信用等级公告

联合[2018] 1303 号

联合资信评估有限公司通过对天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“13 东丽债”的信用等级为 AA，“15 东丽债/15 东丽投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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

天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司
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 东丽债	7.20 亿元	2020/6/19	--	AA	AA
15 东丽债/15 东丽投	25.00 亿元	2022/12/02	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	59.46	61.88	46.50
资产总额(亿元)	345.52	386.02	389.63
所有者权益(亿元)	115.53	118.69	122.50
短期债务(亿元)	52.43	50.83	72.99
长期债务(亿元)	147.46	155.72	140.15
全部债务(亿元)	199.89	206.55	213.14
营业收入(亿元)	1.66	3.34	2.06
利润总额(亿元)	1.94	3.16	3.82
EBITDA(亿元)	3.40	5.64	6.18
经营性净现金流(亿元)	-29.01	-29.65	-16.38
营业利润率(%)	53.18	98.22	99.61
净资产收益率(%)	1.68	2.66	3.12
资产负债率(%)	66.56	69.25	68.56
全部债务资本化比率(%)	63.37	63.51	63.50
流动比率(%)	175.07	173.31	140.66
经营现金流动负债比(%)	-36.60	-36.20	-18.15
全部债务/EBITDA(倍)	58.85	36.60	34.49

分析师

王 治 姚 玥

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

天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司（以下简称“公司”）是天津市东丽区基础设施建设主体之一，主要从事政府投资项目代建及土地一级开发整理。跟踪期内，股东在财政补贴方面的支持持续。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司整体盈利能力偏弱，利润主要来源于政府补贴；代建项目资金尚未回流，债务负担进一步加重，公司对外担保比率很高等因素对公司经营及发展带来的不利影响。

随着公司启动万新街、新立街城中村改造定向安置经济适用房项目和金钟小城镇项目二期工程以及承接其他项目建设，其收入规模有望得到提高。

公司发行的“15东丽债/15东丽投”由中合中小企业融资担保股份有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中合中小企业融资担保股份有限公司的主体长期信用等级为AAA，担保实力强，显著提升“15东丽债/15东丽投”偿付安全性。“13东丽债”和“15东丽债/15东丽投”均设置了分期还款安排，有效降低了公司集中支付压力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“13东丽债”的信用等级为AA，“15东丽债/15东丽投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司持续获得财政补贴方面的外部支持。
2. “13东丽债”和“15东丽债/15东丽投”设置了分期还款安排，有效降低了公司资金集中支付压力。
3. “15东丽债/15东丽投”由中合中小企业融

资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了“15东丽债/15东丽投”债券的安全性。

关注

1. 公司盈利能力弱，利润对政府补贴依赖性强。
2. 公司主要代建项目金钟小城镇项目资金回流主要依靠出让区的土地出让收入，2017年未实现土地出让，公司未收到代建资金回流。联合资信将持续关注上述土地出让进度及公司资金到位情况。
3. 跟踪期内，公司债务规模继续增长，债务负担进一步加重，且公司未来投资规模较大，存在较大对外筹资压力。
4. 公司对外担保规模大，担保比率很高，存在很大或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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。

天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司
跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司（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，仍为天津市东丽区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“区国资委”）。截至2017年底，公司注册资本为11.50亿元，区国资委持有公司100%股权。

跟踪期内，公司职能定位仍为东丽区基础设施建设主体，营业范围未发生变化。截至2017年底，公司内设金钟项目管理部、小王庄项目管理部、航空产业园区项目管理部和东丽医院项目管理部、前期管理部、财务管理部、行政管理部和成本合约部等10个职能部门；拥有5家子公司，其中4家为全资子公司、1家为控股子公司。

截至2017年底，公司资产总额389.63亿元，所有者权益122.50亿元；2017年，公司实现营业收入2.06亿元，利润总额3.82亿元。

公司注册地址：天津市东丽区东丽开发区二纬路9号财智大厦606单元；法定代表人：李俊龙。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评“13东丽债”和“15东丽债/15东丽投”（以下简称“存续债券”）尚需偿还债券余额32.20亿元。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，并偿还了“13东丽债”分期待偿本金3.60亿元，公司既往还本付息情况良好。

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 东丽债	18.00	7.20	2013/6/19	7 年
15 东丽债/15 东丽投	25.00	25.00	2015/12/02	7 年
合计	**43.00**	**32.20**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至跟踪日，“13东丽债”和“15东丽债/15东丽投”募投项目均为金钟小城镇项目。截至2017年底，募投项目金钟小城镇一期项目原投资规模148.85亿元，受项目建设周期延长、项目成本变动影响，已累计投资176.08亿元，相关变更项目投资概算协议目前暂未签订。其中“13东丽债”募集资金已全部按计划用途使用完毕；“15东丽债/15东丽投”募集资金中已按计划用途使用24.62亿元。

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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表2 2017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
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责

		任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济概况

公司是天津市东丽区基础设施建设主体之一，经营发展主要取决于东丽区经济水平以及未来发展规划。

跟踪期内，东丽区经济稳定增长，固定资产投资较快增长。

根据《天津市东丽区政府工作报告》初步核算，2017年，东丽区预计完成地区生产总值900亿元，增长3.7%；固定资产投资860亿元，增长7.5%；全年完成工业总产值900亿元，其中规上工业完成800亿元，增长15%。全年完成服务业增加值475亿元，增长3.7%，占经济总量的比重达到52.8%。2017年，东丽区农村常住居民人均可支配收入26500元，增长8%；城镇常住居民人均可支配收入35900元，增长7.5%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为区国资委。截至2017年底，公司注册资本为11.50亿元，区国资委持有公司100%股权。

2. 外部支持

跟踪期内，东丽区一般预算收入降幅较大，主要系非税收入下降所致，地方政府债务规模增长。

跟踪期内，2017 年东丽区一般预算收入 61.23 亿元，同比下降 25.75%，主要系非税收入下降所致。转移性支付和税收返还收入 16.99 亿元，较上年增长 37.35%。

政府债务负担方面，东丽区地方政府债务全部由直接债务构成，截至 2017 年底，东丽区地方政府债务余额为 98.52 亿元（去年同期为 93.52 亿元），同比增长 5.35%。总体看，东丽区地方政府债务规模增长。

跟踪期内，公司在财政补贴方面获得东丽区政府的持续支持。

跟踪期内，根据天津市东丽区财政局《关于拨付天津市东丽城市基础设施建设投资集团有限公司2017年度财政专项补贴的通知》，由天津市东丽区财政局拨付公司5.00亿元补贴款，用于补充公司运营资金，计入“营业外收入”科目。

3. 企业信用记录

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为 G1012011001878490C），截至 2018 年 5 月 31 日，公司无“未结清不良信贷”、“已结清不良信贷”和“欠息”情况，过往履约情况良好。

截至 2018 年 6 月 14 日，公司未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、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司收入仍全部来源于代建管理费收入，但受工程推进影响，代建收入有所下降。公司收入实现质量依然较差。

2017 年，公司实现主营业务收入 2.06 亿元，同比下降 38.20%，主要系 2017 年公司投入项目资金有所下降，按照工程进度确认收入的代建收入随之下降所致。

毛利率方面，由于代建管理费业务对应的成本为公司日常发生的管理费用，计入期间费用，故近年公司主营业务毛利率一直为 100%。

表 3 2016~2017 年公司收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建项目	33402.83	100.00	20644.48	100.00
合计	**33402.83**	**100.00**	**20644.48**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司代建业务主要在建项目进展情况基本正常；在建项目未来剩余投资规模大，且用于对项目进行建设资金平衡的土地暂未实现出让，公司存在一定的筹资压力。

