

信用等级公告

联合〔2020〕1723号

联合资信评估有限公司通过对鹤山市国营资产经营有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将鹤山市国营资产经营有限公司主体长期信用等级上调为 AA，维持“16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01”的信用等级为 AA，“16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02”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
二〇二〇年六月二十三日



鹤山市国营资产经营有限公司2020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 |
| 16鹤山公资债 01/PR鹤山01 | AA | 稳定 | AA | 稳定 |
| 16鹤山公资债 02/PR鹤山02 | AAA | 稳定 | 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 |
|----------------------|--------|--------|-----------|
| 16鹤山公资债 01/PR鹤山01 | 3.00亿元 | 2.40亿元 | 2023/9/28 |
| 16鹤山公资债 02/PR鹤山02 | 9.00亿元 | 7.20亿元 | 2023/12/7 |

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

跟踪报告时间:2020年6月23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

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 | 2 |
| | | | 企业管理 | 2 |
| | | | 经营分析 | 3 |
| 财务风险 | F1 | 现金流 | 资产质量 | 4 |
| | | | 盈利能力 | 3 |
| | | | 现金流量 | 3 |
| | | 资本结构 | 2 | |
| | | 偿债能力 | 1 | |
| 调整因素和理由 | | | | 调整子级 |
| 政府支持 | | | | 1 |

注:经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级,各级因子评价划分为6档,1档最好,6档最差;财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级,各级因子评价划分为7档,1档最好,7档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

鹤山市国营资产经营有限公司(以下简称“公司”)是鹤山市重要的基础设施建设主体,业务具有区域垄断优势。跟踪期内,鹤山市经济稳定发展,财政实力不断增强,政府债务较轻;公司持续获得政府贷款补贴资金和财政补贴等方面的支持,资产及权益规模有所增长,营业收入和利润总额也平稳增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司资产流动性较弱、未来融资压力较大等因素可能对公司信用水平的不利影响。

“16鹤山公资债01/PR鹤山01”和“16鹤山公资债02/PR鹤山02”均设置分期偿付条款,有助于降低公司的集中偿付压力。“16鹤山公资债01/PR鹤山01”以公司的土地使用权进行抵押担保,跟踪期内,抵押土地评估价值对其覆盖程度较好;“16鹤山公资债02/PR鹤山02”由中国投融资担保股份有限公司(以下简称“中投保”)和广东省融资再担保有限公司(以下简称“广东再担保”)提供全额不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定,中投保和广东再担保主体长期信用等级均为AAA,评级展望均为稳定,上述担保有效提升了“16鹤山公资债02/PR鹤山02”本息偿付的安全性。

未来,随着鹤山市工业城产业园完成建设并产生收入,公司收入规模和获现能力有望提高,联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为AA,维持“16鹤山公资债01/PR鹤山01”的信用等级为AA,“16鹤山公资债02/PR鹤山02”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

分析师：文中 徐佳

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

优势

1. 跟踪期内，鹤山市经济稳定发展，财政实力不断增强，公司发展的外部环境良好。2019年，鹤山市实现地区生产总值361.94亿元，同比增长6.50%；一般预算收入实现32.17亿元，同比增长6.81%。
2. 公司是鹤山市重要的基础设施建设主体，业务具有一定垄断优势，并持续获得政府在贷款补贴资金、财政补贴等方面的支持。
3. 公司存续期债券均设置提前分期偿还本金的条款，有利于减轻公司集中偿付压力。
4. 公司存续期债券分别设置土地抵押和外部机构连带责任担保的增信措施，跟踪期内，抵押资产评估价值覆盖倍数较高且担保方担保实力极强，有效提升了存续期债券偿付的安全性。

关注

1. 公司流动资产中存货及应收类款项占比高，对资金占用明显。公司资产流动性弱，整体资产质量一般。
2. 在建项目未来需投资规模较大，公司将面临较大融资压力。

主要财务数据：

| 项 目 | 合并口径 | | |
|--------------|---------|--------|--------|
| | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
| 现金类资产(亿元) | 5.63 | 7.64 | 10.32 |
| 资产总额(亿元) | 89.48 | 101.56 | 109.73 |
| 所有者权益(亿元) | 51.95 | 54.13 | 55.36 |
| 短期债务(亿元) | 2.32 | 6.21 | 8.10 |
| 长期债务(亿元) | 30.92 | 32.02 | 35.71 |
| 全部债务(亿元) | 33.23 | 38.23 | 43.81 |
| 营业收入(亿元) | 13.93 | 10.04 | 12.96 |
| 利润总额(亿元) | 1.57 | 1.72 | 1.83 |
| EBITDA(亿元) | 2.07 | 2.45 | 3.34 |
| 经营性净现金流(亿元) | -6.59 | 1.68 | 0.85 |
| 现金收入比(%) | 18.24 | 90.65 | 80.68 |
| 营业利润率(%) | 14.06 | 9.33 | 7.49 |
| 净资产收益率(%) | 2.93 | 2.52 | 2.97 |
| 资产负债率(%) | 41.94 | 46.70 | 49.55 |
| 全部债务资本化比率(%) | 39.01 | 41.39 | 44.18 |
| 流动比率(%) | 1030.23 | 478.57 | 432.60 |

| | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 速动比率(%) | 413.85 | 212.04 | 238.52 |
| 经营现金流动负债比(%) | -104.51 | 11.20 | 4.69 |
| 现金短期债务比(倍) | 2.43 | 1.23 | 1.27 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 16.06 | 15.61 | 13.12 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.24 | 2.86 | 1.55 |
| 公司本部 | | | |
| 项 目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
| 资产总额(亿元) | 68.50 | 73.59 | 74.45 |
| 所有者权益(亿元) | 42.10 | 43.61 | 44.68 |
| 全部债务(亿元) | 18.11 | 21.45 | 20.61 |
| 营业收入(亿元) | 9.65 | 1.61 | 10.74 |
| 利润总额(亿元) | 1.69 | 1.38 | 1.63 |
| 资产负债率(%) | 38.54 | 40.74 | 39.99 |
| 全部债务资本化比率(%) | 30.08 | 32.97 | 31.57 |
| 流动比率(%) | 562.31 | 424.39 | 377.70 |
| 经营现金流动负债比(%) | -78.88 | -24.65 | 18.78 |

评级历史:

| 债项名称 | 债项级别 | 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 |
|---------------------------------|------|-----------------|------|------------|-----------------|---|----------------------|
| 16 鹤山 国资债 01/PR 鹤 山 01 | AAA | AA ⁻ | 稳定 | 2019.06.24 | 孙宏 辰、汪 星辰 | 城市基础设施 投资企业主体 信用评级方法 (2018 年)、 城投行业企业 主体信用评级 模型(2016 年) | 阅读全文 |
| 16 鹤山 国资债 02/PR 鹤 山 02 | AA | | | | | | |
| 16 鹤山 国资债 02/PR 鹤 山 02 | AAA | AA ⁻ | 稳定 | 2016.08.22 | 张峻 铖、霍 正泽 | 基础设施建设 投资企业信用 分析要点 (2015 年) | 阅读全文 |
| 16 鹤山 国资债 01/PR 鹤 山 01 | AA | AA ⁻ | 稳定 | 2016.08.22 | 张峻 铖、霍 正泽 | 基础设施建设 投资企业信用 分析要点 (2015 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无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

鹤山市国营资产经营有限公司2020年跟踪评级报告

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”）关于鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至2019年底，公司注册资本及实收资本均为1.00亿元，控股股东为鹤山市资产经营有限公司（以下简称“鹤山资产”），实际控制人为鹤山市资产管理委员会办公室。

截至2019年底，公司资产总额109.73亿元，所有者权益55.36亿元（其中少数股东权益1.23亿元）；2019年，公司实现营业收入12.96亿元，利润总额1.83亿元。

公司注册地址：广东省鹤山市沙坪中山路217至223号（单号）首二层；公司法定代表人：杨少云。

三、跟踪评级债券及募集资金使用情况

截至2019年底，公司由联合资信所评存续债券包括“16鹤山国资债01/PR鹤山01”和“16鹤山国资债02/PR鹤山02”，债券余额合计9.60亿元，详见表1。跟踪期内，公司已按时足额支付“16鹤山国资债01/PR鹤山01”和“16鹤山国资债02/PR鹤山02”的当期利息和应付本金（2.4亿元）。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

| 债券简称 | 债券余额 | 起息日 | 债券期限 | 票面利率 |
|------------------|------|------------|------|------|
| 16鹤山国资债01/PR鹤山01 | 2.40 | 2016/9/28 | 7 | 4.08 |
| 16鹤山国资债02/PR鹤山02 | 7.20 | 2016/12/07 | 7 | 5.08 |

| 合计 | 9.60 | -- | -- | -- |
|----|------|----|----|----|
|----|------|----|----|----|

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“16鹤山国资债01/PR鹤山01”和“16鹤山国资债02/PR鹤山02”募集资金均用于鹤山市工业城产业园区建设工程项目，截至2019年底，两期债券的募集资金均已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年一季度 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|----------|
| GDP | 73.6 | 78.7 | 84.0 | 89.2 | 20.7 |
| GDP增速 | 6.8 | 6.9 | 6.7 | 6.1 | -6.8 |
| 规模以上工业增加值增速 | 6.0 | 6.6 | 6.2 | 5.7 | -8.4 |
| 固定资产投资增速 | 8.1 | 7.2 | 5.9 | 5.4 | -16.1 |
| 社会消费品零售总额增速 | 10.4 | 10.2 | 9.0 | 8.0 | -19.0 |
| 出口增速 | -1.9 | 10.8 | 7.1 | 5.0 | -11.4 |

| | | | | | |
|---------------|------|------|------|------|-------|
| 进口增速 | 0.6 | 18.7 | 12.9 | 1.6 | -0.7 |
| CPI 增幅 | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.9 | 4.9 |
| PPI 增幅 | -1.4 | 6.3 | 3.5 | -0.3 | -0.6 |
| 城镇登记失业率 | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 3.6 | 5.9 |
| 城镇居民人均可支配收入增速 | 5.6 | 6.5 | 5.6 | 5.0 | 0.5 |
| 公共财政收入增速 | 4.5 | 7.4 | 6.2 | 3.8 | -14.3 |
| 公共财政支出增速 | 6.4 | 7.7 | 8.7 | 8.1 | -5.7 |

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016—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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点；民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发

展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百

分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫

情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有的，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的

下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些

政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业与区域环境

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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无

序扩张。2014 年,《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43 号,以下简称“《43 号文》”)颁布,城投企业的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

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响,我国经济下行压力持续增大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度,明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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,并建立了以一般债券和专项债券为主的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,伴随国内经济下行压力加大,城投企业相关政策出现了一定变化和调整,政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来,我国经济下行压力持续增大,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基础上,政府持续加大在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,充分发挥基建逆经济周期调节作用,

一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看,防范债务风险方面,财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文,旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限,严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月,监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》,指出在不新增隐性债务的前提下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换,推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中,主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是,由于信托、融资租赁等非标准化债权(以下简称“非标”)融资用款限制少,可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题,不符合隐性债务置换要求,非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面,2019 年 9 月,国务院印发《交通强国建设纲要》,强调在交通基础设施建设领域补短板,建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月,中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出,当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面,2019 年 9 月,国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》,指出对“短板”领域的基础设施项目,可适当降低资本金最低比例;对基础设施领域,允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金,从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来,国家进一步出台各种政策措施,推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确

了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表3 2019年以来与城投债券相关的主要政策

| 颁布时间 | 颁发部门 | 文件名称 | 核心内容及主旨 |
|----------|----------------|-------------------------------|---|
| 2019年3月 | 财政部 | 关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见 | 严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退 |
| 2019年4月 | 国家发改委 | 2019年新型城镇化建设重点任务 | 在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展 |
| 2019年5月 | 财政部 | 关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知 | 坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施 |
| 2019年6月 | 中共中央办公厅 国务院办公厅 | 关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知 | 提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金 |
| 2019年6月 | 监管部门 | 关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见 | 在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期 |
| 2019年9月 | 国务院 | 国务院常务会议 | 按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右 |
| 2019年11月 | 国务院 | 国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知 | 对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点 |
| 2020年1月 | 国务院 | 常务会议 | 大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造 |
| 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2月 | 中央全面深化改革委员会 | 中央全面深化改革委员会第十二次会议 | 基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系 |
| 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 |

资料来源：联合资信综合整理

(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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、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

城镇化仍处于较低水平，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。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、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

公司作为鹤山市重要的基础设施建设主体，其经营和发展受当地经济发展和财力影响较大。跟踪期内，鹤山市经济稳定发展，财政实力不断增强，公司经营发展外部环境良好。

鹤山市是广东省江门市下辖县级市，地处广东省南部珠江三角洲腹地，东与佛山市南海区、顺德区隔江相望；北与佛山市高明区相临；南与江门市蓬江区、新会区相近；西与开平市、新兴县接壤。鹤山市所处地理位置优越、交通便利，高速公路四通八达，325国道、佛开高速、江鹤高速、江肇高速、广珠铁路以及正在兴建的江罗高速、珠三角城际轻轨贯通境内。市内各镇（街）半小时生活圈基本形成，市外与广州、佛山、肇庆、东莞、中山、珠海、江

门等城市形成一小时生活圈。

根据《2019年1-12月鹤山市经济运行简析》，2019年，全市实现地区生产总值361.94亿元，按可比价计算，比上年增长6.50%。其中，第一产业实现增加值27.37亿元，比上年增长6.30%；第二产业实现增加值169.38亿元，比上年增长5.90%；第三产业实现增加值165.19亿元，比上年增长7.10%。产业结构持续优化，三次产业增加值比例调整为7.56:46.80:45.64。

从固定资产投资看，2019年，全市固定资产投资增长13.01%。其中，基础设施投资下降12.24%；房地产开发投资增长15.61%。按行业分，第二产业投资增长10.35%，其中装备制造业投资增长26.25%；第三产业投资增长17.19%。商品房施工面积累计708.29万平方米，增长20.09%；竣工面积77.29万平方米，增长6.89%；商品房销售面积130.67万平方米，增长20.90%；销售额97.86亿元，增长10.61%；待售面积46.82万平方米，下降13.46%。

根据《鹤山市2019年预算执行情况和2020年预算草案的报告》：2019年，全市一般公共预算收入实现32.17亿元，同比增长6.81%；返还性收入2.81亿元，转移支付收入8.04亿元；全市一般公共预算支出累计实现42.84亿元，增长3.01%。2019年底，地方政府债务限额为32.38亿元，政府债券形式的债务余额为29.55亿元，其中一般债券为17.22亿元、专项债券为12.33亿元。

六、基础素质分析

公司是鹤山市重要的基础设施建设主体，区域垄断优势显著。跟踪期内，公司持续得到地方政府在资产注入及财政补贴等方面的支持。

2019年，鹤山市政府将工程资产无偿划拨给下属子公司鹤山市瀚海水务有限公司（以下简称“瀚海水务”），增加资本公积0.03亿元；鹤山市政府给予公司0.21亿元政府补助，计入营业外收入；鹤山市财政局拨付给公司专项补助（贷款贴息补贴）资金0.82亿元。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10440784001344503），截至2020年4月28日，公司本部无未结清和已结清不良信贷信息记录，企业信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度、高级管理人员无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责鹤山市基础设施的投资建设，跟踪期内，受新增土地整理业务收入影响，公司营业收入有所增长，综合毛利率小幅下降。

2019年，公司实现营业收入12.96亿元，

同比增长29.07%，主要系新增土地整理业务收入所致。收入构成方面，市政工程建设服务收入占营业收入的19.76%，较上年下降73.90个百分点，系本年度完工且结转的项目较少所致；新增土地整理业务收入占营业收入的72.17%，；其他业务收入占营业收入的8.06%，较2018年增加1.72个百分点，主要系销售不动产收入增加所致。

毛利率方面，市政建设业务毛利率受回购项目的不同而有所波动，2019年，该板块毛利率为9.79%，较2018年增长3.02个百分点，系结转的鹤山市人民医院新院区建设项目（二期）毛利较多所致；土地整理业务毛利率1.73%，毛利率较低；其他业务收入毛利率下降为68.18%；受以上因素影响，公司综合毛利率降至8.68%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

| 项目 | 2018年 | | | 2019年 | | |
|----------|-----------|--------|-------|-----------|--------|-------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 市政工程建设服务 | 94049.79 | 93.66 | 6.77 | 25610.54 | 19.76 | 9.79 |
| 土地整理业务 | -- | -- | -- | 93542.16 | 72.17 | 1.73 |
| 其他业务收入 | 6365.27 | 6.34 | 94.55 | 10452.30 | 8.06 | 68.18 |
| 合计 | 100415.07 | 100.00 | 12.33 | 129605.00 | 100.00 | 8.68 |

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司市政工程建设业务正常开展，新增土地整理业务持续性较弱，公司在建项目计划投资规模较大，未来面临较大的融资压力。

（1）市政工程建设业务

该板块包含市政道路建设、市政工程建设等业务，主要由公司本部及子公司鹤山市城市建设发展有限公司（以下简称“鹤山城建”）负责。

公司以委托代建的模式承接鹤山市的基础设施建设任务，在建的基础设施项目与鹤山市财政局、鹤山市润鹤发展有限公司（以下简称“鹤山润鹤”）签订政府采购协议，公司负责基

础设施建设资金筹集和工程建设，每年按工程进度确认收入。毛利率由单个项目采购协议确定，一般不高于18.00%。委托方根据当年公司实际发生费用确定相应款项支付，用于覆盖项目建设的投资支出、融资费用及投资收益。

跟踪期内，公司确认收入的基础设施建设工程主要包括鹤山产业集聚区城镇化发展项目（首期）、中小河流治理重点县综合整治及水系连通项目、鹤山市人民医院新院区建设项目等，当年实现收入2.56亿元，同比下降72.77%，主要是由于2019年项目完工较少所致，收到项目回款0.69亿元。同期，该项业务毛利率为9.79%，同比增长3.02个百分点，主要由于确认收入项目加成比例较高。截至2019年底，公

公司在建项目总投资 45.98 亿元，已完成投资 20.79 亿元，未来仍需投资 25.18 亿元，公司未来面临较大的融资压力。

表 5 截至 2019 年底公司重大在建项目情况
(单位: 万元)

| 项目名称 | 总投资 | 已投资金额 | 尚需投资金额 |
|-------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| 鹤山产业集聚区城镇化发展项目(首期) | 126847.78 | 78120.05 | 48727.73 |
| 鹤山市人民医院新院区建设项目(一期) | 69674.40 | 32894.48 | 36779.92 |
| 鹤山市人民医院新院区建设项目(二期) | 69674.40 | 11329.47 | 58344.93 |
| 乡道竹禾线(Y086)至大圣线(X561)连接工程(三期) | 17688.34 | 7167.69 | 10520.65 |
| 中小河流治理重点县综合整治及水系连通项目 | 24592.40 | 21729.67 | 2862.73 |
| 鹤山市村村通自来水工程项目 | 14834.00 | 8364.49 | 6469.51 |
| 国道 G325 线鹤山大雁山至桃源段改线工程土地整治项目 | 136461.00 | 48321.71 | 88139.29 |
| 合计 | 459772.32 | 207927.56 | 251844.76 |

资料来源: 公司提供

截至 2019 年底, 公司拟建项目均拟采用委托代建模式进行建设, 包括址山四九圩商铺改造工程、址山镇圩镇幼儿园工程、云乡水库应急水厂工程等项目, 计划总投资 0.84 亿元。

