

华融融德资产管理有限公司

2016 年公开发行公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AAA 级

16 华融德信用等级： AAA 级

评级时间： 2018 年 6 月 28 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

华融融德资产管理有限公司 2016 年公开发行公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2018]100658】

存续期间 5(3+2)年期债券 15 亿元人民币, 2016 年 4 月 27 日-2021 年 4 月 27 日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次评级:	AAA 级	稳定	AAA 级	2018 年 6 月
前次评级:	AAA 级	稳定	AAA 级	2017 年 6 月
首次评级:	AA+ 级	稳定	AA+ 级	2016 年 8 月

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
华融融德母公司数据			
货币资金	11.15	109.57	11.46
短期刚性债务	90.80	116.58	118.30
所有者权益	59.82	88.18	84.26
经营性现金净流入量	51.05	63.96	51.19
合并口径数据			
总资产	237.57	419.30	526.13
总负债	176.84	324.05	415.90
刚性债务	171.69	319.58	409.08
所有者权益	60.73	95.25	110.24
营业收入	29.90	25.37	35.07
净利润	10.37	11.65	11.69
经营性现金净流入量	13.22	-100.36	64.86
EBITDA	24.87	24.56	28.83
资产负债率[%]	74.44	77.28	79.05
权益资本与刚性债务比率[%]	35.38	29.81	26.95
现金比率[%]	46.17	160.46	110.48
利息保障倍数[倍]	2.24	2.70	2.05
净资产收益率[%]	17.77	14.94	11.38
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.86	-40.07	17.53
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.87	-47.39	-23.42
EBITDA/利息支出[倍]	2.24	2.70	2.05
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.10	0.08

注: 根据华融融德 2015-2017 年度经审计的财务报告整理、计算。

跟踪评级观点

跟踪期内, 该公司股权结构保持稳定, 中外股东持续在技术、业务和融资等方面给予公司有力支持。作为国际化平台, 子公司融德香港采用跨境联动的方式满足客户融资需求, 并在传统债权投资的基础上配合二级市场债券、优先股、基金投资, 优化资产配置。公司行业布局聚焦房地产、问题企业重组、消费金融和医疗健康四大板块。其中房地产业务方面, 公司将致力于压降传统房地产业务占比, 加大在产业地产、旧城改造、城市更新及长租公寓等延伸领域投入。跟踪期内, 公司债务融资渠道畅通, 此外还通过发行永续债及表外融资的方式加杠杆, 公司资本结构的质量及其实际债务水平需持续关注。且房地产市场景气度易受宏观经济及政策调控影响, 公司对房地产行业的投资风险及业绩波动依然存在。

- 该公司中方股东为中国华融, 外方股东为 CCC2 (实际控制人为德意志银行), 能够得到股东在公司治理、技术、业务和融资等多方面的有力支持。
- 该公司建立了较完善的投资业务流程和风险控制机制, 在债权投资领域投资经验较丰富, 有助于控制业务风险和提升经营稳定性。
- 该公司经营范围广泛, 凭借灵活的项目选择和交易结构设计, 能够提供传统融资渠道无法提供的差异化融资产品。
- 利用其积累的不良资产处置经验, 及房地产行业较为优质的客户资源, 该公司积极探索特殊资产处置领域的投资机会, 所投项目的行业分散度有所提升。
- 该公司充分利用子公司融德香港作为国际化平台, 采用跨境联动方式满足客户融资需求, 并配合债券、优先股投资优化资产配置, 有助于公司业务的持续增长及资产质量的提升。
- 该公司债权投资中房地产行业占比仍较高, 在房地产市场调控深化、金融去杠杆及监管强化的态势下, 房地产资金压力趋升, 需关注公司资产质量的变化及流动性管理情况。

分析师

李玉鼎 lyd@shxsj.com
 周小白 zxb@shxsj.com
 Tel: (021)63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

- 该公司近年来推动投资行业及业务模式转型，在非房地产领域的业务竞争力、可持续性和风险管理方面或将面临一定考验。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照华融融德资产管理有限公司 2016 年公开发行公司债券(以下简称“16 华融德”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据华融融德资产管理有限公司(以下简称“华融融德”)提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据,对华融融德的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