公司代建项目均按项目与政府签订委托代建协议，东丽区政府将全额支付委托公司建设的市政基础设施、安置房及开发完成的建设用地的成本，同时政府按实际发生投资额的一定比例作为代建管理费给予经济补偿，代建管理费比例根据具体项目确定。

金钟小城镇一期项目是公司投资规模最大的项目，分为安置区和出让区两个板块。公司在建设期内按照每年实际完成投资额的 12%计提代建管理费；区政府根据项目建设进

度向公司拨付项目资金，资金来源于东丽区政府依据政策规定获得项目出让区内可出让土地的全部收入及东丽区财政可支配使用的资金。

根据2014年《关于返回天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司土地出让收益的函》，东丽区政府同意通过土地出让收入返还的形式对建设资金予以平衡。相关收入返回所涉及的地块为金钟小城镇出让区土地，共4块，面积合计4869亩，按333万元/亩计算，计划于2015~2021年共计实现出让收入为162.32亿元。但实际出让进度及出让价格受市场波动及政策因素影响较大，土地出让收入的实现具有一定不确定性。截至2017年底，上述用于项目建设资金平衡的土地尚未进行出让。

为满足公司项目资金需求，根据东丽区政府于2016年6月23日出具的《东丽区人民政府关于天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司代建金钟示范镇项目付款计划的通知》，东丽区政府同意通过土地出让收入返还的形式对项目进行建设资金平衡，在以后土地未出让的年度，执行该付款计划，具体付款计划如下表所示。2017年，由于上述相关土地未实现出让，按照此付款计划，公司共收到10.00亿元用于项目建设资金，其中5.00亿元计入“营业外收入”科目，作为政府补贴款；另5.00亿元直接冲抵公司同政府其他应收款。

表4　付款计划表

付款金额（单位：亿元）	年份						
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	合计
	5.00	10.00	15.00	18.00	20.00	25.00	93.00

资料来源：公司提供

在建项目方面，金钟小城镇一期项目的概算总投资为148.85亿元。由于项目周期延长，相关拆迁成本增长，2017年底，金钟小城镇一期项目累计投资额已为176.08亿元。公司投资建设项目还包括环境综合整治工程、张贵庄轻轨站上盖物业项目、津塘二线工程、金钟小城镇二期。截至2017年底，公司重点代建项目已完成投资额213.62亿元。

表 5 截至 2017 底公司重点代建项目（单位：亿元）

项目名称	总投资额	截至 2017 年底累计投资额
金钟小城镇（一期）	148.85	176.08
环境综合整治	14.92	16.66
金钟路拓宽	3.56	3.01
赤海路	2.20	1.85
张贵庄轻轨站上盖物业	--	5.31
津塘二线	1.36	1.69
日光温室	0.97	0.93
金钟小城镇（二期）	45.42	7.65
万新街、新立街城中村改造定向安置经济适用房	26.07	0.34
东丽医院三期改扩建	0.97	0.10
合计	**244.32**	**213.62**

资料来源：公司提供

注：1、金钟小城镇累计投资额中未包含提取的代建费用和安置区的土地价格；

2、环境综合整治和津塘二线项目由于建设内容比较复杂，前期概算偏小，导致出现超概情况；

3、张贵庄轻轨站上盖物业项目为公司与市政府合作建设项目，目前已投入使用，后期正在着手周边配套设施及住宅建设。

公司下属子公司政通公司通过自筹资金进行市政工程建设，跟踪期内，公司市政工程建设业务暂未与政府签订回购协议，暂未实现资金回流。

公司的市政工程建设业务主要由天津市政通基础设施建设投资有限公司（以下简称“政通公司”）负责。

截至2017年底，政通公司的市政工程项目大部分已完工，全部体现在存货科目（2017年底存货账面余额为7.66亿元）。根据区政府2013年出具的《东丽区人民政府关于对政通公司基

础设施建设项目签订回购协议的通知》，区政府已明确将与政通公司就各建设项目签订回购协议，待项目完工决算交付后由财政局按公允价值支付工程价款，原各部门已支付款项直接抵减该工程价款；目前正在进行部分项目审计决算工作，预计于2022年完成。

公司未来重点建设项目仍为金钟示范镇一期及二期项目，其中金钟小城镇二期项目总建筑面积27.4万平方米，总投资额为45.42亿元。截至2017年底，已投资7.65亿元前期和农民保险费用；目前正在进行还迁区地上拆迁工作。

八、财务分析

公司提供了2017年度合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

跟踪期内，公司合并范围并未发生变化，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；资产中其他应收款、存货及在建工程占比大，资产流动性较弱，且其他应收款回款受政府拨付效率影响较大，整体资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 389.63 亿元，同比增长 0.93%，主要系其他应收款和在建工程增长所致。资产以非流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	61.88	16.03	46.50	11.93
其他应收款	57.53	14.90	65.31	16.76
存货	15.06	3.90	15.06	3.87
流动资产	**141.93**	**36.77**	**126.93**	**32.58**
在建工程	240.61	62.33	259.22	66.53
非流动资产	**244.09**	**63.23**	**262.70**	**67.42**
资产总额	**386.02**	**100.00**	**389.63**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动资产126.93亿元，同比下降10.57%。公司货币资金46.50亿元，同比下降24.86%，主要系公司2017年偿付部分借款所致；其中使用受限资金共14.66亿元，用于公司质押借款。公司其他应收款65.31亿元，同比增长13.53%，主要由应收东丽区财政局借款53.43亿元和应收天津东方财信投资集团有限公司借款3.50亿元构成。对于公司2014年底对政府相关部门形成的应收账款55.31万元、其他应收款43.16亿元。根据东丽区人民政府《关于向天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司支付相关款项的批复》（东丽政函【2015】72号），区政府决定，同意将海河中游地块的土地出让净收益作为上述款项还款来源，可取得土地出让收入合计60.10亿元，预计扣除相关税费及其他成本后净收益将达到48.08亿元，为上述应收款项合计金额的1.09倍。公司应收款项规模大，政府安排土地出让期限较长，上述土地受城市整体规划影响尚未进行出让，故公司未收到土地出让净收益资金。目前，公司正在积极进行金钟示范镇项目土地出让工作，预计2018年实现约300亩土地出让。跟踪期内，公司对政府应收款项进一步增加，联合资信将密切关注上述土地出让收益资金到位情况。

2017年底，公司存货15.06亿元，系根据天津阜信资产评估有限公司对政通公司账面价值7.66亿元工程项目进行评估，后续按项目评估价值计入存货科目所致。

2017 年底，公司非流动资产 262.70 亿元，同比增长 7.62%。可供出售金融资产 3.47 亿元，系子公司政通公司对天津市惠民安居建设有限公司的股权投资。在建工程 259.22 亿元，同比增长 7.73%，主要系金钟街小城镇项目的投资增加所致。其中金钟小城镇一期累计投资额为 220.51 亿元（含代建项目收益 23.52 亿元、项目安置区及政府拨付的土地价格共 20.91 亿元）。

跟踪期内，公司资产规模保持增长。其中其他应收款、存货及在建工程占比大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益结构中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。由于代建项目投资规模较大，公司有息债务规模快速增长，债务负担较重，以长期债务为主；随着未来代建项目的持续投入，预计公司负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司所有者权益 122.50 亿元，规模与结构保持稳定。其中归属于母公司权益中实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 9.39%、67.25%和 20.91%，所有者权益稳定性一般。