(2) 土地整理业务

公司土地整理业务主要由公司本部及子公司鹤山工业城园区建设有限公司(以下简称“鹤山工业城”)负责。业务模式主要为鹤山润鹤、鹤山工业城管理委员会委托公司进行土地整理, 公司先行垫付资金, 委托方根据公司投资项目实际支出成本加成一定比例收益确定回收价款, 予以分期回款。2019 年 8 月, 鹤山润鹤与公司签订了《关于鹤山市沙坪、雅瑶片区土

地整治项目的收购协议》, 鹤山润鹤根据公司投资项目实际支出成本(8.81 亿元)确定收购总价 8.99 亿元; 其余土地整理项目金额较小, 截至 2019 年底公司合计收到土地整理回款 4.74 亿元。截至 2019 年底, 公司无在整理土地及拟整理土地, 业务持续性较弱。

(3) 其他业务

公司其他业务收入包括烟草销售收入、房屋出租收入、土地整理收入及物业费收入等。2019 年公司其他业务实现收入共计 1.05 亿元, 其中房租出租收入 0.67 亿元、销售不动产收入 0.32 亿元、烟草销售收入 0.02 亿元和物业服务 0.05 亿元。2019 年其他业务毛利率为 68.18%, 较上年下降 26.37 个百分点, 系销售不动产收入增加且毛利较低所致。

3. 未来发展

公司主要经营基础设施投资和建设业务。近年来, 公司利用鹤山市城市基础设施建设持续发展的机遇, 形成了以城市基础设施建设业务为基石, 物业管理与房屋租赁业务共同发展的经营模式。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报表, 亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见审计结论。合并范围方面, 2019 年公司合并范围新增子公司 3 家, 减少 1 家, 合计 17 家。跟踪期内, 公司合并范围新增子公司规模较小, 财务数据可比性强。

截至 2019 年底, 公司资产总额 109.73 亿元, 所有者权益 55.36 亿元(其中少数股东权益 1.23 亿元); 2019 年, 公司实现营业收入 12.96 亿元, 利润总额 1.83 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，其中应收类款项仍保持较大规模，对公司资金占用明显；土地资产占比高，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 109.73 亿元，较 2018 年底增长 8.04%，主要系应收账款的增长所致；其中流动资产占 71.31%，非流动资产占 28.69%，公司资产以流动资产为主。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | | 2019 年 | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 流动资产 | 71.91 | 70.81 | 78.25 | 71.31 |
| 货币资金 | 7.64 | 7.52 | 10.32 | 9.40 |
| 应收账款 | 11.73 | 11.55 | 19.86 | 18.10 |
| 其他应收款 | 12.42 | 12.23 | 12.92 | 11.77 |
| 存货 | 40.05 | 39.43 | 35.11 | 32.00 |
| 非流动资产 | 29.65 | 29.19 | 31.48 | 28.69 |
| 投资性房地产 | 12.93 | 12.73 | 13.47 | 12.28 |
| 在建工程 | 12.93 | 12.73 | 14.02 | 12.78 |
| 资产总额 | 101.56 | 100.00 | 109.73 | 100.00 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2019 年底，公司流动资产合计 78.25 亿元，较上年底增长 8.81%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款的增加所致。

2019 年底，公司货币资金 10.32 亿元，较 2018 年底增长 35.09%，主要为银行存款，无使用受限资金。

2019 年底，公司应收账款 19.86 亿元，较 2018 年底增长 69.26%，其中 14.45 亿元为应收鹤山市财政局代建款，4.63 亿元为应收鹤山润鹤的土地整治款，公司应收账款集中度较高，回收风险较小。

2019 年底，公司其他应收款 12.92 亿元，较 2018 年底增长 4.04%，主要为往来款，累计计提坏账准备 0.05 亿元；其中前五大欠款方多为政府单位或所属区域平台公司，回收风险较小。

表 7 2019 年底公司其他应收款余额前 5 名情况

（单位：亿元、%）

| 单位名称 | 性质 | 账面余额 | 占比 | 账龄 |
|--------------|-----|-------------|--------------|-------|
| 鹤山市润鹤发展有限公司 | 往来款 | 3.25 | 25.36 | 2 年以内 |
| 鹤山市水利工程项目管理所 | 往来款 | 1.78 | 13.89 | 3 年以内 |
| 鹤山市资产经营有限公司 | 往来款 | 1.23 | 9.59 | 3 年以内 |
| 鹤山市人民医院 | 往来款 | 1.21 | 9.46 | 2 年以内 |
| 鹤山工业城市管理委员会 | 往来款 | 0.99 | 7.22 | 3 年以内 |
| 合计 | | 8.46 | 66.02 | -- |

数据来源：公司审计报告

2019 年底，公司存货账面价值 35.11 亿元，较 2018 年底减少 12.35%，系公司开发成本确认收入所致。从构成上看，包括开发成本 8.05 亿元、土地使用权 26.76 亿元和少部分库存商品及原材料，公司未对上述资产计提跌价准备。

非流动资产

2019 年底，公司非流动资产 31.48 亿元，较 2018 年底增长 6.17%，主要系投资性房地产及在建工程的增长所致。

公司投资性房地产主要为政府无偿注入的房产。2019 年底，公司投资性房地产 13.47 亿元，较 2018 年底增长 4.20%，主要系公允价值变动收益增加所致。

2019 年底，公司在建工程余额为 14.02 亿元，较 2018 年底增长 8.46%，主要系公司对鹤山市工业城产业园区建设工程的新增投入。

2019 年底，公司受限资产 19.39 亿元，以存货（占 95.90%）和投资性房地产（占 4.10%）为主，受限比例 17.67%。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，权益稳定性较强。公司债务规模小幅上升，债务构成以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益合计 55.36 亿元，较 2018 年底增长 2.27%，主要由资本公积（占 75.31%）和未分配利润（占 17.68%）构成；公司资本公积较 2018 年底增长 0.05% 至 41.69 亿元，主要由于 2019 年划出鹤山市营建投资有限公司股权减少 0.01 亿元；政府无偿向瀚海水务划拨工程资产增加 0.03 亿元。

负债

2019 年底，公司负债总额 54.37 亿元，较 2018 年底增长 14.63%，主要源于短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债及长期借款的增长。其中流动负债占 33.27%，非流动负债占 66.73%。

2019 年底，公司流动负债 18.09 亿元，较 2018 年底增长 20.37%，主要由短期借款（占 11.89%）、应付账款（占 30.10%）、应交税费（占 12.71%）、其他应付款（占 9.77%）和一年内到期的非流动负债（占 32.89%）构成。2019 年底，公司短期借款 2.15 亿元，较 2018 年底增长 43.33%，包括保证借款 2.00 亿元及信用借款 0.15 亿元；应付账款 5.44 亿元，较 2018 年底增长 32.00%，主要为应付工程款及项目款

等。一年内到期的非流动负债 5.95 亿元，为一年内到期的长期借款及应付债券。

2019 年底，公司非流动负债 36.28 亿元，较 2018 年底增长 11.96%，主要系长期借款的增长所致。2019 年底，公司长期借款 28.56 亿元，较 2018 年底增长 26.97%，主要为质押保证借款；应付债券合计 7.15 亿元，为“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”和“16 鹤山国资债 02/PR 鹤山 02”待偿本金。

表 8 公司债务情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2018 年 | 2019 年 |
|-----------|--------|--------|
| 短期债务 | 6.21 | 8.10 |
| 长期债务 | 32.02 | 35.71 |
| 全部债务 | 38.23 | 43.81 |
| 资产负债率 | 46.70 | 49.55 |
| 全部债务资本化比率 | 41.39 | 44.18 |
| 长期债务资本化比率 | 37.17 | 39.22 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司全部债务 43.81 亿元，较 2018 年底增长 14.61%，短期债务和长期债务分别占比 18.49% 和 81.51%。从债务指标看，2019 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分别为 49.55%、44.18% 和 39.22%，均较 2018 年底有所上升。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模有所增长，营业利润率有所下降，非经常性损益对公司利润形成良好补充。

2019 年，公司实现营业收入 12.96 亿元，同比增长 29.07%；营业利润率小幅下降，2019 年为 7.49%，同比下降 1.84 个百分点，系土地整理业务毛利较低所致。

表 9 公司收入及盈利情况 (单位: 亿元、%)

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 |
|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 10.04 | 12.96 |
| 营业利润 | 1.14 | 1.61 |
| 利润总额 | 1.72 | 1.83 |
| 营业利润率 | 9.33 | 7.49 |
| 总资本收益率 | 2.18 | 3.09 |
| 净资产收益率 | 2.52 | 2.97 |

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用主要是由管理费用和财务费用构成, 2019 年, 公司期间费用 0.25 亿元; 2019 年期间费用率为 1.95%, 同比减少 7.22 个百分点, 系 2019 年公司收到财政局拨付的贷款补贴资金, 实现利息收入 0.63 亿元。

非经常性损益方面, 2019 年公司实现投资收益 0.35 亿元及公允价值变动收益 0.54 亿元 (主要由按公允价值计量的投资性房地产产生), 对公司利润形成良好补充; 同期, 公司营业外收入 0.22 亿元, 其中 0.21 亿元为政府补助。

2019 年, 公司营业利润 1.61 亿元, 同比增长 41.82%, 利润总额 1.83 亿元, 同比增长 6.49%。

盈利指标方面, 2019 年, 公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.09% 和 2.97%, 同比均有所上升。

5. 现金流

跟踪期内, 公司经营活动现金流入主要表现为往来款流入, 收现质量尚可, 需通过一定规模的外部融资来满足资金需求。

经营活动现金流入方面, 2019 年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金 10.46 亿元, 现金收入比为 80.68%, 收入实现质量尚可。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为与政府、鹤山润鹤等的往来款项, 2019 年分别为 10.14 亿元和 13.96 亿元。同期, 公司购买商品、接受劳务支付的现金 5.55 亿元。2019 年公司经营活动现金净流入 0.85 亿元。

表 10 公司主要现金流量数据及指标(单位: 亿元、%)

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 |
|------------|--------|--------|
| 经营活动现金流入量 | 34.47 | 20.59 |
| 经营活动现金流出量 | 32.79 | 19.74 |
| 经营活动现金流量净额 | 1.68 | 0.85 |
| 投资活动现金流量净额 | -5.46 | -1.41 |
| 筹资活动现金流量净额 | 5.78 | 3.24 |
| 现金收入比 | 90.65 | 80.68 |

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面, 2019 年, 公司投资活动现金流入较小, 主要为取得投资收益收到的现金 0.20 亿元; 投资活动现金流出 1.61 亿元, 主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2019 年公司投资活动现金净流出-1.41 亿元。

筹资活动方面, 2019 年, 公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金 11.59 亿元; 公司筹资活动流出主要为偿还债务本息支付的现金, 共计 8.49 亿元。2019 年, 公司筹资活动现金流量净额为 3.24 亿元, 净流入规模较上年有所下降。

6. 偿债能力

跟踪期内, 公司短期偿债能力较强, 长期偿债能力指标一般; 考虑公司在鹤山市城市基础设施建设中的垄断地位, 公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看, 2019 年底, 公司流动比率为 432.60%, 较 2018 年底下降 45.97 个百分点; 速动比率 238.52%, 较 2018 年底增长 26.48 个百分点。同期, 公司经营现金流动负债比为 4.69%; 2019 年底, 公司现金类资产 10.32 亿元, 对短期债务的保障倍数为 1.27 倍。整体看, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看, 2019 年, 公司 EBITDA 同比增长 36.42% 至 3.34 亿元, 全部债务/EBITDA 为 13.12 倍, 公司长期偿债能力有所提升。综合考虑公司在鹤山市城市基础设施建设中的垄断地位, 公司整体偿债能力很强。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信 39.15 亿元，未使用额度 4.89 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

表 11 2019 年底公司对外担保明细（单位：万元）

| 被担保单位 | 担保金额 | 担保有效期 |
|-------------|----------|------------|
| 鹤山市兴鹤实业有限公司 | 56979.08 | 2036.12.25 |
| 鹤山市润鹤发展有限公司 | 19559.88 | 2027.12.10 |
| 合计 | 76538.96 | -- |

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司对外担保余额合计 7.65 亿元，担保比率为 13.83%，被担保单位鹤山市兴鹤实业有限公司和鹤山润鹤均为国有企业，目前经营正常，公司或有负债风险可控。

7. 母公司分析

公司资产主要来自于母公司，母公司所有者权益稳定性较好，整体债务负担较轻。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 74.45 亿元，较 2018 年底增长 1.17%；其中，流动资产为 57.80 亿元，非流动资产 16.65 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成，非流动资产主要由在建工程及投资性房地产构成。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 44.68 亿元，较 2018 年底增长 2.45%，主要来自未分配利润的增加。其中，实收资本 1.00 亿元、资本公积 32.07 亿元、盈余公积 0.79 亿元和未分配利润 10.82 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债规模 29.77 亿元，较 2018 年底变化不大，主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。母公司 2019 年底资产负债率为 39.99%。

2019 年，母公司实现营业收入 10.74 亿元，营业成本为 10.01 亿元。当年母公司营业利润率为 6.05%。利润总额 1.63 亿元。

十、跟踪债券偿还能力分析

截至 2019 年底，公司存续债券包括“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”及“16 鹤山国资债 02/PR 鹤山 02”，债券余额分别为 2.40 亿元和 7.20 亿元。上述两期存续债券期限均为 7 年，均设置存续期后 5 年等额分期偿还本金条款。2020-2023 年，公司每年需偿还本金合计 2.40 亿元。2019 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量及经营性净现金流分别为两期债券待偿还本金总额（9.60 亿元）的 0.35 倍、2.15 倍和 0.09 倍，分别为单年偿付额度（2.40 亿元）的 1.39 倍、8.58 倍和 0.35 倍，公司经营活动现金流入量对存续期内年均本金偿还金额的覆盖程度好。

公司以其持有的 4 宗土地使用权为“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”提供担保。根据担保协议，在债券存续期内，抵押资产的价值与“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”未偿还本金之和的比率（以下简称“抵押比率”）不低于 2 倍。债券存续期内，如果抵押比率低于 2 倍，抵押资产监管人将《追加抵押资产通知书》送达公司，公司或另一方提供追加资产；追加的抵押资产将按照《抵押资产监管协议》的规定进行价值评估和抵押登记。在抵押比率不低于 2 的前提下，公司可以向债券受托管理人申请置换全部或部分抵押资产。公司与中信银行鹤山分行签订《抵押资产监管协议》，聘请中信银行鹤山分行作为“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”抵押资产的监管人，对抵押资产进行监管。

根据广东中广信资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（中广信评报字（2020）第 064 号，评估基准日 2019 年 12 月 31 日，有效期为 2019 年 12 月 31 日至 2020 年 12 月 30 日），用于抵押担保的 4 宗土地使用权面积合计 22.32 万平方米，账面值为 8.50 亿元，评估值为 18.02 亿元，增值额 9.52 亿元，增值率 111.99%。“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”发行金额 3.00 亿元，截至目前抵押比率为 6.01 倍，满足担保协

议要求，抵押资产对“16鹤山国资债01/PR鹤山01”具有较好的保障能力。

同时，中信银行股份有限公司鹤山支行承诺，在“16鹤山国资债01/PR鹤山01”存续期内，当公司还本付息出现临时资金不足时，给予公司不超过4亿元的流动性支持贷款。

“16鹤山国资债02/PR鹤山02”发行金额9.00亿元，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）和广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）分别为其中的6.92亿元和2.08亿元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，中投保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定；广东再担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

“16鹤山国资债01/PR鹤山01”和“16鹤山国资债02/PR鹤山02”的募投项目预计债券存续期内可实现厂房出售与出租、宿舍和行政中心出售出租、污水处理等收入共计188030.00万元。但截至2020年3月底，公司募投项目尚未完工，且尚未确定收益，联合资信将继续关注募投项目收益情况。

总体看，公司经营活动现金流入量对两期债券每年合计还本金额的覆盖程度好，考虑到公司在鹤山市公共基础设施建设领域的重要地位及两期债券的增信条款，“16鹤山国资债01/PR鹤山01”到期不能偿还的风险很低，“16鹤山国资债02/PR鹤山02”到期不能偿还的风险极低。

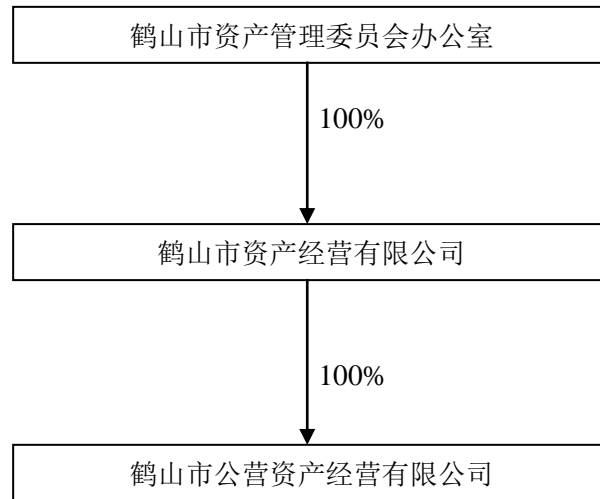
十一、结论

公司是鹤山市重要的基础设施建设主体，业务具有区域垄断优势。跟踪期内，鹤山市经济稳定发展，财政实力不断增强，政府债务较轻，公司外部的环境较好；公司作为鹤山市重要的基础设施建设实施主体，获得政府贷款补贴资金及财政补贴等方面的持续支持，资产及权益规模有所增长，营业收入和利润总额

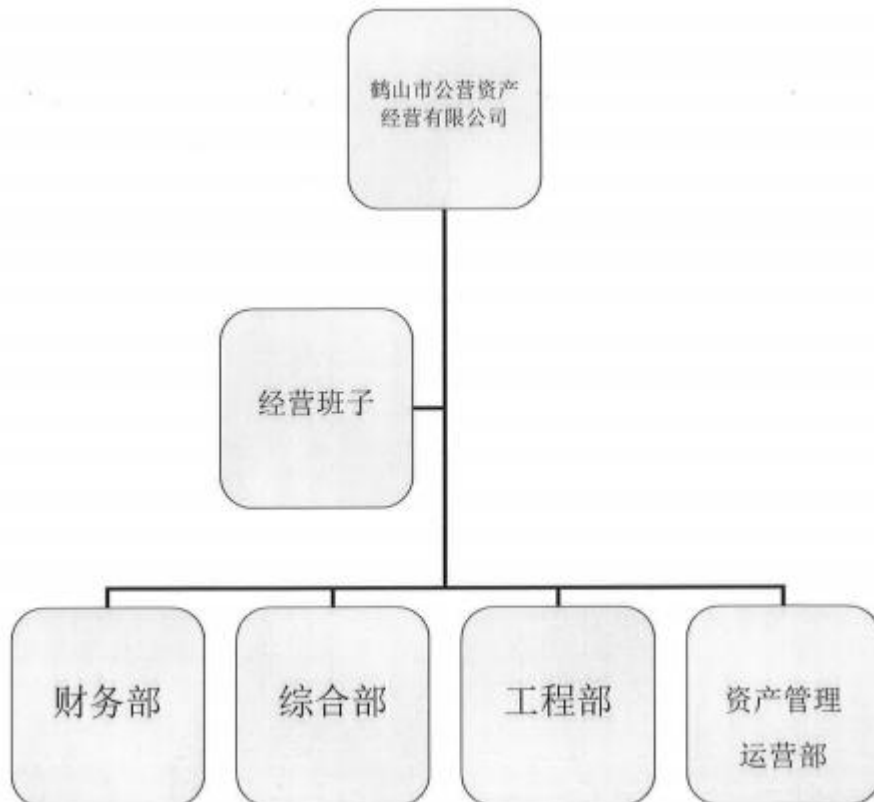
也平稳增长。未来，随着鹤山市工业城产业园完成建设并产生收入，公司收入规模和获现能力有望提高。

