

华宝投资有限公司
及其发行的 18 华宝 01、18 华宝 03、18 华宝 04 与 19
华宝 01
跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2019]100605】

评级对象： 华宝投资有限公司及其发行的 18 华宝 01、18 华宝 03、18 华宝 04 与 19 华宝 01

	18 华宝 01	18 华宝 03	18 华宝 04	19 华宝 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AAA/稳定/AAA/ 2019 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/ 2019 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/ 2019 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/ 2019 年 6 月 27 日
前次跟踪：	不适用	不适用	不适用	不适用
首次评级：	AAA/稳定/AAA/ 2018 年 7 月 4 日	AAA/稳定/AAA/ 2018 年 10 月 8 日	AAA/稳定/AAA/ 2018 年 10 月 8 日	AAA/稳定/AAA/ 2018 年 12 月 28 日

主要财务数据及指标

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位：亿元				
母公司数据				
货币资金	9.20	3.79	0.11	-
有息债务	56.80	80.23	81.99	-
所有者权益	304.16	229.12	212.92	-
投资收益	21.60	23.31	6.44	-
营业利润	16.48	23.42	2.26	-
合并数据及指标				
总资产	450.41	535.60	508.37	521.82
总资产*	404.21	509.99	489.52	500.15
股东权益	320.83	244.55	230.10	244.70
总负债*	83.37	265.43	259.41	255.45
有息债务	71.68	174.28	167.55	-
营业总收入	6.29	7.55	8.21	2.39
营业利润	19.78	24.76	1.87	13.71
净利润	20.41	23.32	1.99	12.95
资产负债率* (%)	20.63	52.05	52.99	51.07
短期债务/有息债务 (%)	22.19	81.39	53.70	-
营业利润率 (%)	314.51	328.07	22.73	572.57
平均资产回报率 (%)	5.00	5.10	0.40	2.62
平均资本回报率 (%)	6.45	8.25	0.84	5.45

注：表中数据依据华宝投资经审计的 2016-2018 年财务数据及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算，其中，总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款和代理承销证券款后的净额。

分析师

王隽颖 wangjy@shxsj.com
宫晨 gongchen@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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对华宝投资有限公司（简称华宝投资、发行人、该公司或公司）及其发行的 18 华宝 01、18 华宝 03、18 华宝 04 与 19 华宝 01 的跟踪评级反映了 2018 年以来华宝投资在股东支持、资本实力及金融股权质量等方面保持优势，同时也反映了公司在业务结构调整、投资业务及风险管理体系等方面面临一定的压力。

主要优势：

- **股东支持。**华宝投资作为中国宝武旗下重要的金融股权投资管理平台，在资本补充和业务发展等方面能够得到中国宝武的有力支持。
- **资本实力强。**华宝投资资本实力较为雄厚，预计在华宝信托的股权划转完成后，公司资本实力将进一步增强，负债经营程度将有所下降。
- **金融股权质量较好。**华宝投资持有华宝证券和华宝租赁等金融类股权，并预计注入华宝信托股权，公司所持金融类股权的资产质量较好。

主要风险：

- **业务结构调整。**根据中国宝武的资产重组方案，华宝投资虽继续持有中国太保股权，但所持中国太保股权产生的权益均由中国宝武享有，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，2018 年起中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。按计划华宝信托股权将划转至公司，但由于实际划转进度存在不确定性，对公司的财务表现构成重大影响。此外，由于中国宝武混改的最终方案尚未确定，需持续关注中国宝武混改方案对公司的影响。
- **投资业务风险。**华宝投资以股权投资及金融资产投资为业务发展重点，盈利易受宏观经济和金融市场的波动影响。在资本市场波动加大及固定收益产品信用事件频发的环境下，公司投资业务风险加大。

- 风险管理体系仍待完善。华宝投资风险管理体系仍待进一步完善，未来随着股权投资业务及金融资产投资业务的发展，公司风险管控能力将面临一定挑战。

➤ 未来展望

通过对华宝投资有限公司及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并给予上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



华宝投资有限公司

及其发行的 18 华宝 01、18 华宝 03、18 华宝 04 与 19 华宝 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照华宝投资有限公司 2018 年公开发行公司债券(第一期)(品种一)、华宝投资有限公司 2018 年公开发行公司债券(第二期)(面向合格投资者)(品种一)、华宝投资有限公司 2018 年公开发行公司债券(第二期)(面向合格投资者)(品种二)和华宝投资有限公司 2019 年公开发行公司债券(第一期)(面向合格投资者)(品种一)(分别简称“18 华宝 01”、“18 华宝 03”、“18 华宝 04”及“19 华宝 01”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据华宝投资提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据,对华宝投资的财务状况、经营状况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,进行了定期跟踪评级。

截至 2019 年 5 月末,华宝投资已发行且尚在存续期内的债券余额为 53 亿元。从过往债券发行情况来看,公司对已发行债券均能够按时付息,没有延迟支付本息情况。

图表 1. 公司已发行债券概况

债券名称	种类	发行日期	发行金额(亿元)	票面利率(%)	到期日
19 华宝 01	公司债	2019 年 4 月 15 日	13.00	4.15	2022 年 4 月 17 日
18 华宝 03	公司债	2018 年 10 月 12 日	11.00	4.30	2021 年 10 月 16 日
18 华宝 04	公司债	2018 年 10 月 12 日	5.00	4.60	2023 年 10 月 16 日
18 华宝 01	公司债	2018 年 9 月 13 日	24.00	4.60	2021 年 9 月 17 日

资料来源: Wind (截至 2019 年 5 月末)

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年一季度,全球经济增长进一步放缓,制造业景气度快速下滑,美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实,热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素;在这样的

情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，

地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

华宝投资作为中国宝武产业金融板块的核心企业，持有的股权涵盖证券、保险和融资租赁等金融行业，受我国及证券业、保险业和融资租赁行业的发展状况影响较大。

(一) 证券业行业环境

近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业市场同质化竞争较严重，加之随着证券市场层次与参与主体的日益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出更高要求。

我国证券市场经过 20 多年发展，市场规模不断壮大，市场层次与参与主

体不断丰富，监管体系与市场规则不断完善。证券市场在改善社会融资结构、优化资源配置、推动经济与金融体制改革与发展等方面发挥了重要作用。

根据沪深交易所统计数据，截至 2017 年末，沪深两市境内上市公司共有 3485 家，市价总值 56.71 万亿元。2017 年，沪深两市股基累计成交额为 242.82 万亿元。

目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。一方面，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，近年来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

2017 年，我国股票市场维持慢牛走势，沪深两市主要指数均表现为上涨，股基交易量同比仍有一定下降。债券市场震荡走熊，受货币政策收紧、金融去杠杆及委外赎回等因素影响，债券市场全年经历了 3 次收益率的快速上行。在此背景下，根据中国证券业协会行业数据统计，2017 年证券行业营业收入 3113.28 亿元，较上年下降 5.08%。其中，受股基交易量减少影响，代理买卖证券净收入为 820.92 亿元，较去年下降 22.04%；虽 IPO 募集资金较去年同期增长，但激烈的市场竞争加之再融资及债券发行金额的减少使得上市证券公司证券承销与保荐业务净收入出现下滑；随着《证券公司风险控制指标管理办法》及《基金管理公司子公司管理规定》的出台，上市证券公司资产管理业务仍处于转型阶段，业务净收入较去年小幅上升；投资收益方面，2017 年股票市场整体估值维持稳定，蓝筹股的结构性价行情使得证券公司投资收益有一定提升，而市场慢牛的走势亦使得证券公司的投资标的公允价值有所增长；利息净收入方面，两融规模的企稳回升加之证券公司加大对股票质押业务的资金投入使得其较去年同期增长 4.64%。

（二） 保险业行业环境

近年来，在“保险姓保”行业政策指引下，针对理财型产品的监管政策逐步收紧，人身险公司业务结构不断优化。2017 年，人身险行业的万能险和投连险业务大幅萎缩，原保险保费收入占规模保费比重显著回升，但行业规模保费有所下滑。相关政策对业务稳健、专注保障型产品的人身险公司影响较小，稳健型公司市场份额有所回升。盈利方面，随着市场利率上行，人身险公司的投资收益率有所改善。