2017 年底，公司负债总额 267.12 亿元，同比下降 0.08%，基本保持稳定。其中流动负债和非流动负债占比分别为 33.78%和 66.22%。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	11.43	2.96	8.38	2.15
其他应付款	14.09	3.65	4.52	1.16
一年内到期的非流动负债	47.33	12.26	69.04	17.72
流动负债	**81.89**	**21.21**	**90.23**	**23.16**
长期借款	91.08	23.59	83.79	21.51
应付债券	64.64	16.75	56.36	14.47
非流动负债	**185.44**	**48.04**	**176.89**	**45.40**
负债总额	**267.33**	**69.25**	**267.12**	**68.56**
实收资本	11.50	2.98	11.50	2.95
资本公积	82.35	21.33	82.35	21.14
未分配利润	22.26	5.77	25.61	6.57
所有者权益合计	**118.69**	**30.75**	**122.50**	**31.44**
负债和所有者权益合计	**386.02**	**100.00**	**389.63**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 90.23 亿元，同比增长 10.18%。应付账款 8.38 亿元，同比下降 26.09%，主要系公司偿付对中国一冶集团的工程款所致。其他应付款 4.52 亿元，同比下降 67.93%，系公司偿付同天津市东丽区财政局的往来借款所致。一年内到期的非流动负债 69.04 亿元，同比增长 45.88%，系一年内到期的长期借款增加所致。2017 年底，公司非流动负债 176.89 亿元，同比下降 4.61%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，分别为 83.79 亿元、56.36 亿元和 33.70 亿元。其中应付债券同比下降 12.81%，系公司偿付“13 东丽债”本金 3.60 亿元所致。长期应付款同比增长 25.96%，主要系融资租赁款增长所致，均为

有息债务。

2017 年底，公司全部债务 213.14 亿元（其中长期债务占比 65.75%），同比增长 3.19%。受公司短期债务增长影响，2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别快速上升至 68.56%、53.36%和 63.50%。考虑到，将公司长期应付款中的融资租赁款计入长期债务核算，2017 年底，公司调整后全部债务 246.84 亿元，调整后全部债务资本化比率为 66.83%。公司债务负担较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司尚无自营项目，利润来源主要为政府项目代建确认的代建管理费及财政补贴，且由于期间费用增长较快，公司盈利能力略有下降，盈利能力较弱。

2017 年，公司实现营业收入 2.06 亿元，同比下降 38.20%；同期，公司营业成本小幅增长。由于公司营业收入无成本匹配，导致营业利润率保持较高水平，2017 年营业利润率为 99.61%，较上年保持稳定。

公司期间费用以财务费用为主，2017 年期间费用 2.79 亿元，同比增长 3.78%，主要系财务费用增长所致。2017 年公司期间费用率升至 135.35%。公司对费用控制能力亟待提高。

2017 年，公司营业外收入为 5.00 亿元，系根据天津市东丽区财政局《关于拨付天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司 2016 年度财政专项补贴的通知》，由天津市东丽区财政局拨付，用于补充公司运营资金。2017 年，公司利润总额 3.82 亿元。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.67%和 3.12%，较 2016 年略有提升。较 2016 年分别增加 0.07 个百分点和 0.46 个百分点。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动获现能力依然较差，经营活动现金流无法覆盖当期代建项目投资支出。为平衡代建项目投资资金需求以及偿付借款本息综合影响，公司筹资活动产生的现金流量保持较高水平，未来对外筹资压力较大。

公司经营活动现金流主要由政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017 年，公司经营活动现金流入18.01亿元，同比增长3.87%，主要系同东丽区财政局等关联单位往来款增长所致；同期，公司经营活动现金流出34.39亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金6.51亿元和支付其他与经营活动有关的现金27.67亿元构成。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额-16.39亿元，持续保持净流出状态。从收现质量看，公司于2017年代建项目并未实现回款，公司的收现质量很差。

2017年，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额-0.02亿元。

2017年，公司筹资活动现金流入70.06亿元，主要由公司对外借款构成。受公司筹资活动增加影响，公司筹资活动现金流出73.05亿元，同比增长7.18%，主要由偿还债务支付的现金55.32亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金13.73亿元构成。2017年，公司筹资活动现金流量净额-2.99亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较弱，且由于近几年公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力较弱。公司间接融资渠道亟待拓宽，存在很大或有负债风险。

2017年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为140.66%和123.97%。2017年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力。2017年底，公司现金类资产为46.50亿元，为公司短期债务的0.64倍.考虑到其他应收款回款受政府拨付效率影响较大，且存货变现能力较弱等因素，公司短期偿债能力较弱。

2017年，公司EBITDA为6.18亿元，调整

后全部债务/EBITDA降至39.94倍。跟踪期内，公司长期偿债能力较弱。

截至 2017 年底，公司合并口径共获得银行授信 91.20 亿元，已使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2017 年底，公司合并口径对外担保合计 169.09 亿元，担保比率为 138.03%。被担保对象包括天津东方财信投资集团有限公司和天津市滨丽建设开发投资有限公司，担保金额分别为 167.49 亿元和 1.60 亿元。天津东方财信投资集团有限公司为天津市东丽区国资委设立的另一建设主体，天津市滨丽建设开发投资有限公司为其下属子公司。目前，上述被担保企业经营状况良好，但公司担保比率很高，公司存在很大或有负债风险。

九、存续债券偿债能力分析

截至跟踪日，公司存续债券的短期偿债压力较小，未来需集中偿债资金规模大，公司面临较大的集中兑付压力。

截至跟踪日，公司存续债券规模共65.80亿元，其中一年内到期兑付债券本金合计5.00亿元（不包括已于2018年6月19日偿付“13东丽债”本金3.60亿元）。假设公司发行的“16东丽01”及“16东丽02”私募债均于2019年全部赎回，2019年将达到存续债券待偿本金峰值38.60亿元。2017年底，公司现金类资产46.50亿元；2017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18.01亿元、-16.38亿元和6.18亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表8　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017 年
一年内到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	38.60
现金类资产/一年内到期债券余额	9.30
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.47
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.42
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.16