经中国证监会证监许可[2016]275 号文核准,该公司于 2016 年 4 月面向合格投资者公开发行了 15 亿元人民币公司债券,期限为 5 年(附第 3 年末发行人调整利率选择权和投资者回售选择权),票面利率 3.80%。

截至本评级报告出具日,该公司已发行且尚在存续期内的债券合计 5 只,应付债券余额为 77.96 亿元。

图表 1. 截至 2017 年末公司已发行尚未到期债券情况(单位:亿元、%)

债券名称	种类	起息时间	债券余额	存续期利率	期限
15 华融德	非公开发行公司债	2015-09	23.40	5.20	2+1 年
16 华融德	公开发行公司债 (面向合格投资者)	2016-04	15.00	3.80	3+2 年
17 华融德	非公开发行公司债	2017-07	15.00	5.40	2+2+1 年
17 融德 02	非公开发行公司债	2017-10	15.00	5.39	2+2+1 年
17 融德资产 SCP001	超短期融资券	2017-11	10.00	5.00	0.74 年

资料来源:华融融德

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

截至 2017 年末,该公司股权结构未发生变化,中国华融资产管理股份有限公司(以下简称“中国华融”)持有公司 59.30%的股份,Cathay Capital Company (No.2) Limited.(以下简称“CCC2”)持有公司 40.70%的股份。跟踪期内,公司持续得到股东在公司治理、技术、业务和融资渠道等多方面的有力支持。

跟踪期内,该公司董事及监事换届调整,高级管理人员亦有变更。目前公司董事长由胡江先生担任,其曾任银监会办公厅科员、主任科员,中

国华融总裁办公室经理、高级副经理、高级经理、主任助理，董事会办公室主任助理、副主任，人力资源部副总经理、总经理，党委组织部副部长（主持工作）、部长兼党建工作办公室主任。公司由董事、副总经理黄春雨先生主持工作，其曾任亚洲战略投资公司北京办事处投资经理、马鸿（中国）投资管理公司北京办事处副总经理。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 3 家，较上年末未变更，其中北京融凯德投资管理有限公司（简称“融凯德”）及芜湖创展投资管理有限公司（简称“芜湖创展”）主要从事私募基金管理，华融融德（香港）投资管理有限公司（简称“融德香港”）系公司境外业务的运营主体。2017 年末，公司纳入合并范围的结构化主体包括 17 家有限合伙基金，系为方便公司进行委托贷款等债权类投资而设立，并未引入外部资金进行杠杆运作。

（二）业务运营

该公司在成立之初是一家专门从事不良资产处置的中外合资机构。在完成成立之初的不良资产处置任务后，公司自 2009 年起开始转型从事特殊资产管理业务，开展以房地产等行业为主的债权投资、股权投资和夹层投资。

该公司在房地产行业的投资策略，系以大客户不动产抵押债权投资为主，客户集中于国内房地产行业 50 强；近几年来，公司以城市更新、产业地产和地产轻资产等细分领域为重点拓展方向。跟踪期内，除为客户的房地产开发项目提供融资服务以外，公司还兼顾特殊资产处置领域的投资机会，其通过引入专业投资者，如优质的房地产开发企业、经营企业或房地产基金等，形成产业合作与主动管理相结合的业务模式，对一线城市的特殊资产整体租赁或收购，通过改造升级后，以获取租金收入、房地产证券化或整体出售的方式实现投资收益。目前公司的特殊资产投资项目较少，但业务模式的创新有助于公司充分利用其在不良资产处置方面积累的优势，在资管市场竞争日趋激烈的环境下，深化与优质客户的合作，取得债权投资利息收入之外的超额收益。在房地产市场调控深化、金融监管强化的环境下，公司将致力于压降传统房地产业务占比，加大在产业地产、旧城改造、城市更新及长租公寓等延伸领域投入。

