

信用评级公告

联合〔2021〕3966号

联合资信评估股份有限公司通过对衡阳高新投资（集团）有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持衡阳高新投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；“20 衡阳高新 01/20 衡高 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定；“21 衡阳高新 01/21 衡高 01”的信用等级为 AAA，评级展望调整为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年六月二十四日



衡阳高新投资（集团）有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
20 衡阳高新 01/20 衡高 01	AAA	稳定	AAA	稳定
21 衡阳高新 01/21 衡高 01	AAA	负面	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 衡阳高新 01/20 衡高 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/09/16
21 衡阳高新 01/21 衡高 01	7.00 亿元	7.00 亿元	2026/01/21

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；“20 衡阳高新 01/20 衡高 01”期限为 5+2，“21 衡阳高新 01/21 衡高 01”期限为 5+2，上表所列到期兑付日为第一个行权日

跟踪评级时间：2021 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

衡阳高新投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）是衡阳高新区重要的城市基础设施建设及棚户区改造项目主体之一，跟踪期内，衡阳高新区经济和固定资产投资均保持增长态势，公司持续得到了当地政府在资本注入和政府补助等方面的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金支出压力大、自营项目未来收益实现情况有待观察、债务规模显著增长、存在一定的短期偿付压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司存续债券“20 衡阳高新 01/20 衡高 01”由湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南省担保集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，“21 衡阳高新 01/21 衡高 01”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合融资担保公司”）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，湖南省担保集团主体长期信用等级均为 AAA，评级展望为稳定；中合融资担保公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望调整为负面，上述担保分别有效提升了“20 衡阳高新 01/20 衡高 01”和“21 衡阳高新 01/21 衡高 01”本息偿还的安全性。

未来，随着衡阳高新区经济的持续发展，公司承接的基础设施建设项目增加以及自营项目投入运营，公司业务规模有望扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；“20 衡阳高新 01/20 衡高 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定；“21 衡阳高新 01/21 衡高 01”的信用等级为 AAA，评级展望调整为负面。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		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	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

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：王自迪 章进

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

- 经营环境良好。**跟踪期内，衡阳高新区经济和固定资产投资均保持增长态势，2020 年，衡阳高新区地区生产总值较上年增长 4.7%，固定资产投资较上年增长 9.9%，公司外部发展环境良好。
- 公司获得外部支持力度大。**公司是衡阳高新区重要的城市基础设施建设及棚户区改造主体之一，跟踪期内继续在资本注入及财政补贴等方面获得的外部支持力度大。
- “20 衡阳高新 01/20 衡高 01”和“21 衡阳高新 01/21 衡高 01”设置的分期还本条款有利于降低集中偿付压力。
- 湖南省担保集团对“20 衡阳高新 01/20 衡高 01”、中合融资担保公司对“21 衡阳高新 01/21 衡高 01”，以上担保能有效提升存续债券本息偿付的安全性。

关注

- 面临的资金支出压力大。**截至 2020 年底，公司基础设施建设及自营项目投资规模大，资金支出压力大。
- 债务规模显著增长，整体债务负担较重。**跟踪期内，公司全部债务较上年底增长 114.61% 至 86.36 亿元；2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 62.52% 和 57.42%。
- 存在短期偿付压力。**跟踪期内，公司短期债务 21.45 亿元，较上年底增长 78.01%，公司存在一定的短期偿付压力。

主要财务数据:

合并口径			
项目	2018年	2019年	2020年
现金类资产(亿元)	13.05	2.15	11.44
资产总额(亿元)	88.37	109.16	170.84
所有者权益(亿元)	50.18	58.07	64.04
短期债务(亿元)	3.32	12.05	21.45
长期债务(亿元)	32.54	28.19	64.90
全部债务(亿元)	35.86	40.24	86.36
营业收入(亿元)	7.93	9.77	10.58
利润总额(亿元)	1.12	1.32	1.41
EBITDA(亿元)	1.52	1.87	2.08
经营性净现金流(亿元)	-5.59	0.41	-20.05
现金收入比(%)	100.58	137.28	157.53
营业利润率(%)	13.55	14.05	11.22
净资产收益率(%)	2.01	2.08	2.22
资产负债率(%)	43.22	46.81	62.52
全部债务资本化比率(%)	41.68	40.93	57.42
流动比率(%)	2057.02	457.84	348.40
速动比率(%)	385.87	29.21	68.27
经营现金流动负债比(%)	-140.57	2.04	-49.84
现金短期债务比(倍)	3.93	0.18	0.53
EBITDA利息倍数(倍)	0.69	0.78	0.58
全部债务/EBITDA(倍)	23.56	21.49	41.61
公司本部			
项目	2018年	2019年	2020年
资产总额(亿元)	88.13	105.39	162.63
所有者权益(亿元)	49.96	57.73	62.79
全部债务(亿元)	35.86	38.44	80.77
营业收入(亿元)	7.87	7.65	8.25
利润总额(亿元)	1.14	1.17	1.25
资产负债率(%)	43.30	45.22	61.39
全部债务资本化比率(%)	41.78	39.97	56.26
流动比率(%)	1,857.44	434.33	327.08
经营现金流动负债比(%)	-157.13	15.07	-41.25

注:将长期应付款中计息部分纳入长期债务核算;

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 衡高新	AAA	AA	稳定	2021/4/22	王自迪、迟腾飞、章进	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	--
21 衡阳高新 01/21 衡高 01	AAA	AA	稳定	2020/10/13	马玉丹、韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 衡阳高新 01/20 衡高 01	AAA	AA	稳定	2020/8/26	马玉丹、韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由衡阳高新投资（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、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。

衡阳高新投资（集团）有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于衡阳高新投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“高新投集团”）及相关存续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，公司的股权结构发生变更，2021年1月，根据衡国资股决〔2021〕13号文和衡高新纪要〔2021〕1号文，衡阳高新技术产业开发区管理委员会将其持有的公司100%股权转让给衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”）。截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为30000.00万元，衡阳市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。截至2020年底，公司本部设有综合部、人力资源部、财务部、投融资部、资产部、工程部6个职能部门，并表子公司共计8家。

截至2020年底，公司资产总额170.84亿元，所有者权益64.04亿元（其中少数股东权益0.46亿元）；2020年，公司实现营业收入10.58亿元，利润总额1.41亿元。

公司注册地址：湖南省衡阳高新区解放大道11号开发区管委会院内；法定代表人：朱章金。

三、存续债券及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券为“21衡高新”“21衡阳高新01/21衡高01”和“20衡阳高新01/20衡高01”，债券余额合计22.00亿元。跟踪期内，上述债券尚未到

付息期。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
21 衡高新	10.00	2021/4/30	3+2	4.78
21 衡阳高新 01/21 衡高 01	7.00	2021/1/21	5+2	6.50
20 衡阳高新 01/20 衡高 01	5.00	2020/9/16	5+2	5.37
合计	22.00	--	--	--

资料来源：联合资信整理

“20 衡阳高新 01/20 衡高 01”和“21 衡阳高新 01/21 衡高 01”募集资金均用于陆家新区棚户区改造（二塘安置小区建设项目）工程（合计7.20亿元）和补充流动资金（4.80亿元）。截至2021年3月底，上述债券募集资金已按计划使用9.46亿元，其中，募投项目使用4.66亿元，补充流动资金4.80亿元；陆家新区棚户区改造（二塘安置小区建设项目）工程进度达44.67%。

“21衡高新”募集资金中7.00亿元用于互助棚户区改造安置小区、3.00亿元用于补充流动资金。截至2021年4月底，上述债券募集资金已按计划使用8.96亿元，其中，募投项目使用5.96亿元，补充流动资金3.00亿元；互助棚户区改造安置小区工程进度达45.12%。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**

具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2021年一季度中国主要经济数据

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

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程

中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

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

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

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

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

让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

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

2. 宏观政策和经济前瞻

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

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

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

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

五、行业及区域经济环境

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应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一

系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

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

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

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

融资环境进一步改善。

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

资金方面，2020年4月，中共中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当

上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

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

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

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

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

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，衡阳市及衡阳高新区经济和固定资产投资均保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

衡阳市概况

衡阳市为湖南省地级市，位于湖南省中南部，湘江中游，衡山之南，总面积 15310 平方公里，是湖南的第二大城市。衡阳市辖雁峰区、石鼓区、珠晖区、蒸湘区、南岳区 5 个市辖区，

衡阳县、衡南县、衡山县、衡东县、祁东县 5 个县，代管耒阳市、常宁市 2 市，并设有 1 个国家级高新技术产业开发区（衡阳高新区）和 1 个省级经济开发区（衡阳松木经济开发区）。

