

中债信用增进投资股份有限公司

2018 年主体长期信用

跟踪评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级
结果有效期间变更信用评级。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【566】号 01

分析师

姓名：
黎佳卉 袁媛

电话：
0755-82871151

邮箱：
lijh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司担保机构
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

中债信用增进投资股份有限公司 2018 年主体长期信用跟踪评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
主体长期信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 7 月 10 日	2017 年 7 月 10 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信用增进”或“公司”）主体长期信用 2018 年度跟踪评级结果维持为 AAA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司经营基础良好，风险管理制度体系较完善，信用增进业务稳定发展；同时鹏元也关注到了公司信用增进业务行业集中度较高、代偿款回收存在一定不确定性、创新性业务对公司的风控能力要求较高等风险因素。

正面：

- 公司经营基础良好。公司资本实力较强，股东主要为资本实力雄厚的大型国企，且与银行、证券公司等金融机构建立了良好的合作关系，有利于公司长远发展。
- 公司风险管理制度体系较完善。公司风险管理制度涵盖业务的各个环节，建立了多层次的审批制度以及风险监测预警机制，同时足额提取各项风险准备金；截至 2017 年末，风险较高的区域集优项目增信责任均已到期解除，有利于公司的风险管理。
- 公司信用增进业务稳定发展。公司增信业务规模均较为稳定，增信业务余额稳定增长，此外，公司积极开展增信业务创新与合作，丰富业务品种和收入来源。

关注：

- 公司信用增进业务行业集中度较高，城投平台项目风险加大。公司增信业务主要集中于城投平台类和金融项目，行业集中度较高。近年城投平台监管政策趋严，

城投平台可获得的政府隐性支持将逐步减弱，该类项目面临风险加大。

- **应收代偿款回收存在一定不确定性。**公司仍有应收代偿款在追偿当中，考虑到代偿对象以中小企业为主，代偿款的回收存在一定不确定性，需关注代偿款的回收情况。
- **创新性业务对公司的风控能力提出更高要求。**公司积极开展创新性业务，增信业务方面，公司开展资产证券化增信业务、债转股专项债增信项目、融资租赁信托资产支持票据等业务。信用缓释工具方面，公司开展 CRMA、CRMW 和 CDS 业务的同时，参与创设和投资了首批 CLN 产品。考虑到上述业务的创新度较高，且存在一定杠杆性，对公司风险识别和管控能力提出了更高的要求。

主要财务及业务指标:

项 目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	1,374,830.42	1,509,068.64	1,593,628.27	1,608,596.26
所有者权益合计(万元)	814,009.70	797,622.93	771,753.80	748,448.26
资产负债率	40.79%	47.14%	51.57%	53.47%
流动比率	1.35	0.84	0.57	0.33
营业总收入(万元)	36,551.64	126,567.48	132,331.58	139,491.23
利润总额(万元)	27,780.31	76,421.13	91,100.65	41,065.39
综合毛利率	75.91%	60.38%	68.74%	29.45%
净资产收益率	-	7.46%	9.16%	4.25%
经营净现金流(万元)	8,535.79	29,655.45	-30,579.67	18,998.99
期末增信责任余额(亿元)	1,015.95	956.60	936.10	973.03
风险准备金(亿元)	19.70	19.41	18.49	17.51
累计增信代偿率	0.46%	0.47%	0.54%	0.03%

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表, 公司提供, 鹏元整理

一、主体概况

2017年，根据北京市人民政府国有资产监督管理委员会《关于首钢总公司公司制改革方案的批复》（京国资〔2017〕80号），公司股东“首钢总公司”名称变更为“首钢集团有限公司”，并于2017年5月27日完成工商变更登记。截至2018年3月31日，公司股东构成未发生变化，具体情况如表1所示，公司无控股股东、无实际控制人。

表1 截至2018年3月31日公司股东情况

股东名称	认缴注册资本金额（万元）	出资比例
中国石油集团资本有限责任公司	99,000.00	16.50%
国网英大国际控股集团有限公司	99,000.00	16.50%
中国中化股份有限公司	99,000.00	16.50%
北京国有资本经营管理中心	99,000.00	16.50%
首钢集团有限公司	99,000.00	16.50%
中银投资资产管理有限公司	99,000.00	16.50%
中国银行间市场交易商协会	6,000.00	1.00%
合计	600,000.00	100.00%

资料来源：公司提供

公司主要经营范围未变化，主要业务仍为信用增进服务和资产投资。

截至2017年12月31日，公司资产总额为150.91亿元，所有者权益合计79.76亿元，资产负债率为47.14%；2017年度，公司实现营业总收入12.66亿元，利润总额7.64亿元，经营活动产生的现金净流入2.97亿元。

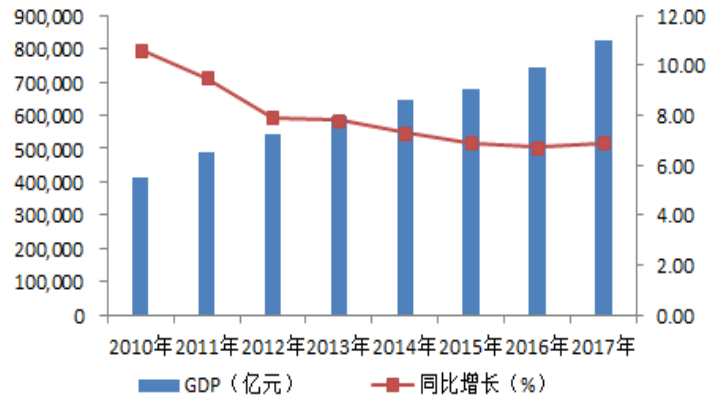
截至2018年3月末，公司总资产为137.48亿元，所有者权益合计81.40亿元，资产负债率为40.79%，增信责任余额为1,015.95亿元；2018年一季度，公司实现营业总收入3.66亿元，利润总额2.78亿元，经营活动产生的现金净流入8,535.79万元。

二、外部环境

2017年我国经济保持中高速增长，制造业呈现一定回暖迹象，商业银行不良贷款率趋于稳定

近年我国经济增速保持中高速增长但总体呈现逐年放缓的趋势。2017年我国实现国内生产总值（GDP）827,122亿元，同比增长6.9%，增速较上年提升0.2个百分点。2015年我国消费增速首次超过固定资产投资增速，在基建增速放缓的同时，居民消费升级需求巨大，家电、家居、手机等产品升级换代，未来我国经济或长期步入以消费主导的增长模式。

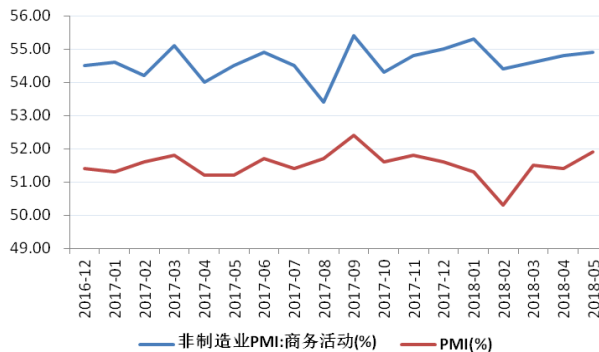
图1 2010-2017年我国GDP及同比增速情况



资料来源：Wind，鹏元整理

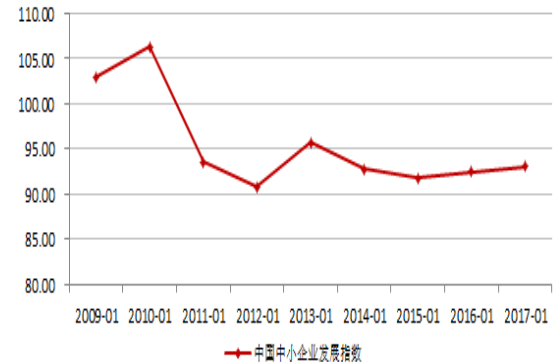
2017年，我国制造业采购经理人指数来呈现波动走势但均高于51%，制造业整体有一定回暖迹象。具体到中小企业，近年部分行业中小企业经营状况明显恶化，但随着供给侧改革、去产能等政策的推进，2017年下半年后中小企业生产经营状况有一定改善，中小企业景气度指数开始止跌回升。制造业回暖和中小企业经营状况改善对信用增进行业存在一定正面影响，但该影响存有一定时滞，需持续关注。