跟踪期内，该公司利用子公司融德香港作为境外平台，采用跨境联动方式服务于大客户的国际化发展。融德香港的投资领域仍集中于房地产行业，主要为公司本部积累的客户群体提供海外融资服务。融德香港除对客户进行债权投资以外，还在资本市场进行债券、基金、优先股股票投资，并通过结构化运作引入杠杆资金。债券及股票投资方面，融德香港的投资

标的以存量房地产客户、金融机构及控股集团为主。融德香港作为中国华融旗下的国际化平台之一，能够得到中国华融在资金及业务拓展等方面的有力支持。

融德香港成立于 2015 年 7 月，受益于协同效应及股东支持，近两年来实现快速发展，带动了该公司投资规模的大幅提升。2016-2017 年末，融德香港资产总计分别为 134.76 亿元和 221.27 亿元，所有者权益分别为 6.49 和 27.35 亿元。2017 年末，融德香港以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收款项类投资及可供出售金融资产余额分别为 94.25 亿元、34.31 亿元和 38.45 亿元。2017 年，融德香港实现营业收入 14.35 亿元，同比增长约 122%；实现净利润 6.18 亿元，同比增长约 247%。未来公司将利用融德香港，继续探索跨境并购、股权投资及二级市场债券投资等业务类型。

跟踪期内，该公司投资业务行业分布目前仍以房地产行业为主，细分领域方面则进一步聚焦城市更新、产业地产及地产轻资产等方向，此外也着力探索在医疗健康和消费金融等领域的投资机会，以优化资产配置、分散投资风险。2015-2017 年末，公司房地产行业投资余额分别为 156.62 亿元、118.40 亿元和 251.32 亿元，分别占比 93.27%、71.03%和 75.42%。从区域结构来看，公司的房地产行业投资在境内市场主要分布于北京、苏州、上海、福州、合肥、厦门等一、二线城市，在境外市场集中于香港和欧洲等地区。2017 年末，公司在投债权项目 45 个，投资余额 194.61 亿元，其中当年新增项目 33 个，新增投资 189.67 亿元；在投股权项目 19 个，投资余额 35.74 亿元，其中当年新增项目 17 个，新增投资 29.86 亿元；债券、优先股及理财投资项目 30 个，投资余额 102.89 亿元，其中 2017 年新增项目 17 个，新增投资 73.37 亿元。

图表 2. 该公司投资业务的行业结构（单位：亿元）

行业类别	2015 年末	2016 年末	2017 年末
房地产	156.62	118.40	251.32
金融	0.69	26.12	39.31
TMT	6.49	6.94	9.40
医疗健康	0.52	5.07	7.01
消费金融	0.00	2.28	0.90
其他	3.60	7.87	25.30
合计	167.92	166.68	333.24

资料来源：华融融德

该公司根据自身经营情况的和市场需求，大力拓展资产管理业务，减少资本消耗。近年来，公司投资业务发展较快，较高的负债水平制约了

表内融资，进而影响投资业务的发展。针对这一特点，公司通过拓展资产管理业务进行表外融资，促进自主投资业务的发展。公司通过设立分级资产管理计划募集资金对接自主或者其他投资项目，一般由公司持有劣后级份额，给予优先级投资者固定收益，整个资产管理计划产生的超额收益由劣后级份额享有。公司设立的分级资产管理计划杠杆倍数一般不超过 3 倍，所投项目的遴选、尽调、审查和风控等均按照一般投资业务标准进行。2017 年末，公司受托管理第三方资产规模总计 100.08 亿元。

整体而言，该公司仍以房地产行业投资为主，较高的行业集中度将持续考验公司的项目管理和信用风险管理能力。值得一提的是，公司房地产行业投资细分领域方面进一步聚焦城市更新、产业地产及地产轻资产等方向，并在特殊资产处置方面与客户开展产业合作，公司同时积极探索医疗健康及消费金融等领域的投资机会，所投项目行业结构有所分散。