资料来源：联合资信整理

整体看，公司短期偿债压力较小，但如果两期私募债均于2019年全部赎回，公司未来集中偿债资金规模大，面临较大的集中兑付压力。

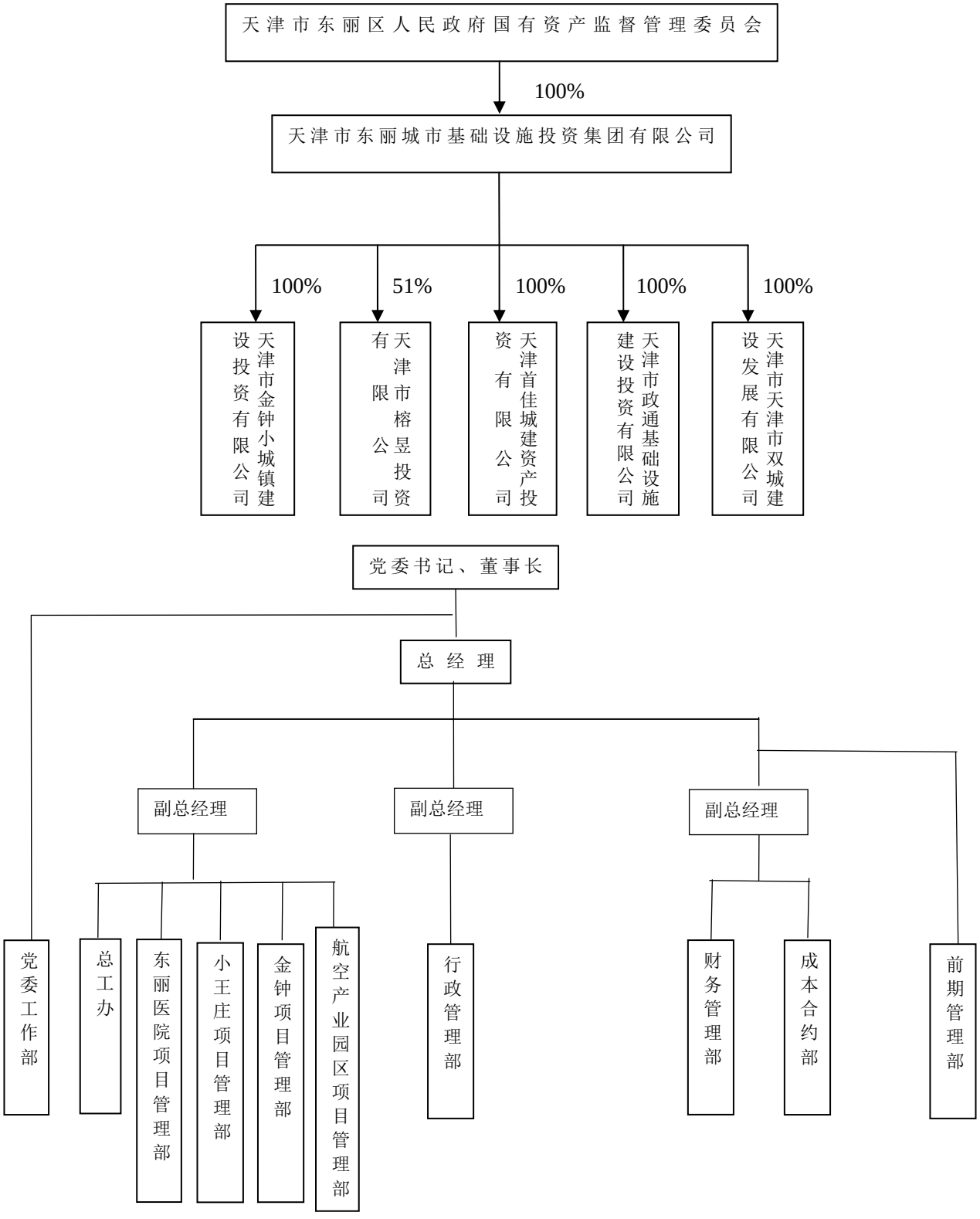
此外，“13东丽债”偿债资金来源于募投项目自身收益，包括部分住宅建设项目销售收入和配套公建销售收入。但由于募投项目周期延长，项目未来收入实现情况可能与存续债券还本付息发生错配，如项目收入无法覆盖偿债金额，公司将用日常经营收入偿还债券本息。

公司存续债券“13东丽债”和“15东丽债/15东丽投”设置了分期还款安排，有效降低了公司资金集中支付压力。此外，“15东丽债/15东丽投”由中合中小企业融资担保股份有限公司提供了无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据联合资信于2018年5月31日出具的中合中小企业融资担保股份有限公司主体评级报告，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，担保实力极强，有效增强了“15东丽债/15东丽投”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，维持“13东丽债”的信用等级为AA，“15东丽债/15东丽投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	59.46	61.88	46.50
资产总额(亿元)	345.52	386.02	389.63
所有者权益(亿元)	115.53	118.69	122.50
短期债务(亿元)	52.43	50.83	72.99
长期债务(亿元)	147.46	155.72	140.15
全部债务(亿元)	199.89	206.55	213.14
调整后全部债务(亿元)	200.27	233.30	246.84
营业收入(亿元)	1.66	3.34	2.06
利润总额(亿元)	1.94	3.16	3.82
EBITDA(亿元)	3.40	5.64	6.18
经营性净现金流(亿元)	-29.01	-29.65	-16.38
财务指标			
销售债权周转次数(次)	401.11	2154.15	7238.82
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.00
营业利润率(%)	53.18	98.22	99.61
总资本收益率(%)	1.07	1.60	1.67
净资产收益率(%)	1.68	2.66	3.12
长期债务资本化比率(%)	56.07	56.75	53.36
全部债务资本化比率(%)	63.37	63.51	63.50
调整后全部债务资本化比率(%)	63.42	66.28	66.83
资产负债率(%)	66.56	69.25	68.56
流动比率(%)	175.07	173.31	140.66
速动比率(%)	156.07	154.91	123.97
经营现金流动负债比(%)	-36.60	-36.20	-18.15
全部债务/EBITDA(倍)	58.85	36.60	34.49
调整后全部债务/EBITDA(倍)	58.96	41.34	39.94

注：调整后全部债务=长期应付款中有息债务+全部债务。

附件 3　中合中小企业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%
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+一年内到期的长期负债+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　评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3　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。

中合中小企业融资担保股份有限公司
2018 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

2018 年 5 月 31 日

主要数据 单位：亿元/倍/%

项 目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产总额	122.48	121.04	77.06
所有者权益	86.33	82.69	57.98
净资本	53.87	57.53	43.92
担保责任余额	1088.79	869.47	488.18
净资产担保责任余额倍数	12.61	10.52	8.42
净资本担保责任余额倍数	20.21	15.11	11.12
融资性担保倍数	11.72	9.51	7.70
风险调整融资性担保倍数 [1]	4.33	3.71	3.68
净资本比率	62.40	69.58	75.75
净资本覆盖率	52.04	71.05	95.64
项 目	**2017 年**	**2016 年**	**2015 年**
营业收入	15.44	14.63	10.68
已赚保费	8.31	7.82	5.00
投资收益(含公允价值变动收益)	6.40	5.90	4.25
净利润	6.11	5.29	4.45
平均资产收益率	5.09	5.34	6.34
平均净资产收益率	7.25	7.52	7.92

数据来源：公司提供，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

[1] 2015 年 12 月起，公司根据《北京市融资性担保业务风险分级指引》统计风险调整担保责任余额计算担保放大倍数。2018 年 4 月之后，公司将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。

评级观点

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称 “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。2016 年，公司进行了增资扩股，引进新股东海航科技股份有限公司 [2]，增资后公司资本实力和担保代偿能力得到增强。近年来，公司担保业务快速发展但增速放缓，投资业务稳步发展，营业收入及净利润保持增长。联合资信评估有限公司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，评级展望为稳定。该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强，违约风险极低。

优势

- 公司资本实力位于国内担保行业前列，增资扩股后公司资本实力和担保代偿能力得到增强；
- 作为国务院利用外资设立担保公司的试点项目，在运营过程中可能得到政府相关政策的支持；
- 高级管理层专业素质高，公司专业化运营水平较高；
- 担保业务收入及投资收益稳步提升，净利润保持增长。

关注

- 公司担保业务规模快速增长导致担保倍数快速上升；
- 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，存在一定的行业集中风险；同时，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

[2] 2018 年 4 月 19 日，海航科技股份有限公司名称由天津天海投资发展股份有限公司变更为现名。

相关风险；

- 信托计划和资产管理计划投资规模较大，随着资管新规的逐步推行，投资业务未来发展及面临的相关风险值得关注；
- 随着《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的逐步施行，融资担保行业监管不断趋于完善，担保公司业务经营与发展将面临一定的机遇和挑战。

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 2018 年 5 月 31 日至 2019 年 5 月 30 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
2018 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称 “公司”）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，海航科技和海航资本实际控制人均为海航集团有限公司，公司增资完成后注册资本增至 71.76 亿元，海航集团有限公司间接持有公司 43.34%的股份。截至 2017 年末，公司股东及持股比例情况见表 1。

表 1　公司股东及持股情况　　单位：%

股　东	2017 年末
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**

数据来源：公司提供，联合资信整理。

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 2017 年末，公司设有金融产品部、国际业务部、信用保证事业部、新金融事业部、投资部、业务发展部、风险管理部、业务审核部、法律合规部、内部控制部、财务资金部、人力资源部、信息管理部、内部审计部、办公室、董事会办公室、监事会办公室等部门；拥有 3 家全资子公司；母公司共有员工 164 人。

