信用评级公告

联合〔2021〕5599 号

联合资信评估股份有限公司通过对永州市城市建设投资发展有限责任公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持永州市城市建设投资发展有限责任公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；确定维持“17 永州城投 MTN001”和“17 永州城投 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定；确定维持“17 永州城投债/PR 永州投”的信用等级为 AAA，评级展望调整为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

永州市城市建设投资发展有限责任公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
17 永州城投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
17 永州城投 MTN002	AA	稳定	AA	稳定
17 永州城投债/ PR 永州投	AAA	负面	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 永州城投 MTN001	3.80 亿元	3.80 亿元	2022/04/18
17 永州城投 MTN002	4.00 亿元	4.00 亿元	2022/08/08
17 永州城投债/ PR 永州投	13.00 亿元	10.40 亿元	2024/07/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2021 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资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

评级观点

永州市城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“公司”）是湖南省永州市重要的基础设施投资建设主体，主要负责永州市冷水滩中心城区的基础设施建设和土地开发整理业务。跟踪期内，公司营业收入保持增长，并持续得到永州市政府在资产注入和资金补贴等方面的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱、资本支出压力较大和存在短期集中兑付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司存续债券“17 永州城投债/PR 永州投”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，联合资信评定中合中小担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为负面，其担保显著提升了“17 永州城投债/PR 永州投”还本付息的安全性。“17 永州城投债/PR 永州投”设立了分期偿付条款，有助于降低公司的集中偿付压力。

公司在建及拟建基础设施项目规模较大，业务持续性强，对公司未来收入规模起到良好的支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“17永州城投MTN001”和“17永州城投MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“17永州城投债/PR永州投”的信用等级为AAA，评级展望调整为负面。

优势

1. **经营环境较好。**跟踪期内，永州市经济持续发展，一般公共预算收入稳定增长；2020 年，永州市实现地区生产总值 2107.70 亿元，完成一般公共预算收入 128.79 亿元，同比分别增长 3.9%和 2.8%。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				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

分析师：

迟腾飞　登记编号（R0150220120003）

车兆麒　登记编号（R0150221020003）

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

2. **政府支持持续且力度大。**2020年，永州市政府向公司注入资本金、经营性房产及土地资产，合计增加公司资本公积6.01亿元，并给予公司1.77亿元的政府补助。
3. **外部增信提升了被担保债券的偿付安全性。**中合中小担保为“17永州城投债/PR永州债”的担保显著提升了其还本付息的安全性。

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产主要由存货、应收类款项和其他非流动资产构成。其中，应收类款项对资金占用明显；其他非流动资产主要为公司代建项目投入，受政府结算进度影响大。
2. **未来资本支出压力较大。**截至2021年3月底，公司在建及拟建项目未来尚需投资规模较大。
3. **收入实现质量一般。**2020年，公司现金收入比为77.44%，收入实现质量一般。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	44.09	21.31	16.10	7.82
资产总额(亿元)	484.56	504.68	515.63	517.14
所有者权益(亿元)	269.57	297.25	307.17	307.24
短期债务(亿元)	18.91	31.94	22.65	22.85
长期债务(亿元)	162.26	152.91	152.69	151.39
全部债务(亿元)	181.17	184.86	175.34	174.23
营业收入(亿元)	12.39	13.66	14.58	0.02
利润总额(亿元)	2.98	3.80	3.92	0.06
EBITDA(亿元)	5.80	6.57	6.46	--
经营性净现金流(亿元)	1.18	-9.25	4.50	-1.59
现金收入比(%)	59.96	55.98	77.44	2515.84
营业利润率(%)	16.09	31.17	34.80	31.00
净资产收益率(%)	1.11	1.28	1.27	--
资产负债率(%)	44.37	41.10	40.43	40.59
全部债务资本化比率(%)	40.19	38.34	36.34	36.19
流动比率(%)	751.65	752.10	878.57	833.52
速动比率(%)	216.44	181.51	201.45	177.37
经营现金流动负债比(%)	2.24	-16.98	9.40	--
现金短期债务比(倍)	2.33	0.67	0.71	0.34
全部债务/EBITDA(倍)	31.24	28.12	27.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	0.75	0.74	--

公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	420.04	458.88	464.07	466.36
所有者权益(亿元)	261.67	287.57	295.45	295.47
全部债务(亿元)	84.88	116.74	110.14	109.83
营业收入(亿元)	6.78	9.22	14.96	0.00
利润总额(亿元)	8.49	2.54	3.52	0.02
资产负债率(%)	37.70	37.33	36.34	36.64
全部债务资本化比率(%)	24.49	28.87	27.15	27.10
流动比率(%)	397.61	491.20	568.18	546.18
经营现金流动负债比(%)	19.69	-31.80	6.10	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债已调整至短期债务核算；长期应付款中有息部分已计入长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 永州城投 MTN001	AA	AA	稳定	2020.08.13	马玉丹　迟腾飞	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
17 永州城投 MTN002							
17 永州城投债/PR 永城投	AAA						
17 永州城投 MTN002	AA	AA	稳定	2017.07.25	李海宸　金晔　曹媛	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 永州城投债/PR 永城投	AAA	AA	稳定	2017.06.28	李海宸　曹媛	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 永州城投 MTN001	AA	AA	稳定	2016.08.24	李海宸　曹媛	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由永州市城市建设投资发展有限责任公司（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。

永州市城市建设投资发展有限责任公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司关于永州市城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本及股权结构未发生变化。截至2021年3月底，公司注册资本及实收资本均为75263.30万元，永州市人民政府为公司唯一出资人和实际控制人。

跟踪期内，公司调整了经营范围，公司在原经营范围基础上新增房地产开发、经营；工程项目管理；土建工程、建筑工程、建筑装饰装修工程施工；市政工程；房地产销售；房地产销售代理与策划；地产宣传促销活动；房屋租赁、物业管理及咨询；从事经市政府批准或允许的其他业务。

截至2020年底，公司资产总额515.63亿元，所有者权益307.17亿元；2020年公司实现营业收入14.58亿元，利润总额3.92亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额517.14亿元，所有者权益307.24亿元；2021年1－3月，公司实现营业收入0.02亿元，利润总额0.06亿元。

公司注册地址：湖南永州市冷水滩区梅湾路168号；法定代表人：李世旺。

三、存续债券概况及其募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信所评的存续债券尚需偿还本金合计 18.20 亿元，详情见表 1。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券本息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
17 永州城投 MTN001	3.80	2017/04/18	5 年	5.87
17 永州城投 MTN002	4.00	2017/08/08	5 年	5.68
17 永州城投债/PR 永州投	10.40	2017/7/13	7 年	5.30
合 计	**18.20**	--	--	--

资料来源：联合资信整理

“17永州城投债/PR永州投”募集资金13.00亿元，其中8.00亿元用于永州市湘江西岸棚户区改造（潇湘、杨家桥安置小区）建设项目，5.00亿元用于补充流动资金，截至2021年3月底，募集资金已按计划使用完毕，募投项目已完工。该债券7年期，每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第3年至第7年末每年分别偿还本金的20%。截至本期报告出具日，“17永州城投债/ PR永州投”余额10.40亿元。

“17永州城投MTN001”募集资金3.80亿元，全部用于偿还银行借款及企业债券，截至2021年3月底，募集资金已按计划使用完毕。该债券5年期，按年付息，到期一次还本。

“17永州城投MTN002”募集资金4.00亿元，全部用于偿还企业债券，截至2021年3月底，募集资金已按计划使用完毕。该债券5年期，按年付息，到期一次还本。

四、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。我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，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，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 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消

费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要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，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有

望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济

1．城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和

融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府

			隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，永州市经济平稳发展，一般公共预算收入有所增长，但财政自给率低，政府债务负担较重。

根据《永州市 2020 年国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，永州市完成生产总值 2107.70 亿元，同比增长 3.9%，其中，第一产业增加值 394.20 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 674.08 亿元，增长 5.1%；第三产业增加值 1039.42 亿元，增长 3.1%；三次产业结构比重由 2019 年的 17.4∶31.0∶51.6 调整为 18.7∶32.0∶49.3。

2020 年，永州市固定资产投资比上年增长 8.5%，其中工业投资增长 11.7%，民生投资增长 4.0%，生态投资增长 65.9%，基础设施投资增长 11.3%，高新技术产业投资增长 45.0%，工业技改投资增长 12.0%。

根据《关于永州市2020年预算执行情况与2021年市本级预算草案的报告》，2020年，永州市完成地方一般公共预算收入128.79亿元，增长2.8%，其中税收收入88.0亿元，增长2.8%，占一般预算收入的68.33%；永州市一般公共预算支出501.98亿元，增长1.2%，财政自给率为25.66%，自给程度低。2020年，政府性基金总收入78.32亿元，政府性基金总支出72.38亿元。2020年底，永州市政府债务余额为511.34亿元。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司保持区域竞争优势，持续得到地方政府在资产注入及财政补贴等方面的有力支持。

目前，永州市基础设施建设主体主要为公司、永州市经济建设投资发展集团有限责任公司（以下简称“永州经建”）、永州市开发建设投资有限公司（以下简称“永州开建”）和永州市零陵城建投资有限公司（以下简称“零陵城建”）。以上四家公司业务内容相近，但主要业务区域有所划分，其中公司主要负责永州市冷水滩中心城区基础设施建设及土地开发整理业务，永州经建主要负责永州市滨江新城区域内基础设施项目建设业务，永州开建主要负责永州市经济技术开发区基础设施建设业务，零陵

城建主要负责永州市零陵区内基础设施和土地整理业务。从资产、业务规模以及主要负责业务区域来看，公司是永州市城市基础设施建设领域最大、最主要的基础设施建设主体。

表 4　永州市主要基础设施建设主体 2020 年财务概况

（单位：亿元、%）

项目名称	总资产	净资产	营业收入	利润总额	资产负债率
公司	**515.63**	**307.17**	**14.58**	**3.92**	**40.43**
零陵城投	266.76	137.64	15.00	3.20	48.40
永州经建	164.76	84.01	7.36	1.09	49.01
永州开建	161.42	92.62	12.60	2.01	42.62

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020 年，永州市财政局对公司在城市基础设施和公共配套设施建设方面给予财政补贴 1.10 亿元，计入“其他收益”；永州市政府给予公司 0.67 亿元政府补助计入“营业外收入”。2021 年一季度公司收到财政补贴 0.89 亿元。

2020 年，永州市政府对公司注入 5.70 亿元资本金、账面价值为 92.47 万元经营性房地产和账面价值为 0.30 亿元的经营性土地资产，合计 6.01 亿元，增加公司资本公积。

根据中国人民银行《企业信用报告》（中征码：4311000000277869），截至2021年6月18日，公司未还清债务中无不良/违约类贷款；已还清债务中存在2笔不良/违约类贷款，1笔关注类贷款记录。其中2笔逾期贷款主要系公司与贷款银行未及时做好还本付息衔接工作引起，1笔关注类贷款主要系公司贷款展期所致。上述逾期贷款已于2009年结清，关注类贷款已于2014年结清。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、高管等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事城市基础设施建设和土地开发等业务；跟踪期内，公司营业收入保持增长，土地开发整理业务占比进一步提升，综合毛利率有所提升。

跟踪期内，公司营业收入主要来自土地开发整理业务和基础设施建设业务。2020 年公司实现营业收入 14.58 亿元，同比增长 6.75%，主要系土地开发整理业务收入增长所致；城市基础设施建设板块确认收入 3.33 亿元，同比下降 21.31%，主要系基础设施建设业务结算项目量下降所致。公司其他收入主要为垃圾处理收入、租金收入和渣土运输收入，收入占比小。

毛利率方面，2020 年，公司城市基础设施建设板块毛利率为 15.25%，同比基本保持稳定；公司土地开发整理业务毛利率 42.29%，同比有所提升。受以上因素影响，2020 年公司综合毛利率为 34.97%，同比增加 3.55 个百分点。

2021 年 1—3 月，公司未确认土地整理及基础设施建设收入，主要系年底集中结算所致；其他板块确认收入 0.02 亿元，主要为垃圾处理、租金收入和渣土运输收入等；公司业务毛利率 46.93%。

表5　　公司收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	9.14	66.96	38.84	11.00	75.44	42.29	0.00	0.00	*
城市基础设施建设	4.23	30.99	15.36	3.33	22.83	15.25	0.00	0.00	*
其他	0.29	2.05	39.28	0.25	1.73	-24.48	0.02	100.00	46.93
合计	**13.66**	**100.00**	**31.42**	**14.58**	**100.00**	**34.97**	**0.02**	**100.00**	**46.93**

