股权,产生了大额非经常性收益,因此 2019 年投资收益总额同比下降;营业支出主要为业务及管理费和财务费用(此处财务费用中包含的部分利息收入在合并口径中与子公司利息支出抵消,因此母公司口径财务费用显著小于合并口径)。2020 年母公司口径利润总额为 5.31 亿元,总资产收益率和净资产收益率分别为 3.29%和 6.25%,盈利水平一般。

2021 年 1—6 月,母公司口径实现营业收入 1.88 亿元,其中投资收益 1.35 亿元,主要为持

有和处置交易性金融资产的投资收益;实现利润总额 1.67 亿元,同比大幅增加 1.49 亿元。

表 20 母公司口径盈利情况 单位:亿元、%

| 项目        | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1—6 月 |
|-----------|--------|--------|--------|--------------|
| 营业收入      | 6.02   | 4.36   | 6.56   | 1.88         |
| 营业支出      | 1.18   | 1.22   | 1.26   | 0.21         |
| 其中:业务及管理费 | 0.77   | 0.85   | 0.79   | 0.27         |
| 财务费用      | 0.32   | 0.27   | 0.36   | -0.09        |
| 利润总额      | 4.04   | 3.15   | 5.31   | 1.67         |
| 净利润       | 3.26   | 3.10   | 5.29   | 1.39         |
| 总资产收益率    | 1.45   | 1.33   | 3.29   | 1.51         |
| 净资产收益率    | 4.07   | 3.83   | 6.25   | 1.57         |

注:2021 年 1—6 月数据未经审计,相关指标未年化

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

#### (3) 现金流量表

2018—2019 年母公司口径经营活动现金流处于净流入状态,2020 年转为净流出主要系收到其他与经营活动有关的现金规模大幅下降所致。

母公司口径投资业务主要为受托管理的企业年金产生的投资活动现金流,随着受托管理年金资产的转出,母公司口径投资活动现金流流入和流出规模均大幅下降,仍然保持了净流入状态。

母公司口径债务规模很小，2019 年及 2020 年无筹资活动现金流入，随着存续债务的偿还和利润分配，母公司筹资活动现金流处于净流出状态。

表 21 母公司现金流量情况 单位：亿元

| 项目           | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>1—6 月 |
|--------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 经营活动现金流量净额   | 9.99   | 12.84  | 0.00   | -5.78           |
| 投资活动现金流量净额   | 10.12  | 8.84   | 16.02  | 3.41            |
| 筹资活动现金流量净额   | -4.12  | -25.06 | -31.41 | 5.31            |
| 现金及现金等价物净增加额 | 15.97  | -3.30  | -15.33 | 2.93            |
| 期末现金及现金等价物余额 | 20.47  | 17.18  | 1.85   | 4.78            |

资料来源：公司财务报告

2021 年 1—6 月，母公司口径经营活动现金流净额为-5.78 亿元，投资活动现金流净额为 3.41 亿元，筹资活动现金流净额为 5.31 亿元，期末现金及现金等价物回升至 4.78 亿元，现金规模仍然较小。

表 22 公司偿债指标

| 项目                   | 合并口径   |        |        |                 | 母公司口径  |        |        |                 |
|----------------------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|-----------------|
|                      | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>1—6 月 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>1—6 月 |
| 期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍） | 0.26   | 0.24   | 0.76   | 0.23            | 1.02   | *      | *      | 0.89            |
| EBITDA（亿元）           | 23.16  | 27.61  | 22.16  | 7.91            | 6.43   | 5.49   | 5.98   | 1.80            |
| EBITDA 利息倍数（倍）       | 3.36   | 3.83   | 3.16   | 2.40            | 2.94   | 2.57   | 12.47  | 49.80           |
| 全部债务/EBITDA（倍）       | 15.46  | 14.23  | 7.40   | 24.05           | 7.76   | 5.45   | 0.00   | 2.97            |

注：1. 母公司口径 2019 及 2020 年末短期债务为 0，因此期末现金及现金等价物/短期债务无法计算；2. 2021 年 1—6 月数据未年化  
资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

截至2021年6月末，公司无对外担保（不含对合并范围内的担保）及重大未决诉讼。

截至2021年5月末，公司共获得的银行授信 128 亿元，已使用 4.20 亿元，国家能源集团总对总授信非循环信用额度为 225.40 亿元，循环信用额度 60.00 亿元；间接融资渠道较通畅。