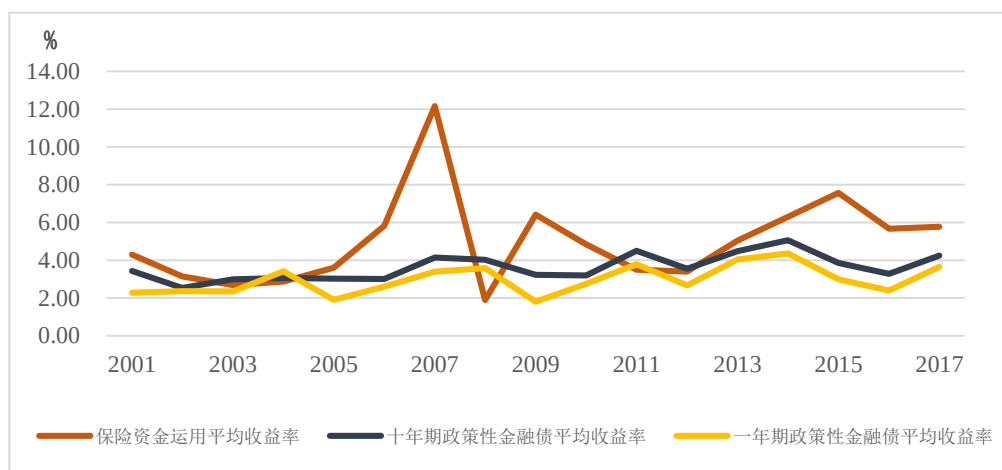
2016 年 3 月以来，为保证人身险行业的健康发展，守住不发生区域风险和系统性风险的底线，保监会多次发布针对中短存续期产品的监管政策，并提出“保险姓保”的行业政策导向，推动保障型产品发展，引导人身险公司

进行产品结构调整和业务结构优化。2017 年，保监会提出“保险业姓保，保监会姓监”的年度行业政策及监管政策，明确将继续推动保障型产品发展，提高人身险行业保障功能，而行业监管将保持高压态势，各项监管措施执行及监察力度进一步加强。在此背景下，2017 年以来，万能险及投连险等理财型产品业务增速大幅下降，来自风险保障类业务的原保险保费收入在规模保费中的比重大幅提升，人身险行业的业务结构逐步优化。而受业务结构调整影响，人身险行业原保险保费收入保持增长，但业务增速有所放缓，保户投资款新增交费及投连险独立账户新增交费规模同比有所下降，行业规模保费收入出现下降。

资金运用方面，保险公司资金运用规模保持增长，但增速有所放缓。配置结构方面，银行存款规模及占比继续下降，其他类投资的配置比重持续上升。截至 2017 年末，保险公司资金运用余额为 149,206.21 亿元，较年初增长 11.42%，其中，银行存款配置比重较年初减少 5.64 个百分点至 12.92%；债券投资配置比重较年初增加 2.44 个百分点至 34.59%；股票和证券投资基金配置比重较年初减少 0.98 个百分点至 12.30%；其他投资占比较年初增加 4.17 个百分点至 40.19%。

投资收益方面，2017 年，保险行业的资金运用实现收益 8,352.13 亿元，同比增长 18.12%，其中债券收益为 2,086.98 亿元，同比增长 11.07%；长期股权及其他投资收益为 1,183.98 亿元，同比增长 355.46%。2017 年，保险行业实现资金收益率 5.77%，较去年同期上升 0.11 个百分点。

图表 2. 保险行业资金运用收益情况（单位：%）



资料来源：根据 WIND 数据整理制作

在传统寿险产品的竞争中，先发优势是公司竞争优势的重要因素，传统型寿险产品的市场份额主要为成立时间较长的人身险公司所占据。但随着理财型人身险产品和银保合作模式的出现，新兴保险公司借道银行渠道推动理财型产品销售，迅速做大业务规模，挤占市场份额，导致前十大公司保费收入集中度持续下降。

2017 年以来，中短存续期产品类监管措施的影响逐步显现，各类人身险

公司因业务结构和资本实力差异，受到不同程度的影响。部分成立时间较短的中小型人身险公司对理财型业务依赖度较高，业务调整需求较为迫切，急需通过压缩规模保费和/或提升原保险保费收入来提升当期原保险保费收入比重。2017 年，人身险行业原保险保费收入在规模保费中比重大幅上升，而前十大公司规模保费收入集中度的增幅显著高于前十大原保险保费集中度的增幅，从侧面说明中小型人身险公司是原保险保费比重提高的主要贡献者，其业务调整压力较大。

近年来，我国财产保险行业持续发展，但受汽车产销增速回落影响，行业发展速度有所放缓。财产保险行业市场集中度高，市场竞争格局维持稳定，但产品集中在车险，导致行业处于以价格、渠道为主要竞争手段的低水平竞争阶段。随着二代偿付能力监管体系的实施，产险公司将在精算定价、风险识别等方面面临更多考验，不同产险公司的经营业绩将持续分化。

保险行业属于经营风险的特殊行业，具有很强的公众性和社会性。目前，我国保险市场仍处于初级发展阶段，保险深度及保险密度远低于世界平均水平，和国际成熟市场相比有着很大的发展空间。

我国财产保险行业以车险、企业财产险、保证保险等产品为主的结构使其具有较强的周期性特征，且与汽车行业的走向尤为相关。2015 年以来，伴随着宏观经济增速放缓和汽车产销增速的回落，我国财产保险业由前期的快速发展期步入平稳增长期，汽车保有量呈逐年增长态势，以及农业险、责任险、巨灾险等非车险种政策红利的不断释放，推动了产险行业的平稳运行。

2017 年，我国汽车产销量同比分别增长 3.2%和 3%，增速较上年同期分别下降 11.3 个百分点和 10.6 个百分点。在上年产销基数较高的情况下，汽车产销增速呈放缓态势，加之商业车险二次费改的推进，车险保费增长面临诸多不利因素，但得益于汽车保有量保持快速增长，车险保费收入总体保持平稳。与此同时，得益于宏观经济企稳和政策支持，2017 年，行业非车险业务呈现加速发展态势。2015-2017 年，产险公司原保险保费收入分别为 8423.26 亿元、9266.17 亿元和 10541.38 亿元，保费增长率分别为 11.65%、10.01%和 14.34%，2017 年以来，在非车险业务快速发展的拉动下，产险公司原保险保费收入同比增速明显回升。

近年来，随着监管不断放开，财产保险公司数量持续增长，行业竞争日趋激烈。截至 2017 年末，国内共有财险公司 85 家，含外资财险公司 22 家。自 2004 年保险市场逐步放开以来，市场高度集中的状况已有所改变，但保险市场仍然由几家大型保险机构主宰，市场集中度依然偏高，2017 年，前十大财险公司保费收入市场份额达 85.34%。随着以二代偿付能力为核心的监管体系不断升级，龙头险企行业竞争优势进一步凸显，行业地位稳固，中小险企竞争压力增大。

图表 3. 2017 年前十大财险公司保费收入排名（单位：%）

前十大财险公司	金额	份额
人保股份	3492.90	33.14
平安财险	2159.84	20.49
太保财险	1039.94	9.87
国寿财产	662.15	6.28
中华联合	388.29	3.68
大地财产	371.23	3.52
阳光财产	334.59	3.17
太平保险	220.69	2.09
出口信用	184.89	1.75
天安保险	141.72	1.34

