



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪449号

上海二三四五网络控股集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“上海二三四五网络控股集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（品种一）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月十三日

上海二三四五网络控股集团股份有限公司 2018 年 面向合格投资者公开发行公司债券（品种一）跟踪评级报告（2019）

发行主体	上海二三四五网络控股集团股份有限公司		
债券简称	18 二三 01		
债券代码	112699		
发行规模	人民币 5.00 亿元		
存续期限	2018/5/15~2021/5/15（附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权）		
上次评级时间	2018/5/2		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AA	评级展望 稳定

概况数据

二三四五	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	66.47	77.87	93.30	98.46
总资产（亿元）	73.61	91.72	117.76	120.30
总债务（亿元）	2.58	3.34	12.84	11.66
营业总收入（亿元）	17.42	32.00	37.74	13.03
营业毛利率（%）	72.59	89.41	89.43	93.26
EBITDA（亿元）	7.16	9.32	16.76	-
所有者权益收益率（%）	9.55	12.24	14.71	19.71
资产负债率（%）	9.70	15.11	20.77	18.15
总债务/EBITDA（X）	0.36	0.36	0.77	-
EBITDA 利息倍数（X）	190.01	51.24	28.69	-
高新投	2016	2017	2018	2019.Q1
总资产（亿元）	78.96	134.70	205.27	206.38
净资产（亿元）	65.59	111.96	117.87	122.63
在保责任余额（亿元）	1,169.79	959.62	1,092.39	1,142.99
净资产放大倍数（倍）	17.83	8.57	9.27	9.32
担保业务收入（亿元）	5.24	7.28	8.24	-
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33	3.68
担保准备金（亿元）	3.70	4.25	4.97	4.97
累计代偿率（%）	0.39	0.29	0.15	-
累计追偿率（%）	28.44	40.24	-	-
代偿保障率（%）	0.89	3.14	0.09	1.45

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2.2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

跟踪期内，上海二三四五网络控股集团股份有限公司（以下简称“二三四五”或“公司”）产品结构不断丰富，推动收入规模持续增长，同时 EBITDA 能对债务本息形成良好保障。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司面临行业监管和产业政策风险、信息安全风险、短期消费类贷款资产质量风险和商誉减值风险等因素对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持二三四五主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“上海二三四五网络控股集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（品种一）”信用等级为 AAA。上述债券级别主要考虑了深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 产品结构不断丰富，推动收入规模持续增长。2018 年公司开发并运营 2345 网址导航桌面版等小工具，并推出基于区块链技术的“2345 星球联盟”，产品结构进一步丰富，移动端收入大幅增长带动整体业务规模持续扩张。2018 年公司实现营业收入 37.74 亿元，同比增长 17.95%。
- EBITDA 对债务本息形成良好保障。公司 2018 年利润增长带动当年 EBITDA 同比增长 79.81%至 16.76 亿元，加之债务规模小，同期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.77 倍和 28.69 倍，EBITDA 能对债务本息形成良好保障。
- 强有力的担保实力。担保方高新投作为专业性的担保机构，在行业内具有很强的综合实力和担保实力，由其提供的保证担保能有效提升本次债券本息到期偿付的安全性。



分析师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

曾永健 yjzeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月13日

关注

- 行业监管和产业政策风险。公司所处互联网及互联网金融行业监管趋严，近年来国家互联网金融风险专项整治进度加快以及一系列行业规范政策发布实施，或将对公司业务发展造成一定不利影响。
- 信息安全风险。公司从事互联网信息服务及互联网金融服务行业，兼具互联网和金融双重属性，若用户数据遭到窃取、泄露或非法篡改等将对客户隐私、客户权益构成一定威胁，相关信息安全问题或将对公司经营产生一定负面影响。
- 短期消费类贷款资产质量风险。2018年末公司短期消费类贷款原值 15.83 亿元，当年计提资产减值准备 6.11 亿元，年末账面价值 9.71 亿元，该部分账面贷款资产质量及回收风险需予以关注。
- 商誉减值风险。2018年末公司商誉 24.08 亿元，占总资产比重为 20.45%，若并购对象未来经营发生重大变化，将对公司资产质量及盈利能力产生较大影响，中诚信证评对公司未来商誉减值情况保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

上海二三四五网络控股集团股份有限公司（以下简称“二三四五”或“公司”）于2018年5月15日公开发行“上海二三四五网络控股集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（品种一）”（债券简称“18二三四五”，以下简称“本次债券”），发行规模为5.00亿元，票面利率为6.00%，期限为3年期，在债券存续期的第2个计息年度末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后，用于增资全资子公司上海二三四五大数据科技有限公司（以下简称“大数据公司”，该公司主要从事大数据科技、信息技术领域内的技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让，数据处理服务，云平台服务，云基础设施服务，企业管理咨询等业务）。

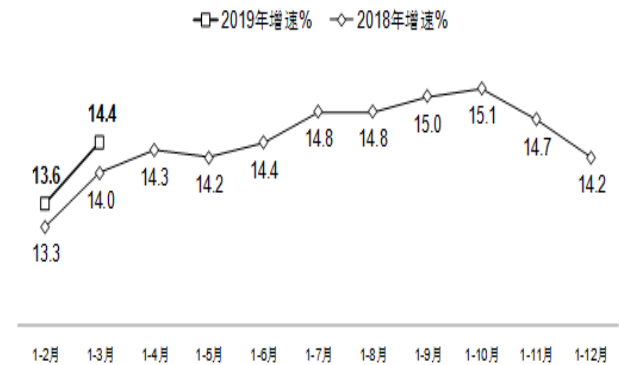
本次债券募集资金扣除发行费用后实际到账49,780万元，公司已于2018年8月17日完成对大数据公司增资及工商变更。截至2018年12月31日，大数据公司已使用募集资金24,683万元，剩余25,097万元。

行业分析

2018年我国软件行业总体保持平稳较快发展，产业规模进一步扩大，各产业内部结构持续调整优化，新兴信息技术与传统产业融合加深，产业生态链不断完善。

随着信息技术在各行业不断深入应用，各类企业对软件需求不断扩大。2018年我国软件行业总体保持平稳较快发展，产业规模进一步扩大，盈利能力稳步提升，云计算、大数据及人工智能等新一代信息技术将加速渗透经济和社会生活各个领域，产业服务化、平台化和融合发展态势更加明显。根据国家工信部数据，当年实现软件业务收入63,061亿元，同比增长14.2%；同期取得利润总额8,079亿元，同比增长9.7%。2019年1~3月，我国软件业完成软件业务收入14,755亿元，同比增长14.4%，增速同比提高0.4个百分点。

图1：2018.01~2019.03我国软件行业收入增速情况



资料来源：国家工信部，中诚信证评整理

目前我国软件产业向高质量方向发展步伐加快，各产业内部结构持续调整优化，产业生态链不断完善。我国人口基数庞大、互联网普及程度高和基础数据资源丰富等特点，有力促进云计算、大数据以及人工智能技术快速落地和应用发展。同时，云计算、大数据和人工智能技术也全面影响到传统软件开发领域，使开发、交付和盈利等模式转型，引发计算平台重构并带来新市场空间，使平台软件、APP软件等快速兴起，推动软件产品收入规模持续增长。此外，新兴信息技术与传统产业融合加深共同推动软件行业发展。

整体来看，软件行业短期内随着新兴产业蓬勃发展和各领域信息化程度不断提高，传统行业信息化基础建设正在加速推进。同时，银行、电信和能源等重点行业信息化建设已经取得一定成就，发展重心将逐步向应用系统升级优化以及技术服务调整，上述两方面将是未来一定时期内拉动我国软件市场产品和服务增长重要力量。从长期来看，云计算、大数据、智慧城市和互联网+等将是软件行业未来发展方向，将带动软件行业进入革新发展新阶段，软件应用将渗透到经济和社会生活各个领域，软件产业将与其他产业加快融合步伐，行业格局或将面临较大调整，产业结构不断优化。

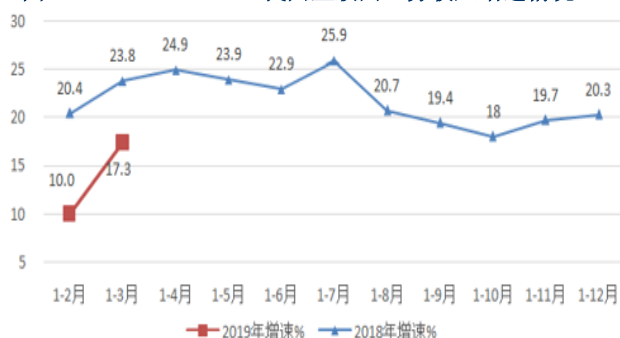
随着我国互联网行业快速发展，互联网渗透率不断提高，行业收入规模保持增长，但同时收入增速整体下滑，加之相关企业获客成本增加，未来行业竞争将逐步加剧。

近年随着我国经济发展稳步增长，互联网基础设施建设投资力度加大，行业迎来快速发展，互联网普及率不断提升，入网门槛进一步降低。根据中国互

联网络信息中心报告显示,截至2018年12月末我国网民规模达8.29亿,全年新增网民5,653万,互联网普及率为59.6%,较2017年底提升3.8个百分点。同时,随着智能手机普及以及三大电信运营商网络建设渗透率不断深入,手机网民规模呈逐年增长态势,占比不断提高。当年末我国手机网民规模达8.17亿,全年新增手机网民6,433万,网民中使用手机上网比例由2017年底97.5%提升至2018年底98.6%,较上年提升1.1个百分点。我国网民以中青年群体为主,并持续向中高龄人群渗透。未来我国网民增长主要来自于新增人口、偏远地区人群以及老年群体。同时,目前我国互联网渗透率不断提高,ToB领域将成为未来互联网企业发展方向。