注：其他收入主要包括垃圾处理收入、租金收入和渣土运输收入

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）城市基础设施建设

公司基础设施项目建设以代建方式运作，公司先行垫付项目资金，按工程投资进度并结合财政资金安排结转收入、成本或投资收益。跟踪期内，受结算进度放缓影响，公司城市基础设施建设业务收入有所下降，在建及拟建的重点项目尚需投资规模较大，面临较大投资支出压力。

公司是永州市城市基础设施建设项目的投融资建设主体，在永州市城市路网与交通基础设施建设、新城区建设、公用设施项目建设、安居工程建设等领域一直占据主导地位。

永州市政府对授权公司承建的城市基础设施项目支付投资回报。对于 2011 年以前承接的工程项目（后续继续施工），公司按照 2011 年后每年投资额的 18%计提投资建设回报，在损益表“投资收益”科目核算，不确认成本及收入；工程成本支出反映在“在建工程”科目中，待项目完工后，由在建工程转入其他非流动资产，由市政府支付项目建设资金后进行冲抵。对 2011 年以后新开工建设项目投资成本计入“存货”科目，市政府根据公司工程投资进度并结合财政资金安排，按照公司工程项目投资成本并加成一定比例（一般为 18%左右）返还给公司，公司将永州市政府返还金额确认为收入并结转相应成本。公司基础设施建设项目前期启动资金主要依靠自筹和对外债务融资解决，该部分债务主要由政府拨付的项目资金进行平衡。

2020 年，公司基础设施建设项目结算进度有所放缓，该板块确认收入 3.33 亿元，同比下降 21.31%。针对 2011 年以前承接的工程，公司确认相关投资收益为 0.25 亿元。

表6　2021年3月底公司主要在建工程项目投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
城南大道（含两座中型桥梁）	33500	23450
城南大道市政工程（城南大道剩余工程)	10100	10100
湘江风光带（潇水湘江生态治理及防洪工程）	85000	22100
将军岭安置小区	108413	97572
竹塘安置小区	11506	11506
重啤公租房	2987	2987
粮贸安置小区	12014	10000
文昌阁安置小区一期（湘江西岸棚户区改造项目）	65400	43600
宋家绿洲小区一期（湘江西岸棚户区改造项目）	102000	61000
湘江东路	35000	30000
二广高速永州东连接线建设及绿化工程	72500	72500
逸云路棚改安置小区	117000	70000
合计	**655420**	**454815**

注：公司部分道路工程项目由于前期工作开展不到位，存在一些拆迁、棚户区改造等遗留问题未解决，致使部分项目施工断断续续，历时多年仍未完工

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建项目总投资额 65.54 亿元，已投资额 45.48 亿元，未来尚需投资额 20.06 亿元；同时，公司拟建项目总投资合计 18.72 亿元，考虑公司未来在建及拟建工程投资规模，公司对外融资压力较大。

（2）土地开发与整理

永州市政府授予公司相关土地的前期开发权，土地出让后，公司按土地出让收入的 80%确认收入，并结转实际发生的土地开发整理成本。跟踪期内，公司储备的拟出让土地规模较大，未来业务持续性较好，但土地整理收入受土地一级市场行情和土地出让进度影响，实现时点及规模具有一定不确定性。

永州市政府赋予公司土地一级开发职能，

在对永州市政府注入的土地进行“三通一平”等开发整理工作之后，再由市土地储备中心按照“招、拍、挂”程序出让。除法律规定应上缴国家的以外（应上缴国家部分暂按 20%计提），剩余 80%土地出让金全部由公司及所属子公司享有。

账务核算方面，公司自 2013 年起按照土地出让收入的 80%确认收入；对应成本为土地整理期间发生的投资支出，分别反映在“在建工程”和“支付的其他与投资活动有关的现金”科目下。

公司土地开发整理的区域主要为河东马路街片区、湘江西岸片区、火车站片区、东部新城片区和银象小学片区等。截至2020年底，公司拥有政府配置的账面价值146.35亿元的土地资产，计入“存货”科目，土地用途主要为商业及居住用地。

2020年，公司共出让6宗土地，出让面积649.48亩，实现土地开发整理业务收入11.00亿元。

表7　2020年公司土地上市情况（单位：亩、万元）

出让地块	土地用途	出让面积	成交价格
C-36 号宗地（零陵南路与南平路交叉口东北角）	住宅	63.56	25266.60
C-37 号宗地（零陵南路与南平路交叉口东北角）	住宅	81.02	33368.40
冷水滩区伍家巷南路与轻机路交叉口西北角 C-29 号	住宅	52.73	17321.03
马路街片 B-03 地块	住宅	91.70	37062.00
长丰工业园片 B-02-06-01 号地	住宅	163.35	29500.00
零陵北路片 B-02 地块等	住宅	197.12	45463.50
合计	--	**649.48**	**187981.53**

注：公司土地出让成交总价高于公司土地开发整理收入，除需扣除缴纳给国家部分税费因素外，部分出让土地因产权证未办理至公司名下，故无法确认相关收入，需通过政府补助等方式划拨至公司

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司已完成整理待出让土地合计面积537.06亩，总投资金额3.85亿元，计划于2021年实施出让；公司正在开发整理中的土地合计698.24亩，总投资金额2.40亿元，已投资金额1.50亿元。

（3）城市公用资产经营

自2009年起，永州市政府对一大批原分属于市直单位的优质经营性公用资产进行整合，分批次将商铺、办公楼等城市经营性房产注入公司，公司逐步积累起了较大规模的城市公用资产。2020年，公司实现租金收入328.76万元，同比大幅下降63.12%，主要系受新冠肺炎疫情影响，响应政府号召，减免部分租金所致。

（4）城市环境整治

公司下属子公司永州市静脉产业园发展有限责任公司是永州市唯一的固体垃圾处理企业，其所属的垃圾处理场总投资5.00亿元，日处理垃圾1000吨，总库容1075万立方米，承担了永州市城区所有固体垃圾的处理业务。2020年，公司实现城市垃圾处理收入983.84万元，同比大幅下降42.57%，主要系部分财政补贴资金尚未结算计入公司垃圾处理收入所致。

3. 未来发展

公司作为永州市人民政府直属的国有独资公司，未来将继续按照城市基础设施项目建设计划，以城市基础设施建设为载体，服务永州市城市建设。在未来发展过程中，公司将在保持资产和收入稳步增长的同时，根据永州市的总体发展规划，在城市基础设施建设、保障性住房、土地开发整理和城市环境整治等方面继续加大投资力度以满足城市发展的需求。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2021 年一季度财务报表未经审计。

截至2021年3月底，公司有纳入合并范围的子公司12家。2020年，公司合并范围新增2家子

公司，并注销5家子公司。2021年一季度公司合并范围新增1家子公司。由于注销及新增子公司资产及收入规模均较小，合并范围变化对公司财务报表数据可比性影响不大。

截至2020年底，公司资产总额515.63亿元，所有者权益307.17亿元；2020年公司实现营业收入14.58亿元，利润总额3.92亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额517.14亿元，所有者权益307.24亿元；2021年1－3月，公司实现营业收入0.02亿元，利润总额0.06亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，主要由存货、应收类账款和其他非流动资产构成。其中存货中林地及林木资产 95.71 亿元，暂未形成收益；应收类账款对资金占用明显；其他非流动资产主要为公司代建项目投入，受政府结算进度影响大。公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

截至2020年底，公司资产总额515.63亿元，较上年底增长2.17%。其中，流动资产占81.62%，非流动资产占18.38%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**409.98**	**81.24**	**420.87**	**81.62**	**422.23**	**81.65**
货币资金	21.31	4.22	16.10	3.12	7.82	1.51
应收账款	44.43	8.80	48.06	9.32	48.00	9.28
其他应收款	27.42	5.43	26.13	5.07	27.83	5.38
存货	311.03	61.63	324.37	62.91	332.38	64.27
非流动资产	**94.70**	**18.76**	**94.76**	**18.38**	**94.91**	**18.35**
长期应收款	25.59	5.07	25.30	4.91	25.30	4.89
固定资产	19.88	3.94	19.19	3.72	19.12	3.70
在建工程	19.69	3.90	14.14	2.74	14.48	2.80
其他非流动资产	23.06	4.57	30.14	5.85	30.14	5.83
资产合计	**504.68**	**100.00**	**515.63**	**100.00**	**517.14**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

截至2020年底，公司流动资产420.87亿元，较上年底增长2.66%。公司流动资产主要由应收账款（占11.42%）、其他应收款（占6.21%）和存货（占77.07%）构成。

2020年底，公司货币资金为16.10亿元，较2019年底下降24.45%，主要系公司偿还债务支付现金所致，公司货币资金主要由银行存款（12.47亿元）构成，货币资金中使用受限制的质押定期存单3.63亿元。

2020年底，公司应收账款为48.06亿元，较2019年底增长8.17%，主要系应收土地整理回款增加所致；公司应收账款主要由应收永州市财政局款项（占99.74%）构成；公司账龄组合累计计提坏账准备0.06亿元，计提比例45.55%。

2020年底，公司其他应收款为26.13亿元，较2019年底下降4.71%；其他应收款主要由关联方往来、政府单位往来、备用金、有确切依据保证收回的保证金等性质的应收款项（80.01%）构成，欠款单位主要为永州市政府部门及当地平台公司，整体回收风险较低，但对公司资金占用明显；其他应收款欠款前五位占比为33.41%，集中度较低；账龄组合5.18亿元（19.46%），账龄主要在一年以内；公司其他应收款累计计提坏账准备0.52亿元，计提比例为1.94%。

2020年底，公司存货为324.37亿元，较2019年底增长4.29%，主要系代建项目成本持续投入所致；公司存货主要由土地资产（146.35亿元）、林地及林木资产（95.71亿元）和代建项目及土

地整理成本（82.12亿元）构成；公司抵押土地资产账面价值39.08亿元。

非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 94.76 亿元，较上年底变化不大，公司非流动资产主要由长期应收款（占 26.70%）、固定资产（占 20.25%）、在建工程（14.92%）和其他非流动资产（占 31.81%）构成。

2020 年底，公司长期应收款 25.30 亿元，较 2019 年底下降 1.11%；长期应收款由对零陵城建和永州经建的项目转贷款（11.36 亿元）和对永州市学位建设领导小组办公室和永州市财政局国企改革办公室的项目投资款（14.22 亿元）构成。

2020 年底，公司固定资产为 19.19 亿元，较 2019 年底下降 3.48%，系正常折旧所致。尚有未办妥产权证书固定资产 3.21 亿元。

2020 年底，公司在建工程为 14.14 亿元，较 2019 年底下降 28.19%，主要系部分市政工程项目完工转入其他非流动资产所致。在建项目为 2011 年之前公司签订的代建项目投入，主要为道路、安置房等项目。

2020 年底，公司其他非流动资产为 30.14 亿元，较 2019 年底增长 30.70%，主要系自在建工程转入的已完工尚未结算的市政工程项目投入增长所致。

2020年底，公司受限资产共43.22亿元，受限比例8.38%，包括货币资金3.63亿元、存货中的土地资产39.08亿元和固定资产中的房屋建筑物0.51亿元。

2021年3月底，公司资产总额517.14亿元，较2020年底增长0.29%，其中货币资金因工程项目投入及偿还债务本息较2020年底下降51.45%，其余科目较2020年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所上升，债务规模基本保持稳定。

所有者权益

2020年底，公司所有者权益307.17亿元，较2019年底增长3.34%。其中实收资本占2.45%，资本公积占88.68%，未分配利润占7.99%；公司资本公积为272.41亿元，较2019年底增加6.01亿元，系永州市政府对公司注入5.70亿元资本金、账面价值为92.47万元经营性房地产和账面价值为0.30亿元的经营性土地资产所致。

2021年3月底，公司所有者权益合计307.24亿元，较2020年底基本稳定。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占2.45%、88.66%和8.01%。

负债

2020年底，公司负债合计208.46亿元，较2019年底变化不大，其中流动负债占22.98%，非流动负债占77.02%，负债结构以非流动负债为主。

2020年底，公司流动负债为47.90亿元，较2019年底下降12.12%，主要系一年内到期的非流动负债下降所致；公司流动负债主要由应付账款（占24.55%）、其他应付款（占27.35%）和一年内到期的非流动负债（占35.37%）构成。

2020年底，公司应付账款11.76亿元，较2019年底增长12.82%，主要系公司应付施工单位的工程款增加所致；公司其他应付款13.10亿元，较2019年底增长10.62%，主要系公司往来款规模增加所致。

2020年底，公司一年内到期的非流动负债16.95亿元，较2019年底下降41.86%；公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（14.35亿元）和一年内到期的应付债券（2.60亿元）构成。

2020年底，公司非流动负债合计160.56亿元，较2019年底增长5.00%，主要由长期借款（占65.33%）和应付债券（占27.53%）构成。

2020年底，公司长期借款为104.89亿元，较2019年底增长7.19%；应付债券为44.21亿元，较2019年底下降15.09%，主要系公司偿还2.00亿元的“13永州城投债”、11.40亿元的“16永州城投非公开公司债”和2.60亿元的“17永州

