信用等级公告

联合〔2019〕1633 号

联合资信评估有限公司通过对海盐县国有资产经营有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持海盐县国有资产经营有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“17 海盐债/17 盐国资”和“13 海盐债/PR 盐国资”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com/

海盐县国有资产经营有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
13 海盐债/PR 盐国资	4.80 亿元	2020/09/04	AAA	AAA	AAA
17 海盐债/17 盐国资	15.00 亿元	2024/06/12	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	40.29	39.11	23.46
资产总额(亿元)	356.06	378.99	422.47
所有者权益(亿元)	129.29	143.29	155.69
短期债务(亿元)	17.17	22.54	15.45
长期债务(亿元)	97.77	97.17	114.43
全部债务(亿元)	114.94	119.71	129.88
营业收入(亿元)	13.47	17.15	21.11
利润总额(亿元)	0.68	1.23	1.92
EBITDA(亿元)	5.08	3.93	4.00
经营性净现金流(亿元)	-23.24	-24.55	-22.21
应收类款项/资产总额(%)	11.96	11.25	10.14
营业利润率(%)	-7.54	-8.07	4.98
净资产收益率(%)	0.48	0.81	1.18
资产负债率(%)	63.69	62.19	63.15
全部债务资本化比率(%)	47.06	45.52	45.48
流动比率(%)	436.13	456.75	376.94
经营现金流动负债比(%)	-37.65	-38.82	-26.14
全部债务/EBITDA(倍)	22.62	30.46	32.47

分析师：黄海伦 吕泽峰

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

评级观点

跟踪期内，海盐县区域经济持续增长，海盐县国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）作为海盐县唯一的基础设施项目的建设主体，持续获得股东在股权划拨、国有资产注入、财政补贴等方面的有力支持，公司营业收入不断增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、经营性净现金流持续为负、盈利能力弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着海盐县基础设施建设的不断推进，公司经营前景良好。

“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/17盐国资”均设置了分期偿还本金安排，同时中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）为“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/17盐国资”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效提升了“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/17盐国资”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA+，并维持“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/17盐国资”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司作为海盐县唯一的基础设施项目的建设主体，获得了股东在股权划拨、国有资产注入、财政补贴等方面的有力支持。
2. 跟踪期内，公司收入持续增长，随着海盐县基础设施建设的不断推进，公司经营前景良好。
3. 中投保对“13 海盐债/PR 盐国资”和“17 海盐债/17 盐国资”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。上述担保有效

提升了债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司存货和应收类款占比较大，对公司资金形成一定占用，资产流动性较弱。
2. 跟踪期内，公司经营性净现金流持续为负，对外部融资依赖性较强；公司盈利能力弱，对财政补贴依赖较大。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，未来随着公司在建和拟建项目的持续投入，预计债务规模将进一步上升。

声　明

一、本报告引用的资料主要由海盐县国有资产经营有限公司（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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

海盐县国有资产经营有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于海盐县国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，均为海盐县财政局。截至 2018 年底，公司注册和实收资本均为 5.40 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，仍是海盐县唯一的基础设施项目建设主体。截至 2018 年底，公司内设综合管理部、计划财务部、投融资管理部、资产经营部、子公司管理部 5 个职能部门，拥有 68 家子公司，其中一级子公司 14 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 422.47 亿元，所有者权益 155.69 亿元；2018 年，公司实现营业收入 21.11 亿元，利润总额 1.92 亿元。

公司注册地为海盐县武原街道新桥北路 180 号；法定代表人：陈军伟。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2019 年 5 月底，联合资信所评“13 海盐债/PR 盐国资”和“17 海盐债/17 盐国资”尚需偿还债券余额合计 19.80 亿元。跟踪期内，“13 海盐债/PR 盐国资”已按期足额支付债券本金和利息，“17 海盐债/17 盐国资”已按期足额支付债券利息，公司过往履约记录良好。

截至 2019 年 5 月底，“13 海盐债/PR 盐国资”募集资金已全部使用于募投项目；“17 海盐债/17 盐国资”募集资金已全部使用（其中 12.00 亿元用于募投项目，3.00 亿元补充公司营运资金）。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13 海盐债/PR 盐国资	12.00	4.80	2013/9/4	7 年
17 海盐债/17 盐国资	15.00	15.00	2017/6/12	7 年
合计	**27.00**	**19.80**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2019年5月底，“13海盐债/PR盐国资”募投项目已全部完工，完成安置房及限价房销售比例约80%。“17海盐债/17盐国资”募投项目累计完成投资15.7亿元，占项目总投资的87.47%，目前募投项目中的海盐县长安景苑安置房小区工程和海盐县农村生活污水治理项目（输送一期工程）已完工，海盐智能制造创新中心一期项目部分已预验收，“大桥新社区”七期建设项目主体工程已经完成，室外附属工程完成72%。上述项目建设情况符合预期进度。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施

建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合

	办发〔2018〕101 号	各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

公司是海盐县唯一的基础设施建设的建设主体，区域专营优势明显，主要负责海盐区域内基础设施建设、土地整理、安置房建设、水务、医药及农产品贸易等业务。海盐县的经济水平对公司发展产生一定影响。

海盐县区域经济实力持续增强，固定资产投资保持快速增长，为公司发展提供了良好的区域环境。

根据《2018 年海盐县国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，海盐县实现生产总值 503.27 亿元，同比增长 7.0%。其中第一产业增加值 16.67 亿元、第二产业增加值 293.85 亿元、第三产业增加值 192.75 亿元，三次产业结构由上年的 3.7 ：59.0 ：37.3 调整为 3.3 ：58.4 ：38.3。按户籍人口计算，人均生产总值为 131763 元；按常住人口计算，人均生产总值为 112639 元。

2018 年，海盐县实现固定资产投资 348.94 亿元，同比增长 9.60%。其中核电投资 3.47 亿元，同比下降 36.8%。

依托紧邻上海市的地理优势，跟踪期内，海盐县房地产投资规模大幅增长，城市建设继续推进。

2018 年，海盐县房地产开发投资 79.32 亿元，同比增长 105.70%；其中住宅投资 65.76 亿元，增长 138.1%；房屋施工面积 305.95 万平方米，增长 60.9%；房屋竣工面积 42.72 万平方米，增长 186.5%；商品房销售面积 126.03

万平方米，增长 73.1%。城市基础设施建设完成投资 16.33 亿元，同比增长 68.0%。总体看，房地产业的快速发展为公司安置房销售业务的发展提供了较好的市场环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为海盐县财政局。

2. 外部支持

跟踪期内，海盐县财政收入持续增长，公司持续获得股东的大力支持。

根据海盐县财政局提供的《关于海盐县 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算的报告》，2018 年，海盐县财政总收入 83.88 亿元，同比增长 17.90%。其中一般公共预算收入 47.51 亿元，同比增长 16.88%，一般预算收入中税收收入占 91.05%，一般公共预算收入质量较高；政府性基金收入 81.17 亿元，同比增长 38.5%。上级补助收入 10.66 亿元，较上年保持稳定。同期，海盐县一般公共预算支出 44.32 亿元，同比增长 23.6%。财政自给率为 107.20%，财政自给能力强。截至 2018 年底，海盐县政府债务余额 83.74 亿元，其中一般债务 36.49 亿元，专项债务 47.26 亿元。

2018 年，公司持续获得股东在股权划拨、国有资产注入、财政拨款等方面的支持，并计入“资本公积”。

表 3　2018 年公司资本公积增加明细

（单位：万元）

2018 年		
资金支持	股东资本投入	1160.00
	政府债券置换	10000.00
	财政拨款	60000.00
	财政拨款	700.00
	大禹水利中小河、古荡河整治项目补助	952.42
	大禹水利海域使用权基金补助	40320.14
资产划入	秦山核电城公司 100%股权	7015.15
	核电产业共享公司 100%股权	4999.96
	百步经济开发区公司 100%股权	1000.07
	百步镇三泽物业公司 100%股权	50.59
	购上海国检浦东检测公司剩余 40%股权	3.36
	三毛乐园 100%股权	5679.74
	海盐滨海工业建设公司 100%股权	9986.12
	澉浦新市镇农贸市场公司剩余 49%股权	495.71
专项应付款转入	交投集团公司绿化提升工程项目完工拨款	1071.49
	鸿鑫建设公司扩宽改建工程完工款拨款	4133.49
	天仙河污水公司城区截污改造项目完工拨款	733.51
合计		**148301.75**

注：上述资本公积明细不包括资本公积减少部分
资料来源：公司提供

2018 年，公司收到海盐县政府拨付的财政补贴 4.9 亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1033042400038360W），截至 2019 年 6 月 18 日，公司存在 7 笔关注类贷款（已全部结清），主要系国家开发银行对纳入政府融资平台类公司的贷款统一列入关注类管理。

截至 2019 年 6 月 17 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、高管人员、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务收入实现增长，收入结构变化不大；土地开发、安置房销售和产品销售收入仍是公司收入的主要来源；公司主营业务毛利率由负转正。

2018 年，公司实现主营业务收入 19.20 亿元，同比增长 19.33%。其中土地开发和产品销售收入稳定增长，安置房收入小幅下降，合计占比 79.11%，为公司主营业务收入主要来源；其余板块收入较上年变动不大。

毛利率方面，由于 2018 年公司土地出让净收益中被确认为收入的金额有所下降，导致土地开发收入毛利率下降至 15.18%；按照政府关于房屋拆迁安置有关政策规定，安置房销售单价低于建造成本，2018 年安置房销售毛利率持续为负，但同时安置房沿街商铺以市场价对外公开拍卖，使毛利率同比上升；产品销售毛利率 3.25%，较上年大幅下降，主要系 2018 年新增的物资销售业务毛利率较低所致；供水业务毛利率上升主要系 2018 年单价调升；污水业务毛利率上升主要系 2017 年部分收入在 2018 年结算所致；其余业务毛利率变动不大，或收入占比小，毛利率变动对公司运营影响不大。总体看，2018 年公司综合毛利率为 5.52%，同比增长 13.11 个百分点，主要系公司安置房业务亏损缩小所致。

表 4　2017~2018 年公司营业收入变动情况　（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发收入	4.05	25.20	24.44	5.73	29.84	15.18
安置房销售收入	6.06	37.71	-40.81	5.77	30.05	-12.65
产品销售收入	2.74	17.05	6.7	3.69	19.22	3.25
污水处理费收入	0.18	1.12	-133.21	0.47	2.45	46.81
自来水费收入	0.7	4.36	-6.14	0.94	4.90	20.21
旅游景点收入	0.14	0.87	22.75	0.2	1.04	5.00
公交运输收入	0.24	1.49	-144.95	0.24	1.25	-141.67
检测费收入	0.58	3.61	59.1	0.71	3.70	57.75
保安服务收入	0.79	4.92	20.71	0.87	4.53	20.69
其他	0.59	3.67	29.89	0.58	3.02	22.41
合计	16.07	100.00	-7.57	19.20	100.00	5.52

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司土地开发业务模式及土地出让返还政策未发生变化。受房地产市场行情影响，土地出让面积增加，土地出让单价上涨，拉动收入规模同比大幅上升，但毛利率有所下降；未来土地整理面积空间较大。

2018 年公司土地开发业务模式未发生变化，公司下属子公司海盐县城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“海盐城投”）受海盐县政府委托利用自筹资金对海盐中心城区规划控制范围内土地进行整理。土地开发完成后，由海盐县国土局招、拍、挂出让，所得土地款上交海盐县财政局，财政局将前期开发费用和净收益合计金额的 70%拨付给公司，拨付资金 2018 年之前计入专项应付款，2018 年计入其他应付款。待土地开发成本可确认并全额收到土地款之后，根据与财政签订的土地收入结算单，将土地成本 100%和土地出让净收益的 5~10%（由于海盐县土地价格增长迅速，因此降低确认收入的土地出让净收益比例，2017 年为 15%）确认为公司土地出让收入。

2018 年，公司土地整理的面积为 3574.00 亩，出让 905.51 亩，通过海盐县国土局上交海

盐县财政局的土地出让收入为 35.93 亿元。

2018 年，公司出让的可达到确认收入条件的土地为 305.95 亩，对应的土地出让金额 19.34 亿元，公司可确认的返还收入为 5.73 亿，较 2017 年有所增长。截至 2018 年底，公司收到年度土地开发回款 26.12 亿元，较 2017 年增加 3.75 亿元。

表 5　2017~2018 年公司可确认的返还收入情况

（单位：亩、万元/亩、万元）

年份	地块位置	土地面积	拍卖单价	出让土地金额	返还收入
2017 年	明珠苑东侧（南）	75.26	325.00	24460.80	12487.82
	明珠苑东侧（北）	72.77	318.00	23142.13	11998.26
	滨海大道西，庆丰路北	74.02	662.00	48999.59	16022.58
合计		**222.05**	**--**	**96602.52**	**40508.66**
2018 年	电信局北侧	31.52	650.00	20486.70	3466.76
	盐北路南、盐平塘路西	104.75	956.00	100140.52	13124.37
	滨海大道西、海滨路北	34.59	763.19	26396.00	21243.2
	盐平春晓	1.86	401.88	746.12	181.18
	澉浦镇地块	133.23	342.27	45601.00	19289.19
合计		**305.95**	**--**	**193370.34**	**57304.7**

资料来源：公司提供

跟踪期内，随着“13 海盐债/PR 盐国资”募投项目进入销售期，公司安置房销售收入持续增长，毛利率有所上升。未来安置房项目投资较大，公司存在一定的筹资压力。

2018 年，公司安置房建设业务模式未发生变动。公司下属子公司海盐城投、海盐县城市置业有限公司和海盐滨海置业有限公司承担海盐县城规划区内的安置房建设任务。项目建设资金来源为自有资金和外部融资。项目投入计入“存货-开发成本”，项目完工后转入“存货-开发产品”。

截至 2018 年底，公司建设完成的安置房项目 20601 套，建筑面积 310.84 万平方米，已取得销售收入 39.7 亿元。公司在建安置房项目总投资 31.97 亿元，已投资 2.53 亿元。