在物联网、大数据、云计算等信息技术和资本力量共同推动下,互联网行业业务不断创新拓展,共享经济、数字支付和跨界电商等新业态不断发展壮大,激发居民消费需求加快升级,对经济社会发展支撑作用不断增强。2018年我国互联网和相关服务业保持平稳较快增长,当年我国规模以上互联网和相关服务企业完成业务收入9,562亿元,同比增长20.3%,月度收入增速整体呈现下滑趋势。2019年一季度,我国互联网和相关服务业行业规模稳步扩大,收入增速较上年同期回落明显。当期我国规模以上互联网和相关服务企业完成业务收入2,402亿元,同比增长17.3%,增速较上年同期下降6.5个百分点。

图2: 2018.01-2019.03 我国互联网业务收入增速情况



资料来源:国家工信部,中诚信证评整理

近年我国网民规模快速增长,人口红利逐渐消失,一、二线城市互联网应用新增流量已趋于饱和。未来,互联网企业运营受获客成本持续提升影响,将逐渐转向低线城市和存量市场。同时,随着移动互联网的进一步普及,互联网消费场景向多元化发

展,线上线下不断融合,互联网服务范围向更深更广发展,竞争越发激烈,但未来行业仍将保持良好发展势头。

2018年我国个人消费贷款规模仍较大,但网贷行业景气度大幅降低,监管趋严将有助于未来行业的有序发展。

互联网金融是指传统金融机构与互联网企业利用互联网技术和信息通信技术实现资金融通、支付、投资和信息中介服务的新型金融业务模式,主要包括P2P网贷、众筹、第三方支付、数字货币和大数据金融等。根据中国人民银行数据显示,截至2018年12月,我国金融机构个人消费贷款余额为37.79万亿元,同比增长19.90%,规模仍较大。但同期互联网金融公司业绩普遍下滑,根据第一网贷发布的《2018年全国P2P网贷行业快报》显示,2018年我国网贷行业成交额、基本正常平台数量、贷款余额和参与人数四大指标同比分别下降50.28%、43.82%、29.74%、8.14%,系我国网贷平台上线十一年来首次下降,行业景气度大幅降低。

根据钱诚数科大数据系统显示,截至2018年末,全国小贷公司共有8,133家,较2017年底的8,551家减少418家,降幅达4.89%;从业人员90,839人,较2017年的103,988人减少13,149人,下降12.64%;贷款余额9,550.44亿元,较2017年的9,799.49亿元减少249.05亿元,下降2.54%,小贷行业主要经营指标呈下降趋势。

行业政策及监管方面,近年互联网金融行业在快速发展同时也暴露出诸多问题,包括存在过度授信及暴力催收等不合规经营方式。2018年互联网金融行业延续2017年严监管态势,当年3月互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室下发《关于加大通过互联网开展资产管理业务整治力度及开展验收工作的通知》,要求互联网平台未经许可,不得依托互联网发行销售资产管理产品,存量业务应当最迟于2018年6月底前压缩至零。同年8月,全国网络借贷风险专项整治工作领导小组办公室下发《关于开展P2P网络借贷机构合规检查工作的通知》,一同下发的还有《P2P合规检查问题清单》,意味着网贷行业整改验收工作正式进入实质性启

动阶段。同月,《关于报送 P2P 网贷平台借款人逃废债信息的通知》下发,指出近期部分网贷平台借款人发生“恶意逃废债”、逾期不还款,等待平台资金链断裂倒闭,从而逃脱还款义务,一定程度上加剧网贷行业风险。当年 12 月深圳互金协会发布包括“降余额、降人数、降门店、降存量”等在内的网贷“十律”,被称为是有史以来地方“最严条例”。近年国家政策密集出台,标志着我国互联网消费金融从增长期进入整顿期。未来随着国家监管政策进一步实施,互联网金融行业将更趋规范,无资质机构将难以开展互联网金融业务。中短期来看,互联网金融行业增速将会受到一定影响,行业集中度将进一步提升,业务合规开展及风控模型改善等成为业内机构主要着力点。长期来看,互联网金融行业机构规模将逐步扩大,用户群体将更加稳定。总体来看,近年来国家互联网金融风险专项整治进度加快以及一系列行业规范政策发布实施,将有助于行业进入有序发展阶段。

业务运营

2018 年公司继续推进“互联网+金融创新”战略,不断加大互联网信息服务发展力度。当年公司实现营业收入 37.74 亿元,同比增长 17.95%,其中互联网信息服务业务和互联网金融服务业务分别实现收入 24.80 亿元和 17.92 亿元,同比分别增长 110.35%和下降 14.38%,占营业收入(占合并抵消后收入,下同)比重分别为 65.71%和 47.49%。值得关注的是,受政策因素影响,2017 年底公司互联网金融服务业务的现金贷产品全线终止,该板块 2018 年收入及盈利规模有所下降。2018 年我国互联网金融行业监管政策密集出台,行业整治进度进一步加强。随着政府监管部门针对互联网、互联网金融领域的政策趋严,公司或将面临一定政策风险,并影响其相关业务发展,中诚信证评对此予以关注。2019 年一季度公司互联网信息服务业务及互联网消费金融业务增长较快,当期实现营业收入 13.03 亿元,同比增长 196.68%,其中互联网信息服务业务和互联网金融服务业务分别实现收入 8.02 亿元和 7.20 亿元,较上年同期分别增长 112.20%和

857.69%,收入规模持续大幅增长。

表 1: 2017~2018 年公司营业收入构成

单位: 亿元、%

	2017年		2018年		收入同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
互联网信息服务	11.79	36.84	24.80	65.71	110.35
互联网金融服务	20.93	65.43	17.92	47.49	-14.38
其他业务	-	-	0.41	1.09	100.00
合并抵消	-0.73	-2.27	-5.39	-14.29	-
合计	32.00	100.00	37.74	100.00	17.95

注: 尾数差异系四舍五入形成。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司在巩固 2345 系列产品 PC 端地位同时, 加强移动端业务发展, 2018 年开发并运营多款产品, 移动端收入规模大幅增长。

2018 年公司大力发展互联网信息服务业务, 加强 PC 端、移动端和 WEB 端资源整合。当年公司互联网信息服务业务实现营业收入 24.80 亿元, 同比增长 110.35%。目前 2345 系列产品合计已覆盖超过 2.6 亿互联网及移动互联网用户, 其中核心产品“2345 网址导航”运营多年, 积累了庞大的互联网用户群体。2018 年末, 公司 2345 网址导航位列国内排名前三¹, 2345 加速浏览器位列国内第三², 保持行业领先地位。2018 年公司开发并运营 2345 网址导航桌面版、2345 影视大全桌面版、PDF 阅读器和 2345 游戏盒子等小工具, 并推出了基于区块链技术的“2345 星球联盟”, 产品结构进一步丰富。公司在巩固 PC 端优势地位同时, 加强移动端业务发展力度, 2018 年移动端营业收入为 15.91 亿元, 同比增长 411.25%, 推动互联网信息服务业务规模增长。公司具有较为丰富的产品体系, 既满足用户多元化需求, 又充分发挥各产品之间优势互补的特点, 有助于整体业务快速发展。近年公司不断加强信息安全管理体的建立, 将产品安全需求、安全设计、安全开发和安全测试等环节融入到产品开发流程, 优化完善安全立体防护体系, 保障关键信息基础设施安全, 提高公司信息系统整体安全防护水平。但

¹ 数据来源于公司 2018 年年度报告。

² 数据来源于公司 2018 年年度报告。

同时，若用户数据遭到窃取、泄露或非法篡改等将对客户隐私、客户权益构成一定威胁，相关信息安全问题或将对公司经营产生一定负面影响。

2018年1月公司自建的“2345王牌联盟”通过运用区块链技术升级为“2345星球联盟”。“2345星球联盟”基于分布式记账、共识机制和智能合约等底层架构，运用公开透明的价值获取与分配算法，实现用户网络行为的价值量化及共享，将打造成为一个去中心化、可信任的网络生态圈。2018年2月，公司上线区块链项目官网，并发布《二三四五区块链方案白皮书》（以下简称“白皮书”）。白皮书中宣布推出“2345星球联盟计划”，计划基于区块链技术，打造一个用户通过行为能获得激励的平台。2018年公司通过京东众筹等渠道推出具有接收用户行为数据、发布生态任务、CDN加速、云存储、分布式处理及分布式数据挖掘等云计算功能的智能终端硬件产品“章鱼星球”，进一步提升公司推广优势，获取更多商业价值。公司通过推广自有及第三方产品，有效提升PC端及移动端产品渗透率，使得获客成本处于行业较低水平，为业务发展提供有力支持。

