信用等级公告

联合〔2019〕1562号

联合资信评估有限公司通过对益阳市城市建设投资开发有限责任公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持益阳市城市建设投资开发有限责任公司主体长期信用等级为AA，维持“18益阳专项债01/18益阳01”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

二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

益阳市城市建设投资开发有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
18 益阳专项债 01/18 益阳 01	8.50 亿元	2025/4/24	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	10.63	7.51	5.20
资产总额(亿元)	229.02	229.76	230.12
所有者权益(亿元)	134.60	134.60	137.19
短期债务(亿元)	4.07	4.67	17.80
长期债务(亿元)	55.22	64.78	44.38
全部债务(亿元)	59.29	69.44	62.18
营业收入(亿元)	13.35	12.82	16.52
利润总额 (亿元)	2.52	1.53	3.23
EBITDA(亿元)	3.59	2.13	3.77
经营性净现金流(亿元))	-8.12	0.50	3.25
应收类款项/资产总额(%)	11.59	7.69	9.12
营业利润率(%)	4.35	2.55	10.61
净资产收益率(%)	1.41	0.81	1.66
资产负债率(%)	41.23	41.42	40.38
全部债务资本化比率(%)	30.58	34.03	31.19
流动比率(%)	562.46	725.06	452.00
经营现金流动负债比(%)	-20.70	1.65	6.69
全部债务/EBITDA(倍)	16.50	32.60	16.50

分析师：兰 迪 董洪延
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

益阳市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）是益阳市最大的基础设施投资建设主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在跟踪期内收入规模增幅较大、获得股东持续稳定的支持。同时，联合资信也关注到公司市政工程建设业务现金回款时间和规模具有不确定性、土地资源变现受政策及出让规划影响较大、短期债务规模快速增长以及盈利能力较弱等因素可能对公司整体信用水平带来的不利影响。随着益阳市城市化水平持续提升，公司承担的基础设施建设项目日益增多，公司收入规模有望稳步提升。

“18益阳专项债01/18益阳01”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小担保”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，中合中小担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，担保能力极强。

综合评估，联合资信确认维持公司主体长期信用等级为AA，维持“18益阳专项债01/18益阳01”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司为益阳市最大的基础设施投资建设主体，跟踪期内得到股东持续稳定的支持。
2. 跟踪期内，受土地开发业务影响，公司收入规模显著增长。
3. 中合中小担保为“18 益阳专项债 01/18 益阳 01”提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“18 益阳专项债 01/18 益阳 01”到期按时偿付的安全性。

关注

1. 公司市政工程建设业务工程回款具有滞后

性，未来现金回流时间及规模具有不确定性；在建及拟建项目未来投资需求较大，公司面临一定筹资压力。

2. 公司利润总额对财政补贴依赖程度大，跟踪期内，整体盈利能力仍较弱。
3. 跟踪期内，公司短期债务快速增长，公司面临一定的短期债务偿付压力。
4. 跟踪期内，公司对外担保持续较高规模，且担保期限较长，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由益阳市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

益阳市城市建设投资开发有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于益阳市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

截至 2018 年底，公司实收资本及注册资本均为 6.50 亿元。2018 年 2 月，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）减资退股 0.90 亿元；2018 年 4 月，公司以资本公积转增 1.00 亿元至实收资本，增资后公司实收资本增至 6.50 亿元，益阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“益阳市国资委”）为公司全资股东，目前已完成工商变更。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年底，公司内设综合部、计划项目部、土地经营部、财务审计部等 10 个职能部门；合并范围共有 13 家子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 230.12 亿元，所有者权益 137.19 亿元；2018 年，公司实现营业收入 16.52 亿元，利润总额 3.23 亿元。

公司注册地址：益阳市赫山区十洲路 622 号；法定代表人：刘松涛。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2019 年 6 月 19 日，联合资信所评公司存续债券“18 益阳专项债 01/18 益阳 01”尚需偿还债券余额 8.50 亿元。其中，3.50 亿元拟用于募投项目，5.00 亿元拟用于补充流动资金，目前募集资金已使用 4.41 亿元用于补充流动资金，3.48 亿元用于募投项目建设。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 益阳专项债 01/18 益阳 01	8.50	8.50	2018/4/24	7 年

资料来源：联合资信整理

“18 益阳专项债 01/18 益阳 01”募投项目为益阳市中心城区社会停车场项目，总投资额 13.78 亿元，截至 2018 年底已投资 3.48 亿元，新建类停车场不涉及征地拆迁工作，已取得新建项目用地的土地证，其中，梓山路北停车场已开工建设，桃花仑路西停车场和十洲路东停车场已有开工计划。收购类停车场已全部完成收购。募投项目进度与预期进度基本一致。

四、行业及区域经济环境

1.　行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性

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

2. 行业政策

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

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

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

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

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

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

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

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

4. 区域经济环境分析

公司是益阳市最大的城市基础设施建设主体，承担益阳市重要的市政基础设施建设任务。益阳市的经济水平以及未来规划对公司发展影响较大。

2018 年，益阳市经济持续发展，产业结构不断优化，固定资产投资保持快速增长，为公司业务的开展提供了良好的外部环境。

根据《益阳市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，益阳市实现地区生产总值（GDP ）1758.38 亿元，比上年增长 8.1%。其中，第一产业增加值为 245.88 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 669.53 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 842.97 亿元，增长 9.6%。第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为 6.2%、39.9%和 53.9%。全市三次产业结构由上年的 14.7：39.3：46.1 调整为 14.0：38.1：47.9，第三产业比重提高 1.8 个百分点。

2018 年，益阳市工业保持平稳增长，全部工业增加值增长 8.2%，对经济增长的贡献率为 36.6%，推动经济增长 3 个百分点。工业增加值占 GDP 的比重为 33.7%。

2018 年，益阳市全年固定资产投资比上年增长 10.3%。从三次产业来看，一、二、三产业分别增长 41.3%、7.5%和 11.5%。三次产业投资比重由上年 2.2:54.5:43.3 调整为 2.2:42.5:55.9。

五、基础素质分析

1．股权状况

截至 2018 年底，公司注册资本及实收资本均为 6.50 亿元，益阳市国资委为公司全资股东及实际控制人。

2．人员素质

跟踪期内，公司部分高管职位仍空缺，目前人员配置基本能够满足公司现阶段经营发展要求。

目前，公司高管人员共 4 名，包括董事长兼总经理 1 人、副总经理 2 人、总经济师 1 人。根据公司章程，公司设置 4 名副总经理，目前公司 2 名副总经理缺位，主要系公司处于转制阶段，转制完成后高管岗位设置将有所变动，公司暂未聘任新的副总经理。

整体看，公司部分高管缺位未对公司经营产生不利影响。

3．外部支持

2018 年益阳市财政收入持续增长，税收收入占比较大，稳定性较好，财政自给率较低。益阳市本级政府债务负担较重；跟踪期内，益阳市国资委作为公司实际控制人，在财政补贴方面持续给予公司支持。

公司受政府委托承担益阳市重要的市政基础设施建设的任务，益阳市财政实力直接影响政府部门对公司承担项目的工程款的支付情况。

根据《关于益阳市 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算草案的报告》，2018 年，全市预计完成一般公共预算收入 125.84 亿元，比上年增长 8.53%。其中，全市税收收入为 103.28 亿元，同比增长 14.76%，占一般公共预算收入的比重为 82.07%，同比上升 5.02 个百分点。全市一般公共预算支出完成 356.11 亿元，比上年（决算数）增长 6.44%，财政自给率为 35.34%。益阳市税收收入占比较大，财政收入稳定性较好，财政自给率较低。

2018 年，益阳市政府性基金收入完成 83.93 亿元，同比大幅增长 104.97%。其中：国有土地使用权出让收入 59.48 亿元，增长 51.97%。益阳市土地出让收入涨幅较大，受土地市场行情影响较大。

从市本级情况来看，2018 年，益阳市本级一般公共预算收入预计完成 24.83 亿元，增长 2.92%。截至 2018 年底，益阳市本级政府性债务余额 85.27 亿元，其中政府负有偿还责任的债务（一类债务）81.65 亿元，政府负有担保责任的债务（二类债务）2.48 亿元，政府可能承担一定救助责任的债务（三类债务）1.14 亿元。益阳市本级政府债务负担较重。

跟踪期内，益阳市政府持续给予公司支持，2018 年，公司获得政府补贴 1.81 亿元。

4．企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良信贷记录，整体过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10430901000014104），截至 2019 年 5 月 15 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

截至 2019 年 6 月 19 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构和管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，受土地开发收入大幅增长影响，公司主营业务收入规模较上年增幅较大，市政建设工程业务收入仍为公司收入的最主要来源。2018 年，受土地开发收入占比提高及毛利率大幅提升影响，公司主营业务毛利率增幅较大。

跟踪期内，公司仍从事益阳市基础设施建设以及公共事业经营业务。2018 年，公司实现主营业务收入 16.51 亿元，同比增长 28.78%。其中市政建设工程收入仍为公司营业收入最主要的来源，2018 年实现收入 10.90 亿元，同比增长 9.44%，在主营业务收入中占比下降 11.72 个百分点至 66.00%。同期，公司实现土地开发收入 4.61 亿元，同比快速增长 134.01%，占比上升至 27.91%。剩余业务板块（污水处理、垃圾处理、城市维护建设及其他市政服务）收入规模相对较小。

毛利率方面，公司主营业务毛利率为 13.63%，同比大幅提升 9.64 个百分点，主要系土地开发业务收入占比及毛利率均有所提高所致。

表 3　2017~2018 年公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

项 目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政建设工程	99619.88	77.72	3.37	108998.05	66.00	3.37
土地开发	19748.16	15.41	33.38	46098.86	27.91	51.96
污水处理	2933.27	2.29	-13.53	2559.42	1.55	-61.29
垃圾处理	617.50	0.48	16.05	392.54	0.24	-42.92
城市维护建设	3932.73	3.07	-52.27	5807.20	3.52	2.05
其他市政服务	249.22	0.19	-968.90	175.10	0.11	-1825.31
房屋租金	1076.19	0.84	-5.39	1118.29	0.68	-27.20
合 计	**128176.95**	**100.00**	**3.99**	**165149.46**	**100.00**	**13.63**