表 6　截至 2018 年底在建安置房项目

（单位：平方米、套、万元）

项目名称	建筑面积	安置房套数	总投资	已投资	工程周期
锦秀佳苑	15.65	867	5.50	0.55	2018-2020
丽景花苑	14.16	810	5.21	0.38	2018-2020
长安南苑	3.93	233	1.56	0.12	2018-2020
大桥新社区七期	7.84	396	2.36	1.13	2015-2019
海景南苑	12.98	1394	7.22	0.19	2018-2021
曲秀风荷苑	15.65	584	3.88	0.01	2018-2020
场前佳苑	8.5	986	5.13	0.15	2018-2020
姚家花苑西区排屋	4.789	96	1.11	0.00	2018-2020
合计	**83.49**	**5366**	**31.97**	**2.53**	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司拟建的安置房项目有嘉和景苑、盐高北侧和新城花苑等。预计拟建的项目共 8 个，项目总投资约 29 亿元。未来公司在建及拟建项目尚需投资额较大，公司存在一定的对外融资需求。

跟踪期内，公司继续承接交通道路和海塘等基础设施建设项目，主要在建项目进展情况基本正常，该板块业务不确认收入；未来该业务投资规模较大，公司将面临一定的资金压力。

公司的基础设施建设项目由下属子公司海盐城投、海盐县交通投资集团有限公司、海盐县杭州湾投资发展集团有限公司以及海盐县南北湖旅游投资集团有限公司负责。项目建设资金来源为补贴资金、自有资金和外部融资。公司不定期收到股东支付的项目回款，公司将收到部分资金计入“专项应付款”。项目投入资金计入“在建工程”，项目完工后，附带土地的基建项目的建筑成本直接冲减“专项应付款”，土地转入“存货”；不附带土地的项目转入“其他非流动资产”，待其他非流动资产中的基建项目转出时，一并冲减“专项应付款”。

截至 2018 年底，公司主要在建基础设施

建设项目 60 个，总投资额 64.39 亿元，已投资额 34.42 亿元，未来尚需投资 29.97 亿元，该板块业务累计回款 26.54 亿元。拟建项目 2 个，预计总投资额 8.31 亿元。公司未来投资支出较大，有一定资金压力。

表 7　截至 2018 年底公司主要在建基础设施建设项目情况　（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	18 年已完成投资	累计回款	未来还需投资
杭平申线航道改造工程	16.00	10.73	8.69	5.27
海盐武原至海宁袁花公路工程	13.80	6.36	4.94	7.44
杭平申线（浙江段）航道改造工程五星桥至长生桥	1.37	1.01	0.86	0.36
海盐县沈荡大桥改造工程	1.04	0.71	0.67	0.33
杭浦高速南北湖出入口 01 省道段绿化提升工程	0.62	0.47	0.14	0.15
澉浦大桥改建工程	0.73	0.50	0.38	0.23
秦山大道（环城南路～大王桥）绿化提升工程	0.56	0.42	0.42	0.14
杭浦高速东互通及连接线绿化提升工程	0.70	0.35	0.35	0.35
百尺大桥（杭平申线航道改造工程海盐段）新建工程	0.91	0.34	0.34	0.57
杭平申线航道（海盐段）两侧土地绿化工程	0.49	0.09	0.09	0.4
海盐县武原至海宁袁花公路（海盐段）绿化工程	2.50	0.16	0.16	2.34
合计	**38.72**	**21.14**	**17.04**	**17.58**

资料来源：公司提供

公司继续承担海盐县所有的供水业务。跟踪期内，海盐县供水和工业污水处理费价格有所调升，同时有部分 2017 年的污水处理收入结转为 2018 年收入，污水处理费收入和自来水费收入毛利率上升明显；水务基础设施建设工程正常进行，未来仍有一定的投资规模。

公司下属子公司海盐县水务投资集团有限公司（以下简称“水投公司”）负责自来水生产和供应、污水收集处理业务。

污水处理方面，水投公司只提供管道纳污，不作污水处理，代收污水处理费后将部分款项交给嘉兴联合污水处理厂，由嘉兴联合污水处理厂进行污水处理。自 2017 年起，根据《浙江省污水处理费征收使用管理办法》浙财综〔2015〕39 号文件，污水处理费作为财政基金管理纳入政府预算，水投公司代收污水处理费后上交财政局，并由财政局将应付污水处理费直接付给嘉兴联合污水处理厂，其余部分返给公司确认收入。

表 8　2017~2018 年海盐县供水和污水处理费价格情况　（单位：元/吨）

类别	2017 年		2018 年	
	水费	污水处理费	水费	污水处理费
民用水	1.70~3.30	0.90	2.0~6.0	0.90
工业用水	2.40	2.00~2.80	3.45	2.40~2.80
营业用水	2.40	2.00	3.45	2.00
行政事业	2.35	2.00	3.45	2.00
特行用水	5.00	2.40	5.80	2.40

资料来源：公司提供

2018 年，海盐县水费及工业污水处理费价格调升，公司分别实现污水处理费收入和自来水费收入 0.47 亿元（有部分 2017 年的污水处理收入结转为 2018 年收入）和 0.94 亿元，收入规模较 2017 年有所增长，供水及污水处理业务毛利率明显上升。

表 9　公司水务经营情况　（单位：万吨/日、万吨、%）

业务类型	2017 年	2018 年
供水能力	21.00	21.00
自来水销量	3563.21	3824.80
供水业务毛利率	-6.14	20.21

污水处理能力	21.40	21.40
污水处理量	3031	2891
污水处理毛利率	-133.21	46.81

注：2017 年供水、污水处理业务毛利率为负是由于项目前期投资转固定资产导致折旧成本增加所致。
资料来源：公司提供

截至 2018 年 12 月底，公司合计管网铺设总长度 5574.03 公里；供水服务面积 584.96 平方公里，服务人口约 55.52 万人。2018 年底，全县累计铺设完成一、二级污水管线 444.751 公里，污水泵站 89 座，全部已经投入正常运行，累计投入资金 9.95 亿元。2018 年底，公司水务在建工程总投资 9.61 亿元，已投资 7.14 亿元。其中千亩荡水源保护工程已基本完工，实际投入金额低于预期投入金额。

表 10　截至 2018 年底公司水务板块在建工程

（单位：亿元、%）

工程名称	总投资	已投资	工程进度
污水管线工程	2.63	2.58	完成工程总量 98%
供水管网工程	2.69	2.02	完成工程总量 75%
千亩荡水源保护工程	4.29	2.54	基本完工
合计	**9.61**	**7.14**	--

注：上述在建工程的投资额不包含已完工项目的投资额。
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司产品销售业务现金回流情况较好，其他业务收入规模较为稳定，对公司整体利润形成补充。

2018 年，公司产品销售业务板块经营主体为子公司海盐县医药有限公司、海盐县粮食收储有限责任公司和海盐县物资回收有限责任公司。2018 年，公司实现产品销售收入 3.69 亿元，其中药品销售占比 38.98%、粮食销售占比 20.43%、物资销售占比 23.92% 、油品销售占比 16.67%。

跟踪期内公司持续推进自建项目进展，投资规模较小，其中新经济产业园二期和欧洲工业园一期已竣工验收，并产生少量出租收入，未来随着出租率的上升将对公司收入形成良好补充。

截至 2018 年底，公司自建项目主要包括新经济产业园二期（已完工验收）、开发区两创中心、科创大厦项目工程安费诺标准定制厂房。计划总投资规模 12.18 亿元，已完成投资 8.80 亿元，尚需投资 3.38 亿元，项目建设资金全部来源于贷款及自筹。2018 年公司实现出租收入 0.74 亿元，出租收入较 2017 年略有增长，毛利率小幅下降至 15.22%。

表 11　截至 2018 年底公司主要自建项目情况

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	资金来源
开发区两创中心	2.31	1.21	1.10	贷款及自筹
伍尔特项目	1.30	0.97	0.33	贷款及自筹
安费诺标准定制厂房	1.37	0.97	0.40	自筹、贷款
诺爱定制标准厂房	1.21	0.31	0.90	自筹、贷款
科创大厦项目工程	2.06	1.41	0.65	自筹
新经济产业园二期	2.88	2.88	0	自筹、贷款
欧洲工业园一期	1.05	1.05	0	自筹、贷款
合计	**12.18**	**8.80**	**3.38**	--

资料来源：公司提供

2018 年，公司公交、旅游景点、保安服务收入、检测费收入及其他收入规模及盈利情况较为稳定，对公司整体利润形成补充。

未来，公司计划围绕“一城两核三片区”继续开展土地征迁收储业务，对拆迁户做好安置工作，盘活县内经营土地；继续协助政府完善县内基础设施，扩大城市框架，强化与上海、杭州、宁波等经济发达城市的基础设施互联互通；在以上基础上，公司不断拓展其他业务，丰富公司收入结构，逐步将公司打造成资产优良、业务布局合理、管理科学规范的现代化企业。

八、财务分析

公司提供了2018年财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2018年公司合并范围有所变动，新划入11家子公司，减少3家子公司；其中新增一级子公司三家，分别为秦山核电城、核电产业共享和百步经开区。合并范围的变动对公司财务数据影响较小，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；存货和应收类款占比较大，对公司资金形成一定占用，资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额422.47亿元，同比增长11.47%，主要系存货和在建工程增长所致。资产以流动资产为主。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.10	10.32	23.44	5.55
其他应收款	41.78	11.02	41.74	9.88
存货	204.17	53.87	246.16	58.27
流动资产合计	**288.83**	**76.21**	**320.29**	**75.81**
投资性房地产	9.92	2.62	13.56	3.21
固定资产	12.12	3.20	11.65	2.76
在建工程	39.77	10.49	48.14	11.39
其他非流动资产	14.67	3.87	15.13	3.58
无形资产	8.63	2.28	5.18	1.23
非流动资产合计	**90.16**	**23.79**	**102.18**	**24.19**
资产总额	**378.99**	**100.00**	**422.47**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动资产320.29亿元，同比增长10.89%，流动资产主要由货币资金、存货和其他应收款构成。截至2018年底公司货币资金23.44亿元，同比下降40.06%，其中受限的货币资金1.79亿元系用于银行贷款的质押定期存单；存货构成较上年底变化不大，随着土地整理及安置房建设的开发成本增加，截至2018年底公司存货增长至246.16亿元，较上年底增加20.49亿元，；公司其他应收款较上年底变动不大，主要为和当地政府部门及建设投资公司的往来款。

截至2018年底，公司非流动资产102.18亿元，同比增长13.33%，主要系在建工程增长所致。非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。截至2018年底公司投资性房地产13.56亿元，同比增长36.71%，主要系新经济产业园二期和欧洲工业园一期等项目完工转入所致；公司固定资产较上年底略有下降；公司在建工程48.14亿元，同比增长21.05%，主要系增加对海盐武原至海宁袁花公路工程、杭浦高速海盐互通改造及连接线工程等基础设施建设项目的投入；公司无形资产5.18亿元，同比下降39.98%，主要系股东收回部分需重新规划使用的土地使用权所致，政府按土地账面价值对公司作出资金补偿，计入专项应付款；公司其他非流动资产较上年底变动不大。

截至2018年底，公司受限资产4.01亿元，其中货币资金1.79亿元、在建工程1.37亿元、无形资产3.43亿元和投资性房地产4.98亿元，主要为银行贷款质押或抵押受限，占总资产0.95%。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益持续增长，稳定性一般。由于在建项目投资规模较大，跟踪期内公司有息债务规模不断增长，债务结构仍以长期债务为主，目前债务负担一般。

截至 2018 年底，公司实收资本保持不变，资本公积 137.91 亿元，同比增长 8.40%，主要系资金支持及资产划入等引起的资本公积变动；公司未分配利润 11.78 亿元，同比增长 17.31%。

截至 2018 年底，公司负债总额 266.78 亿元，同比增长 13.19%，系其他应付款和应付债券大幅增长所致。负债仍以非流动负债为主。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.34	0.57	1.70	0.64
应付账款	2.21	0.94	6.12	2.29
预收款项	3.88	1.65	3.19	1.20
其他应付款	32.18	13.65	59.55	22.32
一年内到期的非流动负债	21.20	8.99	13.76	5.16
流动负债合计	**63.23**	**26.83**	**84.97**	**31.85**
长期借款	77.37	32.83	80.03	30.00
应付债券	19.80	8.40	34.40	12.89
长期应付款	24.25	10.29	26.77	10.03
专项应付款	50.75	21.53	40.21	15.07
非流动负债合计	**172.46**	**73.17**	**181.81**	**68.15**
负债总额	**235.69**	**100.00**	**266.78**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动负债84.97亿元，同比增长34.38%，流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至 2018 年底，公司其他应付款 59.55 亿元，同比增长 85.06%，主要系公司土地出让收入从专项应付款转入其他应付款所致；一年内到期的非流动负债 13.76 亿元，较上年底减少 7.44 亿元，主要系一年内到期的长期借款减少。

截至 2018 年底，公司非流动负债 181.81 亿元，同比增长 5.42%，非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款及专项应付款构成。2018 年底公司长期借款和长期应付款（主要以国开行统借款为主，属于有息债务，统借款部分为 22.06 亿元，主要用于海盐县棚改）均上年底略有增长；截至 2018 年底公司发行“18 海盐 01”和“18 海盐 02”两期私募债后，应付债券余额上升至 34.40 亿元，较上年底增加 14.60 亿元；公司专项应付款 40.21 亿元，较上年底减少 10.54 亿元，主要系土地出让收入转到其他应付款科目核算所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 129.88 亿元（其中长期债务占比 88.10%），同比增长 17.76%，主要系长期债务的增长。截至 2018 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率同比均有所上升，分别为 63.15%（考虑到公司把收到部分项目资金计入专项应付款，公司实际资产负债率将低于此水平。）和 42.36%，全部债务资本化比率变动不大，为 45.48%。若将长期应付款中的有息部分纳入有息债务核算，截至 2018 年底公司调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别上升至 46.71%和 49.39%。总体看，债务负担仍处于合理水平。