值得注意的是，据中国之声《新闻纵横》报道公司涉嫌以矿机为核心发行虚拟数字资产方式，通过将矿机“章鱼星球”挖出的虚拟货币“星星币”违规引导至境外交易所进行交易，从中套取非法利润³。同时，据《人民日报》报道公司涉嫌篡改搜索引擎行为⁴。针对以上媒体报告，公司回应称系个别经销商及某些推广渠道为赚取利益在销售或推广过程中存在违规行为，目前相关经销商已被公司剥夺经销商资格。中诚信证评对于公司经营过程中存在经销商及渠道商违规行为及可能对公司品牌价值及声誉造成的负面影响将予以持续关注。

整体来看，公司互联网信息服务已形成多元化、多层次产品系列，且积累大批客户群体，有助于整体业务快速发展。

³ 资料来源：

http://china.cnr.cn/yaowen/20190316/t20190316_524545133.shtml

⁴ 资料来源：

<http://xiaofei.people.com.cn/n1/2019/0522/c425315-31096764.html>

2018年公司互联网金融服务业务由个人消费金融向汽车金融倾斜，由于近两年来行业监管政策变动造成业务结构调整，当年板块业务收入同比下滑，同时未来行业监管政策风险需予以持续关注。

公司互联网金融业务领域已经形成汽车消费金融、个人消费金融和商业金融三大业务方向，并已持有互联网小贷、融资租赁及保理金融牌照。

受到行业监管政策变动影响，公司互联网金融服务原主要产品2345贷款王已于2017年底全线终止。2018年公司为互联网消费金融业务发放贷款及垫款计提减值，当年末短期消费类贷款（主要系无抵押、无担保的互联网个人消费贷款）原值15.83亿元，计提资产减值准备金额6.11亿元，账面价值9.71亿元。2018年公司短期消费类贷款计提大额减值，对当年盈利造成负面影响，同时中诚信证评对于该部分账面贷款资产质量及回收风险表示关注。

2018年起公司调整业务布局重心，对个人消费金融业务做出一定幅度调整，并开始转向汽车消费金融等更有消费场景的金融科技业务领域，积极拓展车贷和商业贷等业务。受2345贷款王等产品终止等因素影响，当年公司互联网金融服务业务规模下滑，全年实现营业收入17.92亿元，同比下降14.38%。同时，2018年三季度起公司开始与金融机构合作开展汽车贷等互联网金融业务，2019年以来双方合作规模扩张较快，公司通过引入资方资金推动自身互联网金融服务业务发展。

汽车消费金融方面，公司旗下“2345车贷王”平台拥有诚心贷、同心贷、动心贷和省心贷四款产品，主要在三、四、五线城市以及农村提供汽车贷款服务，截至2018年底，共为约3万名客户提供车贷与汽车咨询服务。诚心贷、同心贷和动心贷的贷款额度在2~25万元之间，贷款期限为1~3年，首付比例为20%。省心贷的贷款期限为1~3年，贷款额度在2~9万元之间，首付金额为0元，3年一次性费率为19%。公司主要由合作代理商在当地市场开拓4S店、汽贸店等汽车经销商渠道进行获客，2018年末已在全国超过200个地级市布局展业。截至2018年末，公司车贷余额为13.51亿元，同比增长

946.29%，当年计提资产减值准备金额 0.05 亿元，不良贷款率为 0.37%。

总体来看，受到监管政策变动影响，公司业务结构逐步调整，2018 年大额资产减值损失对当年盈利带来负面影响，同时短期消费类贷款账面资产质量及回收风险仍需予以关注。公司当前积极拓展车贷和商业贷等业务，但互联网金融服务业务开展仍面临行业监管政策等风险，中诚信证评对公司未来相关业务发展保持持续关注。

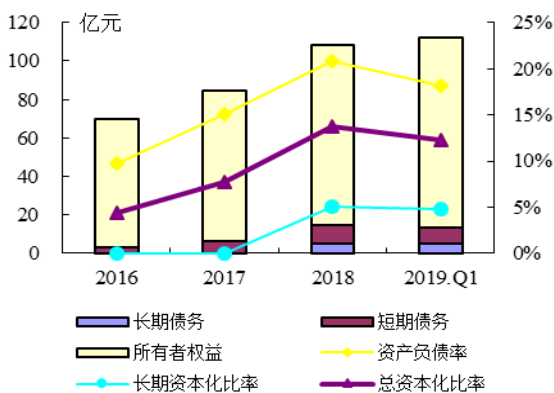
财务分析

以下财务分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2016~2018 年度审计报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司所有财务报表均按照新会计准则编制。

资本结构

随着业务规模扩张，公司资产规模及负债规模快速增长，2018 年末资产总额和负债总额分别为 117.76 亿元和 24.46 亿元，分别同比增长 28.39% 和 76.51%。从所有者权益来看，公司经营利润留存积累，自有资本实力提升，2018 年末所有者权益合计 93.30 亿元，同比增长 19.82%。2019 年 3 月末，公司资产总额和负债总额分别为 120.30 亿元和 21.84 亿元，同期所有者权益合计 98.46 亿元。

图 3：2016~2019.Q1 公司资本结构



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从财务杠杆比率来看，公司自有资本实力较强，整体负债水平低。2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 20.77% 和 13.80%，2019 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 18.15% 和

12.26%，财务杠杆比率低。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。2018 年末公司流动资产 77.31 亿元，占资产总额比重为 65.65%，主要为货币资金、应收票据及应收账款、一年内到期的非流动资产和其他流动资产。2018 年末公司货币资金为 34.83 亿元，同比下降 3.10%，其中 99.25% 系银行存款；当年末应收票据及应收账款为 6.21 亿元，同比增长 31.80%，均为应收账款。2018 年末公司应收融资租赁及保理款同比增长 63.52% 至 4.29 亿元，使得当年末应收账款规模大幅增长。2018 年末公司一年内到期的非流动资产为 6.61 亿元，同比增长 786.12%，主要系一年内融资租赁款转入，当年末融资租赁款余额 6.11 亿元，按照五级分类，其中正常类款项 6.08 亿元。2018 年末公司其他流动资产为 28.02 亿元，同比增长 109.27%，主要系购买的理财产品增加。值得注意的是，当年末公司其他流动资产中包含短期消费类贷款 9.71 亿元。2018 年公司计提大额减值准备，主要系无抵押、无担保的互联网个人消费贷款损失，需关注该部分资产质量。非流动资产方面，2018 年末公司非流动资产 40.45 亿元，集中于长期应收款、长期股权投资和商誉。2018 年末公司长期应收款为 7.42 亿元，同比增长 53.54%，当年融资租赁业务及保理业务规模逐步扩大，长期应收款规模随之增长。2018 年末公司长期股权投资为 2.93 亿元，同比下降 10.70%，主要系对联营企业酷吧时代科技（北京）有限公司和昆山汇岭互联网投资企业（有限合伙）投资减少 0.47 亿元。2018 年末公司商誉 24.08 亿元，其中 24.00 亿元系 2014 年收购上海二三四五网络科技有限公司 100% 股权形成，当年公司对商誉相关的资产组进行了减值测试，经测试本期商誉未发生减值，不计提商誉减值准备。但公司商誉规模较大，占当年末总资产比重为 20.45%，若并购对象未来经营发生重大变化，将对公司资产质量及盈利能力产生较大影响，中诚信证评对公司未来商誉减值情况保持关注。

负债结构方面，公司负债主要为流动负债，2018 年末流动负债为 18.35 亿元，占负债总额比重为 75.04%，主要包括短期借款、应付票据及应付账

款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。2018年末公司短期借款同比增长 54.62%至 5.17 亿元(均为信用借款),主要系互联网信息服务业务快速发展,资金需求增加。当年末公司应付票据及应付账款 3.18 亿元,同比增长 32.30%;其他应付款 1.98 亿元,同比增长 1,007.57%,主要系汽车消费金融业务保证金款项及应付债券利息等。2018 年末公司一年内到期的非流动负债 4.77 亿元,同比增长 49.45%,主要系天风-二三四五租赁一期资产支持专项计划。非流动负债方面,2018 年末公司非流动负债 6.10 亿元,同比增长 99.48%,主要为应付债券和长期应付款。2018 年 5 月 15 日公司本次债券发行,使得当年末应付债券增至 5.00 亿元。当年末公司长期应付款 1.08 亿元,同比下降 64.37%,主要系股权激励回购义务。从债务期限结构来看,2018 年末公司总债务为 12.84 亿元,同比增长 284.10%,主要系发行公司债券等融资规模增加,当年末短期债务为 7.84 亿元,长短期债务比为 1.57 倍。2019 年 3 月末公司总债务为 11.66 亿元,其中短期债务为 6.66 亿元,债务总体规模较小,短期偿债压力可控。

总体来看,2018 年公司自有资本实力进一步增强,财务杠杆比率仍低,短期偿债压力可控。但中诚信证评关注到,公司商誉在总资产中占比较高,若未来发生减值,将对资产质量产生较大影响。

盈利能力

受行业监管政策影响,2018 年公司互联网金融业务板块收入规模有所萎缩,当年加大互联网信息服务业务整合力度,推动收入规模持续增长。2018 年公司实现营业收入 37.74 亿元,同比增长 17.95%。从收入结构来看,公司互联网信息服务业务发展情况较好,收入规模逐年增长,当年实现收入 24.80 亿元,同比增长 110.35%。互联网消费金融业务市场环境发生重大变化,当年公司互联网金融服务业务实现收入 17.92 亿元,同比下降 14.38%。2019 年一季度公司实现营业收入 13.03 亿元,同比增长 196.68%,其中互联网信息服务业务和互联网金融服务业务分别实现收入 8.02 亿元和 7.20 亿元,较上年同期分别增长 112.20%和 857.69%,收入规模