图2 2017年我国采购经理人指数（经季节调整）



资料来源：Wind，鹏元整理

图3 2017年我国中小企业景气度走势



资料来源：Wind，鹏元整理

2017年，不良贷款规模有所上升，但不良贷款率趋于稳定。截至2017年末，我国商业银行不良贷款余额为17,057亿元，较年初增加1,935亿元；商业银行不良贷款率为1.74%，与年初持平。分行业看，制造业、批发零售业、农林牧渔业和采矿业为不良贷款高发行业，2016年末上述行业不良贷款率分别为3.85%、4.68%、3.57%和3.57%。

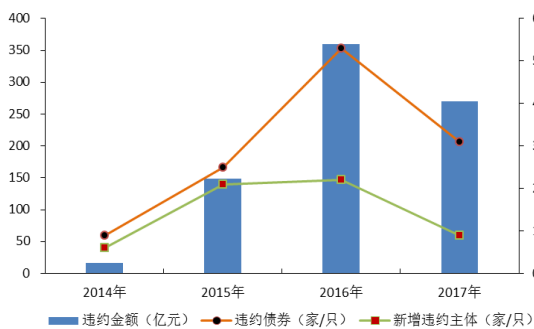
2017年我国信用债发行受金融去杠杆影响较大，债券市场违约情况有所好转但违约事件仍较多，融资担保公司和信用增进机构提供增信的债券主要为城投平台发行的企业债，在政府信用和城投平台信用分离的背景下，未来信用增进机构或面临一定的代偿风险

在金融去杠杆背景下，2016年下半年以来资金面中性偏紧，市场利率上升，同时房地产

和过剩产能行业融资渠道受限，2017年我国信用债发行量萎缩，全年发行的企业债、公司债和短期融资券规模及期数均有所下降。

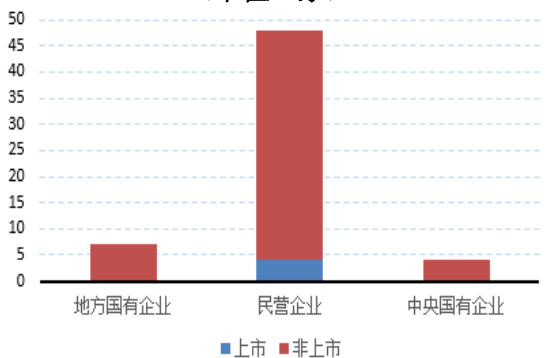
2017年我国债券市场违约情况明显好转，得益于供给侧改革，大中型企业利润回升，新增违约主体明显减少，但违约债券规模仍处于较高水平。相较2016年，2017年我国新增债券违约主体9家，减少13家；违约债券31期，减少22期；违约债券规模269.64亿元，减少90.56亿元。2017年我国新增债券违约企业均为民营企业，除江苏保千里视像科技集团有限公司外，其他均为非上市公司。因部分已违约企业债务负担较重，且步入集中偿债期，2017年我国债券连环违约现象突出，大连机床集团有限责任公司、中国城市建设控股有限公司等8家已违约主体继续发生债券违约。

图4 2014-2017年我国债券市场违约情况



资料来源：Wind，鹏元整理

图5 2017年违约主体属性分布情况
(单位：家)



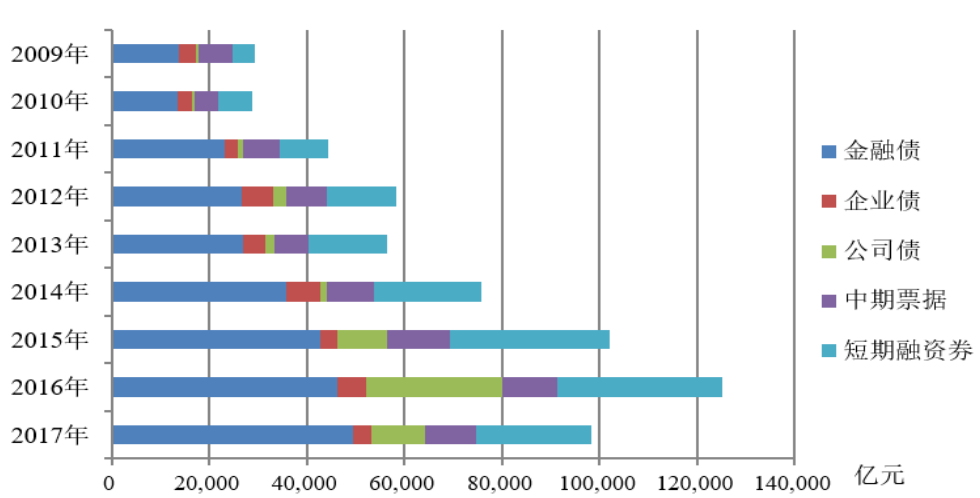
资料来源：Wind，鹏元整理

我国融资担保公司和信用增进公司提供信用增进的债券主要为城投平台发行的企业债。Wind数据显示，截至2018年3月31日，我国融资担保公司和信用增进公司增信的债券余额合计4,990.03亿元，其中企业债余额4,030.29亿元（发行主体主要为城投平台），占比80.77%。根据Wind统计，2017年我国融资担保和信用增进公司为债券增信规模前十的公司为（排名不分先后）：中合中小企业融资担保股份有限公司、重庆三峡担保集团股份有限公司、中证信用增进股份有限公司、安徽省信用担保集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、江苏省信用再担保集团有限公司、中债信用增进投资股份有限公司、深圳市高新投集团有限公司、晋商信用增进投资股份有限公司和中国投融资担保股份有限公司。2017年以来，为防范地方政府通过城投平台变相举债，我国先后发布《财政部关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》、《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风险的通知》、《财政部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》等政策，政府信用和城投平台信用分离，地方融资平台的再融资和偿付压力上升，未来担保公司和信用增进公司或面临一定的代偿风险。

债券市场的发展为信用增进行业提供良好的发展机遇；信用风险事件高发推动了CDS等信用风险缓释工具的推出，投资者信用风险管理工具得以丰富，但也应防范信用风险在更大范围内累积

近年来我国政府大力发展直接融资，债券市场保持了快速发展，其中企业债、中期票据、短期融资券和公司债对非金融企业债券融资发挥重要作用。2009-2016年我国债券市场快速发展，企业债、中期票据、短期融资券和公司债发行总量年均复合增长率达23.00%。在经济去杠杆的背景下，2016年以来资金面中性偏紧，融资成本上升、房地产和过剩产能行业融资渠道受限以及债市信用风险事件持续发生打击市场信心，导致2017年我国信用债发行规模较2016年下降21.29%，规模合计98,419.45万元。

图6 近年我国债券融资规模情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，鹏元整理

2013年11月，中共中央公布十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出“发展并规范债券市场，稳步扩大债券市场规模”。2015年1月，中国证监会公布《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称“管理办法”），管理办法将公司债券发行范围扩大至所有公司制法人，同时取消了公司债券公开发行的保荐制和发审委制度，简化审核流程。

债券市场的快速发展为信用增进行业提供良好的发展机遇。随着债券市场的发展，债券形式、品种和期限更为丰富，低信用级别企业、中小企业逐步进入债券市场融资，同时资产证券化等创新性品种不断出现，为信用增进业务的发展奠定良好的基础。目前为债券提供增信服务的主体主要为专业信用增进机构和大型融资性担保公司。

随着债券市场风险结构从原来单一的利率风险逐渐向利率风险与信用风险并存的二元风险结构转变，信用风险缓释工具作为剥离、转移和重组信用风险的实施载体，它能够丰富市场参与者的信用风险管理手段，大大提高其信用风险管理效率。2016年9月23日，交易商协会

发布修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》，以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换、信用联结票据等四份产品指引。同时，为降低市场参与者开展信用缓释工具交易的文件起草沟通成本，提高交易达成效率，交易商协会还同步发布了《中国场外信用衍生产品交易基本术语与使用规则（2016年版）》。