截至 2017 年末，公司资产总额 122.48 亿元，负债总额 36.15 亿元，所有者权益 86.33 亿元；担保责任余额 1088.79 亿元。2017 年，公司实现营业收入 15.44 亿元，其中已赚保费 8.31 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）6.40 亿元，实现净利润 6.11 亿元。

注册地址：北京市西城区平安里西大街 28 号楼中海国际中心 12 层

法定代表人：周纪安

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

（1）国内及国际经济环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升（见表 2）。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业

生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对

美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

表 2　宏观经济主要指标　　单位：%/亿元

项　目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP 增长率	6.9	6.7	6.9	7.4	7.7
CPI 增长率	1.6	2.0	1.4	2.0	2.6
PPI 增长率	6.3	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9
M2 增长率	8.2	11.3	13.3	12.2	13.6
固定资产投资增长率	7.0	8.1	10.0	15.7	19.3
社会消费品零售总额增长率	10.2	10.4	10.7	10.9	13.1
进出口总额增长率	14.2	-0.9	-7.0	2.3	7.6
进出口贸易差额	28718	33523	36865	23489	2592

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。
注：2013 年进出口贸易差额的单位为亿美元。

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，此外随着国家融资担保基金的设立，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 3 月 28 日,国务院在北京主持召开常务会议,指出按照《政府工作报告》关于扩展普惠金融业务、更好服务实体经济的部署,会议决定,由中央财政发起、联合有意愿的金融机构共同设立国家融资担保基金,首期募资不低于 600 亿元(人民币,下同),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,支持发展战

略性新兴产业。

总体看，随着担保行业的发展，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融资担保机构发展，鼓励并引导融资担保公司为小微企业及“三农”服务；同时规范融资担保机构运营环境，有助于防控融资担保公司风险。

三、公司治理与内部控制

1．公司治理

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公司建立现代化的公司治理机制，并打下市场化运营的基础。

2016 年，公司进行了增资扩股，通过引入新股东以及向部分现有股东增发方式增发 20.50 亿股，共募集资金 23.58 亿元。公司引入的新股东为海航科技，该公司为海航资本的关联方。增资完成后海航科技持有公司 26.62%的股份，成为公司的单一最大股东；海航资本和海航科技合计持有公司 43.34%的股份。截至 2017 年末，公司注册资本为 71.76 亿元，均为货币出资。

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。公司董事长由海航集团董事局副董事长兼首席执行官谭向东担任，其余 6 名股东董事分别由除内蒙古鑫泰投资有限公司以外的 6 家股东各自委派 1 名。董事会会议按照相关流程规定召开，负责公司重大事项的决策。公司董事会成员均具有高等学历，以及大型机关、企事业单位相关管理经验，专业素质较高。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。

公司监事会由 5 名监事组成，其中股东监事 3 名，分别来自摩根大通、海航资本和海宁宏达股权投资管理有限公司，另 2 名为职工监事。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。

公司建立了由总经理（兼任公司法定代表人）、副总经理兼首席风险官、首席运营官、首席财务官、首席投资官、总法律顾问兼首席合规官、首席行政官、董事会秘书组成的高级管理层。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。总体看，公司高级管理层具备丰富的专业背景及管理经验，公司专业化运营水平较高。

总体看，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。

2．内部控制

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规划，根据业务发展需要，按照前、中、后台划分职能部门。2017 年，为强化内控管理，公司拆分原内控审计部，单独设立内部控制部，负责牵头协调各部门开展内部控制体系建设工作，并对控股子

公司的内部控制相关工作进行监督检查等。截至 2017 年末，公司前台部门包括金融产品部、国际业务部、信用保证事业部、新金融事业部和投资部；中台部门包括业务发展部、风险管理部、业务审核部、法律合规部和内部控制部；后台部门包括办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部、内部审计部、董事会办公室和监事会办公室。公司组织结构图见附录 1。

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。2017 年，公司共颁布、修订各项制度 43 项，为进一步规范公司各项业务管理流程及员工行为，有效防范各类风险，保障经营目标的实现提供了重要的制度依据；参考《企业内部控制基本规范》、《融资性担保公司内部控制指引》等规章制度，结合公司内部环境的实际情况，制定颁布了《内部控制章程》，对公司内部控制的运营机制进行了规范。此外，公司聘请外部机构协助开展了第一次年度内部控制评价工作，重新梳理了流程风险节点，改进控制措施，规范员工操作执行，有效提升了公司内部控制水平及全员的内控意识。

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 2017 年末公司为关联方提供的担保责任余额合计 26.41 亿元，占公司担保责任余额的 2.43%，占比较低；其中涉及海航资本的关联担保责任余额 9.71 亿元，涉及中国进出口银行的关联担保责任余额 15.71 亿元。整体来看，公司关联交易管理较为严格，关联交易风险可控。

总体看，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；公司针对关联交易制定了较为明确和严格的管理制度，关联交易整体风险可控。

3．发展战略

公司是在国家利用外资服务中小企业发展的政策背景下成立的，在成立之初其市场定位偏重于支持中小企业发展，建立了包含“初创期、成长期、成熟期”的长期战略规划，其主要内容包括：

初创期：形成稳定的担保主业发展模式，担保业务成为公司盈利的主要来源，中小企业客户数占公司客户总数的 80%以上。

成长期：利用公司已经初步形成的市场地位和影响力，在重点地区设立分支机构，进一步扩大业务覆盖面和中小企业服务水平。到 2017 年，公司建设成为具有一定市场竞争力和行业影响力的创新型金融机构。

成熟期：担保业务规模效益继续稳步增长。着手建设综合性金融服务集团，为以中小企业为主的客户群提供包括担保和再担保、投资融资、信用保险、资产管理和财务咨询等内容的全面金融解决方案。

总体看，公司成立之初的战略规划清晰，明确了发展目标和战略定位；公司在发展过程中，根据宏观经济形势和市场风险状况，不断调整业务结构，目前公司已步入成熟期，中小企业客户占比目标虽未达到战略规划目标，但公司建立了与自身发展相适应的业务模式，具备了一定的市场竞争力和行业影响力。2018 年，考虑到行业监管政策变动影响，公司将在确保融资担保和资金运用两大业务平稳发展的基础

上，加大多元化力度，着力向综合性金融服务集团方向发展。

四、担保业务经营分析

公司成立于 2012 年 7 月，并于 2013 年正式开展担保业务。目前，公司已获得建设银行、中国银行、工商银行、进出口银行、中信银行、北京银行等 19 家银行累计授信额度 873 亿元。近年来，公司担保业务快速拓展，担保责任余额快速上升。截至 2017 年末，公司担保责任余额 1088.79 亿元（见附录 2：表 1）。

公司担保业务模式主要包括以下两种方式：一种是由公司与被担保客户直接签署担保协议，公司直接提供担保，公司称之为个案业务。另一种是通过批量模式开展担保业务，公司与银行、小额贷款公司、其他担保公司等金融机构合作，采取批量打包形式，对合作机构的担保项目按比例承担担保责任，公司称之为批量业务。成立之初，批量业务曾经在公司担保业务构成中占据一定比例，但随着公司直接融资担保业务的快速发展，公司逐步退出批量业务合作，目前公司业务全部为个案业务。