城投债”所致；长期应付款为11.46亿元，较2019年底大幅增长282.06%，主要系新增应付融资租赁款（2.80亿元）、应付永州市房产局（2.62亿元）和应付永州市财政局（5.24亿元）款项，其中应付融资租赁款已调整至长期债务核算。

2021年3月底，公司负债总额209.90亿元，较2020年底变化不大。

有息债务方面，2020年底，公司全部债务为175.34亿元，较2019年底下降5.15%，其中短期债务占12.92%，长期债务占87.08%。2021年3月底，公司全部债务为174.23亿元，较2020年底下降0.63%。

表 9　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	31.94	22.65	22.85
长期债务	152.91	152.69	151.39
全部债务	184.86	175.34	174.23
资产负债率	41.10	40.43	40.59
全部债务资本化比率	38.34	36.34	36.19
长期债务资本化比率	33.97	33.20	33.01

资料来源：公司提供

从债务指标看，2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈下降趋势，分别为40.43%、36.34%和33.20%，较2019年底分别下降0.67、2.00和0.76百分点。2021年3月底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率进一步下降，分别为36.19 %和33.01%，资产负债率较2020年底上升0.16个百分点至40.59%。

公司2021－2023年各年到期债务规模分别为22.65亿元、57.75亿元和21.52亿元。

4. 盈利能力

跟踪期内，受土地开发整理业务收入增长影响，公司营业收入同比有所增长，营业利润率有所上升，利润总额对政府补贴依赖较大。

2020年，公司实现营业收入14.58亿元，主要来自土地开发整理收入和市政基础设施建设工程收入，同比增长6.75%；公司营业利润率为34.80%，同比上升3.63个百分点。

表 10　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	13.66	14.58
投资收益	0.33	0.29
政府补贴	2.58	1.78
利润总额	3.80	3.92
营业利润率	31.17	34.80
总资本收益率	1.13	1.07
净资产收益率	1.28	1.27

资料来源：根据公司审计报告整理

2020年，公司期间费用3.17亿元，同比下降5.87%，期间费用占营业收入比重为21.75%，同比下降2.92个百分点，但公司期间费用对公司利润的侵蚀仍然较重。

2020年，公司投资收益为0.29亿元，其中市政工程投资建设回报为0.25亿元，权益法核算的长期股权投资收益0.04亿元；公司收到的政府补贴合计1.78亿元，其中计入营业外收入0.68亿元，计入其他收益1.10亿元。

从主要盈利指标看，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别1.07%和1.27%，同比变化不大。

2021年1－3月，公司营业收入为0.02亿元，主要为租金、垃圾处理和渣土运输等收入；其他收益为0.89亿元，系政府补贴；公司利润总额为0.06亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量有所提升，同时受项目投入减少、往来款净流入增加影响，公司经营活动净现金流由负转正，投资活动以及筹资活动现金流均呈现净流出状态，受此影响，公司现金类资产快速下降；目前在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大融资压力。

经营活动方面，2020年公司经营活动现金流入22.07亿元，同比增长53.43%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金（主要为城市基础设施建设及土地开发整理回款）为11.29亿元，同比增长47.67%；公司收到的其他与经营活动有关的现金为10.78亿元，同比增长59.96%，主要系公司收到往来款增加所致。现金流出方面，

2020年，公司购买商品、接受劳务支付的现金（主要为基础设施建设及土地开发整理投入）15.70亿元，同比下降18.25%；公司经营活动现金流出17.57亿元，同比下降25.67%，主要系项目开发投入下降所致。2020年，公司经营活动产生的现金流量净额同比大幅增加13.76亿元至4.50亿元，由负转正。

2020年，公司现金收入比为77.44%，同比上升21.45个百分点，收入实现质量一般。

表 11　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
经营活动现金流入	14.39	22.07	7.34
经营活动现金流出	23.64	17.57	8.92
经营活动净现金流	-9.25	4.50	-1.59
现金收入比	55.98	77.44	2515.84
投资活动净现金流	-4.36	-4.46	-0.35
筹资活动净现金流	-9.16	-8.89	-2.72

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

投资活动方面，2020年，公司投资活动现金流出4.46亿元，主要为公司项目转贷款及项目投资款支出；公司投资活动产生的现金流量净额为-4.46亿元，净流出金额同比基本保持稳定。

筹资活动方面，2020年，公司筹资活动现金流入60.54亿元，同比下降5.96%；主要为取得借款及发行债券收到的现金；公司筹资活动现金流出69.43亿元，同比下降5.59%，主要为偿还债务本息所支付的现金。2020年，公司筹资活动现金净流出8.89亿元。

2021年1－3月，公司经营活动净现金流-1.59亿元；公司投资活动净现金流-0.35亿元；筹资活动净现金流-2.72亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债指标均较弱，对外担保规模较大，存在或有负债风险。考虑到公司的区域地位及永州市政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2020年，公司流动比率为878.57%，较2019年底上升126.47个百分点，公司速动比率为201.45%，较2019年底上升19.94个百分点。2021年3月底，公司流动比率和速动比率分别下降至833.52%和177.37%。2020年，公司经营现金流动负债比9.40%，由负转正，同比提高26.37个百分点。2021年3月底，公司现金短期债务比为0.34倍，公司现金类资产对短期债务保障能力较弱。

从长期偿债指标看，2020年公司EBITDA为6.46亿元，较2019年下降1.73%；全部债务/EBITDA为27.14倍，较2019年有所下降，EBITDA利息倍数为0.74倍，与2019年基本持平。

截至2021年3月底，公司合并口径共获得授信总额289.56亿元，已使用额度264.01亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至2020年底，公司合并口径对外担保余额27.44亿元，担保比率8.93%，被担保公司均为国有控股企业且经营正常；但考虑到对外担保规模较大，公司存在或有负债风险。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自母公司。母公司债务负担一般，所有者权益稳定性好，利润总额对政府补助依赖较大。

2020 年底，母公司资产合计 464.07 亿元，较 2019 年底变化不大。其中，流动资产占 85.82%，主要由其他应收款和存货构成；非流动资产占 14.18%，主要由长期应收款、长期股权投资和固定资产构成。

2020 年底，母公司所有者权益为 295.45 亿元，较 2019 年底增长 2.74%；实收资本和资本公积合计占 94.04%，所有者权益稳定性好。

2020 年底，母公司负债总额为 168.62 亿元，较 2019 年底下降 1.57%。母公司 2020 年底资产负债率为 36.34%，较 2019 年底下降 1.00 个百分点。

2020 年，母公司实现营业收入 14.96 亿元，利润总额为 3.52 亿元，主要来自政府补贴。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司存续债券余额合计46.81亿元。其中一年内到期的应付债券为2.60亿元。公司存续债券偿债峰值出现在2022年，当年公司需兑付债券合计33.40亿元。截至2020年底，公司现金类资产16.10亿元，为一年内到期的债券余额的6.19倍；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为22.07亿元、4.50亿元和6.46亿元，为公司存续债券偿债峰值的0.66倍、0.13倍和0.19倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 12　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
2021 年到期债券余额	2.60
未来待偿债券本金峰值	33.40
2020 年底现金类资产/2021 年到期债券余额	6.19
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.66
2020 年经营活动现金流净额未来待偿债券本金峰值	0.13
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.19

资料来源：联合资信整理

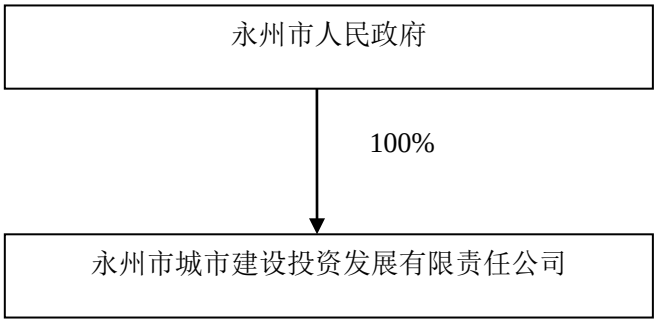
总体看，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强；经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对偿债峰值的保障能力均弱，公司2022年面临较大债券集中兑付压力。

“17永州城投债/PR永州投”由中合中小担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中合中小担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为负面，详见《中合中小企业融资担保股份有限公司2021年主体长期信用评级报告》，其对“17永州城投债/ PR永州投”的担保显著提升了该债券到期偿付安全性。

十一、结论

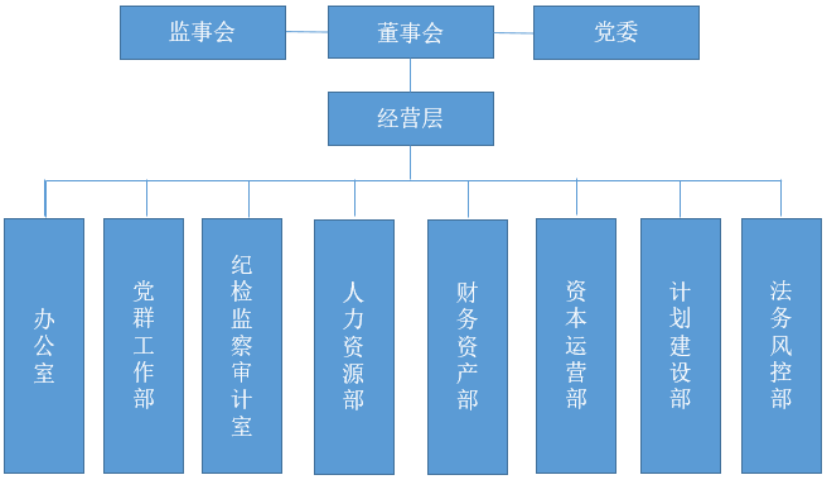
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“17永州城投MTN001”和“17永州城投MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“17永州城投债/PR永州投”的信用等级为AAA，评级展望调整为负面。

附件 1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



注：公司提供

附件 2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



注：公司提供

附件 3　截至 2021 年 3 月底纳入公司合并范围子公司情况

企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例	取得方式
永州市静脉产业园发展有限责任公司	环保产业园建设	5000.00	100.00%	政府划转
永州市保障性安居工程投资建设开发有限公司	保障性住房	116000.00	100.00%	出资设立
永州市矿业投资开发有限责任公司	矿产品收购	20000.00	100.00%	出资设立
永州市水务投资建设开发有限责任公司	水利水电、城市防洪	60000.00	100.00%	出资设立
永州市城投置业有限责任公司	旧城改造与新城开发	10000.00	100.00%	出资设立
永州长银城建投资合伙企业（有限合伙）	以自有资产进行实业投资	--	100.00%	出资设立
永州市铁路建设投资开发有限责任公司	铁路项目投资	10000.00	100.00%	出资设立
永州市城投资产经营管理有限责任公司	国有资产经营管理	10000.00	100.00%	出资设立
永州市城投项目咨询有限责任公司	工程项目管理	10000.00	100.00%	出资设立
永州市东部新城投资建设开发有限责任公司	工程项目管理	10000.00	100.00%	出资设立
永州市城投房地产开发有限责任公司	工程项目管理	10000.00	100.00%	出资设立
永州市建设工程质量检测试验中心	居民服务、修理和其他服务业	330.00	100.00%	出资设立

注：公司提供

附件 4-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	44.09	21.31	16.10	7.82
资产总额(亿元)	484.56	504.68	515.63	517.14
所有者权益(亿元)	269.57	297.25	307.17	307.24
短期债务(亿元)	18.91	31.94	22.65	22.85
长期债务(亿元)	162.26	152.91	152.69	151.39
全部债务(亿元)	181.17	184.86	175.34	174.23
营业收入(亿元)	12.39	13.66	14.58	0.02
利润总额(亿元)	2.98	3.80	3.92	0.06
EBITDA(亿元)	5.80	6.57	6.46	--
经营性净现金流(亿元)	1.18	-9.25	4.50	-1.59
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.35	0.33	0.32	--
存货周转次数(次)	0.04	0.03	0.03	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	59.96	55.98	77.44	2515.84
营业利润率(%)	16.09	31.17	34.80	31.00
总资本收益率(%)	1.06	1.13	1.07	--
净资产收益率(%)	1.11	1.28	1.27	--
长期债务资本化比率(%)	37.58	33.97	33.20	33.01
全部债务资本化比率(%)	40.19	38.34	36.34	36.19
资产负债率(%)	44.37	41.10	40.43	40.59
流动比率(%)	751.65	752.10	878.57	833.52
速动比率(%)	216.44	181.51	201.45	177.37
经营现金流动负债比(%)	2.24	-16.98	9.40	--
现金短期债务比(倍)	2.33	0.67	0.71	0.34
全部债务/EBITDA(倍)	31.24	28.12	27.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	0.75	0.74	--