表2 目前我国信用风险缓释工具

项目	信用风险缓释合约(CRMA) 合约类	信用风险缓释凭证(CRMW) 凭证类	信用违约互换(CDS) 合约类	信用联结票据(CLN) 凭证类
参考主体	单一参考实体	单一参考实体	单一或多个参考实体	单一或多个参考实体
标的债务保护范围	单一特定债务	单一特定债务	同意参考主体下可约定多类债务	同一参考主体下可约定多类债务
标的债务类型	无限制	无限制	非金融企业参考实体的债务种类限定于在交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具	非金融企业参考实体债务种类限定于在交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具
发行方式	双边达成，一对一	创设登记、公开披露、一对多	双边达成，一对一	创设登记、公开披露、一对多
交易流通	不可交易流通	可交易流通	不可交易流通	可交易流通
结算清算	双边结算	通过上海清算所中央清算	双边结算	通过上海清算所中央清算

资料来源：公开信息

信用违约互换（CDS）等信用衍生品的推出，为投资者提供了信用风险对冲工具，有利于提高信用债的流动性，降低信用债流动性风险溢价和信用风险溢价，降低企业法制成本，对整个债券市场来讲，有了信用风险分担机制，有利于信用债及相关市场规模进一步扩大。2016年10月，银行间首批信用违约互换（CDS）开展交易，未来或有更多交易场所陆续推出信用风险缓释工具并吸引更多机构参与其中；但同时也需防范信用风险在更大范围内累积。

三、经营与竞争

公司收入主要来源于信用增进业务，近年债市流动性趋紧，信用债频繁推迟或取消发行，公司业务规模和主营业务收入均有所下滑，2017年实现主营业务收入6.66亿元，较2016年下滑4.50%。在进行信用增进业务的同时，公司利用闲置资金进行投资业务，投资品种为固定收益类和权益类投资，2017年和2018年一季度分别实现投资收益5.38亿元和1.43亿元，占营业总收入的比重为42.51%和39.11%，投资业务为公司带来较为可观的收益。此外，公司将位于金融街月坛中心的办公楼出租，获得一定的租赁收入。

表3 2015-2017年及2018年1-3月公司营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年		2015年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务收入	17,740	48.54%	66,551	52.58%	69,684	52.66%	75,098	53.84%
利息收入	503	1.38%	2,995	2.37%	1,672	1.26%	507	0.36%
投资收益	14,294	39.11%	53,808	42.51%	55,930	42.27%	62,608	44.88%
公允价值变动收益	526	1.44%	73	0.06%	4,838	3.66%	1,278	0.92%
其他业务收入	3,488	9.54%	3,140	2.48%	207	0.16%	-	-
合计	36,552	100%	126,567	100%	132,332	100%	139,491	100%

资料来源：公司提供

公司信用增进业务发展较为稳定，风险较高的区域集优项目已全部到期，有利于公司进行风险控制；公司积极进行增信业务创新与合作，丰富了业务品种和收入来源，但业务的创新性对公司风控识别和风险管控能力提出了更高要求

公司信用增进业务主要包括对企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向债务融资工具等债券类产品以及银行理财产品、信托计划等投资类产品的增信。2018年3月末，公司增信业务未到期项目合计101个，责任余额1,015.95亿元；公司累计提供信用增进服务的项目288个，增信金额累计2,333.82亿元，已到期信用增进额1,317.87亿元。从项目品种来看，公司主要为企业债、非公开定向债务融资工具（PPN）、公司债和中期票据提供增信业务，截至2018年3月末，上述四类业务占期末在保责任余额的比重分别为35.26%、23.72%、14.88%和12.99%。其中，非公开定向债务融资工具主要包括一般企业、保障房项目和小城镇项目，2018年3月末，保障房项目和小城镇项目在保责任余额分别为27亿元和160亿元。

2017年公司新增项目23个，增信金额204亿元，其中包括6只企业债、2只短融和2只超短融（已经于2017年末到期），新增增信业务收入11,588.75万元。截至2017年末，公司增信业务未到期项目合计90个，责任余额956.60亿元，较2016年末增长2.19%。整体看来，公司增信业务发展较为稳定。

区域集优项目系公司于2011年推出，在银行间交易商协会的指导下，依托地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的融资主体，由公司提供信用增进业务。但由于区域集优项目参与主体较多，且发行人的外部级别较低，多为BBB级，潜在风险相对较高。近年宏观经济下行，中小企业信用风险加剧，公司部分增信的区域集优项目发生违约和代偿。为了控制风险，公司已逐步缩减区域集优项目业务量，截至2017年末，公司区域集优项目累计50个，涉及企业151家，累计增信金额109.76亿元，增信责任已于2017年末全部到期解除，高风险项目的到期有利于公司的风险控制。

表4 2015-2017年及2018年3月末公司增信业务品种分布情况（单位：个、亿元）

项目类型	2018年3月末		2017年末		2016年末		2015年末	
	项目数量	增信业务余额	项目数量	增信业务余额	项目数量	增信业务余额	项目数量	增信业务余额
中期票据	14	132.00	10	108.00	6	56.00	8	74.00
短期融资券	4	27.00	2	12.00	-	-	-	-
超短融	1	10.00	-	-	1	20.00	-	-
非公开定向债务融资工具	20	241.00	19	241.00	20	299.00	23	390.80
其中：保障房	2	27.00	2	27.00	7	111.00	12	250.00
小城镇项目	8	160.00	8	160.00	8	160.00	6	114.00
项目收益票据	5	25.00	5	25.00	5	25.00	3	10.00
资产支持票据	6	20.00	6	20.00	-	-	-	-
企业债	34	358.20	34	371.30	27	350.80	19	229.50
公司债	11	151.20	10	143.20	8	141.00	8	178.00
信托计划	3	15.55	1	0.10	1	5.00	1	5.00
私募可转债	-	-	-	-	1	0.80	2	1.00
次级债	-	-	-	-	1	10.00	1	10.00
集合中票	-	-	-	-	-	-	3	6.00
资产管理计划	-	-	-	-	-	-	2	12.61
保险债权计划	2	26.00	2	26.00	1	16.00	-	-
金融债	1	10.00	1	10.00	1	10.00	-	-
区域集优项目	-	-	-	-	4	2.50	31	56.12
合计	101	1,015.95	90	956.60	76	936.10	101	973.03

资料来源：公司提供

近年公司在增信业务方面持续进行创新与合作。2017年4月，公司完成北控水务绿色资产支持票据项目20亿元，系公司在资产证券化增信业务方面的首次突破。2017年8月，公司为江阴城投永续中票提供增信，体现良好增信效果，丰富了公司增信债券品种。公司首单债转股专项债增信项目——陕西金融控股集团有限公司债转股专项债券顺利取得发改委批复。2017年12月，公司增信的海尔融资租赁信托资产支持票据完成注册，成为银行间市场首单产业扶贫票据。公司积极探索双创债增信业务机会，2017年完成对重庆高新区开发投资集团有限公司双创中票于2017年首期出函，并提交协会注册。同时，公司积极推进具有集合企业债、绿色债券、募集资金投向为产业基金母基金等多个创新点的江淮生态大走廊集合债增信项目。2017年，伴随金融强监管和金融信用收缩，同时，近年来市场信用水平变化，市场对高信用资产需求有所提升。公司加强与金融同业交流，相继开展了邦信资管、华融融德、上海东兴等增信业务；在金融租赁公司金融债领域复制金融租赁公司增信模式，推进金融租赁增信业务发展。此外，公司增信业务部门积极与投资业务部门联动，17渭南城投PPN001由投资业务

部门认购8,000万元，在符合公司相关业务指引的前提下，在前端增信、后端资金认购等环节形成合力，为公司收入多元化做出尝试。

公司于2010年开始开展信用风险缓释工具（CRM）业务。2016年我国信用风险缓释工具市场得到了较快发展，银行间市场交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约（CRMA）、信用风险缓释凭证（CRMW）、信用违约互换（CDS）和信用联结票据（CLN）等四类产品的业务指引。为配合信用缓释工具业务创新工作开展，2017年，公司在积极开展CRMA/CRMW和CDS业务的同时，参与创设和投资了首批CLN产品。2017年公司CDS增信责任余额0.2亿元，CRMA增信责任余额0.35亿元，在信用风险缓释工具业务开展的过程中，公司积极构建和完善相关业务的风险管理框架，从业务开展策略、操作规程，到风险指引和限额、风险准备金和资本占用管理方案，再到会计处理规则等，建立起完备的前中后台管理制度框架。