注：分类数加总与合计数不一致系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2．业务经营分析

（1）市政建设工程

跟踪期内，公司市政建设业务正常开展，收入规模有所增长，工程回款相对滞后，未来现金回流时间及规模具有不确定性，公司项目前期垫资压力大。

公司目前所负责的市政建设工程分两个部分：市政基础设施建设及棚户区改造工程。公司与益阳市政府签订《项目建设委托协议》，协议约定了代建款项及政府支付安排。对于城市基础设施项目，最低投资收益率为 10%；对于保障性安居工程项目，投资收益率在 5%左右。

2018 年，公司实现市政工程建设收入 10.90 亿元，当年收到政府支付工程款 8.00 亿元，系三里桥棚户区改造项目工程款。公司市政工程建设业务回款具有一定滞后性，未来现金回流时间及规模具有不确定性。2018 年，该业务毛利率较上年持平。

表 4　截至 2018 年底公司已完工项目情况

（单位：亿元）

项目	总投资	累计确认收入	累计收到回款
秀峰公园改扩建工程	3.44	4.60	2.80
资江三桥工程	2.78	3.80	1.00
三里桥棚户区改造	22.00	27.70	18.00
益沧段公路	6.32	8.89	2.67
城北污水处理厂及配套	2.60	2.81	2.86
合计	**37.14**	**47.80**	**27.33**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司主要在建市政项目总投资额 116.79 亿元，尚需投资 76.43 亿元。公司未来拟建项目主要包括益阳市城市防洪工程（河北保护圈、永申垸保护圈）、中心城区棚户区改造项目、农科所棚改项目等 13 个项目，计划总投资金额为 36.59 亿元。整体看，公司未来投资规模大，项目前期垫资压力大。

表 5　截至 2018 年底公司主要在建市政项目 （单位：亿元）

项目	总投资额	已投资额	2018 年投资额	累计确认收入	2018 年确认收入
319 国道资江大桥	7.57	5.16	1.81	5.56	1.93
资江两岸风光带提质改造项目	13.09	0.43	0.12	0.47	0.13
会龙山工艺美术创意园项目	1.00	0.53	0.15	0.44	0.16
资江两岸棚改项目	25.54	27.30	7.19	22.38	7.33
商检大楼	1.05	0.48	0.05	0.51	0.06
明清古城	23.87	0.06	0.03	0.06	0.03
益沧段公路（补充协议）	1.59	1.46	0.45	1.28	0.48
资江风貌带	28.80	1.59	0.57	1.48	0.61
水务投资项目	0.50	0.17	0.17	0.17	0.17
益阳市中心城区社会停车场项目	13.78	3.18	3.18	0.00	0.00
合计	**116.79**	**40.36**	**13.72**	**32.35**	**10.90**

资料来源：公司提供

（2）土地开发

跟踪期内，受当地土地市场行情回暖且所出让土地区位优势显著等因素影响，公司土地开发收入大幅增长、毛利率有所提升。目前公司账内土地储备丰富，但受政策影响该业务收入波动较大。

根据益发〔2005〕10 号《关于进一步加强城市规划建设管理的若干意见》，益阳市人民政府将除“一区两园”（益阳市益阳高新技术产业开发区、龙岭工业园、长春工业园）以外的经营性土地，全部交由公司负责开发（前期拆迁和平整），整治后的土地交由土储中心进行公开招拍挂，土地出让金扣除相关税费后返还公司确认收入。

财务处理方面，公司将报批、征地拆迁、场地平整及配套设施建设的成本计入“其他应收款”，在开发地块挂牌出让后公司按照财政局应返还的土地出让金确认收入，同时结转成本。

2018 年，公司土地开发业务投入 2.50 亿元，开发土地 696.66 亩，尚未全部整理完毕。同期，公司出让土地 65.78 亩，较上年大幅下降，全部为商住用地；确认土地开发收入 4.61 亿元，同比增加 2.64 亿元；公司 2018 年土地出让单价远高于上年，主要系当地土地市场行情回暖且所出让土地区位优势显著等原因所致。公司毛利率增加 12.50 个百分点至 27.91%，主要系所出让地块溢价高所致。

表 6　2017~2018 年公司土地出让情况

（单位：亩、万元）

项目	2017 年	2018 年
开发面积	508.17	696.66
出让面积	129.86	65.78
当年确认收入	19748.16	46098.86

资料来源：公司提供

目前，公司正在开发整理土地共 10 宗，开发面积合计 46.44 万平方米，计划总投资 8.29 亿元，截至 2018 年底，已完成投资 2.50 亿元；公司已整理待出让土地面积 301.00 亩。公司账内土地价值合计 126.84 亿元，主要来源为政府划拨及出让用地。总体看，公司土地储备丰富，但受宏观经济政策以及政府规划影响，土地出让业务存在不稳定性，对资金形成较大占用。

（3）其他业务

跟踪期内，公司其他业务收入规模较小，毛利率处于较低水平或处于亏损状态。

公司其他业务包含污水处理、垃圾处理、城市维护建设和其他市政服务。

污水处理方面，公司污水处理费收取方式为委托自来水公司伴水征收。污水处理服务区域涵盖益阳市区，承担居民和商业生活污水收集、处理工作。截至2018年底，公司拥有2座污水处理厂，2018年公司确认污水处理收入0.26亿元，同比下降10.34%；公司2018年污水处理量同比有所增长、但污水处理收入同比下滑，系公司根据实际回款情况确认污水处理收入所致。污水处理业务毛利率大幅下滑，主要

系公司根据实际运营成本确认污水处理成本、与收入确认不匹配所致。2018年，公司收到政府污水管网补助0.15亿元。

表 7　2017~2018 年污水处理能力（单位：万吨）

项目	2017 年	2018 年
日处理能力	14.00	14.00
年污水处理量	4579.74	5207.71

资料来源：公司提供

垃圾处理方面，公司垃圾处理业务的区域范围包括益阳市资阳区、赫山区及东部新区的周边乡镇。2018年，公司确认垃圾处理收入392.54万元，较上年大幅下降，主要系部分伴水征收的垃圾处理收入因未回款而未确认收入所致。

公司还承担益阳市城区公共事业和设施的维护职能，并向益阳市政府收取相应的服务费，发生的维护费用支出则确认为营业支出。2018年，公司城市维护建设业务实现收入5807.20万元，较上年增幅较大。其他市政服务主要由子公司益阳市斯盛资产经营有限责任公司承担，主要包括相关城市资源收费的征收，包括广告牌拍卖、地下管线拍卖、出租车拍卖、加油站资源有偿使用费等相关收入。

3．未来发展

公司未来仍将继续从事益阳市基建及配套项目建设，兼顾拓展经营业务，重点做好棚改项目，同时保障对公用事业的投入。

为支持公司转型改制，益阳市政府近期召开全市河道采砂管理工作专题会议，会议明确由公司统一经营管理全市河道砂石资源。

公司未来将按照市场化方式进行城市建设，着力推进资江两岸等重点项目的建设，完善相关基础设施配套服务功能，推动公共基础设施、保障房等项目引进社会资本参与开发建设，兼顾拓展城市旅游、商贸、殡仪馆及陵园等经营业务，同时加块自身转型进程。

统筹推进旧城改造和区域建设，利用国家棚改相关政策，结合资江风貌带建设，重点抓好资江沿岸棚改建设。公司将在做好城市基础设施建设的同时，保障中心城区的市政道路项目、治污排水供水供气、垃圾处理环卫设施项目、公园绿化亮化、保障性安居工程项目、公共交通电力通信、供热及文教卫体公益事业等项目的投资。

八、财务分析

公司提供了2018年合并财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。从合并范围来看，2018年，公司新增了两家子公司，新纳入合并范围子公司规模较小，对财务报表可比性影响较小。截至2018年底，公司纳入合并范围子公司13家。

1．资产质量

跟踪期内，公司资产规模及结构基本保持稳定，其中以土地整理成本为主的其他应收款及土地资产占比较大，对资金形成一定占用。公司整体资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额230.12亿元，较上年底基本保持稳定，结构上仍以流动资产为主。

表8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.51	3.27	5.20	2.26
应收账款	5.46	2.38	5.46	2.37
预付账款	10.23	4.45	7.69	3.34
其他应收款	12.20	5.31	15.54	6.75
存货	180.72	78.66	182.92	79.49
流动资产合计	**220.33**	**95.90**	**219.42**	**95.35**
可供出售金融资产	1.57	0.68	2.00	0.87
长期股权投资	1.04	0.45	2.19	0.95
投资性房地产	4.02	1.75	3.88	1.69
非流动资产合计	**9.43**	**4.10**	**10.69**	**4.65**
资产总额	**229.76**	**100.00**	**230.12**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 219.42 亿元，较上年小幅下降。其中，货币资金为 5.20 亿元，同比下降 30.74%，无受限货币资金。公司应收账款为 5.46 亿元，较上年底持平，仍为应收益阳市人民政府的项目建设款，公司应收账款账龄较长。公司预付账款 7.69 亿元，主要仍为预付益阳市各区土地房屋征补办的拆迁款项和与其他公司往来资金，较上年底下降 24.84%。公司其他应收款 15.54 亿元，同比增长 27.37%，主要系新增应收益阳市土储中心的土地整理业务成本；公司其他应收款欠款单位较为集中，主要为政府性部门及行政事业单位，回收风险较小。公司存货为 182.92 亿元，较上年增加 2.20 亿元；其中土地资产 126.84 亿元，用于抵押的部分为 13.30 亿元，抵押比率为 10.49%，较上年未发生变化。公司其他流动资产 2.61 亿元，较上年底减少 1.58 亿元，均系理财产品。