注：1..2021 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中有息部分已计入短期债务；3.长期应付款中有息部分已计入长期债务

附件 4-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.53	18.03	10.44	4.41
资产总额(亿元)	420.04	458.88	464.07	466.36
所有者权益(亿元)	261.67	287.57	295.45	295.47
短期债务(亿元)	15.08	25.26	11.61	12.31
长期债务(亿元)	69.80	91.48	98.52	97.52
全部债务(亿元)	84.87	116.74	110.14	109.83
营业收入(亿元)	6.78	9.22	14.96	0.00
利润总额(亿元)	8.49	2.54	3.52	0.02
EBITDA(亿元)	10.58	5.02	5.78	--
经营性净现金流(亿元)	17.44	-25.39	4.28	-3.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.39	1.61	2.03	--
存货周转次数(次)	0.02	0.02	0.04	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.03	--
现金收入比(%)	105.19	79.54	92.56	--
营业利润率(%)	15.00	39.05	34.26	--
总资本收益率(%)	2.45	0.63	0.87	--
净资产收益率(%)	3.25	0.88	1.19	--
长期债务资本化比率(%)	21.06	24.13	25.01	24.81
全部债务资本化比率(%)	24.49	28.87	27.15	27.10
资产负债率(%)	37.70	37.33	36.34	36.64
流动比率(%)	397.61	491.20	568.18	546.18
速动比率(%)	112.91	154.03	186.12	180.10
经营现金流动负债比(%)	19.69	-31.80	6.10	--
现金短期债务比(倍)	1.43	0.71	0.90	0.36
全部债务/EBITDA(倍)	8.02	23.25	19.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.54	1.10	1.25	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中有息部分已计入短期债务;长期应付款中有息部分已计入长期债务

附件 5　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　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 6-2　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 6-3　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 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。

3. 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。

4. 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。

5. 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。

6. 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。

信用评级公告

联合〔2021〕4898号

联合资信评估股份有限公司通过对中合中小企业融资担保股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中合中小企业融资担保股份有限公司
2021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：负面

评级时间：2021 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
融资担保企业评级方法	V3.0.201907
融资担保企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202011

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

本次级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	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	区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	1
			未来发展	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
		资本结构		1
		代偿能力		2
调整因素和理由				调整子级
2020 年公司股东中国宝武钢铁集团有限公司向公司派驻总经理，并兼任公司董事，代行董事长职责，同时给予公司 10 亿元的授信				+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”）对中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中合担保”）的评级反映了其作为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，股东中国宝武钢铁集团有限公司给予公司一定的支持；公司业务规模行业排名靠前，具有一定的行业竞争力；截至 2020 年末，公司资本实力很强，负债率水平较低。

同时，联合资信也关注到，2018 年以来，公司担保业务发展明显放缓，担保余额持续下降，但担保倍数处于较高水平。公司担保业务以直接融资担保业务为主，且单一客户集中度较高、行业集中度高。2018－2020 年，公司当期担保代偿规模均较大，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能。此外，公司投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且债权类投资资产和委托贷款出现多笔违约，股权类投资项目估值下跌，涉及金额较大，需关注相关违约资产及估值下跌后处置及资金回收情况。2020 年，受担保业务收入增速放缓、投资收益下降及公允价值变动损益持续浮亏、资产减值损失增加等多重因素影响，公司出现大额亏损。

综上，联合资信认为，公司主体违约风险极低，确定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为负面。

优势

1. **公司业务规模位居行业前列，股东给予一定的支持。**公司为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，目前业务规模行业排名靠前，具有一定的行业竞争力。2020 年股东中国宝武钢铁集团有限公司向公司派驻总经理，并兼任公司董事，代行董事长职责，在业务方面与公司有一定程度的协作，同时宝钢集团财务有限责任公司给予公司 10.00 亿元授信。
2. **公司建立了多元化的股权结构。**公司现已形成了多元化的股权结构，有助于其市场化的运营。
3. **公司资本实力很强，负债率水平较低。**截至 2020 年末，公司净资产规模为 73.05 亿元，资本实力很强，公司负债率水平较低。

分析师：贾一晗　董日新

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

关注

1. **公司担保业务规模持续下降，担保放大倍数水平较高。**2018 年以来公司担保业务发展明显放缓，担保余额持续下降，但担保放大倍数仍处于较高水平。
2. **公司单一客户集中度高，行业集中度高。**公司担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单一客户集中度高；在防范化解地方政府隐性债务风险的背景下，需关注城投类项目相关风险。
3. **公司代偿规模上升，且规模较大。**近年来，公司担保代偿规模较大，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，需关注相关风险。
4. **公司投资资产出现多笔违约，且 2020 年出现大额亏损。**公司投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况。同时，受担保业务收入增速放缓、投资收益下降及公允价值变动损益持续浮亏、资产减值损失增加等多重因素影响下，2020 年出现大额亏损。

主要财务数据：

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	116.50	101.94	83.78
所有者权益合计（亿元）	83.60	80.79	73.05
净资本（亿元）	51.93	52.41	45.22
营业收入（亿元）	11.57	10.22	5.91
利润总额（亿元）	1.14	0.20	-9.36
净资产收益率（%）	0.84	0.35	-8.48
期末担保余额（亿元）	1004.98	837.04	626.28
融资性担保放大倍数（倍）	9.54	8.28	7.01
净资本担保倍数（倍）	19.35	15.97	13.85
净资本/净资产比率（%）	62.11	64.87	61.90
累计担保代偿率(%)	2.81	4.08	3.90

资料来源：公司财务报表，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
AAA	稳定	2020/06/24	董日新 刘嘉	（原联合信用评级有限公司）融资担保行业企业信用评级方法	阅读全文
AAA	稳定	2015/12/18	刘洪涛 刘克东	--	阅读全文

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由中合中小企业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、该公司信用等级自 2021 年 6 月 23 日至 2022 年 6 月 22 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。

中合中小企业融资担保股份有限公司
2021年主体长期信用评级报告

一、主体概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中合担保”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于2012年7月，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016年5月，公司进行了增资扩股，并引进新股东海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”），该公司为海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）的关联方，海航科技与海航资本合计持有公司43.34%的股份；公司增资完成后注册资本增至71.76亿元，截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本均为71.76亿元，公司无控股股东和实际控制人（见附件1-1）。

截至2021年3月末，公司股权不存在被股东质押情况。

公司经营范围：贷款担保；债券发行担保（在法律法规允许的情况下）；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保，预付款担保，工程履约担保，尾付款如约偿付担保，及其他合同履约担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保（在法律法规允许的情况）；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

截至2020年末，公司设有城投业务组、新金融事业部、投资部、资产保全部、风险管理部和业务审核部等部门；公司全资子公司包括中合共赢资产管理有限公司、中合投资控股有限公司和中合明智商业保理（天津）有限公司。截至2020年末，公司共有员工120人。

截至2020年末，公司资产总额83.78亿元，负债总额10.72亿元，所有者权益73.05亿元；担保余额626.28亿元。2020年，公司实现营业收入5.91亿元，其中已赚保费5.80亿元，投资收益（含公允价值变动损失）0.26亿元，实现利润总额-9.36亿元，净利润-6.52亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区建国门外大街丙12号楼17层；公司法定代表人：曾杰。

二、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。我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，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%[1]，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年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同

1 文中GDP增长均为实际增速，下同。

比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分

2 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要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，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；

随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

三、行业分析

近年来担保行业发展较快，尤其是金融产品担保业务，但随着宏观经济下行影响，信用风险不断上升，担保机构代偿压力较大。

中国担保行业是在金融体制不完善、融资供应结构失衡的背景下应运而生，为促进社会信用体系建设、助力社会经济发展提供支持，尤其是在缓解中小企业融资难、担保难问题方面发挥了积极的作用。

金融产品担保业务方面，根据 Wind 数据统计，截至 2020 年 12 月[3]，金融产品担保责任余额[4]为 7182.49 亿元，较 2019 年末增长 21.74%，2019 年以来受城投债市场回暖影响，金融产品担保责任余额有所增长；前十大金融担保机构占市场份额比重达 78.82%，较 2019 年末下降 4.63 个百分点，行业集中度有所下降，受《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“《条例》”）对融资性担保放大倍数提出了明确限制影响，部分担保放大倍数水平较高的头部金融担保机构展业受限，而担保放大倍数水平较低的省级担保机构积极拓展债券等金融产品担保业务，导致集中度有所下降，但集中度仍较高。从所担保债券省份分布来看，截至 2020 年 12 月，金融产品担保余额最高的三个省份依次为江苏省（占 29.31%）、四川省（占 12.45%）和湖南省（占 10.83%）；截至 2020 年 12 月，从发行主体信用等级来看，主要集中在 AA 级别，占比为 63.45%，占比较 2019 年末上升 5.23 个百分点，AA+级别发行主体占比为 17.48%，占比较 2019 年末下降 0.56 个百分点，AA-级别发行主体占比为 13.91%，占比较 2019 年末下降 2.77 个百分点，金融产品担保主体信用等级向上迁徙，主要受《条例》出台影响，所担保客户主体信用等级 AA（含）以上，在计算责任余额和单一客户集中度时会进行一定折算；从金融产品担保发行主体公司属性来看，地方国有企业占比总体呈上升态势，截至 2020 年 12 月，被担保客户中地方国企责任余额占比较 2019 年末小幅回落至 90.01%；代偿方面，截至 2020 年 12 月，金融担保机构所担保的债券违约主要集中在中小企业私募债，涉及到的金融担保机构为中海信达担保有限公司和天津海泰投资担保有限责任公司，2020 年下半年债券违约呈区域化，且向国企转移的迹象，考虑到债券担保业务未发生集中代偿情况，因此债券担保业务占比大的金融担保业务代偿率或将保持在较低水平，未来随着宏观经济下行压力的持续加大，叠加新冠肺炎疫情的综合影响，或将对所担保客户造成一定冲击，金融产品担保机构代偿压力较大。

再担保在担保体系中起着重要的风险分散和转移作用，被称为担保公司的担保公司，可以有效降低融资担保公司的损失风险。再担保是一种准公共产品，商业性融资担保公司没有动力去完成这种低收益的风险分散，因此由政府牵头组建再担保公司是最有效的解决方法。近年来，我国积极倡导各地设立省级或市级的再担保机构，但目前再担保公司数量总体依然较少，省级再担保机构的全覆盖尚未实现。

近年来担保行业随着监管机构政策不断出台，政策性担保机构职能逐渐显现，行业监管

[3] 此处数据及信息节点为 2020 年 12 月 14 日，全文简称为 2020 年 12 月。

[4] 统计数据期末担保责任余额包含增信机构。

正在逐渐规范，有利于行业规范化发展。

全国性监管政策方面，随着融资担保业快速发展，2010 年中国银行业监督管理委员会等七部联合发布的《融资担保公司管理暂行办法》已难以适应当前和未来行业发展和监管的实际需要。2017 年 8 月，国务院颁布《条例》，并于 2017 年 10 月 1 日起施行；《条例》从过去的管理办法上升到条例，是适应当前和未来行业发展和监管的实际需要；《条例》适当提高了行业准入门槛，特别强调风险防控，提出发展政府出资的融资担保公司，重塑了行业格局，进一步规范行业发展。2018 年 4 月，中国银行保险监督管理委员会（简称“银保监会”）发布了自成立以来的第一份法律法规—《关于印发<融资担保公司监督管理条例>四项配套制度的通知》（银保监发〔2018〕1 号），对《条例》进一步细化，对金融担保公司业务运营产生影响比较大的主要包括融资担保业务权重、融资性担保放大倍数和集中度、资产管理等。

2019 年 10 月银保监发布了 37 号文，37 号文对《条例》内容进一步细化，为实现融资担保机构和融资担保业务监管全覆盖，37 号文对以下内容明确：1）监管范围进一步扩大，决定将未取得融资担保业务经营许可证但实际上经营融资担保业务的住房置业担保公司、信用增进公司等机构纳入监管，未经监督管理部门批准，汽车经销商、汽车销售服务商等机构不得经营汽车消费贷款担保业务；2）名称规范，强调不持有融资担保业务经营许可证的公司，名称和经营范围中不得标明融资担保字样；3）计量办法中的净资产口径明确和新增住房置业担保余额折算标准，融资担保公司应当按照《四项配套制度》的规定计量和管理融资担保责任余额，净资产应当根据融资担保公司非合并财务报表计算，37 号文的发布对于净资产规模偏低的融资担保公司及增信公司业务冲击较大，融资担保公司和增信公司净资产规模亟待补充。此外，为支持居民购买住房的住房置业担保业务权重为 30%，住房置业担保业务仅包括住房公积金贷款担保业务和银行个人住房贷款担保业务。