2019~2021 年，公司需要偿还的债务金额分别为 15.45 亿元、13.33 亿元和 19.72 亿元，2021 年存有一定集中偿还压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入稳定增长，由于安置房业务毛利率明显上升，营业利润率由负转正；公司期间费用率略有下降，利润总额对财政补贴依赖较大，公司盈利能力仍弱。

2018 年，公司实现营业收入 21.11 亿元，同比增长 23.07%；同期，公司安置房沿街商铺以市场价对外公开拍卖，使该板块业务毛利率同比上升，拉动公司营业利润率升至 4.98%，由负转正。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2018 年期间费用 3.92 亿元，同比上升 14.25%，主要系公司同期合并较多子公司导致管理费用增长。2018 年公司期间费用率略有下降，为 18.58%，期间费用管控能力较弱。

2018 年公司获得政府补贴 4.80 亿元，计入其他收益；由于营业利润率增长，公司同期营业利润 1.99 亿元，同比增长 57.32%。2018 年公司营业外收入 0.03 亿元，公司利润总额 1.91 亿元，同比大幅增长，公司利润对政府补贴依赖明显。

从盈利指标看，2018 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 0.60%和 1.18%，较 2017 年有所提升。总体看，公司盈利能力仍弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动的现金流和投资活动的现金流持续净流出，仍主要依靠筹资活动现金流实现资金平衡。随着未来公司业务推进，公司对外融资压力大。

公司经营活动现金流入主要是经营业务收支、财政补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2018年，公司经营活动现金流入59.30亿元，同比上升4.37%，主要系往来款增加（计入收到其他与经营活动有关的现金）所致；同期，公司经营活动现金流出81.51亿元，同比变动不大。2018年公司经营活动现金流量净额-22.21亿元，同比变动不大。公司现金收入比由2017年的110.21%下降至89.56%，收入实现质量有所下滑。

2018年，公司投资活动现金流入较少，投资活动现金流出主要为购置无形资产、固定资产和其他非流动资产支付的现金，投资活动产生的现金流量净额-13.96亿元，净流出规模有所加大。

2018年，公司筹资力度较上年有所减弱。公司通过银行借款获得筹资活动现金流入41.64亿元，收到的建设项目政府性拨款及补贴资金等其他与筹资活动有关的现金21.40亿元；公司筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金31.29亿元。公司筹资活动现金流量净额24.48亿元，净流入规模大幅下降。

5. 偿债能力

公司现金类资产快速减少，对短期债务覆盖能力有所减弱，公司短期债务支付能力一般；公司长期债务规模有所增长，长期偿债能力弱，但考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险很低。

截至2018年底，公司现金类资产快速减少，流动比率和速动比率有所下降，分别下降为376.94%和87.24%，公司短期债务支付能力一般。

2018年，公司EBITDA为4.00亿元，调整后全部债务/EBITDA为37.99倍，长期偿债能力弱。但考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险很低。

截至 2018 年底，公司获得银行授信总额 154.41 亿元，未使用额度 24.35 亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 26.46 亿元，担保比率为 17.00%，较 2017 年底有所下降。公司对外担保企业均为平台公司或国有

企事业单位，经营情况良好，其中对海盐县财政局下属的海盐县两新建设投资有限公司的担保21.00亿元。总体看，公司或有负债风险可控。

6. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额60.57亿元，同比增长51.32%。其中，流动资产占69.57%，非流动资产占30.43%，近年来流动资产占比大幅增长，其他应收款项增长较快。

截至2018年底，母公司所有者权益10.06亿元，同比增长51.32%，主要系政府划入资产导致资本公积增加所致。

截至2018年底，母公司负债总额50.51亿元，同比增长73.73%，主要系公司应付债券增长较快所致。其中，流动负债占31.89%，非流动负债占68.11%，母公司近年来债务结构以长期负债为主，且长期负债占比有增长趋势。

截至2018年底，母公司实现营业收入0.03亿元，收入规模较小；母公司营业成本及融资成本均大幅下降，同时利息收入增长较快，使母公司扭亏为盈，2018年利润总额为0.04亿元。

2018年，母公司经营性现金流加速流出，为-18.20亿元；投资性活动现金流金额小；融资规模较2017年有所增大，筹资活动现金流量净额为16.23亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年5月底，公司存续债券余额39.8亿元，一年内应付债券本金5.40亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

截至2019年5月底，公司一年内应付债券本金5.40亿元，2023年将达到存续债券待偿本金峰值20亿元。2018年底，公司剔除受限资产的现金类资产21.65亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为59.30亿元、-22.21亿元和4.00亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019年5月
一年内到期债券余额	5.40
未来待偿债券本金峰值	20.00
除受限资产的现金类资产/一年内到期债券余额	4.01
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.97
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.11
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.2

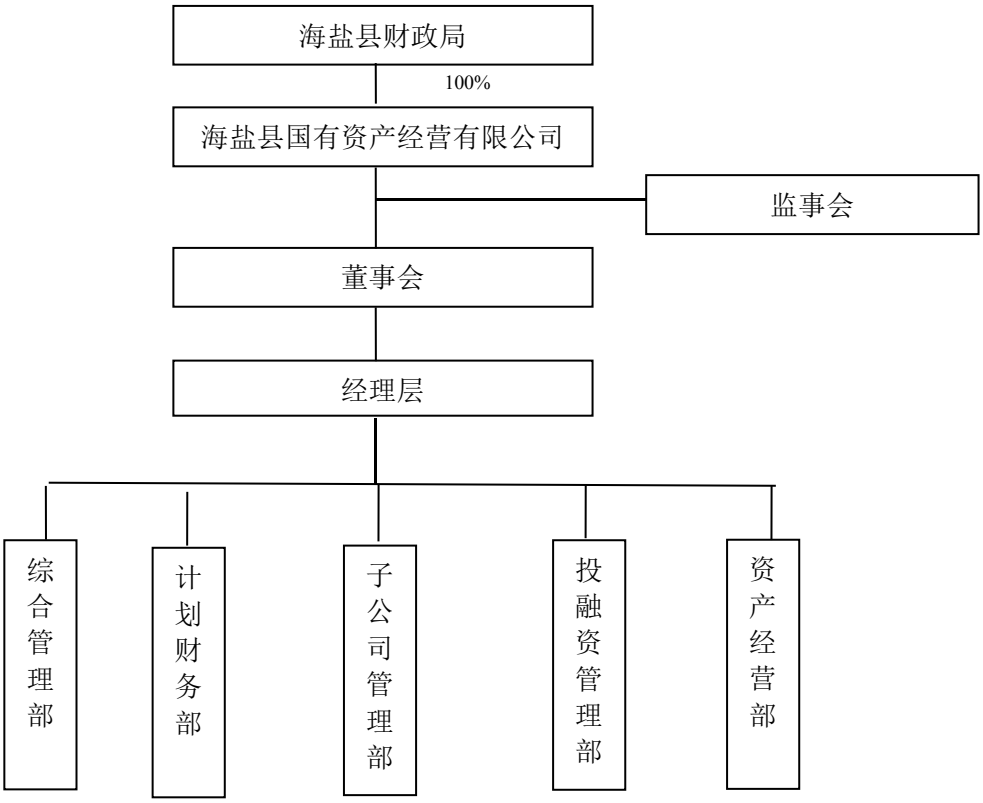
资料来源：公司提供

“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/17盐国资”均由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信于2019年5月17日出具的中国投融资担保股份有限公司主体评级报告，中投保主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，增强了“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/17盐国资”本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，并维持“13海盐债/PR盐国资”和“17海盐债/17盐国资”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年底公司股权及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	40.29	39.11	23.46
资产总额(亿元)	356.06	378.99	422.47
所有者权益(亿元)	129.29	143.29	155.69
短期债务(亿元)	17.17	22.54	15.45
长期债务(亿元)	97.77	97.17	114.43
调整后长期债务(亿元)	105.25	117.06	136.49
全部债务(亿元)	114.94	119.71	129.88
调整后全部债务(亿元)	122.42	139.59	151.94
营业收入(亿元)	13.47	17.15	21.11
利润总额(亿元)	0.68	1.23	1.92
EBITDA(亿元)	3.34	3.34	4.00
经营性净现金流(亿元)	-23.24	-24.55	-22.21
财务指标			
销售债权周转次数(次)	20.49	22.43	21.05
存货周转次数(次)	0.08	0.09	0.09
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.05
现金收入比(%)	105.09	110.21	89.56
应收类款项/资产总额(%)	11.96	11.25	10.14
营业利润率(%)	-7.54	-8.07	4.98
总资本收益率(%)	0.30	0.47	0.68
调整后总资本收益率（%）	0.29	0.43	0.60
净资产收益率(%)	0.48	0.81	1.18
长期债务资本化比率(%)	43.06	40.41	42.36
调整后长期债务资本化比率(%)	44.88	44.96	46.71
全部债务资本化比率(%)	47.06	45.52	45.48
调整后全部债务资本化比率(%)	48.64	49.35	49.39
资产负债率(%)	63.69	62.19	63.15
流动比率(%)	436.13	456.75	376.94
速动比率(%)	138.61	133.87	87.24
经营现金流动负债比(%)	-37.65	-38.82	-26.14
全部债务/EBITDA(倍)	34.38	35.82	32.47
调整后全部债务/EBITDA(倍)	36.62	41.78	37.99

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；调整后全部债务=调整后长期债务+短期债务。

附件 3　中国投融资担保股份有限公司
主体长期信用评级报告

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%
应收类款项/资产总额(%)	（应收账款+其他应收款）/资产总额×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-营业税金及附加）/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	
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/短期投资+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

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

联合资信评估有限公司

承 诺 书

本机构承诺出具的《中国投融资担保股份有限公司2019年主体长期信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇一九年五月十七日

信用等级公告

联合〔2019〕1003 号

联合资信评估有限公司通过对中国投融资担保股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定中国投融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年五月十七日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国投融资担保股份有限公司
2019 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间

2019 年 5 月 17 日

主要数据

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额(亿元)	204.53	191.65	130.47
所有者权益(亿元)	101.27	100.29	66.64
担保余额(亿元)	678.98	1263.98	1873.82
净资产担保倍数(倍)	6.70	12.60	28.12
净资本担保倍数(倍)	19.04	25.87	56.05
融资性担保放大倍数(倍)	4.25	6.37	4.06
项目	**2018 年**	**2017 年**	**2016 年**
营业收入(亿元)	28.74	16.89	14.02
担保业务收入(亿元)	5.74	6.54	6.84
投资收益(亿元)	22.23	9.69	6.91
净利润(亿元)	18.61	6.85	5.99
平均净资产收益率(%)	18.46	9.31	9.18
平均资产收益率(%)	9.39	4.45	5.11
加权平均净资产收益率(%)	22.92	9.55	9.27

注：1、担保余额为商业性担保余额，不包括政策性担保
2、2017 年平均净资产收益率和平均资产收益率均剔除了发行可续期债券的影响
3、2018 年融资性担保责任余额及其放大倍数根据 2018 年 4 月银保监会下发的《融资担保公司监督管理条例》配套制度《融资担保责任余额计量办法》（银保监发【2018】1 号）的相关规定计算。为保证指标的可比性，对 2017 年可比指标依据《融资担保责任余额计量办法》进行了重新计算和调整
资料来源：公司年报，联合资信整理

分析师

高 龙　寇妙融

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

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）是国内首家全国性专业信用担保机构。自成立以来，公司凭借丰富的担保业务管理经验、较强的业务创新能力以及资本实力，在债券担保、保本基金担保等资本市场担保领域具有明显竞争优势。近年来，新三板成功挂牌以及私募债、公募债和可续期公司债的发行，进一步拓宽了公司的融资渠道；公司积极打造“信用增进、资产管理、金融科技”协同发展的战略布局，在巩固担保业务的前提下，持续推进业务转型和创新，在小微金融担保和绿色金融、信用增进以及金融科技等领域取得成效；投资业务规模快速增长，并实现较好收益；资产管理业务发展势头良好。另一方面，目前公司积极推进业务结构转型，主动收缩担保业务，受存续业务陆续到期及新业务品种尚处于培育期的影响，担保业务收入逐年下降，需关注未来业务结构转型成效及对其盈利的影响。此外，公司投资资产中信托计划及权益工具投资规模较大，面临的信用风险及市场风险值得关注。综上所述，联合资信评估有限公司确定中国投融资担保股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了中国投融资担保股份有限公司代偿能力极强，风险极低。

优势

1. 公司在国内担保行业中处于领先地位，业务创新能力较强，风险管理体系比较健全。
2. 新三板成功挂牌以及私募债、公募债和可续期公司债的发行，进一步拓宽了公司的融资渠道。
3. 公司在市场竞争力和品牌价值方面具有领先优势，作为国家促进融资担保行业发展各项政策推进的主要担保机构，有助于保

持其领先优势并得到政策支持。

4. 第一大股东国家开发投资集团有限公司视公司为其金融板块重要组成部分，将长期维持控股股东地位，并将在公司面临流动性困难时，给予必要的注资或提供流动性资金支持。

关注

1. 公司推进业务结构转型，主动收缩担保业务，受存续业务陆续到期及新业务品种尚处于培育期的影响，担保业务收入逐年下降，需关注未来业务结构转型成效及对其盈利的影响。
2. 公司投资资产中信托计划及权益工具投资规模较大，面临的信用风险及市场风险值得关注。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国投融资担保股份有限公司（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。

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、该公司信用等级自 2019 年 5 月 17 日至 2020 年 5 月 16 日有效；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。

中国投融资担保股份有限公司
2019 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）的前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金 5.00 亿元，2000 年公司注册资本增至 6.65 亿元。2006 年，经国务院批准，公司整体并入国家开发投资公司，注册资本增至 30.00 亿元，并更名为中国投资担保有限公司；2010 年 9 月，公司通过定向增发的方式引进投资者，从国有法人独资有限公司变更为中外合资有限责任公司，注册资本增至 35.21 亿元；2012 年 9 月，公司以合计 9.79 亿元的资本公积、盈余公积及未分配利润转增实收资本，注册资本增至 45.00 亿元；2013 年 10 月，更名为中国投融资担保有限公司；2015 年 8 月，中国投融资担保有限公司整体改制为股份有限公司，并更名为中国投融资担保股份有限公司；2015 年 12 月，公司正式挂牌全国中小企业股份转让系统。截至 2018 年末，公司注册资本 45.00 亿元，前五大股东及持股情况见表 1。

