

信用等级公告

联合〔2020〕233号

武汉天盈投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟公开发行的2020年公司债券进行综合分析和评估，确定：

武汉天盈投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为“稳定”

武汉天盈投资集团有限公司拟公开发行的2020年公司债券的信用等级为AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-8517 2818

传真：010-8517 1273

<http://www.unitedratings.com.cn>

武汉天盈投资集团有限公司

2020年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：总规模不超过10.00亿元（含），分期发行，

首期基础发行规模不超过3.00亿元（含），同时

设置不超过3.00亿元（含）的超额配售权

债券期限：不超过5年，附第3年末发行人调整

票面利率选择权和投资者回售选择权

担保人：武汉当代科技产业集团股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

评级时间：2020年5月25日

主要财务数据：

发行人-武汉天盈投资集团有限公司

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1-9月
资产总额（亿元）	7.50	188.30	209.65	201.71
所有者权益（亿元）	6.95	128.15	118.48	105.91
归属于母公司所有者权益 （亿元）	6.93	43.81	41.05	41.33
短期债务（亿元）	--	35.89	49.22	50.68
全部债务（亿元）	--	54.99	72.61	73.69
营业总收入（亿元）	0.01	7.27	16.23	7.86
净利润（亿元）	0.10	1.98	3.34	1.12
EBITDA（亿元）	0.10	2.68	5.90	--
净资产收益率（%）	1.43	2.94	2.71	1.00
资产负债率（%）	7.35	31.94	43.48	47.49
全部债务资本化比率（%）	--	30.02	38.00	41.03
流动比率（倍）	0.07	1.89	1.46	1.36
EBITDA 利息倍数（倍）	--	31.55	4.16	--
EBITDA 全部债务比（倍）	--	0.05	0.08	--
EBITDA/本次债券额度（倍）	0.01	0.27	0.59	--

担保人-武汉当代科技产业集团股份有限公司

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1-9月
资产总额（亿元）	527.81	789.68	905.30	973.13
所有者权益（亿元）	213.78	356.00	343.98	343.90
全部债务（亿元）	250.23	321.80	396.77	423.51
营业总收入（亿元）	171.69	232.11	277.24	211.24
净资产收益率（%）	8.57	9.47	-1.10	5.48
资产负债率（%）	59.50	54.92	62.00	64.66

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均指合并口径；2. 2019年1-9月财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对武汉天盈投资集团有限公司（以下简称“公司”或“天盈投资”）的评级反映了其自转型为金融类投资管理公司以来，深化内部整合和协同发展，初步形成了以不良资产经营、保险经纪、私募投资基金、其他投资为主的业务结构，各业务板块发展较好，已具备一定综合实力。

联合评级同时也关注到，公司部分业务尚处于内部整合阶段，部分债权类业务面临转型，未来整合和转型效果、业务发展和风险控制能力仍有待检验；公司所有者权益结构稳定性不足等因素可能带来的不利影响。

本次债券由公司股东武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。当代集团是湖北省大型产业集团之一，在特色医药细分领域的地位较稳固，近年来资产和收入规模持续增长，其担保对本次债券信用状况具有显著的积极影响。

随着公司深化整合和各项业务的逐步发展，未来公司业务规模和盈利水平有望提升，整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司自2016年末开始转型为金融类投资管理公司以来，深化内部整合和协同发展，目前初步形成以不良资产经营、保险经纪、私募投资基金、其他投资为主的业务结构，各业务板块协同效应持续提升，公司具备一定综合实力。

2. 公司转型以来各主要业务板块发展较好，收入和利润规模总体呈增长趋势，目前资产规模

较大且债务负担适中。

3. 担保人当代集团作为湖北省大型产业集团之一，在特色医药细分领域的地位较稳固，并以医药为支柱产业，通过房地产开发和投资合作以及多领域投资参股实现了多元化发展，近年来资产和收入规模持续增长，其担保对本次债券信用状况具有显著的积极影响。

关注

1. 公司控股子公司数量较多，目前仍处于转型后的内部整合深化阶段，且部分债权类业务面临转型，存在一定管理难度，未来整合和转型效果、业务发展和风险控制能力仍有待检验；同时，因各项业务扩张，公司面临较大外部融资需求。