从业务构成情况来看，公司担保业务以直接融资担保业务为代表的融资性担保业务为主。公司直接融资担保业务包括债券担保和金融产品担保。鉴于国内宏观经济形势以及市场风险状况，近年来公司加大了公募城投债担保业务的开拓力度，城投债担保责任余额显著上升，这是导致公司担保业务规模快速上升的主要原因。公司城投债担保业务分布在全国 17 个省、46 个地级行政区，整体来看地区较为分散。在准入条件上，公司主要考察城投公司的偿债能力、应收账款质量以及当地政府的综合财力、负债率等；在反担保措施上，公司主要采用应收账款质押、土地抵押的方式。截至 2017 年末，公司城投债担保责任余额 832.10 亿元，占总担保责任余额的 82.25%。此外，公司逐步推进公司债、金融债、小微企业集合债等债券担保业务的开展。

近年来，公司主动控制金融产品担保业务规模，其担保责任余额快速下降。截至 2017 年末，公司金融产品担保责任余额 28.08 亿元，占总担保责任余额的 2.58%。公司间接融资担保主要为银行贷款担保，近年来呈小幅上升趋势，但整体规模较小，在业务构成中占比低。截至 2017 年末，公司间接融资担保责任余额 40.25 亿元，占总担保责任余额的 3.70%；其中，银行贷款担保责任余额 39.75 亿元。公司非融资担保业务主要为存量保本基金履约保证担保；截至 2017 年末，公司保本基金担保责任余额 65.40 亿元，占总担保责任余额的 6.01%。

总体看，公司具备较强的担保业务营运能力，近年来公司担保责任余额快速增长，其中城投债担保业务占比较高，存在一定业务集中风险。

五、风险管理分析

1. 担保业务风险管理

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，负责决定公司风险管理战略，审议批准公司风险管理的基本制度等；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；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；风险管理部负责牵头推动和落实全面风险管理工作，拟定公司业务风险相关的制度管理规定和操作流程，保障风险管理目标的实现；业务审核部负责对公司产品和项目进行风险审核，确保各类业务符合公司确定的风险偏好，确保具体项目风险缓释措施的充分性和有效性。

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。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。公司担保业务评审委员会由 4 名常任委员和 3 名非常任委员组成，公司副总经理兼首席风险官担保评审会主任，常任委员由公司高级管理层担任。评审项目有 2/3 以上参会委员同意视为通过，总经理有一票否决权。

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，并由业务审核部和法律合规部等部门协助管理。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，相关部门需在一个工作日内发出预警信号，如需要启动重点检查，则将会同风险管理部、法律合规部等部门，提出重点检查的关键指标及检查措施，形成重点检查方案，并报备总经理。

公司把设定综合反担保措施作为风险控制的重要手段，将反担保物分为硬性、一般两种属性。公司目前采取的反担保措施主要包括：财产抵押、股权质押、存单质押、设备抵押、第三方保证、收费权质押等。

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内部评级制度，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。在遵循七部委颁布的《融资性担保公司管理暂行办法》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。公司就投资组合设定了一系列指标，如投资组合风险价值占比、潜在损失率等指标，以控制投资风险。

总体看，公司确立了较为稳健的风险偏好，搭建了全面风险管理框架，为开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。

2．担保组合风险

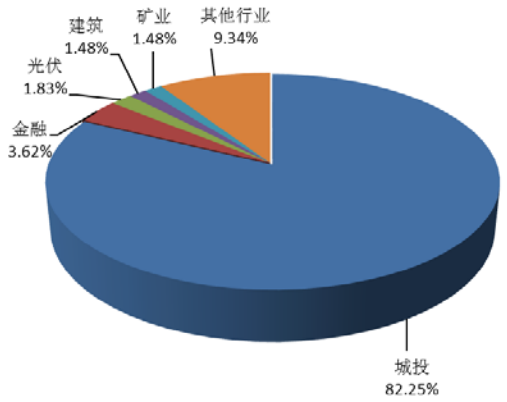
截至 2017 年末，公司担保责任余额 1088.79 亿元，其中融资性担保责任余额 1011.70 亿元，非融资性担保责任余额 77.08 亿元；融资性担保中的直接融资担保责任余额 971.45 亿元。

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。

截至 2017 年末，公司担保业务中单笔担保规模在 1 亿元以上的客户合计 103 户，1 亿元以上的项目担保责任余额合计 1001.10 亿元，占总担保责任余额的 91.95%。截至 2017 年末，公司融资性担保业务中单一最大客户担保责任余额 20.00 亿元，占融资性担保业务担保责任余额的 1.98%，占公司净资产的 23.17%；前五大融资性担保客户担保责任余额 86.60 亿元，占融资性担保业务担保责任余额的 8.56%，与公司净资产的比例为 100.32%。整体来看，公司担保业务客户集中风险可控。

公司担保业务主要为城投债担保，因此公司担保业务主要集中在城投行业，其他行业业务量较小（见图 1）。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。整体看，公司承保的城投类企业项目占比较高，相关风险值得关注。

图 1　2017 年末公司在保项目行业分布



资料来源：公司提供，联合资信整理。

从担保项目剩余期限分布情况来看，公司担保责任余额剩余期限主要集中在 2 年以上。截至 2017 年末，公司担保项目担保责任余额剩余期限在 1 年以内、1~2 年和 2 年以上的占比分别为 9.30%、5.53%和 85.17%。

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，近年来公司担保代偿规模有所上升。截至 2017 年末，公司累计代偿金额 10.89 亿元，累计代偿率为 2.21%。2017 年，公司当期代偿金额 4.91 亿元，代偿率 3.42%，代偿项目数 3 笔，主要涉及房地产行业。2017 年，公司代偿回收额 3.20 亿元，代偿回收率 65.25%，累计代偿回收率 39.77%。目前，公司对代偿的担保项目采取诉讼和非诉手段相结合的方式进行追偿，由于担保抵质押物充足，反担保措施设计较完备，未来代偿款收回的可能性较大。

此外，公司为阳光凯迪新能源集团（以下简称“阳光凯迪”）2010 年发行的 10 年期规模为 10.00 亿元的公司债券“10 凯迪债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保；“10 凯迪债”将于其存续期最后三年（2018~2020 年）分别偿付本金的 30%、30%、40%。2018 年 5 月 7 日，阳光凯迪核心子公司凯迪生态环境科技股份有限公司（以下简称“凯迪生态”，000939.SZ）的“11 凯迪 MTN1”未能于兑付日按期足额偿付，已构成实质性违约。截至本报告出具日，阳光凯迪和凯迪生态主体长期信用等级已经大幅下调，考虑到阳光凯迪刚性债务规模较大，将面临较大流动性压力，需关注公司对于“10 凯迪债”的代偿风险。

总体看，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，存在一定的行业集中风险；同时，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。

六、财务分析

公司提供了 2015~2017 年合并财务报表，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对 2015~2017 年合并财务报表进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见。其中，2015~2016 年公司纳入合并范围的子公司包括全资子公司中合共赢资产管理有限公司和中合投资控股有限公司；2017 年纳入合并范围新增全资子公司唐山市福佑企业管理有限公司。

1. 资本结构

公司负债主要包括卖出回购金融资产款、担保合同准备金、应付债券和递延收益等。2017年以来，公司负债规模小幅压缩；截至2017年末，公司负债总额36.15亿元，资产负债率为29.52%，财务杠杆水平不高。

近年来，公司加大了市场资金融入力度，分别于2015年和2016年发行了合计15亿元的公司债券。截至2017年末，公司应付债券余额14.95亿元，占负债总额的41.35%。

公司以产品类型确定计量单位，对担保合同尚未解除的正常类项目，根据产品的风险等级对应的违约率及损失率计提担保合同准备金；对担保合同尚未解除的非正常类项目，根据逐案厘定的违约率及损失率计提担保合同准备金。截至2017年末，公司担保合同准备金余额6.78亿元，占负债总额的18.74%；递延收益余额6.92亿元，占负债总额的19.15%。