综合考虑，联合资信确定将公司的主体长期信用等级上调为AA，维持“16鹤山国资债01/PR鹤山01”的信用等级为AA，“16鹤山国资债02/PR鹤山02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 (%) | 注册资本 (万元) | 业务性质 |
|-----------------|----------|-----------|------|
| 鹤山市城市建设发展有限公司 | 100.00 | 1300.00 | 市政建设 |
| 鹤山市公用基础设施发展有限公司 | 100.00 | 3500.00 | 市政建设 |
| 鹤山市交通发展实业公司 | 100.00 | 400.00 | 市政建设 |
| 鹤山市瀚海水务有限公司 | 100.00 | 3000.00 | 污水处理 |
| 鹤山市新升物业管理有限公司 | 90.00 | 50.00 | 物业管理 |
| 鹤山市金叶发展有限公司 | 100.00 | 1215.80 | 投资 |
| 鹤山市工业投资有限公司 | 100.00 | 10000.00 | 市政建设 |
| 鹤山市物流港发展有限公司 | 100.00 | 10000.00 | 市政建设 |
| 广东圣宝汽车有限公司 | 100.00 | 10500.00 | 汽车制造 |
| 鹤山市得润实业投资有限公司 | 82.00 | 32300.00 | 投资经营 |
| 鹤山市珠西智造投资有限公司 | 100.00 | 6000.00 | 投资经营 |
| 鹤山工业城园区建设有限公司 | 80.12 | 32449.74 | 投资经营 |
| 鹤山工业城物业管理有限公司 | 100.00 | 10.00 | 物业管理 |
| 鹤山市友恒发展有限公司 | 100.00 | 100.00 | 投资经营 |
| 鹤山市珠鹤公路建设有限公司 | 100.00 | 10465.19 | 公路建设 |
| 圣宝（深圳）汽车销售有限公司 | 100.00 | 100.00 | 汽车销售 |
| 鹤山市国营劳务服务有限公司 | 100.00 | 200.00 | 劳务派遣 |

资料来源：公司提供

附件 2 中国投融资担保股份有限公司 2020 年主体长期信用评级报告

附件 3 广东省融资再担保有限公司 2020 年主体长期信用评级报告

附件 4-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项 目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|----------------|---------|--------|--------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产（亿元） | 5.63 | 7.64 | 10.32 |
| 资产总额（亿元） | 89.48 | 101.56 | 109.73 |
| 所有者权益（亿元） | 51.95 | 54.13 | 55.36 |
| 短期债务（亿元） | 2.32 | 6.21 | 8.10 |
| 长期债务（亿元） | 30.92 | 32.02 | 35.71 |
| 全部债务（亿元） | 33.23 | 38.23 | 43.81 |
| 营业收入（亿元） | 13.93 | 10.04 | 12.96 |
| 利润总额（亿元） | 1.57 | 1.72 | 1.83 |
| EBITDA（亿元） | 2.07 | 2.45 | 3.34 |
| 经营性净现金流（亿元） | -6.59 | 1.68 | 0.85 |
| 财务指标 | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 1.13 | 0.93 | 0.82 |
| 存货周转次数（次） | 0.14 | 0.22 | 0.31 |
| 总资产周转次数（次） | 0.08 | 0.11 | 0.12 |
| 现金收入比（%） | 18.24 | 90.65 | 80.68 |
| 营业利润率（%） | 14.06 | 9.33 | 7.49 |
| 总资本收益率（%） | 2.27 | 2.18 | 3.09 |
| 净资产收益率（%） | 2.93 | 2.52 | 2.97 |
| 长期债务资本化比率（%） | 37.31 | 37.17 | 39.22 |
| 全部债务资本化比率（%） | 39.01 | 41.39 | 44.18 |
| 资产负债率（%） | 41.94 | 46.70 | 49.55 |
| 流动比率（%） | 1030.23 | 478.57 | 432.60 |
| 速动比率（%） | 413.85 | 212.04 | 238.52 |
| 经营现金流动负债比（%） | -104.51 | 11.20 | 4.69 |
| 现金短期债务比（倍） | 2.43 | 1.23 | 1.27 |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 16.06 | 15.61 | 13.12 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.24 | 2.86 | 1.55 |

附件 4-2 主要财务数据及指标（公司本部）

| 项 目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产（亿元） | 0.74 | 0.49 | 1.29 |
| 资产总额（亿元） | 68.50 | 73.59 | 74.45 |
| 所有者权益（亿元） | 42.10 | 43.61 | 44.68 |
| 短期债务（亿元） | 1.27 | 5.32 | 6.55 |
| 长期债务（亿元） | 16.84 | 16.13 | 14.06 |
| 全部债务（亿元） | 18.11 | 21.45 | 20.61 |
| 营业收入（亿元） | 9.65 | 1.61 | 10.74 |
| 利润总额（亿元） | 1.69 | 1.38 | 1.63 |
| EBITDA（亿元） | 1.69 | 1.79 | 1.67 |
| 经营性净现金流（亿元） | -7.52 | -3.34 | 2.87 |
| 财务指标 | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 2.50 | 0.18 | 0.85 |
| 存货周转次数（次） | 0.54 | 0.04 | 0.44 |
| 总资产周转次数（次） | 0.28 | 0.02 | 0.15 |
| 现金收入比（%） | 27.11 | 103.83 | 62.70 |
| 营业利润率（%） | 18.88 | 33.15 | 6.05 |
| 总资本收益率（%） | 2.80 | 2.32 | 2.38 |
| 净资产收益率（%） | 4.01 | 2.54 | 3.40 |
| 长期债务资本化比率（%） | 28.58 | 27.00 | 23.94 |
| 全部债务资本化比率（%） | 30.08 | 32.97 | 31.57 |
| 资产负债率（%） | 38.54 | 40.74 | 39.99 |
| 流动比率（%） | 562.31 | 424.39 | 377.70 |
| 速动比率（%） | 262.54 | 235.59 | 250.19 |
| 经营现金流动负债比（%） | -78.88 | -24.65 | 18.78 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.58 | 0.09 | 0.20 |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 10.70 | 11.96 | 12.31 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 4.98 | 3.74 | 0.31 |

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-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 | |
| 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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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

同主体长期信用等级设置及其含义一致。

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 |

跟踪评级公告

联合〔2020〕1144号

中国投融资担保股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

中国投融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国投融资担保股份有限公司公开发行的“19 中保 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中国投融资担保股份有限公司 公司债券2020年跟踪评级报告

主体信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

| 债券简称 | 待偿本金 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|--------|------|------|--------|--------|----------|
| 19中保01 | 25亿元 | 3+2年 | AAA | AAA | 2019-6-6 |

跟踪评级时间：2020年6月9日

主要财务数据

| 项目 | 2018年 | 2019年 |
|-------------------|-----------|------------|
| 资产总额（亿元） | 204.53 | 265.13 |
| 可快速变现资产（亿元） | 121.25 | 179.49 |
| 可快速变现资产/期末担保余额（%） | 17.86 | 35.78 |
| 所有者权益（亿元） | 101.27 | 106.67 |
| 营业总收入（亿元） | 28.74 | 22.97 |
| 已赚保费（亿元） | 5.69 | 3.50 |
| 净利润（亿元） | 18.61 | 8.31 |
| 实际资产负债率（%） | 45.92 | 56.72 |
| 全部债务资本化比率（%） | 43.10 | 56.62 |
| 营业利润率（%） | 72.99 | 42.25 |
| 净资产收益率（%） | 18.46 | 7.99 |
| 期末担保余额（亿元） | 678.98 | 501.67 |
| 融资性担保责任余额（亿元） | 419.11 | 336.29 |
| 融资性担保放大倍数（倍） | 4.25 | 3.24 |
| 累计担保代偿率（%） | 0.05 | 0.07 |
| 担保赔付率（%） | 0.17 | 21.08 |
| 拨备覆盖率（%） | 26,859.71 | 507,712.19 |
| 代偿准备金比率（%） | 0.07 | 5.82 |
| 净利润/待偿本金合计（倍） | 0.74 | 0.33 |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 除特别说明外，本报告财务数据及指标计算均为合并口径

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国投融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中投保”）的跟踪评级，反映了公司作为国内首家全国性专业信用担保机构，系控股股东国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投公司”）旗下金融板块重要组成部分，2019年以来，公司保持了很强的行业竞争优势，亦取得了较好的投资收益；并且公司资本充足性较好，资产流动性增强。

同时，联合评级也关注到近年来宏观经济下行压力较大，担保行业信用风险水平攀升；公司担保业务存在一定的集中度风险，同时自有资金投资规模较大，面临的市场风险和信用风险需关注。

考虑到公司业务规模和资本金规模较大，以及股东的持续支持，未来业务发展仍将保持其竞争优势。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望“稳定”；同时维持“19中保01”的债项信用等级为AAA。

优势

1. 股东支持力度较大。公司系国投公司金融板块重要组成部分，国投公司是国内最大的国有投资控股公司和骨干中央企业之一，股东背景强，且能够在资金和业务上给予公司较大支持。

2. 公司具有很强市场竞争力。公司作为国内第一家融资担保公司，公司担保业务规模较大，截至2019年末公司担保余额为501.67亿元，处于行业上游。

3. 资本实力很强，资产质量较好，流动性增强。公司资本实力很强，资本较为充足，并且资产质量较好；另外公司增加了现金及现金等价物的持有规模，流动性增强，整体代偿

能力极强。

关注

1. 宏观经济下行，担保代偿压力增加；业务转型成效仍有待观察。近年来，宏观经济持续下行，企业经营压力加大，担保行业信用风险水平攀升；公司主动收缩了担保业务规模，推动业务转型，未来仍需关注公司的业务转型成效。

2. 行业及区域集中度较高。公司担保业务余额中第一大行业及区域占比增加，行业和区域集中度较高。

3. 需关注投资业务相关的市场及信用风险。公司投资规模较大，面临的市场风险和信用风险需关注。

分析师

贾一晗 登记编号（R0040216120001）

姚雷 登记编号（R0040220010007）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中投保”）前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于1993年12月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金5.00亿元，2000年公司注册资本增至6.65亿元。2006年，经国务院批准，公司整体并入国家开发投资公司（现“国家开发投资集团有限公司”以下简称“国投公司”），注册资本增至30.00亿元；2010年9月，公司通过定向增发的方式引进投资者，从国有法人独资有限公司变更为中外合资有限责任公司，注册资本增至35.21亿元；2012年9月，公司以合计9.79亿元的资本公积、盈余公积及未分配利润转增实收资本，注册资本增至45.00亿元；2013年10月，中国经济技术投资担保有限公司更名为中国投融资担保有限公司；2015年8月，公司整体改制为股份有限公司，并更名为中国投融资担保股份有限公司；2015年12月，公司正式挂牌全国中小企业股份转让系统，证券代码“834777.OC”。截至2019年末，公司注册资本和股本45.00亿元，前五大股东及持股情况见下表，公司控股股东为国投公司，实际控制人国务院国有资产监督管理委员会，国投公司为实现专业化经营，将公司划为金融板块，并委托子公司国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）进行管理。截至2019年末，公司不存在股权被控股股东质押的情况。

表1 截至2019年底公司前五大股东持股情况（单位：%）

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

资料来源：公司定期报告

公司经营范围：融资性担保业务：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保及其他融资性担保业务；监管部门批准的其他业务：债券担保、诉讼保全担保、投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；仓储服务；组织、主办会议及交流活动；上述范围涉及国家专项规定管理的按有关规定办理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2019年末，公司本部设有财富管理中心、综合担保业务中心、保证担保中心、亚行项目业务中心等7个前台部门，2个中台部门（法律事务中心和风险管理中心）以及纪律检查部、审计部、信息技术部、财务会计部、经营管理部等9个后台职能部门（详见附件1）；在全国设有4个区域营销分公司，控股6家公司（含5家全资子公司），参股4家公司¹；公司合并口径在职员工共375人（母公司294人）。

截至2019年末，公司资产总额265.13亿元，所有者权益106.67亿元，其中归属于母公司的所有者权益103.65亿元；2019年，公司实现营业收入22.97亿元，其中已赚保费3.50亿元；净利

¹公司将参股公司中投保信息技术有限公司转出，此事项于2020年3月签股权转让协议，但目前还未做完工商变更。

润 8.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.15 亿元；经营活动现金流量净额-3.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 40.45 亿元。

注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层；法定代表人：段文务²。

二、跟踪债券概况

“19 中保 01”

2019 年 4 月 2 日，公司公开发行 25.00 亿元公司债券，期限为 3+2 年，发行票面利率为 3.87%，每年付息一次，到期还本，起息日为 2019 年 4 月 2 日，付息日为 2020 年到 2024 年每年 4 月 2 日，到期日和兑付日为 2024 年 4 月 2 日。本期债券于 2019 年 4 月 15 日起在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“19 中保 01”，证券代码“155290.SH”。本期债券的募集资金扣除相关发行费用后，主要用于符合国家法律法规的用途，包括但不限于偿还有息债务、优化债务结构，补充营运资金等。2020 年 4 月，公司按照约定支付了利息。

三、行业分析

2019 年金融产品担保增速放缓，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。

（1）传统贷款担保业务

传统的贷款担保业务受市场融资规模影响较大，截至 2019 年末为 251.31 万亿元，较上年末增长 10.7%，其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 151.57 万亿元，较上年末增长 12.5%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.11 万亿元，较上年末下降 4.6%；委托贷款余额为 11.44 万亿元，较上年末下降 7.6%；信托贷款余额为 7.45 万亿元，较上年末下降 4.4%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.33 万亿元，较上年末下降 12.5%；企业债券余额为 23.47 万亿元，较上年末增长 13.4%；政府债券余额为 37.73 万亿元，较上年末增长 14.3%；非金融企业境内股票余额为 7.36 万亿元，较上年末增长 5%。截至 2016 年末，全国融资性担保行业在保余额总计 19,120 亿元，较年初增加 5,374 亿元，增长 39.1%；全国融资性担保行业共有法人机构 8,402 家，较上年末增加 2,372 家，增长 39.3%，其中，国有控股占 18.7%，民营及外资控股占 81.3%，民营及外资控股机构占比同比增加 5 个百分点。截至 2016 年末，融资性担保机构资产总额 9,311 亿元，较上年末增长 57.2%；净资产总额 7858 亿元，较上年末增长 63.8%；未到期责任准备金余额 184 亿元，较上年末增长 71.8%，占年度担保业务收入的 51%；担保赔偿准备金余额 316 亿元，较上年末增长 82.7%，占年末担保责任余额的 1.7%；担保责任拨备覆盖率为 607.5%，较上年末增加 100 个百分点。受宏观经济下行压力的影响，中小企业经营压力加大，同时叠加银行抽贷等因素，担保机构代偿压力加大。

² 2020 年 5 月 14 日，公司第二届董事会第十七次会议审议并一致通过了《关于选举段文务为公司董事长的议案》，选举段文务担任公司第二届董事会董事长，任期自董事会审议通过之日起至本届董事会任期届满之日。根据《公司章程》的相关规定，段文务在担任公司董事长期间同时担任公司法定代表人。此事项尚需向北京市地方金融监督管理局及北京市工商行政管理局进行备案。

（2）债券担保业务

根据 Wind 数据统计，截至 2019 年末，债券担保责任余额为 4,767.89 亿元，较 2018 年末增长 11.70%，2019 年以来受政府金融去杠杆的政策影响，债券一级市场低迷，金融担保机构债券担保业务增速有所下降；前十大金融担保机构占市场份额比重达 89.51%，较 2018 年末有所下降，但行业集中度仍较高。从所担保债券省份分布来看，截至 2019 年末，债券担保余额最高的三个省份依次为江苏省（占 22.43%）、湖南省（占 12.15%）和安徽省（占 10.76%）；截至 2019 年末，从各个信用级别发行主体信用等级来看，主要集中在 AA 级别，占比为 66.43%，占比较 2018 年末上升 1.16 个百分点，AA+和 AA-级别发行主体占比分别为 7.03%和 22.97%，占比较 2018 年末分别下降 0.58 个百分点和 0.34 个百分点；从金融产品担保发生额中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 2019 年末，被担保客户中地方国企余额为 4,398.83 亿元，较 2018 年末增长 22.40%，占比为 92.26%，较 2018 年末下降 0.13 个百分点；代偿方面，截至 2019 年末，金融担保机构所担保的债券违约主要集中的在中小企业私募债，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，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。

（3）再担保业务

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。

2019 年担保相关政策不断出台，行业监管正在逐渐规范，有利于行业规范化发展。

2019 年 10 月银保监会发布了 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。

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、管理与内控分析

公司 2019 年以来管理层出现了一定变动，公司治理较为规范。

2019 年公司共召开 2 次股东大会、6 次董事会会议及 5 次监事会会议，会议的通知、召集、召开和表决程序均遵照《公司法》和公司章程的有关规定，并且公司监事会在其监督活动中，未发现公司存在重大风险事项，监事会对本年度的监督事项无异议。

2019 年，公司董事长、董秘、财务总监均未发生变动，有 2 位董事因为工作变动原因离任，总经理石军先生因个人原因离任。公司新任总经理为段文务先生。2020 年 4 月，原副总经理李峰先生因个人原因辞去公司副总经理职务；原董事长兰如达因退休不再担任公司董事长，公司新任董事长为段文务先生（任董事长期间为公司法定代表人），此事项尚需向北京市地方金融监督管理局及北京市工商行政管理局进行备案。段文务先生曾就职于公司控股股东国投公司及其旗下子公司的多项岗位，此项人员变动不会对公司日常经营产生不利影响。

五、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入仍以担保业务收入和投资收入为主，受宏观环境影响，公司主动控制担保业务规模，担保业务收入下降，投资收入占比较高，联合评级关注到公司传统担保业务规模逐步下降，业务规模回升尚需一定时间，投资业务规模维持在较高水平，面临的市场风险和信用风险需保持关注。

2019 年公司担保业务收入及投资收益均出现下降，因此营业收入同比下降 20.08%至 22.97 亿元。2019 年受宏观环境影响，公司持续控制担保业务规模，已赚保费亦持续了下降趋势，2019 年同比下降 38.43%，对收入的贡献度有所下降，但仍然为第二大收入来源。由于 2018 年投资收益的增长主要系公司持有中金公司股权由可供出售金融资产调整为权益法核算的长期股权投资所致（影响金额为 11.34 亿元），不具有可持续性，因此 2019 年投资收益出现了下降，为 17.50 亿元，投资收益情况仍然较好，若剔除 2018 年中金公司划分至权益法核算的长期股权投资产生的投资收益的影响，2019 年公司投资收益仍然保持稳步增长。

从利润实现情况来看，2019 年公司不再有会计科目调整导致的投资收益增加，净利润降至 8.31 亿元，如不考虑会计科目调整的影响，2019 年净利润仍然延续了稳步增长的态势。