（三）财务质量

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

近年来得益于融德香港国际化业务的开展，该公司收入来源有所丰富，结构更趋合理。2016-2017 年，公司分别实现营业收入 25.37 亿元和 35.07 亿元，其中融德香港的收入占比（不考虑合并抵消）分别为 24.40% 和 40.92%。鉴于公司大客户一直以房地产企业为主，其债权投资收益受房地产行业调控政策、融资环境影响较大。2016 年，在中性适度宽松的金融环境下，房地产企业的直接融资渠道进一步宽松，此外房地产开发行业集中度进一步提升，大型房地产企业的议价能力增强，公司收入规模同比有所下降。2017 年，房地产企业融资渠道陆续受限，结合市场流动性收紧和交易下滑的预期，房地产企业资金压力凸显，公司作为另类投资的主体债权投资规模同比大幅提高，收益随之上升。

图表 3. 华融融德营业收入结构情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	29.90	100.00	25.37	100.00	35.07	100.00
其中：投资收益	25.64	85.78	18.80	74.08	21.79	62.12
中间业务净收入	4.29	14.36	6.12	24.13	12.25	34.94
其他	-0.04	-0.14	0.45	1.79	1.03	2.94
净利润	10.37	34.67	11.65	45.93	11.69	33.33

资料来源：华融融德

投资收益是该公司营业收入的最主要来源,2017 年公司实现投资收益 21.79 亿元,占当期营业收入的 62.12%,同比增长 15.90%。跟踪期内,公司本部仍以债权投资为主,收益体现在应收款项类投资持有期间收益,2017 年实现收益 9.30 亿元,同比减少 32.16%;公司的手续费及佣金净收入主要来自于对借款客户融资安排费、财务顾问收入和代理业务收入,2017 年,实现收入 12.25 亿元,同比增加 100.13%。同期,子公司融德香港主要开展了债券、基金及结构化票据的投资,其中结构化票据主要包括信用挂钩票据和总收益互换两种形式,加之公司本部持有的大额理财产品,收益主要体现在以公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产持有期间收益,2017 年实现收益 9.99 亿元。

图表 4. 华融融德投资收益结构情况 (单位:亿元、%)

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
投资收益	18.80	100.00	21.79	100.00
其中: 应收款项类投资持有期间收益	13.71	72.93	9.30	42.69
长期股权投资收益	2.60	13.83	0.49	2.26
以公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产持有期间收益	0.13	0.70	9.99	45.85
可供出售金融资产持有期间收益	1.62	8.64	0.70	3.24
其他收益	0.73	3.89	1.30	5.97

资料来源: 华融融德

该公司营业支出集中在利息净支出、业务及管理费用、资产减值准备和税费。跟踪期内,随着业务规模的扩大公司刚性债务大幅增加,当年利息净支出 12.95 亿元,同比增长 45.96%。其他期间费用方面,随着境外投资市场的拓展及整体业务规模的扩张,公司业务及管理费支出有大幅度增长,2017 年为 3.25 亿元,同比增长 35.53%。资产减值损失方面,公司年度间波动较大,其中 2016 年,公司部分应收款项提前回收,资产质量保持在较好水平,因此转回部分资产减值准备,当年资产减值损失为-0.86 亿元;2017 年,在外部融资压力上升、市场信用违约事件频繁发生的情况下,公司加大对应收款项类投资的拨备计提力度,当年资产减值损失为 4.49 亿元。

图表 5. 华融融德营业成本结构情况 (单位:亿元、%)

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
营业成本	10.75	100.00	20.86	100.00
其中: 利息净支出	8.87	82.56	12.95	62.09

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
业务及管理费	2.38	22.12	3.25	15.56
资产减值损失	-0.86	-8.04	4.49	21.54
其他	0.36	3.36	0.17	0.80

资料来源：华融融德

跟踪期内，受大额减值准备计提影响，该公司盈利空间受到压缩，2017 年实现营业利润 14.21 亿元，同比减少 2.85%。资产收益率方面，当年公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 11.38% 和 6.09%，同比分别下降 3.56 个百分点和 1.38 个百分点。

图表 6. 华融融德盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业利润	13.56	14.62	14.21
营业利润率	45.35	57.63	40.52
净资产收益率	17.77	14.94	11.38
总资产报酬率	10.98	7.47	6.09