表 1　前五大股东及持股情况　单位：%

序号	股东名称	持股比例
1	国家开发投资集团有限公司	47.20
2	中信资本担保投资有限公司	11.14
3	建银国际金鼎投资(天津)有限公司	11.05
4	鼎晖嘉德(中国)有限公司	10.00
5	新政泰达投资有限公司	7.62
合计		**87.01**

资料来源：公司年报，联合资信整理

公司业务范围：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业务，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；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；仓储服务；组织、主办会议及交流活动。

目前，公司本部设有财富管理中心、互联网金融中心、综合担保业务中心、小微金融担保中心、保证担保中心、亚行项目业务中心、资产经营中心、风险管理中心和法律事务中心以及 8 个后台职能部门；在全国设有 4 个区域营销分公司，控股 6 家公司（含 4 家全资子公司），参股 4 家公司；公司及控股子公司在职员工共 308 人。

截至 2018 年末，公司资产总额 204.53 亿元，其中货币资金（含定期存款）7.26 亿元；负债总额 103.26 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期责任准备合计 9.33 亿元；所有者权益 101.27 亿元；商业性担保余额 678.98 亿元。2018 年，公司实现担保业务收入 5.74 亿元，投资收益 22.23 亿元，实现净利润 18.61 亿元。

注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层

法定代表人：兰如达

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

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%（见表 2），较 2017 年小幅回落 0.3 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、美国和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。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。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，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，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。外贸方面，受全球经济增速放缓、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；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，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. 担保行业发展

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的信用担保体系迅速发展。

但另一方面，由于我国宏观经济低迷，传统企业经营困难，以融资担保业务为主的担保行业整体风险水平上升，导致担保机构代偿规模持续增加。为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失（主要针对的是政策性担保机构），并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的担保能力。近年来，东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。因此，再担保机构的成立对健全担保行业体系，规范担保行业市场，建立担保行业风险分散机制等方面具有积极的意义。

目前，担保机构经营的业务品种主要包括融资担保业务及非融资担保业务，其中融资担保业务主要包括为被担保人贷款、互联网借贷、融资租赁、商业保理、票据承兑、信用证等债务融资提供担保的借款类担保业务，为被担保人发行债券等债务融资提供担保的发行债券担保业务，以及为被担保人发行基金产品、信托产品、资产管理计划、资产支持证券等提供担保的其他融资担保业务。非融资担保业务主要包括经营投标担保、工程履约担保、诉讼保全担保等。

近年来，宏观经济增速放缓、银行业不良贷款率不断上升加大了担保公司面临的代偿风险，此外银行普遍收紧了银担合作渠道，降低担保机构授信额度，甚至有的银行暂停与民营担保机构的合作，加大了担保机构生存压力。受上述因素影响，加之国内资本市场的蓬勃发展，担保公司纷纷进行业务结构调整，部分实力较强的担保机构已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保公司。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益（包括个人投资者）。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。自 2009 年我国首家专门债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司发起设立以来，活跃在资本市场上的金融担保公司（含增信公司）有几十家，多为资本规模在 20 亿元以上、具有省政府背景、专业化水平较高的金融担保公司，这对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，低风险性质的非融资担保业务近年来也逐步得到重视，未来将成为担保机构拓展低风险业务的新选择。

资本实力方面，为应对风险、加强资本储备以及开展业务的需要，担保公司增资扩股的意愿有所上升，尤其是能够开展债券担保业务的金融担保公司，其多为省属国有控股，部分还承担着政策性义务，政府支持力度及意愿强，净资产规模不断增长。从股东背景看，除了传统的地方性质政府及企业股东外，目前已有部分省级国有担保公司获得了政策性银行或政策性银行基金注资的先例，例如重庆进出口信用担保有限公司、东北中小企业信用再担保股份有限公司以及四川省金玉融资担保有限公司等。2018 年 7 月 26 日，国家融资担保基金有限责任公司注册成立，未来将通过股权投资的方式向各省级担保公司进行增资，向各省市区建立由国家牵头的自上而下的担保信用体系，省级国有控股且专业化水平较高的担保机构将

面临更大的机遇。

盈利、投资及风险管理方面，近年来担保行业竞争日趋激励，加之担保代偿率的上升，对担保机构收入带来一定负面影响；省属政策性担保公司为支持地方中小企业而适当降低担保费率，也对盈利造成一定压力。此外，由于利率市场化等因素，担保公司贷款利息收入及投资收益也受到一定影响。为此，部分自有资金运作能力较强的金融担保公司纷纷拓展资金使用渠道、提高资金运作效率，加大了委托贷款、信托、资产管理计划等风险较高资产的配置力度，其投资资产（尤其是Ⅱ级及Ⅲ级资产）比重呈上升趋势，从而导致净资本比率不断下降、面临的表内外风险有所积聚。此外，债券市场的快速发展、城投债去政府信用背书的监管环境带来了对高评级担保公司的需求，金融担保公司债券担保责任余额保持快速增长，担保倍数升高且单笔债券风险敞口较大，这将导致金融担保公司承担的担保业务风险持续上升。

3．政策与监管

在担保行业发展过程中，为引导、扶持和规范担保机构的发展，相关政府管理部门出台了多项管理规定。2009 年 2 月 9 日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》（下称《通知》），《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议（以下简称“联席会议”），加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相关职能部门相应的监管职责。2010 年 3 月 8 日，银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行管理办法》（以下简称《办法》），《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定，形成了相对统一的担保行业监管法规。《办法》在融资性担保机构的主体属性、市场准入、业务资格、风险控制、信息披露和外部监管等方面均作了具体的规定。

为推进担保行业规范制度体系的建设，近年来，包括国务院、财政部、工业和信息化部、农业部、银监会、联席会议、中国证券业协会等监管部门下发了一系列文件，对担保机构跨省设立分支机构、再担保机构管理、资本金运用、担保保证金管理、开展证券市场担保业务等问题进行了规范，并要求发挥政府主导作用，大力发展政府支持的融资担保机构，推进再担保体系建设；构建政银担三方共同参与的合作模式，加快发展小微企业和“三农”服务的新型融资担保企业，促进担保行业的健康发展。

2015 年 8 月，国务院法制办公开了《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》，2017 年 6 月经国务院常务会议审议通过，2017 年 8 月颁布并于 2017 年 10 月 1 日起正式实施。《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“条例”）明确了融资担保公司的监督管理体系，强化了中央与地方政府的分层监管职责，并对设立融资担保公司及跨区域分支机构所需的准入条件、融资担保公司退出机制、融资担保公司开展业务的经营规则以及所承担的法律责任均予以了明确规定。此外，条例强化了融资担保公司在支持普惠金融、降低社会融资成本方面的地位，同时推动政府性融资担保公司体系的发展，建立政府、银行业金融机构、融资担保公司合作机制，进一步鼓励、支持融资担保公司为小微企业和“三农”提供融资担保服务。

2018 年 4 月 2 日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布了《关于印发《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度的通知》（银保监发【2018】1 号），制定了《融资担保业务经营许可证管理办法》《融资担保责任余额计量办法》《融资担保公司资产比例管理办法》和《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》。其中，《融资担保业务经营许可证管理办法》旨在规范监督管理部门对融资担保业务经营许可证的管理，促进融资担

保公司依法经营，维护融资担保市场秩序。《融资担保责任余额计量办法》旨在规范融资担保公司经营活动，防范融资担保业务风险，准确计量融资担保责任余额。《融资担保公司资产比例管理办法》是为引导融资担保公司专注主业、审慎经营，确保融资担保公司保持充足代偿能力，优先保障资产流动性和安全性。《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》旨在规范银行业金融机构与融资担保公司业务合作行为，维护双方合法权益，促进银担合作健康发展，更好地服务小微企业和“三农”发展。银保监会表示，各地可根据《条例》及四项配套制度出台实施细则，实施细则应当符合《条例》及四项配套制度的规定和原则，且只严不松。

2018 年 7 月 26 日，国家融资担保基金有限责任公司注册成立，由财政部联合商业银行共同发起，初始注册资本 661.00 亿元，其中财政部持股 45.39%。国家融资担保基金有限责任公司经营范围主要包括再担保业务、项目投资、投资咨询以及监管部门批准的其他业务，未来将采取股权投资、再担保等形式支持各省（区、市）开展融资担保业务，带动各方资金扶持小微企业、“三农”和创业创新，着力缓解小微企业、“三农”等普惠领域融资难、融资贵问题，并支持战略性新兴产业的发展。

2019 年 2 月 14 日，国务院办公厅发布了《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发［2019］6 号文）（以下简称“国办发 6 号文”）意在解决小微企业和“三农”融资难的问题，进一步推进国家融资担保基金与省级平台共建担保体系。国发办 6 号文明确要求政府性融资担保、再担保机构聚焦支小支农主业，不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信，不得向非融资担保机构进行股权投资，以及其他与之配套的支持政策。与此同时，国发办 6 号文还在担保业务转型、银担合作风险分担机制设计等方面对政策性担保机构加以规范。未来，政策性担保机构的业务重心将向“三农”及小微企业客户倾斜，行业发展将更为规范。

总体看，随着担保行业的不断发展，政府及监管部门日益重视担保行业规范、健康、持续的发展，出台了一系列相关政策扶植并规范融资担保机构发展，鼓励并引导融资担保公司为“三农”及小微企业服务，这将有助于防控融资担保行业风险集中，促进担保行业的健康发展。

三、公司治理与内部控制

1．公司治理

改制前，公司为国有法人独资有限公司，股东为国家开发投资公司。2010 年 7 月，公司实施整体改制，引入 6 家新股东，变更为中外合资的有限责任公司；2015 年 8 月，公司以整体变更方式设立股份有限公司；同年 12 月，正式挂牌全国中小企业股份转让系统。2016 年，公司原股东持股比例有所调整，新增北京环球银证投资有限公司、宁波中车一期股权投资合伙企业（有限合伙）、上海义信投资管理有限公司等股东。2017 年，公司控股股东“国家开发投资公司”名称变更为“国家开发投资集团有限公司”（以下简称“国投”），企业类型变更为有限责任公司（国有独资）。截至 2018 年末，公司控股股东持股比例 47.20%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，公司股权结构图见附录 1。

公司依据《公司法》《证券法》《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》和有关法律、法规的规定，建立了包括股东大会、董事会、监事会和高级管理层在内的现代金融企业公司治理架构，并设立了多个专业委员会，分别负责各项专项事宜的决策和管理。股东大会为公司最高权力机构，董事会为决策机构，对股东大会负责，监事会负责进行监督管理，高级管理层负责公司的日常经营工作。自挂牌新三板以来，公司根据全国股转系统等相关规定，

就公司信息披露、投资者关系、关联交易、对外投资、独立董事工作制度、专业委员会议事规则、承诺管理、利润分配等出台了相关制度办法，不断完善制度建设和法人治理结构，促进公司的规范运作。

公司严格按照《公司法》《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》《公司章程》和“三会”议事规则等的规定和要求，召集、召开股东大会，确保股东能够充分行使知情权、参与权、质询权和表决权等权利。2018 年，公司共召开 3 次股东大会，审议通过了年度各项工作报告、审计报告、财务决算报告、利润分配、经营计划及预算、公开发行公司债券、日常性关联交易预估、董事会及监事会换届选举等多项议案。

2018 年，公司董事会到期换届选举。新一届董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 2 名。公司有 3 名董事在国投控股子公司国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）任职，其中 1 名董事于 2019 年 3 月 8 日离任，并在安信证券投资有限公司任职。2018 年，公司召开 9 次董事会会议，审议通过了总经理工作报告、审计报告、年报及摘要、董事会换届选举、董事长选举、总经理及副总经理聘任、部分不良资产核销、战略规划与实施纲要等多项议案。董事会下设战略发展、风险审计及薪酬委员会 3 个专业委员会；各专业委员会在董事会授权范围内，围绕战略规划、风险管理、薪酬考核、审计监督、依法治企等重大事项，向董事会提供专业意见与建议，为董事会科学决策提供有力支撑。

2018 年，公司监事会到期换届选举。新一届监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 2 名，公司监事会主席同时在国投资本任职。2018 年，公司召开 6 次监事会会议，审议通过了总经理工作报告、审计报告、财务决算报告、利润分配、监事会换届选举、监事会主席选举等各项议案。

公司高级管理层由 7 名人员组成，包括总经理 1 名，副总经理 2 名，财务总监 1 名，首席合规官兼总法律顾问 1 名，首席风险官 1 名以及董事会秘书 1 名。高级管理层下设投资、风险管理、项目审批、员工发展管理、薪酬与绩效、信息化和审计等专业委员会，为公司运营管理提供专业决策支持。

总体看，公司建立了“三会一层”的公司治理架构，新三板成功挂牌后，公司治理运行机制逐步完善，信息披露机制逐步健全。

2．内部控制

公司实行前、中、后台分离的内控管理体系，并根据担保业务种类和风险属性对相关职能进行了细化。公司前台包括综合担保中心、财富管理中心、互联网金融中心、小微金融担保中心、保证担保中心、亚行项目业务中心和资产经营中心；中台包括风险管理中心和法律事务中心，分别负责公司担保业务的审查、法律事务、风险管理等工作；后台主要负责公司人力资源管理、行政管理、内部审计、子公司和分公司的日常管理、年度经营计划及会计核算等工作。公司组织架构图见附录 2。

目前，公司设有上海华东分公司、天津分公司、大连分公司和上海分公司，分公司主要负责其所在地区的业务发展，在担保业务区域经营中心统一管理下开展业务。公司商业性担保业务对分公司基本没有业务审批授权。除商业性担保业务外，公司还受托承担部分政策性担保业务，由上海分公司负责运营。目前，鉴于公司与上海市财政局合作模式的变化，上海分公司正在办理清算注销工作。