总体看来，公司基础信用增进业务稳定发展，风险较高的区域集优项目已经于2017年末全部到期，有利于公司进行风险控制；公司积极进行增信业务创新与合作，丰富了业务品种和收入来源，但考虑到公司增信业务、信用缓释工具的创新度较高，且存在一定杠杆性，对公司风险识别和管控能力提出了更高的要求。

公司增信业务主要集中于城投平台类项目和金融项目，行业集中度较高，需关注此类项目的风险

近年来，公司增信主体主要集中于城投平台和金融项目。2017年末和2018年3月末，城投平台项目增信余额占增信责任余额的比重分别为69.06%和69.77%，较2015年的比重大幅上升；金融业务增信余额占比分别为15.56%和15.43%，上述两类行业占比合计超过80%，公司增信业务行业集中度较高。考虑到2017年以来，城投平台行业监管政策密集出台，对城投平台融资能力进行限制、融资行为进行约束，加快剥离融资平台的政府融资职能，未来城投平台可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投平台信用将加快与政府信用脱钩，此类项目面临的风险有所加大。公司的金融行业增信项目主要是对证券公司、资产管理公司、金融租赁公司等金融机构所发行债券提供的增信业务，发行主体主要包括安信证券、华融证券等，在金融去杠杆的背景下，需关注此类业务的风险。

表5 2015-2017年末及2018年3月末公司增信业务行业分布情况（单位：亿元）

行业名称	2018年3月末		2017年末		2016年末		2015年末	
	增信余额	占比	增信余额	占比	增信余额	占比	增信余额	占比
城投平台	708.80	69.77%	660.60	69.06%	572.30	61.14%	377.00	38.74%
金融	156.80	15.43%	148.80	15.56%	161.00	17.20%	-	-

保障房项目	34.50	3.40%	37.50	3.92%	111.00	11.86%	250.00	25.69%
采矿	43.55	4.29%	34.10	3.56%	44.00	4.70%	-	-
房地产	42.90	4.22%	46.20	4.83%	39.50	4.22%	-	-
水的生产和供应业	20.00	1.97%	20.00	2.09%	-	-	-	-
农林牧渔	5.00	0.49%	5.00	0.52%	5.80	0.62%	0.00	0.00%
化工	4.40	0.43%	4.40	0.46%	0.50	0.05%	4.80	0.49%
食品	-	-	-	-	0.60	0.06%	5.55	0.57%
商务服务	-	-	-	-	0.50	0.05%	-	-
纺织服装	-	-	-	-	0.40	0.04%	1.00	0.10%
机械	-	-	-	-	0.30	0.03%	6.46	0.66%
建材	-	-	-	-	0.20	0.02%	8.20	0.84%
钢铁	-	-	-	-	-	-	15.55	1.60%
交通运输	-	-	-	-	-	-	0.94	0.10%
汽车	-	-	-	-	-	-	1.34	0.14%
煤炭	-	-	-	-	-	-	5.70	0.59%
其他	-	-	-	-	-	-	296.49	30.47%
合计	1,015.95	100.00%	956.60	100.00%	936.10	100.00%	973.03	100.00%

注：公司从 2016 年开始对增信业务行业进行重分类。

资料来源：公司提供

从公司增信业务未到期项目期限分布来看，平均期限有所缩短，期限分布较为均衡。截至2018年3月末，公司增信业务未到期项目期限在1年以内的比重较上年同期提升8.09个百分点；期限在5年以上的比重较上年下降5.67个百分点。

表6 2018年3月末和2017年3月末责任期内增信业务余额期限分布（单位：亿元）

期限分布	2018年3月末		2017年3月末	
	增信余额	占比	增信余额	占比
1年以内	244.10	24.03%	146.30	15.94%
1-2年	195.78	19.27%	193.20	21.05%
2-3年	222.94	21.94%	212.33	23.13%
3-5年	261.44	25.73%	231.21	25.19%
5年以上	91.69	9.03%	134.96	14.70%
合计	1,015.95	100.00%	918.00	100.00%

资料来源：公司提供

从公司承担增信责任的前十大项目来看，截至2018年3月末，前十大项目增信项目余额占公司增信责任余额的比重为22.44%。从行业来看，前十大客户以城投平台和金融行业为主。

表7 截至2018年3月末公司尚在责任期内增信业务余额前十大项目情况（单位：亿元）

项目名称	增信	占比	占净资产	反担保措施	行业
------	----	----	------	-------	----

	余额		产比例		
2013 年安信证券股份有限公司债券	36	3.54%	44.23%	信用	金融
天津东方财信投资集团有限公司 2016 年度第一期非公开定向债务融资工具	25	2.46%	30.71%	融资发展基金	城投平台
天津东方财信投资集团有限公司 2015 年度第一期非公开定向债务融资工具	25	2.46%	30.71%	融资发展基金	城投平台
天津津南城市建设投资有限公司 2015 年度第一期非公开定向债务融资工具	21	2.07%	25.80%	融资发展基金	城投平台
天津津南城市建设投资有限公司 2016 年度第一期非公开定向债务融资工具	21	2.07%	25.80%	融资发展基金	城投平台
昆山经济技术开发区资产经营有限公司 2014 年度第一期中期票据	20	1.97%	24.57%	信用	城投平台
山西路桥建设集团有限公司 2017 年度第二期中期票据	20	1.97%	24.57%	保证	城投平台
2016 年六盘水市开发投资有限公司公司债券	20	1.97%	24.57%	保证+应收账款质押	城投平台
华融证券股份有限公司 2014 年公司债券	20	1.97%	24.57%	信用	金融
2015 年大同市经济建设投资有限责任公司公司债券	20	1.97%	24.57%	股权质押+应收账款质押	城投平台
合计	228	22.44%	280.10%	-	-

资料来源：公司提供

公司获得金融机构授信规模较大，与其他金融机构形成合作关系，有利于公司业务的发展

公司与工商银行、平安银行、南京银行及光大银行等12家银行和晋商信用增进投资股份有限公司建立了合作关系。截至2018年3月末，公司获得上述金融机构授信额度合计266亿元。同时，公司也与中信证券、海通证券、招商证券、华泰联合、广发证券等证券公司、3家金融租赁公司、地方性的担保公司、信用增进公司形成稳定的合作关系。

表8 2018年3月末公司主要授信机构（单位：亿元）

序号	金融机构名称	授信金额
1	工商银行	20
2	国家开发银行	5
3	南京银行	30
4	平安银行	30
5	邮储银行	25
6	光大银行	39
7	建设银行	30
8	浦发银行	15
9	温州银行	5
10	湖南农联社	2
11	昆仑银行	5

12	浙商银行	30
13	晋商信用增进投资股份有限公司 ³	30
-	合计	266

资料来源：公司提供

公司投资业务以债券投资为主，近年业务发展良好，同时加强对债券以外品种的投资力度，为公司带来较为可观的投资收益

公司的投资目标是在符合公司风险偏好政策和风险管理要求的基础上，实现公司自有资产保值增值。目前投资业务由投资一部和二部负责，投资业务一部主要投资品种为固定收益类产品，主要包括货币市场和债券一、二级市场交易；投资二部的投资范围包括债券、股票、信托。

2017年末，公司投资资产组合合计112.22亿元，同比减少6.65%，2017年实现投资收益5.38亿元，同比下降3.79%，受债券市场信用风险的加大以及货币政策影响，公司投资规模及投资收益均继续下降。公司加大了除债券以外品种的投资力度，2017年末公司股票持仓由2016年末的2.18亿元增加至9.57亿元，信托产品持仓由2016年末的6.41亿元增加至15.98亿元。截至2018年3月末，公司投资组合合计99.31亿元，实现投资收益1.43亿元。整体看来，投资业务发展良好，为公司带来较为可观的收益。