根据《衡阳市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，衡阳市地区生产总值 3508.50 亿元，按可比价格计算，同比增长 4.0%。2020 年，衡阳市第一产业增加值 441.67 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 1159.32 亿元，增长 5.1%；第三产业增加值 1907.50 亿元，增长 3.3%，三次产业结构为 12.6：33.0：54.4。

2020 年，衡阳市固定资产投资比上年增长 9.4%。分投资方向看，民生工程投资增长 14.4%，生态环境投资增长 25.4%，基础设施投资增长 4.2%，高新技术产业投资增长 71.6%，工业投资增长 3.4%。

根据《衡阳市预算执行情况》，2020 年，衡阳市地方财政收入为 265.43 亿元，其中一般公共预算收入 173.47 亿元，同比增长 1.92%。2020 年，衡阳市税收收入为 113.87 亿元，同比增长 3.14%，税收收入占一般公共预算收入的 65.64%。2020 年，衡阳市政府性基金收入为 292.43 亿元。截至 2020 年底，衡阳市三类债务余额 2119.97 亿元，其中政府债务 757.4 亿元；市本级三类债务余额 1252.07 亿元，其中政府债务 378.23 亿元。

衡阳高新技术产业开发区概况

衡阳高新技术产业开发区（以下简称“衡阳高新区”或“高新区”）是 1992 年经湖南省人民政府批准成立的，2012 年 8 月 19 日经国务院批准升级为国家级高新区。高新区位于衡阳市城区的西南部，规划面积 137 平方公里，划分为核心区、白沙洲工业园区、衡山科学城等。其中核心区规划面积为 43.35 平方公里，定位为衡阳市的政治、经济、文化生活中心。

根据衡阳市统计局公布的《2020年1—12月各县市主要经济指标》，2020年，衡阳高新区地区生产总值较上年增长4.7%，其中第二产业增长5.3%、第三产业增长4.6%。固定资产投资较上年增长9.9%。2020年，衡阳高新区完成一般公共预算收入19.22亿元，较上年增长7.22%；政府性基金预算收入9.31亿元。

六、基础素质分析

公司是衡阳高新区重要的城市基础设施建设及棚户区改造项目主体之一，跟踪期内持续得到了当地政府在资本注入和政府补助等方面的大力支持。未来，政府拟将公司整合成为衡阳高新区最大的平台公司，公司地位将进一步提升，截至目前上述划转事项尚未完成，联合资信将持续关注。

公司是衡阳高新区重要的城市基础设施建设及棚户区改造项目主体之一，已形成土地开发整理（含征地拆迁）、基础设施建设、经营性项目投资建设与运营、房屋销售及产业投资等多元化发展格局。公司土地开发业务和基础设施建设业务主要由公司本部负责。

衡阳高新区其他基础设施建设主体有衡阳白沙洲开发建设投资有限公司（以下简称“衡阳白沙投”）和衡阳市衡山科学城投资开发有限公司（以下简称“衡科投”），其中衡阳白沙投作为白沙洲工业园区内的城市基础设施开发建设主体，负责白沙洲工业园区范围内的基础设施建设、安置房建设、土地开发整理等。衡科投负责衡山科学城范围内的基础设施开发建设等。衡阳高新区内基础设施建设主体业务区域划分明确，业务无交叉。

根据中共衡阳市委常委会会议纪要（常委会议纪要（2019）14号），会议审议并通过了《关于本市级平台公司整合转型的实施方案》（以下简称“《转型方案》”）。根据《转型方案》，根据省委、省政府要求，将衡阳市10个市级平台整合调整为3个市级平台和1个国家级园区平台。未来，将衡阳白沙投和衡科投

整体并入公司，保留高新投集团为国家级园区平台公司。整合后的高新投集团主要负责高新区、白沙工业园区、衡山科学城、南岳机场的投资、开发、建设、资产运营和高新技术产业投资等。除公司外，其他三家市级平台分别为衡阳市城市建设投资有限公司、衡阳弘湘国有资产投资（控股）集团有限公司和湖南森特实业投资有限公司。整合后衡阳市四个平台业务范围各有侧重，不存在业务冲突的情况。

表4 衡阳高新区基础设施建设企业主要财务数据对比
(单位: 亿元、%)

公司简称	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	全部债务
衡阳白沙投	243.53	86.68	14.69	1.37	113.97
公司	170.84	64.04	10.58	1.41	86.36
衡科投	67.38	44.00	4.32	0.67	15.44

注：衡科投2020年财务数据未公布，上表使用2019年数据
资料来源：根据企业提供数据及公开数据整理

政府支持方面，2020年，高新区管委会向公司注入土地返还款3.75亿元，计入“资本公积”。2020年，公司收到南粤基金科学技术预算资金0.50亿元，计入“递延收益”；同年，公司收到各类补助资金1.65亿元，计入“其他收益”。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：914304003516810711），截至2021年4月16日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2021年6月6日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司股东发生变更，由高新区管委会变更为衡阳市国资委；公司职能定位不变，业务经营上独立运作，财务和投融资上接受新股东的管理，原有管理模式不变。本次控股股东变更对公司日常经营管理、生产经营、财务状况和偿债能力无重大不利影响。

公司在法人治理结构、管理体制和管理制

度等方面无其他方面重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自土地开发整理、基础设施建设和房屋销售，跟踪期内公司营业收入有所增长，毛利率有所下降。

2020年，公司实现营业收入10.58亿元，土地开发整理、基础设施建设和房屋销售是公司主要的收入来源。2020年，公司实现土地整

理收入5.60亿元，同比增长10.74%，系当年整理和移交的土地规模增长所致。同期，公司基础设施建设和房屋销售收入分别为2.60亿元和2.29亿元，同比小幅增长。公司其他收入为文化广告收入及基金收入等，占比很小，对收入和利润影响较小。

毛利率方面，2020年公司土地整理和基础设施建设业务毛利率增长至16.25%，系当期增值税计提所致；2020年，公司房屋销售业务毛利率为18.78%。受上述因素影响，公司综合毛利率同比小幅下降至14.92%。

表5 公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	50607.95	51.80	14.17	56044.18	52.97	16.25
基础设施建设	25532.46	26.13	14.17	26016.09	24.59	16.25
房屋销售	20240.58	20.72	18.87	22903.71	21.65	18.78
其他	1325.82	1.36	49.07	832.40	0.79	-222.71
合计	97706.81	100.00	15.61	105796.38	100.00	14.92

注：其他业务收入包括文化广告收入和基金收入等；2020年其他业务毛利率为负主要系创新创业中心前期运营费较高、而租金收入较低所致；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

土地开发整理

跟踪期内，公司土地开发整理业务模式不变，收入有所增长，回款情况较好；公司在整理土地规模不大，未来收入实现存在波动可能。

公司按照高新区管委会的安排和指导，有序对高新区范围内土地进行开发整理，具体内容包括征地、拆迁、周边配套投入等一切与土地征迁整理开发安置相关的工作。

根据公司与高新区管委会签订的《高新区项目建设及土地整理开发协议书》，公司受高新区管委会委托，对高新区范围内配置用地进行土地整理。土地整理成本需公司自筹资金解决，成本费用包括土地征收、房屋拆迁安置、迁坟补偿、杆线迁移、构筑物补偿、工作经费、奖励经费、周边配套投入等一切与土地征迁整理开发安置相关的费

用。高新区管委会委托衡阳市审计局对公司年度土地整理开发投入进行评审，确认公司土地整理成本，并按照投资成本一定比例（一般为20%）支付土地整理项目收益（含税）。在土地整理完成后，再由衡阳市土地整理中心实施后续土地出让手续。高新区管委会在确认土地成本一个月之内向公司支付土地整理成本和收益。若土地整理周期较长，则每年会在年度评审后支付公司已实际支出的土地整理成本和收益。

2020年，公司土地整理收入为5.60亿元。跟踪期内，公司土地整理收入有所增长，主要由于整理、移交土地面积增加。截至2020年底，公司主要已完工并结转收入的土地开发整理项目位于华兴街道新桥村、雨母山乡湘桂村和华兴街道长胜村等，合计总投资额为10.50亿元，上述项目已确认收入12.60亿元，且均完成回款。