资料来源：保监会

从产品结构来看，2017 年以来车险业务在产险公司的占比呈下降态势。在宏观经济企稳和政策支持等因素推动下，非车险保费增速高于车险保费增速，据保监会统计数据显示，2017 年前三季度，非车险业务实现原保险保费收入 2399.46 亿元，同比增长 24.90%，高于车险增速 14.42 个百分点；占比 30.70%，同比上升 2.55 个百分点。具体来看，与国计民生密切相关的责任保险和农业保险业务继续保持较快增长，分别实现原保险保费收入 344.17 亿元和 414.03 亿元，同比增长 22.59%和 14.99%；与宏观经济相关性较强的工程险增速明显加快，实现原保险保费收入 90.79 亿元，增长 17.67%，增速同比加快 7.12 个百分点。2017 年 1-11 月，车险业务实现原保险保费收入 6699 亿元，同比增长 10.34%，较前三季度下降 0.14 个百分点，与上年同期基本持平。

我国车险行业自 2006 年起实行统颁条款，在条款和费率高度同质化的情况下，产险公司渠道竞争十分激烈，根据中国保险行业协会（简称“中保协”）和中国汽车维修协会披露的“整车配件零整比”，56 种常见车型的最高系数为 1273%，高额定损价格和手续费支出成为保险公司维护代理销售渠道的重要方式，而高额的渠道成本实际上侵蚀了投保人的利益和保险公司的利润空间，制约了行业的发展。2015 年 3 月，保监会印发《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》，提出商业车险改革的时间表和路线图；2016 年 1 月 1 日，商业车险改革逐步在全国范围推广；2017 年 6 月和 2018 年 3 月，保监会分别下发《关于商业车险费率调整及管理等有关问题的通知》和《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》，进一步放开了产险公司机动车商业保险自主定价权，同时选择 4 个试点地区，不再设置费率自主浮动系数上下限。随着商业车险费率的不断放开，商业车险费率水平呈下降态势，加剧了市场在价格和条款方面的竞争。

为遏制产险公司对渠道资源的恶性竞争，2017 年 6 月，保监会在批复第一批二次商车费改条款的同时，发布《中国保监会关于整治机动车辆保险市场乱象的通知》（以下简称“，保监号文”），针对车险市场乱象提出 12 条规定。禁止以低于成本的价格销售车险产品，开展恶性竞争；虚挂中介、虚列费用套取资金；变相修改条款、违规赠礼、返现或承诺给予投保人、被保险

人保险合同约定以外的利益；利用业务便利为其他机构或个人牟取不正当利益等行为。在保监会持续加强对费用的监管下，预计行业费用率继续上升的可能性较小，但相较于车险价格的迅速调整，费用率的变化相对滞后。

整体而言，随着商业车险费改深化和车险保费的进一步下滑，大型产险公司通过发挥规模优势、加强内部成本管控等方式，仍能够实现承保端的盈利，其车险市场占用率有望进一步提升；而中小型产险公司由于缺乏有效的规模支撑，保单边际成本普遍高于大型产险公司，保费下滑使其面临费用率和赔付率共同攀升的局面，承保端利润将进一步受到挤压，未来或逐步退出车险市场。对于中小型产险公司，避开大型公司的规模优势，进行差异化深耕成为实现承保盈利的重要途径。

保险资金运用方面，随着保费收入日益增长、投资渠道逐步拓宽，我国保险资金运用余额持续增加，2015-2017 年末分别为 11.18 万亿元、13.39 万亿元和 14.92 万亿元。其中，2017 年末银行存款 1.93 万亿元，占比 12.92%；债券 5.16 万亿元，占比 34.59%；股票和证券投资基金 1.84 万亿元，占比 12.30%；其他投资 6.00 万亿元，占比 40.19%。受股票市场低迷和“偿二代”对权益类投资的风险资本金比例要求提高影响，保险资金对股票、证券投资基金等权益类资产的投资占比有所下降，而基于相对宽松的风险资本金要求，以基础设施债权投资计划为主的高利率固定收益类产品、不动产相关金融产品等另类投资仍是保险资金增配的主要方向，近两年其他投资延续增长态势，占比超过债券成为保险资金配置规模最大的资产类别。

图表 4. 2015 年以来保险行业资金运用情况（单位：亿元，%）

公司名称	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行存款	24349.67	21.78	24844.21	18.55	19274.07	12.92
债券	38446.42	34.39	43050.33	32.15	51612.89	34.59
股票和证券投资基金	16968.99	15.18	17788.05	13.28	18353.71	12.30
其他	32030.41	28.65	48228.08	36.02	59965.54	40.19
合计	111795.49	100.00	133910.67	100.00	149206.21	100.00

资料来源：保监会，新世纪评级整理

2015 年以来，险资“举牌潮”所引发的风险防范问题引起监管部门关注，为构建完整的保险资金运用风险防范政策体系，保监会于 2015 年 12 月印发《保险资金运用内部控制指引》，以进一步加强保险资金运用内部控制建设，提升保险机构资金运用内部控制管理水平。2016 年 4 月，保监会又发布《保险公司资金运用信息披露准则第 4 号：大额未上市股权和大额不动产投资》，重点规范保险机构大额未上市股权和大额不动产投资的信息披露事宜。2016 年 12 月，保监会召开专题会议，强调保险资金运用必须把握好三个原则：投资标的应当以固定收益类产品为主、股权等非固定收益类产品为辅；股权投资应当以财务投资为主、战略投资为辅；少量的战略投资应当以参股为主。2017 年 1 月，保监会出台《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》，明确禁止保险机构与非保险一致行动人共同收购上市公司等活动。

2018 年 1 月，保监会进一步出台《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》，禁止保险资金以通道、嵌套、名股实债等方式开展股权投资计划业务，同时防范地方政府违规举债等行为；2018 年 1 月 10 日，保监会、财政部联合印发《关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》，明确了保险资金运用涉及地方政府举债融资行为的政策边界，严禁险资提出规范保险资金投资，坚决制止违法违规举债担保行为。

2016 年，我国保险行业“偿二代”正式实施。2017 年 9 月，保监会印发《偿二代二期工程建设方案》，争取用 3 年左右时间，进一步推动偿二代监管规则的完善和执行机制的健全。2018 年 1 月，保监会披露了 2017 年 6 月至 12 月期间对 139 家保险公司偿付能力风险管理能力的现场评估（以下简称“SARMRA 评估”）结果。从平均分来看，172 家保险公司 2017 年平均得分 75.45 分，较 2016 年提升 1.43 分。其中，82 家产险公司平均分 72.84 分，较 2016 年提升 2.12 分。从得分区间看，172 家保险公司中，得分高于 80 分的公司有 47 家，比 2016 年增加 12 家；得分在 70 分到 80 分的有 97 家；得分 70 分以下的公司仅有 28 家，占比不到 20%。在“偿二代”实施、国务院防控金融风险精神的指导下，全行业风险管理能力稳步提升。整体而言，偿二代的实施，将进一步促进保险公司转变发展方式，引导行业转型升级。同时，将进一步深化保险监管改革，通过管好后端，推动前端进一步放开，为商业车险条款费率市场化改革、拓宽保险资金运用渠道等改革创新提供制度保障。

（三） 融资租赁行业环境

近年来，我国融资租赁行业处于爆发式增长阶段，市场参与者和业务规模逐年扩大。政策支持、旺盛的企业需求和不断拓宽的融资渠道，为融资租赁行业的发展创造有利的外部环境。但也需关注到，在金融强监管和去杠杆的背景之下，融资租赁公司在业务拓展、流动性管理等方面持续面临挑战。未来在行业转型的背景下，行业竞争格局或将进一步分化。

近年来，融资租赁行业注册公司数量呈爆发式增长。2014-2017 年，各类融资租赁公司数量年均复合增长率达 60.42%。但 2017 年以来，随着基数增长，加之金融监管和去杠杆压力，融资租赁公司数量增速有所放缓。截至 2017 年末，全国注册的各类租赁公司（不含单一项目融资租赁公司）共 9090 家，同比增长 27.38%，增速下降 30.91 个百分点。此外，融资租赁行业规模增速也趋于放缓。其中，新增融资租赁合同金额规模在 2015 年达到顶点后，已连续两年下降。根据中国租赁联盟的统计，2017 年全国融资租赁行业净新增合同金额为 7300 亿元，净新增合同金额下降 1600 亿元。整体来看，国内融资租赁行业已结束了爆发式增长阶段，未来行业发展或趋于稳定。在金融强监管、去杠杆的背景之下，行业或将面临较大的转型压力。