持续大幅增长。目前公司涉及互联网信息服务及互联网金融服务属于快速发展新兴行业。伴随着技术持续创新、模式不断升级,互联网及互联网金融行业相关法律监管体系也正处于不断完善和发展过程中。如果政府监管部门针对互联网及互联网金融领域政策发生变化,则可能对公司业务发展造成一定不利影响。

从毛利水平来看,公司终止原现金贷业务后互联网金融服务业务获利能力有所减弱,2018 年该板块毛利率为 62.13%,较上年下降 27.46 个百分点。2018 年公司互联网信息服务业务毛利率为 89.54%,较上年下降 0.21 个百分点。

从期间费用来看,公司期间费用规模逐年增长,在收入规模扩张下,期间费用占比呈现上升趋势。2018 年公司期间费用为 12.96 亿元,同比增长 61.53%,同期期间费用收入占比为 34.33%,较上年上升 9.26 个百分点。公司期间费用主要由销售费用构成,由于互联网应用等产品大力推广使得以推广费为主销售费用大幅增加。2018 年公司销售费用 8.05 亿元,增长 43.63%。当年公司股权激励费用及工资奖金增加,管理费用同比增长 78.62%至 2.17 亿元;尽管公司购买理财产品规模较大,全年合计取得利息收入 0.77 亿元,但当年公司发行公司债券及 ABS 专项计划使得利息费用增加至 0.58 亿元,财务费用同比增加 0.51 亿元至-0.24 亿元,债务利息负担逐步显现;公司作为知识和技术密集型产业,技术研发投入较大,当年研发费用为 2.98 亿元,同比增长 52.44%。2019 年 1~3 月,公司期间费用合计 4.05 亿元,期间费用收入占比为 31.11%,期间费用对当期利润侵蚀较为严重,费用控制能力有待加强。

表 2：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

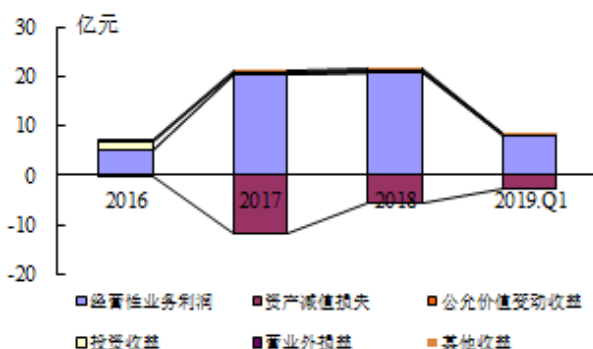
单位：亿元				
项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	5.01	5.61	8.05	2.83
管理费用	3.25	1.21	2.17	0.42
研发费用	-	1.95	2.98	0.72
财务费用	-0.82	-0.75	-0.24	0.08
期间费用合计	7.44	8.02	12.96	4.05
营业总收入	17.42	32.00	37.74	13.03
期间费用收入占比	42.73%	25.07%	34.33%	31.11%

注：管理费用中包含研发费用

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2018 年公司利润总额为 15.95 亿元，同比增长 76.69%，其中经营性业务利润为 20.62 亿元，同比增长 1.00%。2018 年公司原现金贷业务共计提坏账损失 6.11 亿元，当年产生资产减值损失 5.78 亿元，尽管同比减少 51.73%，大额资产减值损失规模减少，全年净利润实现增长，但仍对公司最终获利水平产生较大不利影响。2018 年公司净利润为 13.72 亿元，同比增长 43.94%，当年所有者权益收益率为 14.71%。2019 年一季度公司利润总额 5.74 亿元，较上年同期增长 142.63%，其中经营性业务利润 8.05 亿元，发生资产减值损失 2.59 亿元，当期取得净利润 4.85 亿元，同比增长 123.69 亿元，所有者权益收益率为 19.71%。

图 4：2016~2019.Q1 公司利润总额构成

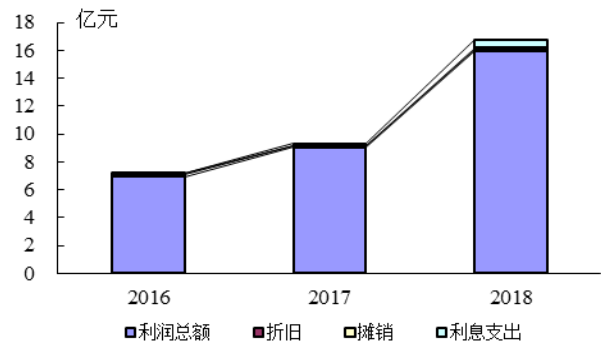


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司互联网信息服务业务不断扩大，推动 2018 年收入规模保持增长，且具有较强获利能力，但需关注行业政策变动对业务发展所产生的影响。

偿债能力

图 5：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，折旧、摊销和利息支出规模较小。2018 年公司 EBITDA 为 16.76 亿元，同比增长 79.81%，其中利润总额为 15.95 亿元，同比增长 76.69%，占 EBITDA 比重为 95.17%。当前公司债务规模小，EBITDA 对债务利息的覆盖程度良好，同期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.77 倍和 28.69 倍，EBITDA 能对债务本息形成良好保障。

表 3：近年来公司偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务 (亿元)	2.58	3.34	7.84	6.66
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	5.00	5.00
总债务 (亿元)	2.58	3.34	12.84	11.66
资产负债率 (%)	9.70	15.11	20.77	18.15
总资本化比率 (%)	3.73	4.12	12.10	10.59
EBITDA (亿元)	7.16	9.32	16.76	-
EBITDA 利息倍数 (X)	190.01	51.24	28.69	-
总债务/EBITDA (X)	0.36	0.36	0.77	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	23.61	9.08	-3.06	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.35	0.49	-0.14	4.01

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，2018 年公司经营活动净现金流为 -1.79 亿元，当年互联网金融业务资方资金配套尚不能满足客户贷款规模增加的需要，自有资金大规模投入使得经营活动产生的现金流量净额呈净流出状态，无法对债务利息形成保障。2019 年一季度公司加大与金融机构合作开展互联网金融业务的力度，自有资金发放的贷款有所减少，当期经营活动产生的现金流量净额为 11.68 亿元，呈现大幅净流入状态。

财务弹性方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司已获得银行授信额度共计 27.50 亿元，其中未使用额度 19.03 亿元，备用流动性充足。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司未清担保总额为 8.27 亿元，担保对象均为下属全资子公司。

综合来看，公司互联网信息服务业务持续增长，而互联网金融服务业务受政策环境影响出现变动，需关注短期消费类贷款资产质量、商誉减值风险和行业政策变动对业务发展所产生负面影响。但公司自有资本实力稳步增强，财务杠杆比率低，财务结构较为稳健，且获现能力良好，整体偿债能力很强。

担保措施

深圳市高新投集团有限公司有限公司（以下简称“高新投”）作为本次债券担保人，为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

高新投

概况

高新投是一家于 1994 年由深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子书应用工业性实验中心和深圳市生产力促进中心共同发起成立的专业性担保机构，初始注册资金为 1 亿元。后经过多次增资和股权转让，截至 2015 年 6 月末，高新投注册资本为 22 亿元。2015 年 6 月，高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司 3 家战略投资者，先后于 2015 年 9 月、2016 年 5 月向高新投两次增资，金额合计 26.52 亿元。2017 年 11 月 24 日，根据《深圳市投资控股有限公司关于同意高新投公司增资立项的批复》（深投控[2017]185 号），高新投股东与其签订增资协议，深投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司、深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）以人民币 40 亿元认购公司新增注册资本人民币 24.25 亿元，剩余 15.75 亿元计入资本公积。2018 年 10 月高新投将 15.75

亿元的资本公积转增注册资本，转增后高新投注册资本增至 88.52 亿元，其中，深投控持股 41.80%。截至 2018 年 12 月末，高新投实收资本为 88.52 亿元，实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会。

高新投系国内最早成立的专业担保机构之一，定位为中小科技企业融资担保的主渠道，主要为孵化期和初创期的科技型企业提供融资担保服务。目前，高新投为中小企业提供从初创期到成熟期的个性化投融资服务，形成了以融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款和创业投资为主，小额贷款和典当贷款为辅的业务格局。近年来，受宏观经济下行等因素影响，中小企业经营风险加大，高新投银行融资性担保业务信用风险持续增长，高新投着力调整客户结构等措施努力降低业务风险。同时积极推动“投保联动”业务模式，即深入挖掘高新投融资担保业务积累优质客户潜力，通过对其开展委托贷款、小额贷款、典当、创业投资等业务深化合作，增强客户粘性，从而扩大业务规模。

截至 2018 年 12 月 31 日，高新投总资产为 205.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 117.87 亿元，资产负债率为 42.58%；2018 年实现营业收入 20.85 亿元，净利润 11.33 亿元，经营活动净现金流-51.27 亿元。

截至 2019 年 3 月 31 日，高新投总资产为 206.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 122.63 亿元，资产负债率为 40.58%；2019 年 1~3 月实现营业收入 6.72 亿元，净利润 3.68 亿元，经营活动净现金流 0.40 亿元。