截至2020年底，公司在整理土地项目主

要包括互助土地整理、二塘张家巷组、湘桂七组棚户区等35个项目，土地面积合计202.94亩，预计总投资额合计为7.15亿元，已投资

3.64亿元，尚需投资3.51亿元。公司暂无拟实施开发整理的土地，未来公司土地开发整理业务收入具有一定的不确定性。

表 6 截至 2020 年底公司正在整理土地项目情况（单位：万元、亩）

项目名称	整理期间	回款期间	土地面积	总投资	已投资
互助土地整理	2018.01~2021.12	2019.01~2026.12	52.63	17360.00	12916.00
二塘张家巷组	2018.12~2022.12	2019.12~2026.12	36.99	13501.00	4435.00
湘桂七组棚户区	2017.01~2022.12	2018.01~2027.12	17.23	6290.00	2338.00
二塘豆腐塘组	2018.03~2021.01	2019.03~2025.01	1.74	574.00	274.00
湘桂三组	2019.03~2020.12	2019.03~2025.12	1.00	366.00	188.00
互助五组	2019.12~2021.01	2020.12~2026.03	1.10	400.00	181.00
新桥六组	2019.10~2021.03	2020.10~2026.03	0.88	323.00	155.00
互助七组	2019.05~2021.01	2020.05~2026.01	0.81	297.00	148.00
湘桂十组	2018.10~2020.11	2019.10~2025.11	1.09	358.00	143.00
二塘麻钢线项目	2019.10~2020.12	2020.10~2025.12	0.80	292.00	127.00
2017 年度第十批	2017.03~2020.06	2018.03~2025.06	0.78	286.00	117.00
湘桂九组	2019.12~2021.05	2020.12~2026.05	0.78	285.00	123.00
2017 年度第九批次	2017.12~2020.08	2012.12~2025.08	0.64	234.00	111.00
金星二组	2018.12~2020.06	2019.12~2025.06	0.75	248.00	100.00
10 千伏平线 38 号 43 号 1 (含支线) 杆线	2019.12~2020.12	2020.12~2025.12	0.57	207.00	99.00
新桥六组	2019.11~2021.01	2020.11~2025.01	0.51	186.00	76.00
互助六组	2019.05~2020.11	2020.05~2025.11	0.43	155.00	76.00
2018 年度第九批次	2018.10~2020.06	2019.10~2025.06	0.29	108.00	45.00
二塘安置点湾塘组	2019.04~2020.11	2020.04~2025.11	0.33	107.00	44.00
2017 年度第八批次	2017.12~2020.06	2018.1~2025.06	0.29	105.00	45.00
互助四组	2019.11~2020.11	2020.11~2025.11	0.78	283.00	38.00
二塘码头行组蒸水南岸截污	2019.10~2021.01	2020.10~2026.01	0.50	182.00	33.00
2019 年度第十四批次	2019.07~2021.01	2020.07~2026.01	0.44	161.00	35.00
110KV 麻光 AB 线 008-022	2018.06~2021.12	2019.06~2026.12	15.56	5680.00	3180.00
二塘谦公塘组	2018.07~2021.11	2019.07~2026.11	13.45	4436.00	1990.00
互助拆迁土地	2018.05~2020.08	2019.05~2025.08	7.04	2569.00	1139.00
互助八组	2019.05~2022.03	2020.05~2027.03	2.63	961.00	387.00
金星十组	2019.01~2021.03	2020.01~2026.03	1.99	725.00	334.00
湘桂八组	2019.12~2022.03	2020.12~2027.03	1.76	642.00	315.00
2018 年度第十一批次	2018.06~2021.12	2019.06~2026.12	14.14	5161.00	2840.00
2019 年度第三十批次	2019.06~2021.04	2020.06~2026.04	9.00	3285.00	1344.00
互助七组金融数据中心	2018.09~2020.04	2019.09~2025.04	5.51	2010.00	930.00
2017 年度第十一批次	2017.03~2020.09	2018.03~2025.09	3.80	1388.00	604.00
互助五组棚改	2018.04~2020.11	2019.04~2025.11	3.98	1311.00	863.00
二塘左家冲组棚户区	2019.01~2021.08	2020.01~2026.08	2.72	993.00	658.00
合计	--	--	202.94	71469.00	36431.00

资料来源：公司提供

基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式不变，收入小幅增长，目前在建项目投资规模较大，存在资金支出压力。

公司按照高新区管委会的安排和指导，对高新区建设项目进行投资、融资和施工建设，按规定使用项目建设用地，并享有代建项目的收益权。此外，公司也承担了区域内的安置房建设任务，通过对棚户区进行拆迁改造，将安置房进行定向销售。

根据公司与高新区管委会签订的《高新区项目建设及土地整理开发协议书》，公司受高新区管委会委托，对高新区项目进行建设，成本包括项目可研、环评、能评、工程勘察、工程设计等前期费用、工程监理费用、工程管理费用、建安工程结算费用等。公司需自行筹措项目建设资金。除所发生的实际成本外，高新区管委会按项目投资总额的一定比例（一般为20%）支付项目收益（含税）。在项目完工后的30个工作日内，由管委会组

织验收并由公司进行移交；在项目验收后的30个工作日内，高新区管委会委托衡阳市审计局对工程造价进行决算，并依据审计结果支付公司工程款。

2020年，公司基础设施建设收入2.60亿元，均来自代建业务收入。截至2020年底，公司未结算的基础设施开发成本（含土地整理业务成本）共计32.70亿元，主要包括棚户区改造项目建设、道路桥梁建设、学校建设及绿化工程、管道工程、配电工程、路面修补工程等。

截至2020年底，公司在建项目主要有互助棚户改造项目、陆家片区棚户区改造项目等，项目总投资60.68亿元，已投资19.82亿元，2021年及2022年预计分别投资18.90亿元和12.31亿元。截至2020年底，公司拟建代建项目为蒸水路南延项目，计划总投资1.37亿元，建设期限为2021年6月至2022年12月。公司未来存在一定的资本支出压力。

表7 截至2020年底公司主要在建工程项目情况（单位：万元、%）

项目名称	开工时间	总投资	已投资	投资计划	
				2021年	2022年
新桥棚改造项目	2017.8	65780.00	41958.62	23821.38	--
二塘棚改造项目	2019.3	97950.00	27610.09	30000.00	16105.11
金拓棚改造项目	2019.8	69906.00	13723.70	30111.21	26071.09
蒸水安置房	2019.9	22400.00	10423.30	7492.78	4483.92
陆家棚户区改造	2016.4	160300.00	7694.28	51486.25	51486.25
杨柳立交棚户区改造	2017.2	20360.00	13982.08	6377.92	--
国际化学学校	2019.2	38000.00	23227.53	14772.47	--
互助棚户区改造项目	2019.3	132103.96	59605.96	24926.65	24926.65
合计	--	606799.96	198225.55	188988.66	123073.02

注：互助棚户区改造项目采用销售模式
资料来源：公司提供

自营项目

跟踪期内，公司自营项目投资进度缓慢，投资压力很大，未来以出租或出售实现收益，但易受当地招商引资、房地产市场及拟入驻企业经营等因素影响，具体情况有待观察。

截至2020年底，公司在建自营项目总投资157.47亿元，已完成投资22.95亿元（含

拿地成本），尚需投资134.52亿元，公司投资压力很大。上述项目用地均系公司通过自有资金摘牌获取，截至2020年底，公司通过招拍挂取得的高住用地及工业用地账面价值69.28亿元，体现在“存货—土地资产”。

公司通过摘牌取得自营项目土地，自筹资金建设创业基地、商会大厦、电商中心等

自营项目，引入高新企业等入驻，待项目建 设完工后采用出租或销售等方式实现收益。

表 8 截至 2020 年底公司主要自营项目情况（单位：万元）

项目名称	建设期间	总投资额	已投资额
衡阳高新区科技创新基地（创新创业服务平台）	2017.06—2022.06	160000.00	88404.67
衡阳高新区虚拟大学城	2016.03—2020.12	70000.00	38119.69
新兴金融中心	2017.05—2021.06	78000.00	48501.90
电商中心	2017.08—2020.12	23000.00	18272.64
国际会展中心	2017.06—2024.09	496000.00	606.07
总部基地	2018.06—2021.04	630728.30	35348.61
商会大厦	2019.02—2022.12	117000.00	264.75
合计	--	1574728.30	229518.33

注：国际会展中心项目因建设计划发生变更，暂无投资计划
资料来源：公司提供

衡阳高新区科技创新基地项目由子公司衡阳高新置业有限公司（以下简称“高新置业”）高新置业负责开发建设，位于高新区陆家新区，主要用于新区科技创新服务平台建设与创新型孵化。项目工期自 2017 年至 2022 年，项目总投资 16.00 亿元。

总部基地项目全称为“衡阳国家级高新技术产业开发区总部基地项目”，由子公司高新置业负责开发建设，项目位于高新区核心区，规划用地面积 241.21 亩，总建筑面积 70.57 万平方米，该项目业态有商业、物业、酒店式公寓、车位及相关配套等，项目建设周期为 2018 年至 2021 年，因疫情等原因，项目建设有所滞后。该项目总投资 63.07 亿元。