资料来源：华融融德

整体来看，得益于融德香港业务的快速发展，该公司盈利有所丰富。但债权投资收益及相关的中间费用收入仍是公司最主要的收入来源，在宏观经济增速放缓、金融去杠杆的背景下，公司如何在保证投资资产质量，实现投资行业和投资产品的多样化的同时保持较高盈利性，将是公司持续面临的挑战。

该公司主要开展债权投资业务，除自有资金对接外，随着业务规模的扩张，外部融资需求相应增大，负债经营程度不断提高。加之 2016 年以来公司因预测未来资金面趋紧，通过债务融资储备了大量资金，公司负债率逐步攀升。2015-2017 年末，公司资产负债率分别为 74.44%、77.28% 和 79.05%。

该公司债务集中于流动负债，尤以短期借款为主。2017 年末，公司刚性债务合计 409.08 亿元，其中短期刚性债务 223.48 亿元，占比 54.63%，较上年末增加 20.23%。从借款方式来看，公司短期刚性债务（包括短期借款及一年内到期的长期借款）中信用借款占比 63.46%，其余系公司为融德香港提供保证担保的金融机构借款。

图表 7. 华融融德刚性债务结构 (单位: 亿元)

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年
短期刚性借款	94.85	185.87	223.48
其中: 一年内到期的长期借款	-	3.00	14.41
长期借款	47.01	88.98	107.64
应付债券	29.83	44.73	77.96
短期刚性债务/刚性债务	55.24%	58.16%	54.63%

资料来源: 华融融德

2017 年末, 该公司中长期刚性债务 158.61 亿元, 占比 45.37%, 包括长期借款 107.64 亿元及应付债券 77.96 亿元。当年末, 公司长期借款均为信用借款, 其中来自于关联方中国华融国际控股有限公司的借款余额为 81.39 亿元, 包括 2019 年到期的 25.11 亿元、2020 年到期的 6.54 亿元及 2021 年以后到期的 49.74 亿元。近年来为进一步优化债务结构、降低融资成本, 公司积极拓展直接融资渠道, 对银行借款的依赖性有所降低。2017 年末, 公司待偿还债券本金余额为 77.96 亿元, 还本付息状况均正常。

2017 年末, 该公司拥有工商银行、农业银行、建设银行、交通银行、民生银行和北京农商银行等多家商业银行的境内外授信总额 490.98 亿元, 其中已使用 325.08 亿元, 未使用授信余额为 165.91 亿元。此外, 截至 2018 年 5 月末, 公司保有非公开发行公司债券额度 60 亿元。

根据该公司 2018 年 4 月 3 日《企业信用报告》所载, 公司无异常信用记录。2017 年末, 公司无对合并范围以外企业提供担保等或有事项。

近年来, 该公司现金流状况随着金融市场环境及业务开展节奏的变化呈现较大波动。2016 年, 随着市场利率明显下行, 加之以交易所公司债为代表的各项直接融资工具监管逐步放松, 公司部分存量地产类项目提前还款, 新增项目投放也有所放缓, 当年应收款项类投资金额减少 75.76 亿元。2017 年, 在金融监管强化及去杠杆的环境下, 房地产企业融资压力加大, 当年公司应收款项类投资净增加 73.30 亿元, 收取利息、手续费及佣金的现金 33.59 亿元, 同比增长 71.07%。2016 年末公司储备大量资金并通过交易性金融资产投资进行管理, 2017 年随着上述理财产品的到期或赎回, 公司经营活动产生净现金流入 64.87 亿元。

投资性现金流方面, 2017 年该公司投资净增加额为 154.62 亿元, 取得投资收益收到现金 3.12 亿元, 当年投资活动净现金流出 151.52 亿元, 主要来自融德香港业务的扩张。同期, 公司通过银行借款、关联方资金支持及发行直接债务融资工具及其他权益工具补充资金以满足经营及投资活动的需求。2017 年, 公司筹资活动产生的净现金流为 81.03 亿元。

图表 8. 华融融德现金流变化情况 (单位: 亿元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动产生的现金流量净额	13.22	-100.36	64.87
投资活动产生的现金流量净额	-1.67	-18.32	-151.52
筹资活动产生的现金流量净额	2.49	159.94	81.03
现金及现金等价物净增加额	14.04	42.84	-82.03