截至 2018 年底，公司非流动资产为 10.69 亿元。其中，可供出售金融资产 2.00 亿元，较上年底增长 27.16%，主要系新增对益阳中交二航建设发展有限公司投资（持股比例 10.00%）所致；长期股权投资 2.19 亿元，同比增加 1.15 亿元，主要系公司追加对益阳市中冶科工基础设施开发有限公司和益阳远大建筑工业有限责任公司的的股权投资；投资性房地产 3.88 亿元，同比下降 3.66%，系正常折旧摊销所致，其中 3.20 亿元的房屋建筑物产权证书正在办理过程中。

截至 2018 年底，公司受限资产为 13.30 亿元，均系抵押的土地资产。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模及结构较上年基本保持稳定。其中资本公积占比大，主要为政府划拨的土地。

截至 2018 年底，公司所有者权益 137.19 亿元，较上年底增长 2.59 亿元。公司实收资本为 6.50 亿元，较上年底增长 0.10 亿元，系国开基金撤资（0.90 亿元）和资本公积转增实收资本（1.00 亿元）等综合原因所致；所有者权益中资本公积和未分配利润占比较大，分别为 74.98%和 17.40%。公司资本公积以政府划拨土地资产为主。

表9　公司主要所有者权益构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	6.40	4.75	6.50	4.74
资本公积	103.65	77.01	102.86	74.98
未分配利润	21.82	16.21	23.87	17.40
所有者权益合计	**134.60**	**100.00**	**137.19**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司负债规模较上年基本保持稳定，流动负债占比大幅提高。有息债务规模有所下降，但短期债务快速增长，公司面临一定短期债务偿付压力。

截至 2018 年底，公司负债总额 92.93 亿元，较上年底下降 2.35%；负债结构方面，流动负债占比 52.24%，较上年底提升 20.31 个百分点，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。

表10　公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	17.50	18.39	21.76	23.42
一年内到期的非流动负债	4.67	4.91	17.80	19.15
流动负债合计	**30.39**	**31.94**	**48.55**	**52.24**
长期借款	24.02	25.24	23.04	24.79
应付债券	40.76	42.83	21.34	22.96
非流动负债合计	**64.78**	**68.07**	**44.38**	**47.76**
负债合计	**95.16**	**100.00**	**92.93**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动负债 48.55 亿元，同比增长 59.75%，主要系部分长期借款和应付债券转入“一年内到期的非流动负债”所致。其中，其他应付款 21.76 亿元，同比增长 24.31%，主要系新增公司与益阳市“一园两中心”建设指挥部往来款及相关部门支付的项目

款；一年内到期的非流动负债 17.80 亿元，同比增长 13.13 亿元，其中一年内到期的长期借款 7.10 亿元，一年内到期的应付债券 10.70 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 44.38 亿元，同比下降 31.49%。其中，长期借款 23.04 亿元，将重分类至“一年内到期的非流动负债”科目的长期借款考虑在内，公司质押借款 14.76 亿元、抵押借款 4.37 亿元、保证借款 10.45 亿元、信用借款 0.57 亿元。公司应付债券 21.34 亿元，同比大幅减少 19.42 亿元，主要系公司偿还非公开发行的公司债所致；2018 年 5 月，公司发行“18 益阳专项债 01/18 益阳 01”8.50 亿元。

截至 2018 年底，公司全部债务 62.18 亿元，同比下降 10.45%。其中长期债务占比 71.37%，债务结构仍以长期债务为主，与公司长周期的基础设施建设、土地整理业务较为相符；公司短期债务规模快速增长。从债务指标来看，受债务规模下降影响， 2018 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率较上年底均有所下降，分别为 40.38%、24.44%和 31.19%，债务负担仍处于较低水平。2019~2021 年，公司将分别偿还有息债务 23.61 亿元、8.25 亿元和 5.64 亿元，2019 年面临一定偿付压力。

3．盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所增长，期间费用控制能力强，财政补贴对利润总额贡献大，整体盈利能力仍较弱。

2018 年，公司实现营业收入 16.52 亿元，同比增长 28.86%，主要系土地开发收入增长所致，同期，公司营业成本为 14.30 亿元，受营业成本增速低于营业收入增速影响，公司营业利润率较上年增长 8.06 个百分点，为 10.61%。

2018 年，公司期间费用 0.29 亿元，同比下降 34.51%，主要系利息资本化增加导致财务费用下降所致。期间费用占营业收入比重为 1.73%，公司期间费用控制能力强。

2018 年，公司实现利润总额 3.23 亿元，同比增长 1.66 亿元；同期，公司收到政府补贴 1.81 亿元，财政补贴对利润总额贡献大。

同期，公司净利润为 2.28 亿元，同比大幅增长 108.21%；受此影响，公司总资本收益率和净资产收益率较上年均有所上升，2018 年分别为 1.22%和 1.66%，公司盈利能力仍较弱。

4．现金流分析

跟踪期内，公司工程回款存在滞后性，收现质量下降；受当年债务到期规模较小影响，公司2018年筹资活动现金流规模较小。

2018年，公司经营活动产生现金流入32.89亿元，同比增长43.91%。其中销售商品、提供劳务收到的现金11.19亿元，同比下降7.98%，主要为收到以前年度完工项目的工程回款。2018年，公司现金收入比为67.76%，同比下降27.13个百分点，跟踪期内收现质量有所下降。公司收到其他与经营活动有关的现金21.69亿元，主要为收到其他款项和政府补贴。同期，公司经营活动现金流出除主营业务支出外，主要为支付的往来款，2018年，公司经营活动现金流量净额为3.25亿元。

2018年，公司投资活动现金流主要系买卖理财产品形成，分别计入“收回投资收到的现金”和“投资支付的现金”科目；公司投资活动现金净流出1.94亿元。

2018年，公司吸收投资收到的现金为4.39亿元，其中1.00亿元系少数股东对子公司益阳市融资担保有限责任公司的投资款，3.39亿元系相关部门向公司支付的项目款，暂计入“其他应付款”科目；公司当期筹资活动现金流出主要系偿还到期债务支出的现金。2018年，公司筹资活动现金流净额为-3.61亿元。

5．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力弱，但间接融资渠道较畅通，同时考虑到其持续获得政府

支持，公司整体偿债风险低。公司对外担保期限较长，存在一定或有负债风险。

截至 2018 年底，受公司流动负债规模增长影响，公司流动比率和速动比率均较上年底大幅下降，分别为 452.00%和 75.19%。公司经营现金流动负债比为 6.69%，仍处于较低水平。公司现金类资产为 5.20 亿元，对短期债务覆盖程度低，公司短期偿债能力弱。

2018 年，公司 EBITDA 为 3.77 亿元，其中利润总额为 3.23 亿元，EBITDA 质量较高；受有息债务规模下降及 EBITDA 有所增长影响，公司全部债务/EBITDA 较上年有所下降，为 16.50 倍，长期偿债能力较弱。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度为 98.70 亿元，已使用 67.25 亿元，尚有 31.45 亿元未使用。公司间接融资渠道较为畅通。

考虑到公司持续获得政府支持，公司整体偿债风险很低。

截至 2018 年底，公司对外担保 35.50 亿元，担保比率为 25.88%。主要系对益阳市龙岭建设投资有限公司、桃江县竹乡国有资产运营有限公司及湖南梅山资源开发有限责任公司于 2016 年联合发行的两期总额为 24.00 亿元的益阳市县域创新创业基地建设集合债券的担保，该集合债券期限为 7 年，公司对其提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。被担保企业主要为益阳市主要市县国有企业。公司对两期中小企业集合债券担保期限较长，存在一定或有负债风险。

6. 母公司财务概况

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额226.46亿元，较上年底增长6.54%，主要系存货和其他流动资产增长所致。其中流动资产占94.24%、非流动资产占5.76%，资产构成以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的98.41%，占比高。

截至2018年底，母公司所有者权益合计133.63亿元，较上年底增长2.52%，主要系未分配利润增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占合并报表所有者权益的97.41%，占比高。

截至2018年底，母公司负债合计92.82亿元，较上年底增长13.26%，主要系应付债券增长所致。其中，非流动负债占54.70%，较2017年底增长3.60个百分点；母公司负债占合并报表负债的99.88%，占比高。

2018年，母公司实现营业收入2.75亿元，占同期合并报表营业收入的16.65%，母公司营业收入占合并报表的比重低；母公司利润总额为1.46亿元，占合并报表利润总额的45.20%，占比一般。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年底，公司存续债券余额44.20亿元，一年内即将到期兑付9.20亿元，存续债券存在一定的短期偿债压力，未来存在一定集中兑付压力。

截至 2018 年底，公司存续债券余额 44.20 亿元，其中一年内到期兑付债券本金 9.20 亿元，假设“19 益阳城投 PPN002”和“19 益阳城投 PPN001”投资者于 2022 年行使投资者回售选择权，且“17 益阳城投 PPN001B”和“17 益阳城投 PPN002B”未于 2020 年行使投资者回售选择权，公司将于 2022 年达到存续债券待偿本金峰值，为 26.50 亿元。

截至 2018 年底，公司现金类资产 5.20 亿元；2018 年，经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 32.89 亿元、3.25 亿元和 3.77 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表11　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	9.20
未来待偿债券本金峰值	26.50
现金类资产/一年内到期债券余额	0.57
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.24

经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.12
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.14