商会大厦项目为子公司高新置业负责的项目，该项目位于高新区核心区，规划用地面积 50.17 亩，总建筑面积 13.13 万平方米，业态为商业、公寓、车库、停车场以及区内给排水、供配电、景观绿化、道路广场硬化等配套设施等，项目工期自 2019 年至 2022 年，因规划等其他原因建设有所滞后。该项

目总投资 11.70 亿元。

公司自营项目的经济效益实现受当地招商引资、房地产市场环境和拟入驻企业经营发展等因素影响大，资金回笼周期较长，未来是否可顺利实现预期收益有待观察。

房屋销售业务

跟踪期内，公司房屋销售收入小幅增长。截至 2020 年底，公司在建拟建项目投资规模很大，公司投资压力很大，且公司部分项目销售进度较慢，需关注去化压力。

房屋销售业务由子公司高新置业负责，2020 年，公司在售的项目为创客谷、文创谷现代城一期和二期，项目主要为住宅和商业，项目总可售面积 54.69 万平方米，截至 2020 年底，累计销售 18.67 万平方米，剩余可售面积 36.02 万平方米，规模较大，需关注其去化压力。公司拟建项目为高新国际城项目。

截至 2020 年底，公司房屋销售业务在建项目总投资 50.19 亿元，已完成投资 17.74 亿元，尚需投资 32.45 亿元；公司拟建的高新国际城项目计划总投资 80.00 亿元。公司资金支出压力很大。

表 9 截至 2020 年底公司房屋销售在建和拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	已投资额
高新未来城·创星谷	2018—2021	3.80	2.54

高新未来城·创客谷	2018—2021	9.20	3.97
高新未来城·文创谷	2019—2021	10.00	4.34
高新未来城·科创谷	2019—2022	5.10	1.90
现代城一期	2019—2022	15.69	3.33
现代城二期	2019—2022	6.40	1.66
在建项目小计	--	50.19	17.74
高新国际城	2020—2023	80.00	0.00
拟建项目小计	--	80.00	0.00
合计	--	130.19	17.74

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

其他业务

公司其他业务收入包括文化广告收入、基金收入等。2020年，公司其他业务收入为832.40万元，收入规模较小，对公司收入和利润的影响有限。

3. 未来发展

未来，公司将继续围绕衡阳市政府及衡阳高新区的总体规划，以衡阳高新区的基础设施、棚户区改造项目建设为重点，提高区域基础设施服务水平，改善居民环境，促进区域产业升级转型，把衡阳高新区建设成为技术领先、环境优美、文化深厚、产业特色鲜明、辐射华南北部地区（湘中南、赣南、粤北、桂北地区）的高新技术产业聚集区。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。

截至2020年底，公司拥有纳入合并范围的子公司8家，2020年新设立子公司1家。公司新增子公司资产规模很小，公司财务报表的可比性强。

截至2020年底，公司资产总额170.84亿元，所有者权益64.04亿元（其中少数股东权益0.46亿元）；2020年，公司实现营业收入10.58亿元，利润总额1.41亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着代建项目的持续投入及取得土地规模增加，公司资产规模快速增长，以流动资产为主；资产中代建投入、土地资产和自营项目投入占比较高。公司资产受限比例较高，资产质量一般。

2020年底，公司资产总额170.84亿元，较2019年底增长56.50%，主要系货币资金、其他应收款、存货、在建工程 and 无形资产大幅上升所致；从构成来看，公司流动资产占82.05%，非流动资产占17.95%，公司资产以流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.15	1.97	11.44	6.70
其他应收款	2.11	1.94	13.82	8.09
存货	86.17	78.94	112.70	65.97
流动资产	92.04	84.32	140.17	82.05
固定资产	0.38	0.35	5.49	3.21

在建工程	12.46	11.42	18.96	11.10
非流动资产	17.12	15.68	30.67	17.95
资产总额	109.16	100.00	170.84	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2020年底，公司流动资产140.17亿元，较2019年底增长52.29%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致；从构成上来看，公司流动资产主要由存货（占80.40%）、货币资金（占8.16%）和其他应收款（占9.86%）构成。

2020年底，公司货币资金11.44亿元，其中受限货币资金2.60亿元，全部为存单质押，货币资金受限比例为22.73%。

2020年底，公司应收账款较2019年底上升至0.73亿元，主要系应收高新区管委会工程款增加所致；公司应收高新区管委会工程款0.69亿元，占应收账款余额的比例为93.34%，应收账款集中度高。

2020年底，公司其他应收款13.82亿元，主要系应收衡阳市众融科技技术有限公司（衡科投全资子公司）、衡科投往来款增加所致。公司其他应收款前五名合计13.11亿元，占其他应收款余额的比例为92.24%。2020年，公司其他应收款计提坏账准备0.28亿元，计提比例2.80，计提比例较低。

表11 2020年底公司其他应收款前五名情况
(单位：亿元)

单位名称	款项性质	账面余额	账龄
衡阳市衡山科学城投资开发有限公司	往来款	5.34	1年以内
衡阳白沙洲开发建设投资有限公司	往来款	4.15	1年以内
衡阳市众融科技技术有限公司	往来款	2.63	1年以内
衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司	往来款	0.50	1-2年
衡山科学城管委会	往来款	0.50	1年以内
合计	--	13.11	--

资料来源：公司审计报告

2020年底，公司存货112.70亿元，较2019年底增长30.79%，主要系公司通过招拍挂获取

的土地资产增加和项目开发成本增长。从构成看，公司存货主要由代建项目开发成本（占29.02%）、土地资产（占61.47%）和房屋开发成本（占9.51%）构成。其中，公司土地资产系通过招拍挂取得的商住用地及工业用地；项目开发成本主要为公司代建项目的开发成本。2020年底，公司未对存货计提跌价准备；公司存货中有41.95亿元土地资产抵押受限，受限比例37.22%。

非流动资产

2020年底，公司非流动资产30.67亿元，较2019年底增长79.13%，主要系固定资产、在建工程和无形资产增加所致；从构成上来看，公司非流动资产主要由在建工程（占61.82%）、固定资产（占17.90%）、无形资产（占9.47%）和其他权益工具投资（占9.86%）构成。

2020年底，公司在建工程18.96亿元，较2019年底增长52.11%，主要系总部基地、新兴金融中心和创业创新服务平台二期的项目投资所致。

2020年底，公司固定资产5.49亿元，较上年底大幅增长1329.73%，主要系创业创新服务平台由在建工程转为固定资产所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占99.86%）构成，累计计提折旧0.12亿元，未计提减值准备，固定资产成新率为97.78%，成新率很高。

2020年底，公司无形资产2.90亿元，较上年底大幅增加2.90亿元，主要系因创新创业服务平台已交付使用，其对应的地块由存货转入无形资产所致。公司无形资产主要由土地使用权构成（占99.93%）。公司无形资产中对外抵押的无形资产为2.90亿元，受限比例为99.93%，受限比例高。

2020年底，公司其他权益工具投资3.02亿元，较上年底下降28.63%，主要系公司赎回部

分对凌项一号私募证券投资基金的投资所致。

资产受限方面，截至 2020 年底，公司受限资产 47.46 亿元，占资产总额的比重为 27.78%，受限比例较高。受限资产包含银行存款（占 5.48%）、存货（占 88.41%）和无形资产（占 6.11%）。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所上升，以土地返还款构成的资本公积为主；公司债务规模快速增长，整体债务负担较重。

所有者权益

2020 年底，公司所有者权益合计 64.04 亿元，较 2019 年底增长 10.28%，主要由实收资本（占 4.68%）、资本公积（占 85.43%）和未分配利润（占 8.28%）构成。

2020 年底，公司实收资本 3.00 亿元，全部为股东出资。公司资本公积 54.70 亿元；从构成上看，主要为 2016 年高新区管委会注入的现金 9.64 亿元、2017 年高新区管委会拨付的土地返还款 6.17 亿元、2018 年高新区管委会注入的土地返还款 27.87 亿元、2019 年高新区管委会注入的土地返还款 6.68 亿元和 2020 年高新区管委会注入的土地返还款 3.75 亿元。

负债

2020 年底，公司负债总额 106.80 亿元，较 2019 年底大幅增长 109.02%，主要系短期借款、预收款项、其他应付款、长期借款和应付债券增加所致。其中流动负债占 37.67%，非流动负债占 62.33%，公司负债以非流动负债为主。

2020 年底，公司流动负债较 2019 年底增长 100.13% 至 40.23 亿元，主要系短期借款、预收款项和其他应付款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 33.32%）、预收款项（占 22.12%）、其他应付款（占 18.79%）和一年内到期的非流动负债（占 19.84%）构成。