表 2 公司营业收入结构 (单位: 亿元、%)

| 项目 | 2018 年 | | 2019 年 | |
|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 已赚保费 | 5.69 | 19.79 | 3.50 | 15.25 |
| 其中: 担保业务收入 | 3.13 | 10.88 | 1.78 | 7.77 |
| 减: 分出保费及收入返还 | 0.06 | 0.20 | 0.07 | 0.29 |
| 减: 提取未到期责任准备金 | -2.62 | -9.11 | -1.78 | -7.76 |
| 投资收益 | 22.23 | 77.35 | 17.50 | 76.21 |
| 其他 | 0.82 | 2.86 | 1.96 | 8.55 |
| 营业收入合计 | 28.74 | 100.00 | 22.97 | 100.00 |
| 净利润 | | 18.61 | | 8.31 |

资料来源: 公司审计报告, 联合评级整理。

2. 担保业务

公司担保业务仍以金融产品担保业务为主, 受监管政策和经济环境波动影响, 公司主动收缩公共融资类担保业务规模并不再开展保本投资类担保业务, 公司金融担保业务规模呈下降趋势, 公司逐渐加强相关业务储备, 但鉴于担保业务落地尚需一定周期, 业务规模的回升亦需要一定时间。

公司担保业务仍以金融产品担保业务为主, 其中主要为公共融资类担保。受监管政策和经济环境波动影响, 公司主动收缩公共融资类担保业务规模, 同时公司不再新增保本投资类业务, 因此担保业务规模仍然处于下降趋势, 2019 年末降至 501.67 亿元, 扣除分保部分外, 在保责任余额 489.45 亿元。由于公司担保业务的收缩, 融资性担保责任余额逐年下降, 而融资性担保放大倍数亦随之下降, 截至 2019 年末为 3.24 倍。公司结合外部形势变化加强对担保业务相关市场领域的研究, 加强相关领域的业务储备, 但担保项目落地需要一定周期, 业务收入和规模回升尚需一定时间。

2019 年以来, 公司金融产品担保余额占担保业务余额的比例仍然保持高位, 在 93.00% 以上。除保本基金外, 公司金融产品担保业务中始终以公共融资类担保为主, 公司对于公共融资类担保业务的开展根据债券市场发行情况进行调整, 主要为城投债, 其他金融产品担保业务主要包括资产证券化产品担保等, 2019 年基本保持稳定。

公司非金融担保业务规模不大, 主要包括银行间接融资担保、履约类担保和司法担保。银行间接融资性担保业务主要包括小微企业投资保联动模式、供应链金融-电票担保产品、政府采购融资担保等; 公司履约担保主要包括工程保证和政府采购履约担保, 公司研发“信易佳”电子保函平台, 可实现在线秒开保函, 提高了承保效率, 履约担保余额上升; 公司司法担保规模较为稳定。

表 3 公司担保余额情况 (单位: 亿元、倍)

| 类别 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|----------------|---------|---------|
| 金融产品担保 | 647.13 | 469.17 |
| 其中: 保本投资类担保 | 60.61 | 0.00 |
| 公共融资类担保 | 477.47 | 377.92 |
| 其中: 公共融资类担保-公募 | 472.92 | 374.50 |
| 公共融资类担保-私募 | 4.55 | 3.43 |
| 房地产类金融担保 | 33.90 | 18.80 |
| 其他金融产品担保 | 75.14 | 72.45 |
| 非金融产品担保 | 31.86 | 32.50 |

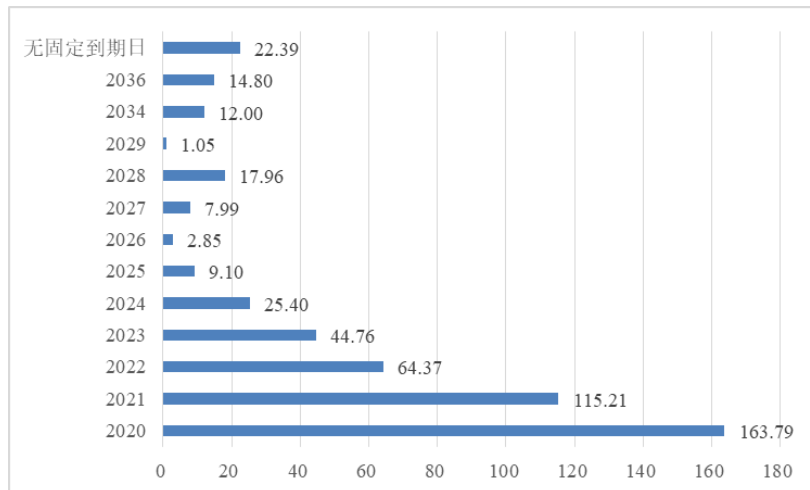
| | | |
|--------------|---------------|---------------|
| 其中：银行间接融资性担保 | 16.29 | 12.81 |
| 履约类担保 | 11.34 | 15.46 |
| 司法担保 | 4.23 | 4.23 |
| 合计 | 678.98 | 501.67 |
| 扣除分保后担保余额 | 653.60 | 489.45 |
| 融资性担保责任余额 | 419.11 | 336.30 |
| 融资性担保放大倍数 | 4.25 | 3.24 |

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司未来两年到期较为集中，需关注届时的代偿压力。

从担保期限组合期限来看，截至 2019 年末的担保业务余额，2020 和 2021 年公司担保到期金额较大，到期金额分别为 163.79 亿元和 115.21 亿元，合计占比达 55.62%。

图 1 截至 2019 年末公司担保业务到期情况（单位：亿元）

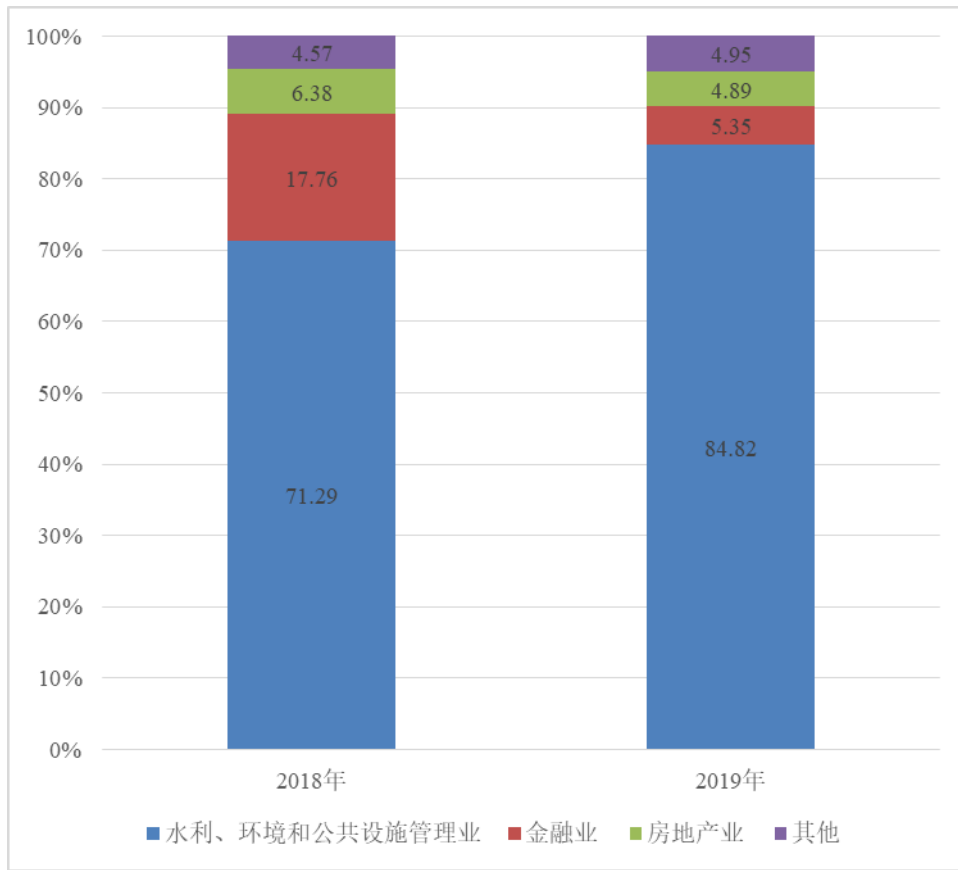


资料来源：公司提供

公司不再新增保本基金类业务，主要开展公共融资类担保业务，行业较集中，并且区域集中度提升。

从行业来看，由于公司不再新增保本基金类业务，因此金融业占比持续下降，而公共融资类担保业务占比提升，主要为城投债，因此水利、环境和公共设施管理业的占比继续增加，截至 2019 年末其在在保余额中的占比为 84.82%，行业较为集中。

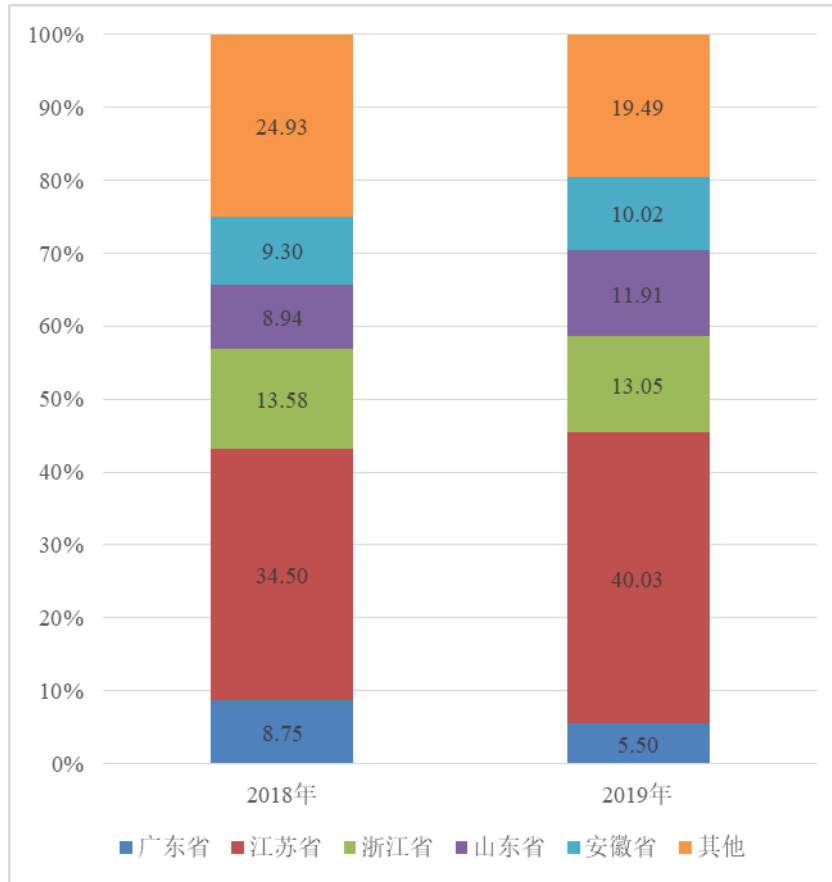
图 2 公司担保业务行业集中情况



资料来源：公司提供，联合评级整理

从区域分布来看，公共融资类担保项目偏向于经济发达、财政实力较强的地区。公司公共融资类担保业务第一大区域为江苏省，随着公共融资类业务占比的增加，存量业务区域集中度提升。截至 2019 年末，江苏省内业务存量占担保业务余额的比重为 40.03%，浙江省、山东省和安徽省占比均超过 10%，其他地区占比较小。

图3 公司担保业务区域集中情况



资料来源：公司提供，联合评级整理

从客户集中度来看，截至2019年末，公司担保业务最大客户在保余额为21.00亿元，占期末净资产的比例为19.69%；前十大在保客户在保余额为163.26亿元，占期末净资产的比例为153.05%，但考虑到下表未扣除分保额，因此客户集中度低于测算值。根据四项配套制度《融资担保责任余额计量办法》的规定，2017年10月1日前发生的债券担保业务，集中度按照原有监管制度有关规定执行，2017年10月1日后发生的债券担保业务，集中度按照新规执行，截至2019年末，公司的同一被担保人的担保责任余额符合监管要求。

表4 截至2019年末公司前十大在保客户情况（单位：亿元）

| 客户名称 | 业务品种 | 在保余额 |
|---------------------|----------|---------------|
| 嵊州市投资控股有限公司 | 公共融资类担保 | 21.00 |
| 新沂市交通投资有限公司 | 公共融资类担保 | 20.30 |
| 平度市国有资产经营管理有限公司 | 公共融资类担保 | 18.00 |
| 海盐县国有资产经营有限公司 | 公共融资类担保 | 17.40 |
| 丹阳投资集团有限公司 | 公共融资类担保 | 15.00 |
| 荣成市经济开发投资公司 | 公共融资类担保 | 15.00 |
| 宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司 | 公共融资类担保 | 14.96 |
| 深圳市世纪海翔投资集团有限公司 | 房地产类金融担保 | 14.80 |
| 广德县国有资产投资经营有限公司 | 公共融资类担保 | 14.00 |
| 如皋市经济贸易开发总公司 | 公共融资类担保 | 12.80 |
| 合计 | -- | 163.26 |

资料来源：公司提供

公司 2019 年代偿金额有所增加，但累计代偿率仍然较低，联合评级将持续关注公司代偿金额的变化情况及后续追偿的落实情况。

本报告中累计数据皆取自公司 2015 年至当期累计数。由于 2015 年前代偿的项目近几年仍有回收，但未反映在累计代偿额中，因此累计代偿回收率不能真实反应公司实际的回收效率。从代偿指标来看，2015 年以来发生的代偿规模不大，2015—2019 年累计代偿为 1.90 亿元，累计担保代偿率均不足 0.1%；2019 年代偿率上升主要系代偿额增加同时解保额下降所致。总体看相对于公司的业务及资本规模，代偿规模不大，代偿率指标较好，但仍需关注未来回收情况。

表 5 公司代偿及回收水平（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 |
|---------|--------|--------|
| 累计代偿额 | 1.16 | 1.90 |
| 累计代偿回收额 | 5.72 | 6.07 |
| 累计担保代偿率 | 0.05 | 0.07 |
| 当年代偿额 | 0.01 | 0.74 |
| 当年代偿回收额 | 0.53 | 0.35 |
| 当年解保额 | 731.18 | 265.01 |
| 当年代偿率 | 0.001 | 0.28 |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

表 6 公司代偿项目情况

| 年份 | 代偿项目 |
|--------|--|
| 2018 年 | 灵芝快贷项目 |
| 2019 年 | 灵芝快贷项目 |
| | 授信 2018 小微成长计划—启迪 1 号布朗诺 300 万综合授信担保项目 |

资料来源：公司提供

3. 投资业务

公司投资规模较大，对营业收入贡献度很高；构成以股权投资、理财计划和委托贷款为主，新增的委托贷款主要为亚行项目，新增部分未发生过逾期，资产质量较好；但未来仍需要关注市场波动可能对公司投资标的经营业绩的影响。

公司投资规模波动幅度不大，截至 2019 年末投资规模 173.00 亿元，较年初下降 4.35%。从构成来看，以债务及权益工具投资、长期股权投资和应收款项类投资为主。2019 年以来，公司应收款项类投资和基金投资规模均大幅下降，截至 2019 年末规模分别为 2.80 亿元和 19.76 亿元；长期股权投资持续增长，主要系新投资 2 家公司（联营企业）所致（新增投资 14.23 亿元）。公司委托贷款规模较为稳定，近年来均略高于 30 亿元，新增的委托贷款业务主要为亚行项目³。截至 2019 年末，公司已向亚洲开发银行提款约 25.97 亿元人民币，利率为 0.213%，公司新增委托贷款业务到期后均未发生逾期情况。

³2016 年，公司申请亚洲开发银行 4.58 亿欧元长期主权贷款，综合利用信用增进等多种金融工具使用该资金支持京津冀及周边的大气污染治理，公司成为“京津冀区域大气污染防治中投投融资促进项目”的执行机构和还款人。该项贷款将用于京津冀以及山东、山西、河南、内蒙、辽宁等周边区域的大气污染防治项目，重点支持生物新能源、光伏、煤炭替代等项目的实施。

表 7 公司投资业务投资品种情况 (单位: 亿元)

| 项目 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|------------------------|---------|---------|
| 长期股权投资 | 20.57 | 30.14 |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 9.24 | -- |
| 交易性金融资产 | -- | 87.72 |
| 债务工具-债券投资 | -- | 1.27 |
| 债务工具-信托计划 | -- | 5.80 |
| 债务工具-理财计划 | -- | 42.98 |
| 权益工具-股权投资 | -- | 17.92 |
| 权益工具-基金投资 | -- | 19.76 |
| 买入返售金融资产 | 2.38 | 0.11 |
| 应收款项类投资 | 45.20 | -- |
| 委托贷款 | 32.20 | -- |
| 应收款项类投资 | 13.00 | -- |
| 可供出售金融资产 | 103.46 | -- |
| 债务工具-债券投资 | 4.01 | -- |
| 债务工具-信托计划 | 31.67 | -- |
| 债务工具-理财计划 | 19.50 | -- |
| 债务工具-其他 | 3.45 | -- |
| 权益工具-股权投资 | 7.89 | -- |
| 权益工具-基金投资 | 36.93 | -- |
| 债权投资 | -- | 32.64 |
| 委托贷款 | -- | 29.80 |
| 应收款项类投资 | -- | 2.84 |
| 其他债权投资 | -- | 22.39 |
| 信托计划 | -- | 17.91 |
| 债券投资 | -- | 4.34 |
| 应计利息 | -- | 0.14 |
| 合计 | 180.86 | 173.00 |

资料来源: 公司审计报告, 联合评级整理

从合规情况来看, 公司以自有资金进行投资多数为固定收益类金融产品, 其中, 信托计划投资均为期限固定、收益固定的信托产品, 为固定收益类金融产品, 股权投资等其他投资合计投资成本占净资产比重均不超过 20% (《暂行办法》第二十九条); 并且 I 级资产、II 级资产及 III 级资产规模均能满足监管指标要求 (《融资担保公司资产比例管理办法》第九条)。

4. 其他业务

资管业务系公司未来转型发展重要方向, 资管业务依托于公司良好的发展平台, 近年来发展态势尚可。

公司于 2014 年 11 月设立全资子公司中投保信裕资产管理 (北京) 有限公司 (以下简称“信裕资管”) 开展资产管理业务。信裕资管发挥资源整合优势, 提升主动管理能力, 形成以固定收益、低风险多策略组合投资、权益投资、另类投资等为主要方向的业务发展模式。面对日益趋严的监管环境, 公司对信裕资管进行增资, 进一步夯实了资本实力, 并继续以合规经营、主动管理为重点, 加强投研能力建设, 加大产品开发和资金渠道开拓力度。2017 年, 信裕资管获得了私募基金全牌照, 成为中国基金业协会、中国保险资产管理业协会会员。2019 年信裕资管实现收入 1.22 亿元, 同比增长 57.81%, 但由于营业总支出的提升和投资收益的下降, 净利润降至 0.44 亿元。

金融科技业务系公司未来三大业务板块组成部分，但由于子公司成立时间较短，目前处于初期发展阶段。目前金融科技已推出具有特色的产品，取得一定创新能力，未来发展有待公司进一步推动。