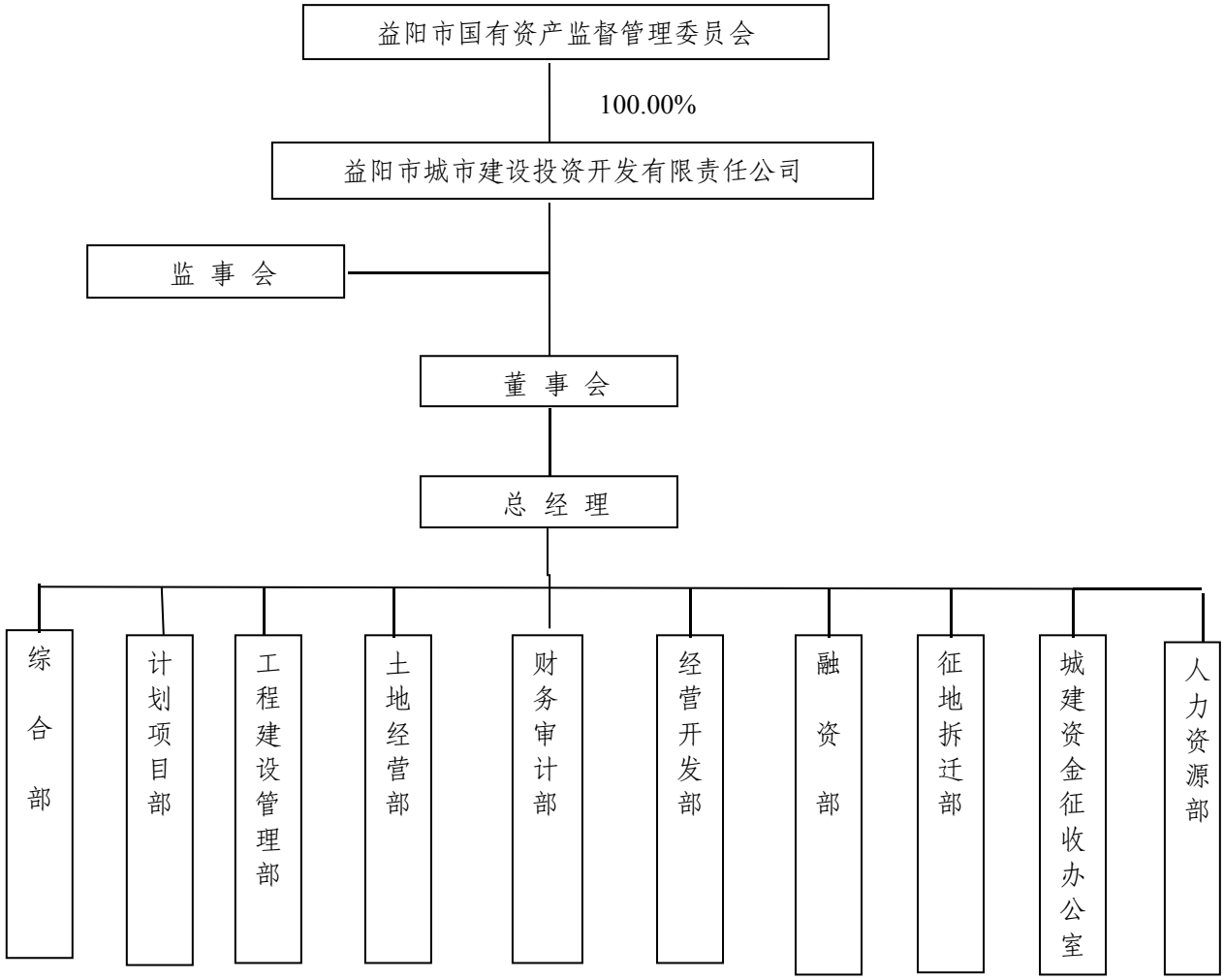
资料来源：联合资信整理

“18 益阳专项债 01/18 益阳 01”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中合中小担保主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，有效增强了“18 益阳专项债 01/18 益阳 01”的偿付保障力度。

十、结论

综合评估，联合资信确认维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“18 益阳专项债 01/18 益阳 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件1-1　截至2018年底公司股权及组织结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司合并范围子公司情况

企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	业务性质
益阳市团洲污水处理开发有限公司	3000.00	100.00	污水处理项目投资开发、污水处理建设材料销售
益阳市城市生活垃圾综合处理有限责任公司	260.00	100.00	垃圾处理建设项目投资、开发；有机配料生产；金属材料、建筑
益阳市益宁城际干道益沧建设有限公司	500.00	100.00	益阳至宁乡城际干道益阳至沧水铺段的建设经营、管理
益阳市斯盛资产经营有限责任公司	500.00	100.00	城市出租社、道路公共泊车位的经营管理；城市地下管网建设的经营管理；户外广告资源经营及资产管理；其他政府特许经营的城市公用设施项目的经营管理
益阳市资江两岸建设投资开发有限责任公司	6000.00	100.00	城市建设项目投资开发；土地收购、储备开发；房地产开发；景观建设；建设物资贸易
益阳市楚才保障性住房建设投资开发有限公司	26000.00	100.00	保障性安居工程的投资、开发、建设和经营
湖南（益阳）会龙工艺美术创意设计园投资置业有限公司	1000.00	100.00	会龙工艺美术创意产业园的投资、开发建设、经营管理
益阳三一九国道资江大桥建设投资开发有限公司	5000.00	100.00	益阳三一九国道资江大桥投资建设开发、经营管理
益阳市行政事业资产投资经营有限公司	5000.00	100.00	管理、经营和开发行政事业单位经营性资产
益阳市明清古城保护与开发有限责任公司	5000.00	100.00	古城建设与开发
益阳中石化城投能源有限责任公司	2000.00	50.00	车用天然气、石化产品（不含化学危险品）的零售、配送
益阳市水务投资开发集团有限公司	10000.00	100.00	
益阳市融资担保有限责任公司	10000.00	66.67	

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.63	7.51	5.20
资产总额(亿元)	229.02	229.76	230.12
所有者权益(亿元)	134.60	134.60	137.19
短期债务(亿元)	4.07	4.67	17.80
长期债务(亿元)	55.22	64.78	44.38
全部债务(亿元)	59.29	69.44	62.18
营业收入(亿元)	13.35	12.82	16.52
利润总额(亿元)	2.52	1.53	3.23
EBITDA(亿元)	3.59	2.13	3.77
经营性净现金流(亿元)	-8.12	0.50	3.25
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.15	2.35	3.02
存货周转次数(次)	0.07	0.07	0.08
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.07
现金收入比(%)	72.26	94.90	67.76
应收类款项/资产总额(%)	11.59	7.69	9.12
营业利润率(%)	4.35	2.55	10.61
总资本收益率(%)	1.33	0.64	1.22
净资产收益率(%)	1.41	0.81	1.66
长期债务资本化比率(%)	29.09	32.49	24.44
全部债务资本化比率(%)	30.58	34.03	31.19
资产负债率(%)	41.23	41.42	40.38
流动比率(%)	562.46	725.06	452.00
速动比率(%)	107.68	130.34	75.19
经营现金流动负债比(%)	-20.70	1.65	6.69
全部债务/EBITDA(倍)	16.50	32.60	16.50

附件 3　中合中小企业融资担保股份有限公司 2019 年主体长期信用评级报告

附件 4　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司

承 诺 书

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

联合资信评估有限公司

二〇一九年五月三十一日

信用等级公告

联合〔2019〕1440号

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

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年五月三十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中合中小企业融资担保股份有限公司
2019 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间

2019 年 5 月 31 日

主要数据 单位：亿元、倍、%

项　目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额	116.50	122.48	121.04
所有者权益	83.60	86.33	82.69
净资本	51.93	53.87	57.53
担保余额	1004.98	1088.79	869.47
净资产担保余额倍数	12.02	12.61	10.52
净资本担保余额倍数	19.35	20.21	15.11
融资性担保放大倍数[1]	9.54	4.33	3.71
净资本比率	62.11	62.40	69.58
净资本覆盖率	51.93	52.04	71.05
项　目	**2018 年**	**2017 年**	**2016 年**
营业收入	11.57	15.44	14.63
已赚保费	8.58	8.31	7.82
投资收益（含公允价值变动收益）	2.28	6.40	5.90
净利润	0.71	6.11	5.29
平均资产收益率	0.60	5.09	5.34
平均净资产收益率	0.84	7.25	7.52

数据来源：公司提供，联合资信整理

分析师

高 龙　寇妙融　高 鑫

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

[1] 2015 年 12 月起，公司根据《北京市融资性担保业务风险分级指引》统计风险调整担保责任余额计算担保放大倍数。2018 年 4 月之后，公司按照银保监会发布的《融资担保责任余额计量办法》计算融资担保责任余额及放大倍数。

评级观点

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2012 年 7 月，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。2016 年，公司进行了增资扩股，引进新股东海航科技股份有限公司[2]，增资后公司资本实力和担保代偿能力得到增强。2018 年以来，受宏观经济环境和行业监管趋严等因素影响，公司担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降，但担保倍数仍处于较高水平。公司担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单笔规模较大，担保业务客户及行业相对集中。2018 年以来，公司担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能。此外，由于监管政策调整，公司调整了投资策略，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比有所提升；但投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况。2018 年，受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响，公司净利润明显下降；需关注公司投资资产结构调整及担保业务代偿风险对其未来盈利的影响。

综上，联合资信评估有限公司确定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强，违约风险极低。

优势

1. 公司资本实力位于国内担保行业前列，2016 年增资扩股后公司资本实力和担保代偿能力得到增强。

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

2. 公司是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其多元化的股权结构有助于其市场化的运营。
3. 公司高级管理层专业素质高，专业化运营水平较高。
4. 2018 年以来，由于监管政策调整，公司投资策略有所转变，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比有所提升。

关注

1. 受宏观经济环境和行业监管趋严等因素影响，2018 年以来公司担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降，但担保倍数仍处于较高水平。
2. 公司担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单笔规模较大，担保业务客户及行业相对集中；在防范化解地方政府隐性债务风险的背景下，需关注城投类项目相关风险。
3. 2018 年以来，公司担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，需关注相关风险。
4. 公司投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况。
5. 受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响下，公司 2018 年净利润明显下降；需关注公司投资资产结构调整及担保业务代偿风险对其未来盈利的影响。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2019 年 5 月 31 日至 2020 年 5 月 30 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中合中小企业融资担保股份有限公司
2019 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称 “公司”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于 2012 年 7 月，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，并引进新股东海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”），该公司为海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）的关联方，海航科技与海航资本合计持有公司 43.34%的股份；公司增资完成后注册资本增至 71.76 亿元，无控股股东和实际控制人。截至 2018 年末，公司股东及持股比例情况见表 1。