2020 年，公司短期借款为 13.41 亿元，主要由抵押借款（占 51.84%）、保证及抵押借款

（占 18.65%）和质押借款（占 29.52%）构成。

2020 年，因会计科目调整，将商品房销售预收款计入合同负债科目中，合同负债是指企业已收或应收客户对价而应向客户转让商品的义务。2020 年底，公司合同负债为 8.90 亿元，主要系商品房销售预收款。

2020 年底，公司其他应付款 7.56 亿元，较 2019 年底增长 77.34%，主要系公司往来款规模增加。

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 6.40%，主要系一年内到期的长期应付款规模增加所致。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款 3.15 亿元和一年内到期的长期应付款 4.83 亿元构成。

2020 年底，公司非流动负债较 2019 年底增长 114.79% 至 66.57 亿元，主要系长期借款和应付债券增长所致；从构成上来看，非流动负债主要由长期借款（占 40.72%）、应付债券（占 44.13%）和长期应付款（占 12.64%）构成。

2020 年底，公司长期借款 27.11 亿元，较 2019 年底增长 36.21%，包括 18.58 亿元质押借款¹、9.68 亿元抵押借款和 2.00 亿元保证借款。其中质押借款主要以公司未来陆家片区的棚改建设收入进行质押，抵押借款以公司土地进行抵押；利率区间为 4.45%~6.37%。

2020 年，公司新增应付债券 29.38 亿元，系当期新发行公司债、企业债和 PPN 所致。

2020 年底，公司长期应付款较 2019 年底增长 1.53% 至 8.42 亿元，主要系公司应付兴业金融租赁款增加所致。从构成上看，公司长期应付款均为融资租赁款，已纳入长期债务核算。

2020 年底，公司全部债务较 2019 年底增长 114.59% 至 86.36 亿元，主要来自长期债务的增长；其中，短期债务 21.45 亿元（占 24.84%），长期债务 64.90 亿元（占 75.16%），债务结构以长期债务为主。

¹根据公司提供的质押借款合同，高新区管委会以政府购买服务的方式委托公司进行陆家片区的棚改建设（包括新桥、二塘、互助棚户区等），约定分 8 年公司支付项目款（目前已转为代建模式）。公司以该项目应收高新区管委会款项向中信银行衡阳分行进行了质押借款

债务指标方面，2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.52%、57.42%和50.34%，较上年底分别上升15.71个、16.49个和17.65个百分点。

表 12 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年
短期债务	12.05	21.45
长期债务	28.19	64.90
全部债务	40.24	86.36
资产负债率	46.81	62.52
全部债务资本化比率	40.93	57.42
长期债务资本化比率	32.68	50.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从有息债务分布情况来看，公司2021年、2022年、2023年及以后到期债务规模分别为21.45亿元、4.43亿元和60.48亿元。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所增长，利润对政府补贴依赖大。

2020年，公司实现营业收入10.58亿元，同比增长8.28%，主要系土地开发整理业务、项目建设业务和房屋销售业务收入增长所致。同期，公司营业成本9.00亿元，同比增长9.17%。2020年，公司营业利润率11.22%。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年
营业收入	9.77	10.58
营业成本	8.25	9.00
其他收益	1.01	1.65
利润总额	1.32	1.41
营业利润率	14.05	11.22
总资本收益率	1.78	1.31
净资产收益率	2.08	2.22

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020年，公司期间费用较上年增长9.18%至1.07亿元，主要系管理费用增长所致；公司期间费用主要由销售费用（占15.28%）、管理费用（占34.98%）和财务费用（占49.74%）构

成。2020年，公司期间费用占营业收入的比重为10.11%。

2020年，公司利润总额为1.41亿元，公司获得政府补助（计入“其他收益”）1.65亿元，公司利润总额对政府补贴的依赖程度高。

从盈利指标来看，2020年，公司营业利润率为11.22%，总资本收益率为1.31%，净资产收益率为2.22%。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动净现金流由正转负，但收入实现质量好；公司自营项目投资规模大，投资活动现金流持续大规模净流出；公司筹资活动净流入规模大幅增加，主要来自外部借款及土地返还款；考虑到公司项目投资和债务偿还的资金需求，未来公司仍存在较大的融资压力。

从经营活动看，2020年，公司经营活动现金流入为23.58亿元，主要来自公司销售商品、提供劳务收到的现金。2020年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为16.67亿元，主要为公司经营业务收入。2020年，公司现金收入比为157.53%，公司收入实现质量好；公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款和政府补贴，2020年为6.92亿元。2020年，公司经营活动现金流出为43.64亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，主要为公司项目建设投入和支付往来款的资金。2020年，公司经营活动现金流出较上年增长79.88%，主要系支付其他与经营活动有关的现金大幅增长所致，其构成主要系与衡阳市众融科技技术有限公司和衡阳市衡山科学城投资开发有限公司之间的往来款。2020年，公司经营活动现金流量净额为-20.05亿元；经营活动现金流量净额由正转负。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年
经营活动现金流入量	24.67	23.58
经营活动现金流出量	24.26	43.64

项目	2019年	2020年
经营活动净现金流量	0.41	-20.05
投资活动净现金流量	-20.24	-21.08
筹资活动净现金流量	8.93	47.83
现金收入比	137.28	157.53

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，2020年，公司投资活动现金流入为2.99亿元，主要系收到其他与投资活动有关的现金，主要为往来款。2020年，投资活动现金流出为24.07亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，主要由公司支付的土地款和自建项目的投入构成。2020年，公司投资活动现金净流量为-21.08亿元。

2020年，公司筹资活动现金流入量为70.62亿元，主要为取得借款收到的现金、发行债券收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金（高新区管委会注入的土地返还款、信托借款和财政专项债券资金）。2020年，公司筹资活动现金流出为22.79亿元，主要以偿还债务本息支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金（偿还融资租赁款项）为主。2020年，公司筹资活动产生的现金流量净额为47.83亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力指标均较弱，考虑到公司是衡阳高新区重要的城市基础设施建设及棚户区改造实施主体之一，持续得到当地政府的大力支持，公司的整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2020年底，公司流动比率和速动比率分别为348.40%和68.27%，分别较上年底下降109.44个百分点和上升39.06个百分点。2020年，公司经营现金流动负债比为-49.84%，公司经营净现金流对流动负债无保障能力。同期，公司现金短期债务比为0.53倍。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为2.08亿元，全部债务/EBITDA为41.61倍，EBITDA利息倍数为0.58倍。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2020年底，公司共获得银行授信48.15亿元，已使用银行授信35.84亿元，尚未使用银行授信12.31亿元，公司融资渠道有待拓宽。

截至2020年底，公司对外担保余额合计23.98亿元，担保比率为36.95%，被担保方为衡阳白沙投和衡阳弘湘国投，均为衡阳市国有企业，目前被担保企业经营正常。公司或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

公司资产、债务及收入主要来自母公司，母公司债务负担较重。

2020年底，母公司资产总额162.63亿元，其中流动资产123.83亿元，非流动资产38.80亿元。从构成看，流动资产主要为存货，非流动资产主要为长期股权投资和在建工程。

2020年底，母公司所有者权益为62.79亿元，主要为资本公积。

2020年底，母公司负债总额99.84亿元，其中流动负债37.86亿元，非流动负债61.99亿元。流动负债主要为短期借款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债，非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。母公司2020年底资产负债率为61.39%，整体债务负担较重。

2020年，母公司营业收入为8.25亿元，利润总额为1.25亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至跟踪评级报告出具日，公司存续债券余额38.50亿元。无一年内到期债券，未来待偿债券本金峰值为17.5亿元。2020年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为23.58亿元、-20.05亿元和2.08亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的1.35倍、-1.15倍和0.12倍。

表 15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	17.50
现金类资产/一年内到期债券余额	*
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.35
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.15
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.12

注：假设公司在“20衡阳高新01/20衡高01”“21衡阳高新01/21衡高01”和“21衡高新”的第一个赎回日选择赎回上述债券；*代表数据无法计算

资料来源：联合资信整理

“20衡阳高新01/20衡高01”“21衡阳高新01/21衡高01”和“21衡高新”偿债资金来源均来自与募投项目自身收益，包括住宅销售收入、商业销售收入、地下车位销售收入等。跟踪期内，募投项目均尚未产生收入。

“20衡阳高新01/20衡高01”设置了分期还款安排，有效降低了公司资金集中支付压力。此外，湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南省担保集团”）对“20衡阳高新01/20衡高01”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据联合资信出具的《湖南省融资担保集团有限公司2021年主体长期信用评级报告》，湖南省担保集团主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，其担保有效提升了“20衡阳高新01/20衡高01”本息偿还的安全性。