从行业集中度与行业竞争程度来看，据中国联盟数据统计，截至 2017 年末全国融资租赁企业注册资金达到 32031.00 亿元人民币，同比增长 25.27%；同期末，前十大租赁公司注册资本占比仍低于 5%，行业集中度仍然较低，行

业竞争较为激烈。

2017 年以来，在金融强监管的背景之下，融资租赁行业多头监管格局面临较大的调整。从监管格局看，根据 2017 年 7 月中央金融工作会议精神，在突出功能监管的大背景下，未来商务部管辖范围内的外商租赁和内资租赁公司或将纳入中央金融监管部门统一监管之下，执行统一的监管规则。但基于监管效率和成本上的考量，除金融租赁公司继续直接由中央金融管理部门或其派出机构监管外，外商租赁公司和内资租赁公司将由地方金融监管部门实施监管。此外，在监管方式上，未来在统一监管规则下，融资租赁行业或将进一步落实机构监管，并逐步强化行为监管。监管环境的变化或将对融资租赁行业的发展生态产生深远影响。

资金融通是融资租赁行业普遍关注的问题。长期以来，国内融资租赁公司的资金来源仍主要来源于银行贷款等传统融资方式。随着政策层面的放开和资本市场的成熟，融资租赁公司的融资渠道逐步多元化：2009 年 8 月，中国人民银行和银监会共同发布公告，允许合格的金融租赁公司在银行间债券市场发行金融债券；而其他融资租赁公司纷纷通过公开发行股份并上市、国内发行债券、赴香港发行人民币点心债、发行资产管理计划、进行境外借款以及与信托公司合作等多种方式获取资金，支持业务高速发展。其中，2014 年以来，随着国内债券市场的高速发展，直接融资渠道已成为融资租赁公司重要的融资方式。据 Wind 统计，2015-2017 年国内融资租赁公司（含金融租赁公司）债券发行规模分别为 540.5 亿元、1071.3 亿元和 2130.1 亿元（其中金融租赁公司债券发行规模分别为 197 亿元、280 亿元和 519 亿元）。此外，以租赁租金为基础资产的资产证券化产品规模亦呈现井喷状态，2015-2017 年，发行规模分别为 591.93 亿元、1035.23 亿元和 793.21 亿元，分别占同期企业资产证券化规模的 29.17%、22.13%和 9.99%。整体来看，随着融资渠道的扩宽，融资租赁公司负债管理工具进一步丰富。但是，也需关注到与传统的银行贷款相比，债券、ABS 等融资方式的可得性和成本受监管政策及金融市场波动的影响较大，在金融强监管和金融去杠杆的背景之下，融资租赁公司面临的流动性管理难度或将进一步加大。

2. 业务运营

华宝投资本部主要开展长期股权投资业务和中短期投资业务，并分别通过并表子公司华宝证券和华宝租赁开展证券服务业务和融资租赁业务。公司审慎开展股权投资业务，已投项目资质相对较好。同时，为提高资金使用效率，增加投资收益，公司委托华宝证券等进行中短期投资。2018 年以来，在严监管和市场趋紧的背景下，公司中短期投资规模有所波动，且部分投向关联公司发行的金融产品。此外，根据中国宝武资产重组方案，华宝信托 98% 股权将无偿划转至公司；同时，因机构及职责调整，对应中国太保股权所产生的权益均由中国宝武享有，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入

对公司的考核，对中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。资产重组及其进度将对公司未来业务、负债结构、盈利水平和盈利结构产生重大影响。

华宝投资主要业务为投资及咨询业务，包括长期股权投资业务和短期证券投资业务，此外，公司通过其并表子公司华宝证券从事证券经纪、咨询、投行等证券服务业务，通过其并表子公司华宝租赁从事融资租赁业务。2018年，公司投资收益主要包括投资各类金融资产获取的收益。

根据中国宝武资产重组方案，中国宝武所持 98%华宝信托股权将无偿划转给华宝投资，同时，因机构及职责调整，对应中国太保股权所产生的权益均由中国宝武享有，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，对中国太保投资产生的收益也不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。一方面，华宝信托划转后，公司将新增信托相关业务，但目前划转进度存在不确定性。另一方面，对中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。2018 年，公司投资收益为 9.49 亿元，同比下降 62.39%，净利润为 1.99 亿元，同比下降 91.48%。此项资产重组将对公司的业务模式、负债结构、盈利水平和结构产生重大影响。

华宝信托成立于 1998 年，主营业务包括：面向资本市场的股票、基金、债券及组合投资以及项目融资等资产管理业务；提供私募基金、年金及福利计划及平台等信托服务。截至 2018 年末，华宝信托的注册资本为 37.44 亿元，中国宝武和浙江省舟山市财政局分别持有其 98%和 2%股份，旗下控股华宝基金管理有限公司（以下简称“华宝基金”），持有其 51%股份。截至 2018 年末，华宝信托总资产 125.79 亿元，所有者权益 98.01 亿元（其中少数股东权益 9.76 亿元），净资本/各项业务风险资本之和的比率为 216.83%，当年实现营业收入合计 23.13 亿元，净利润 12.78 亿元。

（1）长期股权投资

股权投资方面，华宝投资能对投资企业有重大影响的有 3 家，分别为法兴华宝汽车租赁（上海）有限公司（以下简称“法兴华宝”）、四源合股权投资管理有限公司（以下简称“四源合”）和上海欧冶金融服务股份有限公司（以下简称“欧冶金融”）。

图表 5. 华宝投资长期股权投资情况（单位：亿元，%）

公司名称	账面价值	注册资本	持股比例	成立时间
法兴华宝汽车租赁（上海）有限公司	0.55	2.00	50.00	2009.08
四源合股权投资管理有限公司	1.00	10.00	25.00	2017.07
上海欧冶金融服务股份有限公司	3.65	14.00	25.00	2015.02

资料来源：华宝投资（截至 2019 年 3 月末）

法兴华宝成立于 2009 年，为华宝投资和 ALD 国际控股有限公司共同出资组建的汽车租赁公司。ALD 国际控股有限公司为法国兴业银行全资子公司，

是欧洲最大的汽车金融租赁品牌之一。截至 2018 年末，法兴华宝资产总额 4.86 亿元，净资产 1.11 亿元，当年实现营业收入 2.20 亿元，净利润-193.41 万元。

欧冶金融成立于 2015 年，系由华宝投资和欧冶云商股份有限公司（以下简称“欧冶云商”）共同出资组建的金融服务公司。欧冶云商，是中国宝武于 2015 年 2 月整合原有钢铁电子交易相关资源，依托互联网、物联网、大数据、移动互联等技术打造的生态型钢铁服务平台。截至 2018 年末，欧冶金融资产总额 33.46 亿元，净资产 15.60 亿元，当年实现营业收入 1.31 亿元，净利润 0.41 亿元。

四源合成立于 2017 年 7 月，是由 WL ROSS&Co.LLC、华宝投资、中美绿色东方投资管理有限公司和深圳市招商平安资产管理有限责任公司共同出资设立的，注册资本 10.00 亿元，公司持有其 25%股权。四源合作为中国第一支钢铁产业结构调整基金——四源合钢铁产业结构调整基金的普通合伙人（GP），致力于助力中国钢铁行业去除过剩产能、出清僵尸企业、加快兼并重组、提高产业集中度、实施混合所有制改革、推动新型国际产能合作，从而有效释放行业存量资产资源并优化高效配置。截至 2018 年末，四源合的资产总额为 5.72 亿元，净资产为 4.02 亿元，当年实现净利润为 1.41 亿元。