2. 公司对重点子公司湖北天乾资产管理有限公司和正隆（北京）保险经纪股份有限公司的持股比例较低，私募投资基金业务板块对并表的私募基金持股比例很低，共同导致所有者权益中少数股东权益占比大，且公司所持湖北天乾资产管理有限公司的股权绝大部分被质押，公司权益结构稳定性不足。

3. 担保人当代集团近年来收购子公司较多，产生的商誉规模很大，2018年子公司人福医药计提大额商誉减值导致净利润出现大额亏损；若未来业务整合不到位或被并购标的经营业绩不及预期，商誉存在进一步减值风险。应收账款规模大且增长较快，对其运营资金占用显著；期间费用对利润侵蚀严重，利润对投资收益依赖度较高。有息负债及短期债务规模快速增长，整体债务负担重，集中偿付压力较大；少数股东权益占比较高，权益结构稳定性有待提高。医药及房地产业务未来尚需投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。管制类麻醉药受国家价格政策影响较大，可能对盈利能力产生一定影响。

分析师

卢芮欣 （登记编号 R0040218100004）

贾一晗 （登记编号 R0040216120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-8517 2818

传真：010-8517 1273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：
联合信用评级有限公司


一、主体概况

武汉天盈投资集团有限公司（以下简称“公司”或“天盈投资”）前身为成立于2012年的上海旻泰实业发展有限公司，原注册地上海，初始注册资本6.80亿元；2015年7月，武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代集团”）收购上海旻泰实业发展有限公司，公司成为当代集团的全资子公司。

2016年12月，当代集团将公司整合为金融投资平台，公司主业由投资咨询、产品销售等变更为金融类企业的投资管理，同时更名为武汉当代金融控股有限公司，注册地迁至武汉，注册资本增至60.00亿元，实收资本6.80亿元。

2017年，公司陆续合并了多家金融类企业，于2017年3月更名为武汉当代金融控股集团有限公司，于7月和12月公司两度增加注册资本并引入了数个新股东，年末注册资本增至67.27亿元，实收资本增至34.16亿元（实收资本中现金出资18.34亿元，其余为股权资产出资），控股股东当代集团的认缴出资比例87.64%、实缴出资比例75.66%。

2018年，公司实施“更名”、“瘦身”策略，于2018年3月更名为现名。2019年6月，公司原股东深圳市圣保利国际投资有限公司将所持公司的1.72%股权全部转让给当代集团，当代集团的认缴出资比例增至89.36%、实缴出资比例增至79.04%；2019年8月，公司按实缴资本比例以资本公积转增资本5.31亿元，注册资本增至72.59亿元。截至2019年9月末，公司注册资本72.59亿元，实收资本39.47亿元，认缴和实缴资本的股权情况如下表，当代集团是公司控股股东，自然人艾路明是公司的最终实际控制人（详见附件1）。

截至2019年9月末，当代集团将所持公司股权49.98亿元¹用于融资质押，占当代集团全部认缴资本的77.71%；武汉当代明诚企业管理咨询有限公司（以下简称“当代明诚”）将所持公司股权1.04亿元用于融资质押，占当代明诚全部持股的86.54%；上述质押部分合计占公司全部注册资本的70.29%。

表1 截至2019年9月末公司股权结构（单位：亿元、%）

股东名称	认缴资本	认缴比例	实缴资本	实缴比例
武汉当代科技产业集团股份有限公司	64.31	88.60	31.20	79.04
天风创新投资有限公司	2.93	4.04	2.93	7.42
厦门国际信托有限公司	2.81	3.86	2.81	7.11
武汉市鑫鸿达置业有限公司	1.34	1.84	1.34	3.38
武汉当代明诚企业管理咨询有限公司	1.20	1.66	1.20	3.05
合计	72.59	100.00	39.47	100.00

注：《公司章程》约定，当代集团认缴出资时间为2021年末之前
资料来源：公司提供，联合评级整理

公司经营范围：开展对金融、类金融行业的投资及相关资本运作、资产管理和咨询业务；财务咨询、社会经济咨询、各类要素市场的经营管理。（不得从事吸收公众存款或变相吸收公众存款，不得从事发放贷款等金融业务）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