“21衡阳高新01/21衡高01”设置了分期还款安排，有效降低了公司资金集中支付压力。此外，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合融资担保公司”）对“21衡阳高新01/21衡高01”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据联合资信出具的《中合中小企业融资担保股份有限公司2021年主体长期信用评级报告》，中合融资担保公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，其担保有效提升了“21衡阳高新01/21衡高01”本息偿还的安全性。

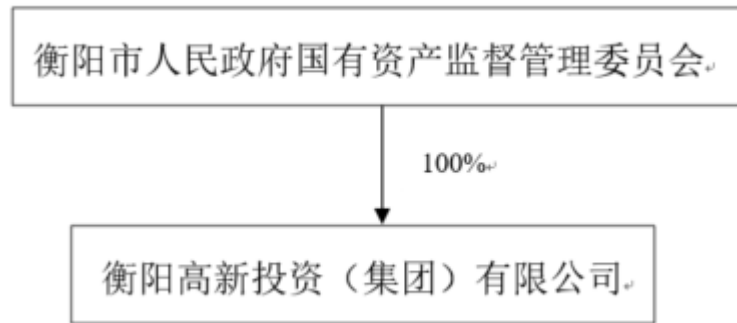
“21衡高新”设置了分期还款安排，有效降低了公司资金集中支付压力。此外，中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信

用增进公司”）对“21衡高新”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据联合资信出具的《中债信用增进投资股份有限公司跟踪评级报告》，中债信用增进公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，其担保有效提升了“21衡高新”本息偿还的安全性。

十一、结论

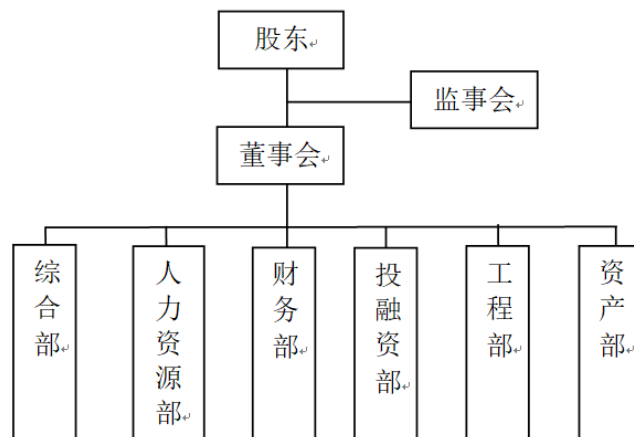
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；“20衡阳高新01/20衡高01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定；“21衡阳高新01/21衡高01”的信用等级为AAA，评级展望调整为负面。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司并表子公司情况

序号	子公司名称	注册地	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	
				直接	间接
1	衡阳高新投置业有限公司	衡阳	5000.00	100.00	--
2	湖南雨母旅游投资发展有限公司	衡阳	20000.00	100.00	--
3	衡阳高新文化创意有限公司	衡阳	4455.00	41.55	--
4	衡阳高新南粤基金管理有限公司	衡阳	1000.00	50.00	--
5	衡阳高新投物业管理有限公司	衡阳	500.00	100.00	--
6	衡阳高新产业二期私募股权基金合伙企业（有限合伙）	衡阳	38000.00	99.74	--
7	衡阳高新投新能源发展有限公司	衡阳	10000.00	100.00	--
8	上海衡沪科技发展有限公司	衡阳	10000.00	100.00	--

注：公司对衡阳高新文化创意有限公司拥有实际控制权，因此纳入合并范围
资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.05	2.15	11.44
资产总额(亿元)	88.37	109.16	170.84
所有者权益(亿元)	50.18	58.07	64.04
短期债务(亿元)	3.32	12.05	21.45
长期债务(亿元)	32.54	28.19	64.90
全部债务(亿元)	35.86	40.24	86.36
营业收入(亿元)	7.93	9.77	10.58
利润总额(亿元)	1.12	1.32	1.41
EBITDA(亿元)	1.52	1.87	2.08
经营性净现金流(亿元)	-5.59	0.41	-20.05
财务指标			
销售债权周转次数(次)	13.48	27.50	28.01
存货周转次数(次)	0.14	0.11	0.09
总资产周转次数(次)	0.11	0.10	0.08
现金收入比(%)	100.58	137.28	157.53
营业利润率(%)	13.55	14.05	11.22
总资本收益率(%)	1.61	1.78	1.31
净资产收益率(%)	2.01	2.08	2.22
长期债务资本化比率(%)	39.34	32.68	50.34
全部债务资本化比率(%)	41.68	40.93	57.42
资产负债率(%)	43.22	46.81	62.52
流动比率(%)	2,057.02	457.84	348.40
速动比率(%)	385.87	29.21	68.27
经营现金流动负债比(%)	-140.57	2.04	-49.84
现金短期债务比(倍)	3.93	0.18	0.53
全部债务/EBITDA(倍)	23.56	21.49	41.61
EBITDA 利息倍数(倍)	0.69	0.78	0.58

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2. 本报告将公司长期应付款中带息部分纳入长期债务核算

附件3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018年	2019年	2020年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.32	1.43	8.50
资产总额(亿元)	88.13	105.39	162.63
所有者权益(亿元)	49.96	57.73	62.79
短期债务(亿元)	3.32	12.05	20.45
长期债务(亿元)	32.54	26.39	60.32
全部债务(亿元)	35.86	38.44	80.77
营业收入(亿元)	7.87	7.65	8.25
利润总额(亿元)	1.14	1.17	1.25
EBITDA(亿元)	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-6.20	2.78	-15.62
财务指标			
销售债权周转次数(次)	14.06	23.34	23.18
存货周转次数(次)	0.17	0.10	0.08
总资产周转次数(次)	0.11	0.08	0.06
现金收入比(%)	100.57	124.17	158.66
营业利润率(%)	13.43	13.01	10.98
总资本收益率(%)	1.20	1.13	3.04
净资产收益率(%)	2.07	1.89	2.08
长期债务资本化比率(%)	39.44	31.37	49.00
全部债务资本化比率(%)	41.78	39.97	56.26
资产负债率(%)	43.30	45.22	61.39
流动比率(%)	1,857.44	434.33	327.08
速动比率(%)	375.90	31.08	67.81
经营现金流动负债比(%)	-157.13	15.07	-41.25
现金短期债务比(倍)	3.41	0.12	0.42
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/

注：1. 本报告未获取母公司相关数据，部分指标无法计算；2. 本报告将母公司长期应付款调整至长期债务核算

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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+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 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

信用评级公告

联合〔2021〕4898号

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

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十三日



中合中小企业融资担保股份有限公司

2021年主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 负面

评级时间: 2021年6月23日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次级模型打分表及结果:

指示评级	aa+			AAA	
	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	区域风险		1
			行业风险		3
		自身竞争力	公司治理		2
			风险管理		2
			业务经营分析		1
			未来发展		2
财务风险	F2	现金流	资产质量		4
			盈利能力		5
		资本结构			1
		代偿能力			2
调整因素和理由					调整子级
2020年公司股东中国宝武钢铁集团有限公司向公司派驻总经理,并兼任公司董事,代行董事长职责,同时给予公司10亿元的授信					+1

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对中合中小企业融资担保股份有限公司(以下简称“公司”或“中合担保”)的评级反映了其作为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目,股东中国宝武钢铁集团有限公司给予公司一定的支持;公司业务规模行业排名靠前,具有一定的行业竞争力;截至2020年末,公司资本实力很强,负债率水平较低。

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

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

优势

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

分析师：贾一晗 董日新

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

关注

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

主要财务数据：

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

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/06/24	董日新 刘嘉	(原联合信用评级有限公司) 融资担保 行业企业信用评级方法	阅读全文
AAA	稳定	2015/12/18	刘洪涛 刘克东	--	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2021 年 6 月 23 日至 2022 年 6 月 22 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中合中小企业融资担保股份有限公司

2021年主体长期信用评级报告

一、主体概况

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

截至2021年3月末，公司股权不存在被股东质押情况。

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

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

限公司。截至2020年末，公司共有员工120人。

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

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

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

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

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同。

比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复

良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

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

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，

疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

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

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

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

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

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

度有所放缓。

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

2. 宏观政策和经济前瞻

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

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

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

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

三、行业分析

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

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

金融产品担保业务方面，根据 Wind 数据统计，截至 2020 年 12 月³，金融产品担保责任余额⁴为 7182.49 亿元，较 2019 年末增长 21.74%，2019 年以来受城投债市场回暖影响，金融产品担保责任余额有所增长；前十大金融担保机构占市场份额比重达 78.82%，较 2019 年末下降 4.63 个百分点，行业集中度有所下降，受《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“《条例》”）对融资性担保放大倍数提出了明确限制影响，部分担保放大倍数水平较高的头部金融担保机构展业受限，而担保放大倍数水平较低的省级担保机构积极拓展债券等金融产品担保业务，导致集中度有所下降，但集中度仍较高。从所担保债券省份分布来看，截至 2020 年 12 月，金融产品担保余额最高的三个省份依次