除上述三家联营或合营企业外，华宝投资持有中国太保 14.17%的股份，但受中国宝武资产重组影响，未来，股权对应的派出董、监事人选推荐权、重大事项表决权和处置权等权利均由中国宝武行使，公司不再享受中国太保股权所产生的权益，因此，2017 年末，公司将所持中国太保的长期股权投资转入其他流动资产核算，2018 年起，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。截至 2018 年末，公司所持中国太保股权的账面价值为 184.56 亿元。

中国太保成立于 1991 年 5 月 13 日，是我国成立较早的综合性保险公司，并分别于 2007 年和 2009 年在上海证交所和香港联交所成功上市，主要股东有香港中央结算（代理人）有限公司、华宝投资有限公司、申能（集团）有限公司、上海海烟投资管理有限公司和上海国有资产经营有限公司等。中国太保综合实力较强，在国内保险行业具有较突出的市场地位。2018 年末，中国太保总资产为 13359.59 亿元，归属于上市公司股东的净资产为 1495.76 亿元，同期寿险规模保费及原保费市场份额分别为 6.14%和 7.67%，同比分别增加 0.39 个百分点和 0.99 个百分点，分列行业第 5 位和第 3 位。

图表 6. 中国太保盈利情况（单位：亿元）

类别	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	2670.14	3198.09	3543.63
其中：保险业务收入	2340.18	2816.44	3218.95
投资收益	456.30	519.46	534.77

营业支出	2509.42	2987.86	3261.08
其中：退保金	135.38	101.68	126.41
赔付支出	912.38	947.86	1072.16
提取保险责任准备金	723.68	1055.58	1050.78
营业利润	160.72	210.23	282.55
归属母公司股东的净利润	120.57	146.62	180.19
华宝投资当期按权益法确认的投资收益	17.08	20.78	-

资料来源：中国太保年度报告

此外，华宝投资还对中石油管道有限责任公司（以下简称“中管道”）等开展股权投资，此类投资中，公司对于被投资企业无重大影响，故计入可供出售金融资产项下。截至 2019 年 3 月末，公司该类股权投资金额为 32.77 亿元，占可供出售金融资产比重为 37.57%。

图表 7. 华宝投资本部可供出售金融资产中股权类投资情况（单位：亿元，%）

公司名称	账面价值	注册资本	持股比例	成立时间
中石油管道有限责任公司 ¹	21.61	800.00	0.88	2015.11
四源合（上海）钢铁产业股权投资基金中心（有限合伙）	0.00	-	0.00	2017.09
中国船舶重工股份有限公司	7.58	228.79	0.58	2008.03
上海祺澳投资中心（有限合伙）	1.04	-	8.89	2016.04
其他	2.54	-	-	-
合计	32.77	-	-	-

资料来源：华宝投资（截至 2019 年 3 月末）

（2）中短期投资

华宝投资利用自有资金和部分融资资金在证券市场从事中短期金融产品投资，投资范围包括股票、债券、基金、信托计划和银行理财产品等。2017 年年中，公司开展部门架构改革，原权益投资部下属权益投资部和量化投资部被撤销，下沉部分投资人员到华宝证券、华宝信托和华宝股权等关联机构，部分人员转入金融市场部，部分人员离职。机构调整后，公司中短期投资主要由金融市场部负责，主要开展大类资产配置，以 FOF 模式开展金融资产投资业务。

2018 年末，华宝投资以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产为 86.43 亿元，占公司总资产*的比重为 17.66%，同比减少 0.83 个百分点，主要投向为资管计划信托计划和基金，年末占公允价值计量且变动计入当期损益

¹ 2015 年 12 月 24 日，根据《中国石油天然气股份有限公司 2015 年第八次董事会会议决议公告》（临 2015-034），中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）全资子公司中油管道以现金为对价收购中石油和其他转让方各自持有的中石油东部管道有限公司、中石油管道联合有限公司和中石油西北联合管道有限公司全部股权。截至本评级报告出具日，此次收购已完成工商变更，中油管道注册资本由 0.50 亿元增至 800 亿元，公司持有中油管道 0.88% 的股权。

的金融资产的比重分别为 65.46%和 16.43%。其中，信托计划和资管计划底层多为债券和股票等标准化产品。2018 年末，可供出售的金融资产（剔除股权投资部分）余额为 66.83 亿元，占公司总资产*的比重为 13.65%，同比减少 3.64 个百分点，包括以公允价值计量的权益工具 18.60 亿元，债务工具 39.03 亿元，信托计划、基金等 9.20 亿元，公司债券投资主要来自华宝证券自营业务。2019 年 3 月末，华宝投资以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产和可供出售的金融资产（剔除股权投资部分）余额分别为 104.96 亿元和 62.82 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中同业存单占比 43.08%，城投债占比 38.38%，公司债等占比 18.54%；按评级分类，AAA 级债券占比 67.95%，AA+级债券占比 12.56%，AA 级债券占比 19.03%，AA-级债券占比 0.46%。可供出售金融资产中城投债占比 77.45%，政策性银行债占比 11.32%，同业存单占比 5.72%，公司债等占比 5.51%；按评级分类，债项评级 AAA 占比 26.12%，AA+占比 8.89%，AA 占比 64.99%。

华宝投资部分中短期投资投向关联公司的金融产品，或由本部委托子公司或关联公司进行投资。2018 年末，公司投资于华宝信托旗下信托产品本金为 5.50 亿元，公允价值变动及全年实现的投资收益合计 1.00 亿元；投资于华宝基金旗下委托理财产品及基金产品本金为 4.62 亿元，公允价值变动及全年实现的投资收益合计-0.38 亿元；投资于华宝证券旗下资管计划本金为 19.51 亿元，公允价值变动及全年实现的投资收益合计为-1.21 亿元。在资本市场震荡、固定收益产品信用事件频发的环境下，公司未来面临的投资业务风险加大。

图表 8. 华宝投资中短期资产金额及占比情况（单位：亿元，%）

类别	2017 年末		2018 年末		2019 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金*	9.26	1.82	6.41	1.31	21.05	4.21
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	94.28	18.49	86.43	17.66	104.96	20.99
其中：交易性债券投资	9.19	1.80	10.36	2.12	4.87	0.97
交易性权益工具投资	3.35	0.66	5.29	1.08	2.70	0.54
其他（基金）	22.83	4.48	14.20	2.90	22.17	4.43
持有至到期投资	10.27	2.01	10.27	2.10	-	0.00
可供出售金融资产(剔除股权投资部分)	88.20	17.29	66.83	13.65	62.82	12.56
其中：可供出售债券	63.30	12.41	39.03	7.97	45.68	9.13
可供出售权益工具	8.14	1.60	18.60	3.80	8.38	1.68
其他	16.75	3.28	9.20	1.88	8.78	1.76
合计	202.01	39.61	169.94	34.72	188.83	37.75

资料来源：华宝投资

注 1：以上资产占比均为其占总资产*的比例，总资产*为总资产剔除代理买卖证券款及代理承销证券款后的值

注 2：华宝投资债券投资主要为一般企业债投资，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产中其他部分主要为货币型基金，可供出售金融资产中其他部分主要为货币基金、信托计划和委托理财产品

（3）证券业务

证券经纪及自营业务方面，华宝投资通过并表子公司华宝证券从事证券业务。华宝证券成立于 2002 年 3 月，总部位于上海，注册资金 15 亿元。2015 年 4 月，华宝证券注册资本增至 40.00 亿元。2017 年，华宝证券母公司口径总资产及母公司口径净利润排名分别为第 69 位和第 87 位。截至 2018 年末，华宝证券在全国设有 22 家分支机构，员工人数共计 588 人。

从财务数据来看，2018 年，华宝证券总资产*占华宝投资合并报表总资产的比重有所下降。利润方面，受营业收入下降及业务及管理费用上升影响，华宝证券营业利润较 2017 年有所下降，同时，由于华宝证券 2018 年营业外支出大幅下降至 0.03 亿元，净利润有所回升。2018 年，华宝证券自营业务加大了固定收益类资产投资规模，债券持仓量大幅上升，平均久期有所上升，受市场波动影响程度有所上升。2019 年 3 月末，华宝证券的总资产*为 104.06 亿元；2019 年第一季度营业收入为 1.30 亿元，净利润为 0.92 亿元。