## 九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司的债务负担影响不大，净资产、现金流及盈利规模对本期中期

## 4. 偿债能力

公司偿债能力指标总体表现较好，考虑到公司资本实力强且资产质量较好，并且股东能够在业务、资金等方面给予公司大力支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，公司合并口径现金及现金等价物余额对短期债务的覆盖程度均不到 1 倍，但公司本部短期债务规模较小，母公司口径短期偿债指标表现较好。2021 年以来，由于母公司增加了 5.35 亿元短期借款，6 月末现金短期债务比降至 0.89 倍。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 随着利润总额波动而波动；合并及母公司口径的 EBITDA 对利息的覆盖程度均较好，合并口径 EBITDA 对债务的覆盖程度一般。

票据保障能力均较好，考虑到公司自身资本实力强、股东背景很强和融资渠道畅通等因素，公司对本期中期票据的偿还能力极强。

本期中期票据发行规模为 10.00 亿元，以 2021 年 6 月末数据为基准，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 55.56% 和 54.62%，较发行前分别增加 1.22 和 1.27 个百分点。公司债务负担变化不大。

2018—2020 年，公司合并口径及母公司口径净资产、现金流及 EBITDA 对本期中期票据保障能力均较好。

表 23 本期中期票据保障能力测算

| 指标              | 合并口径   |        |        | 母公司口径  |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
| 净资产/本期中期票据额度（倍） | 27.94  | 27.79  | 21.92  | 8.04   | 8.14   | 8.79   |
| 筹资活动前现金流量净额（亿元） | 17.29  | 4.85   | 28.83  | 20.11  | 21.69  | 16.02  |

|                    |       |       |       |      |      |      |
|--------------------|-------|-------|-------|------|------|------|
| 筹资活动前现金流量净额保障倍数（倍） | 1.73  | 0.49  | 2.88  | 2.01 | 2.17 | 1.60 |
| EBITDA（亿元）         | 23.16 | 27.61 | 22.16 | 6.43 | 5.49 | 5.98 |
| EBITDA 保障倍数（倍）     | 2.32  | 2.76  | 2.22  | 0.64 | 0.55 | 0.60 |

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 十、结论

国能资本作为国家能源集团金融产业投资与管理平台，能够得到国家能源集团在资金、管理、业务等方面的大力支持。公司融资租赁业务板块和保险经纪业务板块主要围绕国家能源集团开展业务，近年来经营情况较好；公司资本实力强，杠杆水平适中。

同时，联合资信也关注到，宏观经济环境下行和相关监管政策变化等因素可能对公司经营造成不利影响。另外，由于公司股东的合并重组及未来业务板块的拓展，下属子公司有所调整，公司管理水平及新业务的开展情况仍有待观察。

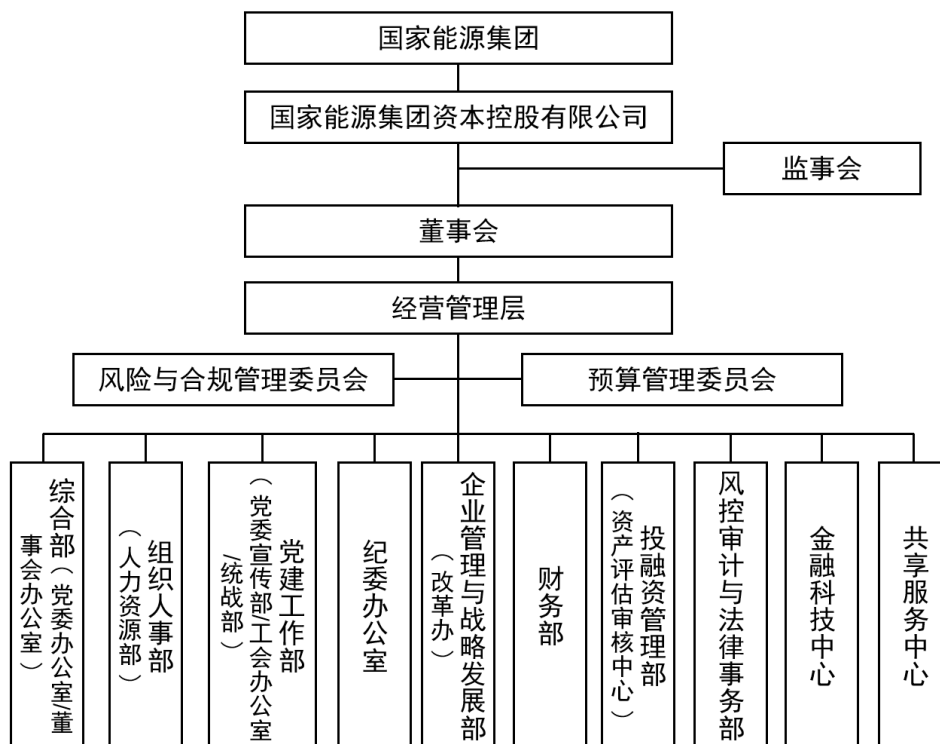
本期中期票据的发行对公司的债务负担影响不大，净资产、现金流及 EBITDA 对本期中期票据保障能力均较好。