业务运营

高新投担保业务主要包括融资担保（中小企业流动资金贷款担保、固定资产贷款担保、综合授信额度担保等）、金融产品担保（债券担保、保本基金担保、信托计划担保等）和保证担保（工程保证担保、诉讼担保等）三大业务类型。近年来，高新投集团调整业务结构，着力发展保证担保业务和金融产品担保，推动担保业务规模的提升。截至 2018 年末，高新投在保客户共 3,016 家，期末担保责任余额 1,092.39 亿元，同比增加 13.84%。其中，金融

产品担保业务规模最大，期末担保责任余额 675.85 亿元，占比 61.87%；保证担保业务期末担保责任余

额 376.74 亿元，占比 34.49%；融资担保业务期末担保责任余额 39.80 亿元，占比 3.64%。

表 4：2016~2019.Q1 高新投担保业务概况

项目	单位：个、亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q1
当期担保发生额	982.39	489.09	704.71	187.77
其中：保证担保	264.89	267.00	280.89	-
金融产品担保	660.94	137.73	373.27	-
融资担保	58.29	84.37	50.54	-
当期解除担保责任金额	308.90	539.91	579.67	205.75
期末担保责任余额	1,167.05	959.62	1,092.39	1,142.99
其中：保证担保	385.44	352.90	376.74	-
金融产品担保	727.09	565.52	675.85	743.59
融资担保	57.26	41.20	39.80	-
在保户数	2,622	2,751	3,016	-
在保笔数	6,417	6,232	6,278	6,004
其中：保证担保	5,635	5,436	5,245	-
金融产品担保	81	98	112	-
融资担保	701	698	912	-
当期担保发生笔数	6,294	6,655	6,416	-
其中：保证担保	5,535	5,840	5,460	-
金融产品担保	86	37	53	-
融资担保	673	778	903	-

资料来源：高新投提供，中诚信证评整理

高新投融资担保业务包含流动资金贷款担保、固定资产贷款担保和综合授信额度担保等业务品种，属于高新投的传统担保业务。2016~2018 年末，高新投融资担保业务担保责任余额分别为 57.26 亿元、41.20 亿元和 39.80 亿元，占当期期末担保责任余额的比重分别为 4.89%、4.29%和 3.64%，整体呈下降趋势。高新投客户主要来源于合作银行推荐，高新投无需向合作银行缴纳保证金，同时与合作银行约定了“九一分担”的风险分担机制，即在项目发生代偿时，由高新投承担 90%、合作银行承担 10%的分保责任。目前，高新投已与建设银行、平安银行等 17 家银行建立合作关系，2018 年末合作银行授信总额度为 727 亿元。

表 5：2016~2018 年高新投融资担保业务概况

指标	单位：个、亿元		
	2016	2017	2018
当期担保发生笔数	673	778	903
当期担保发生额	58.29	84.37	50.54
期末担保责任余额	57.26	41.20	39.80

资料来源：高新投提供，中诚信证评整理

高新投金融产品担保业务包含债券担保、保本

基金担保和信托计划担保等担保业务品种，属于高新投在担保领域的创新业务，是重点发展的业务。2016 年债券担保业务拓展迅速，主要围绕上市公司公开及非公开等发行公司债券展开。2017 年由于政策原因，高新投停止开展保本基金担保业务，该板块业务规模有所收缩，2018 年高新投扩大债务担保业务规模，金融产品担保业务规模快速回升。2018 年末，高新投金融产品担保业务担保责任余额为 675.85 亿元，同比增长 19.51%，占期末全部担保责任余额的比重为 61.87%。截至 2019 年 3 月末，高新投金融产品担保业务担保责任余额 743.59 亿元，担保规模进一步增长，其中，债券担保责任余额 642.28 亿元，占当期末金融产品担保责任余额的 86.38%。债券担保业务中，截至 2019 年 3 月末第一大客户担保责任余额为 370 亿元，前十大客户担保责任余额合计 470.58 亿元，占当期末责任担保余额的 63.28%，客户集中度较高。需要关注的是，高新投担保客户主要为民营上市公司，且根据 wind 数据显示，截至 2019 年 2 月 20 日，高新投所担保存续债发行主体中有 5 家主体信用级别被调低，涉

及债券余额 19.19 亿元，后续仍存在一定代偿风险。随着高新投大幅提升债券担保业务规模，其面临的代偿风险或提升，中诚信证评将持续关注相关业务所产生的代偿风险及由代偿引起的追偿与损失情况。

表 6：2016~2018 年高新投金融产品担保业务概况

单位：个、亿元

指标	2016	2017	2018
当期担保发生笔数	86	37	53
当期担保发生额	660.94	137.73	373.27
期末担保责任余额	727.09	565.52	675.85

资料来源：高新投提供，中诚信证评整理

高新投保证担保业务类型包括工程保证担保和诉讼保全担保两种。其中，工程保证担保系高新投主要保证担保业务，以高新投对银行保函提供反担保的形式开展，主要包括履约保函、预付款保函和投标保函等。作为全国最大的工程保证担保机构，高新投业务规模呈逐年递增趋势。2018 年高新投发生保证担保业务 5,460 笔，担保发生额 280.89 亿元，期末在保余额 376.74 亿元。

表 7：2016~2018 年高新投保证担保业务概况

单位：个、亿元

指标	2016	2017	2018
当期担保发生笔数	5,535	5,840	5,460
当期担保发生额	264.89	267.00	280.89
期末担保责任余额	385.44	352.90	376.74

资料来源：高新投提供，中诚信证评整理

资产管理等其他业务

为提高自有资金的使用效率，高新投在担保业务的基础上开展了创业投资、委托贷款、典当、小额贷款等一系列资产管理业务，为客户提供自初创期到成熟期的综合性、个性化的金融服务。

创业投资业务方面，高新投从 1997 年便通过投资与担保相结合的方式开始涉足创业投资领域，运营主体为深圳市高新投创业投资有限公司（以下简称“高新投创投”），主要是对具有发展潜力的中小高科技企业进行期权、债转股、优先股、直投等形式的投资，投资行业包括节能环保、新兴信息业、生物行业、高端装备制造业、新材料、移动互联网及高端服务业等。高新投采用“投保联动”和独立拓展相结合的方式开发项目，项目资源多来自于担保

业务积累的优质资源。高新投在融资担保过程中发现具有较强发展潜力的中小科技企业，对其进行创业投资，再向被投资企业提供担保、小贷和典当等一系列金融服务使其发展壮大，最后通过上市、并购和企业回购等方式退出获得投资收益。创业投资业务的投资周期一般为 5~7 年，单笔投资规模为 400 万元左右，平均回报率为 10 倍左右。目前，高新投创投标的企业已实现上市的有创维电子、东江环保、中大国际、大族激光、科陆电子、达实智能、欧菲光科技等，随着部分创投目标的企业上市、回购等因素影响，高新投部分创投项目实现退出。从实现投资收益来看，由于高新投部分创投项目介入较早，实现投资回报较高，2016~2019 年 3 月末，高新投创业投资业务实现投资收益 1.72 亿元、0.85 亿元、0.59 亿元和 0.02 亿元。总体看，高新投创业投资业务处于起步阶段，未来随着项目的退出，投资收益的逐步实现。

高新投委托贷款业务包括自有资金委托贷款和政府专项资金委托贷款。其中，自有资金委托贷款业务主要是高新投利用自有资金为其曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司自然人股东、融资担保业务中小企业客户、保证担保业务的工程类企业客户等提供直接融资服务。截至 2018 年 6 月末，高新投部分委贷业务出现逾期，涉及委贷余额约 7 亿元，均为股票质押担保，逾期项目已在诉讼回收阶段。从 2018 年全年情况来看，自有资金委贷业务快速增长，当年末自有资金委贷余额 127.40 亿元，同比增长 60%。

政府专项资金委托贷款业务是高新投与政府合作为科技型中小企业提供金融服务，具有政府职能意义。该专项资金主要用于支持深圳地区各类科技型企业和文化产业的发展。业务模式是由政府部门提供专项资金并推荐符合条件的企业，高新投从中筛选出优质企业利用专项资金为其提供委托贷款服务，贷款到期后，企业只需归还本金，无需支付利息等中间成本，高新投向政府部门收取管理费或风险补偿金作为委托贷款收入。

近年来高新投与政府在中小企业专项资金委贷业务方面的合作基本维持稳定，2016~2018 年末，

高新投政府专项委托资金余额分别为 2.36 亿元、3.69 亿元和 3.75 亿元，高新投与深圳市经济贸易和信息化委员会、科技创新委员会、各区科技局、经济促进局、市文体旅游局文产处等合作，政府专项资金管理由第三方监管，高新投收取管理费收入，计入委托贷款收入，若政府专项资金委托贷款发生风险，政府给予高新投 2.00% 的风险补偿。

高新投委托贷款业务反担保措施主要有股票质押、房产抵押和个人财产抵押等，截至 2018 年末，反担保覆盖率约为 80.19%。2018 年以来至今，股票市场行情震荡波动，公司所质押股票的市场价格出现不同程度的波动，且公司部分委贷业务出现逾期，鉴于委贷业务出现的逾期情况且反担保措施未对业务进行全部覆盖，需关注相关业务的抵押资产质量变化和贷款回收情况。