随着金融科技的快速崛起，公司加强金融科技平台及财富管理渠道建设，金融科技探索已取得初步成果。2015年，公司与蚂蚁金融服务集团、恒生电子股份有限公司共同发起设立浙江互联网金融资产交易中心股份有限公司（以下简称“网金社”），以满足个人客户和中小微企业的投融资需求，目前注册资本0.57亿元，公司参股比例27.35%。网金社推出“付税宝”产品，依托大数据采集、征信及风控的方式，实现了进口中小微企业全线上融资直付税款的功能，帮助企业快速通关。网金社作为公司金融科技发展战略的重要平台，随着业务的发展以及风险管控能力的提升，在消费金融、Fintech领域形成了独特优势，有助于拓宽公司担保业务的发展空间，同时推动其向综合化资产管理服务模式转型。2016年3月，中投保当选为中国互联网金融协会首批会员第一届常务理事单位。

2017年11月，公司子公司与宁夏国有资产投资控股集团有限公司等共同合作发起设立的国投（宁夏）互联网小额贷款股份有限公司（以下简称“国投小贷”）正式成立，取得互联网小贷牌照，提升了公司在金融科技领域的业务资源和业务范围，但目前业务规模较小。

5. 未来发展

公司处于战略转型期并制定了明确的发展战略，符合自身发展特色及监管政策导向；较强的创新能力和良好的公司治理水平有助于公司保持担保行业中的领先地位和促进战略的实现。

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

未来，公司将从多方面发力，在担保和信用增进领域，重点围绕基础设施、民生、环保节能、以及国家政策鼓励和引导的新型城镇化建设、区域战略实施、特色商业物业开发等地产领域，发挥担保增信功能与其它金融产品的协同作用；在小微金融领域，以“树品牌、建体系、服务双创”为目标开展小微金融；在绿色金融领域，加大亚行贷款“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”对大气污染治理等重点领域的投入力度，在节能环保和绿色金融领域树立品牌；在资产管理业务领域，继续拓展以固定收益、低风险多策略组合投资、权益投资、另类投资等为主要方向的有增信特色的资产管理业务；在金融科技领域，加强与金融科技领军企业的合作，积极探索建立基于大数据背景下的风控模式和业务运营方式。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2019年合并财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，均出具了无保留的审计意见。从合并范围来看，2019年减少1家并新增1家合伙企业，无其他合并范围内子公司变动。

公司自2019年1月1日起执行财政部修订后的《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号——金融资产转移》《企业会计准则第24号——套期保值》

以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（以下简称“新金融工具准则”）。根据相关新旧准则衔接规定，对可比期间信息不予调整，首次执行日执行新准则与原准则的差异追溯调整期初留存收益或其他综合收益。2019 年归属母公司所有者权益由于会计政策变更而增加了其他综合收益 2.91 亿元，调减了未分配利润 3.02 亿元，总体看会计政策变更对公司财务数据影响不大，公司财务数据可比性强。

2. 资本结构

公司所有者权益规模及构成变化不大，所有者权益稳定性尚可。

截至 2019 年末，公司股东权益合计 106.67 亿元，较年初增长 5.33%，其中归属于母公司的所有者权益占比 97.16%，在归属于母公司的所有者权益中股本占比 43.42%，其他权益工具（永续债）占比 24.03%，未分配利润占比 19.57%，公司所有者权益稳定性尚可。

随着公司加大了资本市场融资力度及交易性金融负债的增加，杠杆有所上升，并且短期内偿债压力增加。

由于融资规模增加，公司负债规模随之增长。截至 2019 年末，公司负债总额为 158.46 亿元，较年初增长 53.46%；构成以短期借款（占比为 8.97%）、长期借款（占比为 20.14%）、应付债券（占比为 32.24%）和交易性金融负债（占比 26.51%）为主。

表 8 公司负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|------------------|---------------|---------------|
| 负债总额 | 103.26 | 158.46 |
| 其中：短期借款 | 0.00 | 14.21 |
| 交易性金融负债 | -- | 42.01 |
| 准备金之和 | 9.33 | 8.08 |
| 其中：担保赔偿准备金 | 3.06 | 3.59 |
| 责任准备金 | 6.27 | 4.49 |
| 长期借款 | 48.21 | 31.91 |
| 应付债券 | 24.95 | 51.08 |
| 其他负债 | 14.17 | 8.00 |
| 实际资产负债率 | 45.92 | 56.72 |
| 全部债务 | 76.72 | 139.21 |
| 其中：短期债务 | 3.56 | 56.22 |
| 长期债务 | 73.16 | 82.99 |
| 全部债务资本化比率 | 43.10 | 56.62 |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2018 年末无短期借款，截至 2019 年末，短期借款分别 14.21 亿元，短期借款均为信用借款（含利息）。公司 2019 年 1 月 1 日起执行了新金融工具准则，2019 年末公司交易性金融负债为 42.01 亿元，主要为开展卖出回购业务形成的债务。公司长期借款均为信用借款，2019 年公司提前归还了部分长期借款，因此年末降至 31.91 亿元。由于公司增加了资本市场融资力度，应付债券仍然处于增长趋势，截至 2019 年末为 51.08 亿元。

随着公司在资本市场融资规模的增加，截至 2019 年末公司全部债务为 139.21 亿元，较年初增长 81.45%；同期公司全部债务资本化比率和实际资产负债率亦持续上升，截至 2019 年末分别为 56.62% 和 56.72%。从债务期限结构来看，由于 2019 年新增了较大规模的交易性金融负债，短期债务占比大幅增加，除交易性金融负债外，公司债务分布较为均匀。

表9 截至2019年末公司全部债务偿还期限结构(单位:亿元、%)

| 到期时间 | 金额 | 占比 |
|-------------|--------------|---------------|
| 1年以内 | 14.20 | 14.77 |
| 1~2年 | 26.00 | 27.04 |
| 2~3年 | 5.00 | 5.20 |
| 4~5年 | 25.00 | 26.00 |
| 5年以上 | 25.97 | 27.00 |
| 债务合计 | 96.17 | 100.00 |

注:上表按本金,不含交易性金融负债,因此合计数与全部债务有差异
资料来源:公司年报,联合评级整理

3. 资产质量

公司货币资金保持充足水平,资产整体流动性良好;公司投资资产规模较大,面临一定的信用风险和市场风险。

截至2019年末,公司资产总额265.13亿元,较上年末增长29.63%,主要系公司保留了较大规模的货币资金及定期存款所致。公司资产主要由货币资金(占比21.75%)、定期存款(占比7.94%)和各类投资资产(占比65.25%)组成。

截至2019年末,公司货币资金大幅增至57.68亿元,主要系公司结合外部形势及相关要求对资产结构进行了相关调整,受限资金主要为公司拟设立中投保科技融资担保有限公司而在华夏银行北京通州支行划转的存出投资款及产生的利息合计10.03亿元。

2019年,公司在持有较大规模的货币资金的同时,增加了定期存款的规模,年末为21.06亿元,期限主要在3个月~1年。公司各类投资资产规模较大,近几年保持在170亿左右,2017—2018年末占比均超过80%,截至2019年末公司投资规模为173.00亿元,由于货币资金及定期存款的大幅增加,投资资产占比降至65.25%,但仍然是公司资产中最主要的组成部分,需关注其未来受外部环境波动可能产生的市场及信用风险。公司持有投资资产情况详见经营部分投资业务分析。

表10 公司资产情况构成情况(单位:亿元)

| 项目 | 2018年末 | 2019年末 |
|-------------|--------|--------|
| 资产总额 | 204.53 | 265.13 |
| 其中:货币资金 | 6.19 | 57.68 |
| 定期存款 | 1.07 | 21.06 |
| 各类投资资产 | 180.86 | 173.00 |

注:各类投资资产为投资业务分析中的投资资产合计数
资料来源:公司审计报告,联合评级整理

4. 盈利能力

由于会计科目调整的不可持续性及会计政策变更,2019年公司各项盈利指标出现了一定的下降,但总体盈利能力处于较好水平。

2019年公司营业收入出现下降(详见经营概况)。公司营业成本以业务及管理费、其他业务成本和减值损失为主。2019年以来公司业务及管理费及其他业务成本(主要为利息支出)稳步增长;同年公司使用新金融工具准则,采用预期信用损失模型计提减值损失,当年新增信用减值损失1.80亿元和其他资产减值损失1.09亿元;2018年营业成本中提取担保赔偿准备金为负主要系当年未出风险的项目陆续解保,而2019年由于宏观经济持续下行,公司增加了计提力度,当年提取的担保赔偿准备金为0.96亿元。受以上因素影响,公司利润规模有所下降。从盈利能力指标来

看，公司各项盈利指标出现了不同程度的下降，主要受 2018 年部分投资由可供出售金融资产转入权益法计量的长期股权投资而产生了较大的投资收益以及 2019 年会计政策变更导致的减值损失增加的影响，公司盈利能力指标表现仍处于较好水平。

赔付情况方面，由于代偿规模的波动及担保业务收入的下降，公司担保赔付率增长明显，2019 年为 21.08%。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 |
|-----------|--------|--------|
| 营业收入 | 28.74 | 22.97 |
| 营业总成本 | 7.76 | 13.26 |
| 其中：业务及管理费 | 4.43 | 4.72 |
| 提取担保赔偿准备金 | -0.91 | 0.96 |
| 其他业务成本 | 3.83 | 4.61 |
| 信用减值损失 | -- | 1.80 |
| 其他资产减值损失 | -- | 1.09 |
| 利润总额 | 20.95 | 9.70 |
| 净利润 | 18.61 | 8.31 |
| 净资产收益率 | 18.46 | 7.99 |
| 总资产收益率 | 9.39 | 3.54 |
| 担保赔付率 | 0.17 | 21.08 |

资料来源：公司年报，联合评级整理

与同行业企业相比，公司盈利指标好于样本中位数，盈利能力较好。

表 12 同行业 2019 年财务指标比较（单位：亿元、%）

| 项目 | 营业利润率 | 净资产收益率 | 总资产收益率 |
|------------------|--------------|-------------|-------------|
| 中合中小企业融资担保股份有限公司 | 1.94 | 0.35 | 0.26 |
| 重庆三峡融资担保集团股份有限公司 | 28.65 | 4.13 | 2.32 |
| 江苏省信用再担保集团有限公司 | 35.17 | 5.35 | 3.04 |
| 中债信用增进投资股份有限公司 | 63.02 | 7.25 | 4.64 |
| 平均值 | 32.20 | 4.27 | 2.56 |
| 中投保 | 42.25 | 7.99 | 3.54 |

资料来源：公司审计报告、财务报表、公开资料，联合评级整理

5. 资本充足性及代偿能力

公司资本规模较大，并且流动性较好，能够覆盖未来一年的解保规模；公司计提了足额的准备金，担保业务整体风险仍可控；另外考虑到公司股东背景强大，对公司支持力度大，公司整体代偿能力极强。

公司面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，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其担保业务风险敞口、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。

截至 2019 年末，公司净资产规模 106.67 亿元，资本较为充足；可快速变现资产为 179.49 亿元，较年初大幅增长 48.03%，主要系货币资金增长所致。由于公司担保收入及在保余额的下降，准备金之和亦有所下降，截至 2019 年末公司准备金之和为 12.68 亿元，代偿准备金率为 5.82%，由于 2019 年代偿规模的增加，导致代偿准备金率亦有所增加。

从代偿压力来看，截至 2019 年末，公司可快速变现资产/期末担保余额为 35.78%，2020 年到期解保的担保余额 163.79 亿元，可快速变现资产/2020 年到期解保规模为 109.58%，覆盖程度较好。由于应收代偿款的下降，公司拨备覆盖率大幅提升，准备金足以覆盖已代偿但尚未回收项目对于公司造成的损失。

表 13 公司资本充足性及代偿能力（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|----------------------|-----------|------------|
| 净资产 | 101.27 | 106.67 |
| 可快速变现资产 | 121.25 | 179.49 |
| 可快速变现资产/期末担保余额 | 17.86 | 35.78 |
| 可快速变现资产/2020 年到期解保规模 | -- | 109.58 |
| 拨备覆盖率 | 26,859.71 | 507,712.19 |
| 准备金之和 | 12.97 | 12.68 |
| 代偿准备金比率 | 0.07 | 5.82 |

注：2020 年到期解保规模为 2019 年期末担保余额中一年内到期的部分
资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年末，公司已获得合作银行综合授信额度 962.00 亿元，其中已使用综合授信额度约为 39.20 亿元，未使用综合授信额度约为 922.80 亿元，融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2020 年 5 月 11 日，共在 7 家金融机构办理过信贷业务，目前在 3 家金融机构的业务仍未结清，中长期借款余额为 1.00 亿元，无不良和违约负债，无欠税记录、民事判决记录及强制执行记录，过往履约情况良好。

七、跟踪债券偿还能力分析

以 2019 年财务数据为基础，公司对存续的公司债券“19 中保 01”的待偿本金合计 25.00 亿元的各项偿还能力指标见下表，除现金流相关指标外，其余各项偿还能力指标良好。

表 14 本报告所跟踪债券的偿还能力（单位：倍）

| 项目 | 2019 年 |
|-------------------|--------|
| 股东权益合计/待偿本金合计 | 4.27 |
| 净利润/待偿本金合计 | 0.33 |
| 经营活动现金净流量/待偿本金合计 | -0.14 |
| 筹资活动前现金净流量/待偿本金合计 | 0.11 |

注：筹资活动前现金净流量=经营活动现金净流量+投资活动现金净流量
资料来源：联合评级整理

综合以上分析，并考虑到公司自身行业竞争力强，股东背景强大且对公司支持力度较大，整体业务风控能力较强，其对“19 中保 01”的偿付能力仍属极强。

八、综合评价

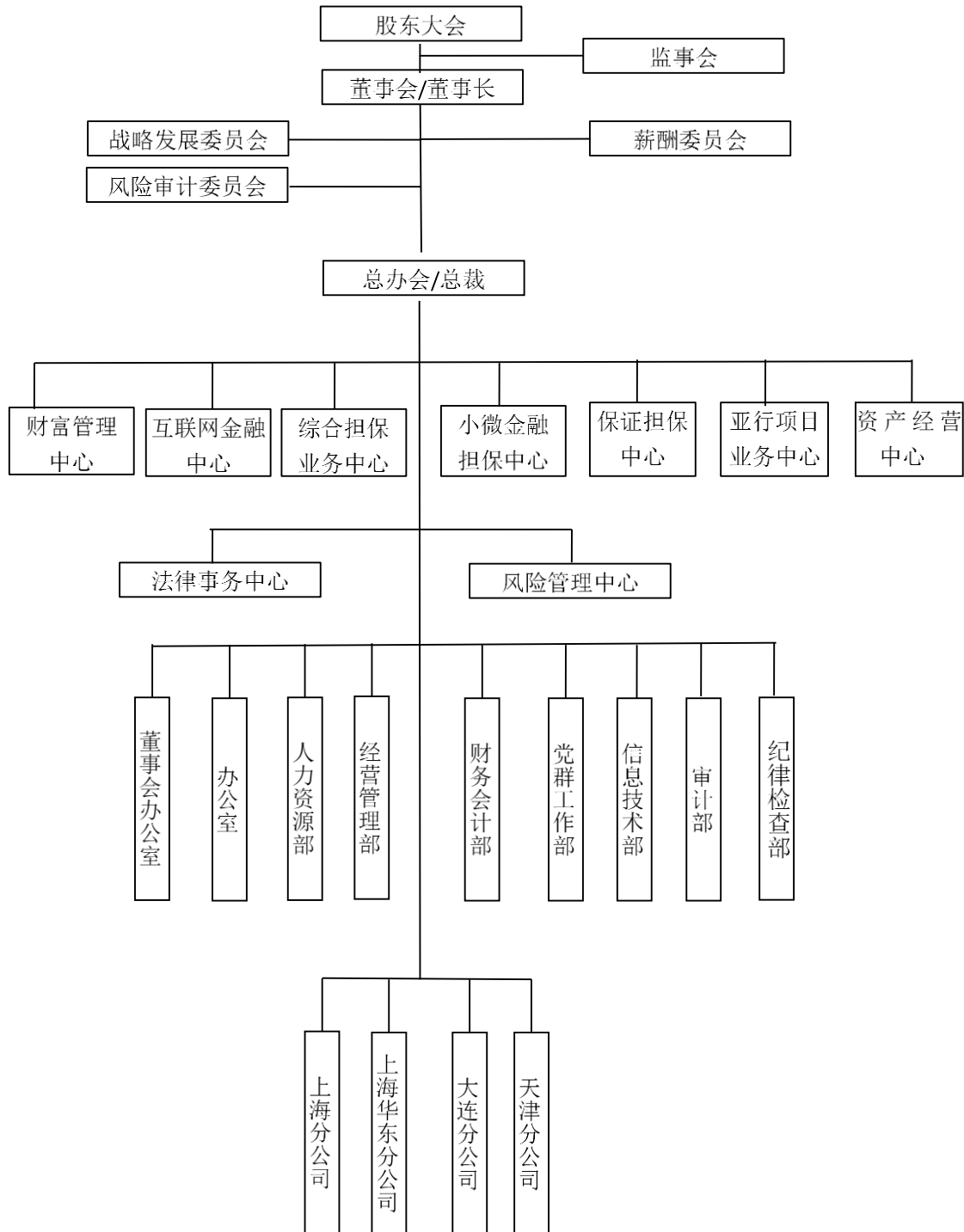
公司作为国内首家全国性专业信用担保机构，系控股股东国投公司旗下金融板块重要组成部分，2019 年以来公司保持了很强的行业竞争优势，亦取得了较好的投资收益；并且公司资本充足性较好，资产流动性增强。

同时，联合评级也关注到近年来宏观经济下行压力较大，担保行业信用风险水平攀升；公司担保业务存在一定的集中度风险，同时自有资金投资规模较大，面临的市场风险和信用风险需关注。

考虑到公司业务规模和资本金规模较大，以及股东的持续支持，未来业务发展仍将保持其竞争优势。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望“稳定”；同时维持“19 中保 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 截至 2019 年末中国投融资担保股份有限公司组织结构图



附件2 中国投融资担保股份有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2018年 | 2019年 |
|-------------------|-----------|------------|
| 资产总额(亿元) | 204.53 | 265.13 |
| 可快速变现资产(亿元) | 121.25 | 179.49 |
| 可快速变现资产/期末担保余额(%) | 17.86 | 35.78 |
| 负债总额(亿元) | 103.26 | 158.46 |
| 实际资产负债率(%) | 45.92 | 56.72 |
| 全部债务资本化比率(%) | 43.10 | 56.62 |
| 所有者权益(亿元) | 101.27 | 106.67 |
| 营业总收入(亿元) | 28.74 | 22.97 |
| 已赚保费(亿元) | 5.69 | 3.50 |
| 投资收益(亿元) | 22.23 | 17.50 |
| 净利润(亿元) | 18.61 | 8.31 |
| 担保业务收入贡献度(%) | 19.79 | 15.25 |
| 营业利润率(%) | 72.99 | 42.25 |
| 营业费用率(%) | 15.43 | 20.55 |
| 总资产收益率(%) | 9.39 | 3.54 |
| 净资产收益率(%) | 18.46 | 7.99 |
| 期末担保余额(亿元) | 678.98 | 501.67 |
| 融资性担保责任余额(亿元) | 419.11 | 336.29 |
| 融资性担保放大倍数(倍) | 4.25 | 3.24 |
| 累计担保代偿率(%) | 0.05 | 0.07 |
| 担保赔付率(%) | 0.17 | 21.08 |
| 拨备覆盖率(%) | 26,859.71 | 507,712.19 |
| 代偿准备金比率(%) | 0.07 | 5.82 |
| 净利润/待偿本金合计(倍) | 0.74 | 0.33 |