图表 9. 华宝证券财务情况（单位：亿元，%）

类别	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产*	74.47	18.42	134.34	26.34	121.07	24.73
所有者权益	51.37	16.01	49.03	20.05	45.56	19.80
净利润	1.73	8.47	0.33	1.42	0.48	24.15

资料来源：华宝投资

注：占比为华宝证券总资产*/华宝投资总资产*×100%

（4）融资租赁业务

华宝投资主要通过控股子公司华宝租赁开展融资租赁业务。华宝租赁成立于 2017 年 2 月，由华宝投资、宝钢香港投资有限公司（以下简称“宝钢香港”）和上海都鼎企业管理中心（有限合伙）共同出资成立（以下简称“上海都鼎”），主要从事融资租赁业务、租赁业务、向国内外购买租赁财产、租赁交易咨询和担保和从事与主营业务有关的商业保理业务等。2018 年 7 月 23 日，华宝投资、宝钢香港、舟山市国有资产投资经营有限公司（以下简称“舟山国资”）分别向华宝租赁注资 5.03 亿元、2.50 亿元和 2.47 亿元，截至 2019 年 3 月末，注册资本增至 13.00 亿元，华宝投资、宝钢香港、舟山国资、上海都鼎分别持有华宝租赁 54.80%、25.00%、19.00%和 1.20%股份。

截至 2018 年末，华宝租赁的总资产为 38.71 亿元，所有者权益为 14.51 亿元，应收融资租赁款净额为 37.31 亿元，当年实现营业收入 2.46 亿元，净利润 0.49 亿元。

华宝租赁业务开展时间较短，截至 2019 年 3 月末，公司应收融资租赁款主要投向公共事业和医疗等行业，期末应收融资租赁款净额为 44.26 亿元，尚未发生逾期，减值准备余额为 0.28 亿元。

图表 10. 华宝租赁应收融资租赁款行业分布情况（亿元）

行业	2018 年末		2019 年 3 月末	
	项目个数	应收融资租赁款净额	项目个数	应收融资租赁款净额
公用事业	27	13.86	35	17.60
航运	2	0.40	2	0.37
建设	2	0.79	2	0.71
教育	3	1.62	3	1.40
医疗	31	11.21	34	11.62
交通运输	2	0.99	3	1.83
能源	1	0.57	1	0.50
文化旅游	12	7.87	18	10.22
合计	80	37.31	98	44.26

资料来源：华宝投资

图表 11. 华宝租赁应收融资租赁款期限分布情况（亿元）

期限	2018 年末		2019 年 3 月	
	项目个数	应收融资租赁款净值	项目个数	应收融资租赁款净值
1 年以内（含）	0	0.00	0	0.00
1-3 年（含）	17	7.10	24	9.84
3-5 年（含）	62	30.06	73	34.30
5 年及以上	1	0.15	1	0.12
合计	80	37.31	98	44.26

资料来源：华宝投资

注：因租金分期收取，此处仅为 1 年以内（含）需要收取的租金，无一年到期的项目

华宝租赁主要收取融资租赁利息收入及一次性收取咨询费和手续费收入获得收益。2018 年，华宝租赁实现营业收入 2.46 亿元。

管理

中国宝武持有华宝投资 100% 股权，为华宝投资的控股股东，公司产权结构清晰，股东背景较好。公司严格按照有关法律、法规的要求，建立并不断完善公司治理结构，强化内部管理，规范经营运作，目前已形成较为完善的公司治理结构。

中国宝武前身为宝山钢铁（集团）公司，成立于 1992 年 1 月，后经国务院批准，以宝山钢铁（集团）公司为主体，联合重组上海冶金控股（集团）公司和上海梅山（集团）有限公司并更名为宝钢集团有限公司。2016 年 11 月，经国务院国有资产监督管理委员会（“国务院国资委”）批准，宝钢集团和武汉钢铁（集团）公司联合重组成立中国宝武钢铁集团有限公司。

中国宝武旗下有宝钢股份、八一钢铁、宝信软件、韶钢松山等多家上市企业，并确定了以钢铁产业为基础，相关产业协同发展的发展战略，即打造以绿色精品智慧的钢铁产业为基础，新材料、现代贸易物流、工业服务、城市服务、产业金融等相关产业协同发展的格局，是国有资本投资公司试点企业。经过 30 多年发展，中国宝武在世界钢铁行业保持领先地位。2017 年，中国宝武连续第十四年进入美国《财富》杂志评选的世界 500 强榜单，位列第 204 位，在全球钢企中排名第二。截至 2018 年末，中国宝武的注册资本为 527.91 亿元，总资产为 7118.09 亿元，所有者权益 3608.56 亿元。2018 年，中国宝武实现营业收入 4386.20 亿元，净利润 274.49 亿元，华宝投资的股东背景较好。

华宝投资的主要关联企业包括公司的控股股东，公司下属控股和参股子公司，以及最终受同一股东控制的企业。截至 2018 年末，公司的关联交易主要为子公司华宝证券与关联方的证券手续费及佣金收入、公司持有华宝信托和华宝基金发行的金融产品等。2018 年末，公司持有的华宝信托、华宝基金和华宝证券金融产品投资本金合计为 29.63 亿元，并确认公允价值变动和投资收益-0.58 亿元。此外，公司为华宝信托的信托计划提供担保，截至 2018 年末，实际担保余额为 0.98 亿元。

华宝投资严格按照《中华人民共和国公司法》和其他有关法律、法规和规章制度的规定，不断完善公司治理结构，强化内部管理，规范公司经营运作。《华宝投资有限公司章程》规定了股东的权利和义务，设立董事会、监事会和经营管理机构，形成决策、监督和执行相分离的管理体系。

华宝投资设董事会，其成员为七人。董事会包括一名公司职工代表，由公司职工民主选举产生。董事会设董事长一人，由股东从董事会成员中指定。董事的任期每届为三年。非由职工代表担任的董事任期届满，经股东连续委派可以连任。董事会中的职工代表经公司职工民主选举，连选可以连任。董事会会议应有三分之二以上的董事出席方可举行。董事会决议的表决，实行一人一票。董事会决议应经全体董事会成员过半数同意后生效。

华宝投资设监事会，其成员为三人。监事会成员中包括一名公司职工代表，由公司职工民主选举产生。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为三年，非职工监事任期届满，经股东连续委派可以连任；监事会中的职工代表经公司职工民主选举，连选可以连任。监事会每年度至少召开一次会议。监事会会议应有三分之二以上的监事出席方可举行。监事会决议的表决，实行一人一票。监事会决议应当经过半数监事通过后生效。

跟踪期内，根据华宝投资提供的 2019 年 6 月 20 日《企业信用报告》，公司无违约情况发生。

财务

2018 以来，华宝投资利润主要来自中短期持有各类金融产品产生的投资收益及公允价值变动损益。根据中国宝武资产重组方案，公司虽继续持有中国太保股权，但所持中国太保股权产生的权益均由中国宝武享有，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，对中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。在华宝信托股权划转落地后，公司营业收入及盈利能力将得到一定补充，但由于实际划转进度存在不确定性，对公司未来财务表现构成重大影响。总体来看，资产重组及其实施进度将对公司盈利水平和盈利结构产生重大影响。此外，在金融去杠杆和资本市场不确定性增加的背景下，公司中短期投资业务面临的风险有所上升。2017 年以来，受资产重组及太保会计科目调整影响，公司资产负债率上升较快。2018 年，公司短期借款和卖出回购金融资产款有所减少，有息债务有所下降。目前公司高流动性资产规模较大，对短期债务和有息债务实现较好覆盖。

1. 公司财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对华宝投资的 2016-2018 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）、企业会计制度及其补充规定。公司在历次审计检查中未发现重大问题、未出现重大资产损失，未接受过通报、批评等情况。