表 8：2016~2018 年高新投委贷业务概况

单位：个、亿元

指标	2016	2017	2018
当期委贷项目数量	199	246	-
其中：自有资金委贷	137	193	-
政府资金委贷	62	53	-
当期委贷发生额	62.62	88.49	-
其中：自有资金委贷	60.88	86.20	-
政府资金委贷	1.74	2.28	-
期末委贷余额	52.90	83.30	131.15
其中：自有资金委贷	50.54	79.61	127.40
政府资金委贷	2.36	3.69	3.75

资料来源：高新投提供，中诚信证评整理

典当业务是高新投委托贷款业务的有效补充，近年来业务规模呈逐年增长趋势，2016~2018 年典当发生额分别为 20.81 亿元、24.65 亿元和 46.24 亿元，当期分别产生业务收入 0.35 亿元、0.42 亿元和 1.28 亿元。

表 9：2016~2018 年高新投典当业务概况

单位：个、亿元

指标	2016	2017	2018
当期典当项目单数	147	151	125
当期典当金额	20.81	24.65	46.24
当期典当收入	0.35	0.42	1.28

资料来源：高新投提供，中诚信证评整理

高新投小额贷款业务致力于服务融资需求在 50~500 万元之间的客户，业务对象主要为曾提供担

保服务的优质中小型企业的企业主和扶持过的上市公司的自然人股东，其业务审批流程较快，回报率高。近年来，高新投积极深入挖掘高新投融资担保业务积累优质客户潜力，小贷业务快速增长，2018 年高新投小贷业务实现业务收入 18,382.91 万元，同比增长 147.95%。总的来看，依托融资担保业务积累的优质客户资源，高新投小额贷款业务虽起步较晚，但发展较快。

表 10：2016~2018 年高新投小额贷款业务概况

单位：万元

指标	2016	2017	2018
当期放贷金额	130,080	91,270	-
期末贷款余额	44,555	68,418	-
当期利息收入	3,519	7,414	18,382.91

资料来源：高新投提供，中诚信证评整理

在其他创新业务方面，2014 年 6 月 16 日，高新投联合 22 家上市高新投共同出资 5.28 亿元设立互联网金融平台深圳市鹏鼎创盈金融信息服务股份有限公司（以下简称“鹏金所”），系一家为小微企业提供金融中介服务的企业，致力于引导民间资金支持实体经济发展。业务品种方面，鹏金所旗下产品包括股权融资、债券融资和金融资产交易等三类，目前已推出“鹏金保”、“鹏金链”和“鹏金信”等三款融资产品。业务模式方面，鹏金所采用“担保+P2P 平台”的新型融资担保模式，通过与各地大型国有融资性担保公司合作，由国有担保机构为融资项目提供连带责任担保，同时严格筛选优质的小微企业作为项目借款方，以控制项目风险。

风险管理

在遵循风险管理制度的前提下，高新投的风控架构分为融资条线（融资担保、金融产品担保、委贷、小贷和典当）、非融资条线（保证担保）和投资条线（创业投资）三大体系，各条线的风控管理机制大体一致，对所有业务的客户保持一致的准入门槛，并遵循一套风险管理流程，都分为事前调查、事中审查、事后监控和风险处置四个阶段，只在事中审查阶段的决策机构组成及审批权限方面存在一定差异。其中，投资条线相对独立，其决策机构依次为投资评审会、总经理办公会和董事会，同时，高新投实行“员工跟投”制度，对于审批通过的创业

投资项目，内部员工的跟投金额须达到项目投资总金额的 20% 以上时才可通过；另外两个条线的决策机构相同，均由评审会、决策会和董事会组成，但审批权限略有不同。

为了控制业务风险，高新投基于自身业务经验，建立了一套规范、科学的业务操作流程和风险控制体系，并配以相应的风险信息管理系统进行管理监控。

为保证评审的专业性及评审效果，高新投根据业务类别及金额的大小设立了 5 组评审委员会，分别为融资担保评审委员会（一组、二组）、保证担保评审委员会、投资评审委员会、异地委托贷款评审委员会，各组评审委员会可单独召开会议，每次召开评审委员会约有 7 名委员参加，其中 3 人须为公司领导班子成员，项目须经 2/3 以上评审委员同意方可通过。决策会每次召开至少有 5 名委员参加，项目须经 2/3 以上决策委员同意方可通过。评审会和决策会人员由领导班子及风险管理部人员组成，共 63 人（包括外派专家 4 人，两个委员会的人员有重合），主任委员由分管风控的领导班子（公司总经理或副总经理）兼任，其余委员由总经理办公会议聘任。公司总经理办公会人员由公司总经理和 4 位副总经理组成的领导班子及纪委书记、财务总监构成，共 7 人，每次开会 5 位领导班子成员必须参加，上会项目须经领导班子全票同意后方可通过。

如项目出现风险或代偿，首先由法律室负责风险项目的处置，法律室收到移交的风险项目后立即展开调查，根据调查情况及与贷款人、反担保人的联系情况拟定处置方案，在 15 个工作日内向风险管理部负责人汇报。同时，融资担保子公司及保证担保子公司都制定了相应的风险补偿金制度，即各子公司按照制度规定的比例从担保收费及客户经理担保提成中提取一定金额的风险准备金，用以对冲部分风险代偿对公司造成的损失，督促客户经理认真负责地开展尽职调查等工作，从内部和外部着手双重控制项目风险。

总的来看，高新投制定的项目决策流程较为规范，项目评审流程与业务特点、客户性质相符合，

风险管理信息系统适用性较好，实现了项目自动流转、多级独立审核，实际操作性较强，风险控制和防范作用较好。

反担保措施

在风险缓释措施方面，高新投的反担保措施一般以企业核心资产为重点，并根据企业的具体情况设计灵活多样的方案。目前高新投反担保措施主要为个人无限连带责任担保、资产抵（质）押等。同时针对中小微企业抵押物不足的特点，高新投实行企业信用与个人信用相结合的组合反担保方式，尽力将可能发生的代偿损失降到最低。

担保业务方面，鉴于保证担保业务和金融产品担保业务的违约风险较低，高新投一般要求企业提供连带责任担保或个人连带责任担保等信用担保措施。而融资担保业务方面，受宏观经济下行、中小企业偿债能力有限的影响，违约风险较高，高新投会要求企业提供一定的反担保措施以降低代偿损失。资产管理业务方面，鉴于典当业务和小额贷款业务主要为客户提供短期资金融通服务，其风险缓释措施以信用担保为主、房地产抵押和股票质押为辅，风控关注点主要在企业本身的资质、信用、经营情况及资金用途等方面；委托贷款业务的风险缓释措施以上市公司股东股票质押为主，高新投采用打折的方式承做委贷项目，使覆盖倍数满足至少 200% 的要求，但在中小企业经营和融资压力加大及股票市场震荡的背景下，仍需关注委贷项目风险；创业投资业务采用“员工跟投”机制来降低项目风险，同时提高内部员工的风险意识。

总的来看，高新投反担保以个人连带责任的信用反担保为主，同时适当地开展股权质押、股票质押和知识产权质押等新的业务合作模式来扶持中小科技企业的发展，在业内也起到了一定的示范作用。但股权质押和知识产权质押等反担保措施价值衡量存在困难，一定程度上对高新投的风险判断能力提出更高要求。此外，高新投委贷业务以股票质押为主要风险缓释措施，在股票市场震荡的环境下，该类业务风险需予以关注。

风险管理水平

从业务品种来看，作为一家政策性担保机构，

高新投的业务格局以担保业务为主、资产管理业务为辅，2018 年高新投担保业务实现营业收入 8.24 亿元，占营业总收入的 39.51%。截至 2018 年末，高新投融资担保、保证担保和金融产品担保业务的在保责任余额分别为 39.80 亿元、376.74 亿元与 675.85 亿元，金融产品担保业务成为高新投目前最主要的担保业务品种。由于金融产品担保以债券担保业务为主，所担保债券发行主体多为民营上市公司，需持续关注近年民营企业债券违约风险及股票质押风险加大环境下公司的担保风险。

从客户集中度来看，截至 2018 年末，高新投金融产品担保业务、保证担保业务和融资担保业务前十大客户集中度分别为 79.22%、94.12% 和 27.89%，同比分别提高 39.51 个百分点、85.97 个百分点和 15.61 个百分点，担保业务集中度快速提升，尤其是金融产品担保业务和保证担保业务迅速向头部客户集中，存在一定的客户集中度风险。此外，“投保联动”的业务模式，在为中小科技企业提供从初创期到成熟期的个性化投融资服务的同事，也在一定程度上加大了高新投承担的单一客户风险。

代偿及追偿

由于高新投在初期承担较多政策性的融资担保职能，积累了一定的代偿压力，近年来又受到中小企业经营困难、偿债能力减弱的影响，高新投代偿风险有所上升，自 2015 年起高新投开始调整业务结构，淘汰落后产业项目、暂停违约风险较大的供货类保函项目，使得代偿风险得到一定控制，但 2018 年以来代偿规模快速提升，高新投发生代偿金额 5,466 万元，同比增加 14.62 倍，当年代偿率为 0.09%，同比提高 0.08 个百分点。但是由于地方政府对中小企业融资担保产生的代偿损失给予部分财政补偿，并对担保费率拨付一定的价格补贴，降低了高新投的代偿损失。