注：担保业务收入贡献度中的担保业务收入为已赚保费

附件 3 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|----------------|--|
| 年均增长率或变动率 | (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% |
| 单一最大客户集中度 | 单一最大客户在保责任余额/净资产×100% |
| 前五大客户集中度 | 前五大客户在保责任余额/净资产×100% |
| 融资性担保放大倍数 | 期末融资性担保责任余额/净资产 |
| 各项风险准备金之和 | 期末未到期责任准备金+期末担保赔偿准备金+期末一般风险准备金 |
| 可快速变现资产 | 货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产 |
| 短期债务 | 短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券 |
| 全部债务 | 短期债务+长期债务 |
| 全部债务资本化比率 | 有息负债/ (有息负债+所有者权益) ×100% |
| 代偿准备金比率 | 当时代偿额/期末各项风险准备金之和×100% |
| 担保赔付率 | 当时代偿额 / 当期担保业务收入× 100% |
| 拨备覆盖率 | 各项风险准备金之和/期末担保代偿余额× 100% |
| 可快速变现资产/担保责任余额 | 期末可快速变现资产余额/期末担保责任余额× 100% |
| 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% |
| 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% |
| 担保业务收入贡献度 | 担保业务收入/营业收入× 100% |
| 营业费用率 | 业务及管理费/营业收入× 100% |
| 营业利润率 | 营业利润/营业收入× 100% |
| 总资产收益率 | 净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /2]× 100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] × 100% |

注：由于执行了新金融工具准则，公司 2019 年的可快速变现资产为货币资金+交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+买入返售金融资产-受限资产；短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+交易性金融负债

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

信用等级公告

联合〔2020〕1239号

联合资信评估有限公司通过对广东省融资再担保有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定广东省融资再担保有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年五月九日



广东省融资再担保有限公司

2020 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：2020 年 5 月 9 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称 | 版本 |
|----------------|-------------|
| 融资担保企业信用评级方法 | V3.0.201907 |
| 融资担保企业主体信用评级模型 | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级 | aa+ | | 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 | 评价结果 |
| 经营风险 | B | 经营环境 | 宏观和区域风险 | 1 | |
| | | | 行业风险 | 3 | |
| | | 自身竞争力 | 公司治理 | 2 | |
| | | | 风险管理 | 2 | |
| | | | 经营分析 | 2 | |
| | | | 未来发展 | 2 | |
| 财务风险 | F1 | 现金流 | 资产质量 | 2 | |
| | | | 盈利能力 | 3 | |
| | | 资本结构 | | 1 | |
| | | 代偿能力 | | 2 | |
| 调整因素和理由 | | | | | 调整子级 |
| 政府支持：公司作为省级担保机构，在业务开展、政策支持、资本补充方面得到股东方和政府支持的可能性大 | | | | | +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：王柠 张哲铭 陈奇伟

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：

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对广东省融资再担保有限公司（以下简称“公司”或“广东再担保”）的评级反映了其作为省级融资担保机构，在资本补充、业务经营、流动性、风险分担机制等方面能够得到广东省政府的有力支持。公司风险偏好审慎，风险管理水平逐步提升，各项代偿指标处于行业较好水平；公司大力推进普惠金融建设并承担广东省内政策性担保体系建设，业务半径和服务范围不断拓展，同时创新型担保业务的开展对其业务发展起到了较好的促进作用；广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）的多次增资使公司资本得到有效补充，公司净资产对担保业务组合风险价值的覆盖程度处于充足水平。另一方面，联合资信也关注到，公司担保业务集中度较高、整体盈利能力仍有待提升等因素对其经营发展和信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司各担保业务板块的精细化运作逐步成熟，公司担保业务的展业能力有望得到提升，公司仍将聚焦大湾区的融资需求，在加强风险防控的前提下，不断促进各项业务均衡发展，担保业务在广东省内将保持较强的竞争优势。另一方面，宏观经济下行压力增大、债务人违约风险上升以及新冠疫情对各行业带来一定负面影响等因素也使得公司业务开展和风险管控面临一定压力，公司未来风险控制水平和代偿水平需保持关注。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司根据宏观经济形势和自身业务发展的需要适时调整业务结构，不断推进各项业务转型，担保业务产品体系逐步完善，担保业务板块和团队不断优化，业务发展态势稳中向好。
2. 公司积极布局普惠金融建设，大力推进广东省内政策性担保体系建设，各参控股地市担保公司业务逐步开展，且已计划成立再担保子公司，有利于其未来业务的进一步拓展。
3. 公司风险偏好较为审慎，各项代偿指标处于行业较好水平。
4. 公司股东粤财控股承诺在必要时向公司提供支持，粤财控股综合财务实力极强，能够在一定程度上提升公司的担保

实力。

关注

1. 公司面临一定的担保业务客户集中风险，需逐步加强业务组合和单一项目限额管理，持续防范集中度高的风险。
2. 近年来公司直保业务规模存在一定波动，2019年的业务增长多来自于创新型业务，但该类业务或受经济形势、监管政策以及新冠疫情的影响较大，需关注公司未来融资性担保业务的发展情况；营业收入和净利润亦随担保业务的波动有所波动，整体盈利水平仍有待提升。
3. 宏观经济下行、新冠疫情发生等因素可能使得公司面临的风险管控压力有所加大，且需关注公司存量代偿项目的后续代偿处置和回收情况。

主要财务数据：

| 项 目 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|---------------|---------|---------|---------|
| 资产总额(亿元) | 84.57 | 84.25 | 88.11 |
| 所有者权益(亿元) | 73.10 | 71.65 | 72.39 |
| 净资产(亿元) | 58.01 | 58.56 | 57.29 |
| 担保风险责任余额(亿元) | 192.69 | 236.76 | 267.78 |
| 净资产担保余额倍数(倍) | 7.25 | 7.64 | 9.11 |
| 净资本担保余额倍数(倍) | 9.14 | 9.35 | 11.51 |
| 净资产担保风险责任余额倍数 | 2.64 | 3.30 | 3.70 |
| 净资本担保风险责任余额倍数 | 3.32 | 4.04 | 4.67 |
| 净资本比率(%) | 79.36 | 81.73 | 79.14 |
| 净资本覆盖率(%) | 239.04 | 236.81 | 163.00 |
| 当期担保代偿率(%) | 0.11 | 1.28 | 0.00 |
| 累计担保代偿率(%) | 0.08 | 0.32 | 0.26 |
| 累计代偿回收率(%) | 32.87 | 8.63 | 15.23 |

| 项 目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 4.69 | 4.04 | 4.57 |
| 净利润(亿元) | 3.85 | 1.59 | 1.92 |
| 平均资产收益率(%) | 4.68 | 1.88 | 2.23 |
| 平均净资产收益率(%) | 5.42 | 2.19 | 2.66 |

数据来源：公司审计报告及提供资料，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 |
|------|------|------|------|---------|------|
| -- | -- | -- | -- | -- | -- |

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广东省融资再担保有限公司（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，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 2020 年 5 月 9 日至 2021 年 5 月 8 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。

广东省融资再担保有限公司

2020 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”或“公司”）成立于 2009 年 2 月，是由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）代表广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，其前身为广东省中小企业信用再担保有限公司，初始注册资本为 20 亿元，成立目的是为广东省加快基础设施建设和经济发展提供担保和再担保服务。2011 年，广东省中小企业信用再担保有限公司更名为广东省融资再担保有限公司。近年来，广东再担保分别于 2012 年、2014 年、2015 年和 2016 年经历多次股东增资和 2018 年资本公积转增股本，资本规模保持增长。截至 2019 年末，公司注册资本 60.60 亿元。

公司经营范围：开展再担保业务；办理债券发行担保业务；为企业及个人提供贷款担保、信用证担保等融资性担保，兼营诉讼保全担保、履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资。

公司设有业务部门、风险管理部、法律合规部、综合管理部、财务资源部、普惠金融部、资产管理部、稽核审计部等部门，现有员工 80 人。截至 2019 年末，公司拥有两家全资子公司，分别为广东粤财网络投资有限公司和广东粤财网电投资有限公司；控股广东粤财普惠金融股份有限公司（持股比例为 96.67%）；参控股清远、中山、珠海、江门等 10 家参控股地市担保公司。

截至 2019 年末，公司资产总额 88.11 亿元，其中货币资金 15.50 亿元；负债总额 15.72 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 6.36 亿元；股东权益 72.39 亿元；担保余额 659.34 亿元，担保风险责任余额 267.78 亿元。2019 年，公司实现营业收入 4.57 亿元，净利润 1.92 亿元。

公司注册地址：广东省广州市越秀区东风中路 481 号粤财大厦 12 楼。

公司法定代表人：刘祖前。

三、经营环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 1），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年一季度 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| GDP（万亿元） | 73.6 | 78.7 | 84.0 | 89.2 | 18.4 |
| GDP 增速（%） | 6.8 | 6.9 | 6.7 | 6.1 | -6.8 |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.0 | 6.6 | 6.2 | 5.7 | -8.4 |
| 固定资产投资增速（%） | 8.1 | 7.2 | 5.9 | 5.4 | -16.1 |

| | | | | | |
|-------------------|------|------|------|------|-------|
| 社会消费品零售总额增速 (%) | 10.4 | 10.2 | 9.0 | 8.0 | -19.0 |
| 出口增速 (%) | -1.9 | 10.8 | 7.1 | 5.0 | -11.4 |
| 进口增速 (%) | 0.6 | 18.7 | 12.9 | 1.6 | -0.7 |
| CPI 增幅 (%) | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.9 | 4.9 |
| PPI 增幅 (%) | -1.4 | 6.3 | 3.5 | -0.3 | -0.6 |
| 城镇失业率 (%) | 4.0 | 3.9 | 4.9 | 5.2 | 5.9 |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 5.6 | 6.5 | 5.6 | 5.0 | -3.9 |
| 公共财政收入增速 (%) | 4.5 | 7.4 | 6.2 | 3.8 | -14.3 |
| 公共财政支出增速 (%) | 6.4 | 7.7 | 8.7 | 8.1 | -5.7 |

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国

规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1-2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，

2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

（2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，

引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

（3）宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依

然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略

性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

2. 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。

(1) 传统贷款担保业务

传统的贷款担保业务受市场融资规模影响较大，2017—2019年末社会融资规模存量分别为174.64万亿元、200.75万亿元和251.31万亿元，较上年末增长10.7%，其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为151.57万亿元，较上年末增长12.5%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.11万亿元，较上年末下降4.6%；委托贷款余额为11.44万亿元，较上年末下降7.6%；信托贷款余额为7.45万亿元，较上年末下降4.4%；未贴现的银行承兑汇票余额为3.33万亿元，较上年末下降12.5%；企业债券余额为23.47万亿元，较上年末增长13.4%；政府债券余额为37.73万亿元，较上年末增长14.3%；非金融企业境内股票余额为7.36万亿元，较上年末增长5%。截至2016年末，全国融资性担保行业在保余额总计19120亿元，较

年初增加 5374 亿元，增长 39.1%；全国融资性担保行业共有法人机构 8402 家，较上年末增加 2372 家，增长 39.3%，其中，国有控股占 18.7%，民营及外资控股占 81.3%，民营及外资控股机构占比同比增加 5 个百分点。截至 2016 年末，融资性担保机构资产总额 9311 亿元，较上年末增长 57.2%；净资产总额 7858 亿元，较上年末增长 63.8%；未到期责任准备金余额 184 亿元，较上年末增长 71.8%，占年度担保业务收入的 51%；担保赔偿准备金余额 316 亿元，较上年末增长 82.7%，占年末担保责任余额的 1.7%；担保责任拨备覆盖率为 607.5%，较上年末增加 100 个百分点。受宏观经济下行压力的影响，中小企业经营压力加大，同时叠加银行抽贷等因素，截至 2014 年末，代偿率达 2.17%，担保机构代偿压力加大。

（2）债券担保业务

根据 Wind 数据统计，截至 2019 年 12 月，债券担保责任余额为 4767.89 亿元，较 2018 年末增长 11.70%，2019 年以来受政府金融去杠杆的政策影响，债券一级市场低迷，金融担保机构债券担保业务增速有所下降；前十大金融担保机构占市场份额比重达 89.51%，较 2018 年末有所下降，但行业集中度仍较高。从所担保债券省份分布来看，截至 2019 年 12 月，债券担保余额最高的三个省份依次为江苏省（占 22.43%）、湖南省（占 12.15%）和安徽省（占 10.76%）；截至 2019 年 12 月，从各个信用级别发行主体信用等级来看，主要集中在 AA 级别，占比为 66.43%，占比较 2018 年末上升 1.16 个百分点，AA+和 AA-级别发行主体占比分别为 7.03%和 22.97%，占比较 2018 年末分别下降 0.58 个百分点和 0.34 个百分点；从金融产品担保发生额中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 2019 年 12 月，被担保客户中地方国企余额为 4398.83 亿元，较 2018 年末增长 22.40%，占比为 92.26%，较 2018 年末下降 0.13 个百分点；代偿方面，截至 2019 年 12 月，金融担保机构所担保的债券违

约主要集中的在中小企业私募债，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，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。

（3）再担保业务

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，行业监管正在逐渐规范，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门联合发布的《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，2015 年 8 月，国务院法制办公室公布了《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》的通知，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，2017 年 8 月，国务院颁布《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“《条例》”），并于 2017 年 10 月 1 日起施行；《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月银保监会发布了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。

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。

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。

近年来担保代偿率不断攀升。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。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司是粤财控股代表广东省人民政府全额出资成立的省级再担保公司（见附录1），故公司的股东为粤财控股，实际控制人为广东省人民政府。公司未设立股东会，股东权利由出资人行使。公司董事会下设风险控制委员会和项目评审委员会。目前，董事会由5名董事组成，董事长由粤财控股委派。公司董事长刘祖前先生为经济学硕士、高级经济师，兼任粤财控股党委委员、副总经理，历任深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司高级项目经理、资信评估部负责人、担保业务部负责人、风险管理部负责人、发展研究部负责人等职，深圳市西奇小额贷款有限公司执行董事、总经理。公司监事会由5名监事组成，其中股东监事3名、职工监事2名，监事长由粤财控股任命。公司高级管理人员共6名，其中总理由董事会聘任。公司总经理陈秋霞女士为经济学硕士，曾任中山公用科技股份有限公司副总经理、董事会秘书，深圳市和君创业股份有限公司投行部总经理、广东粤财资产管理有限公司投资银行部副总经理等职务。近年来，公司董事会及监事会均能正常履职。

总体看，公司为国有独资企业，经营决策受股东的影响较大，公司治理体系有待逐步完善。

2. 内部控制

公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司按照前中后台分别设立了业务部门、普惠金融部、风险管理部、法律合规部、财务资源部、资产管理部和综合管理部等职能部门（见附录2）。近年来，公司进行了一系列组织架构调整，将业务部门由原先的业务一部、业务二部和业务三部调整为资本市场部、创新业务部

和金融产品部，负责开展各类直保业务；非融业务由保证担保团队负责；再担保业务部负责再担保业务；普惠金融部负责统筹担保体系建设以及参、控股子公司的管理工作；深圳业务部负责开展深圳与东莞地区担保、再担保与非融业务。公司组织架构的调整保证了较好的运营秩序和管理效率，有助于推动各项业务的发展。

公司建立了担保业务受理、项目评审、保后管理等操作流程，以及财务、行政、人力资源管理核心制度体系，明确了部门职能和岗位职责。公司出具了《关于建立问题管理机制的工作方案（试行）》，为公司的问题管理奠定了制度基础。公司对直保出保流程、解保流程以及担保机构合作等业务的关键流程进行梳理，提出合理化解建议，规范业务操作。公司对直保项目他项权证、重要凭证的完整性、准确性以及是否按照要求等移交风险管理部进行专项核查，以避免抵质押物落空或者由于其他瑕疵导致无法主张相关权益的情况发生。公司定期对在保项目合同档案资料进行全面梳理，对合同资料的准确性、完整性进行核查。通过对以上若干重要节点的梳理核查，及时发现业务管理中存在的隐患，对公司的风险控制起到了查漏补缺的作用，对未来的业务开展提供了必要的风控指引。

随着公司参控股地市担保公司的不断布局，公司制订广东再担保参控股地市担保公司起步阶段的运营管控方案，确定了统一的管理制度模板，制定了基本管理制度和二级制度，确立了两委会结构、强化风控小组设置、部门组织架构，以及董事会和股东会议案表决流程、财务审批权限、担保业务风控审批权限、起步阶段人事工作方案，初步构建了系统化、规范化的参控股地市担保公司运营管控机制。

总体看，公司目前的内部管理架构能够满足日常经营管理需要，随着各项业务的发展和政策性担保体系的推进，公司内控管理体系逐步完善与优化。

3. 发展战略

作为政策性担保机构，公司以“高起点、专业化”为标准，按照“政策性定位、市场化运作、专业化保障，实现政策性目标和可持续发展”的经营方针，以发展普惠金融，服务中小微企业，助力广东经济发展为使命，以普惠金融的卓越践行者，担保行业的领军企业为愿景，通过业务、资本和行政纽带建立覆盖广东省的中小企业融资担保体系，从而实现为广东省中小企业提供优质、高效的担保和再担保服务的目标。公司依托股东旗下的信托公司、投资公司、资产管理公司等机构发挥协同效应，为中小企业提供综合化金融服务，打造投融资综合服务平台。在具体执行层面，公司兼顾创新能力的培养、团队建设和管理水平的提升，从业务拓展、管理提升、团队建设三个层面促进公司业务发展。

公司将进一步明确参控股地市担保公司政策性定位和粤财综合金融服务窗口定位的“两个定位”，深入落实参控股地市担保公司“166”模式，坚持广东再担保强管控、强支撑以及地市公司压实责任和主观能动性的切实发挥，着力加强风险管理、着力做好内部管理、着力完善业务布局和产品线、着力夯实发展基础、着力发挥粤财综合金融服务窗口作用、着力构建地市政策性担保生态联盟，全面发挥参控股地市担保公司政策性作用，打造“粤财普惠担保”品牌。

近年来，公司积极与各地市政府对接，主要采取公司控股、地方参股的形式发起设立政策性融资担保机构。公司对每个担保公司出资比例为 50%左右，其余多由地方政府出资，形成政府引导、市场化运作、专业化保障的广东省政策性担保体系建设模式和运营模式。成立后的各地政策性担保机构以中小微企业（含个体工商户）和“三农”为主要服务对象，年化担保费率不超过 2%。截至 2019 年末，公司参控股地市担保公司达 10 家，注册资本合计 13.71 亿元，公司出资合计 7.36 亿元。10 家地市担保

公司已经全部开业运营，针对小微企业特点先后推出税融担、转贷担保、知识产权质押贷款、产业链“1+N”等担保产品，担保业务规模稳步提升。

为实现政策性业务与市场业务独立运作，提高业务管理效率，公司拟于 2020 年设立再担保子公司，聚焦支农支小的直保与再担保等政策性业务。目前，公司设立再担保子公司的申请已提交至广东省地方金融监督管理局。

总体看，公司市场定位清晰，战略目标明确，战略规划逐步实现。在发展战略的指导下，公司充分发挥政策性担保机构作用，内控与风险管理体系不断完善，团队建设和产品创新持续推进，广东省政策性担保体系实施平台的逐步投入运营将有望使公司的业务空间得到进一步拓展。