资料来源: 华融融德

注: 2015 年审计报告对经营性活动及投资性活动现金流分类进行了调整, 将债权类投资产生的现金流出, 由投资性活动现金流出重分类为经营性活动现金流出。

2017 年, 该公司 EBITDA 为 28.83 亿元, 当年 EBITDA 对利息支出的保障倍数为 2.05, 保障程度一般。但公司刚性债务规模巨大, 且公司业务尚处于快速增长阶段, 因此 EBITDA 及经营性现金流难以对刚性债务形成有效保障。

图表 9. 华融融德现金流对债务的覆盖情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA(亿元)	24.87	24.56	28.83
EBITDA/利息支出(倍)	2.24	2.70	2.05
EBITDA/刚性债务(倍)	0.15	0.10	0.08
经营性现金流量净额与流动负债比率(%)	11.84	-70.02	31.02
经营性现金流量净额/刚性债务(%)	8.08	-40.86	17.80

资料来源: 华融融德

注: 2015 年审计报告对经营性活动及投资性活动现金流分类进行了调整, 将债权类投资产生的现金流出, 由投资性活动现金流出重分类为经营性活动现金流出。

跟踪期内, 该公司盈利水平良好, 尽管保持了 40% 左右的分红率, 但留存利润仍较为可观, 经营积累能力较强。其他资本补充工具方面, 公司于 2016 年发行 38.50 亿元永续债, 置换 2014 年发行的资金成本较高的 14.50 亿元永续债并进一步补充了长期资本。公司存量永续债附每年投资收益率调整条款, 第 1-2 年投资收益率主要介于 5% 至 6.15% 之间, 第 3 年投资收益率主要介于 7.50% 至 9.30% 之间, 此后仍有调升机制。2017 年末, 公司永续债余额降至 33.50 亿元。公司的永续债系面向金融机构发行, 目前获得的银行授信额度涵盖了永续债份额, 公司计划通过滚动发行及赎回的方式控制永续债的利息成本。此外, 2017 年融德香港发行永续债 2.52 亿美元 (折合人民币 17.11 亿元), 每半年付息一次, 其中 0.60 亿美元年化利率为 3.882%, 1.98 亿美元年利率为 5.66%, 0.54 亿美元年利率为 4.843%, 无利率调升机制。2017 年末, 融德香港的永续债余额为 21.58 亿元, 计入少数股东权益-归属于其他权益工具持有者的权益, 较有力地补充了公司的长期资金。

2017 年末，受益于盈利积累及永续债发行，该公司自有资本实力大幅提升，其所有者权益合计 110.24 亿元，较上年末增加 15.73%，其中实收资本 17.88 亿元，占比 16.22%；未分配利润 32.38 亿元，占比 29.37%，较上年末增长 10.92%；其他权益工具 33.50 亿元，占比 30.39%，较上年末减少 12.99；少数股东权益 21.58 亿元，占比 19.58%，较上年末增加 17.40 亿元。

图表 10. 华融融德所有者权益结构情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	17.88	18.77	17.88	16.22
资本公积/其综合收益	0.40	0.42	-1.03	-0.94
盈余公积	5.11	5.36	5.93	5.38
未分配利润	29.19	30.64	32.38	29.37
永续债券	38.50	40.42	33.50	30.39
归属于其他权益工具持有者的权益	4.18	4.39	21.58	19.58
所有者权益合计	95.25	100.00	110.24	100.00

资料来源：华融融德

从资产结构看，跟踪期内，该公司业务规模扩张较快，债权类投资、债券、基金、结构化票据等投资均有较大幅度增长。2017 年末，公司应收款项类投资净额为 86.30 亿元、长期股权投资余额为 102.29 亿元，二者合计数较上年末增长 81.79%；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额为 192.36 亿元，较上年末增长 23.48%；可供出售金融资产余额为 79.22 亿元，较上年末 8.23 亿元显著增长。2017 年末，从以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的具体构成来看，占比较高的主要包括理财产品 97.41 亿元，公司债券 47.01 亿元、基金 12.82 亿元和结构化产品 33.76 亿元。从可供出售金融资产的具体构成来看，占比较高的主要包括私募基金 53.68 亿元、公司债券 17.30 亿元和股权投资 7.05 亿元等，其中私募基金投资系公司通过参股特殊目的基金开展的固定收益类投资业务。