近年来，公司根据业务运行情况和转型发展需要，适时调整组织机构；按照公司战略布局和市场对标导向，优化绩效考核和薪酬分配办法，积极尝试建立以岗定薪、业绩导向的激励分配机制；完善人才队伍体系，积极探索核心团队机制建设；通过轮岗、导师培养、课题研究等方案实施应届生培养项目“骏杰计划”；引入人才盘点理念和工具，探索使用人才盘点

工具指导员工发展培养工作，从多层次加强公司人才梯队建设，积极优化与业务转型创新发展相适应的市场化激励约束机制；密切跟踪监管动态，组织召开专题研讨会，并成立公司合规发展工作组，积极适应监管变化并及时调整；加大公司信息化基础建设，积极推进混合云、数据中心、虚拟桌面等的应用；大力加强业务信息化建设，积极推动投标保函业务平台、亚行项目业务系统、“国投云贷”信息系统等的建设和完善；建设完善协同办公系统、网报系统，提升公司管理和运行效率；加强员工职业操守培训，组织开展宣读公司行为公约，重读员工职业操守准则活动，提高员工职业道德水准，提升公司依法经营意识，有效控制经营风险。

总体看，公司内控体系逐步完善，各项制度执行情况良好，信息化系统建设不断推进，有助于业务整体持续较快发展。

3．发展战略

公司制定了发展战略，以成为“市场领先的以信用增进为特色的投融资服务集成商”为发展愿景，着力打造“信用增进、资产管理、金融科技”协同发展的战略布局，以信用增进为主要服务方式，增强担保业务与资产管理、金融科技的协同，提升企业信用，改善社会信用资源配置，加强资金融通和商品融通，促进社会信用体系和信用文化建设，为国民经济和社会发展服务。

为实现发展愿景，公司将规范经营，防控风险，推进产品和服务创新转型，加强公司业务基础建设，努力构建与市场相适应的体制和机制，不断增强公司发展的比较优势和可持续发展能力，实现公司的跨越发展。同时，公司以“适应监管、合规经营、防控风险、提质增效、转型升级、创新发展”为工作基调，制定了2019年经营计划，主要包括：优化顶层设计，全面推进战略转型方案实施落地，围绕信用增进能力，推进搭建担保增信、资产管理和金融科技三大业务板块，理清业务条线，隔离经营风险，完成板块布局，最终实现协同发展；推进业务转型升级，在担保和信用增进领域，加强对地产领域（城市更新等）、清洁能源及环保节能领域的研究和拓展，为客户的金融需求提供一揽子综合解决方案；在小微金融担保领域，积极建立能够有效分散风险的社会化合作体系，开发完善可持续运营的金融科技、投保结合等新商业模式；在非融资性担保业务领域，加强线上投标、履约保函等业务品种的研发及其相关衍生业务的承做，同时以电子保函平台为支撑，继续完善平台功能和运维能力，提高市场占有率、扩大业务规模；在绿色金融领域，加大对重点领域的投入，增强项目平台影响力，提升示范效应；在投资和资产管理领域，加大业务拓展力度，以优质上市公司为核心，挖掘投资机会，创造收益空间；在金融科技方面，密切关注行业监管及市场动向，在适应监管、合规运营的基础上，加强金融科技平台建设，丰富产品线，加强与金融机构的业务合作，发挥公司担保增信业务协同作用，助力金融科技业务的发展；推进完善风控体系，加强全面风险管理，全面梳理公司制度流程，完善公司内部控制体系与机制，加强对业务、管理的审计监督；推进相关机制建设和人员匹配，健全完善与战略规划相适应的经营管理体系。

总体看，公司自身定位明确，发展战略和经营计划符合行业和监管政策；较强的创新能力和良好的公司治理水平有助于公司保持担保行业中的领先地位以及战略愿景的实现。

四、主要业务经营分析

公司是国内首家全国性专业信用担保机构，成立之初主要从事政策性担保业务。2002年，公司完成国有企业体制改革；2015年，完成股份制改造，建立现代企业制度，大力推动商业性担保业务的发展。

公司先后组织“中国担保论坛”并发起成立 “中国担保业联盟”，促进了国内担保机构

的交流与合作。2013年，中国融资担保业协会正式成立，公司作为主要发起人当选为协会会长单位。2015年以来，公司根据《国务院关于促进融资担保行业加快发展的意见》，借助自身丰富的业务操作与风险管理实战经验，积极搭建政策性中小微企业融资担保业务体系，持续跟踪战略新兴产业风险补偿金，公司在国家促进融资担保行业发展各项政策推进方面的行业领军地位凸显，这将有助于提升其市场竞争力和品牌知名度。2017年，公司连任会长单位，积极参与融资担保行业监管政策意见征询讨论，为行业税收优惠政策的落地起到积极作用。2018年，公司发布了《中小微担保业务操作手册》，系统梳理并分享国内中小微担保业务操作与风险管控经验，为全行业的技术升级与健康可持续发展提供支持和培训资料；公司与中国融资担保业协会联合主办以“服务小微三农，防控金融风险”为主题的“2018中国担保论坛”，对于促进担保业服务国家战略，实现行业平稳健康发展具有现实的意义。

近年来，公司积极推进业务转型升级战略，优化组织资源配置，提升运行效率。在小微金融担保业务方面，公司围绕“树品牌、建体系、服务双创”的目标创新业务模式，在江苏地区搭建担保合作平台，协助三门峡、武汉等地方政府构建政策性融资担保体系，以投贷保联动方式支持小微企业发展，研发基于大数据和金融科技手段的小额分散批量化业务模式；在绿色金融领域，持续推进“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”实施落地，利用亚行主权贷款，通过金融机构转贷形式，使用增信和投融资手段对资金进行专项运营和管理，为生物新能源、光伏、煤炭替代等领域提供融资支持；在担保增信领域，公司将增信金融工具嵌入到相关产业链，与私募股权基金、信托计划等相结合，服务于社会发展；公司承保的首单CMBN产品以“AAA级增信+资产服务管理+夹层投资”的综合配套服务，为企业的发展提供支撑；在非融资性保证担保业务领域，公司与大连等地公共资源服务中心合作推广电子保函业务，客户通过审核后可秒开保函，极大提高承保效率，有效减轻中小微投标企业保证金占用压力。

目前，公司已与中国建设银行、北京银行、交通银行、光大银行、招商银行、广发银行等多家银行以及其他金融或投资机构建立战略合作关系。截至 2018 年末，公司获得主要合作银行综合授信额度 846 亿元。公司注重业务创新，逐步形成了品种丰富的担保产品体系，担保业务种类主要包括金融产品担保和非金融产品担保。截至 2018 年末，公司累计担保总额达 5050 亿元。

1．担保业务发展情况

公司以承做商业性担保业务为主，另有一部分的政策性受托担保业务。公司承做的商业性担保业务可分为金融产品担保和非金融产品担保两大类。金融产品担保业务是公司最主要的担保业务种类，占公司总商业性担保余额的95%以上。近年来，在宏观经济增速放缓的背景下，为降低担保业务整体风险，公司深入推进担保业务结构调整，审慎投放新增项目，加之项目到期解保规模较大，其在保余额下降明显（见附录 3：表 1）。2018 年，公司新增担保额 146.19 亿元，实现担保业务收入 5.74 亿元；年末在保余额为 678.98 亿元。

(1)金融产品担保业务

公司金融产品担保业务主要包括公共融资类担保（含债券担保、信托计划担保）、保本投资类担保（含基金担保、专户理财担保）、房地产类金融产品担保及其他金融产品担保。近年来，公司根据经营规划和政策及市场变化继续推进担保业务结构调整，对于存续期的保本基金，到期后不再新增；对于公共融资类担保业务，根据债券市场发行情况进行调整；对于房地产类金融担保业务，遵循审慎原则，适度控制此类业务的开展。

公司公共融资担保业务分为公募和私募两

类，主要为公开市场债券担保和非公开市场信托产品担保。公募类为债券担保，公司对公募类债券担保采取审慎态度，在担保增信的基础上，还为客户提供多方位的金融服务。近年来，公司公募类担保业务实现了由企业债券一级市场发行担保向债券一、二级市场申购及交易的模式升级，利用自身信用、资源等优势，通过不断创新金融工具，提升公司在债券担保业务方面的竞争力。近年来，受部分项目提前到期、新增担保规模较小等影响，公司公共融资类担保业务担保余额持续下降。截至 2018 年末，公司公共融资类担保业务担保余额为 477.47 亿元，占在保余额的 70.32%；其中，公募类融资担保业务担保余额占公共融资类担保业务余额的 99.05%。

公司保本投资类业务是公司为基金公司的保本基金和专户产品提供保本担保。公司保本投资管理主要采取国际上较为成熟的 CPPI 保本投资策略，由公司和基金管理人共同承担连带责任，公司有权无条件向基金管理人进行追偿，基金管理人实际对基金份额持有人的投资本金承担保本清偿义务。2017 年 1 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，取消了连带责任担保机制，对于存续的保本基金仍按基金合同的约定进行运作，但存续保本基金到期后，需调整产品保障机制，并更名为“避险策略基金”。这意味着担保公司将实际承担保本基金担保业务的代偿风险。近年来，公司不再新增保本投资类产品，同时受存续期保本投资类产品到期影响，公司保本投资类业务担保余额下降明显。截至 2018 年末，保本投资类业务担保余额 60.61 亿元，占在保余额的 8.93%。

房地产类金融产品担保业务方面，公司遵循稳健审慎原则，严格筛选房地产行业排名靠前、实力较强、经营状况良好的客户企业，严格考察用款项目的合规性、市场前景，并设置具有良好流动性的抵押物作为风险保障。近年来，公司房地产类金融担保业务担保余额有所上升。截至 2018 年末，公司房地产类金融产品担保余额为 33.90 亿元，占在保余额的 4.99%。

在创新业务开发方面，近年来，公司积极研发 ABS、CMBN 担保项目，将传统金融产品担保的技术和风控优势复制到 ABS、CMBN 担保领域，所承保的首单 ABS、CMBN 均已成功发行。此外，公司在绿色金融方面继续加大支持力度，“京津冀大气污染防治中投保投融资促进项目”顺利推进，绿色债券担保等业务领域也取得较大进展。

总体看，公司制定了较为清晰的金融担保业务发展策略，但受监管政策趋紧及自身业务策略的调整，公司主动收缩保本基金以及公共融资类担保业务规模，金融担保业务规模下降明显；公司不断加大业务创新力度，产品种类不断丰富，在新业务领域实现了良好发展。

(2)非金融担保业务

公司非金融担保业务主要包括诉讼保全担保、履约担保以及其他融资担保等。近年来，公司依据宏观经济形势和公司集约发展的需要，不再新增诉讼保全担保业务，2018 年末诉讼保全担保业务在保余额为 4.23 亿元。公司履约担保主要包括工程保证和政府采购履约担保。近年来，公司研发“信易佳”电子保函平台，以保函替代保证金，实现在线秒开保函，提高了承保效率，减轻了中小微承包商、供应商资金压力。目前，平台已与北京、大连、包头、达州等地公共资源交易中心完成对接并运行良好。近年来，履约担保业务规模整体有所上升，2018 年末履约担保业务在保余额为 11.34 亿元，占比较低；其中，工程保证在保余额 7.79 亿元，政府采购履约保证 3.55 亿元。公司其他融资担保业务主要包括政府采购融资担保、小微企业投贷保联动等。

公司为财政部指定的可以为中央和各试点地区政府采购进行信用担保的专业担保机构。近年来，公司逐步深化与银行的业务合作，制定了规范政府采购业务操作的制度以促进业务的规范化，有助于进一步拓展政府采购担保业务市场。目前，政府采购担保类业务在公司商

业性担保业务中占比低。截至 2018 年末，公司政府采购融资担保余额 0.12 亿元。

公司顺应国家政策导向，加强小微担保业务研发和业务拓展力度，围绕“树品牌、建体系、服务双创”的目标创新业务模式开展小微担保业务，并专设小微金融担保中心，负责小微金融业务的推进及战略新兴产业领域项目的拓展运作。近年来，公司向三门峡市地方担保机构提供技术和管理输出，共同打造地方中小微企业融资担保平台；协助与武汉、江苏等地方政府构建政策性融资担保体系，改善中小微企业的融资环境与经营状况；与北京银行、启迪科技服务有限公司、再担保机构、基金单位以投贷保联动方式支持小微企业发展；作为东北振兴金融合作机制的成员单位，积极促进东北产业与金融对接，促进地区经济和金融良性循环、健康发展；公司与合作方共同开发的“灵芝快贷”业务成功上线，运用金融科技手段为小微企业提供快捷、方便、高效的线上融资服务。

总体看，近年来，公司非金融担保业务实现快速发展，在解决小微企业融资难以及协助地方政府构建政策性融资担保体系方面起到积极的作用。

(3)政策性担保业务

公司政策性担保业务主要为与地方政府合作的受托担保，模式主要是由上海分公司与上海市财政局合作的政策性中小企业贷款担保业务，主要为有发展潜力的科技成长型、有还款能力的都市发展型和社区服务型小企业提供的信用支持服务，该项业务运作是以政策性担保资金为支撑，不占用自有资本，公司仅承担受托管理的职能并收取业务管理费，不承担开展担保业务的风险和损失。目前，鉴于公司与上海市财政局合作模式的变化，上海分公司正在办理清算注销工作。公司拟以新模式与上海市政府所设立的中小微企业政策性融资担保基金管理中心合作开展小微企业融资担保业务。截至 2018 年末，公司累计实施政策性融资担保项目两万多个，累计担保贷款总额 400 多亿元。