表 11：2016-2018 年高新投担保业务代偿及回收情况

单位：万元

	2016	2017	2018
当年代偿额	8,629	350	5,466
累计代偿额	27,288.61	27,638.61	33,104.61
当年追偿额	3,577.22	3,360.73	9,708.39
累计追偿额	7,761.17	11,121.90	20,830.29
年度代偿率（%）	0.16	0.01	0.09
累计代偿率（%）	0.39	0.29	0.10
累计追偿率（%）	28.96	40.24	62.92

资料来源：高新投提供，中诚信证评整理

代偿回收方面，截至 2018 年末，高新投累计追偿回款额 20,830.29 万元。考虑到高新投业务准入门槛提高、代偿项目有资产抵（质）押和第三方担保等反担保措施，高新投的代偿风险仍在可控范围内。

财务分析

以下财务分析基于高新投提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见 2016 年度审计报告、经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报财务报表，以下数据如无特别说明均为合并口径。

资本充足性

近年来高新投业务规模不断扩大，为提升自身资金实力和拓展业务，2015 年高新投通过引入战略投资者的方式增资 13.39 亿元，2017 年高新投股东对其增资，当年末高新投实收资本增至 72.77 亿元，2018 年完成资本公积（15.78 亿元）转增股本，实收资本增至 88.52 亿元，截至 2019 年 3 月末所有者权益为 122.63 亿元。同时，伴随融资性担保责任余额变动，净资产与核心资本放大倍数随之波动。2016~2019 年 3 月末，高新投净资产放大倍数分别为 17.79 倍、8.57 倍、9.27 倍和 11.75 倍，资金利用率处于较高水平。

准备金提取方面，截至 2019 年 3 月末，高新投担保准备金余额为 4.97 亿元，其中一般风险准备金 0.70 亿元。相较于担保业务规模，高新投准备金规模较为不足，对担保业务代偿的保障程度一般，

但考虑到高新投业务准入门槛提高、代偿项目有反担保措施等情况，其代偿风险仍在可控范围内。

总的来看，高新投通过不断增资，目前的资本实力基本能够满足现阶段业务发展的需要，虽然高新投的代偿风险在可控范围之内，但相对于日益扩大的业务规模，其风险准备金规模相对有限，对未来的风险偿付保障有待进一步提升。

资产流动性

从资产结构来看，高新投资产主要由发放委托贷款及垫款、货币资金、其他流动资产和可供出售金融资产构成，截至 2018 年末，上述资产占总资产的比重分别为 67.94%、10.73%、14.27%和 3.14%。如前所述，高新投委托贷款包括自有资金委托贷款和政府专项资金委托贷款两种类型，其中以自有资金委托贷款业务为主。截至 2018 年末，高新投发放委托贷款及垫款余额 139.46 亿元，账期主要集中在一年以内（占比逾 70%），当年末减值准备余额 1.16 亿元，主要为自有资金委托贷款，由于该业务客户多为上市公司个人股东以及中小企业客户等，高新投受相关企业客户经营状况影响较大，面临一定的回收风险。截至 2018 年末，高新投货币资金规模 22.03 亿元，主要为银行存款，货币资金不存在因抵押、质押或冻结等对使用有限制、有潜在回收风险的款项。截至 2018 年末，高新投其他流动资产账面价值 29.30 亿元，当年高新投较上年末增加 29.30 亿元理财产品，导致当期末其他流动资产规模大幅提升。截至 2018 年末，高新投可供出售金融资产余额 6.44 亿元，其中以成本法计量的可供出售金融资产为 4.22 亿元，以公允价值计量的为 2.21 亿元。

截至 2019 年 3 月末，高新投发放委托贷款及垫款余额为 161.57 亿元，在总资产中占比 78.29%。2018 年以来，受证券市场震荡波动的行情影响，高新投委托贷款业务客户所质押股票价格波动较大，部分业务出现逾期情况，需持续关注相关质押资产质量的变化情况。

表 12：2016~2019.Q1 高新投流动性水平主要指标

单位：%

	2016	2017	2018	2019.Q1
现金类资产比	13.15	22.37	10.73	8.01
代偿保障率	0.89	3.14	2.02	1.45

数据来源：高新投审计报告，中诚信证评整理

从负债结构来看，截至 2018 年末，高新投负债总额为 87.40 亿元，同比增长 284.44%，负债规模快速增长，以短期借款和长期借款为主。当年末短期借款和长期借款分别为 20.70 亿元和 50.34 亿元，占负债总额的比重分别为 23.68%和 57.60%，由于公司业务规模的扩张，尤其因委贷业务的增加且出现逾期情况，导致当年借款规模增长迅速。截至 2019 年 3 月末，高新投负债总额 83.74 亿元，其中短期借款 18.20 亿元，长期借款 50.68 亿元，分别占负债总额的 21.73%和 60.52%。

截至 2019 年 3 月末，高新投现金类资产的比率为 8.01%，代偿保障率为 1.45%，流动资产对担保业务的代偿保障能力持续降低。

整体来看，高新投担保业务规模逐步增长，且资产以发放委托贷款及垫款为主，整体流动性一般，由于现金类资产规模的降低，截至 2019 年 3 月末，高新投代偿保障率下降趋势明显。

盈利能力

高新投的收入主要由担保业务收入（包括融资性担保及非融资性担保）、资金管理业务收入（包括自营委贷利息收入及理财产品收入）以及咨询服务收入等构成，其中以非融资性担保业务收入及自营委贷利息收入为主。保费收取标准根据担保业务种类、被保企业资质等级、担保金额、担保期限、担保风险确定，费率大都在 1%~3.5%之间不等（除保本基金外）。

近年来，高新投根据宏观经济情况和自身资本实力调整担保业务规模，2016~2018 年，分别实现营业收入 11.01 亿元、15.05 亿元和 20.85 亿元，其中 2018 年非融资担保业务收入 7.07 亿元，同比增长 18.82%，融资担保业务收入 1.17 亿元，同比减少 12.03%。除了担保业务之外，高新投还利用自有资金开展业务，拓展收入来源，2016~2018 年高新投资管理业务收入分别为 3.68 亿元、5.32 亿元和

8.25 亿元。高新投的资金管理业务收入主要由自营委贷利息收入、小额贷款利息收入、典当业务收入及理财产品收入等构成，其中以自营委贷利息收入为主。2019 年一季度高新投实现营业收入 6.72 亿元，同比增长 190.07%。

成本费用方面，高新投经营成本主要包括担保业务成本和营业费用，担保业务支出占比较大，伴随担保业务规模的扩大，其营业成本逐年上升，2016~2018 年及 2019 年一季度，分别为 2.63 亿元、3.29 亿元、4.49 亿元和 1.81 亿元。

受益于担保业务收入的持续增长，以及投资收益的增加，2016~2018 年及 2019 年一季度高新投分别实现净利润 7.09 亿元、8.35 亿元、11.33 亿元和 3.68 亿元，净资产收益率保持了较高水平，整体经营效益较好。

表 13：2016~2018 年高新投利润表摘要

单位：亿元

项目	2016	2017	2018
非融资担保业务收入	4.26	5.95	7.07
融资担保业务收入	0.98	1.33	1.17
资金管理业务收入	3.68	5.32	8.25
投资收益	1.72	0.87	0.58
营业成本	2.63	3.29	4.49
营业利润	9.52	11.10	15.21
利润总额	9.52	11.09	15.21
净利润	7.09	8.35	11.33
净资产收益率	10.94%	7.46%	9.86%

数据来源：高新投提供，中诚信证评整理

整体来看，作为深圳市中小科技企业融资担保的主渠道，高新投受地方政府及银行的支持力度大，获银行授信总额度逾千亿元，无需缴纳保证金，且约定了风险分担机制，同时政府还对中小企业融资担保代偿限额内部分给予财政补偿。经过多年的发展，高新投已建立了一套较为完整的风险管理制度和内部控制体系，业务决策机制和风险管控机制较完善。近年来受宏观经济增速放缓和中小企业经营压力增大影响，高新投担保代偿情况增多，委贷业务风险有所暴露。但考虑到高新投代偿率尚处于较低水平，整体风险相对可控。