公司担保业务发展资金主要来源于股东投入的资本金。为满足业务快速发展对资本的需求，公司于2016年进行了增资扩股，共募集资金23.58亿元。2015~2017年，公司分别分配现金股利1.07亿元、4.57亿元和2.08亿元。截至2017年末，公司股东权益86.33亿元，其中股本71.76亿元，资本公积3.11亿元，未分配利润7.07亿元。

总体看，近年来公司融资渠道有所拓宽，资本结构逐步改善；增资扩股和利润留存增强了公司的资本实力。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，但2017年以来增速明显放缓；截至2017年末，公司资产总额122.48亿元，资产类别以投资资产为主。

截至2017年末，公司货币资金余额6.29亿元，占资产总额的5.13%，其中定期存款4.83亿元，期限集中在3个月至一年以内。

在资金运用上，公司以安全性、流动性、收益性为原则，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。公司投资资产主要包括信托计划、基金产品、资产管理计划和委托贷款，另有少量银行理财产品、信贷资产收益权以及长期股权投资等。截至2017年末，公司投资资产余额104.43亿元，占资产总额的85.26%。其中，基金产品投资余额21.08亿元，主要投向货币基金、海外债基金以及并购基金等；信托计划和资产管理计划投资余额分别为29.38亿元和28.66亿元，主要投向发放贷款的债券类投资，融资方涉及地产、消费、有色金属及化工等多个行业。

公司委托贷款融资方以金融租赁公司、小额贷款公司等金融机构为主，另有少量消费金融委托贷款。针对金融机构的委托贷款业务单笔贷款金额一般在0.5~2.5亿元，期限主要集中在6个月~2年。截至2017年末，公司委托贷款余额11.87亿元。公司将委托贷款纳入应收款项类投资科目项下，2017年末减值准备余额为0.75亿元。

公司持有的计入以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产主要为资产管理计划和交易性权益工具；截至2017年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额为29.12亿元。

近年来，受代偿额增大的影响，公司应收代位追偿款余额逐年增加。截至2017年末，公司应收代位追偿款总额8.10亿元，坏账准备余额3.98亿元，应收代位追偿款净额4.12亿元。

公司其他类资产主要是应收利息、递延所得税资产等。截至2017年末，公司其他类资产余额7.64亿元，占资产总额的6.24%；其中，土地拍卖款项4.29亿元，为子公司唐山市福佑企业管理有限公司通过司法拍卖取得的土地使用权。

总体看，近年来公司货币资金保持较充足水平，投资业务稳步发展并实现较好收益，但投资资产中信托计划和资管计划规模较大，随着资管新规的逐步推行，投资业务未来发展及

面临的相关风险值得关注。

3. 经营效率与盈利能力

公司营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。2017 年，公司实现营业收入 15.44 亿元。近年来，公司担保业务收入保持增长但增速放缓，2017 年实现已赚保费 8.31 亿元，占营业收入的 53.83%；投资收益稳步增长，2017 年实现投资收益（含公允价值变动损益）6.40 亿元，占营业收入的 41.43%。其中，可供出售金融资产投资收益 2.94 亿元，指定为公允价值计量且变动计入当期损益金融资产实现的投资收益和其公允价值变动损益分别为 1.34 亿元和 0.51 亿元，应收款项类投资收益 0.88 亿元。

公司营业支出主要包含提取担保合同准备金、业务及管理费和资产减值损失。近年来，随着业务规模的扩大，业务及管理费逐年增加，资产减值准备计提力度持续加大，导致营业支出整体呈上升趋势；但由于 2017 年提取担保合同准备金减少，导致当年营业支出较 2016 年小幅下降。2017 年，公司营业支出 7.37 亿元，其中提取担保合同准备金 1.51 亿元；业务及管理费 2.62 亿元，费用收入比为 16.96%，成本控制能力处于良好水平；资产减值损失 2.44 亿元，主要为对应收代位追偿款、其他应收款和应收担保费计提的减值准备，2017 年分别计提 2.11 亿元、0.25 亿元和 0.20 亿元。

得益于营业收入的增长，公司净利润保持增长。2017 年，公司实现净利润 6.11 亿元。从收益率指标看，2017 年公司平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 5.09%和 7.25%。

总体看，公司担保业务收入增速有所放缓，投资收益稳步提升，营业收入和净利润保持增长；资产减值准备计提较大，对盈利产生一定负面影响；整体盈利水平较为稳定。

4. 资本充足率及代偿能力

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。

从现金流情况来看，2017 年，公司经营活动现金流由之前年度的净流入转为净流出，主要是由于公司支付担保代偿款项现金增加所致；投资活动现金流表现为净流出但净流出规模大幅下降，主要是由于公司投资规模减少所致；筹资活动现金流呈现波动，2016 年筹资活动现金流净流入大幅增加，主要是由于公司进行增资所致；年末现金及现金等价物余额 0.35 亿元（见附录 2：表 4）。

近年来，得益于增资扩股、持续的盈利及利润留存，公司净资产和净资本规模均呈上升趋势。截至 2017 年末，公司净资产余额 86.33 亿元，净资本余额 53.87 亿元；净资本比率为 62.40%（见附录 2：表 5）。由于担保业务的快速发展，公司担保责任余额、净资产担保责任余额倍数和净资本担保责任余额倍数均呈快速上升趋势。截至 2017 年末，公司净资产担保责任余额倍数为 12.61 倍，净资本担保责任余额倍数为 20.21 倍。

2015 年 12 月起，公司根据《北京市融资性担保业务风险分级指引》统计风险调整担保责任余额计算担保放大倍数。截至 2017 年末，公司风险调整融资性担保倍数为 4.33 倍。2018 年 4 月以后，公司将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 2018 年一季度末，公司融资担保责任余额的净资产放大倍数为 9.54 倍。