2020 年 5 月，财政部出台了《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》，引导政府融资担保机构、再担保机构充分发挥政策性职能，扶持小微及“三农”经济发展，并提出适当放宽对融资担保机构盈利能力考核，有利于解决融资担保公司风险与收益匹配度低的问题，政府性担保机构定位为提供准公共性服务。

担保机构风险控制体系不完善，被担保客户信息透明度不高；担保业务盈利能力较弱，对委托贷款业务依赖度较高；担保代偿率不断攀升，担保公司反担保措施不足；关联交易风险较高。

目前，大部分担保机构内部信用评级体系和风险评估制度建立不完善，担保机构与被担保客户之间信息不对称现象较为严重，被担保企业信息透明度不高，担保机构因尽调操作制度的不规范或尽调不充分，无法对其偿付能力进行准确的风险评估。

在担保业务收入之外，担保机构为了使闲置资金产生更多的收益，通常会使用闲置资金进行投资，以此提高资产收益。担保机构一般通过发放委托贷款来获取高额收益，委托贷款业务主要面向无法从银行获得贷款的中小企业客户，随着宏观经济下行中小企业违约风险加剧，担保机构委贷业务盈利的可持续性存在一定的不确定性。此外，担保机构为存续信用风险客户提供委托贷款，还可能掩盖其真实担保代偿和客户信用风险状况。

反担保措施是为了控制担保公司业务风险，保障其将来也许会发生的追偿权实现的措施。目前，担保公司所采用的反担保措施呈现出内容单一、变现能力弱以及可供执行的力度不够等特点。从处置周期来看，抵、质押物处置时间较长且处置价值偏低，一定程度上也导致担保公司求偿权受到损害；另一方面，担保公司追偿能力偏弱，在发生代偿后没有有效的追偿措施，无法收回全额代偿金额，也会给担保公司带来损失。

近年来担保业务中关联交易的问题比较严重，实际控制人通过其他公司代持股份的方式跨区域设立若干家担保机构掩盖其实际控制人身份，这些关联担保公司之间存在着复杂的业务往来关系，还与其实际控制人的关联企业在账外开展了大量的关联交易，其中还存在大量的虚假交易等问题，一旦一方出现资金链断裂，担保机构将出现代偿风险。

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

担保公司经营风险与经济周期存在一定关联性，当经济状况下滑时，担保公司的资金链条易因代偿上升而绷紧，2017年出台的《条例》有利于促进担保行业规范化发展，也有助于防控担保公司业务风险。行业发展趋势方面，国有背景担保机构仍将持续进行注资，整体行业资本实力不断增强，抗风险能力将有所增强；担保公司业务趋于多元化发展，担保品种也将日趋丰富，经营模式将逐渐成熟，规模化及专业化特征将显现；风险补偿机制将不断完善，通过多渠道风险补偿机制实现风险分担的运营，一方面担保机构不断提高自身的风险识别能力，另一方面通过与省级再担保机构合作，充分发挥再担保机构增信、风险分担的职能。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本均为71.76亿元。其中，海航科技为单一最大股东，持股比例为26.62%；其他持股比例超过10.00%的有JPMorgan China Investment Company Limited、海航资本和中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）；海航资本和海航科技为关联方，合计持有公司43.34%的股份。公司无控股股东及实际控制人。目前海航资本正在进行破产重组，海航资本破产重组能否完成存在一定的不确定性，公司股权结构存在不确定性。

2. 企业规模和竞争力

公司资本实力很强，股权结构多元，担保业务规模行业排名靠前。

公司成立于2012年7月，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。公司是中外合资的融资担保机构，截至2020年末，注册资本为71.76亿元，均为货币出资。公司股东中既包括政府全资拥有的政策性银行、大型国有企业、民营中小企业，也包括国际知名金融集团和企业，多元化的股权设置有助于中合担保建立现代化的公司治理机制，并打下市场化运营的基础。截至2020年末，公司期末担保业务在保余额626.28亿元，担保业务规模行业排名靠前。

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验，公司人员整体素质较高，能够满足公司日常管理需求。

公司总经理曾杰女士，管理学硕士、工商管理硕士，高级会计师。历任宝钢集团财务有限责任公司（以下简称“宝武财务”）总经理、党委书记、副董事长，宝山钢铁股份有限公司（以下简称“宝钢股份”）钢管事业部副总经理、宝钢股份财务部副部长，宝钢分公司财务部部长等职，具备21年管理工作经验。2020年7月，曾杰出任公司总经理；2020年8月，曾杰担任公司董事。

公司副总经理兼首席风险官王利剑女士，会计学硕士，注册会计师、高级审计师。历任公司法律合规部副总经理、风险管理部总经理，泰康养老保险股份有限公司法律合规部总经理，审计署固定资产投资审计司四处副处长、处长，审计署办公厅信息处主任科员，具备24年管理工作经验。

截至2020年末，公司人员120人，其中本科及以上占比为97.50%，从专业背景来看，金融、保险、经济类专业人员占比为36.37%，财会专

业人员占比为12.50%，工商管理类专业人员占比为18.33%。公司整体人员素质较高。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91110000717885096X），截至2021年5月11日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

公司与 4 家银行建了授信合作，均为间接融资性担保业务合作授信，累计获得银行授信 21.74 亿元，目前已全部使用。此外，宝武财务公司给予公司 10.00 亿元综合授信。

五、管理分析

1. 公司治理

公司是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其多元化的股权结构有助于其市场化的运营；公司建立了“三会一层”的公司治理架构，公司治理运行机制逐步完善；公司高级管理层专业素质高，专业化运营水平较高。

公司是中外合资的融资担保机构，股东中既包括政府全资拥有的政策性银行、大型国有企业、民营企业，也包括国际知名金融集团和企业。多元化的股权设置有助于公司建立现代化的公司治理机制，并为市场化运营奠定基础。

公司依据《公司法》等相关法律、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股份制公司治理架构，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。

目前，公司董事会由 10 名董事组成，包括股东董事 7 名、独立董事 2 名、管理层董事 1 名。7 名股东董事分别由除内蒙古鑫泰投资有限公司以外的 7 家股东各自委派 1 名。公司董事会设董事长 1 名，由全体董事过半数选举产生或罢免。2021 年 1 月，海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）及海航资本宣布将破产重组后；经公司董事会作出决议，公司股东海航资本委派的董事不再担任公司董事长，股东中国宝武选派的管理层董事曾杰女士代行董事长职权。公司董事会的席位安排与股权比例无关，内部制衡机制按照公司《章程》的规定运行，凡重大事项须获得 2/3 以上董事同意方可执行，未形成任何一家股东的绝对控制。董事会下设提名与薪酬委员会、发展战略委员会、风险控制委员会及审计委员会 4 个专业委员会，负责向董事会提供决策建议和专业支持，协助董事会监督公司的运营。

目前，公司监事会由 5 名监事组成，包括股东监事 3 名，职工监事 2 名。3 名股东监事分别由海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、JPMorgan China Investment Company Limited 和海航资本委派，监事会主席由海宁宏达委派的监事担任。监事会对董事会和高级管理层进行监督，对股东大会负责并向其报告工作。监事会下设监事会办公室，负责办理公司监事会日常事务；在授权范围内对公司治理的合法合规性和效能实施专项监督检查；监察董事和中高级管理人员履职尽职情况和全体员工遵从职业操守情况；受理信访举报。

公司高级管理层设置总经理 1 名、副总经理 4 名及董事会秘书 1 名，其中 1 名副总经理兼首席合规官，1 名副总经理兼首席风险官。高级管理层负责组织实施公司经营计划，实现经营目标。公司注重组建高水平的专业团队，各高级管理人员分别由拥有多年银行、保险等行业管理经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任。

2. 内部控制

公司逐步完善组织架构设置，各部门职责

明确，内部控制体系逐步健全；针对关联交易制定了较为明确和严格的管理制度，但委托贷款中有一笔关联交易发生违约，需关注后续资金回收情况。

公司聘请外部专业咨询机构对部门设置、岗位设置及人员配置情况进行了梳理和优化，根据业务发展需要，按照前、中、后台划分职能部门。目前，公司前台部门包括城投业务组、新金融事业部、投资部、资产保全部；中台部门包括风险管理部、业务审核部、法律合规部；后台部门包括综合部、人力资源部、经营财务部、信息科技部、内部审计部、董事会办公室和监事会办公室。

公司从业务、管理、支撑三方面制定各项规章制度，涵盖各类业务、风险管理、法律合规、财务管理、人事管理、信息管理、行政管理、内部监督等，并逐步建立一套科学、全面、架构清晰的规章制度管理体系。2020 年调整和新建的主要制度有《资金运用管理办法》《债券投资业务管理办法》《抵质押物管理办法》《业务合同管理办法》《担保项目保后管理及风险处置管理办法》《新金融事业部业务审批流程管理办法》《新金融事业部业务承做流程管理办法》《新金融事业部项目保后投后管理办法》《总经理办公会会议规则》等。2020 年以来，公司部门设置发生一些变化，首先公司取消金融产品各部正式建制，重新组建若干新的担保业务团队；第二取消新金融事业部原有二级业务部门，成立以产品为依托的若干产品组，根据产品商业计划书的前景和推进程度随时成立或撤销。第三 2021 年初公司将资产保全一部和资产保全二部合并为统一的资产保全部，将公司目前所有的风险项目统一划归新设立的资产保全部管理。第四新金融事业部数据风控部负责人向事业部和公司业务审核部双向汇报，接受双线考核。数据风控部员工接受产品组和数据风控部的双向考核。第五新金融事业部法务部向事业部和公司法律合规部双向汇报，接受双线考核。新金融事业部法务部员工向产品组和新金融法务部双向汇报，接受双线考核。在双线模式下，汇报和考核以业务条线为主。第六将新金融事业部 IT 部和信息管理部合并为新的“信息科技部”；第七财务资金部更名为“经营财务部”，体现财务对经营指标实现的引导以及经营管理决策的支持作用；第八办公室更名为“综合部”，体现从公司战略层面总体支持保障公司发展的理念。

公司建立了包括《关联交易管理办法》在内的一整套关联交易管理制度，并在经营过程中逐步加以完善和补充。公司从股权关系、经营管理权、施加重大影响等方面逐一认定关联方，对关联方的认定标准较为明确和严格。公司对关联交易实行限额管理，公司规定任一股东及其关联方作为被担保人的关联担保责任余额不得超过该股东出资额的1.5倍（扣除已质押部分股份）。在关联交易审批环节，公司股东大会和董事会及董事会下设的风险控制委员会在审议有关关联交易事项时，关联股东及董事均不得行使表决权，关联交易事项需要过半数或者三分之二以上的非关联表决权方可通过。从关联交易的实际开展情况来看，截至2020年末，公司仅有1笔为关联方提供的担保责任余额，公司与股东海航资本的委托贷款净额1.45亿元（本金7.00亿元），已发生违约，公司正在积极与海航资本协商还款方案，并计提减值准备5.55亿元；投资海航旗下聚宝互联科技（北京）股份有限公司资管计划0.70亿元，目前已经逾期，对应估值已减计至0.00元。

六、经营分析

1. 经营概况

2018－2020 年末，公司担保余额持续下降，同时应监管要求持续调整投资资产结构及投资项目估值下跌的综合影响，2018－2020 年公司营业收入持续下降，2020 年投资业务产生的收入占比大幅下降，营业收入以担保业务收入为主。2020 年受保费收入下降、投资业务收入下降及大规模计提减值损失的综合影响，公司出

现大额亏损。

公司具有多元化的股权设置，在业务方面在确保公司稳定盈利的同时积极探索业务多元化。公司的业务市场化程度高，目前业务以融资担保为主。

2018－2020 年，公司营业收入呈持续下降趋势，年均复合下降 28.55%，主要系担保业务规模下降，投资项目估值下跌及应监管要求公司投资资产结构变化的综合影响所致。2020 年，公司实现营业收入 5.91 亿元，同比大幅下降 42.20%。

公司业务主要包括担保业务和投资业务，2018 年和 2019 年，公司担保业务收入占比基本保持稳定，基本维持在 70%以上，投资业务产生的投资收益和公允价值变动损益收入占比基本保持稳定，2020 年受投资业务产生的收入（投资收益与公允价值变动损益之和）大幅下降影响，导致担保业务收入占比大幅提升至 98.26%，担保业务收入贡献度较高。2018－2020 年，公司实现净利润规模持续下降，2020 年，公司实现净利润-6.52 亿元，出现大额亏损，主要系营业收入下降及大规模计提减值所致。