截至 2018 年末，华宝投资经审计合并口径资产总额 508.37 亿元；所有者权益合计 230.10 亿元（归属母公司所有者的股东权益 214.56 亿元）；2018 年实现营业总收入 8.21 亿元，净利润 1.99 亿元（归属母公司所有者的净利润 1.61 亿元）。

截至 2019 年 3 月末，华宝投资未经审计合并口径资产总额 521.82 亿元，所有者权益 244.70 亿元（其中，归属于母公司所有者权益为 228.84 亿元），2019 年第一季度实现营业总收入 2.39 亿元，净利润 12.95 亿元（归属母公司所有者的净利润 12.63 亿元）。

华宝投资主要从事股权、金融产品等投资业务，并通过控股子公司华宝证券有限责任公司从事证券服务业务；通过控股子公司华宝都鼎（上海）融资租赁有限公司从事融资租赁业务。

华宝投资 2018 年将 24 项结构化主体纳入合并报表范围，其中，11 项结构化主体为由华宝证券作为管理人的资产管理计划，8 项结构化主体由华宝信托作为管理人的信托计划，2 项结构化主体由华宝股权作为管理人的股权投资基金，1 项华宝证券持有的由华鑫证券作为管理人的资产管理计划，2 项结构化主体为由华宝基金作为管理人的资产管理计划。截至 2018 年末，结构化主

体年末资产总额为 31.16 亿元，负债总额为 0.18 亿元。

图表 12. 华宝投资纳入合并范围子公司情况（单位：亿元，%）

公司名称	简称	持股比例	注册资本	主营业务	成立时间
华宝证券有限责任公司	华宝证券	83.07	40.00	证券经纪、自营、资产管理、投资咨询，融资融券等证券相关业务	2002.03
华宝都鼎（上海）融资租赁有限公司	华宝租赁	54.80	13.00	融资租赁业务	2017.02
华宝（上海）股权投资基金管理有限公司	华宝股权	100.00	0.20	股权投资管理、投资管理和资产管理等业务	2016.12

资料来源：华宝投资（截至 2019 年 3 月末）

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

偿债能力方面，华宝投资资本实力较强。2017 起，受所持中国太保股权的会计科目调整和有息债务融资增加的影响，公司股东权益有所下降，总负债大幅上升。2016-2018 年末，公司股东权益分别为 320.83 亿元、244.55 亿元和 230.10 亿元，总负债*分别为 83.37 亿元、265.43 亿元和 259.41 亿元。2016-2018 年末，公司的资产负债率*分别为 20.63%、52.05%和 52.99%。2019 年 3 月末，公司的股东权益、总资产*和总负债*分别为 244.70 亿元、500.15 亿元和 255.45 亿元，资产负债率*为 51.07 %。

华宝投资有息债务主要由应付债券、长期借款、卖出回购金融资产款、短期借款、应付短期融资款和拆入资金构成，2018 年末，公司有息债务总额为 167.55 亿元，较上年减少 6.73 亿元。其中，短期借款减少 6.62 亿元，卖出回购金融资产款减少 7.34 亿元，长期借款增加 11.45 亿元。

图表 13. 华宝投资有息债务构成情况（单位：亿元）

类别	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期借款	1.03	19.78	13.16
拆入资金	5.53	7.03	6.50
卖出回购金融资产款	7.65	51.78	44.44
长期借款（含一年内到期的长期借款）	15.89	34.89	46.34
应付债券（含一年内到期的应付债券）	39.88	39.95	39.97
应付短期融资款	1.70	20.85	17.13
合计	71.68	174.28	167.55

资料来源：华宝投资

根据华宝投资审计报告，2016 年 7 月，公司将对关联方华宝信托原担保金额上限由 12.00 亿元调整为 2.00 亿元人民币，截至 2018 年末，实际金额担

保余额为 0.98 亿元。

(2) 现金流分析

2016-2018 年及 2019 年第一季度，华宝投资经营活动产生的现金流量净额分别为-0.81 亿元、-44.19 亿元、-13.78 亿元和-2.22 亿元。2016 年经营活动产生的现金流量净额为负，主要是华宝证券缩减了投资规模，回购业务资金流出随之增加所致；公司 2017 年经营活动产生的现金流量净额为负，主要是子公司华宝证券投资金融资产规模变大，以致现金净流出增多所致。2018 年，公司经营性现金流净额为-13.78 亿元，主要是子公司华宝租赁的融资租赁业务扩展，以及受证券市场行情影响，子公司华宝证券经纪业务所涉及的代理买卖证券款流出增加所致。

2016-2018 年及 2019 年第一季度，华宝投资投资活动产生的现金流量净额分别为 32.10 亿元、-17.14 亿元、41.38 亿元和 7.63 亿元。公司投资活动产生的现金流量净额呈波动趋势，主要原因是公司的投资行为具有滚动操作的特点，不同投资项目或标的的投资期限、收益分配时点及投资收益确认时点分布不均，且发行人会根据金融市场行情制定及调整投资策略，从而增加或减少金融资产配置。

2016-2018 年及 2019 年第一季度，华宝投资筹资活动产生的现金流量净额分别为-13.49 亿元、18.65 亿元、-32.51 亿元和 12.36 亿元。公司筹资活动产生的现金流量净额总体呈波动趋势。

(3) 资产质量分析

2016-2018 年末，华宝投资总资产*分别为 404.21 亿元、509.99 亿元和 489.52 亿元，主要由长期股权投资、可供出售金融资产、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产及其他流动资产构成。2016 年末，公司长期股权投资占总资产*的比重较高，主要为公司持有的中国太保流通股。2017 年以来，公司将中国太保股权由长期股权投资转入其他流动资产核算，其他流动资产占比快速上升。同期，由于并表子公司华宝证券通过债券质押等方式融入资金规模较大，叠加短期和长期债务均上升较快，公司短期债务和有息债务均有较大规模上升，但公司流动资产对其覆盖程度仍维持在较好水平。总体来看，公司持有的短期可变现资产规模较大，对短期债务的覆盖度较高。

图表 14. 华宝投资的资产构成占比情况（单位：%）

类别	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
货币资金*	7.90	1.82	1.31	4.21
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	13.98	18.49	17.66	20.98
持有至到期投资	0.10	2.01	2.10	0.00
可供出售金融资产	22.59	25.24	20.36	17.44

长期股权投资	47.22	0.95	1.06	1.04
其中：对中国太保的投资	46.19	-	-	-
其他	8.21	51.49	57.51	56.33
其中：对中国太保的投资	-	38.20	37.70	-
总资产*	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：华宝投资

注：以上资产占比均为各项资产占总资产*的比例。

图表 15. 华宝投资短期偿债能力（单位：%）

类别	2016 年末	2017 年末	2018 年末
货币资金*/短期债务	200.65	6.53	7.12
（货币资金*+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产）/短期债务	1,129.98	163.73	213.97
（货币资金*+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产）/有息债务	250.77	133.26	114.90

资料来源：华宝投资

截至 2019 年 3 月末，华宝投资本部共获得各银行授信合计 63.16 亿元，其中未使用额度为 21.27 亿元。

3. 公司盈利能力

2016-2018 年及 2019 年第一季度，华宝投资分别实现营业利润 19.78 亿元、24.76 亿元、1.87 亿元和 13.71 亿元，主要来源于投资收益。

图表 16. 华宝投资利润构成情况（单位：亿元）

类别	2016 年	2017 年末	2018 年末	2019 年第一季度
营业总收入	6.29	7.55	8.21	2.39
营业总成本	8.78	11.45	15.15	3.90
其他经营收益	22.27	28.67	8.72	15.22
其中：投资收益	25.83	25.22	9.49	10.57
公允价值变动收益	-3.56	3.24	-0.77	4.65
营业利润	19.78	24.76	1.87	13.71
营业外收入	0.39	0.02	0.08	0.05
营业外支出	0.00	1.10	0.03	0.003
利润总额	20.17	23.68	1.92	13.76