为江苏省（占 29.31%）、四川省（占 12.45%）和湖南省（占 10.83%）；截至 2020 年 12 月，从发行主体信用等级来看，主要集中在 AA 级别，占比为 63.45%，占比较 2019 年末上升 5.23 个百分点，AA+ 级别发行主体占比为 17.48%，占比较 2019 年末下降 0.56 个百分点，AA- 级别发行主体占比为 13.91%，占比较 2019 年末下降 2.77 个百分点，金融产品担保主体信用等级向上迁徙，主要受《条例》出台影响，所担保客户主体信用等级 AA（含）以上，在计算责任余额和单一客户集中度时会进行一定折算；从金融产品担保发行主体公司属性来看，地方国有企业占比总体呈上升态势，截至 2020 年 12 月，被担保客户中地方国企责任余额占比较 2019 年末小幅回落至 90.01%；代偿方面，截至 2020 年 12 月，金融担保机构所担保的债券违约主要集中在中小企业私募债，涉及到的金融担保机构为中海信达担保有限公司和天津海泰投资担保有限责任公司，2020 年下半年债券违约呈区域化，且向国企转移的迹象，考虑到债券担保业务未发生集中代偿情况，因此债券担保业务占比大的金融担保业务代偿率或将保持在较低水平，未来随着宏观经济下行压力的持续加大，叠加新冠肺炎疫情的综合影响，或将对所担保客户造成一定冲击，金融产品担保机构代偿压力较大。

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

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

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

⁴ 统计数据期末担保责任余额包含增信机构。

正在逐渐规范，有利于行业规范化发展。

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

2019年10月银保监会发布了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。

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

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

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

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

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

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

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

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

四、基础素质分析

1. 产权状况

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

存在不确定性。

2. 企业规模和竞争力

公司资本实力很强，股权结构多元，担保业务规模行业排名靠前。

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

3. 人员素质

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

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

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

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

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

4. 企业信用记录

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

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

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

五、管理分析

1. 公司治理

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

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

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

目前，公司董事会由10名董事组成，包括股东董事7名、独立董事2名、管理层董事1

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

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

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

2. 内部控制

公司逐步完善组织架构设置，各部门职责

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

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

公司从业务、管理、支撑三方面制定各项规章制度，涵盖各类业务、风险管理、法律合规、财务管理、人事管理、信息管理、行政管理、内部监督等，并逐步建立一套科学、全面、架构清晰的规章制度管理体系。2020年调整和新建的主要制度有《资金运用管理办法》《债券投资业务管理办法》《抵质押物管理办法》《业务合同管理办法》《担保项目保后管理及风险处置管理办法》《新金融事业部业务审批流程管理办法》《新金融事业部业务承做流程管理办法》《新金融事业部项目保后投后管理办法》《总经理办公会会议规则》等。2020年以来，公司部门设置发生一些变化，首先公司取消金融产品各部正式建制，重新组建若干新的担保业务团队；第二取消新金融事业部原有二级业务部门，成立以产品为依托的若干产品组，根据产品商业计划书的前景和推进程度随时成立或撤销。第三 2021年初公司将资产保全一部和资产保全二部合并为统一的资产保全部，将公司目前所有的风险项目统一划归新设立的资产保全部管理。第四新金融事业部数据风控部负责人向事业部和公司业务审核部双向汇报，接受双线考核。数据风控部员工接受产品组和数据风控部的双向考核。第五新金融事业部法务部向事业部和公司法律合规部双向汇报，接受双线考核。新金融事业部法务部员工向产品组和新金

融法务部双向汇报，接受双线考核。在双线模式下，汇报和考核以业务条线为主。第六将新金融事业部 IT 部和信息管理部合并为新的“信息科技部”；第七财务资金部更名为“经营财务部”，体现财务对经营指标实现的引导以及经营管理决策的支持作用；第八办公室更名为“综合部”，体现从公司战略层面总体支持保障公司发展的理念。

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

六、经营分析

1. 经营概况

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

现大额亏损。

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

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

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

表2 公司营业收入情况 单位：亿元、%

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

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

2. 业务分析

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

2018—2020年，公司担保业务发生额持续

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

表3 公司期末担保余额 单位：亿元

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

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

资料来源：公司提供，联合资信整理

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

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

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

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

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

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

担保业务。

3. 投资及其他业务

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

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

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

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

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

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

4. 未来发展

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

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

七、风险管理分析

1. 担保业务风险管理

公司搭建了全面风险管理框架，为开展业务打造了良好基础。

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

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

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

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

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

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

险处置方案。

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

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

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

2. 担保业务风险组合分析

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

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

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

表 4 担保业务客户集中度 单位：%

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

注：上表中单一客户集中度计算所采用的责任余额按监管规定进行了折算；而前五大客户集中度责任余额未经折算

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

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

表 5 截至 2020 年末公司担保业务行业分布 单位：亿元、%

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

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

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

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

表 6 截至 2020 年末担保业务区域分布情况 单位：亿元、%

区域	在保余额	占比
江苏	180.36	28.80
湖南	109.84	17.54
山东	65.04	10.39
湖北	49.24	7.86

北京	38.63	6.17
安徽	30.40	4.85
福建	28.60	4.57
贵州	25.04	4.00
辽宁	20.49	3.27
浙江	18.02	2.88
江西	13.20	2.11
广西	10.00	1.60
天津	9.00	1.44
陕西	8.00	1.28
云南	8.00	1.28
重庆	6.00	0.96
四川	2.81	0.45
吉林	2.00	0.32
新疆	1.11	0.18
内蒙古	0.50	0.08
总计	626.28	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

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

表 7 2020 年末担保业务到期期限分布 单位：亿元、%

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

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

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

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

表 8 担保业务代偿率与回收率 单位：亿元、%

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

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

3. 投资业务风险分析

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

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

截至 2020 年末，债权类投资项目（委托贷款除外）违约资产余额合计 6.95 亿元，已计提减值 4.71 亿元，主要涉及 3 笔明股实债项目，底层资产涉及计算机、通信和其他电子制造业、租赁和医药制造业。目前，1 笔项目诉讼已结案，项目追偿困难，现已核销，1 笔管理人已起诉资产方，需持续跟进诉讼进度，1 笔已经取得仲裁胜利，基金管理人向公司支付赔偿损失。股权类投资项目出现估值下跌资产余额合计 10.17 亿

元，其中中国金融投资管理有限公司（以下简称“中金投”）2020 年出现大额亏损，公司按照其股票市值计提减值 4.16 亿元（含收益减值），减值计提比例为 90%。除中金投外，公司股权类项目估值下调金额 4.15 亿元。

八、财务分析

1. 财务概况

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

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

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

2. 资本结构

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

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

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

负债方面,2018—2020 年末,公司负债呈持续下降趋势,年均复合下降 42.91%。截至 2019 年末,公司负债总额 21.15 亿元,较上年末下降 35.71%,主要是计提担保赔偿准备金项目发生代偿,转入应收代偿款减值准备金,存续期内递

延收益转入担保业务收入导致递延收益规模下降以及 2019 年公司偿还到期债券等。截至 2020 年末,负债总额 10.72 亿元,较上年末大幅下降 49.30%,主要系公司债券到期偿付所致。公司负债以递延收益(占比为 29.86%)、担保合同准备金(占比为 55.62%)和其他负债(占比为 5.75%)为主,其中,递延收益 3.20 亿元,较上年末下降 25.23%;担保合同准备金 5.96 亿元,较上年末小幅下降 0.64%;2020 年 12 月,公司发行的“15 中合 01”,投资者行使了回售选择权,2020 年末 7.00 亿元债券已完成兑付。2018—2020 年末,公司实际资产负债率分别为 16.59%、10.66%和 1.86%,公司负债率持续下降,负债率水平较低。

表 9 公司负债构成情况 单位:亿元

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

资料来源:公司审计报告,联合资信整理

3. 资产质量

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

在资金运用上,公司延续了安全性、流动性、收益性的原则,制定各类风险资产的投资限额,审慎选择投资标的,较好实现了公司资本金的保值增值。在产品风险控制方面,公司继续采用穿透原则,对基础资产对应的风险进行判断。2018—2020 年末,应监管要求,公司调整资产结构,压缩投资资产规模,同时,受资产减值计