表 2　公司营业收入情况　单位：亿元、%

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚保费	8.58	74.18	7.40	72.39	5.80	98.26
投资收益	4.83	41.79	3.63	35.47	2.91	49.31
公允价值变动损益	-2.55	-22.08	-1.11	-10.85	-2.65	-44.88
其他	0.71	6.11	0.30	3.00	-0.16	-2.68
合计	**11.57**	**100.00**	**10.22**	**100.00**	**5.91**	**100.00**

注：其他为汇兑收益、其他收益和其他业务收入
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2.　业务分析

2018－2020 年，公司担保业务增速大幅下降，随着担保业务到期解保，担保业务规模持续下降；目前公司担保业务全部系融资性担保业务，主要集中在城投行业的企业债。

2018－2020 年，公司担保业务发生额持续大幅下降，年均复合下降 44.41%，2020 年担保业务发生额为 29.44 亿元，同比下降 32.26%。随着到期解保规模的增加，2018－2020 年末，公司担保业务余额逐年下降。截至 2020 年末，公司担保余额 626.28 亿元，较上年末下降 24.89%，全部系融资性担保业务。

表 3　公司期末担保余额　单位：亿元

项　目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
当年担保发生额	**95.26**	**43.46**	**29.44**
融资性担保合计	**990.04**	**833.84**	**626.28**
直接融资担保合计	**955.77**	**800.31**	**599.47**
债券担保合计	**927.34**	**784.15**	**585.78**
企业债	819.21	720.24	552.74
公司债	57.00	36.44	27.04
金融债	17.00	0.00	0.00
小微企业集合债	25.13	21.47	0.00
非公开定向债务融资工具	6.00	6.00	6.00
金融产品担保合计	**28.43**	**16.16**	**13.69**
信托计划	15.19	5.56	3.59

资产证券化	12.86	10.61	10.10
其他金融产品	0.38	0.00	0.00
间接融资担保合计	**34.27**	**33.53**	**26.81**
银行贷款	34.27	33.53	26.81
非融资担保合计	**14.94**	**3.20**	**0.00**
预付款担保	11.68	0.00	0.00
贸易信用保证	3.26	3.20	0.00
期末担保余额	**1004.98**	**837.04**	**626.28**

资料来源：公司提供，联合资信整理

2018－2020 年，受公司融资担保业务规模持续下降的影响，公司已赚保费逐年下降，分别为 8.58 亿元、7.40 亿元和 5.80 亿元。

公司融资性担保业务以直接融资担保业务为主，包括债券担保和金融产品担保。公司城投债担保余额在担保业务总额中的比重最高。城投债中以企业债为主，辅以小部分公司债。公司城投债担保业务分布在全国 16 个省/直辖市、44 个地级行政区，以江苏、湖南、山东省为主，其他地区分布较为分散；在准入条件上，公司主要考察城投公司的偿债能力、城投债的外部评级以及当地政府的综合财力、负债率等，目前在保城投公司的外部评级在 AA 居多；在反担保措施上，公司主要采用应收账款质押和土地房产抵押的方式。截至 2020 年末，公司城投债担保余额占总担保余额的 88.74%。

目前公司其余债券担保品种主要包括公司债和少量非公开定向债务融资工具。截至 2020 年末，公司债和非公开定向债务融资工具担保余额分别占总担保余额的 4.32%和 0.96%。

公司金融产品担保规模较小，占整体担保业务比重低。近年来，公司金融产品担保业务规模持续收缩，主要为信托计划担保业务规模的收缩。截至 2020 年末，公司金融产品担保余额 13.69 亿元，占总担保余额的 2.19%，存量主要为资产证券化担保业务。

公司间接融资担保全部为银行贷款担保，整体规模较小，占担保业务的比重较低。截至 2020 年末，银行贷款担保余额为 26.81 亿元，占总担保余额的 4.28%。

近年来，公司非融资担保业务业务规模快速下降，截至 2020 年末，公司无存续非融资性担保业务。

3. 投资及其他业务

近年来，由于融资担保新规的影响，公司持续压降 III 级资产规模，投资收益有所下降；同时，投资资产和委托贷款出现违约，需关注相关违约资产的后续处置和回收情况。

由于担保业务整体费率较低，公司投资业务收入成为营业收入的重要补充，公司投资资产主要包括基金产品、信托计划和资产管理计划以及委托贷款，另有少量银行理财产品、信贷资产收益权及长期股权投资等。

近年来，受融资担保新规影响，公司大幅压缩股权、信托计划、资产管理计划等 III 级资产规模，同时加大对高流动资产和标准化债权产品的配置；除按照政策及公司流动性需求配置货币基金等高流动性资产外，其他以高信用等级的公募债券为主，截至 2021 年 4 月末，公司 III 级资产占比进一步下降至 23.77%，符合监管要求。截至 2020 年末，公司投资资产净额 58.54 亿元，占资产总额的 69.88%。其中，债券投资 15.60 亿元，全部为城投企业债券、央企债和国债，信用债券外部评级均为 AAA，持有至到期，平均久期不超过 2 年，无违约情况；银行理财产品投资规模为 15.41 亿元；基金产品投资余额 6.94 亿元（其中货币基金 2.53 亿元，并购及股权基金项目 4.41 亿元）；信托计划和资产管理计划投资余额分别为 3.11 亿元和 8.36 亿元，主要投向为发放贷款的债权类投资、不具有控制或重大影响的股权类投资以及其他以债券投资为主的混合类信托计划等，融资方涉及医药、环保、制造、电子商务、咨询服务等多个行业。此外，

公司还持有少量的定期存款和股权投资，2020年末余额分别为1.83亿元和5.85亿元。

公司委托贷款融资方最大客户为公司股东海航资本。近年来，公司逐步压缩委托贷款业务且不再新增，委托贷款规模逐年下降。公司将委托贷款计入以摊余成本计量的金融资产科目；截至2020年末，公司委托贷款账面净额1.45亿元，计提减值准备余额5.55亿元。

2018－2020年，公司投资收益（含公允价值变动损益）分别为2.28亿元、2.52亿元和0.26亿元，2020年受III级资产规模压缩影响，以及投资项目估值下跌，导致投资收益大幅下降。

4. 未来发展

近年来，随着公司担保业务代偿的增加，公司开始探索新的业务模式，加强与股东中国宝武的合作，但仍需关注目前公司因海航系股东破产重整对公司带来的负面影响以及外部市场环境对公司发展战略带来的不确定影响。

目前公司传统担保业务聚焦低风险的城投公募债项目，不再新增传统产业类担保项目；新金融业务聚焦依托股东发展的供应链金融业务。公司股东中国宝武在产业资源协同、金融资源支持、先进经验输出、综合授信、数据共享等多方面给予了中合担保大力支持。股东中国宝武供应链上下游向中合担保全面开放，双方已经在多个环节开展深入业务交流与协同，共同探索创新业务发展机会；其体系内金融机构与中合担保广泛开展业务探讨与协同合作，支持公司帮助解决供应链上的中小企业金融服务需求；向公司输出其在供应链管理、供应链金融服务等各方面的先进管理经验；中国宝武多家子公司向公司共享信息数据，深度开展合作，支持公司业务发展。目前双方合作的厂商银、应收账款保理等多项业务已完成试单落地，后续会按计划完善方案及开发系统，稳步放量形成规模，需对未来业务合作情况保持进一步关注。此外公司股东海航资本目前正在进行破产重组，股权的不确定性亦将增加公司展业的难度，联合资信将对公司股权结构等情况保持持续关注。

七、风险管理分析

1. 担保业务风险管理

公司搭建了全面风险管理框架，为开展业务打造了良好基础。

公司秉持“制度先行”的原则，制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险、战略风险、法律风险、合规风险、声誉风险以及其他风险的《全面风险管理办法》，搭建了全面风险管理的组织架构。公司建立了风险管理三道防线，前台业务部门承担业务相关风险管理的直接责任；中、后台管理部门承担制定风险政策和流程，业务风险评估、日常监测和管理风险的责任；内部审计部承担业务部门和中、后台管理部门履职情况的审计责任。

董事会是公司风险管理的最高决策机构，对公司全面风险管理的有效性承担最终责任，负责制定公司的基本管理制度和风险管理政策，并对议题进行决策；董事会下设立风险控制委员会，由独立董事出任主任委员，向董事会提供决策建议和专业支持，协助董事会监督公司的经营；监事会负责监督公司完善风险管理体系及履行风险控制职责，并对发现的风险薄弱环节，督促相关机构及时整改；高级管理层在董事会领导和风险控制委员会指导下，负责全面风险的组织和实施工作；高级管理层下设立业务评审委员会，由高管人员和关键部门负责人组成，负责对担保和资金运用项目的评审把关，控制担保和资金业务风险；高级管理层中设首席风险官一职，由首席风险官担任公司业务评审委员会主任；首席风险官定期向董事会风险控制委员会汇报公司业务风险状况分析情况；公司设风险管理部、业务审核部和法律合规部，其中业务审核部负责项目风险评审，对项目实施全生命周期风险管理，法律合规部负责对项目进行法律合规风险审核，管理公司法律合规风险，并为业务提供法律服务支持。

风险管理流程方面，公司对开展担保业务和投资业务建立了规范的业务流程，根据业务中的各类风险点设计了控制环节。公司业务管理遵循“统一管理、分级负责、审保分离（担保

业务）、审用分离（资金运用业务）”的原则。在项目立项阶段，公司明确了担保项目的立项审批流程，将项目负面信息筛查、方案可行性评估等风险审核前置。另外，公司建立实施了业务评审审议制度。担保业务部门根据公司业务政策对项目申请进行筛选，项目受理后，担保业务部门成立项目小组进行保前调查，中台业务审核部和法律合规部参与尽职调查，并独立出具对信用风险和法律合规风险的审查意见提交评审会。

公司通过建立评审体系和规则制度，保障了业务有序合规开展。公司制定了《业务评审会工作规则》，对担保、投资以及新金融项目从会前准备到评审结束之间的各项工作流程进行了规定，对评审工作的操作流程进行严格控制，确保了公司投资业务决策流程的有效性和决策质量。公司评审会委员由公司高管人员、中层干部及部分骨干员工构成。担保评审会参会评委原则上包括主任委员、3 名常任委员及 3 名非常任委员，如有常任委员无法参会，应相应增加非常任委员，但常任委员参会人数不得少于 2 名；当主任委员无法参会时，应包括 3 名常任委员；非常任委员中业务部门参会评委不得超过 2 名。新金融评审会参会评委包括主任委员和 6 名评审委员，其中新金融事业部评委人数不得超过 3 名。评审项目有 6 名及以上参会委员同意视为通过，如果担保和投资项目 2 票反对则项目不通过，首席风险官和首席合规官有一票否决权，总经理对评审会通过的项目有最终决定权。2020 年末公司开始对城投业务产品化管理，因城投业务模式成熟、风险相对较小，为提高城投项目评审效率，对城投评审会作了一些调整，主要是评审会参会委员人数由 7 人降至 5 人。评审项目有 4 名及以上参会委员同意视为通过，总经理对评审会通过的项目有最终否决权。

公司将风险防范工作前置，由业务部门负责在保项目的保后管理，并由中台部门协助管理。公司保后管理采取现场检查及非现场检查相结合方式，要求现场检查至少每半年进行一次。在担保项目检查过程中，如出现重大问题，业务部门需及时发出预警信号，视情况提交风险处置方案。

公司把设定综合反担保措施作为风险控制的重要手段，采取了多种风险缓释措施：一是在融资结构上尽量设置分期发行或分期还款，逐步缩小风险敞口；二是公司反担保措施有土地房产抵押、高信用等级第三方企业保证反担保、股权质押、存单质押、保证金、连带责任保证等。

在担保业务组合风险管理方面，公司制定了包含集中度指标、担保放大倍数等指标在内的风险管理指标体系，对于业务总量、行业集中度、担保项目及被担保人集中度都有所规定。公司注重风险管理基础设施和信息系统建设，目前已制订较完善的、涵盖客户评级和担保项目评级的内部评级体系，公司 OA 系统和业务管理信息系统已上线使用。

公司在资金运用管理方面也建立了全面严格的管理制度，公司制定了《资金运用管理办法》《资金运用业务尽职调查操作规范》《资金运用项目投后管理办法》等办法，就相关岗位职责、授权管理、操作流程做出了规定。在遵循《融资担保公司监督管理条例》及其配套管理办法等相关规定前提下，按照安全性、流动性、收益性相结合的资金运用原则，公司制定了相应的资金运用风险指引。公司可用资金主要投资于银行存款、低风险理财产品、委托贷款、信托计划、债券、债券型及货币型基金、其他固定收益类投资、不超过公司净资产 20%的直接股权投资。

2. 担保业务风险组合分析

公司目前担保业务以直接融资担保为主，受业务模式影响，担保业务行业分布相对集中，单笔业务规模较大，担保业务行业及客户集中度较高；近年来公司当期代偿规模均较大，面临较大的追偿压力。考虑到部分企业面临债务危机、面临破产重组，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，未来需持续关注公司代偿情况及代偿项目后续追偿情况。