表 1　公司股东及持股情况　　单位：%

股　东	2018 年末
海航科技股份有限公司	26.62
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子（中国）有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合　计	**100.00**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

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

截至 2018 年末，公司设有金融产品部、新金融事业部、投资部、非融资担保业务部、业务发展部、风险管理部、业务审核部、法律合规部、内部控制部、资产保全部、董事会办公室、监事会办公室、办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部和内部审计部等部门；纳入合并财务报表范围的子公司 7 家。截至 2018 年底，公司共有员工 137 人。

截至 2018 年末，公司资产总额 116.50 亿元，负债总额 32.90 亿元，所有者权益 83.60 亿元；担保余额 1004.98 亿元。2018 年，公司实现营业收入 11.57 亿元，其中已赚保费 8.58 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）2.28 亿元，实现净利润 0.71 亿元。

注册地址：北京市西城区平安里西大街 28 号楼中海国际中心 12 层

法定代表人：黄焱

二、营运环境分析

1. 宏观经济环境分析

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季

度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸

显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

表 2 宏观经济主要指标 单位：%、亿元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP 增长率	6.6	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI 增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI 增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2 增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7
社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

2. 担保行业发展

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

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

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

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

状具有重要作用。此外，低风险性质的非融资担保业务近年来也逐步得到重视，未来将成为担保机构拓展低风险业务的新选择。

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

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

3．政策与监管

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

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

2015 年 8 月，国务院法制办公开了《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》，2017 年 6 月经国务院常务会议审议通过，2017 年 8 月颁布并于 2017 年 10 月 1 日起正式实施。《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“条例”）明确了融资担保公司的监督管理体系，强化了中央与地方政府的分层监管职责，并对设立融资担保公司及跨区域分支机构所需的准入条件、

融资担保公司退出机制、融资担保公司开展业务的经营规则以及所承担的法律责任均予以了明确规定。此外，条例强化了融资担保公司在支持普惠金融、降低社会融资成本方面的地位，同时推动政府性融资担保公司体系的发展，建立政府、银行业金融机构、融资担保公司合作机制，进一步鼓励、支持融资担保公司为小微企业和“三农”提供融资担保服务。

2018 年 4 月 2 日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布了《关于印发《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度的通知》（银保监发〔2018〕1 号），制定了《融资担保业务经营许可证管理办法》《融资担保责任余额计量办法》《融资担保公司资产比例管理办法》和《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》。其中，《融资担保业务经营许可证管理办法》旨在规范监督管理部门对融资担保业务经营许可证的管理，促进融资担保公司依法经营，维护融资担保市场秩序。《融资担保责任余额计量办法》旨在规范融资担保公司经营活动，防范融资担保业务风险，准确计量融资担保责任余额。《融资担保公司资产比例管理办法》是为引导融资担保公司专注主业、审慎经营，确保融资担保公司保持充足代偿能力，优先保障资产流动性和安全性。《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》旨在规范银行业金融机构与融资担保公司业务合作行为，维护双方合法权益，促进银担合作健康发展，更好地服务小微企业和“三农”发展。银保监会表示，各地可根据《条例》及四项配套制度出台实施细则，实施细则应当符合《条例》及四项配套制度的规定和原则，且只严不松。

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

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

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

三、公司治理与内部控制

1．公司治理

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

2016 年，公司进行了增资扩股，通过引入新股东以及向部分现有股东增发方式增发 20.50 亿股，共募集资金 23.58 亿元。公司引入

的新股东为海航科技，该公司为海航资本的关联方。增资完成后海航科技持有公司 26.62%的股份，成为公司的单一最大股东；海航资本和海航科技合计持有公司 43.34%的股份。截至 2018 年末，公司注册资本为 71.76 亿元，均为货币出资。

公司依据《公司法》等相关法律、法规的规定，建立了包括股东大会、董事会、监事会和高级管理层在内的股份制公司治理架构，并设立了多个专业委员会，分别负责各项专项事宜的决策和管理。股东大会为公司最高权力机构，董事会为决策机构，对股东大会负责，监事会负责进行监督管理，高级管理层负责公司的日常经营工作。

目前，公司董事会由 10 名董事组成，包括股东董事 7 名、独立董事 2 名。公司董事长由海航集团董事会副董事长兼首席执行官谭向东担任，其余 6 名股东董事分别由除内蒙古鑫泰投资有限公司以外的 6 家股东各自委派 1 名。董事会会议按照相关流程规定召开，负责公司重大事项的决策。公司董事会成员均具有高等学历，以及大型机关、企事业单位相关管理经验，专业素质较高。董事会下设提名与薪酬委员会、发展战略委员会、风险控制委员会及审计委员会 4 个专业委员会，负责向董事会提供决策建议和专业支持，协助董事会监督公司的运营。

公司监事会由 5 名监事组成，包括监事会主席 1 名；股东监事 2 名，分别来自摩根大通和海宁宏达股权投资管理有限公司，另 2 名为职工监事。监事会对董事会和高级管理层进行监督，对股东大会负责并向其报告工作。监事会下设监事会办公室，负责办理公司监事会日常事务；在授权范围内对公司治理的合法合规性和效能实施专项监督检查；监察董事和中高级管理人员履职尽职情况和全体员工遵从职业操守情况；受理信访举报。

公司建立了由总经理（首席执行官）、副总经理兼首席风险官、副总经理（传统业务）、副总经理（创新业务）、副总经理兼财务总监、副总经理兼首席合规官和董事会秘书组成的高级管理层。高级管理层负责组织实施公司经营计划，实现经营目标。公司注重组建高水平的专业团队，各高级管理人员分别由拥有多年银行、保险等行业管理经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任。总体看，公司高级管理层具备丰富的专业背景及管理经验，公司专业化运营水平较高。

总体看，公司建立了“三会一层”的公司治理架构，公司治理运行机制逐步完善。

2．内部控制

公司聘请外部专业咨询机构对部门设置、岗位设置及人员配置情况进行了规划，根据业务发展需要，按照前、中、后台划分职能部门。近年来，为强化内控管理，公司拆分原内控审计部，单独设立内部控制部，负责牵头协调各部门开展内部控制体系建设工作，并对控股子公司的内部控制相关工作进行监督检查等。目前，公司前台部门包括新金融事业部、投资部、金融产品部和非融资担保业务部；中台部门包括业务发展部、风险管理部、业务审核部、法律合规部、内部控制部和资产保全部；后台部门包括办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部、内部审计部、董事会办公室和监事会办公室。公司组织结构图见附录 1。

公司从业务、管理、支撑三方面制定各项规章制度，涵盖各类业务、风险管理、法律合规、财务管理、人事管理、信息管理、行政管理、内部监督等，并逐步建立一套科学、全面、架构清晰的规章制度管理体系。公司参考《企业内部控制基本规范》《融资性担保公司内部控制指引》等规章制度，结合公司内部环境的实际情况，制定颁布了《内部控制章程》，对公司内部控制的运营机制进行了规范。2018 年，公司共颁布更新管理办法 35 项，主要涉及业务、全面风险管理、财务会计管理、法律事务管理、行政管理、人力资源管理等方面内容，为进一

步规范公司各项业务管理流程及员工行为，防范各类风险，保障经营目标的实现提供了重要的制度依据。此外，公司聘请外部机构协助开展了第二次年度内部控制评价工作，重新梳理了流程风险节点，改进控制措施，规范员工操作执行，有效提升了公司内部控制水平及全员的内控意识。

公司建立了包括《关联交易管理办法》在内的一整套关联交易管理制度，并在经营过程中逐步加以完善和补充。公司从股权关系、经营管理权、施加重大影响等方面逐一认定关联方，对关联方的认定标准较为明确和严格。公司对关联交易实行限额管理，公司规定任一股东及其关联方作为被担保人的关联担保责任余额不得超过该股东出资额的 1.5 倍（扣除已质押部分股份）。在关联交易审批环节，公司股东大会和董事会及董事会下设的风险控制委员会在审议有关关联交易事项时，关联股东及董事均不得行使表决权，关联交易事项需要过半数或者三分之二以上的非关联表决权方可通过。从关联交易的实际开展情况来看，2018 年，公司当年解除对关联方的担保金额 12.71 亿元，年末为关联方提供的担保责任余额为零。此外，公司有一笔与股东海航资本的委托贷款业务发生违约，公司正在积极与海航资本协商还款方案。

总体看，公司逐步完善组织架构设置，各部门职责明确，内部控制体系逐步健全；公司针对关联交易制定了较为明确和严格的管理制度，但委托贷款中有一笔关联交易发生违约，需关注后续资金回收情况。

3．发展战略

公司是在国家利用外资服务中小企业发展的政策背景下成立的，在成立之初其市场定位偏重于支持中小企业发展。面对当前及未来一段时间的外部形势、监管环境以及公司自身发展状况，公司将在发展中解决当前问题，在确保公司稳定可观盈利的同时，调整业务结构，积极探索业务多元化，设立资本占用相对较小、盈利能力相对较高的子公司，成为一家市场化的、以担保为主业、业务适度多元、具有稳健可持续发展能力的商业担保机构。

为实现上述发展目标，公司将采取以下措施：一是调结构。公司将结合新的监管要求，继续压减融资担保业务整体规模，逐步有序降低融资担保责任余额的净资产放大倍数，到 2021 年末将放大倍数控制在 7.5 倍左右，且担保业务结构较目前出现明显变化，公开市场债券担保责任余额占比降至 70%，新金融领域和其他领域的担保责任余额占比上升至 30%，非融资担保业务稳步发展。同时，进一步加大资产比例调整力度，明确调整节奏和具体措施，积极转让和处置在投的 III 级资产，确保 2019 年末 III 级资产比例达到监管要求，2020 年开始形成以货币基金等高流动性资产铺底，以公募债券为核心，以非标及股权投资为补充的合规、安全、健康、收益合理的资产配置组合。