提及公允价值变动的综合影响,资产规模持续下降,年均复合下降 15.20%。截至 2020 年末,公司资产总额 83.78 亿元,较上年末下降 17.82%。截至 2020 年末,公司投资资产合计 58.54 亿元,较上年末下降 24.29%。从结构变化来看,2020 年末公司投资资产以以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和以摊余成本计量的金融资产为主,定期存款和长期股权投资均有所下降。具体来看,定期存款 1.83 亿元,较上年末大幅下降 7.85 亿元,主要系公司美元定期存款结汇以及部分定期存款到期后购买结构性存款所致,期限全部为 3 个月~1 年(含);以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 33.44 亿元,主要是对资产管理计划、基金产品、永续债和银行理财产品的投资,公司持有的资产管理计划主要投向不具有控制、共同控制或

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

2018—2020 年末，公司货币资金呈持续增

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

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

表 10 公司资产构成情况 单位：亿元、%

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

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

4. 盈利能力

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

公司营业收入主要来源于担保业务净收入和投资业务产生的投资收益，2018—2020 年，公司营业收入呈持续下降趋势，年均复合下降

28.55%。2020 年公司实现营业收入 5.91 亿元，同比下降 42.20%，其中已赚保费 5.80 亿元，投资收益 2.91 亿元。

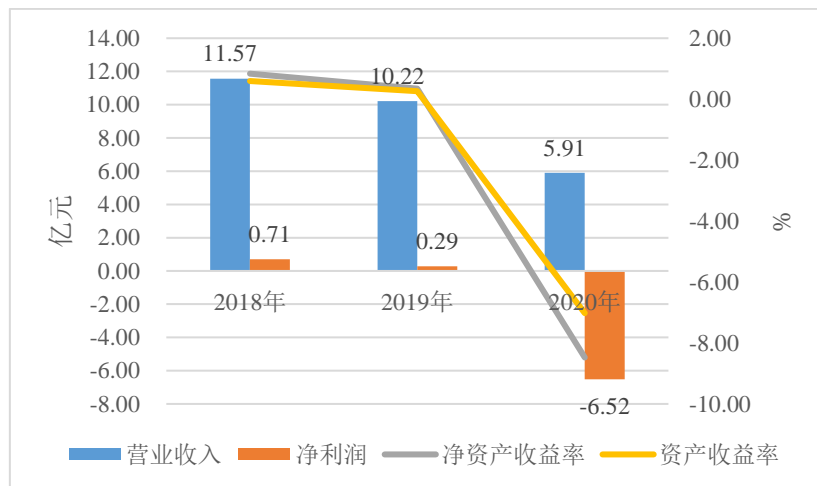
营业支出方面，2018 年公司营业支出以赔付支出、提取担保合同准备金、业务及管理费和资产减值损失为主，2019 年和 2020 年营业支出以业务及管理费、资产减值损失和信用减值损失为主。2018—2020 年，营业支出呈波动增长趋势，年均复合增长 21.01%。2020 年营业支出

合计 15.27 亿元，同比增长 52.34%，其中业务及管理费 1.41 亿元，同比增长 15.53%，主要系职工薪酬及理赔费用增加所致；各项资产减值损失合计 13.57 亿元，同比增长 32.69%，主要系公司对金融资产减值的计量模型变更、投资资产

发生违约或估值下跌等风险事件所致。

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

图 1 公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

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

表 11 截至 2020 年末公司与同业近似企业对比情况 单位：亿元、%

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

资料来源：公开资料、公司审计报告，联合资信整理

5. 资本充足性及代偿能力

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

公司面临风险主要是担保项目的代偿。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞口、资本规模、负

债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

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

年末，公司净资本担保倍数为 13.85 倍。

表 12 公司资本充足性和偿债能力 单位: 亿元、倍、%

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

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

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

联合资信根据公司的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素, 对担保业务风险进行综合评估, 估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值, 并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信测算, 截至 2020 年末, 公司净资本 45.22 亿元, 净资本/净资产比率为 61.90%, 净资本覆盖率为 71.60%。公司净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度有待提升。截至 2020 年末, 公司代偿准备金率为 67.66%, 准备金水平一般。

6. 或有事项

公司或有负债风险很低。

截至 2021 年 3 月末, 公司不存在担保业务以外的对外担保情况。

截至 2021 年 3 月末, 公司不存在作为被告的重大未决诉讼情况。

九、结论

公司为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目, 股东中国宝武钢铁集团有限公司给予公司一定的支持; 公司业务规模行业排名

靠前, 具有一定的行业竞争力; 截至 2020 年末, 公司资本实力很强, 负债率水平较低。

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

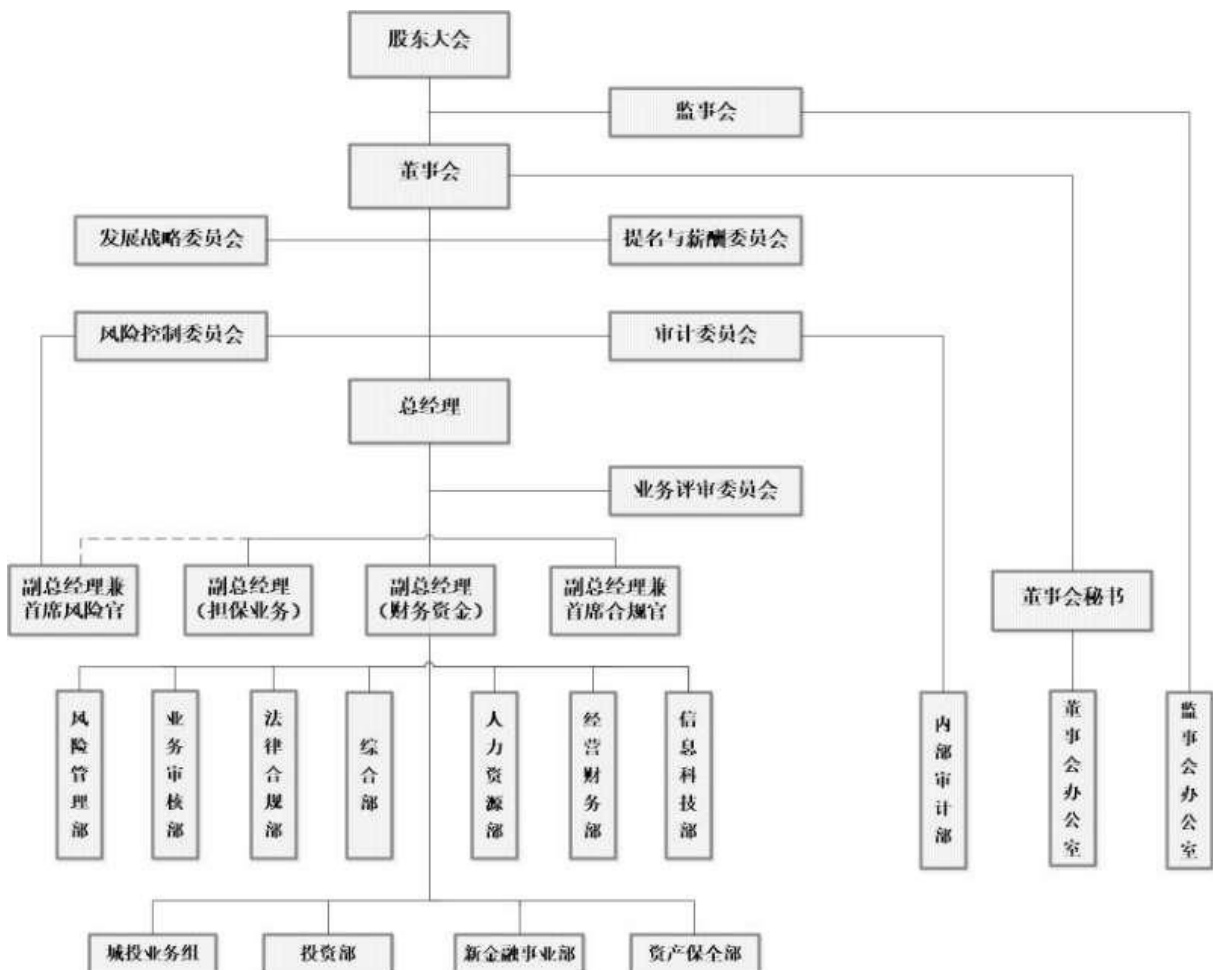
综上, 联合资信认为, 公司主体违约风险极低, 确定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为负面。

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

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

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

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



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

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

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额×100%
费用收入比	业务及管理费/营业收入×100%
资产收益率	净利润/资产总额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资担保余额/ (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) / 资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和×100%

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 中合中小企业融资担保股份有限公司 的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