从客户分布来看，现阶段公司担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大，担保业务客户集中度处于较高水平。截至 2020 年末，公司单一最大客户集

中度为 13.19%，为城投企业发行债券项目，期限为 7 年，为监管条例出台前的存量项目；前五大客户集中度为 99.49%，客户集中度较高。

表 4　担保业务客户集中度　单位：%

项 目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
单一最大客户集中度	14.83	13.13	13.19
前五大客户集中度	111.96	104.72	99.49

注：上表中单一客户集中度计算所采用的责任余额按监管规定进行了折算；而前五大客户集中度责任余额未经折算
资料来源：公司提供资料，联合资信整理

从担保行业分布来看，公司担保行业主要集中在城投行业，城投行业担保余额占公司担保余额的 80%以上，且呈上升趋势，截至 2020 年末，城投行业占比为 88.74%。另有部分地产、光伏、能源、建筑行业的担保业务，占比较低。在城投类企业的选择上，公司首先选择经济环境较好、政府信誉较高的地区，并密切关注该企业的职能和定位，同时要求企业提供相应的反担保措施。

表 5　截至 2020 年末公司担保业务行业分布　单位：亿元、%

行业	在保余额	占比
城投	555.74	88.74
产业类	50.58	8.08
地产	19.96	3.19
合计	**626.28**	**100.00**

注：2020 年公司行业分类按采用了工信部 2017《国民经济行业分类 GB/4754-2011》分类标准进行分类，未对 2018 年末和 2019 年末数据进行住宿调整。
资料来源：公司提供资料，联合资信整理

从担保业务的区域分布来看，公司在江苏、湖南、山东地区的在保余额占比分别为 28.80%、17.54%和 10.39%，其他地区较为分散。

表 6　截至 2020 年末担保业务区域分布情况　单位：亿元、%

区域	在保余额	占比
江苏	180.36	28.80
湖南	109.84	17.54
山东	65.04	10.39
湖北	49.24	7.86
北京	38.63	6.17
安徽	30.40	4.85
福建	28.60	4.57
贵州	25.04	4.00
辽宁	20.49	3.27
浙江	18.02	2.88
江西	13.20	2.11
广西	10.00	1.60
天津	9.00	1.44
陕西	8.00	1.28
云南	8.00	1.28
重庆	6.00	0.96
四川	2.81	0.45
吉林	2.00	0.32
新疆	1.11	0.18
内蒙古	0.50	0.08
总计	**626.28**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

从担保业务到期期限分布情况来看，公司担保业务到期期限集中度一般。截至 2020 年末，公司担保项目担保余额剩余期限在 1 年以内、1~2 年和 2 年以上的占比分别为 33.91%、25.75%和 40.34%，公司 2 年内到期解保规模较大，存在一定短期集中代偿压力。

表 7　2020 年末担保业务到期期限分布　单位：亿元、%

存续期限	担保余额	占比
1 年以内	212.41	33.91
1~2 年	161.26	25.75
2 年以上	252.61	40.34
合计	**626.28**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

担保代偿方面，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，2018－2020 年，公司当期担保代偿规模均较大。2020 年，公司当期担保代偿额 7.78 亿元，当期担保代偿率为 3.24%，当期代偿项目 4 个，其中单一最大代偿金额为 4.28 亿元，已计提减值准备 3.62 亿元，公司已通过法律执行取得被担保客户质押的公司股权，目前正在跟进被担保客户破产重组进度。截至 2021 年 3 月末，之前已经出现代偿未解保担保业务规模为 1.53 亿元。截至 2020 年末，公司累计担保代偿金额为 43.40 亿元，累计担保

代偿率为 3.90%。在反担保措施方面，公司主要采取股权质押、实际控制人、大股东、上市公司连带责任担保等反担保措施。在代偿项目处置方面，公司主要通过法律诉讼等方式进行追偿，2020 年，公司代偿回收额 4.94 亿元，主要系抵债资产变现所致，累计代偿回收率 24.53%。考虑到部分企业面临债务危机、面临破产重组，且项目追偿程序较为复杂、耗时较长，未来需持续关注后续追偿情况。

表 8　担保业务代偿率与回收率　单位：亿元、%

项　目	2018 年	2019 年	2020 年
当期担保代偿额	7.82	16.91	7.78
累计担保代偿额	18.72	35.63	43.40
当期担保代偿率	4.52	8.15	3.24
累计担保代偿率	2.81	4.08	3.90
累计代偿回收率	26.65	16.02	24.53

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

3. 投资业务风险分析

公司委托贷款融资方最大客户为海航资本，目前已逾期，考虑到海航集团面临较大的债务危机以及再融资困难，需关注相关委托贷款的后续回收情况。此外，公司部分明股实债投资产品发生违约，股权类项目估值下跌，需关注后续处置进展。

截至 2020 年末，公司存量委托贷款业务仅有一笔，为股东海航资本的委托贷款，已发生违约，委托贷款本金 7.00 亿元，公司根据商业银行的计提标准进行减值计提，计提比例为 79.28%。目前公司已对海航资本委托贷款项目提起诉讼并取得胜诉判决，现已向海航资本和海航集团的破产管理人递交债权申报文件。

截至 2020 年末，债权类投资项目（委托贷款除外）违约资产余额合计 6.95 亿元，已计提减值 4.71 亿元，主要涉及 3 笔明股实债项目，底层资产涉及计算机、通信和其他电子制造业、租赁和医药制造业。目前，1 笔项目诉讼已结案，项目追收困难，现已核销，1 笔管理人已起诉资产方，需持续跟进诉讼进度，1 笔已经取得仲裁胜利，基金管理人向公司支付赔偿损失。股权类投资项目出现估值下跌资产余额合计 10.17 亿元，其中中国金融投资管理有限公司（以下简称“中金投”）2020 年出现大额亏损，公司按照其股票市值计提减值 4.16 亿元（含收益减值），减值计提比例为 90%。除中金投外，公司股权类项目估值下调金额 4.15 亿元。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了经毕马威会计师事务所审计的 2018－2020 年度财务报表，均出具了无保留的审计意见。

会计准则变更方面，公司按照新金融工具准则的衔接规定，对新金融工具准则施行日（即 2020 年 1 月 1 日）末终止确认的金融工具的分类和计量（含减值）进行追溯调整，未调整比较财务报表数据，将金融工具的原账面价值和在新金融工具准则施行日的新账面价值之间的差额计入 2020 年年初留存收益或其他综合收益。2019 年合并范围子公司无变化，2020 年公司由于处置抵债资产需求，子公司唐山市福佑企业管理有限公司不再纳入合并范围，考虑到其规模较小，因此 2018－2020 年公司数据可比性较强。

截至 2020 年末，公司资产总额 83.78 亿元，负债总额 10.72 亿元，所有者权益 73.05 亿元；担保余额 626.28 亿元。2020 年，公司实现营业收入 5.91 亿元，其中已赚保费 5.80 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）0.26 亿元，实现利润总额-9.36 亿元，净利润-6.52 亿元。

2. 资本结构

2018－2020 年末，公司所有者权益稳定性较好，公司利润留存对资本补充能力一般；2018－2020 年末，公司负债总额持续下降，主要系债券兑付所致；公司负债率水平较低。

目前公司可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金和利润滚存。2018－2020 年末，公司股东权益呈持续下降趋势，年均复合下降 6.52%。截至 2020 年末，公司股东权益 73.05 亿元，较上年末下降 9.57%，主要系

公司投资股权项目估值下跌、会计准则变更，导致其他综合收益为负以及当年发生亏损所致，但公司资本实力仍属行业很强水平；其中股本占比 98.23%，股本占比较高，公司所有者权益稳定性仍属较好。利润分红方面，2019 年公司对 2018 年末累计未分配利润进行了分红，现金分红金额为 3.00 亿元，2018 年末未分配利润余额为 3.84 亿元，分配力度较大，2020 年公司未对 2019 年利润进行现金分红，利润留存对公司资本补充能力一般。

负债方面，2018－2020 年末，公司负债呈持续下降趋势，年均复合下降 42.91%。截至 2019 年末，公司负债总额 21.15 亿元，较上年末下降 35.71%，主要是计提担保赔偿准备金项目发生代偿，转入应收代偿款减值准备金，存续期内递延收益转入担保业务收入导致递延收益规模下降以及 2019 年公司偿还到期债券等。截至 2020 年末，负债总额 10.72 亿元，较上年末大幅下降 49.30%，主要系公司债券到期偿付所致。公司负债以递延收益（占比为 29.86%）、担保合同准备金（占比为 55.62%）和其他负债（占比为 5.75%）为主，其中，递延收益 3.20 亿元，较上年末下降 25.23%；担保合同准备金 5.96 亿元，较上年末小幅下降 0.64%；2020 年 12 月，公司发行的“15 中合 01”，投资者行使了回售选择权，2020 年末 7.00 亿元债券已完成兑付。2018－2020 年末，公司实际资产负债率分别为 16.59%、10.66%和 1.86%，公司负债率持续下降，负债率水平较低。

表 9　公司负债构成情况　单位：亿元

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
递延收益	5.59	16.99	4.28	20.25	3.20	29.86
担保合同准备金	7.99	24.27	6.00	28.38	5.96	55.62
应付债券	14.97	45.51	6.99	33.06	0.00	0.00
负债总额	**32.90**	**100.00**	**21.15**	**100.00**	**10.72**	**100.00**
实际资产负债率		**16.59**		**10.66**		**1.86**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

3. 资产质量

2018－2020 年末，应监管要求，公司调整资产结构，压缩投资资产规模，同时，受资产减值计提及公允价值变动的综合影响，资产规模持续下降；公司投资配置了一部分委托贷款已出现违约，投资的信托和资产管理计划，面临一定的市场和信用风险。公司应收代位追偿款规模较大，需关注后续代偿项目回收情况。公司整体资产质量一般。

在资金运用上，公司延续了安全性、流动性、收益性的原则，制定各类风险资产的投资限额，审慎选择投资标的，较好实现了公司资本金的保值增值。在产品风险控制方面，公司继续采用穿透原则，对基础资产对应的风险进行判断。2018－2020 年末，应监管要求，公司调整资产结构，压缩投资资产规模，同时，受资产减值计提及公允价值变动的综合影响，资产规模持续下降，年均复合下降 15.20%。截至 2020 年末，公司资产总额 83.78 亿元，较上年末下降 17.82%。截至 2020 年末，公司投资资产合计 58.54 亿元，较上年末下降 24.29%。从结构变化来看，2020 年末公司投资资产以以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和以摊余成本计量的金融资产为主，定期存款和长期股权投资均有所下降。具体来看，定期存款 1.83 亿元，较上年末大幅下降 7.85 亿元，主要系公司美元定期存款结汇以及部分定期存款到期后购买结构性存款所致，期限全部为 3 个月~1 年（含）；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 33.44 亿元，主要是对资产管理计划、基金产品、永续债和银行理财产品的投资，公司持有的资产管理计划主要投向不具有控制、共同控制或

重大影响的股权类投资，基金产品主要投向货币基金以及并购基金等；以摊余成本计量的金融资产 18.42 亿元，以摊余成本计量的金融资产主要投向债券、委托贷款等，期末减值准备余额 5.64 亿元；以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 4.38 亿元，投资于非上市公司股权；长期股权投资 0.47 亿元，较上年末大幅减少 4.52 亿元，主要系 2020 年中金投经营出现亏损且叠加疫情的影响，公司大规模计提减值准备所致，期末公司计提减值准备余额 5.98 亿元。整体看，公司资产以投资资产为主，投资资产资产涉及信托计划、资管产品、委托贷款等，需关注投资资产信用风险及股权类投资项目估值下跌风险对资产质量带来的不利影响。

2018－2020 年末，公司货币资金呈持续增长趋势，年均复合增长 117.35%。截至 2020 年末，公司货币资金 5.15 亿元，较上年末大幅增加 3.94 亿元，主要系公司追偿及抵债资产处置回收所致，公司货币资金全部系活期存款，且不存在使用受限情况。

2018－2020 年末，公司应收代位追偿款呈波动增长趋势，截至 2019 年末，公司应收代位追偿款账面价值 12.99 亿元，较上年末大幅增长 141.22%，主要是代偿规模增长较大所致。截至 2020 年末，公司应收代位追偿款 9.94 亿元，较上年末下降 23.48%，主要系代偿项目追偿回收所致，从期限分布来看，应收代位追偿款以 1~2 年（含）为主，占比为 67.26%，期限较短。期末应收代位追偿款计提减值准备余额 14.52 亿元，减值计提比例为 59.36%。