二是控风险。公司将控制风险作为第一要务，重塑公司风险文化，强化员工风险意识；降低已有项目风险敞口的同时，盯紧目前所有在保、在投项目，进一步夯实保后投后管理，通过更扎实有效的保后投后检查，及时发现在保在投业务的风险异动，尽早采取有效措施，防止出现新的风险；加强新增业务的风险防控，从原有经济快速增长期的风控逻辑转换为适应经济下行阶段的风险管理模式，通过进一步细化提升准入、尽调、审核、落地等各环节的工作要求，全面优化业务质量。

三是稳收入。公司将在合理控制担保规模的前提下，通过业务结构调整，努力增加期限相对较短、费率相对较高、风险相对可控的担保项目，提高单位担保责任额度的综合收入贡献率；充分挖掘和提升资金运用业务的创收能力；力争未来三年的综合收入水平在新的基础上企稳向好，ROE 稳步提升。

总体看，公司根据外部形势和市场风险状况，建立了适应自身发展状况的战略规划，战

略目标清晰；但在目前宏观经济形势及行业监管政策趋严的背景下，公司战略目标的实现有待进一步观察。

四、担保业务经营分析

公司成立于 2012 年 7 月，并于 2013 年正式开展担保业务。目前，公司已获得建设银行、中国银行、工商银行、进出口银行、中信银行、北京银行等 19 家银行累计授信额度 888 亿元。自成立以来，公司担保业务快速拓展，担保余额快速上升，但受宏观经济环境和行业监管趋严等因素影响，2018 年以来业务投放明显放缓，年末担保余额小幅下降。截至 2018 年末，公司担保余额 1004.98 亿元（见附录 2：表 1）。

从业务构成情况来看，公司担保业务以直接融资担保业务为代表的融资性担保业务为主。公司直接融资担保业务包括债券担保和金融产品担保。鉴于国内宏观经济形势以及市场风险状况，近年来公司加大了公募城投债担保业务的开拓力度，城投债担保余额显著上升，这是导致公司担保业务规模快速上升的主要原因。公司城投债担保业务分布在全国 17 个省/直辖市、47 个地级行政区，整体来看地区较为分散。在准入条件上，公司主要考察城投公司的偿债能力、城投债的外部评级以及当地政府的综合财力、负债率等；在反担保措施上，公司主要采用应收账款质押和土地房产抵押的方式。截至 2018 年末，公司城投债担保余额 841.34 亿元，占总担保余额的 83.72%。公司其余债券担保品种主要包括公司债、金融债、小微企业集合债，另有少量非公开定向债务融资工具和超短期融资券；截至 2018 年末，公司债、金融债和小微企业集合债担保余额分别占总担保余额的 5.67%、1.69%和 2.50%。

近年来，公司主动控制金融产品担保业务规模，其担保余额快速下降。截至 2018 年末，公司金融产品担保余额 28.43 亿元，占总担保余额的 2.83%；主要为信托计划和资产证券化担保。公司间接融资担保全部为银行贷款担保，整体规模较小；2018 年末间接融资担保余额 34.27 亿元，占总担保余额的 3.41%。公司非融资担保业务主要为预付款担保和贸易信用保证；2018 年末非融资性担保余额 14.94 亿元，占总担保余额的 1.49%。

总体看，公司具备较强的担保业务营运能力，受宏观经济环境和行业监管趋严等因素影响，2018 年以来公司担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降；公司担保业务中城投债担保占比高，存在较高的行业集中风险。

五、风险管理分析

1. 担保业务风险管理

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

董事会是公司风险管理的最高决策机构，对公司全面风险管理的有效性承担最终责任，负责决定公司风险管理战略，审议批准公司风险管理的基本制度等；监事会负责监督公司完善风险管理体系及履行风险控制职责，并对发现的风险薄弱环节，督促相关机构及时整改；高级管理层在董事会领导和风险控制委员会指导下，负责全面风险的组织和实施工作；首席风险官定期向董事会风险控制委员会汇报公司业务风险状况分析情况；风险管理部负责牵头推动和落实全面风险管理工作，拟定公司业务风险相关的制度管理规定和操作流程，保障风险管理目标的实现；业务审核部负责对公司产品和项目进行风险审核，确保各类业务符合公

司确定的风险偏好，确保具体项目风险缓释措施的充分性和有效性。

风险管理流程方面，公司对开展担保业务和投资业务建立了规范的业务流程，根据业务中的各类风险点设计了控制环节。公司业务管理遵循“统一管理、分级负责、审保分离（担保业务）、审用分离（资金运用业务）”的原则。另外，公司建立实施了业务评审审议制度。担保业务部门根据公司业务政策对项目申请进行筛选，项目受理后，担保业务部门成立项目小组进行保前调查，中台业务审核部和法律合规部参与尽职调查，并独立出具对信用风险和法律合规风险的审查意见提交评审会。

公司通过建立评审体系和规则制度，保障了业务有序合规开展。公司制定了《业务评审会工作规则》，对评审工作的操作流程进行严格控制，确保了公司投资业务决策流程的有效性和决策质量。公司担保业务评审委员会由 4 名常任委员和 3 名非常任委员组成，公司副总经理兼首席风险官担保评审会主任，常任委员由公司高级管理层担任。评审项目有 2/3 以上参会委员同意视为通过，总经理有一票否决权。

公司将风险防范工作前置，由业务部门负责在保项目的保后管理，并由业务审核部和法律合规部等部门协助管理。公司保后管理采取现场检查及非现场检查相结合方式，要求现场检查至少每半年进行一次。在担保项目检查过程中，如出现重大问题，相关部门需在一个工作日内发出预警信号，如需要启动重点检查，则将会同风险管理部、法律合规部等部门，提出重点检查的关键指标及检查措施，形成重点检查方案，并报备总经理。

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

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

公司在资金运用管理方面也建立了全面严格的管理制度，公司制定了《资金运用管理办法》《资金运用业务尽职调查操作规范》《资金运用项目投后管理办法》等办法，就相关岗位职责、授权管理、操作流程做出了规定。在遵循七部委颁布的《融资性担保公司管理暂行办法》等相关规定前提下，按照安全性、流动性、收益性相结合的资金运用原则，公司制定了相应的资金运用风险指引。公司可用资金主要投资于银行存款、低风险理财产品、委托贷款、信托计划、债券、债券型及货币型基金、其他固定收益类投资、不超过公司净资产 20%的直接股权投资。公司就投资组合设定了一系列指标，如投资组合风险价值占比、潜在损失率等指标，以控制投资风险。

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

2．担保组合风险

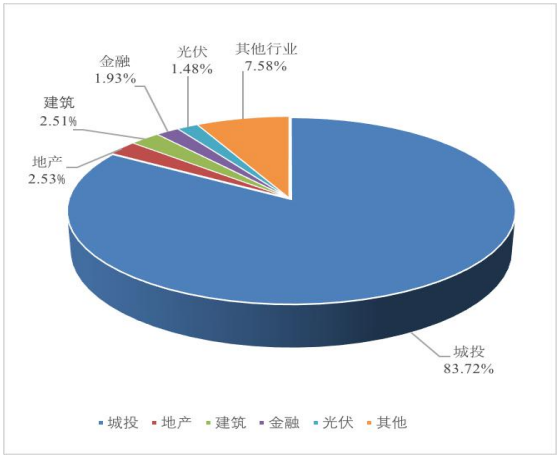
截至 2018 年末，公司担保余额 1004.98 亿元，其中融资性担保余额 990.04 亿元，非融资性担保余额 14.94 亿元；融资性担保中的直接融资担保余额 955.77 亿元。

现阶段公司担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大。截至 2018 年末，公司担保业务中单笔担保规模在 1 亿元以上的客户合计 108 户，1 亿元以上的项目担保余额合计 999.84 亿元，占总担保余额的 99.49%。截至 2018 年末，公司融资性担保业务中单一最大客户担保余额 21.00 亿元，占融资性担保业务担保余额的 2.12%，相当于

公司净资产的 25.12%；前五大融资性担保客户担保余额 93.60 亿元，占融资性担保业务担保余额的 9.45%，与公司净资产的比例为 111.96%。整体来看，公司担保业务面临一定的客户集中风险。

公司担保业务主要集中在城投行业，其他行业业务量较小（见图 1）。在城投类企业的选择上，公司首先选择经济环境较好、政府信誉较高的地区，并密切关注该企业的职能和定位，同时要求企业提供相应的反担保措施。整体看，公司承保的城投类企业项目占比高，相关风险值得关注。

图 1　2018 年末公司在保项目行业分布



资料来源：公司提供，联合资信整理

从担保项目剩余期限分布情况来看，公司担保余额剩余期限主要集中在 1 年以上。截至 2018 年末，公司担保项目担保余额剩余期限在 1 年以内、1—2 年和 2 年以上的占比分别为 20.17%、20.81%和 59.02%。

担保代偿方面，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，2018 年以来公司担保代偿规模上升较为明显。截至 2018 年末，公司累计代偿金额 18.72 亿元，累计代偿率为 2.81%。2018 年，公司年度担保代偿金额 7.82 亿元，担保代偿率 4.52%，代偿项目数 4 笔，主要涉及电力、医药等行业。2018 年，公司代偿回收额 2.85 亿元，代偿回收率 36.45%，累计代偿回收率 26.72%。

公司代偿项目中，有一笔为阳光凯迪新能源集团（以下简称“阳光凯迪”）2010 年发行的 10 年期规模为 10.00 亿元的公司债券“10 凯迪债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保；“10 凯迪债”计划于其存续期最后三年（2018—2020 年）分别偿付本金的 30%、30%和 40%。2018 年 5 月 7 日，阳光凯迪核心子公司凯迪生态环境科技股份有限公司（以下简称“凯迪生态”，000939.SZ）的“11 凯迪 MTN1”未能于兑付日按期足额偿付，已构成实质性违约。随后，阳光凯迪和凯迪生态主体长期信用等级被大幅下调。2018 年 8 月 23 日，公司代偿了“10 凯迪债”第一期本金 3.00 亿元。公司持有的反担保物为凯迪生态的 3.6 亿股股权，目前公司已向法院申请强制执行，但考虑到凯迪生态股票目前已停牌，代偿回收存在较大的不确定性。此外，由于阳光凯迪刚性债务规模很大，需关注未来公司对于“10 凯迪债”剩余两期本金的代偿情况及对公司流动性的影响。