未来，随着公司业务多元化发展以及股东持续支持，公司整体竞争力有望得到提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

## 附件 1 国家能源集团资本控股有限公司组织机构图

(截至 2021 年 6 月末)



资料来源：公司提供

## 附件 2 国家能源集团资本控股有限公司主要子公司情况

(截至 2021 年 6 月末)

| 序号 | 企业名称             | 实收资本<br>(亿元) | 持股比例<br>(%) | 取得方式 |
|----|------------------|--------------|-------------|------|
| 1  | 国电财务有限公司         | 50.50        | 28.98       | 并购   |
| 2  | 国能保险经纪(北京)有限公司   | 1.00         | 100.00      | 新设   |
| 3  | 国能(北京)商业保理有限公司   | 10.00        | 100.00      | 新设   |
| 4  | 中电资产管理有限公司       | 0.30         | 100.00      | 并购   |
| 5  | 国能融资租赁有限公司       | 30.00        | 51.00       | 新设   |
| 6  | 瑞泰人寿保险有限公司       | 16.90        | 50.00       | 并购   |
| 7  | 长江财产保险股份有限公司     | 12.00        | 14.00       | 新设   |
| 8  | 石嘴山银行股份有限公司      | 10.20        | 18.60       | 并购   |
| 9  | 国能(北京)私募基金管理有限公司 | 0.10         | 100.00      | 并购   |

注：1. 上表主要子公司包含合营联营企业；2. 公司已完成对中电资产增资工作，截至报告出具日中电资产实收资本 1.20 亿元；同时，中电资产已完成对国能基金增资工作，截至报告出具日国能基金实收资本 1.00 亿元

资料来源：公司提供

**附件 3-1 国家能源集团资本控股有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

| 项 目                  | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>1-6 月 |
|----------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| <b>财务数据</b>          |        |        |        |                 |
| 资产总额（亿元）             | 759.69 | 798.93 | 390.85 | 364.32          |
| 所有者权益（亿元）            | 279.39 | 277.93 | 219.17 | 166.35          |
| 归属于母公司所有者权益（亿元）      | 92.79  | 95.21  | 99.22  | 101.21          |
| 短期债务（亿元）             | 312.27 | 323.87 | 112.08 | 126.30          |
| 长期债务（亿元）             | 45.65  | 69.08  | 51.88  | 63.90           |
| 全部债务（亿元）             | 357.92 | 392.95 | 163.96 | 190.20          |
| 营业收入（亿元）             | 29.23  | 28.32  | 18.98  | 5.31            |
| 投资收益（亿元）             | 3.87   | 2.97   | 1.75   | 1.06            |
| 利润总额（亿元）             | 15.89  | 20.02  | 14.88  | 4.50            |
| EBITDA（亿元）           | 23.16  | 27.61  | 22.16  | 7.91            |
| 筹资前净现金流（亿元）          | 17.29  | 4.85   | 28.83  | -7.35           |
| <b>财务指标</b>          |        |        |        |                 |
| 营业利润率（%）             | 56.09  | 70.65  | 78.34  | 84.74           |
| 资产收益率（%）             | --     | 2.06   | 1.80   | 0.94            |
| 净资产收益率（%）            | --     | 5.76   | 4.30   | 1.84            |
| 长期债务资本化比率（%）         | 14.04  | 19.91  | 19.14  | 27.75           |
| 全部债务资本化比率（%）         | 56.16  | 58.57  | 42.79  | 53.35           |
| 资产负债率（%）             | 63.22  | 65.21  | 43.92  | 54.34           |
| 流动比率（%）              | --     | --     | --     | --              |
| 筹资前净现金流流动负债比（%）      | --     | --     | --     | --              |
| 期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍） | 0.26   | 0.24   | 0.76   | 0.23            |
| EBITDA 利息倍数（倍）       | 3.36   | 3.83   | 3.16   | 2.40            |
| 全部债务/EBITDA（倍）       | 15.46  | 14.23  | 7.40   | 24.05           |
| EBITDA/本期中期票据额度（倍）   | 2.32   | 2.76   | 2.22   | 0.79            |