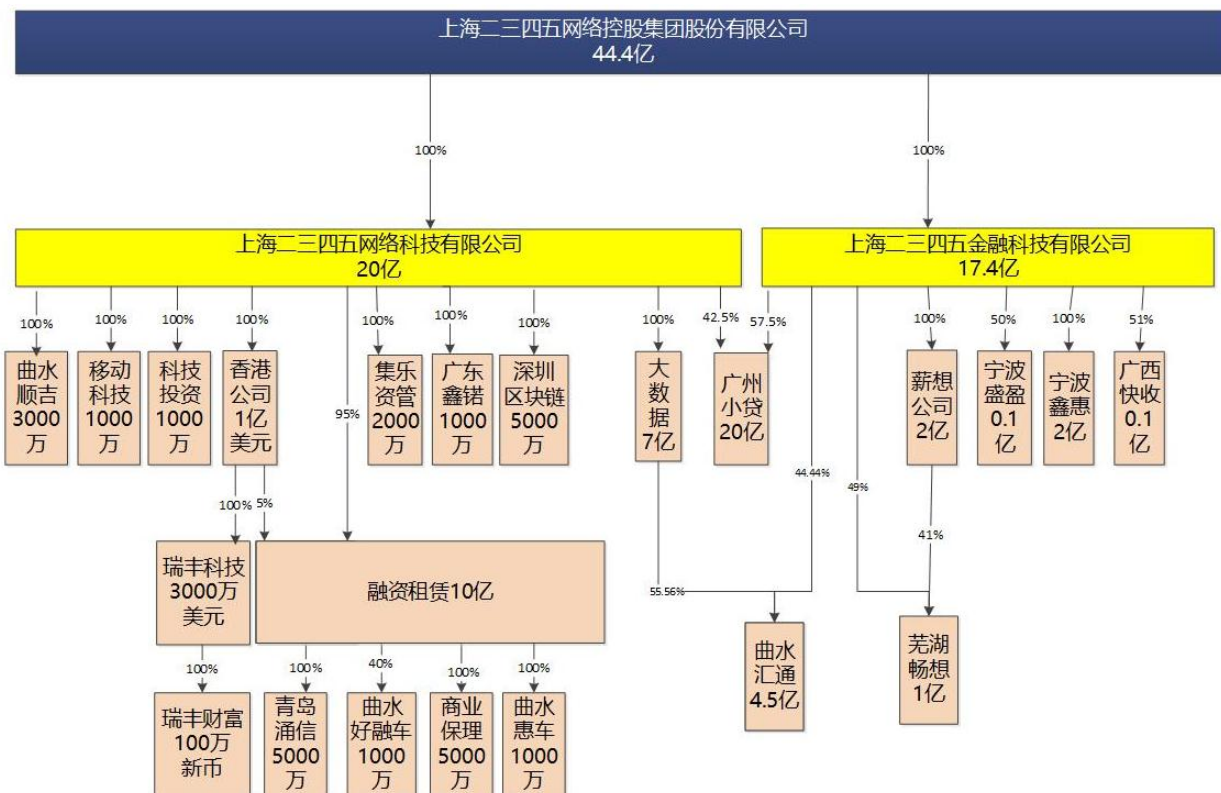
总体来看，高新投作为专业性的担保机构，具

备很强的综合实力，可为本次债券的还本付息提供有力保障。

结论

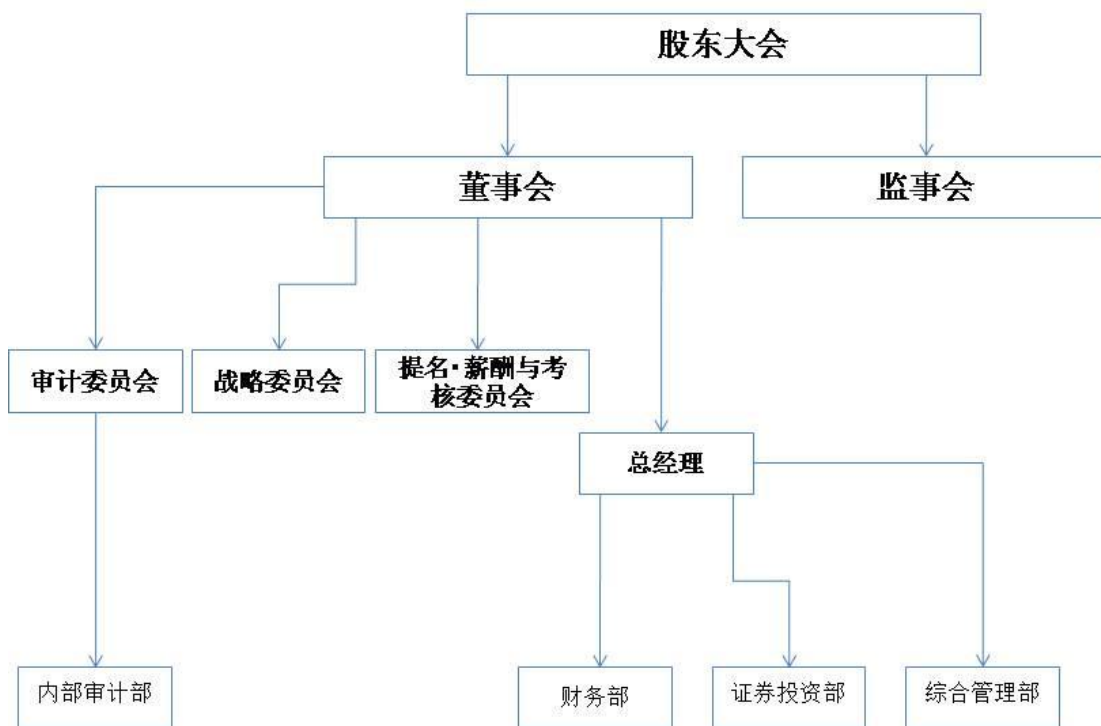
综上，中诚信证评维持上海二三四五网络控股集团股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“上海二三四五网络控股集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（品种一）”信用级别为 **AAA**。

附一：上海二三四五网络控股集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：上海二三四五网络控股集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：上海二三四五网络控股集团股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	355,409.17	359,438.11	348,284.33	389,712.09
应收账款净额	36,643.13	47,081.87	62,055.28	53,632.92
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	463,622.23	561,948.18	773,083.58	784,405.82
长期投资	10,187.08	38,591.13	39,330.41	35,697.18
商誉	240,034.76	240,818.56	240,818.56	240,818.56
固定资产合计	6,423.97	7,015.54	7,181.18	6,972.77
总资产	736,125.46	917,218.13	1,177,575.29	1,202,977.64
短期债务	25,760.00	33,424.00	78,380.00	66,561.47
长期债务	0.00	0.00	50,000.00	50,000.00
总债务	25,760.00	33,424.00	128,380.00	116,561.47
总负债	71,410.91	138,548.33	244,557.64	218,350.34
所有者权益（含少数股东权益）	664,714.56	778,669.80	933,017.64	984,627.30
营业总收入	174,160.20	319,961.77	377,391.84	130,289.68
期间费用前利润	125,972.46	284,330.84	335,725.00	120,986.03
投资收益	15,483.79	4,001.54	6,545.50	1,914.76
净利润	63,483.18	95,330.89	137,218.12	48,518.42
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	71,649.64	93,209.21	167,603.30	-
经营活动产生现金净流量	8,902.61	16,526.67	-17,855.99	116,833.51
投资活动产生现金净流量	19,370.47	-75,177.51	-56,606.84	-64,402.81
筹资活动产生现金净流量	185,432.99	76,492.01	81,393.42	-14,529.01
现金及现金等价物净增加额	213,478.24	17,516.06	7,319.44	37,587.09
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	72.59	89.41	89.43	93.26
所有者权益收益率（%）	9.55	12.24	14.71	19.71
EBITDA/营业总收入（%）	41.14	29.13	44.41	-
速动比率（X）	7.73	5.21	4.21	4.99
经营活动净现金/总债务（X）	0.35	0.49	-0.14	4.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.35	0.49	-0.23	7.02
经营活动净现金/利息支出（X）	23.61	9.08	-3.06	-
EBITDA 利息倍数（X）	190.01	51.24	28.69	-
总债务/EBITDA（X）	0.36	0.36	0.77	-
资产负债率（%）	9.70	15.11	20.77	18.15
总资本化比率（%）	3.73	4.12	12.10	10.59

注：1、公司所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、公司 2019 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

附四：深圳市高新投集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	103,828.01	301,361.69	220,345.60	165,388.48
应收代偿款	24,264.15	21,518.83	22,587.21	21,611.55
流动资产合计	720,390.60	1,248,801.41	1,964,092.06	1,950,248.35
发放委托贷款及垫款	571,277.30	907,335.61	1,394,599.49	1,615,748.31
非流动资产合计	69,460.24	98,151.56	88,625.96	113,559.19
资产总计	789,850.84	1,346,952.97	2,052,718.02	2,063,807.54
短期责任准备金	3,894.38	5,077.48	5,246.45	5,246.45
担保赔偿准备金	26,065.59	30,089.58	37,246.66	37,246.66
长期责任准备金	427.78	357.94	185.42	185.42
负债合计	133,901.41	227,335.66	873,979.04	837,465.38
股本	485,210.50	727,734.67	885,210.50	885,210.50
所有者权益合计	655,949.44	1,119,617.32	1,178,738.97	1,226,342.16
非融资担保业务收入	42,569.04	59,514.33	40,038.56	-
融资担保业务收入	9,813.71	13,300.61	11,696.40	-
资金管理业务收入	36,814.07	53,159.92	82,494.33	-
投资收益	17,187.44	8,676.67	5,793.09	221.74
净利润	70,880.53	83,487.27	113,306.69	36,831.38
在保责任余额	11,697,835.00	9,596,221.00	10,923,887.00	11,429,900.00
当年担保业务发生额	9,823,875.00	4,890,938.00	7,047,100.00	1,877,700.00
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
净资产放大倍数 (X)	17.83	8.57	9.27	9.32
年内代偿率 (%)	0.28	0.01	0.09	-
累计代偿率 (%)	0.39	0.29	0.10	-
累计代偿追偿率 (%)	28.44	40.24	62.92	-
风险准备金充足率 (%)	0.32	0.44	0.45	0.43
现金类资产比率 (%)	13.15	22.37	10.73	8.01
代偿保障率 (%)	0.89	3.14	0.09	1.45
担保业务收入率 (%)	0.53	1.49	1.17	-
净资产收益率 (%)	10.94	12.24	9.86	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

期间费用前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

期间费用收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。