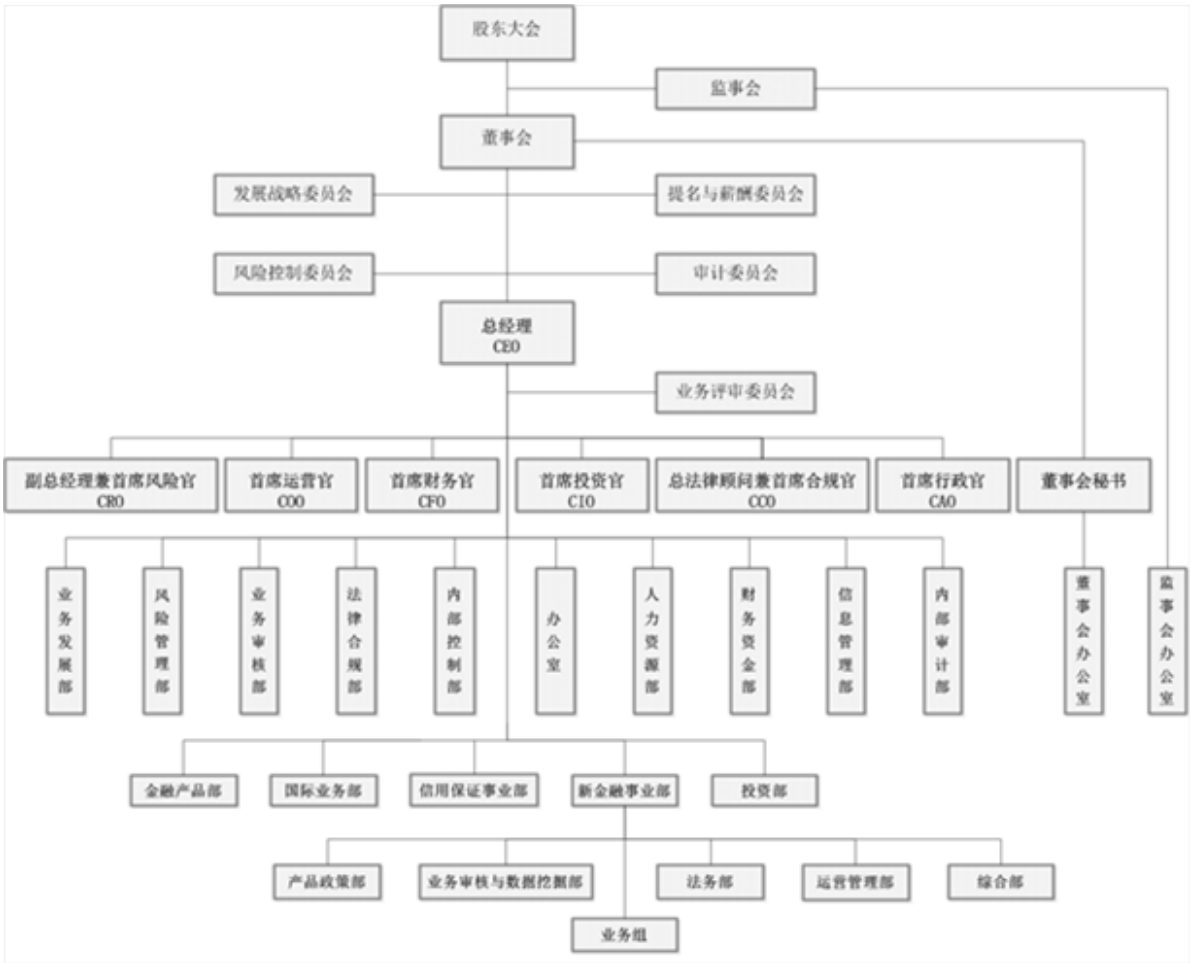
联合资信根据公司的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保

业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信测算，截至 2017 年末，公司净资本 53.87 亿元，净资本/净资产指标为 62.40%，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖率为 52.04%，总体看，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。

七、评级展望

公司建立了风险管理架构和内部控制体系，制定了较为稳健的业务开展和资金运用相关管理办法。2016 年，公司进行了增资扩股，引进新股东海航科技股份有限公司，增资后公司资本实力和担保代偿能力得到增强。近年来，公司担保业务快速发展但增速放缓，投资业务稳步发展，营业收入及净利润保持增长。另一方面，公司担保业务规模快速增长导致担保倍数快速上升，资本充足水平有待进一步提升；信托计划和资产管理计划投资规模较大，随着资管新规的逐步推行，投资业务未来发展及面临的相关风险值得关注。此外，随着《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的逐步施行，融资担保行业监管不断趋于完善，担保公司业务经营与发展将面临一定的机遇和挑战。根据公司面临的外部经营环境、股东支持因素以及自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间内的信用水平将保持稳定。

附录 1　组织结构图


股东大会
监事会
董事会
发展战略委员会
提名与薪酬委员会
风险控制委员会
审计委员会
总经理
CEO
业务评审委员会
副总经理兼首席风险官
CRO
首席运营官
COO
首席财务官
CFO
首席投资官
CIO
总法律顾问兼首席合规官
CCO
首席行政官
CAO
董事会秘书
业务发展部
风险管理部
业务审核部
法律合规部
内部控制部
办公室
人力资源部
财务资金部
信息管理部
内部审计部
董事会办公室
监事会办公室
金融产品部
国际业务部
信用保证事业部
新金融事业部
投资部
产品政策部
业务审核与数据控制部
法务部
运营管理部
综合部
业务组

附录 2　主要财务数据及指标

表 1　公司期末担保责任余额　单位：亿元

项　目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
融资性担保合计	**1011.70**	**786.09**	**446.68**
直接融资担保合计	**971.45**	**751.26**	**425.53**
债券担保合计	**943.37**	**655.63**	**231.43**
企业债	830.26	568.91	209.50
公司债	54.40	27.00	3.00
金融债	17.00	17.00	-
小微企业集合债	29.00	29.00	-
非公开定向债务融资工具	-	-	5.00
中小企业私募债	-	1.00	2.50
境外债券	12.71	12.71	11.43
金融产品担保合计	**28.08**	**95.63**	**194.10**
信托计划	22.45	29.82	64.29
专项资产管理计划	-	7.00	14.45
区域交易市场私募债	-	33.50	62.60
P2P 等平台借款融资	-	10.84	23.51
债券（收益权）转让融资	-	4.38	17.91
资产证券化	4.36	9.48	8.50
租赁融资	-	0.62	2.84
其他金融产品	1.27	-	-
间接融资担保合计	**40.25**	**34.83**	**21.15**
银行贷款	39.75	34.33	21.15
信用证	0.50	0.50	-
非融资担保合计	**77.08**	**83.38**	**41.50**
保本基金履约保证担保	65.40	83.38	41.50
其他非融资性担保	11.68	-	-
期末担保责任余额	**1088.79**	**869.47**	**488.18**

数据来源：公司提供，联合资信整理。

表 2　公司资产结构　　单位：%

项 目	2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
货币资金	6.29	5.13	11.99	9.91	5.27	6.84
其中：定期存款	4.83	3.94	4.48	3.70	5.17	6.71
投资资产	104.43	85.26	104.54	86.37	68.42	88.79
应收代位追偿款	4.12	3.37	2.34	1.93	0.93	1.21
其他类资产	7.64	6.24	2.17	1.79	2.44	3.16
合 计	**122.48**	**100.00**	**121.04**	**100.00**	**77.06**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 3　公司盈利情况　单位：亿元/%

项　目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	15.44	14.63	10.68
其中：担保业务净收入	8.53	7.97	5.12
减：分出保费及收入返还	0.22	0.15	0.11
已赚保费	8.31	7.82	5.00
投资收益（含公允价值变动）	6.40	5.90	4.25
其他业务收入	1.03	0.42	0.75
营业支出	7.37	7.77	4.89
提取担保合同准备金	1.51	1.74	2.01
业务及管理费	2.62	2.58	1.77
资产减值损失	2.44	2.14	0.73
净利润	6.11	5.29	4.45
费用收入比	16.96	17.61	16.56
平均资产收益率	5.09	5.34	6.34
平均净资产收益率	7.25	7.52	7.92

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 4　公司现金流情况　单位：亿元

项　目	2017 年	2016 年	2015 年
经营性现金流量净额	-0.31	0.90	2.31
投资性现金流量净额	-4.15	-25.24	-7.29
筹资性现金流量净额	-2.57	31.58	4.68
现金及现金等价物净增加额	-7.03	7.28	-0.28
现金及现金等价物余额	0.35	7.38	0.10

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 5　公司资本充足性和偿债能力　单位：亿元/倍/%

项　目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
担保责任余额	1088.79	869.47	488.18
净资产	86.33	82.69	57.98
净资本	53.87	57.53	43.92
净资产担保责任余额倍数	12.61	10.52	8.42
净资本担保责任余额倍数	20.21	15.11	11.12
净资本比率	62.40	69.58	75.75
净资本覆盖率	52.04	71.05	95.64

数据来源：公司提供，联合资信整理。

附录 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
投资资产	交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+应收款项类投资+长期股权投资+投资性房地产
单一最大客户集中度	单一最大客户担保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户担保责任余额/净资产余额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
费用收入比	管理费用/（营业收入-财务费用+投资收益）
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
融资性担保倍数	(担保责任余额-非融资性担保责任余额)/净资产
净资本比率	净资本/净资产
净资本覆盖率	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 4-1　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 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