2．投资及其他业务发展情况

公司遵循国际担保、保险、再保险机构对投资业务的风险管理理念，采取谨慎的投资策略和投资组合管理。公司的投资业务以自有资金运作为主，在满足公司流动性需求的前提下，追求适当收益。在资金运营方面，公司制定了相应的投资业务管理办法和投资策略。长期投资方面，公司加强对项目退出的跟踪和管理，长期投资项目实现了良好回报；在中短期投资方面，公司坚持审慎操作，适时调整中短期投资资产配置和投资比例，实现了较好的投资收益，为业绩增长提供了有力支撑。公司将资金集中运作，统一决策，按照担保业务理念承做相关项目，在风险可控的基础上提高项目综合收益率。公司投资类资产品种主要为信托计划和理财产品、委托贷款、长期股权投资以及股票、基金等权益工具，另有部分投资性房地产和债券。近年来，公司投资资产规模保持增长，但增速有所放缓。投资资产结构方面，公司投资的债务工具和权益工具占比持续下降，委托贷款占比波动上升，长期股权投资占比大幅增加。截至 2018 年末，公司投资资产净额 188.14 亿元，占资产总额的 91.99%；其中，公司信托计划投资余额 39.17 亿元，占投资资产总额的 20.70%，公司在对基础交易严格风险控制的情况下，在信托计划中配置一定的自有资金，项目主要面对资质较好、长期合作的客户，信托计划均为固定期限，主要集中在 2~3 年以内；理财产品投资余额 19.50 亿元，占投资资产总额的 10.31%，主要是公司为提高流动性备付，投资的流动性高的理财产品；权益工具投资余额 48.73 亿元，占 25.76%，主要是对基金和股权的投资；委托贷款余额 32.70 亿元，占 17.28%，主要是通过北京银行、国投财务发放的委托贷款；长期股权投资余额 20.57 亿元，主要包括公司对中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）股权的持有。2018

年，公司实现投资收益 22.23 亿元，其中股权投资收益（包含长期股权投资收益）13.39 亿元，理财产品和信托计划投资收益 4.39 亿元，基金投资收益 1.86 亿元。

资管业务方面，公司成立了包括全资子公司中投保信裕资产管理（北京）有限公司（以下简称“信裕资管”）等在内的公司资产管理业务的平台，开展资产管理业务。2017 年，信裕资管获得了私募基金全牌照，成为中国基金业协会、中国保险资产管理业协会会员。成立以来，信裕资管发挥资源整合优势，提升主动管理能力，形成以固定收益、低风险多策略组合投资、权益投资、另类投资等为主要方向的业务发展模式。面对日益趋严的监管环境，信裕资管积极适应资管新规，继续加强合规运行、主动管理，积极开拓资金渠道，引入多元化的外部资金，提高资产配置效率，创新业务领域取得积极进展，资产运行规模及收入均呈现增长态势。截至 2018 年末，公司累计发行资管产品规模 378.66 亿元；管理资产规模 195.15 亿元，当年实现资管业务收入 6682.64 万元。

金融科技业务方面，近年来，随着互联网金融的快速崛起，公司积极探索适合公司发展的金融科技展业模式，加强互联网金融平台及财富管理渠道建设，金融科技探索已取得初步成果。2015 年，公司与蚂蚁金融服务集团、恒生电子股份有限公司共同发起设立浙江互联网金融资产交易中心股份有限公司（以下简称“网金社”），致力于满足个人客户和中小微企业的投融资需求，目前注册资本 5667 万元，公司参股比例 27.35%。网金社开发的“付税宝”等产品，依托大数据采集、征信及风控的方式，实现了进口中小微企业全线上融资直付税款的功能，帮助企业快速通关。2017 年 11 月，公司与宁夏国投集团等共同合作发起设立的国投（宁夏）互联网小额贷款股份有限公司正式成立，取得互联网小贷牌照，并推出多条产品线，运用金融科技及大数据风控，为小微企业提供在线信贷解决方案。

总体看，公司具备较强的担保业务营运能力及创新能力，对市场具有较强的敏锐度和适应力，市场竞争优势明显。公司未来将继续依托自身的专业优势，在巩固担保业务的前提下，通过由产品服务向提供综合化资产管理服务模式转型、创新业务和盈利模式等举措持续推进业务结构优化，以实现业务的持续健康发展。此外，在传统担保业务方面，公司来自其他担保公司的竞争有所加大；同时，投资类资产中信托计划及权益工具投资规模较大，需关注相关信用及市场风险；此外，在金融去杠杆以及监管趋严的背景下，需关注各项监管政策对公司未来业务发展所带来的影响。

五、风险管理分析

公司已形成较为成熟的全面风险管理体系，董事会下设的风险审计委员会统筹公司风险管理工作；风险管理中心牵头全面风险管理工作，负责制定各项风险管理办法、业务政策，并组织实施；各个业务部门分别负责各自权限范围的风险监测。近年来，公司持续加强对系统性风险、合规性风险和流动性风险的识别和防范，积极推进业务风险的组合和限额管理，不断完善风险管理体系。此外，公司确立了按照“风险与效率”平衡的原则不断完善风险管理工作的指导思想，及时根据外部环境和自身发展变化，优化和完善风险管理工作，提升和加强风险管理能力。

信用风险和流动性风险是公司面临的主要风险。公司非常重视风险控制体系的建设与投入，根据“全面风险管理”的理念，采用项目评审、科学决策流程、项目动态跟踪管理等手段控制和管理公司风险，建立事前充分识别和准确评价，事中有效监测和计量，事后快速处置和化解的全流程覆盖机制。近年来，公司审慎把握业务创新和风险控制的关系，切实加强业务风险管理，根据政策、市场变化，以及业务品种风险特点和风险管理要求，制定并发布

了《中投保公司 2018 年业务风险策略》，制定了新的运营管理工作规范指引，及时调整业务准入标准，发布风险提示，优化业务流程，进一步加强了公司对信用风险的把控。针对风险较高的担保业务，公司建立差异化的风险控制指引：公共融资业务方面，重点关注存量业务的风险防范与化解，严格控制传统模式的纯担保公共融资类业务规模；房地产类金融担保业务方面，密切跟踪新常态背景下房地产市场分化的趋势，坚持有形抵押原则，加强对项目的精细化管理，重视房地产行业政策风险及业务的合规风险，提高主动管理能力。

流动性风险方面，近年来，公司一方面提高业务标准，优选客户，完善交易结构设计；另一方面，加强在保业务的风险排查与预警，防范突发代偿事件造成的流动性风险。公司成立公司流动性风险管理小组，逐步推动建立公司流动性风险管理机制，加强日常资金头寸管理，与在保责任流动性需求相匹配进行流动性备付管理，同时建设外部流动性资金补充渠道。2018 年，公司向北京金融资产交易所有限公司合格投资者发行挂牌金额为人民币 5.00 亿元的 2018 年度第一期债权融资计划，期限为 3 年，公司享有全部或部分赎回选择权，即在 2019 年 11 月 23 日、2020 年 5 月 23 日、2020 年 11 月 23 日、2021 年 5 月 23 日可全部或部分赎回。

1．金融担保业务风险管理

公司目前开展的金融担保业务主要包括公共融资类担保、保本投资类产品、房地产担保以及其他金融产品担保等。为控制业务集中度风险，公司对金融产品单一客户、单一客户及关联方的最大担保金额做了明确规定。

在债券担保业务的风险管理方面，公司注重对客户资信水平的评估，并通过反担保措施和设置相关合同条款来缓释风险。公司的债券担保业务均为准市政类债券担保。在项目选择时，公司重点考察发行主体自身的还款能力、当地政府的支持力度及所在区域的经济发展水平等因素。对于公共融资类担保业务，公司选择承做财政应负担的公益性项目的平台类公司，地域上优先选择沿海经济发达地区经济实力好的城市、区域性的经济中心以及受益于西部大开发的地区。目前公司在保的债券担保业务中，债券发行主体的外部信用等级主要为 AA（含）以上。此外，公司在担保合同中明确设定了以下情势变更条款：当发行主体的外部信用评级级别出现向下迁移时，发行主体应及时向公司提供一定比例的保证金；公司还可要求增加信息报送的内容和频率，以及时跟踪主体的信用变化情况。

在开展保本投资类担保业务时，公司主要选择一些经营管理能力强和资信良好的基金管理公司、信托公司等机构进行合作，以控制担保风险。公司针对保本投资类担保业务风险设有多道防御手段，保本策略较为成熟。公司与合作机构之间建立了信息沟通机制，严格监控基金管理人投资行为，确保基金管理人的投资行为符合事先约定的投资策略。公司存续期内的保本基金担保业务由公司和基金管理人共同承担连带责任，公司对基金专项风险准备金、基金管理人的自有资金未能覆盖的损失进行代偿，公司就代偿部分对基金管理人具有追索权。2017 年 1 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》后，连带责任担保机制被取消。公司存续期内的保本基金担保业务仍按基金合同的约定进行运作，但新增担保业务保障机制将有所调整，公司将无权向基金管理人进行追偿，故考虑到代偿风险的上升压力，公司不再新增保本基金业务。

公司重视金融担保项目合同条款的设立，用合同清晰地规定相关当事人的责任和权利，以规避法律风险。由于金融担保方面的法律法规尚未健全，公司经营的金融担保业务仍存在一定的法律风险。鉴于此，公司深入研究相关法律法规，并主动与监管部门进行沟通，关注与金融担保业务相关法规的发布。

2．非金融担保业务风险管理

公司担保业务采取差异化管理，对于可以建立稳定运作模式的担保业务，公司制定专项规范，在内部形成业务平台，批量处理该类担保业务，以提高决策的效率。公司尚未建立稳定业务模式的担保业务适用一般性担保业务流程。

公司制定了较为严格的承保工作流程。首先由业务部门按照公司的承保政策对项目进行筛选并进行初评；项目经部门总经理办公会会议通过后才可立项，经中心主任办公会议通过后才能进入审批程序；由中台各部门分别对项目资质进行独立审查；然后提交审批环节，由风险管理委员会进行项目论证后交审批委员会审批。公司实行差异化审批方式，根据“业务风险度”“业务承做年限、规模及代偿率”和“业务规范建设和操作模式稳定性”三个维度，将审批方式分为简化、一般和严格三类流程。公司主要通过反担保措施来控制项目的信用风险，主要反担保措施包括保证金、抵质押、保证、权利的附条件转让等方式。在保后管理方面，公司通过账户监管、定期现场监管、重大事项监管等多种过程监控措施，加强对项目运营监管的力度和机制建设，以确保风险预警和处置的时效性，同时公司采取提前回收、转让、重组、增加风险缓释等措施加强风险处置化解。

公司对大部分政府采购担保业务客户和工程保证担保客户进行内部信用评级。在受评客户中，大部分客户内部信用等级分布于 BBB 以上。对于其他客户的担保项目，公司对项目整体进行信用风险评估。对于诉讼保全担保业务，公司制定了相应的专项操作流程，并采用委托代理的方式开展此项业务。考虑到法院立案时会对案宗进行基本分析，同时会审核案件中被申请人对保全财产的所有权，申请人发生败诉或错误保全的可能性不大，因此诉讼保全担保业务的风险较低。

总体看，公司金融担保业务和非金融担保业务采取的风险控制措施比较到位。

3．担保组合风险

(1)项目集中度

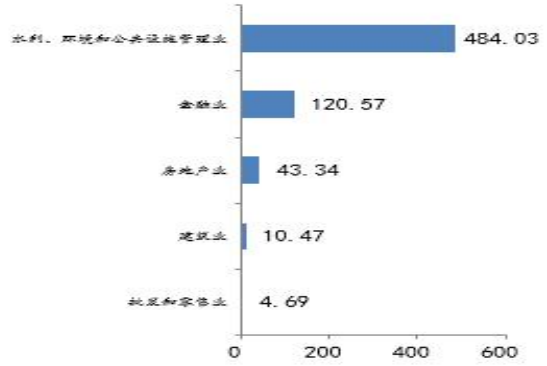
近年来，受监管政策和市场行情变化的影响，公司逐步调整担保业务结构，放缓公共融资类担保业务发展速度，控制房地产金融产品担保规模，且保本投资类担保业务到期不再新增。截至 2018 年末，公司前五大在保客户中有 4 家为市政公司，1 家为基金公司，业务品种包括公共融资类担保和保本投资类担保，担保余额合计 108.60 亿元，相当于公司净资产的 1.07 倍；单一在保客户最大担保余额为 24.20 亿元，相当于公司净资产的 0.24 倍，为保本投资类担保业务；考虑到保本基金采取较为成熟有效的比例投资组合策略，出现较大赔付损失额的可能性较小，且担保合同约定由基金管理人先行偿还，公司实际风险敞口不大，因此实际集中度风险不显著。

(2)地区及行业分布

从客户区域分布来看，公司在保客户主要集中在江苏、浙江、安徽、山东和广东，2018 年末五个省份客户的在保余额在担保余额中占比达到 75.06%，其中广东客户主要是保本投资类担保涉及的基金公司。整体看，公司担保业务存在一定的地区集中风险。

公司担保业务主要为保本投资类担保和公共融资类担保，其中公共融资类担保主要为地方基础设施建设等方面提供支持，因此公司担保业务主要集中在水利、环境和公共设施管理业、金融业和房地产业（见图 1）。

图1 2018年末公司前五大在保项目行业分布 单位：亿元



资料来源：公司提供，联合资信整理

(3)担保项目期限分布

2019 年，公司担保项目到期金额较大，全年即将到期担保额 215 亿元，在担保余额中占比 31.66%。2019 年即将到期的项目包括公共融资类担保 111.42 亿元、保本投资类担保 60.62 亿元、资管产品增信 18.86 亿元、房地产类金融担保 11.40 亿元、履约担保 7.32 亿元、贸易及其他融资担保 5.38 亿元（见图 2）。公司面临担保责任到期规模较大，对此公司加大监控力度，密切关注东北、西南等特殊区域的客户，尽量避免出现代偿。考虑到保本投资类担保业务发生代偿的可能性较小，同时公共融资类担保业务主要集中在经济较为发达的华东地区，且大部分在保项目已经纳入政府债务，因此上述业务的风险可控。

图2　公司在保项目到期分布　　单位：亿元



注：无固定到期日的担保项目主要为担保合同中没有约定具体到期日期，公司担保责任的承担期限被动地取决于主合同执行时间的长短，主要涉及财产保全担保业务；过期项目是指担保责任实际已解除，但尚未达到项目约定的形式解除条件，主要为工程保证业务。
资料来源：公司提供，联合资信整理