2017年，公司债券投资业务在实施调仓策略控制利率敏感性的同时，逐步开展配置型交易，在严格控制信用风险前提下，公司持有到期账户集中配置一批高票息债券。其中，债券投资总规模由2016年末的111.62亿元下降至2017年末的80.05亿元，规模有一定下降；组合基点价值（DV01）由214.54万元下降至82.34万元，对市场利率波动的敏感性大幅下降；持有到期账户债券投资规模由17.16亿元上升至38.33亿元，加权平均息票率5.08%；风险相对可控。

信托投资方面，截至2017年末，公司存量信托类投资项目9笔，投资规模合计15.98亿元，项目类型涵盖地方国有资产运营公司融资项目、城投平台融资项目、房地产融资项目、小贷资产证券化项目、证券投资资金池项目等。总体来看，公司持仓信托资产管理人均为国内优质信托公司或资产管理公司，融资人运营基本稳定，基础资产相对优良，风险缓释措施具有一定缓释效果，风险整体可控。

股票投资方面，2017年，在股东大会授权范围内，公司累计批准开展权益类投资额度8亿元（以成本计），根据整体权益类投资策略对标的池内股票择优择机进行配置。截至2017年末公司股票组合市值约9.57亿元人民币，组合配置保持稳健的投资思路，以买入低估值行业龙头上市公司并持有为主，主要行业集中于金融、可选消费、公用事业、日常消费等行业。同时，在综合比较A、H市场估值的情况下，加大港股的资产配置力度。

³ 晋商信用增进投资股份有限公司为公司提供的授信为信用风险缓释工具授信。

表 9 2015-2017 年及 2018 年 3 月公司投资类资产分布情况（单位：亿元）

投资资产种类	2018年3月	2017年	2016年	2015年
交易性金融资产	7.73	8.95	5.51	5.72
债券	7.73	8.95	5.51	5.72
买入返售金融资产	5.89	8.78	10.69	5.20
债券投资	5.89	8.78	10.69	5.20
可供出售金融资产	49.84	56.16	86.85	108.00
债券投资	26.40	30.61	78.26	98.22
信托产品	15.18	15.98	6.41	9.49
股票投资	8.26	9.57	2.18	0.29
持有至到期投资	35.86	38.33	17.16	10.76
债券投资	35.86	38.33	17.16	10.76
合计	99.31	112.22	120.22	129.68
投资收益	1.43	5.38	5.59	6.26

资料来源：公司提供

公司投资的债券品种包含利率债和信用债。其中利率债以政策性银行债为主，信用债以中短期票据和企业债为主。具体来看，截至2018年3月末，利率债余额合计24.50亿元，其中政策性银行债余额为23.80亿元，占债券投资额的比重为33.93%；信用债余额合计45.64亿元。整体来看，目前公司债券投资组合风险较小，但仍需关注债券市场风险加剧以及市场利率波动对其造成的影响。

表 10 2017 年及 2018 年 3 月末公司投资债券品种分布情况（单位：万元）

债券类型	2018年3月		2017年	
	金额	占比	金额	占比
国债	2,000.00	0.29%	6,000.00	0.75%
政策银行债	238,000.00	33.93%	267,000.00	33.36%
地方政府债	5,000.00	0.71%	5,000.00	0.62%
同业存单	0.00	0.00%	40,000.00	5.00%
中短期票据	219,500.00	31.30%	242,500.00	30.29%
超短融	9,000.00	1.28%	6,000.00	0.75%
企业债	132,266.67	18.86%	140,566.67	17.56%
公司债	95,600.00	13.63%	93,400.00	11.67%
合计	701,366.67	100.00%	800,466.67	100.00%

注：（1）上述投资债券品种分布情况基于公司投资部统计口径；（2）信用债级别指债项级别；（3）东北特殊钢集团有限责任公司债务不作为持仓债券纳入统计。

资料来源：公司提供

四、风险管理

公司建立了较为成熟的风险管理体系，具备较强的风险管理能力，风险控制水平较高。公司围绕风险资产的优化配置机制、风险资产的监控管理机制、风险资产的对冲与转移机制，建立并不断完善适用于信用增进业务特点的全面风险管理体系。

1、风险管理体系

就整个风险管理体系来说，公司一直致力于完善经营风险下全面风险管理体系的建立。具体而言：一是构建了全面覆盖信用增进业务、投资业务、信用衍生产品创新业务的多层次的风险管理制度体系；二是根据宏观经济形势和产业经济发展状况，从行业、区域、产品等多角度形成动态调整的经营策略和风险管理政策，指导公司整体业务经营；三是建立风险监控预警体系，设置专职团队对已经发行项目进行风险监控、预警与风险处置；四是形成以内部评级、风险估值定价、准备金和资本管理、风险缓释转移机制为核心的风险管理技术体系，实现对风险的准确识别、计量、精细化组合管理及有效分散、转移；五是倡导并培育“全员、全业务、全流程”的风险管理文化，使风险意识在公司内部充分渗透。

2、风险管理构架

风险管理架构方面，公司构建起了以董事会风险管理专业委员会为最高风险决策机构，以专业审批人业务审批会为项目审批机构，三道风险防线相互协调、相互配合的风险管理全流程框架体系。在具体业务条线方面，建立了风险管理的三道防线：业务部门是抵御风险的第一道防线，负责本部门内现存或将出现的所有风险，建立了合理的流程有效地识别、评估和控制风险；风险管理、法律合规、财务等运营支持部门是抵御风险的第二道防线，负责制定相应制度，明确相关部门的防线管理职责和业务流程，识别、评估和平衡所有风险；内审职能部门是抵御风险的第三道防线，对公司内部控制体系的完整性和执行有效性进行独立测试和评估，提出改善经营管理、加强风险防控的建议。三道防线相互协调配合，形成了公司的重大风险决策、风险资产配置、风险资产管理的组织支撑。

3、风险制度体系

风险制度体系建设方面，借鉴巴塞尔新资本协议风险管理的理念和方法，构建了以《风险管理指引》为纲领，以各项业务管理办法为支撑，各类具体业务品种操作规程为基础，涉及风险识别、计量、定价、风险缓释、资本管理以及后续管理等各个环节，全方位、多层次的风险管理政策制度体系，促进各类业务规范、稳健开展。

4、风险监测预警机制

风险监测预警方面，公司通过专业团队对信用增进项目和投资交易业务进行日常风险监控，对增信业务每季度进行动态风险分类和重点现场风险排查，对投资交易头寸进行动态及时估值与限额监控，及时预警和化解风险。公司针对突发事件，建立重大风险事件应急处理

机制，强化应对突发风险的能力。此外，公司还专门组织人员对公司信用增进业务和投资业务整体风险、各组合维度风险、单一大客户风险进行压力测试与敏感性分析，准备金与资本占用测算，风险限额监控预警以及构建风险预警指标体系等工作，使公司各组合层面信用风险与市场风险得到及时感知与预警。

2017年，公司根据宏观经济形势变化及公司业务运行实践，制定了《2017年业务开展风险指引》，并在执行过程中适时调整，发挥风险指引对业务的引领作用，完成2018年度风险指引的制定工作；出台了《资产损失核销管理办法》，明确了资产损失核销的制度依据、操作流程和管理框架。

风险缓释措施管理方面，公司信用增进业务抵质押物由业务部门、风险部门双人办理，核对无误后清点、移交和封存，并在存续期加强监控与管理；构建积极主动、协调配合、合法合规、稳妥有序的风险处置应急工作机制，发生重大风险事件时及时报告、快速处理，在符合监管机构及公司各项规章制度办法要求的前提下，采取有效措施，实现公司利益最大化。