公司作为控股平台，本部主要负责管理旗下子公司，截至2019年9月末，公司本部下设5个职能部门（详见附件2），另设有1家恩施分公司，本部共有员工27人；公司有13个一级子公司，其中较重要的有湖北天乾资产管理有限公司（以下简称“天乾资管”）、正隆（北京）保险经纪股份有

¹ 前期质押的股权是按注册资本金额进行的质押，因此大于当代集团实缴出资。

限公司（以下简称“正隆保险经纪”）、武汉当代天信财富投资管理有限公司（以下简称“天信财富”）、武汉当代瑞通投资管理有限公司（以下简称“当代瑞通”）、天津天盈投资有限公司（以下简称“天津天盈”）。

截至2018年末，公司合并资产总额209.65亿元，负债总额91.16亿元，所有者权益合计118.48亿元（含少数股东权益77.43亿元）。2018年，公司实现营业总收入16.23亿元，净利润3.34亿元（含少数股东损益1.99亿元）；经营活动现金流量净额为4.76亿元，现金及现金等价物净增加额-4.90亿元。

截至2019年9月末，公司合并资产总额201.71亿元，负债总额95.80亿元，所有者权益合计105.91亿元（含少数股东权益64.58亿元）。2019年1—9月，公司实现营业总收入7.86亿元，净利润1.12亿元（含少数股东损益0.79亿元）；经营活动现金流量净额为8.21亿元，现金及现金等价物净增加额-8.17亿元。

公司注册地址：湖北省武汉市东湖新技术开发区光谷大道116号15#楼15层；法定代表人：李正友。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“武汉天盈投资集团有限公司2020年公开发行公司债券”，面向专业投资者公开发行；发行总规模不超过10.00亿元（含），分期发行，首期基础发行规模不超过3.00亿元（含），同时设置不超过3.00亿元（含）的超额配售权。本次债券期限不超过5年，附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券票面金额为100.00元，按面值平价发行；票面利率为固定利率，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券由当代集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集的资金在扣除发行费用后，拟使用其中的80.00%用于偿还债务，剩余的20.00%用于补充流动资金。

三、行业分析

公司主要业务涉及地方不良资产经营、保险经纪、私募股权投资基金行业，主营业务大多在湖北省内开展，受区域经济发展的影响也很大。

1. 区域经济概况

湖北省位于我国中部，根据《湖北省国民经济和社会发展统计公报》，2018年年末，全省常住人口5,917万人，城镇化率60.3%。2018年，湖北省地区生产总值3.94万亿元，同比增长7.8%，其中，三次产业分别增长2.9%、6.8%和9.9%；三次产业结构由2017年的10.0:43.5:46.5调整为9.0:43.4:47.6；全省固定资产投资（不含农户）增长11.0%；社会消费品零售总额1.83万亿元，同比增长10.9%；居民消费价格同比上涨1.9%；进出口总额3,487.2亿元，同比增长11.2%；年末全省金融机构人民币各项存款余额5.54万亿元，比年初增长7.08%，各项贷款余额4.43万亿元，增长16.18%；全年实现保费收入1,470.92亿元，增长9.2%；全省一般公共预算收入3,307.03亿元，同比增长8.5%。

2019年前三季度，湖北省地区生产总值3.05万亿元，同比增长7.8%；全省固定资产投资同比增长10.7%，社会消费品零售增长10.3%，居民消费价格上涨2.6%。