4．担保代偿情况

2018 年，公司共发生 1 笔代偿，当年累计代偿额 0.01 亿元，为“灵芝快贷”项目；担保代偿率为 0.0013%；当年累计代偿回收额 0.53 亿元，代偿回收率为 4.24%。截至 2018 年末，公司应收代位追偿款总额 11.92 亿元，计提减值准备余额 11.87 亿元，应收代位追偿款净额 0.05 亿元。

总体看，公司较为完善的风控体系使得其担保代偿率极低。联合资信将持续关注应收代偿款的回收进展情况，以及未来几年担保项目到期金额较大可能带来的代偿风险和流动性风险。

六、财务分析

公司提供了 2016—2018 年合并财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见。截至 2018 年末，公司合并财务报表合并范围包括天津中保财信资产管理有限公司、中投保资产管理无锡有限公司、中投保信裕资产管理（北京）有限公司、上海经投资产管理有限公司、中投保物流无锡有限公司、天津瑞元投资管理中心（有限合伙）、天津信祥企业管理合伙企业（有限合伙）、北京快融保金融信息服务股份有限公司、嘉兴嘉裕投资合伙企业（有限合伙）、嘉兴裕保投资合伙企业（有限合伙）、无锡日升诚投资合伙企业（有限合伙）和坤周（厦门）投资合伙企业（有限合伙），以及部分结构化主体。

1．资本结构

公司担保业务发展资金主要来源于股东投入的资本金，此外还包括短期借款、长期借款、应付债券和准备金等，负债与所有者权益规模相当。

自成立以来，公司通过增资扩股和利润留存的方式不断扩大资本金规模。2016—2018 年，公司分别分配现金股利 2.45 亿元、2.48 亿元和

2.70 亿元，现金分红力度较高。2016—2018 年，公司可供出售金融资产公允价值变动损益分别为-0.77 亿元、1.93 亿元和-12.37 亿元，对所有者权益产生了一定的影响。截至 2018 年末，公司所有者权益合计 101.27 亿元，其中股本 45.00 亿元，未分配利润 21.36 亿元，其他综合收益-2.06 亿元，其他权益工具 24.90 亿元，为公司于 2017 年发行的可续期公司债券，其中品种一本金总额为 20 亿元，品种二本金总额为 5 亿元。此外，公司已于 2015 年 12 月完成股份制改造并实现新三板挂牌，融资渠道进一步拓宽。

公司负债主要来源于短期借款、长期借款、应付债券和未到期责任准备等。近年来，公司负债总额增速有所放缓，短期借款规模有所下降，长期借款和应付债券规模有所上升，负债结构有所调整。截至 2018 年末，公司负债总额 103.26 亿元，资产负债率为 50.49%，财务杠杆水平不高。

公司借款分为短期借款和长期借款。近年来，公司为保证资金来源的稳定性，主要增加三年期及以上的长期借款。截至 2018 年末，公司短期借款余额降至 0；长期借款余额 48.21 亿元，占负债总额的 46.69%，其中向国投财务借款 10.00 亿元，期限为 3 年期；通过上海信托借款 3.00 亿元，期限为 2 年期；向浙商银行借款 9.90 亿元，期限为 3 年期；向亚洲开发银行借款 20.31 亿元，为中国政府主权贷款转贷，期限主要为 13—14 年期，用于“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”；向中国工商银行借款 5.00 亿元，期限为 3 年期。为拓宽融资渠道，公司于 2016 年发行了 15.00 亿元的私募债券，于 2017 年公开发行了 5.00 亿元的公司债券，于 2018 年向北京金融资产交易所有限公司合格投资者发行 5.00 亿元的 2018 年度第一期债权融资计划。截至 2018 年末，公司应付债券余额 24.95 亿元。

公司在考虑各类担保业务风险特征的基础上，差异化计提担保赔偿准备金。近年来，随着项目的陆续到期和代偿义务的履行，公司当年计提担保赔偿准备金呈净转回状态，年末担保赔偿准备金余额呈逐年下降趋势。2018 年，公司净转回担保赔偿准备金 0.67 亿元。截至 2018 年末，公司担保赔偿准备金余额为 3.06 亿元，未到期责任准备余额 6.27 亿元，上述两项准备金余额合计占负债总额的 9.04%。

公司其他负债主要包括应付合并结构化主体权益持有者款项、受托担保业务基金和外部往来款项等。截至 2018 年末，公司其他负债余额 14.17 亿元，占负债总额的 13.72%。其中，应付合并结构化主体权益持有者款项余额 5.50 亿元，受托担保业务基金余额 2.85 亿元，外部往来款项余额 3.90 亿元。

总体看，公司资本实力较强，资金来源比较稳定，融资渠道畅通，且负债结构持续优化，有助于公司保持必要的偿付能力和流动性水平。

2．资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，但增速有所放缓。截至 2018 年末，公司资产总额 204.53 亿元，资产类别以投资资产为主（见附录 3：表 2）。

在资金运营方面，公司对长期投资和中短期投资分别制定了相应的投资管理办法和投资策略。近年来，为提升资金收益率，公司加大投资力度，投资资产规模保持增长，但增速有所放缓，占资产总额的比重波动上升。截至 2018 年末，公司投资资产余额 188.14 亿元，占资产总额的 91.99%。公司资金主要投向信托计划和理财产品、委托贷款、长期股权投资以及股票、基金等权益工具，另有部分投资性房地产和债券等。

近年来公司信托计划投资规模波动上升，但占投资资产总额的比重波动下降。截至 2018 年末，公司信托计划投资余额 39.17 亿元，占投资资产总额的 20.70%。为提高流动性备付，公司投资了一定量流动性高的理财产品。截至

2018 年末，公司理财产品投资余额 19.50 亿元，占投资资产总额的 10.31%。近年来，为提高资产收益率，公司加大权益工具的投资力度。截至 2018 年末，公司权益工具投资余额 48.73 亿元，占投资资产总额的 25.76%，其中基金和股权投资分别为 36.93 亿元和 7.89 亿元，权益工具投资面临的市场风险值得关注。公司持有的债券主要是国债、金融债等信用级别较高以及流动性较好的债券。截至 2018 年末，公司债券投资余额 6.29 亿元，占投资资产总额的 3.33%。公司将债券、信托计划、理财产品以及权益工具投资划分至以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收款项类投资和可供出售金融资产科目项下，其中 2018 年应收款项类投资（不包括委托贷款）和可供出售金融资产科目未计提减值准备。

近年来，公司委托贷款投资规模大幅增长，2018 年新增 5 笔委托贷款，分别为公司通过国投财务向国投生物科技投资有限公司发放委托贷款 3.00 亿元，通过北京银行向北银金融租赁有限公司发放委托贷款 4.97 亿元，通过北京银行向亿利洁能科技有限公司发放委托贷款 1.82 亿元，通过北京银行向华夏金融租赁有限公司发放委托贷款 1.00 亿元，通过北京银行向内蒙古岱海发电有限责任公司发放委托贷款 3.00 亿元。截至 2018 年末，公司委托贷款总额 32.70 亿元，占投资资产总额的 17.28%。公司将委托贷款投资划分至应收款项类投资科目项下，2018 年末减值准备余额 0.50 亿元。

2018 年以来，公司将所持有的中金公司股权转为长期股权投资，按照权益法核算，导致长期股权投资余额明显上升，2018 年末公司长期股权投资余额 20.57 亿元。

近年来，公司投资性房地产规模略有下降，主要是由于公司持有的因担保业务追偿获得的商业楼宇资产达到确认条件，由在建工程转为投资性房地产计提折旧所致。截至 2018 年末，公司投资性房地产总额 7.84 亿元，占投资资产总额的 4.15%。

近年来，受早期钢贸融资担保业务发生系统性风险，以及宏观经济下行期，部分商贸、物资、制造业企业经营困难的影响，部分企业难以正常还本付息；但得益于公司采取较为有力的资产保全和追偿措施，使用民事诉讼与刑事制裁相结合的手段，推进资产抵债、债务重组和经营、拍卖回收等相关工作，部分应收代位追偿款实现收回。近年来，公司应收代位追偿款总额持续减少。截至 2018 年末，应收代位追偿款总额 11.92 亿元，计提坏账准备余额 11.87 亿元，应收代位追偿款净额 0.05 亿元。

公司其他类资产主要包括固定资产、受托管理的担保业务基金和应收第三方款项等。截至 2018 年末，公司其他类资产余额 9.09 亿元，占资产总额的 4.44%，其中固定资产余额 3.01 亿元，受托管理担保业务基金余额 2.85 亿元，应收第三方款项余额 1.77 亿元。

总体看，公司投资力度较大，实现了较好的投资收益。另一方面，公司投资委托贷款规模快速上升，在宏观经济增速放缓的背景下，需关注相关资产质量的变化情况；同时，随着资管新规的逐步推行，其持有的理财产品和信托计划所面临的信用风险以及权益工具受证券市场行情波动的影响值得关注。

3．盈利能力

公司营业收入主要包括担保业务收入和投资收益。近年来，在投资收益增长带动下，公司营业收入快速增长。2018 年，公司将所持有的中金公司股权转为长期股权投资核算，导致确认的投资收益增幅明显，营业收入随之大幅增长。2018 年，公司实现营业收入 28.74 亿元（见附录 3：表 3）。公司担保业务收入主要来自金融担保业务收入，近年来公司根据其战略和市场变化推进担保业务结构调整工作，受保本投资类业务存续产品陆续到期及新业务品种尚处于培育期的影响，公司担保业务收入逐年下降。2018 年，公司实现担保业务收入 5.74 亿元，占营业收入的 19.99%。近年来，公司长期

投资项目退出形成了良好回报，同时，公司稳健运作投资业务，加强流动性管理，适时调整资产配置和投资比例，加强与担保增信等业务板块的协同，加之中金公司股权转为长期股权投资核算，投资收益实现快速增长。2018 年，公司实现投资收益 22.23 亿元，占营业收入的 77.35%，投资收益对营业收入的贡献度上升明显；其中股权投资收益（包含长期股权投资收益）13.39 亿元，理财产品和信托计划投资收益 4.39 亿元，基金投资收益 1.86 亿元。

公司营业支出以业务及管理费、利息支出和提取担保赔偿准备金为主。公司提取的担保赔偿准备金主要包括已发生未报案和已发生已报案赔偿准备金。已发生未报案赔偿准备金指公司对未到期的担保合同风险敞口损失，以及已发生潜在违约尚未代偿的担保赔案提取的准备金；已发生已报案赔偿准备金指公司根据所承担的风险敞口及对违约概率、违约损失率的判断，对已发生已报案和赔案采取逐案估损法计提的准备金。近年来，公司营业支出波动上升，2018 年营业支出 7.76 亿元，其中业务及管理费 4.43 亿元，利息支出 3.55 亿元，提取担保赔偿准备金-0.91 亿元；费用收入比为 15.43%，成本控制能力处于较好水平。

得益于投资收益的快速增长，公司净利润加速增长。2018 年，公司实现净利润 18.61 亿元；从收益率指标来看，公司平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 9.39%和 18.46%。

总体看，得益于中金公司股权转为长期股权投资核算确认的投资收益，公司收入和利润快速增长；但受担保业务结构调整的影响，担保业务收入逐年下降，未来其盈利水平的可持续性有待观察。

4．资本充足性及代偿能力

公司面临的偿付压力主要来源于担保项目的代偿。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担保业务风险敞口、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担保业务代偿的净资本时，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，近年来公司经营活动现金流净流入规模有所波动，2017 年，由于公司资管业务收入增加，处置部分抵债资产以及收回中粮信托借款保证金，经营性现金流净流入规模有所增加；2018 年以来，由于公司新增担保业务投放力度有所减缓，担保业务产生的现金收入有所减少，导致经营性现金流净流入转为净流出。投资活动现金流方面，2017 年，公司资金规模得到增强，投资及资金配置规模增加，导致投资性现金净流出规模上升；2018 年以来，公司投资力度有所减弱，导致投资性现金净流出规模下降明显。筹资活动现金流方面，2017 年，公司增加长期借款，以及发行可续期债券和小公募债券，导致筹资性现金净流入规模大幅增加；2018 年以来，公司新增借款及发行债券规模大幅下降，导致筹资性现金净流入规模大幅下降。整体看，公司现金流趋紧，但考虑到国投对其的流动性支持以及畅通的银行授信渠道，公司面临的流动性风险可控（见附录 3：表 4）。

近年来，公司净资本规模有所波动，主要是由于 2017 年公司发行可续期公司债券募集资金 25.00 亿元，导致当年净资本规模有所上升；2018 年以来，随着投资资产规模的增长，其净资本规模有所下降。截至 2018 年末，公司净资产余额 101.27 亿元，净资本余额 35.66 亿元；净资本比率为 35.22%（见附录 3：表 5）。近年来，随着在保余额的下降，公司担保业务杠杆倍数随之下降。截至 2018 年末，公司净资产担保倍数为 6.70 倍，净资本担保倍数为 19.04 倍；剔除保本投资类担保业务以及非融资担保业务后，公司融资性担保倍数为 5.95 倍，监管口径的融资性担保放大倍数为 4.25 倍。

联合资信根据公司的担保业务风险特性、

客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信估算，公司 2018 年末的资本覆盖率为 82.08%，净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度较充足。