风险准备金计提办法方面，公司风险准备金包括一般准备、专项准备和特种准备。一般准备根据增信对象外部评级的差异，按增信业务名义本金差异化计提，用于弥补尚未识别的可能性损失；专项准备根据增信业务风险分类结果并参考外部评级，按增信业务名义本金差异化计提，用于弥补增信对象不能按时还本付息、公司因履行代偿而可能发生的损失；特种准备是针对重大突发事件等特殊事项而计提的对于某一国家、地区、行业或某一类风险的准备，特种准备由风险与规划管理部提出计提方案，并报总裁专题会审定后执行。总体而言，公司风险准备金的计提方法对项目的风险敏感度较高，有利于增强公司对风险的抵御能力和对预期损失的冲抵能力。2015-2017年末以及2018年3月末，公司风险准备金覆盖率分别为1.80%、1.98%、2.03%和1.94%，准备金覆盖程度一般。

表 11 2015-2017 年及 2018 年 3 月公司信用增进业务风险准备金情况（单位：亿元）

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
风险准备金	19.70	19.41	18.49	17.51
风险准备金覆盖率	1.94%	2.03%	1.98%	1.80%

资料来源：公司提供

2015年以来，公司共发生了13起代偿，其中2015年1起，2016年12起，由于风险较高的区域集优项目已于前期陆续暴露风险，2017年公司未发生代偿；2015年以来，代偿金额累计合计60,863.60万元，已回收代偿25,857.90万元，累计增信代偿率降至0.46%，处于较低水平。

表 12 2015-2017 年及 2018 年 3 月公司信用增进业务代偿情况

信用增进业务	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
当年代偿项目数（个）	0	0	12	1

当时代偿额（万元）	0	0	58,007.00	2,856.60
累计代偿额（万元）	60,863.60	60,863.60	60,863.60	2,856.60
累计增信代偿率	0.46%	0.47%	0.54%	0.03%

资料来源：公司提供，鹏元整理

目前公司存量增信业务具有较为稳健的风险结构，但低信用等级发行人的增信责任余额仍较大，存在一定的风险

从公司增信企业主体级别来看，高信用等级企业增信余额仍占据公司增信业务存量的主要部分。截至2018年3月末，公司尚在责任期内的增信项目发行主体外部评级级别在AA及以上的增信责任余额占全部增信责任余额的比重为90.66%，级别在AA-及以下的增信责任余额为49.90亿元，比重为4.91%。总体来看，目前公司存量增信业务具有较为稳健的风险结构，但低信用等级发行人的增信责任余额规模仍旧较大，存在一定的风险。

表 13 2015-2017 年及 2018 年 3 月公司增信业务级别分布情况（单位：亿元）

增信企业 信用级别	2018年3月		2017年		2016年		2015年	
	增信责任余额	占比	增信责任余额	占比	增信责任余额	占比	增信责任余额	占比
AA+及以上	451.35	44.43%	412.6	43.13%	427.20	45.64%	361.11	37.11%
AA	469.70	46.23%	446.1	46.63%	460.60	49.20%	384.00	39.46%
AA-	42.40	4.17%	42.4	4.43%	30.00	3.20%	142.00	14.59%
A-至 A+	6.80	0.67%	9.52	1.00%	13.60	1.45%	10.70	1.10%
BBB-至 BBB+	0.70	0.07%	0.98	0.10%	3.90	0.42%	13.68	1.41%
BB+及以下	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.80	0.09%	61.54	6.32%
发行人无评级	45	4.43%	45	4.70%	-	-	-	-
其中：ABN 原始权益人 AAA	20	1.97%	20	2.09%	-	-	-	-
PRN 反担保保证人 AA+	20	1.97%	20	2.09%	-	-	-	-
PRN 反担保保证人 AA	5	0.49%	5	0.52%	-	-	-	-
合计	1,015.95	100.00%	956.6	100.00%	936.10	100%	973.03	100%

资料来源：公司提供

五、财务与资本实力

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，以及未经审计的2018年1-3月财务报表。截至2018年3月末，公

司无纳入合并报表范围的子公司。

资产结构与质量

公司资产主要由投资类资产构成，面临一定的流动性管理压力；投资性房地产可为公司带来稳定的租金收入；代偿款的回收存在一定不确定性

公司资产主要由投资资产、固定资产和投资性房地产构成，2015年以来，投资资产规模保持在较高水平。

表 14 2015-2017 年及 2018 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	3,514.58	0.26%	5,262.62	0.35%	2,440.81	0.15%	3,888.96	0.24%
应收代偿款	39,984.70	2.91%	40,284.70	2.67%	44,338.52	2.78%	0.00	0.00%
投资性房地产	106,170.66	7.72%	91,381.28	6.06%	34,442.69	2.16%	0.00	0.00%
固定资产	118,925.52	8.65%	134,317.90	8.90%	241.49	0.02%	5,682.07	0.35%
投资资产	993,115.26	72.24%	1,122,220.72	74.37%	1,202,169.86	75.44%	1,296,804.50	80.62%
其中：买入返售金融资产	58,863.00	4.28%	87,807.00	5.82%	106,939.22	6.71%	52,000.00	3.23%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	77,318.29	5.62%	89,514.25	5.93%	55,121.62	3.46%	57,162.28	3.55%
持有至到期投资	358,579.17	26.08%	383,284.27	25.40%	171,624.26	10.77%	107,637.92	6.69%
可供出售金融资产	498,354.80	36.25%	561,615.20	37.22%	868,484.76	54.50%	1,080,004.30	67.14%
资产总计	1,374,830.42	100.00%	1,509,068.64	100.00%	1,593,628.27	100.00%	1,608,596.26	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

2017年末，公司货币为5,262.62万元，其中605.64万元为期货保证金，使用受限。2018年3月末，公司货币资金为3,514.58万元。2017年以来公司未发生代偿，2018年3月末应收代偿款为4.00亿元，目前代偿款仍在追偿当中，考虑到代偿对象以中小企业为主，未来代偿款的回收存在一定不确定性。2017年，公司购置的金融街月坛中心办公楼整体完工，由在建工程转入固定资产和投资性房地产，其中，14.78亿元转入固定资产，3.86亿元转入投资性房地产。公司对投资性房地产采用公允价值模式进行计量，截至2018年3月末，投资性房地产账面价值为10.62亿元，因该办公楼位于金融街，地理位置较好，可为公司带来稳定的租金收入，同时未来仍有一定升值空间。

公司投资资产规模较大，2018年3月末账面价值合计99.31亿元，包含债券投资75.88亿元、股票投资8.26亿元，信托产品投资15.18亿元，近年投资资产规模保持在较高水平。其中，买入返售金融资产5.89亿元、交易性金融资产7.73亿元、持有至到期投资35.86亿元，均由债券

投资构成；可供出售金融资产49.84亿元，主要由26.40亿元的债券、15.18亿元的信托和8.26亿元的股票构成，信托和股票投资合计23.44亿元，占扣除应收代偿款后的总资产比重为17.55%。如若公司发生代偿事件，公司将在代偿发生之前5个工作日通知投资一部、投资二部准备代偿资金。投资一部的投资资产中保障5亿元可随时变现的资产，多数时候通过债券质押回购方式变现。但若代偿事件发生较为突然、代偿规模较大或市场资金较为紧张时，公司的投资资产可能无法及时变现，面临一定的流动性管理压力。公司资产主要由投资类资产构成，以债券投资为主，面临一定的流动性管理压力；投资性房地产可为公司带来稳定的租金收入和升值空间。但考虑到代偿对象以中小企业为主，代偿款的回收存在一定不确定性。

盈利能力

近年公司增信业务收入和投资收益均有所下降，租赁收入为公司营业收入形成稳定补充，整体盈利能力仍较强

公司营业收入主要来自增信业务收入和投资收益。2015-2017年，公司分别实现营业总收入13.95亿元、13.23亿元和12.66亿元，其中增信业务收入分别为7.51亿元、6.97亿元和6.66亿元，逐年下滑，主要是受债市流动性趋紧，信用债频繁推迟或取消发行影响。投资收益分别为6.26亿元、5.59亿元和5.38亿元。2017年公司拥有的金融街月坛中心办公楼完工，部分楼层作为投资性房地产进行出租，租赁收入将为公司营业收入形成稳定补充。

毛利率方面，近年来公司毛利率保持在较高水平，但波动较大，2017年公司综合毛利率为60.38%，较2016年下降8.36个百分点，主要系2017年对持有至到期投资计提资产减值损失金额同比大幅增长所致。近年随着职工工资及福利费用、租赁及物业费的增加，公司业务及管理费支出占营业收入比重持续上升，对公司利润形成一定的侵蚀。