资料来源：华宝投资

2018 年，由于华宝投资所持中国太保股权产生的权益均由中国宝武享有，

中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，对中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有，受此影响，2018 年，公司长期股权投资确认的投资收益大幅下降，实现投资收益 9.49 亿元，同比下降 62.39%。公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产主要投向货币基金、债券和股票，2018 年，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产投资收益为 2.14 亿元。2018 年，因公司可供出售金融资产投资收益同比有所上升，全年实现投资收益 6.31 亿元。在资本市场震荡、固定收益产品信用事件频发的环境下，公司未来面临的投资业务风险有所上升。

图表 17. 华宝投资的投资收益构成（单位：亿元，%）

类别	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
以公允价值计量且变动计入当期损益金融资产投资收益	6.09	23.57	-1.31	-5.21	2.14	22.55
可供出售金融资产投资收益	2.77	10.72	5.97	23.66	6.31	66.49
持有至到期投资收益	0.02	0.09	0.08	0.32	0.65	6.85
长期股权投资收益	16.98	65.72	20.81	82.52	0.45	4.74
其他	-0.03	-0.10	-0.33	-1.29	-0.06	-0.63
合计	25.83	100.00	25.22	100.00	9.49	100.00

资料来源：华宝投资

2018 年，华宝信托实现营业总收入 23.13 亿元，约为华宝投资同期营业收入的 2.82 倍，其中手续费及佣金收入为 21.81 亿元。目前，公司盈利以投资收益和公允价值变动损益为主，华宝信托的划入将拓宽公司业务条线，优化公司的盈利结构。

外部支持因素

中国宝武持有华宝投资 100%的股权，为公司的控股股东，公司的实际控制人为国务院国资委。中国宝武旗下有宝钢股份、八一钢铁、宝信软件、韶钢松山等多家上市企业，资本实力雄厚，并确定了以钢铁产业为基础，相关产业协同发展的发展战略，即打造以绿色精品智慧的钢铁产业为基础，新材料、现代贸易物流、工业服务、城市服务、产业金融等相关产业协同发展的格局，是国有资本投资公司试点企业。截至 2018 年末，中国宝武的注册资本为 527.91 亿元，总资产为 7118.09 亿元，所有者权益 3608.56 亿元。2018 年，中国宝武实现营业收入 4386.20 亿元，净利润 274.49 亿元。公司作为中国宝武内重要的金融股权投资管理平台，在资本补充和业务发展等方面能够得到中国宝武的有力支持。

跟踪评级结论

中国宝武持有华宝投资 100%的股权，为公司的控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。公司作为中国宝武内重要的金融股权投资管理平台，在资本补充和业务发展等方面能够得到中国宝武的有力支持。

华宝投资主要业务为投资及咨询业务，包括长期股权投资业务和中短期投资业务，此外，公司通过其并表子公司华宝证券从事证券经纪、咨询、投行等业务，通过其并表子公司华宝租赁从事融资租赁业务。公司对于股权投资业务较为审慎，已投资项目多与中国宝武或其它资本实力较强的公司合作投资。公司闲置资金多用于中短期投资业务，以期实现资产的价值增值。2018 年以来，公司中短期投资规模有所波动，且部分投向关联公司发行的金融产品。

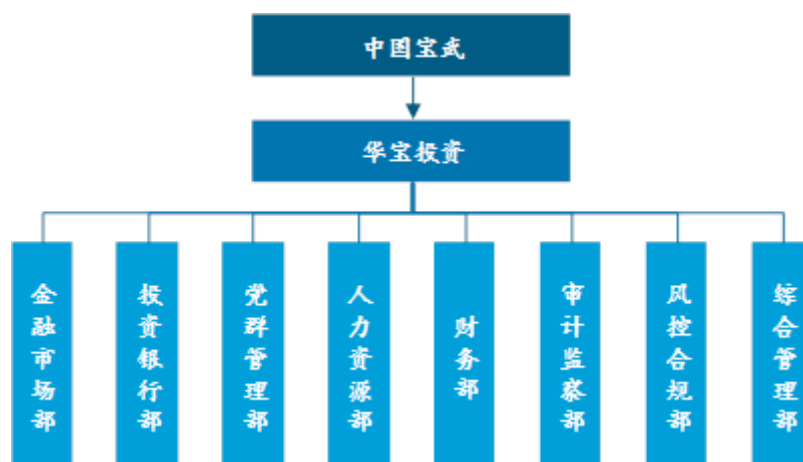
华宝投资的盈利主要来自中短期持有各类金融产品产生的投资收益及公允价值变动损益，2018 年起，公司虽继续持有中国太保股权，但所持中国太保股权产生的权益均由中国宝武享有，中国宝武不将中国太保的投资相应的权益纳入对公司的考核，对中国太保投资产生的收益不计入公司的业绩，相应产生的分红也由中国宝武享有。按计划华宝信托股权将划转至公司，但由于实际划转进度存在不确定性，对公司的财务表现构成重大影响。由于中国宝武混改的最终方案尚未确定，需持续关注中国宝武混改方案对公司的影响。此外，在资本市场震荡，固定收益产品利率处于低点及信用风险事件频发的背景下，公司的投资业务及盈利能力将面临较大挑战。

2018 年，华宝投资有息债务有所下降，主要是由于短期借款和卖出回购金融资产款减少所致。2017 年以来，受资产重组影响，公司资产负债率上升较快，但公司高流动性资产规模较大，对短期债务和有息债务实现较好覆盖。

本评级机构将持续关注：（1）中国宝武混改方案对公司业务、资产、利润等方面的影响；（2）股票市场和债券市场波动对公司资产质量及盈利的影响；（3）公司股权投资业务开展情况及相关业务风险。

附录一：

公司股权及架构图



注：根据华宝投资提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：
主要财务数据及指标表

主要财务指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
总资产(亿元)	450.41	535.60	508.37	521.82
总资产*(亿元)	404.21	509.99	489.52	500.15
货币资金*（亿元）	31.92	9.26	6.41	21.05
所有者权益（亿元）	320.83	244.55	230.10	244.70
归属于母公司所有者权益（亿元）	307.15	230.91	214.56	228.84
总负债（亿元）	129.57	291.05	278.27	277.11
总负债*（亿元）	83.37	265.43	259.41	255.45
有息债务（亿元）	71.68	174.28	167.55	-
短期债务（亿元）	15.91	141.85	89.97	-
营业总收入（亿元）	6.29	7.55	8.21	2.39
营业利润（亿元）	19.78	24.76	1.87	13.71
净利润（亿元）	20.41	23.32	1.99	12.95
资产负债率*（%）	20.63	52.05	52.99	51.07
权益负债率（%）	40.39	119.01	120.93	113.25
短期债务/有息债务（%）	22.19	81.39	53.70	-
货币资金*/短期债务（%）	200.65	6.53	7.12	-
营业利润率（%）	314.51	328.07	22.73	572.57
平均资产回报率（%）	5.00	5.10	0.40	2.62
平均资本回报率（%）	6.45	8.25	0.84	5.45

注：表中数据依据华宝投资经审计的 2016-2018 年财务数据及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算，其中，货币资金*已剔除客户资金存款，总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款和代理承销证券款后的净额。

附录三：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
总资产*	期末资产总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款
货币资金*	期末货币资金-期末客户存款
总负债*	期末负债总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款
有息债务	期末短期借款+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产款+期末一年内到期的长期债务+期末长期借款+期末应付债券+期末其他负债中中应计入部分
短期债务	期末短期借款+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产款+期末一年内到期的长期债务+期末短期债券+期末其他负债中中应计入部分
资产负债率*	期末总负债*/期末总资产*×100%
权益负债率	期末总负债/期末所有者权益×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业总收入×100%
平均资产回报率	报告期净利润/[(期初总资产*+期末总资产*)/2] ×100%
平均资本回报率	报告期净利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2] ×100%

注：上述指标计算以华宝投资合并财务报表数据为准；

附录四：

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 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。

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（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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、准确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《新世纪工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。