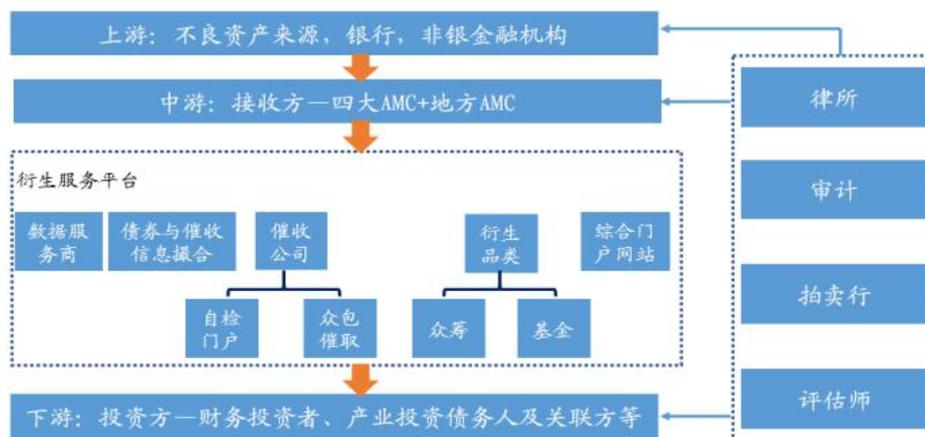
总体看，湖北省经济运行总体平稳、稳中向好。

2. 不良资产管理行业

资产管理公司（Asset Management Companies，简称AMC）主要业务是不良资产经营，并由此延伸到投资、资产管理、信托、租赁、银行、保险等全金融覆盖。我国AMC行业起步于1999年，是由财政部出资成立了华融、长城、东方、信达四大金融资产管理公司（以下简称“四大AMC”），分别用以管理和处置工、农、中、建四大国有商业银行剥离的不良资产。随着2012年以来银行信贷资产质量趋于恶化，不良资产出现了零散化、碎片化的特点，国家相继批复设立地方AMC；2012年1月，各省级行政区被允许设立或授权一家地方AMC，开展本区域不良资产处置业务；2013年11月，符合条件的地方AMC经银监会资质认可后，金融企业可按规定向地方AMC批量转让不良资产，自此，地方性AMC陆续成立，整个行业实现扩容；2016年10月，各省级行政区被允许设立两家地方AMC，地方AMC数量快速增长；根据《2018年中国地方AMC行业发展白皮书》，截至2018年末，已获得银监会批复的地方AMC有53家。2016年10月，国务院支持银行利用所属机构开展市场化债转股，标志着银行系资产管理公司正式起步；截至2018年末，五大国有银行已经全部成立了专门开展市场化债转股工作的金融资产投资公司（以下简称AIC），一些股份制银行及城商行也在积极筹备设立资产管理子公司。

根据不良资产的流向，可以将产业链分为上、中、下游，分别对应不良资产的来源、接收和投资。上游的不良资产主要由银行、非金融机构（企业）以及财政不良资产构成。随着国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，2012年以来，国内商业银行不良率持续攀升，不良资产规模上升较为明显。截至2018年末，商业银行全行业不良贷款余额升至1.71万亿元，较上年末增长18.71%，增速较上年有所抬升；不良贷款率1.83%，较上年末增加0.09个百分点。非金融机构的不良资产总体规模庞大，但分布非常分散，其中的规模以上企业是不良资产的主要来源，企业的不良资产质量一般低于金融机构，其不良资产的处置以债务重组为主。下游是不良资产的投资者，主要包括财务投资者和产业投资者，财务投资者在资管公司购置不良资产产品，通过处置增值后卖出获得利润；产业投资者购置不良资产，以契合自身的战略发展需求。

图1 不良资产处置产业链



资料来源：互联网公开资料

我国的中游市场参与者目前已形成“4+2+N+银行系”的格局，即四大AMC+每省原则上不超过两家省级地方AMC+众多非持牌的民营AMC+AIC。四大AMC目前已发展为综合性的金融控股集团，其在体量、品牌、业务经验、人才优势等方面都是其他机构难以比拟的。地方AMC主要为各省级行政区的资产管理公司，也有少数地市级设立了资产管理公司，地方AMC在处置体量小、数量多、且分散的不良资产方面更具优势，处理方式更加灵活且有针对性，和当地政府、司法部门的协作优势提高了处置效率，有利于缓解地方不良资产压力。

中游的不良资产经营业务细分为收购、转让、处置三个环节，受监管约束，不同环节有不同的参与者。收购环节属于一级市场，直接接收上游的不良资产，金融机构不良资产的批量收购业务监管只允许四大AMC和地方AMC从事，四大AMC可在全国范围批量收购，获得银（保）监会的资质认可的地方AMC只能在本区域批量收购。转让环节属于二级市场，出让方包括四大AMC和地方AMC，均可在全国范围内出让不良资产，转让也是四大AMC和地方AMC处置不良资产的重要手段；受让方主要是民营AMC、下游投资者等社会资本。处置环节参与者众多，“4+2+N+银行系”以及下游投资者都可以参与；在处置手段上，地方AMC和AIC的处置手段受到限制，其中地方AMC以债务重组或转让的方式处置不良资产，AIC主要以债转股形式处置不良资产。