图表 11. 华融融德资产结构情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	147.83	35.26	60.64	11.53
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	155.78	37.15	192.36	36.56
可供出售金融资产	8.23	1.96	79.22	15.06

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应收款项类投资	85.96	20.50	86.30	16.40
长期股权投资	17.78	4.24	102.29	19.44
其他资产	3.72	0.89	5.32	1.01
总资产合计	419.30	100.00	526.13	100.00

资料来源：华融融德

该公司应收款项类投资主要为房地产类债权投资，得益于严格的风控体系，公司资产质量相对较好。截至 2017 年末，公司所持有的应收款项类投资既未逾期也未减值；同期末，应收款项投资资产减值准备计提余额为 6.71 亿元，占期末应收款项投资总额的 7.21%。

整体来看，跟踪期内该公司资产配置更为丰富，通过融德香港开展债券、基金、优先股等投资业务，降低了应收款项类债权投资比重。公司应加强行业研究能力和对投资目标公司的尽职调查能力，警惕政策调控和市场调整的影响，同时积极开拓新的投资业务领域，以继续降低集中度风险。

综上所述，跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，中外股东持续在技术、业务和融资等方面给予公司有力支持。作为国际化平台，子公司融德香港采用跨境联动的方式满足客户融资需求，并在传统债权投资的基础上配合二级市场债券、优先股投资，优化资产配置。公司行业布局聚焦房地产、问题企业重组、消费金融和医疗健康四大板块。其中房地产业务方面，公司将致力于压降传统房地产业务占比，加大在产业地产、旧城改造、城市更新及长租公寓等延伸领域投入。跟踪期内，公司债务融资渠道畅通，此外还通过发行永续债及表外融资的方式加杠杆，公司资本结构的质量及其实际债务水平需持续关注。且房地产市场景气度易受宏观经济及政策调控影响，公司对房地产行业的投资风险及业绩波动依然存在。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济、金融环境及房地产行业政策环境的变化，及其对该公司投资业务资产质量及盈利水平的影响；（2）公司新投资业务领域拓展情况及业务行业集中度变化；（3）公司资本结构的质量及实际债务水平的变化；（4）房地产市场波动对公司经营业绩的影响。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额[亿元]	237.57	419.30	526.13
货币资金[亿元]	25.73	147.83	60.64
刚性债务[亿元]	171.69	319.58	409.08
所有者权益 [亿元]	60.73	95.25	110.24
营业收入[亿元]	29.90	25.37	35.07
净利润 [亿元]	10.37	11.65	11.69
EBITDA[亿元]	24.87	24.56	28.83
经营性现金净流入量[亿元]	13.22	-100.36	64.86
投资性现金净流入量[亿元]	-1.67	-18.32	-151.52
资产负债率[%]	74.44	77.28	79.05
长期资本固定化比率[%]	118.77	49.49	91.20
权益资本与刚性债务比率[%]	35.38	29.81	26.95
现金比率[%]	46.17	160.46	110.48
利息保障倍数[倍]	2.24	2.70	2.05
有形净值债务率[%]	291.17	340.20	377.48
营运资金与非流动负债比率[%]	-33.13	86.19	13.99
担保比率[%]	—	—	—
总资产周转速度[次]	0.13	0.08	0.05
营业利润率[%]	45.35	57.63	40.52
总资产报酬率[%]	10.98	7.47	6.09
净资产收益率[%]	17.77	14.94	11.38
净资产收益率*[%]	17.84	15.35	13.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.84	-70.02	31.02
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.86	-40.07	17.53
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.34	-82.80	-41.44
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.87	-47.39	-23.42
EBITDA/利息支出[倍]	2.24	2.70	2.05
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.10	0.08

注：根据华融融德 2015-2018 年度经审计的财务报告整理、计算；其中应收款项类投资未按到期期限进行分类，故全部计入非流动资产。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准；

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务；

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销。

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。