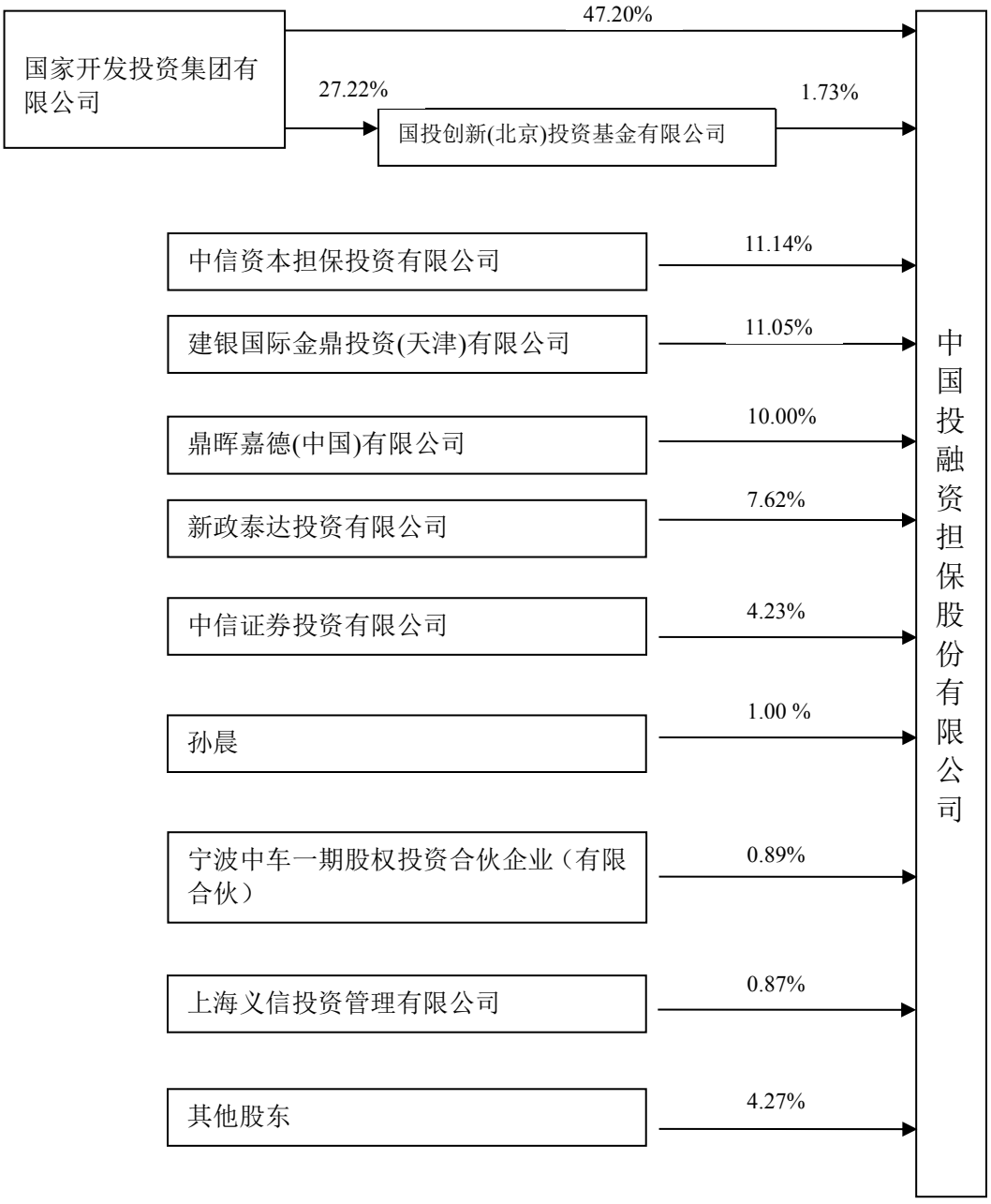
七、股东支持

作为公司第一大股东，国投视公司为其金融板块中的重要组成部分，承诺将长期维持控股股东地位，并将在公司经营与发展过程中面临流动性困难时给予必要的注资或流动性资金支持。国投是国内最大的国有投资控股公司和 53 家骨干中央企业之一，其业务范围涉及实业、金融服务业、国有资产经营等领域。截至 2018 年末，国投资产总额 5840 亿元，注册资本 338 亿元；2018 年实现合并收入 1358 亿元，利润 193 亿元。近年来，国投通过短期借款和长期借款的形式向公司提供流动性支持。总体看，国投资本实力雄厚，对公司支持力度较大，在一定程度上能够提升公司的担保实力和信用水平。

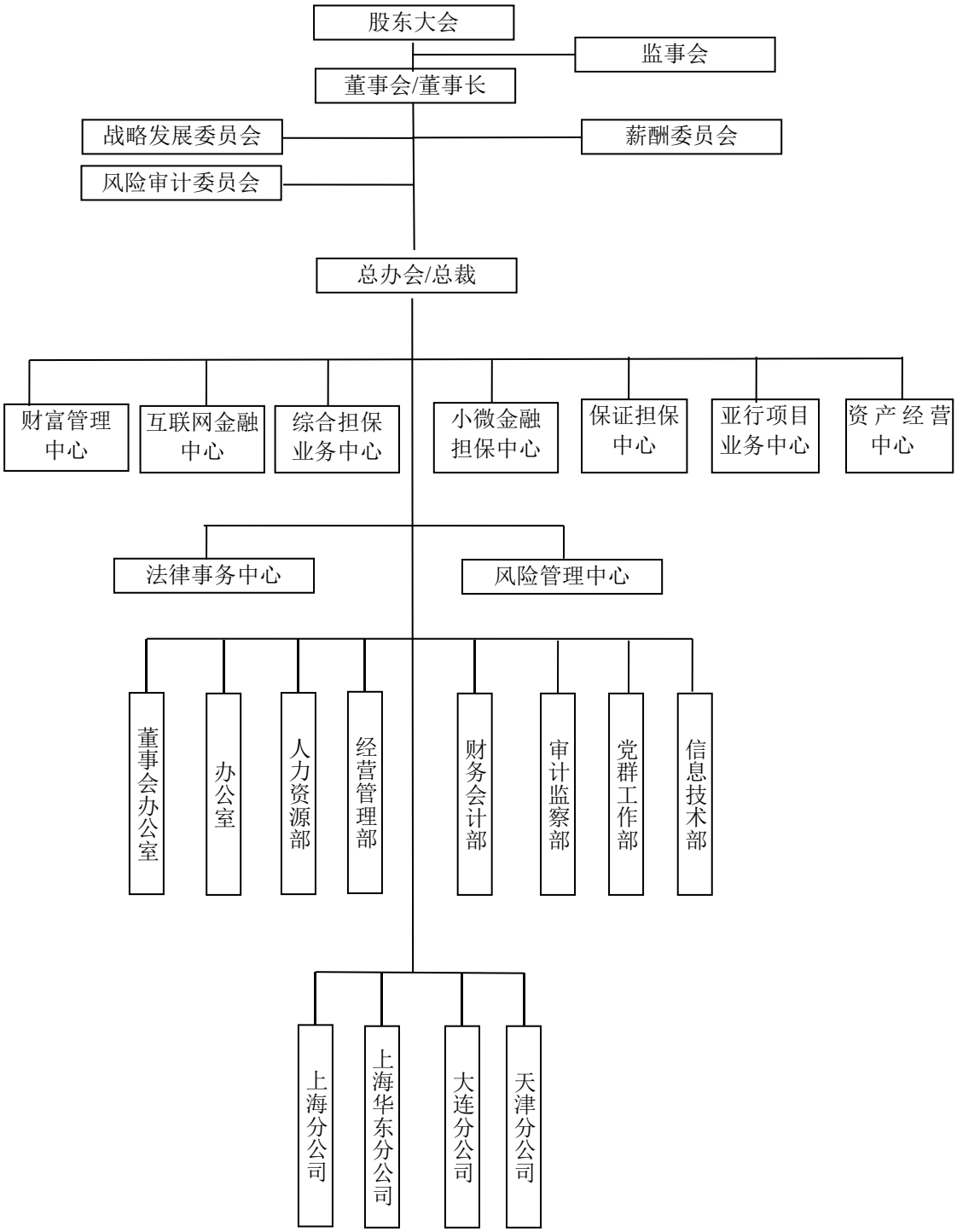
八、评级展望

公司是国内首家全国性专业信用担保机构。自成立以来，公司凭借丰富的担保业务管理经验、较强的业务创新能力以及资本实力，在债券担保、保本基金担保等资本市场担保领域具有明显竞争优势。近年来，新三板成功挂牌以及私募债、公募债和可续期公司债的发行，进一步拓宽了公司的融资渠道；公司积极打造“信用增进、资产管理、金融科技”协同发展的战略布局，在巩固担保业务的前提下，持续推进业务转型和创新，在小微金融担保和绿色金融、信用增进以及金融科技等领域取得成效；投资业务规模快速增长，并实现较好收益；资产管理业务发展势头良好。另一方面，目前公司积极推进业务结构转型，主动收缩担保业务，受存续业务陆续到期及新业务品种尚处于培育期的影响，担保业务收入逐年下降，需关注未来业务结构转型成效及对其盈利的影响；同时，公司投资资产中信托计划及权益工具投资规模较大，面临的信用风险及市场风险值得关注。总体看，在未来一段时间内公司的信用水平将保持稳定。

附录 1　股权结构图


国家开发投资集团有限公司
47.20%
27.22%
1.73%
国投创新(北京)投资基金有限公司
中信资本担保投资有限公司
11.14%
建银国际金鼎投资(天津)有限公司
11.05%
鼎晖嘉德(中国)有限公司
10.00%
新政泰达投资有限公司
7.62%
中信证券投资有限公司
4.23%
孙晨
1.00 %
宁波中车一期股权投资合伙企业（有限合伙）
0.89%
上海义信投资管理有限公司
0.87%
其他股东
4.27%
中国投融资担保股份有限公司

附录 2　组织结构图


股东大会
监事会
董事会/董事长
战略发展委员会
薪酬委员会
风险审计委员会
总办会/总裁
财富管理中心
互联网金融中心
综合担保业务中心
小微金融担保中心
保证担保中心
亚行项目业务中心
资产经营中心
法律事务中心
风险管理中心
董事会办公室
办公室
人力资源部
经营管理部
财务会计部
审计监察部
党群工作部
信息技术部
上海分公司
上海华东分公司
大连分公司
天津分公司

附录 3　主要财务数据及指标

表 1　公司商业性担保业务发展情况　单位：亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
当期担保发生额	146.19	168.30	554.22
期末在保余额	678.98	1263.98	1873.82
金融产品担保在保余额	647.13	1246.07	1857.31
其中：保本投资类担保	60.61	456.27	978.55
公共融资类担保	477.47	719.68	813.68
房地产金融产品担保	33.90	19.80	6.80
其他金融产品担保	75.14	50.32	58.28
非金融产品担保在保余额	31.86	17.91	16.51
其中：诉讼保全担保	4.23	4.24	4.26
工程保证	7.79	1.67	1.72
政府采购履约保证	3.55	0.31	0.30
政府采购融资担保	0.12	0.25	0.52
其他领域融资性担保	16.16	11.45	9.71

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差
资料来源：公司提供，联合资信整理

表 2　公司资产构成情况　单位：亿元/%

项目	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金(含定期存款)	7.26	3.55	14.31	7.47	3.17	2.43
投资资产	188.14	91.99	169.66	88.53	117.66	90.18
其中：交易性金融资产	9.24	4.52	2.14	1.12	0.35	0.27
买入返售金融资产	2.38	1.16	2.01	1.05	-	-
可供出售金融资产	103.46	50.59	122.30	63.81	92.43	70.84
应收款项类投资	45.20	22.10	35.21	18.37	17.19	13.18
投资性房地产	7.28	3.56	7.50	3.91	7.64	5.85
长期股权投资	20.57	10.06	0.50	0.26	0.05	0.04
应收代位追偿款	0.05	0.02	0.33	0.17	1.28	0.98
其他类资产	9.09	4.44	7.35	3.84	8.36	6.40
资产总额	**204.53**	**100.00**	**191.65**	**100.00**	**130.47**	**100.00**

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差
资料来源：公司提供，联合资信整理

表 3　公司盈利指标　单位：亿元/%

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	28.74	16.89	14.02
担保业务收入	5.74	6.54	6.84
减：分出保费	0.06	0.05	0.03
投资收益	22.23	9.69	6.91
营业支出	7.76	7.97	5.88
提取担保赔偿准备金	-0.91	0.45	0.32
业务及管理费	4.43	3.94	3.82
净利润	18.61	6.85	5.99
费用收入比	15.43	23.36	27.29

平均净资产收益率	18.46	9.31	9.18
平均资产收益率	9.39	4.45	5.11

资料来源：公司提供，联合资信整理

表 4　公司现金流情况　单位：亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营性现金流量净额	-0.99	0.86	0.21
投资性现金流量净额	-11.75	-37.09	-22.20
筹资性现金流量净额	6.18	47.72	21.87
现金及现金等价物净增加额	-6.94	11.44	-0.10
现金及现金等价物余额	7.32	14.25	2.81

资料来源：公司提供，联合资信整理

表 5　公司资本充足性和代偿能力　单位：亿元/倍/%

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
净资产	101.27	100.29	66.64
净资本	35.66	48.85	33.43
净资产担保倍数	6.70	12.60	28.12
净资本担保倍数	19.04	25.87	56.05
融资性担保倍数	5.95	7.99	13.34
融资性担保放大倍数	4.25	6.37	4.06
净资本比率	35.22	48.71	50.16
资本覆盖率	82.08	75.37	40.33

注：融资性担保倍数=(担保余额-保本投资类担保余额-非融资性担保余额)/净资产；融资性担保放大倍数为监管口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

附录 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
不良担保率	不良担保额/担保责任余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
费用收入比	业务及管理费/营业收入
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产－经调整的负债
净资产担保余额倍数	担保余额/净资产
净资本担保余额倍数	担保余额/净资本
净资产担保责任余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保责任余额倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

注：担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到。

附录 5-1　金融担保机构信用等级的设置及含义

金融担保机构的信用评级是指专业信用评级机构对专业从事金融担保业务的担保机构所承担各种债务如约还本付息能力和意愿的评估，是对其总体代偿风险的综合评价。

金融担保机构信用等级的设置采用三等九级制。一等（投资级）包括四个信用级别，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级，二等（投机级）包括四个信用级别，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等（破产级）包括一个信用级别，即 C 级。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“＋”、“－”符号进行微调，表示略高于或略低于本等级。各等级含义如下：

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，投资与担保业务风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，投资与担保业务风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

附录 5-2　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
中国投融资担保股份有限公司
的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在中国投融资担保股份有限公司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。

中国投融资担保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。中国投融资担保股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，中国投融资担保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国投融资担保股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现中国投融资担保股份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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国投融资担保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国投融资担保股份有限公司联系，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。