监管主体方面，目前四大AMC和AIC是非银行金融机构，在公司治理、内部控制、风险管理以及资本充足性等方面均受银（保）监会的严格监管；地方AMC是否属于金融机构一直没有明确说法，目前由银保监会负责制定地方AMC的监管规则，各省（区、市）人民政府履行监管责任，各地方金融监管部门具体负责对本地区地方AMC的日常监管。

监管政策方面，不良资产经营是政府主导程度很高的行业，在不良资产快速爆发期，AMC公司获得政策支持的概率较大。特别是2012年以来，各监管机构出台了多项政策来规范、推动AMC行业发展和充分发挥降低不良资产规模、化解系统性风险的作用。2019年7月，银保监会《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》针对地方AMC的一些高风险甚至违规经营行为，强调严格监管，对地方AMC资产端相关业务的规定有所缩减，而是更强调风险防范和违规处置，重点围绕各种乱象纠偏；未来出表通道类业务等“挣快钱”的方式将难以为继，要求地方AMC加强自身主业经营能力。

行业风险关注主要有，不良资产的固有属性和经营双周期性导致AMC经营难度大、业务周期长；参与主体增加，市场价格走高，市场竞争加剧；许多地方AMC以及非持牌AMC形成层层转让的炒作链条，行业投机行为大大增加了处置价值与资金成本的竞争，加大行业整体风险；地方AMC在资金、业务渠道、专业能力等方面的差异导致行业分化明显等。

总体看，在宏观经济持续下行影响下，整体不良资产存量充沛，不良资产管理行业未来发展空间较大；但随着市场主体的多元化趋势，资产管理行业的竞争也将更加激烈，随着中小企业违约现象增多，地方AMC存在差异化发展的较大空间；因不良资产经营的业务周期普遍较长，投资成本相对较高，对AMC的流动性管理和融资能力提出更高要求；随着监管规则的完善和市场趋势的发展，优质资产锁定能力和不良资产处置能力强弱在竞争中愈发重要。

3. 保险经纪行业

保险经纪公司属于保险专业中介机构之一，保险中介机构在完善保险产业链、提升保险资源配置效率、改进保险服务方面具有重要作用。我国保险专业中介包括保险专业代理、保险经纪、保险公估三类机构，其中保险经纪机构是受客户（投保人）委托，基于投保人的利益，按照其要求寻找最适合的保险公司，为投保人与保险公司订立保险合同提供中介服务；其与保险专业代理机构的区别是，代理机构是受保险公司委托招揽客户，是代表保险公司展业，而经纪公司是代表被保险人投

保。

2000年以来，我国保险中介机构历经快速增长热——清理整顿热——资本风口热。根据普华永道《中国保险中介行业发展趋势白皮书（2019）》，截至2018年末，我国保险专业中介机构数量2,647家，较上年末增加41家，以专业代理机构为主，保险经纪机构超过400家。对于各路资本对保险中介公司的青睐，一方面是对市场前景的看好，另一方面是保险中介进入门槛相对保险公司而言较低；同时，随着越来越多的巨头入场，保险中介市场的格局将发生更为深刻的变化。2011—2018年，保险中介渠道保费收入占比几乎都超过80%，但以兼业代理渠道为主，专业中介渠道占比仍然非常低，对总保费的贡献比重始终难以突破10%。专业中介机构的保费业务结构在2016年时仍以财险为主，随着商车费改深化、车险市场竞争日益激烈，以及人口老龄化与消费者保险意识增强等因素影响，从2017年开始，保险专业中介的保费结构重心大幅向人身险转移，2018年人身险保费占比达71%。因健康险等增长迅速、长期人身险的代理业务利润较高等原因，人身险需求持续增加，是中介机构转型的方向。