注：2021 年 1-6 月数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

**附件 3-2 国家能源集团资本控股有限公司主要财务数据及指标** (母公司口径)

| 项 目                   | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>1-6 月 |
|-----------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| <b>财务数据</b>           |        |        |        |                 |
| 资产总额 (亿元)             | 232.23 | 232.99 | 88.82  | 95.66           |
| 所有者权益 (亿元)            | 80.41  | 81.38  | 87.94  | 89.35           |
| 短期债务 (亿元)             | 19.98  | 0.00   | 0.00   | 5.35            |
| 长期债务 (亿元)             | 29.93  | 29.95  | 0.00   | 0.00            |
| 全部债务 (亿元)             | 49.90  | 29.95  | 0.00   | 5.35            |
| 营业收入 (亿元)             | 6.02   | 4.36   | 6.56   | 1.88            |
| 投资收益 (亿元)             | 5.58   | 3.86   | 5.69   | 1.35            |
| 利润总额 (亿元)             | 4.04   | 3.15   | 5.31   | 1.67            |
| EBITDA (亿元)           | 6.43   | 5.49   | 5.98   | 1.80            |
| 筹资前净现金流 (亿元)          | 20.11  | 21.69  | 16.02  | -2.38           |
| <b>财务指标</b>           |        |        |        |                 |
| 资产收益率 (%)             | 1.45   | 1.33   | 3.29   | 1.51            |
| 净资产收益率 (%)            | 4.07   | 3.83   | 6.25   | 1.57            |
| 长期债务资本化比率 (%)         | 27.12  | 26.90  | 0.00   | 0.00            |
| 全部债务资本化比率 (%)         | 38.29  | 26.90  | 0.00   | 5.64            |
| 资产负债率 (%)             | 65.37  | 65.07  | 0.99   | 6.60            |
| 流动比率 (%)              | --     | --     | --     | --              |
| 筹资前净现金流流动负债比 (%)      | --     | --     | --     | --              |
| 期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍) | 1.02   | *      | *      | 0.89            |
| EBITDA 利息倍数 (倍)       | 2.94   | 2.57   | 12.47  | 49.80           |
| 全部债务/EBITDA (倍)       | 7.76   | 5.45   | 0.00   | 2.97            |
| EBITDA/本期中期票据额度 (倍)   | 0.64   | 0.55   | 0.60   | 0.18            |

注：2021 年 1-6 月数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                   |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                        |
| 年均增长率或变动率         | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[ (本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100% |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                        |
| 营业利润率             | 营业利润/营业收入×100%                                                                         |
| 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+期初全部有息债务+期末所有者权益+期末全部有息债务) / 2]×100%                    |
| 资产收益率             | 当期净利润/ [ (期初资产总额+期末资产总额) / 2]×100%                                                     |
| 净资产收益率            | 当期净利润/ [ (期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%                                                   |
| <b>债务结构指标</b>     |                                                                                        |
| 资产负债率             | 负债总额/资产总额×100%                                                                         |
| 全部债务资本化比率         | 全部有息债务/ (全部有息债务+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%                                                               |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                        |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA/利息支出                                                                            |
| 全部债务/ EBITDA      | 全部债务/ EBITDA                                                                           |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                        |
| 流动比率              | 流动资产合计/流动负债合计×100%                                                                     |
| 筹资前净现金流流动负债比      | 筹资前净现金流/流动负债合计×100%                                                                    |
| 期末现金及现金等价物余额/短期债务 | 期末现金及现金等价物余额/短期债务                                                                      |

注: 短期债务=短期借款+拆入资金+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债中的有息债务+应付短期债券+其他科目里的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他科目里的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

筹资前净现金流=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

### 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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

### 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 |

## 联合资信评估股份有限公司关于 国家能源集团资本控股有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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。

国家能源集团资本控股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，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

国家能源集团资本控股有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对国家能源集团资本控股有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，国家能源集团资本控股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国家能源集团资本控股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，如发现国家能源集团资本控股有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对国家能源集团资本控股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，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如国家能源集团资本控股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国家能源集团资本控股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国家能源集团资本控股有限公司联系，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。

## 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。