四、担保业务经营分析

截至本报告出具日，公司实收资本 60.60 亿元，在已成立的省级再担保公司中资本规模位居前列，为业务发展提供了有力的资金支持。近年来，公司稳步推进与银行、担保机构、地方政府的合作关系，拓展合作渠道，不断丰富资产来源和资金来源，2019 年末公司累计与 29 家银行建立了业务合作关系，担保业务授信额度 585 亿元。另一方面，公司通过渠道加直销并行的方式，深度挖掘存量客户新增融资担保需求，围绕大型国有企业、上市公司、新三板挂牌企业、优质民营企业等客户，积极拓宽项目来源。

公司主要业务结构包括再担保业务和直保业务。其中，再担保业务品种以机构再担保为主，直保业务品种以融资性担保为主（见表 2）。

在宏观经济进入新常态的背景下，公司不断推进担保业务转型，全力推动再担保业务优化升级、直保业务创新和政策性融资担保体系的运营，推动担保业务持续发展。近年来，公司紧跟区域发展定位、政策导向，服务中小微

企业和实体经济，加大对战略性新兴产业和高新技术企业的支持力度，增强科技赋能，推动直保业务均衡发展；再担保业务方面以全面对接国家融资担保基金合作为核心，推动业务模式、配套政策、机构合作、业务流程等各方面工作的调整升级，再担保业务运行总体保持平稳。近年来，公司再担保业务和直保业务的业务规模整体呈增长态势，2019年得益于消费金融相关业务、小微企业融资担保业务的较快发展，公司直保业务规模取得了较明显的增长。

截至2019年末，公司担保余额为659.34亿元，其中再担保业务担保余额371.63亿元，再担保业务风险责任余额78.72亿元，直保业务担保余额287.71亿元，直保业务风险责任余额189.06亿元；年末公司担保风险责任余额（按照公司扣除银行等债权人分险比重后实际承担的风险责任比例进行计算，下同）为267.78亿元。

表2 公司近年担保业务统计

单位：亿元

| 项目 | 2017年 | 2018年末 | 2019年末 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 1.再担保业务 | 346.21 | 369.88 | 371.63 |
| 机构再担保 | 340.13 | 348.23 | 334.36 |
| 产品再担保 | 6.08 | 14.33 | 26.77 |
| 项目再担保 | 0.00 | 9.82 | 12.14 |
| 2.直保业务 | 183.94 | 177.48 | 287.71 |
| 融资性担保 | 162.30 | 163.13 | 266.10 |
| 非融资性担保 | 21.64 | 14.35 | 21.61 |
| 合计 | 530.16 | 547.36 | 659.34 |

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差；由于统计原因，再担保业务分类的统计数据有重叠，故再担保分类合计大于再担保业务总量

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

1. 再担保业务

公司再担保业务由再担保业务部负责运营管理。公司再担保业务品种分为机构再担保、产品再担保和项目再担保，以机构再担保为主。

机构再担保业务是指公司与担保机构或与担保机构及合作银行签订再担保合同，合同约定在一定条件下（损失范围内）公司按一定比例承担担保机构银行贷款担保业务组合发生的贷款本金或本息损失。机构再担保业务包括信用支持类和银行授信类业务。公司参考第三方机构评级，审慎并有针对性地选择合作担保机构，并根据每家机构的特点，确定准入资格以及合作条件，以风险防范为基础，稳步开展机构再担保业务。截至2019年末，公司合作的融资担保机构共计44家。截至2019年末，公司再担保业务担保余额371.63亿元，担保风险责任余额78.72亿元。

近年来，公司积极优化再担保业务结构，一方面推动合作担保机构从以民营机构合作为主向以政府支持的融资担保机构为主、民营融资担保机构共同发展转型。另一方面，公司再担保业务模式从以“增信型”为主向“增信和分险”并重的模式逐步转型。

近年来，公司以省级代偿补偿资金为抓手，积极构建融资担保行业新型“政银担”合作机制，以政策引导、利益共享、风险共担为原则构建风险共担机制，在机构再担保项下比例分保等产品的基础上，进一步推出参控股地市公司“政银担”风险分担、非参控股政策性融资担保机构比例再担保等产品。公司自2018年9月成功对接国家融资担保基金，2019年以来，公司深化与国家融资担保基金的合作，并从推动相关部门出台配套政策以及完善银担合作机制等方面推动再担保业务的持续发展。目前公司与国家融资

担保基金对接的业务模式主要为比例再担保的合作，公司对符合条件的融资担保项目代偿承担 40% 的风险比例，在进行代偿后可向国家融资担保基金进行代偿补偿申报，国家融资担保基金按照担保项目融资金额（含债权人承担风险责任部分）的 20% 分担再担保责任，2019 年省级风险补偿机制已明确剩余 20% 的风险责任补偿中的 50% 将由省财政承担，预计未来仍将为公司再担保业务带来一定业务增量。从再担保产品结构来看，2019 年，公司“政银担”风险分担和广东省中小企业信用担保代偿补偿资金比例再担保业务产品分别开展了 35 笔和 136 笔，截至年末产品余额分别为 1.56 亿元和 10.37 亿元。截至 2019 年末，公司产品再担保的担保余额增至 26.77 亿元。

公司开展的项目再担保是通过发行债券、票据、信托或银行贷款等方式与担保机构合作开展的针对具体项目的再担保业务，包括中小企业集合信托计划再担保、中小企业集合票据再担保、企业债券再担保等创新融资产品。近年来，一方面受银行信贷市场收紧影响，另一方面公司通过机构再担保的形式开展了大部分新增项目再担保业务，新增项目担保业务规模不大。2018 年公司对存量业务进行梳理，将存量项目再担保业务划归再担保业务项下，导致项目再担保余额有所上升，2019 年公司新增的项目再担保业务，为公司债项目和保函。截至 2019 年末，项目再担保余额 12.14 亿元，主要包括公司债项目和保函，此类项目为公司与担保机构合作，如债务人发生违约，合作担保机构根据合同约定先于公司代偿，并承担全部责任。

此外，公司计划于 2020 年出资 10 亿元成立专业的再担保子公司，定位于承担政府性担保的职能专门对接政策性业务，计划将再担保业务及符合国家支农支小要求的直保业务转入再担保子公司，市场化担保业务将继续由公司承接，预计将有助于公司担保职能的细化、市场化业务的拓展以及政策性担保业务体系

的建设、机制的完善以及业务的稳健发展。

2. 直保业务

公司直保业务由资本市场部、创新业务部、金融产品部、保证担保团队、中小微事业部和深圳业务团队分别统筹负责。近年来，受宏观经济下行影响，公司积极调整直保业务结构，降低贷款担保、结构化履约担保业务规模，增加资本市场债券担保业务规模，并根据市场环境调整业务策略与方针，2018 年在市场环境不佳、各类风险事件层出不穷的背景下，公司加强存量在保项目的风险防控并提高新增项目的准入标准，使得当年直保业务整体规模有所下降，2019 年以来由于与蚂蚁金服等合作的消费金融业务增长较快，同时小微企业批量化业务、非融业务均有增长，致使当年公司直保业务规模增长较快。

截至 2019 年末，公司直保业务担保余额 287.71 亿元，风险责任余额 189.06 亿元；其中，融资性担保余额 266.10 亿元。近年来，公司将担保业务重心向资本市场及创新业务转移，传统信贷类担保业务规模呈下降态势，其中银行贷款、小贷通及结构化履约担保担保余额分别降至 2019 年末的 11.44 亿元、2.48 亿元和 10.20 亿元。结构化履约担保业务业务模式主要是通过券商设立的定向资产管理计划或信托公司发行的资金信托计划募集资金，投资于目标公司股权或收购权益，由另一主体分期收购证券公司或信托公司持有股权或权益，公司对回购方的到期回购履约责任提供担保服务，近年来业务规模逐年下降。

近年来，公司积极拓展资本市场债券增信业务，发行方主要为上市公司、国有企业等，债券担保余额增长较快，以企业债券、公司债券、私募债券为主。公司主要聚焦粤港澳大湾区及广深港澳走廊的建设，加大对战略性新兴产业和高新技术企业的支持力度，公司目前直保产品已全面覆盖集合票据、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、私募债、可交换债、PPN、ABN、ABS、信用风险缓释工具等。截至 2019 年末，公司债券担保业务余额 125.50 亿元，担保风险

责任余额 117.84 亿元，较之前年度呈稳步增长态势。从直保业务定价来看，公司担保业务费率在 1%~2% 的水平，2020 年以来受疫情影响针对小微企业担保业务的担保费率降低至 1.5% 以下。公司持续创新业务模式，形成了助贷、资产证券化、结构化增信等三类消费金融业务模式，以结构化增信为准。该类业务在风控方面主要借助旗下粤财金科的技术支持，通过大数据模型监控逾期率的变化并设置警戒线。由于该类业务具备额度小、流量大、可循环等特点，2019 年该类业务呈现快速增长趋势，截至 2019 年末公司消费金融业务担保余额增至 102.86 亿元，担保风险责任余额 12.61 亿元。

近年来，公司不断谋求业务转型，尝试开发新的担保业务产品，陆续开展资产收益权回购、资产收益权转让等的担保业务，此类业务担保规模较小。

公司非融资担保业务主要为保本类公募及专户产品担保、保函担保和诉讼担保，2018 以前非融资性担保余额呈逐年下降态势，主要由于保本类公募及专户产品担保无新增发生业务，到期项目解保所致。2019 年 4 月，公司组建保证担保团队，主要负责非融业务的专业化运作，非融业务管理制度与操作流程得以优化，将有助于提升公司今后非融业务的拓展效率。2019 年，公司专注广东省内尤其是粤港澳大湾区内城市更新、“三旧”改造和公租房、廉租房、保障房等政府支持项目，开展工程施工类保函、履约保函及诉讼保函类非融业务，业务规模较之前年度有较明显增长。截至 2019 年末，公司非融资性担保余额 21.61 亿元，目前非融业务均集中在广东省内。

截至 2019 年末，公司共发起设立 10 家参控股地市担保公司。公司与参控股地市担保公司以独立机构的方式运作业务，但参控股地市担保公司的风险防控体系借鉴公司的风控体系和模式，并对参控股地市级担保公司设定了担保限额。各地政策性担保机构将以小微企业为主要服务对象，缓解中小微企业融资难、

融资贵问题，促进广东省担保行业的健康发展，实现政策性目标和可持续发展的经营方针。2019 年公司成立中小微事业部，聚焦支小主业，专注服务广州、佛山地区中小微企业群体，创新银担合作融资担保批量产品，与中国银行、兴业银行、工商银行、交通银行等探索省行层面的总对总产品合作，推进批量化业务开展。2019 年，10 家参控股地市担保公司聚焦服务中小微企业和三农融资，截至年末担保业务余额近 30 亿元，较之前年度增长较快。

整体看，公司再担保业务积极进行业务转型、产品创新及风险补偿机制的完善，业务发展态势稳健，随着风险分担方式、风险补偿机制的明确以及未来成立再担保子公司后业务职责的进一步细化，再担保业务范围和业务规模有望得到进一步拓展。随着消费金融等创新型业务的快速发展，公司直保业务规模 2019 年取得明显增长，且各业务条线的专业化程度不断提升，但因 2020 年新冠疫情对消费金融行业冲击较明显，进而可能使得公司创新型业务风控压力有所上升，同时也需关注监管政策加强对公司业务开展及风险防控方面带来压力。

五、风险管理分析

公司构建了“三全三维”的风险管理体系，即涵盖全员、全业务链条和全生命周期以及公司、产品和项目三个维度，建立了较为完善的风险管理组织体系，执行较为规范的担保项目评审机制。公司在董事会下设风险控制委员会和项目评审委员会，建立了包括业务部门、风险管理部、法律合规部、稽核审计部在内的前中后台三道防线组成的风险管理架构。

风险控制委员会承担全面风险管理职责，审议和制定公司风险控制战略、审批风险偏好和风险限额、审核风险政策、审议全面风险管理报告等，评估风险管理、合规管理的有效性，督促解决风险管理、合规管理中存在的问题。此外，风险控制委员会承担项目风险审查职责，对项目的

合规性和可行性进行审核和论证，提出风险审查意见并投票表决，并将经风险控制委员会投票表决通过的方案提交公司项目评审委员会决策。

项目评审委员会对经风险控制委员会表决通过的担保项目方案、合作担保机构的信用评级、准入及授信方案和投资、理财等项目、议案以及其他重大事项进行决策，并根据需要听取关于项目评审委员会会议决议执行情况以及项目保后检查执行情况的汇报。

风险管理部对担保机构的准入及具体项目进行独立审查，并出具独立审查意见，同时也是担保业务保后管理的牵头部门，整体统筹并协助业务部门的保后检查工作。业务部门主要负责担保业务授信的具体操作、反担保措施落实、保后检查等工作。

近年来，公司积极推进舆情监控系统建设、客户评级模型的开发工作，并制定了《全面风险管理办法》《信用风险管理办法》《操作风险管理办法》等一系列制度，形成了全面风险管理体系。在业务风险管理上，公司紧抓客户准入和动态跟踪两个重点，明确要求，把住风险入口关，严防风险；积极开展抵押物风险排查、项目流程风险点等风险排查，并持续推动保后管理工作，保持季度保后、风险项目专题会跟进等风险防范措施，提升全员的风险意识和风险防范技能。在金融科技方面，公司实现舆情系统快速迭代和系统的持续升级，顺利对接第三方征信，持续跟踪和研究数据，评级模型正式上线运行并进行优化。

1. 再担保业务风险管理

结合再担保业务合作模式，公司初步形成了由担保机构准入、再担保业务审查、审批、保后管理、代偿及追偿等环节组成的再担保业务风险管理体系。

(1) 担保机构准入政策

公司根据再担保业务的风险特点制定了担保机构准入标准。在选择合作的担保机构过

程中，公司委托信用评级机构对申请再担保业务的担保机构进行信用评级，根据担保机构的信用等级进行授信，并实行差异化的合作方式。

(2) 再担保业务风险控制

公司建立了由评审分离、评保分离、风险量化、权限管理、体制制约、集体决策等方法组成的再担保业务风险管理体系。

公司的再担保业务通过与担保机构签订相关合作协议约定再担保责任，或与担保机构、银行以及地方财政风险补偿资金等多方协议约定再担保责任。再担保协议条款对再担保责任的界定、再担保责任的履行、再担保费率、再担保风险分担比例和再担保机构担保损失限额进行了明确规定。

为防范合作机构的道德风险和履约风险，公司在与担保机构和银行签订再担保业务合作协议时，明晰了各机构的权利与义务，同时设立了再担保责任免责条款；设定了合作担保机构代偿率和损失率等风险控制指标，控制担保机构经营风险对公司再担保业务风险的影响。为了在加强业务合作的同时控制风险，公司与担保机构建立了风险分担和收益共享的机制，包括及时了解被担保人的经营状况，对再担保项目进行监督；利用自身与政府相关部门的良好关系，为担保机构争取优惠扶持政策、对担保机构进行业务分保，扩大其业务范围。

(3) 业务流程管理

公司业务部门、风险管理部和法律合规部共同承担再担保业务产品的研发工作，再担保业务产品需经过项目评审委员会审议。公司的再担保业务按审查对象的不同分为对拟准入担保机构的审查、对新开发再担保产品的审查以及对单笔再担保项目的审查。再担保业务流程主要包括受理与尽职调查、项目审核与评审、审批和保后管理。

近年来，公司再担保业务保持稳步发展，公司按照逐步压缩、分类合作、实时调整的原则，加大集中度管理，风险管控能力进一步强化。

2. 直保业务风险管理

公司建立了直保业务的授信、审查、保后管理、代偿追偿等相关规定。直保业务的具体流程为：业务部按直保项目清单整理全套项目材料，交由风险管理部受理审查，待项目资料齐备后，风控经理进行初审并安排现场尽职调查；视项目情况由风险管理部负责人或分管领导亲自到现场调查。风控经理对尽调报告进行财务及综合审查后，法务经理同步进行法律合规方面的审查，形成审查意见后上会。公司根据业务类型和项目风险按制度流程实施保后管理，涉及保后借款人现场调查、保后反担保调查、风险预警、直保项目保后检查报告等环节。

近年来，公司制定了《直保业务管理办法》《直保业务审查指引》《直保业务保后管理实施细则》等制度，对直保业务法律、财务、综合审查以及保后管理范围、流程、频度等方面进行进一步规范；紧抓全流程的风险防控工作，在保前高效完成项目审查，有序组织评审会及联审小组会议，保后稳步推进常态化保后管理工作，定期梳理到期还款项目，动态跟踪即将到期项目，确保项目顺利解保，逐步建立风险预警、风险排查和风险化解的长效机制；加强对信用风险的压力测试，严格控制关联交易，审慎进行风险暴露分类；加强保前、保中和保后管理工作，保前加大尽职调查、风险审查力度，保中强化对于企业舆情的关注度，保后对临近到期项目加紧监测，对上市公司客户进行每日盯市，以逐步提升风险识别和风险预警能力。

3. 参控股地市担保公司风险管理

在参控股地市担保公司的起步阶段，公司统一制定运营管控方案，形成统一的管理制度和组织架构、风控体系，公司总部经营管理及风控人员协助参控股地市担保公司进行业务拓展和项目评审等工作，未来将逐步建立完善包括战略管理、经营计划、预算管理、业绩考

核管理等方面的对参控股地市担保公司的经营管理机制，形成战略目标管控的闭环系统；建立考核机制，每年对参控股地市担保公司的经营绩效进行考核，对高管、员工进行考核，并对参控股地市担保公司业务及风控团队进行培训，逐步提升参控股地市担保公司风控水平。近年来，公司对参控股地市担保公司在预算、绩效、风险控制、企业文化等方面进行统筹管理，严格落实“强管控”机制；根据参控股地市担保公司过往业绩、人员配备、项目风险状况等因素差异化设置项目担保额审批权限。

4. 担保业务风险分析

截至 2019 年末，公司再担保业务中，单一最大合作担保机构期末担保余额为 205.61 亿元，占全部再担保业务余额的 55.33%。由于公司再担保业务的实际担保责任额明显低于担保余额，公司再担保业务客户集中风险不显著。直保业务中，公司承保的最大一家客户担保风险责任余额为 12.00 亿元，第二大客户担保风险责任余额为 11.00 亿元，分别为公司债和企业债业务，两者合计占公司净资产的 31.77%；最大五家企业客户担保风险责任余额为 48.02 亿元，相当于公司净资产的 0.66 倍，客户集中度偏高。从行业分布来看，公司直保业务涉及建筑业、金融业、房地产业、环保、医疗等多个行业，行业分布相对分散，行业集中风险不显著。总体看，公司较大规模的直保业务基本集中于资本市场债券担保业务，所担保的各类债券发行主体外部评级主要在 AA⁻及以上，近年来集中度呈下降态势，但仍面临一定集中风险。考虑到公司风险偏好有所收紧，面临的违约风险整体可控，但仍需关注当前市场环境下资本市场业务可能出现的潜在风险。从担保项目地理分布看，公司直保业务主要分布在广东省境内。

从担保项目期限看，公司的机构再担保业务期限主要为一年，产品再担保和项目再担保业务期限一般不超过三年，直保业务中债券、中期票据以及结构化履约产品等资本市场担保业务的