2015-2017年，公司分别实现利润总额4.11亿元、9.11亿元和7.64亿元，有所波动，整体盈利能力较强。

表 15 2015-2017 年及 2018 年 3 月公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018年 1-3月	2017年	2016年	2015年
营业总收入	36,551.64	126,567.48	132,331.58	139,491.23
增信业务收入	17,740.44	66,550.89	69,684.28	75,098.33
投资收益	14,293.85	53,808.23	55,930.25	62,608.29
利息收入	503.46	2,994.96	1,671.65	506.70
营业总成本	8,805.88	50,145.29	41,366.25	98,409.46
其中：提取风险准备金	2,876.70	9,248.22	9,805.30	63,257.72
业务及管理费占营业总收入比例	7.42%	14.15%	11.86%	13.28%

利润总额	27,780.31	76,421.13	91,100.65	41,065.39
净利润	20,835.23	58,568.07	69,601.21	31,282.63
综合毛利率	75.91%	60.38%	68.74%	29.45%
净资产收益率	-	7.46%	9.16%	4.25%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

资本充足性

公司资本实力稳步增长，代偿能力较强

随着经营积累，公司资本实力稳步增长。2018年3月末，公司所有者权益合计81.40亿元，较2015年末增长8.76%，资本实力较强。受公司债券投资降杠杆影响，2015年以来公司负债规模持续下降，截至2018年3月末为56.08亿元。截至2018年3月末，公司产权比率为68.90%，公司所有者权益对负债的保障程度有所改善。

表 16 2015-2017 年及 2018 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
负债总额	560,820.72	711,445.71	821,874.48	860,148.00
所有者权益合计	814,009.70	797,622.93	771,753.80	748,448.26
产权比率	68.90%	89.20%	106.49%	114.92%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要为卖出回购金融资产款、长期借款和风险准备金。卖出回购金融资产款为公司按照回购协议先卖出再按约定价格买入金融资产需支付的成本，公司的卖出回购金融资产全部是债券资产。2015年以来，随着债券资产降杠杆，公司卖出回购金融资产款规模逐年收缩，2018年3月末已下降至14.17亿元，较2015年末下降73.36%。

公司长期借款为信用借款，主要用于公司办公楼的购买和装修。风险准备金系公司为了弥补增信业务可能发生的损失计提的相关准备金，不存在实际的支付压力。

表 17 2015-2017 年及 2018 年 3 月公司主要负债和权益构成情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年	2015年
卖出回购金融资产款	141,685.00	282,714.20	451,248.00	531,780.00
流动负债合计	166,715.63	320,217.32	484,558.58	568,650.51
长期借款	191,694.93	191,694.93	147,083.37	106,912.88
风险准备金	197,024.62	194,147.92	184,899.70	175,094.40
非流动负债合计	394,105.09	391,228.39	337,315.90	291,497.49
负债合计	560,820.72	711,445.71	821,874.48	860,148.00
股本	600,000.00	600,000.00	600,000.00	600,000.00
未分配利润	172,601.13	151,765.90	129,054.64	96,413.55
所有者权益合计	814,009.70	797,622.93	771,753.80	748,448.26

负债和所有者权益总计	1,374,830.42	1,509,068.64	1,593,628.27	1,608,596.26
------------	--------------	--------------	--------------	--------------

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

近年来，公司计提的风险准备规模波动较大，2015 年之前因区域集优项目违约风险较大，计提的风险准备金规模较大，而随着近年高风险区域集优项目大量到期，风险准备金计提金额大幅下降，2016-2017 年公司计提规模分别为 0.98 亿元、0.92 亿元，2018 年 3 月末公司累计计提风险准备金 19.70 亿元，准备金覆盖率为 1.93%。截至 2018 年 3 月末，公司共发生了 13 起代偿，累计代偿金额合计 60,863.60 万元，已回收代偿 25,857.90 万元，随着 2017 年以来高风险的区域集优项目大量到期，公司整体代偿率逐步下降，且处于较低水平，反映出公司的风险管理机制运行效果良好。

表 18 2015-2017 年及 2018 年 3 月公司业务风险的主要指标

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
当期期末增信余额（亿元）	1,015.95	956.60	936.10	973.03
风险准备金（亿元）	19.70	19.41	18.49	17.51
准备金覆盖率	1.94%	2.03%	1.98%	1.80%
累计增信代偿率	0.46%	0.47%	0.54%	0.03%

资料来源：公司提供，鹏元整理

六、评级结论

公司资本实力较强，股东主要为资本实力雄厚的大型国企，且与银行、证券公司等金融机构建立了良好的合作关系，有利于公司长远发展。公司风险管理制度较为完善，足额提取各项风险准备金，同时风险较高的区域集优项目增信责任均已到期解除，有利于公司的风险管理；近年公司信用增进业务稳定发展，积极开展增信业务创新与合作，丰富业务品种和收入来源。

但鹏元也关注到，公司增信业务集中于城投平台和金融项目，行业集中度较高，近年城投平台监管政策趋严，城投平台可获得的政府隐性支持将逐步减弱，该类项目面临风险加大。近年，公司应收代偿款仍在追偿当中，考虑到代偿对象以中小企业为主，未来代偿款的回收存在一定不确定性。2017 年，公司积极开展创新性业务，由于该类业务的创新度较高，且存在一定杠杆性，对公司风险识别和管控能力提出了更高的要求。

基于以上情况，鹏元对公司 2018 年主体长期信用评级结果为：公司主体长期信用等级维持为 AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项 目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	3,514.58	5,262.62	2,440.81	3,888.96
存放同业款项	3,462.68	25,499.63	21,711.93	24,782.16
拆出资金	20,000.00	0.00	20,000.00	20,000.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	77,318.29	89,514.25	55,121.62	57,162.28
衍生金融资产	0.00	0.00	1.73	0.00
买入返售金融资产	58,863.00	87,807.00	106,939.22	52,000.00
应收账款	923.89	353.31	0.00	228.96
应收代偿款	39,984.70	40,284.70	44,338.52	0.00
应收利息	19,853.65	21,117.39	27,248.51	29,095.53
其他应收款	6.38	0.58	523.47	599.24
预付款项	506.94	179.75	151.96	704.43
流动资产合计	224,434.10	270,019.23	278,477.76	188,461.57
非流动资产：				
持有至到期投资	358,579.17	383,284.27	171,624.26	107,637.92
可供出售金融资产	498,354.80	561,615.20	868,484.76	1,080,004.30
贷款	13,695.00	13,745.00	14,911.08	0.00
长期股权投资	280.18	280.18	249.00	0.00
投资性房地产	106,170.66	91,381.28	34,442.69	0.00
固定资产	118,925.52	134,317.90	241.49	5,682.07
在建工程	0.00	0.00	174,598.41	179,351.79
无形资产	654.27	661.82	703.74	234.78
长期待摊费用	132.47	159.51	105.62	56.06
递延所得税资产	53,604.25	53,604.25	49,789.45	47,167.78
非流动资产合计	1,150,396.32	1,239,049.42	1,315,150.51	1,420,134.69
资产总计	1,374,830.42	1,509,068.64	1,593,628.27	1,608,596.26
拆入资金	0.00	10,000.00	0.00	0.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	3,000.00	3,000.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	141,685.00	282,714.20	451,248.00	531,780.00
预收账款	172.68	3,380.35	1,419.16	3,148.04
应付职工薪酬	9,177.51	13,131.34	13,186.66	13,913.12
应交税费	10,339.39	5,542.33	8,265.71	18,710.80
应付利息	330.47	464.27	354.77	337.98
其他应付款	1,960.59	1,884.83	84.27	760.57