表 10　公司资产构成情况　单位：亿元、%

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	**1.09**	**0.94**	**1.21**	**1.19**	**5.15**	**6.15**
应收代位追偿款	**5.38**	**4.62**	**12.99**	**12.74**	**9.94**	**11.86**
投资资产：	**101.62**	**87.22**	**77.32**	**75.85**	**58.54**	**69.88**
定期存款	0.32	0.28	9.69	9.50	1.83	2.19
应收款项类投资	6.25	5.37	5.03	4.93	--	--
可供出售金融资产	68.40	58.71	34.72	34.06	--	--
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	21.10	18.11	17.41	17.08	33.44	39.92
以摊余成本计量的金融资产	--	--	--	--	18.42	21.98
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	--	--	--	--	4.38	5.23
持有至到期投资	0.00	0.00	5.49	5.38	--	--
长期股权投资	5.55	4.76	4.98	4.89	0.47	0.56
资产总额	**116.50**	**100.00**	**101.94**	**100.00**	**83.78**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

4. 盈利能力

2018－2020 年，受担保业务规模及投资资产市值波动及收益下降的综合影响，公司营业收入持续下降，同时随着减值损失计提的增加，公司利润亦不断下降，2020 年，公司出现较大规模亏损，盈利水平大幅下降，整体盈利能力弱。

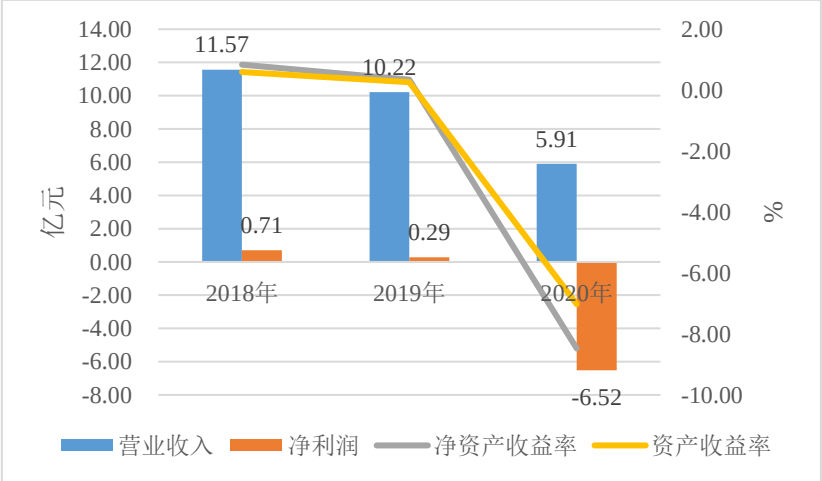
公司营业收入主要来源于担保业务净收入和投资业务产生的投资收益，2018－2020 年，公司营业收入呈持续下降趋势，年均复合下降 28.55%。2020 年公司实现营业收入 5.91 亿元，同比下降 42.20%，其中已赚保费 5.80 亿元，投资收益 2.91 亿元。

营业支出方面，2018 年公司营业支出以赔付支出、提取担保合同准备金、业务及管理费和资产减值损失为主，2019 年和 2020 年营业支出以业务及管理费、资产减值损失和信用减值损失为主。2018－2020 年，营业支出呈波动增长趋势，年均复合增长 21.01%。2020 年营业支出

合计 15.27 亿元，同比增长 52.34%，其中业务及管理费 1.41 亿元，同比增长 15.53%，主要系职工薪酬及理赔费用增加所致；各项资产减值损失合计 13.57 亿元，同比增长 32.69%，主要系公司对金融资产减值的计量模型变更、投资资产发生违约或估值下跌等风险事件所致。

综合上述因素影响，2018－2020 年，公司利润总额和净利润及各项盈利指标持续下降，2020 年出现大额亏损，盈利水平大幅下降。

图 1　公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从同行业对比来看，可对比的担保公司中，公司盈利能力低于样本企业平均值，整体盈利能力弱。

表 11　截至 2020 年末公司与同业近似企业对比情况　单位：亿元、%

企业名称	营业收入	净利润	净资产收益率	资产收益率
中国投融资担保有限公司	38.95	8.34	7.48	3.19
中债信用增进投资股份有限公司	17.12	5.24	4.74	3.28
江苏信用再担保集团有限公司	21.57	5.47	4.54	2.77
样本企业平均值	**25.88**	**6.35**	**5.59**	**3.08**
中合担保	5.91	-6.52	-8.48	-7.02

资料来源：公开资料、公司审计报告，联合资信整理

5. 资本充足性及代偿能力

近年来随着公司业务规模的收缩，净资本担保余额倍数持续下降；但受亏损等不利因素影响，2020 年末，公司净资本有所下降，其对担保业务组合风险价值的覆盖程度有待提升。整体公司代偿能力极强。

公司面临风险主要是担保项目的代偿。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。

近年来，受净利润大幅下滑，加之其较大的利润分配影响，公司净资产有所下降，净资本规模波动下降。截至 2020 年末，公司净资产余额 73.05 亿元，净资本余额 45.22 亿元。近年来，由于公司担保业务规模收缩，公司净资本担保倍数呈下降趋势，但仍处于较高水平。截至 2020

年末，公司净资本担保倍数为 13.85 倍。

表 12　公司资本充足性和偿债能力　单位：亿元、倍、%

项　目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
担保余额	1004.99	837.04	626.28
净资产	83.60	80.79	73.05
净资本	51.93	52.41	45.22
净资本担保倍数	19.35	15.97	13.85
净资本/净资产比率	62.11	64.87	61.90
净资本覆盖率	51.93	76.09	71.60
代偿准备金率	49.29	134.06	67.66

资料来源：公司提供，联合资信整理

2018 年 4 月以后，公司按照银保监会发布的《融资担保责任余额计量办法》计算融资担保责任余额及放大倍数。截至 2020 年末，公司融资担保责任余额的净资产放大倍数为 7.01 倍，符合监管规定，但处于较高水平。

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。经联合资信测算，截至 2020 年末，公司净资本 45.22 亿元，净资本/净资产比率为 61.90%，净资本覆盖率为 71.60%。公司净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度有待提升。截至 2020 年末，公司代偿准备金率为 67.66%，准备金水平一般。

6. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至2021年3月末，公司不存在担保业务以外的对外担保情况。

截至 2021 年 3 月末，公司不存在作为被告的重大未决诉讼情况。

九、结论

公司为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，股东中国宝武钢铁集团有限公司给予公司一定的支持；公司业务规模行业排名靠前，具有一定的行业竞争力；截至 2020 年末，公司资本实力很强，负债率水平较低。

同时，联合资信也关注到，2018 年以来，公司担保业务发展明显放缓，担保余额持续下降，但担保倍数处于较高水平。公司担保业务以直接融资担保业务为主，且单一客户集中度较高、行业集中度高。2018－2020 年，公司当期担保代偿规模均较大，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能。此外，公司投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且债权类投资资产和委托贷款出现多笔违约，股权类投资项目估值下跌，涉及金额较大，需关注相关违约资产及估值下跌后处置及资金回收情况。2020 年，受担保业务收入增速放缓、投资收益下降及公允价值变动损益持续浮亏、资产减值损失增加等多重因素影响，公司出现大额亏损。

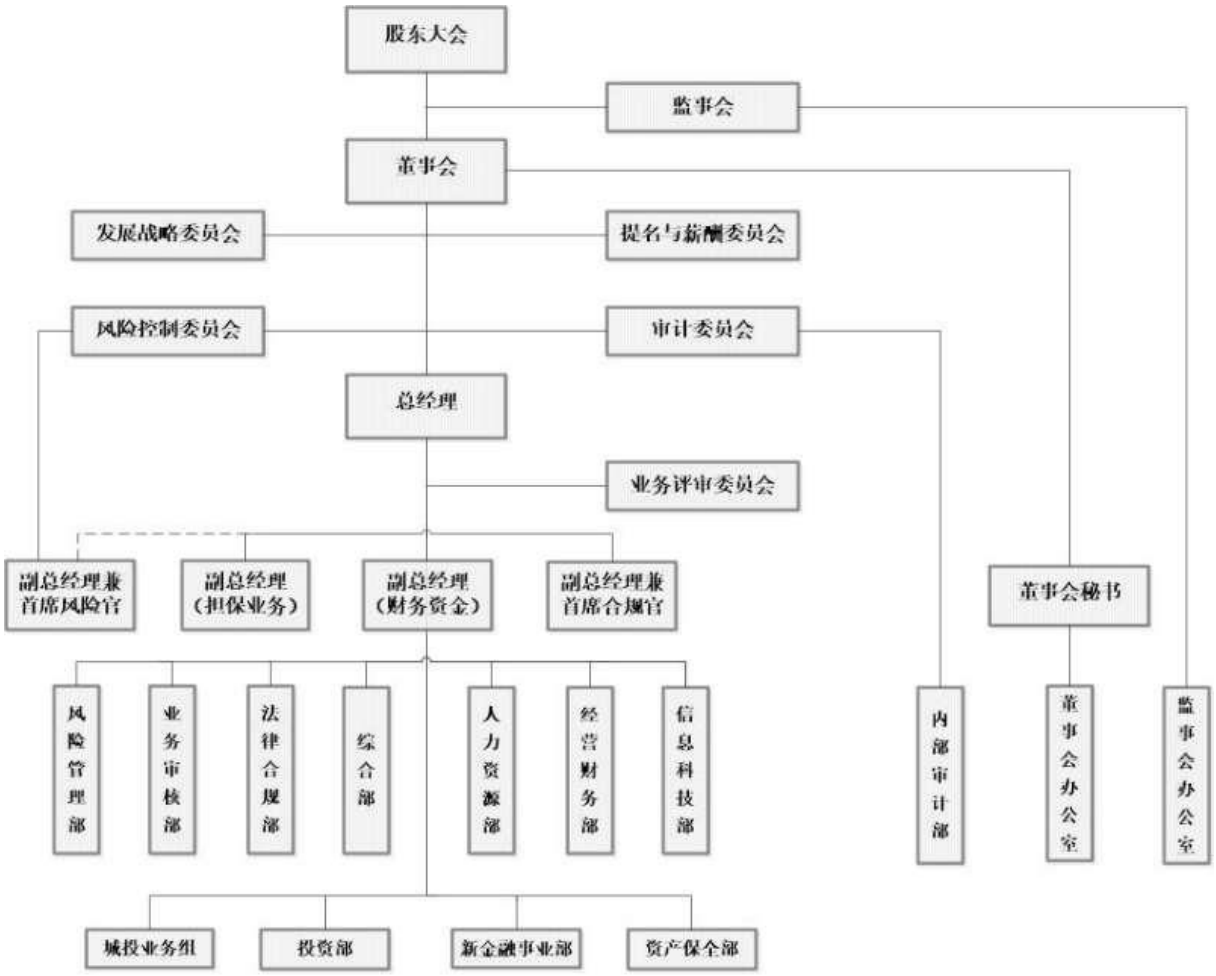
综上，联合资信认为，公司主体违约风险极低，确定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为负面。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末中合中小企业融资担保股份有限公司股权结构图

股　东	持股比例（%）
海航科技股份有限公司	26.62
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子（中国）有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合　计	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

附件 1-2　截至 2020 年末中合中小企业融资担保股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年
财务及业务数据			
资产总额（亿元）	116.50	101.94	83.78
所有者权益（亿元）	83.60	80.79	73.05
净资本（亿元）	51.93	52.41	45.22
营业收入（亿元）	11.57	10.22	5.91
利润总额（亿元）	1.14	0.20	-9.36
期末担保余额（亿元）	1004.98	837.04	626.28
财务及业务指标			
实际资产负债率（%）	16.59	10.66	1.86
资产收益率（%）	0.60	0.26	-7.02
净资产收益率（%）	0.84	0.35	-8.48
单一客户集中度（%）	14.83	13.13	13.19
前五大客户集中度（%）	111.96	104.72	99.49
融资性担保放大倍数（倍）	9.54	8.28	7.01
净资本担保倍数（倍）	19.35	15.97	13.85
净资本/净资产比率（%）	62.11	64.87	61.90
净资本覆盖率（%）	51.93	76.09	71.60
代偿准备金率（%）	49.29	134.06	67.66
累计担保代偿率（%）	2.81	4.08	3.90
当期担保代偿率（%）	4.52	8.15	3.24

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
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	
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额×100%
费用收入比	业务及管理费/营业收入×100%
资产收益率	净利润/资产总额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
净资本	经调整的资产－经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资担保余额/（净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资）
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	（负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金）/资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和×100%

附件 4-1　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 4-2 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

联合资信评估股份有限公司关于
中合中小企业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有关业务规范，联合资信将在中合中小企业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。

中合中小企业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。中合中小企业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，中合中小企业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合中小企业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，如发现中合中小企业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。

如中合中小企业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合中小企业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。

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。