公司其余代偿项目主要涉及医药、石油炼化、小额贷款行业，反担保措施主要为股权质押、房产抵押、连带责任保证等，目前上述代偿项目大部分已进入诉讼阶段。

总体看，公司目前担保业务以直接融资担保为主，受业务模式影响，担保业务行业分布相对集中，单笔业务规模较大，担保业务行业及客户集中度较高；在防范化解地方政府隐性债务风险的背景下，需关注城投类项目相关风险。此外，公司 2018 年担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，需关注相关风险。

六、财务分析

公司提供了 2016—2018 年合并财务报表，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016—2017 年合并财务报表进行了审计，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018

年合并财务报表进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司纳入合并范围的子公司包括中合共赢资产管理有限公司、中合投资控股有限公司、唐山市福佑企业管理有限公司、中合明智商业保理（天津）有限公司、西藏中正创业投资管理有限公司、北京中合大方投资管理有限公司和杭州中合明达股权投资管理有限公司。

1. 资本结构

公司负债主要包括担保合同准备金、应付债券和递延收益等。近年来，公司负债规模持续压缩；截至 2018 年末，公司负债总额 32.90 亿元，资产负债率为 28.24%，财务杠杆水平不高。

近年来，公司加大了市场资金融入力度，分别于 2015 年和 2016 年发行了合计 15 亿元的公司债券。截至 2018 年末，公司应付债券余额 14.97 亿元，占负债总额的 45.51%。

公司以产品类型确定计量单位，对担保合同尚未解除的正常类项目，根据产品的风险等级对应的违约率及损失率计提担保合同准备金；对担保合同尚未解除的非正常类项目，根据逐案厘定的违约率及损失率计提担保合同准备金。截至 2018 年末，公司担保合同准备金余额 7.99 亿元，占负债总额的 24.27%；递延收益余额 5.59 亿元，占负债总额的 16.99%。

公司担保业务发展资金主要来源于股东投入的资本金。为满足业务发展对资本的需求，公司于 2016 年进行了增资扩股，共募集资金 23.58 亿元。2016—2018 年，公司分别分配现金股利 4.57 亿元、2.08 亿元和 3.49 亿元，分红力度较大。截至 2018 年末，公司股东权益 83.60 亿元，其中股本 71.76 亿元，资本公积 3.11 亿元，未分配利润 3.84 亿元。

总体看，近年来公司融资渠道有所拓宽，资本结构逐步改善；增资扩股的实施增强了公司的资本实力。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模呈收缩趋势；截至 2018 年末，公司资产总额 116.50 亿元，资产类别以投资资产为主。截至 2018 年末，公司货币资金余额 1.41 亿元，占资产总额的 1.21%，其中定期存款 0.32 亿元。

在资金运用上，公司在严格遵守监管要求和公司各项制度、保障投资组合流动性和安全性的基础上，追求投资收益的最大化。公司投资资产主要包括基金产品、信托计划和资产管理计划以及委托贷款，另有少量银行理财产品、信贷资产收益权及长期股权投资等。2018 年以来，受融资担保新规影响，公司大幅压缩股权、信托计划、资产管理计划等 III 级资产规模且不再新增，同时加大对高流动资产和标准化债权产品的配置；除按照政策及公司流动性需求配置货币基金等高流动性资产外，其他以信用等级在 AA^+以上的公募债券为主，公司投资资产结构有所变化。截至 2018 年末，公司投资资产余额 101.29 亿元，占资产总额的 86.71%。其中，基金产品投资余额 46.08 亿元，包括货币基金 30.14 亿元；其余主要为债券基金专户，投向为海外高等级债券，剩余期限主要集中在 1 年以内。截至 2018 年末，公司持有的信托计划和资产管理计划投资余额分别为 13.89 亿元和 21.35 亿元，主要投向为发放贷款的债权类投资、不具有控制或重大影响的股权类投资以及其他以债券投资为主的混合类信用计划等，融资方涉及地产、消费、有色金属及化工等多个行业。此外，公司还持少量的银行理财产品和对联营企业的长期股权投资，2018 年末余额分别为 5.10 亿元和 5.54 亿元。

2018 年以来，公司投资资产中有部分资产出现违约情况。其中，公司持有的对联营企业上海骏合租赁企业股份有限公司的长期股权投资设有大股东回购条款，触发后大股东未能按时履行回购义务，公司将该笔投资计入风险项目并计提相应减值准备，年末该笔投资账面余额 0.82 亿元。此外，公司持有的资产管理计划

中有 3 笔发生违约，底层主要涉及电子、健康医疗等行业的股权投资，相关股权均设有股东回购条款；2018 年末上述违约投资资产余额合计 3.78 亿元。由于公司将底层为股权投资的资产管理计划计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产科目，因此相关损益反映在公允价值变动损失科目；2018 年公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产实现投资收益 1.12 亿元，发生公允价值变动损失 2.55 亿元。

公司委托贷款融资方主要为公司股东之一海航资本，其余以金融租赁公司、小额贷款公司等金融机构为主。针对金融机构的委托贷款，业务单笔贷款金额一般在 0.5—2.5 亿元，期限主要集中在 1 年以内。近年来，公司逐步压缩委托贷款业务且不再新增，委托贷款规模逐年减少。公司将委托贷款计入应收款项类投资科目；截至 2018 年末，公司委托贷款总额 9.13 亿元，计提的减值准备余额 2.88 亿元。截至目前，公司委托贷款中有 4 笔发生违约，合计本金 8.64 亿元；包括发放给海航资本的委托贷款，其余的交易对手主要为小额贷款公司。公司针对海航资本的委托贷款已计提相应减值准备，目前正在积极与海航资本协商还款方案。

近年来，受代偿额增大的影响，公司应收代位追偿款余额增长较为明显，账龄主要集中在 2 年以内。截至 2018 年末，公司应收代位追偿款总额 13.08 亿元，坏账准备余额 7.70 亿元，应收代位追偿款净额 5.38 亿元。

公司其他类资产主要是抵债资产、应收利息、递延所得税资产等。截至 2018 年末，公司其他类资产余额 8.41 亿元，占资产总额的 7.20%；其中，抵债资产余额 4.33 亿元，为子公司唐山市福佑企业管理有限公司通过司法拍卖取得的土地使用权。

总体看，2018 年以来，由于监管政策调整，公司投资策略有所转变，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比有所提升；但投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，随着融资担保新规及资管新规的实施，公司投资业务未来发展及面临的相关风险值得关注。此外，公司投资资产和委托贷款出现多笔违约，且涉及金额较大，联合资信将持续关注相关违约资产后续处置及资金回收情况。

3. 经营效率与盈利能力

公司营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。2018 年，公司实现营业收入 11.57 亿元，较之前年度有所下降，一方面是由于公司调整投资资产结构，压缩收益较高的 III 级资产，导致投资收益下降；另一方面，公司持有的部分底层为股权的资产管理计划发生违约，导致相关资产公允价值下降所致。近年来，公司担保业务收入保持增长但增速放缓，2018 年实现已赚保费 8.58 亿元，占营业收入的 74.18%；投资收益大幅下滑，2018 年实现投资收益（含公允价值变动损益）2.28 亿元，占营业收入的 19.71%。其中，可供出售金融资产投资收益 2.41 亿元，指定为公允价值计量且变动计入当期损益金融资产实现的投资收益和其公允价值变动损益分别为 1.12 亿元和-2.55 亿元，应收款项类投资和长期股权投资收益分别为 0.68 亿元和 0.55 亿元。

公司营业支出主要包含资产减值损失、业务及管理费和提取担保合同准备金。2018 年，在担保代偿额增加、投资资产及委托贷款违约等因素影响下，公司加大了资产减值准备计提力度，2018 年计提资产减值损失 6.81 亿元；其中，应收代位追偿款减值损失 3.72 亿元，应收款项类投资减值损失 2.13 亿元，长期股权投资减值损失 1.00 亿元。2018 年，公司根据经营情况，减少了业务及管理费，2018 年业务及管理费 1.67 亿元；费用收入比为 14.42%，成本控制能力处于良好水平。公司根据担保业务的违约概率、违约损失率来计提担保合同准备金，2018 年计提 1.21 亿元。整体来看，受资产减值损失大幅增加的影响，公司营业支出增幅明显，2018 年营业支出 10.43 亿元。

在营业收入下降和营业支出增加的双重影

响下，公司净利润大幅下滑，2018 年实现净利润 0.71 亿元。从收益率指标看，2018 年公司平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 0.60%和 0.84%。

总体看，受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响，公司 2018 年净利润明显下滑；需关注公司投资资产结构调整及担保业务代偿风险对其未来盈利的影响。

4. 资本充足率及代偿能力

公司面临风险主要是担保项目的代偿。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动现金净流出规模有所扩大，主要是由于公司支付担保代偿款项现金增加所致；投资活动现金流由之前年度的净流出转为净流入，主要是由于公司投资规模减少所致；筹资活动现金流方面，2016 年筹资活动现金流表现为净流入，主要是由于公司进行增资所致，2017—2018 年表现为净流出，主要为分配现金股利所致；年末现金及现金等价物余额 0.50 亿元（见附录 2：表 4）。

2018 年，受净利润大幅下滑影响，公司净资产和净资本规模均有所下降。截至 2018 年末，公司净资产余额 83.60 亿元，净资本余额 51.93 亿元（见附录 2：表 5）。2018 年以来，由于公司担保业务规模收缩，公司担保余额、净资产担保余额倍数和净资本担保余额倍数均小幅下降，但仍处于较高水平。截至 2018 年末，公司净资产担保余额倍数为 12.02 倍，净资本担保余额倍数为 19.35 倍。

2018 年 4 月以后，公司按照银保监会发布的《融资担保责任余额计量办法》计算融资担保责任余额及放大倍数。截至 2018 年末，公司融资担保责任余额的净资产放大倍数为 9.54 倍，符合监管规定。