其他流动负债	0.00	0.00	10,000.00	0.00
一年内到期的非流动负债	50.00	100.00	0.00	0.00
流动负债合计	166,715.63	320,217.32	484,558.58	568,650.51
长期借款	191,694.93	191,694.93	147,083.37	106,912.88
风险准备金	197,024.62	194,147.92	184,899.70	175,094.40
递延所得税负债	5,385.54	5,385.54	5,332.82	9,490.21
非流动负债合计	394,105.09	391,228.39	337,315.90	291,497.49
负债合计	560,820.72	711,445.71	821,874.48	860,148.00
股本	600,000.00	600,000.00	600,000.00	600,000.00
其他综合收益	3,879.02	8,327.49	11,026.42	27,322.09
盈余公积	37,529.54	37,529.54	31,672.74	24,712.62
未分配利润	172,601.13	151,765.90	129,054.64	96,413.55
所有者权益合计	814,009.70	797,622.93	771,753.80	748,448.26
负债和所有者权益总计	1,374,830.42	1,509,068.64	1,593,628.27	1,608,596.26

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录二 利润表（单位：万元）

项 目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	36,551.64	126,567.48	132,331.58	139,491.23
主营业务收入	17,740.44	66,550.89	69,684.28	75,098.33
利息收入	503.46	2,994.96	1,671.65	506.70
投资收益（损失以“-”号填列）	14,293.85	53,808.23	55,930.25	62,608.29
公允价值变动收益	526.13	73.03	4,838.13	1,277.92
其他业务收入	3,487.76	3,140.38	207.27	0.00
二、营业总成本	8,805.88	50,145.29	41,366.25	98,409.46
主营业务成本	28.30	1,882.50	1,896.20	1,524.00
提取风险准备金	2,876.70	9,248.22	9,805.30	63,257.72
利息支出	3,503.67	13,275.11	9,938.90	10,435.03
营业税金及附加	239.34	2,069.48	2,645.89	4,736.36
业务及管理费	2,712.79	17,911.52	15,692.15	18,528.19
资产减值损失	-554.92	5,758.46	1,387.82	-71.85
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	27,745.76	76,422.19	90,965.32	41,081.78
加：营业外收入	35.31	27.01	142.99	4.50
减：营业外支出	0.76	28.08	7.66	20.89
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	27,780.31	76,421.13	91,100.65	41,065.39
减：所得税费用	6,945.08	17,853.05	21,499.44	9,782.76
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	20,835.23	58,568.07	69,601.21	31,282.63
六、综合收益总额	16,386.76	55,869.14	53,305.54	54,136.09

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项 目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量				
提供增信服务取得的现金	16,958.65	70,703.09	70,173.37	64,628.02
收到增信合同代偿的现金	300.00	9,283.83	13,831.47	2,856.74
收到其他与经营活动有关现金	3,092.60	5,835.46	10,673.08	8,675.65
经营活动现金流入小计	20,351.26	85,822.37	94,677.92	76,160.41
支付增信合同赔付等款项现金	0.00	5,236.99	58,171.51	2,856.74
支付给职工以及为职工支付现金	5,459.75	10,602.95	9,960.37	10,279.83
支付的各项税费	4,211.71	32,003.86	38,650.23	28,545.88
支付其他与经营活动有关现金	2,144.00	8,323.12	18,475.47	15,478.97
经营活动现金流出小计	11,815.47	56,166.92	125,257.58	57,161.42
经营活动产生的现金流量净额	8,535.79	29,655.45	-30,579.67	18,998.99
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资收到的现金	229,039.19	937,485.85	1,246,101.40	726,013.52
取得投资收益收到的现金	16,265.23	62,413.56	60,928.94	58,041.53
收到买入返售金融资产现金款	791,471.53	4,631,951.29	3,216,035.93	743,928.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	21.06	-3.83	0.00
收到其他与投资活动有关现金	240.00	240.00	0.12	-
投资活动现金流入小计	1,037,015.95	5,632,111.76	4,523,062.56	1,527,983.55
投资支付的现金	152,074.10	87,985.95	1,063,905.63	1,031,386.05
支付买入返售金融资产现金款	762,527.53	4,620,800.97	3,327,425.15	766,828.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	49.93	8,951.59	10,291.19	36,995.60
支付其他与投资活动有关现金	0.00	0.00	20,000.58	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	249.00	0.00
投资活动现金流出小计	914,651.56	5,509,138.51	4,421,871.55	1,835,210.16
投资活动产生的现金流量净额	122,364.40	122,973.25	101,191.01	-307,226.60
三、筹资活动产生的现金流量				
取得借款收到的现金	0.00	264,794.93	1,345,883.37	3,401,350.77
收到卖出回购金融资产现金款	5,310,436.00	26,437,843.10	52,857,408.70	38,131,417.50
筹资活动现金流入小计	5,310,436.00	26,702,638.03	54,203,292.07	41,532,768.27
偿还债务支付的现金	12,424.05	197,477.06	1,295,712.88	3,378,179.94
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,231.93	44,778.66	44,768.23	43,048.92
支付卖出回购金融资产现金款	5,451,465.20	26,606,401.50	52,937,940.70	37,820,897.50
筹资活动现金流出小计	5,465,121.18	26,848,657.22	54,278,421.81	41,242,126.37

筹资活动产生的现金流量净额	-154,685.18	-146,019.19	-75,129.74	290,641.90
四、现金及现金等价物净增加额	-23,785.00	6,003.88	-4,518.39	2,414.29
加：期初现金及现金等价物余额	30,762.25	34,152.73	28,671.13	26,256.84
五、期末现金及现金等价物余额	6,977.26	30,156.62	24,152.73	28,671.13

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项 目	2017年	2016年	2015年
净利润	58,568.07	69,601.21	31,282.63
加：计提风险准备	9,248.22	9,805.30	63,257.72
资产减值损失	5,758.46	1,387.82	-71.85
固定资产折旧	1,714.21	160.23	169.10
无形资产摊销	89.73	46.35	34.93
长期待摊费用摊销	97.50	145.43	64.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	-82.92	0.00
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	-13.99	7.66	0.00
公允价值变动损失（收益以“-”号列填）	-73.03	-4,838.13	-1,277.92
发行债券及长期借款利息支出	6,088.89	198.64	157.17
非经营性利息支出（收益以“-”填列）	4,398.21	8,068.61	9,771.17
投资损失（收益以“-”号列填）	-53,808.23	-55,930.25	-62,608.29
递延所得税资产减少（增加以“-”号列填）	-3,814.80	-2,621.67	-16,172.23
递延所得税负债增加（减少以“-”号列填）	52.71	-4,157.38	7,998.90
经营性应收项目的减少（增加以“-”号列填）	4,195.61	-43,481.32	-244.65
经营性应付项目的增加（减少以“-”号列填）	-2,846.13	-8,889.24	-13,362.18
经营活动产生的现金流量净额	29,655.45	-30,579.67	18,998.99

资料来源：公司2015-2017年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
准备金覆盖率	1.94%	2.03%	1.98%	1.80%
累计增信代偿率	0.46%	0.47%	0.54%	0.03%
净资产收益率	-	7.46%	9.16%	4.25%
综合毛利率	75.91%	60.38%	68.74%	29.45%
业务及管理费占营业收入比例	7.42%	14.15%	11.86%	13.28%
产权比率	68.90%	89.20%	106.49%	114.92%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	综合毛利率	$(\text{营业总收入} - \text{营业总成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
	期间费用率	$\text{业务及管理费} / \text{营业总收入}$
资本结构及 抗风险能力	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
	当期增信代偿率	$\text{当时代偿额} / \text{当期解除增信责任额} \times 100\%$
	累计增信代偿率	$\text{累计代偿额} / \text{累计解除增信责任额} \times 100\%$
	风险准备金	风险准备金
	风险准备金覆盖率	$\text{风险准备金} / \text{期末增信责任余额}$

附录六 信用等级符号及定义

一、等级符号及定义

符号	定义
AAA	代偿能力最强，违约风险最小。
AA	代偿能力很强，违约风险很小。
A	代偿能力较强，较易受内外部因素不利变化的影响，违约风险较小。
BBB	代偿能力一般，易受内外部因素不利变化的影响，违约风险一般。
BB	代偿能力较弱，受内外部因素不利变化的影响大，有一定违约风险。
B	代偿能力较差，违约风险较大。
CCC	代偿能力很差，违约风险很大。
CC	代偿能力极差，违约风险极大。
C	濒临破产，没有代偿能力。

注：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。

二、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。