期限则相对较长。近年来，公司直保整体期限结构保持稳定（见表3）。

表3 直保业务存续期限分布

单位：亿元、%

| 存续期限 | 2017年末 | | 2018年末 | | 2019年末 | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 担保风险责任余额 | 占比 | 担保风险责任余额 | 占比 | 担保风险责任余额 | 占比 |
| 9个月以内 | 36.89 | 21.47 | 27.28 | 17.04 | 40.66 | 21.50 |
| 9个月~1年 | 1.44 | 0.84 | 5.22 | 3.26 | 13.63 | 7.21 |
| 1年~2年 | 27.47 | 15.99 | 27.39 | 17.11 | 38.25 | 20.23 |
| 2年以上 | 105.99 | 61.70 | 100.17 | 62.58 | 96.52 | 51.05 |
| 合计 | 171.78 | 100.00 | 160.06 | 100.00 | 189.06 | 100.00 |

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

5. 担保代偿情况

公司制定了《代偿追偿管理办法》和《资产保全工作实施细则》，并设有法律合规部负责代偿、追偿和处置不良资产。为加强对资产保全工作的管理，更标准化地完成代偿项目的数据统计，公司建立《不良项目台账清单》，记录并分析不良项目相关数据，为应收代位追偿款的催收建立基础。公司与合作担保机构各按企业逾期本金或本息总额的一定比例分别代偿，并且对担保项目设置了不同方式的抵质押手段，这有助于公司控制项目损失。近年来，公司持续完善风险化解机制，着力开展资产保全回收和不良项目追偿工作，对历史风险代偿项目进行持续跟进，并采用现场以及非现场等措施督促业务部对风险预警项目进行跟踪。近年来，公司按照“一户一策、整体推进、重点突破”的策略，有序推进不良项目催收与追偿。

2018年，母公司共发生3笔共计5.24亿元的代偿，主要系公司于2017年11月担保发行的两年期产品于2018年6月产生利息违约，产品金额5.00亿元，公司承担连带责任保证，共支付5.14亿元含违约本金和利息的代偿款；另外0.10亿元代偿项目附有连带责任担保的反担保措施，分别处于已起诉和已判决状态。代偿后，公司向广东省高级人民法院提起诉讼并申请财产保全，法院已裁定查封债务人相关的别墅35栋，价值约5.62亿元（其中21栋系公司抵押物，价值约3.12亿元）。公司针对该项目计提了2.33亿元的风险准备，计入担保赔偿准备科目。2019

年，公司未有代偿项目。截至2019年末，公司担保赔偿准备余额5.16亿元。对于2018年的大额代偿项目，截至2020年4月末，公司共追偿收回0.42亿元，由于抵押物成交之后需办理过户等手续，保全资产清收款项处于陆续回收状态，剩余资产仍在变卖过程中。整体看，针对上述代偿项目，公司持有一定比例的抵押物且查封资产金额相对足值，同时计提了较大金额的风险准备，基本能够覆盖该项目的风险敞口，且已回收部分款项，但由于该笔代偿金额大，保全资产多为高端大户型别墅类房产，其价值和变卖可能受房地产市场调控和波动以及市场需求的影响，其后续变现的实际进程仍需进一步关注，需持续关注该笔代偿后续追偿情况及对公司产生的潜在影响。

由于母公司2019年未发生代偿，且部分担保项目到期解保，公司代偿率水平有所下降，回收率指标则表现为较明显的上升。截至2019年末，母公司累计代偿项目23个，累计代偿金额合计6.48亿元，累计代偿率为0.26%。截至2019年末，母公司回收代偿款累计0.99亿元（含利息），确定损失0.095亿元，应收代偿款余额5.46亿元，累计回收率为15.23%。

表4 担保业务代偿率与回收率 单位：亿元、%

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|---------|-------|-------|-------|
| 当期担保代偿额 | 0.40 | 5.24 | 0.00 |
| 当期担保代偿率 | 0.11 | 1.28 | 0.00 |
| 累计担保代偿率 | 0.08 | 0.32 | 0.26 |
| 累计代偿回收率 | 32.87 | 8.63 | 15.23 |

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

总体看，公司担保业务集中度偏高，近年来风险管理制度与体系不断完善，2019 年未有新增代偿，代偿率保持在较低水平，整体风险控制策略较为审慎，但仍需单笔大额代偿项目的后续处置进展情况及对公司的潜在影响，考虑到当前的经济形势、市场环境和新冠疫情对各行业的影响，公司总体面临的风险管控压力有所加大。

六、财务分析

公司提供了 2017—2019 年财务报表，以上财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2019 年，公司纳入合并范围的子公司包括全资子公司广东粤财网络投资有限公司、广东粤财网电投资有限公司，控股子公司广东粤财普惠金融股份有限公司以及 10 家参控股地市融资担保股份有限公司。财务分析所用数据为公司合并报表数据。

1. 资本结构

广东省政府及股东粤财控股对公司的资本支持力度较大，为满足业务快速发展对资本的需求，近年来公司持续进行增资扩股。2018 年，公司实施资本公积转增股本 0.50 亿元，截至 2019 年末，公司实收资本 60.60 亿元。目前公司的担保资金来源以资本金为主。近年来，受净利

润波动及分红的影响，公司所有者权益有所波动。截至 2019 年末，公司所有者权益为 72.39 亿；其中，股本 60.60 亿元，盈余公积 1.57 亿元，未分配利润 1.87 亿元，收益留存对资本积累的贡献度较小。

近年来，由于担保赔偿和未到期责任准备、存入担保保证金以及长期应付款等经营性负责的增加，公司负债总额有所增长。截至 2019 年末，公司负债总额 15.72 亿元。其中，担保赔偿准备和未到期担保责任准备金余额合计 6.36 亿元，其他应付款余额 6.05 亿元，存入保证金余额 1.37 亿元，长期应付款 1.25 亿元。公司其他应付款科目主要为受托管理的 5 亿元广东省中小企业信用担保代偿补偿资金和 0.50 亿元广东省企业债券省级风险缓释基金本金及其利息，其中担保代偿补偿资金为中央及地方共同出资，由公司负责日常管理，专门用于担保机构扶持小微企业提供担保补偿；长期应付款主要为当地政府委托给子公司湛江担保公司管理的专项资金。截至 2019 年末，公司资产负债率为 17.84%。

总体看，公司无融资性负债，实际的债务负担轻，资本实力较强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模整体呈增长趋势。截至 2019 年末，公司资产总额 88.11 亿元（见表 5）。

表 5 公司资产结构

单位：%

| 项目 | 2017 年末 | | 2018 年末 | | 2019 年末 | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 28.57 | 33.78 | 44.64 | 52.98 | 15.50 | 17.59 |
| 投资资产 | 52.09 | 61.60 | 30.26 | 35.92 | 63.55 | 72.13 |
| 其他类资产 | 3.91 | 4.62 | 9.34 | 11.09 | 9.06 | 10.28 |
| 合计 | 84.57 | 100.00 | 84.25 | 100.00 | 88.11 | 100.00 |

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2019 年末，公司货币资金余额 15.50 亿元，占资产总额的 17.59%，主要为银行存款为主。截至 2019 年末，公司银行存款余额 15.50 亿元，其中受限货币资金余额 8.24 亿元，主要

为受托管理的广东省中小企业信用担保代偿补偿资金余额 5.28 亿元和担保客户存入担保保证金余额 1.37 亿元。

近年来，公司以资金的安全性为首要原则，

并考虑宏观经济环境和货币政策变化等外部因素，按年度制定资金投资计划，包括投资范围、品种及配置比例等，投资资产主要投资于信托计划、银行理财产品和债权产品。近年来，公司持续压缩信托产品规模，加大银行理财产品的配置力度，投资策略较为稳健。截至 2019 年末，公司投资资产余额 63.55 亿元，占资产总额的比重为 72.13%。其中，信托计划产品余额为 10.32 亿元，占投资资产的 16.23%，主要为关联方粤财信托发行产品，项目资产质量优良，未有计提减值准备，纳入应收款项类金融资产及其他流动资产科目下。公司持有的信托计划中发行规模最大的降至 8.48 亿元，占公司净资产的 11.71%。在信托计划投资项目决策时，由粤财信托和公司分别进行独立评审，并最终经粤财控股的投资决策委员会审批。公司信托计划投资大多采取了风险缓释措施，主要包括资产抵押、第三方保证等，整体风险可控。截至 2019 年末，公司其他理财产品投资余额为 48.24 亿元，其中银行理财产品投资余额 38.22 亿元，交易对手主要为国内大型商业银行；其他理财产品投资余额 10.02 亿元，主要为公司购买的所担保项目的债权投资，此类项目为与业务联动投资的项目，由公司承担偿债风险，投资此类项目没有导致风险叠加。

截至 2019 年末，公司长期股权投资余额 4.50 亿元，主要为持有广东中小企业股权投资基金有限公司的股权，账面价值为 4.15 亿元，会计核算方法为权益法；其余主要为对广东粤财节能环保创业投资基金有限公司的股权投资，年末股权账面价值为 0.35 亿元；另有少量对广东省南方民营企业发展研究院的股权投资。此外，公司旗下 10 家地方担保机构中股权投资最大的投

资额为 1.20 亿元，10 家共计投资 7.36 亿元，已纳入公司合并报表范围。

公司其他类资产主要包括应收款项、应收代偿款、固定资产、递延所得税资产等。截至 2019 年末，公司其他类资产余额 9.06 亿元，占资产总额的 10.28%，其他应收款余额 2.05 亿元，主要为往来款；应收代偿款余额 5.50 亿元，主要系公司 2018 年支付了一笔代偿款 5.14 亿元，截至 2019 年末，该项目代偿款余额 4.91 亿元。

总体看，公司资产规模基本保持稳定，投资资产中银行理财占比高，整体投资策略较为审慎；2018 年以来担保代偿金额较大且未来回收具有一定不确定性，需关注后续处置追偿情况和公司整体资产质量情况。

3. 盈利能力

公司营业收入主要来自担保业务收入、投资收益和利息净收入为主。近年来，受公司担保业务收入波动影响，公司收入水平亦有所波动，2019 年公司实现营业收入 4.57 亿元（见表 6），主要是受到直保业务规模波动所致。2018 年以来，受经济下行、市场环境不佳影响，担保公司风险也有不同程度的暴露，公司担保业务开展较为谨慎，直保业务呈现收缩态势，2019 年以来，公司加大普惠金融和创新业务开展力度，直保业务收入规模有所增长。2019 年，公司实现担保费收入 2.32 亿元。近年来，受公司持续压缩信托产品投资规模，加大结构存款的配置力度因素影响，公司投资收益规模有所下降，利息净收入对营业收入的贡献有所提升。2019 年实现投资收益 0.94 亿元，利息净收入 1.28 亿元。

表 6 公司收益指标

单位：亿元、%

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 4.69 | 4.04 | 4.57 |
| 担保费收入 | 2.22 | 1.56 | 2.32 |
| 投资收益 | 1.68 | 1.65 | 0.94 |
| 利息净收入 | 0.71 | 0.76 | 1.28 |

| | | | |
|---------------|-------|-------|-------|
| 营业支出 | -0.44 | 1.88 | 1.93 |
| 担保赔偿准备 | -1.43 | 1.21 | 0.32 |
| 提取未到期担保责任准备 | 1.11 | 0.81 | 1.19 |
| 减：摊回未到期担保责任准备 | 0.94 | 1.11 | 0.81 |
| 业务及管理费 | 0.76 | 0.87 | 0.99 |
| 营业利润 | 5.13 | 2.16 | 2.64 |
| 净利润 | 3.85 | 1.59 | 1.92 |
| 费用收入比 | 16.25 | 21.50 | 21.57 |
| 平均资产收益率 | 4.68 | 1.88 | 2.23 |
| 平均净资产收益率 | 5.42 | 2.19 | 2.66 |

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司的营业支出主要由计提的担保赔偿准备、未到期担保责任准备金净额以及业务及管理费构成。近年来，公司营业支出有所增长，主要是由于公司提取担保赔偿准备金所致。公司按担保风险责任余额的 1% 差额计提担保赔偿准备，并根据项目情况补充计提专项担保赔偿准备，以提高公司抗风险能力；公司按当年担保收入的 50% 提取未到期担保责任准备金，同时，将上年计提的未到期担保责任准备金转回。2019 年公司计提未到期责任准备金 1.19 亿元；近年来，公司担保赔偿准备规模呈现较大幅波动，主要是由于 2017 年公司将原从担保赔偿准备金计提的中小企业信用担保代偿补偿资金 2 亿元冲回导致当年担保赔偿准备金为负所致。2019 年，公司计提担保赔偿准备 0.32 亿元。此外，公司实施了较为有效的成本控制，业务及管理费支出有所增加，但整体费用收入比处于较低水平。

由于 2017 年公司营业支出为负影响，近年来公司净利润水平有所波动。2019 年，公司实现净利润 1.92 亿元；平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 2.23% 和 2.66%，较 2018 年有所上升，但盈利水平仍有待提升。

总体看，公司营业收入恢复增长，收入结构有所调整，但考虑到当前的市场环境和监管态势，未来盈利能力承压。

4. 资本充足率及代偿能力

公司面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，公司将自

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，公司经营性现金净流量有所波动，主要是由于 2018 年公司发生单笔较大规模的代偿所致；公司投资活动产生的现金由净流入转为净流出状态，主要是由于 2019 年购买银行理财所致；公司筹资性现金为净流出，主要是由于公司分配股利所致（见表 7）。

表 7 公司现金流情况 单位：亿元

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 0.60 | -4.40 | 1.77 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 13.22 | 23.44 | -32.37 |
| 筹资活动产生的现金净流量 | 0.37 | -3.00 | -1.00 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 14.19 | 16.04 | -31.60 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 22.82 | 38.86 | 7.26 |

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

根据公司财务报表估算，近年来，公司净资产及净资本规模有所波动，主要是公司净利润波动及公司分红所致；2019 年受未到期责任准备和担保赔偿准备的增加，公司净资本规模有所下降。截至 2019 年末，公司净资本为 57.29 亿元，净资本/净资产指标为 79.14%，净资本比率仍保持在较高水平，主要是由于公司现金类资产和银行理财产品规模较大。近年来，由于公司担保余额和担保风险责任余额的增长的同时净资产、净

资本均有所波动,公司净资产担保倍数和净资本担保倍数整体有所上升;净资产担保风险责任余额倍数和净资本担保风险责任余额倍数亦呈上升态势。截至 2019 年末,净资产担保风险责任余额倍数和净资本担保风险责任余额倍数分别为 3.70 倍和 4.67 倍,仍处于行业较低水平。

联合资信根据公司的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素,对担保业务风险进行综合评估,估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值,并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信估算,2019 年末,随着公司融资性担保的大幅增加,公司资本覆盖率有所下降。截至 2019 年末,公司资本覆盖率为 163.00%,净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度处于较充足水平。

合风险价值的覆盖程度处于充足水平。另一方面,联合资信也关注到,公司担保业务集中度较高、整体盈利能力仍有待提升等因素对其经营发展和信用水平可能带来的不利影响。综合以上因素,联合资信认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

表 8 公司资本充足性指标 单位:亿元、倍、%

| 项目 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|--------------|---------|---------|---------|
| 担保余额 | 530.16 | 547.36 | 659.34 |
| 担保风险责任余额 | 192.69 | 236.76 | 267.78 |
| 净资产 | 73.10 | 71.65 | 72.39 |
| 净资本 | 58.01 | 58.56 | 57.29 |
| 净资产担保余额倍数 | 7.25 | 7.64 | 9.11 |
| 净资本担保余额倍数 | 9.14 | 9.35 | 11.51 |
| 净资产担保风险责任余额倍 | 2.64 | 3.30 | 3.70 |
| 净资本担保风险责任余额倍 | 3.32 | 4.04 | 4.67 |
| 净资本比率 | 79.36 | 81.73 | 79.14 |
| 资本覆盖率 | 239.04 | 236.81 | 163.00 |

资料来源:公司提供,联合资信整理

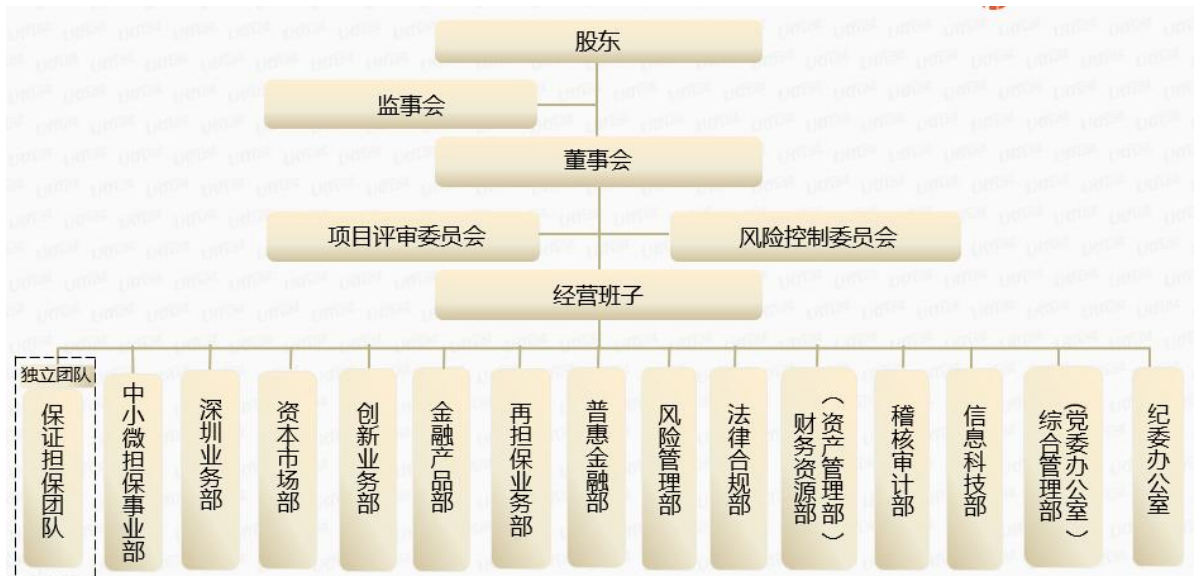
七、结论

公司控股股东为粤财控股,实际控制人为广东省人民政府。公司风险偏好审慎,风险管理水平逐步提升,各项代偿指标处于行业较好水平;公司大力推进普惠金融建设并承担广东省内政策性担保体系建设,业务半径和服务范围不断拓展,同时创新型担保业务的开展对其业务发展起到了较好的促进作用;粤财控股的多次增资使公司资本得到有效补充,公司净资本对担保业务组

附录 1 2019 年末股权结构图



附录 2 2019 年末组织结构图



附录 3 主要财务指标及计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-----------|-------------------------|
| 单一最大客户集中度 | 单一最大客户在保责任余额/净资产余额 |
| 前五大客户集中度 | 前五大客户在保责任余额/净资产余额 |
| 担保代偿率 | 担保代偿额/累计解保责任额 |
| 代偿回收率 | 代偿回收额/担保代偿额 |
| 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 |
| 净资产担保倍数 | 担保责任余额/净资产 |
| 净资本担保倍数 | 担保责任余额/净资本 |
| 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 |

联合资信评估有限公司关于 广东省融资再担保有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在广东省融资再担保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。

广东省融资再担保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。广东省融资再担保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，广东省融资再担保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广东省融资再担保有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现广东省融资再担保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，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如广东省融资再担保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广东省融资再担保有限公司联系，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。