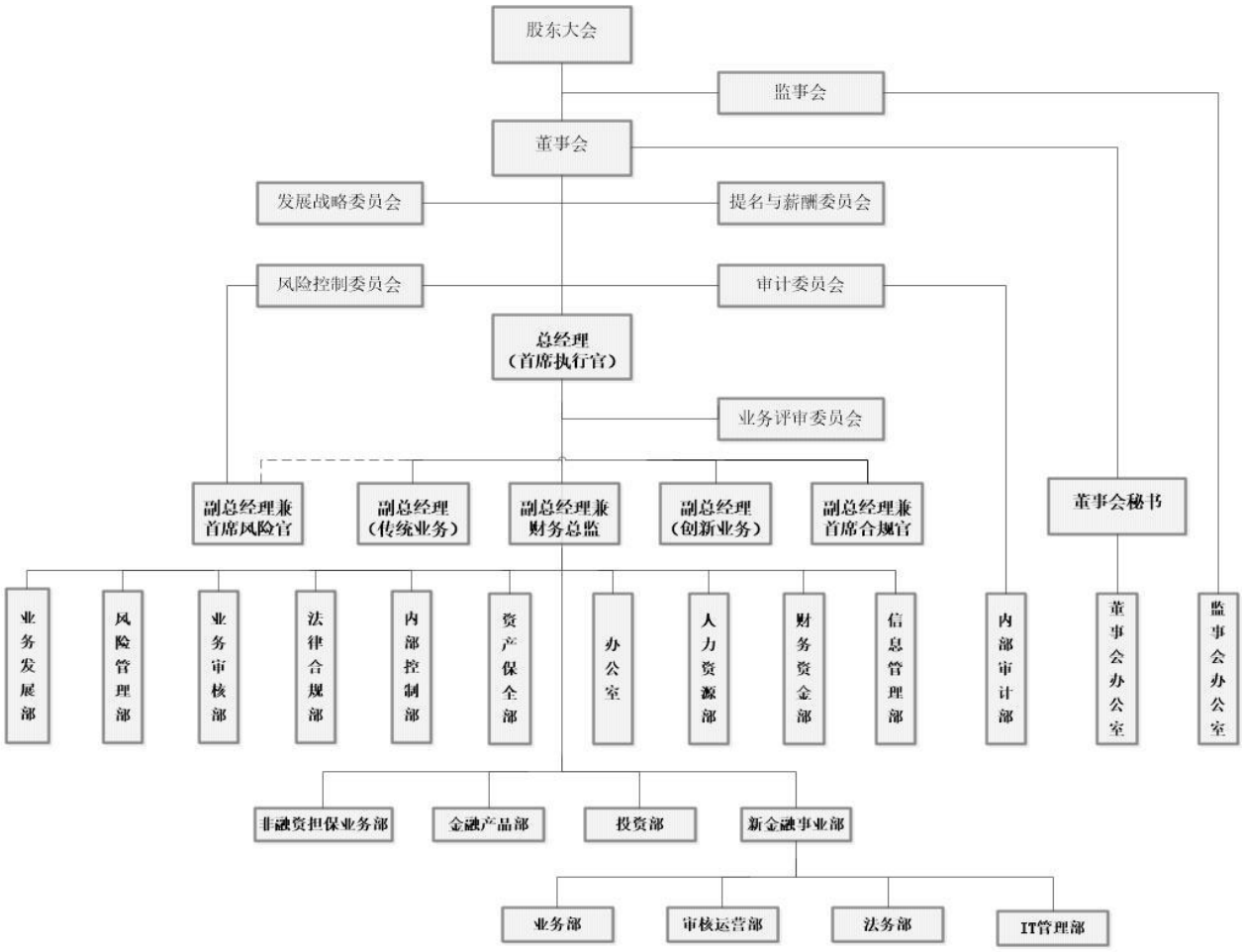
联合资信根据公司的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信测算，截至 2018 年末，公司净资本 51.93 亿元，净资本/净资产指标为 62.11%，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖率为 51.93%，总体看，公司净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度有待提升。

七、评级展望

公司成立于 2012 年 7 月，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。2016 年，公司进行了增资扩股，引进新股东海航科技股份有限公司，增资后公司资本实力和担保代偿能力得到增强。2018 年以来，受宏观经济环境和行业监管趋严等因素影响，公司担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降，但担保倍数仍处于较高水平。公司担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单笔规模较大，担保业务客户及行业相对集中。2018 年以来，公司担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能。此外，由于监管政策调整，公司调整了投资策略，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比有所提升；但投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况。2018 年，受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响下，公司净利润明显下降；需关注公司投资资产结构调整及担保业务代偿风险对其未来盈利的影响。根

据公司面临的外部经营环境、股东支持因素以及自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间内的信用水平将保持稳定。

附录 1　组织结构图


股东大会
监事会
董事会
发展战略委员会
提名与薪酬委员会
风险控制委员会
审计委员会
总经理
（首席执行官）
业务评审委员会
副总经理兼
首席风险官
副总经理
（传统业务）
副总经理兼
财务总监
副总经理
（创新业务）
副总经理兼
首席合规官
董事会秘书
业务发展部
风险管理部
业务审核部
法律合规部
内部控制部
资产保全部
办公室
人力资源部
财务资金部
信息管理部
内部审计部
董事会办公室
监事会办公室
非融资担保业务部
金融产品部
投资部
新金融事业部
业务部
审核运营部
法务部
IT管理部

附录 2　主要财务数据及指标

表 1　公司期末担保余额　单位：亿元

项　目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
融资性担保合计	**990.04**	**1011.70**	**786.09**
直接融资担保合计	**955.77**	**971.45**	**751.26**
债券担保合计	**927.34**	**943.37**	**655.63**
企业债	819.21	830.26	568.91
公司债	57.00	54.40	27.00
金融债	17.00	17.00	17.00
小微企业集合债	25.13	29.00	29.00
中小企业私募债	6.00	-	1.00
境外债券	-	12.71	12.71
超短期融资券	-	-	-
金融产品担保合计	**28.43**	**28.08**	**95.63**
信托计划	15.19	22.45	29.82
专项资产管理计划	-	-	7.00
区域交易市场私募债	-	-	33.50
P2P 等平台借款融资	-	-	10.84
债券（收益权）转让融资	-	-	4.38
资产证券化	12.86	4.36	9.48
租赁融资	-	-	0.62
其他金融产品	0.38	1.27	-
间接融资担保合计	**34.27**	**40.25**	**34.83**
银行贷款	34.27	39.75	34.33
信用证	-	0.50	0.50
非融资担保合计	**14.94**	**77.08**	**83.38**
保本基金履约保证担保	-	65.40	83.38
预付款担保	11.68	-	-
贸易信用保证	3.26		
其他非融资性担保	-	11.68	-
期末担保余额	**1004.98**	**1088.79**	**869.47**

数据来源：公司提供，联合资信整理

表 2　公司资产结构　　单位：%

项 目	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
货币资金	1.41	1.21	6.29	5.13	11.99	9.91
其中：定期存款	0.32	0.28	4.83	3.94	4.48	3.70
投资资产	101.29	86.71	104.43	85.26	104.54	86.37
应收代位追偿款	5.38	4.61	4.12	3.37	2.34	1.93
其他类资产	8.41	7.20	7.64	6.24	2.17	1.79
合 计	**116.82**	**100.00**	**122.48**	**100.00**	**121.04**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 3　公司盈利情况　单位：亿元、%

项　目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	11.57	15.44	14.63
其中：担保业务净收入	8.78	8.53	7.97
减：分出保费及收入返还	0.20	0.22	0.15
已赚保费	8.58	8.31	7.82
投资收益（含公允价值变动损益）	2.28	6.40	5.90
其他业务收入	0.49	1.03	0.42
营业支出	10.43	7.37	7.77
提取担保合同准备金	1.21	1.51	1.74
业务及管理费	1.67	2.62	2.58
资产减值损失	6.81	2.44	2.14
净利润	0.71	6.11	5.29
费用收入比	14.42	16.96	17.61
平均资产收益率	0.60	5.09	5.34
平均净资产收益率	0.84	7.25	7.52

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

表 4　公司现金流情况　单位：亿元

项　目	2018 年	2017 年	2016 年
经营性现金流量净额	-1.58	-0.31	0.90
投资性现金流量净额	5.65	-4.15	-25.24
筹资性现金流量净额	-3.95	-2.57	31.58
现金及现金等价物净增加额	0.35	-7.03	7.28
现金及现金等价物余额	0.50	0.35	7.38

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

表 5　公司资本充足性和偿债能力　单位：亿元、倍、%

项　目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
担保余额	1004.99	1088.79	869.47
净资产	83.60	86.33	82.69
净资本	51.93	53.87	57.53
净资产担保余额倍数	12.02	12.61	10.52
净资本担保余额倍数	19.35	20.21	15.11
净资本比率	62.11	62.40	69.58
净资本覆盖率	51.93	52.04	71.05

数据来源：公司提供，联合资信整理

附录 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
投资资产	交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+应收款项类投资+长期股权投资+投资性房地产
单一最大客户集中度	单一最大客户担保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户担保责任余额/净资产余额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
费用收入比	管理费用/（营业收入-财务费用+投资收益）
平均资产收益率	净利润×2/（期初资产总额+期末资产总额）
平均净资产收益率	净利润×2/（期初净资产总额+期末净资产总额）
净资本	经调整的资产－经调整的负债
净资产担保余额倍数	担保余额/净资产
净资本担保余额倍数	担保余额/净资本
融资性担保倍数	（担保责任余额-非融资性担保责任余额）/净资产
净资本比率	净资本/净资产
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

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

附录 4-1　金融担保机构信用等级的设置及含义

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

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

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

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

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

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

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

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

附录 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于
中合中小企业融资担保股份有限公司
的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在中合中小企业融资担保股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中合中小企业融资担保股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。中合中小企业融资担保股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，中合中小企业融资担保股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中合中小企业融资担保股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现中合中小企业融资担保股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中合中小企业融资担保股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中合中小企业融资担保股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。