多年的快速增长累积的市场风险隐患增大，针对保险中介领域的代理乱象，中国保监会于2009年开始持续开展行业清理整顿；2015年《关于深化保险中介市场改革的意见》，提出建成功能定位清晰、准入退出顺畅、要素流动有序的保险中介市场体系，保险中介市场逐步走向规范；2017年6月，《保险销售行为可回溯管理暂行办法》要求保险公司、保险中介机构通过录音录像等技术手段记录和保存保险销售过程关键环节，实现销售行为可回溯。2018年5月，《保险经纪人监管规定》对保险经纪人市场准入、经营规则、市场退出等方面作出了全面和详细的规定，并要求保险经纪公司投保职业责任保险或按本金的5%缴存保证金，保险中介机构的监管升级。银保监会2019年接连发布《关于开展保险公司销售从业人员执业登记数据清核工作的通知》、《关于开展保险专业中介机构从业人员执业登记数据清核工作的通知》，对保险从业执证人员进行全面清核大整顿，保险中介从粗放式逐步向精细化发展模式转变。

总体看，随着近年来深化保险中介市场改革，有利于行业规范发展；各路资本的涉足对保险中介和整个保险行业也将带来深刻影响，新型保险产品、新型合作模式都有望逐步酝酿出来。

4. 私募股权投资行业

私募股权投资（Private Equity，简称PE）是指向具有成长性的非上市企业进行股权投资，并提供相应的管理和其他增值服务，以期通过合理途径退出，实现资本增值的资本运作的过程。为了分散投资风险，私募股权投资通常通过私募股权投资基金进行，基金从大型机构投资者和资金充裕的个人手中以非公开方式募集资金，并提供基金管理服务。目前，我国PE的退出模式主要有IPO（首次公开发行股票）或RTO（反向并购上市，或称借壳上市）、新三板挂牌交易、并购、管理层收购、清算退出等。PE行业面临的主要风险有宏观经济变化、市场竞争加剧以及投资项目退出不确定等。

2015年以来，中国PE行业呈快速发展趋势。2018年，面对国际局势紧张，国内经济步入调整期，行业监管趋严，私募股权投资市场面临较大挑战。根据清科研究中心的数据，截至2018年末，PE市场可投资本量为20,035.28亿元，较上年末增长8.58%，增速较上年度继续放缓。2018年4月，中国人民银行等联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”），提高了银行理财资金参与私募股权投资基金的要求，同时受全球局势多变、国内经济改革的影响，PE市场募资压力增大。2018年，中国PE市场总募资10,110.55亿元，同比下降28.86%，其中人民币基金募资下滑明显，共募得8,699.69亿元，同比下降35.76%；另一方面，外币基金强势回归，募资金额1,410.86亿元，同比增长110.51%。随着PE市场整体的调整，募资端的收紧，股权市场投资

也略有放缓。2018年，中国股权投资市场共发生投资案例数 3,905 笔，投资金额 8,527.64 亿元，同比下降 14.19%。投向方面，金融、互联网和物流行业为投资金额前三大行业。2018年，PE 退出市场同比变化不大，共发生 1,441 笔退出案例，同比下降 20.20%，主要源于新三板挂牌退出的锐减。从退出方式上看，被投资企业 IPO 公司 585 笔（占比 40.60%），并购退出共 296 笔（占比 20.50%），股权转让 232 笔（占比 16.10%）。

国内 PE 市场可分为外资 PE 和内资 PE，而内资 PE 又因主导者不同而分为券商直投、产业基金和民营资本，这四大力量为国内 PE 竞争市场的主要代表。外资 PE 的优势在于雄厚的资本实力和投管退三个环节多年积累的经验能力，然而外资 PE 在中国市场上发展主要受到外汇管制、产业限制等，限制了外资 PE 在中国的竞争力。内资 PE 中的券商直投机构具有两大特点：一是资金实力雄厚，二是具有退出通道优势，因此券商直投目前将主要投资领域锁定在 PRE-IPO 上。产业基金是另一大类 PE 机构，主要锁定某个或某几个行业进行投资，这类基金资金实力较大，往往在某些行业或某些地区具有资深行业背景，在项目获取上有较大优势。民营资本是国内 PE 的主要类型，资金实力参差不齐，但在机制灵活、搜寻项目和抢夺项目等方面较强。

行业政策与监管方面，2016 年针对金融行业的清理整顿力度加大，私募行业也经历了规范发展元年，各项新规密集出台。2018 年，行业监管不断完善，引导市场规范化运作，《私募投资基金备案须知》《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》《私募投资基金命名指引》等一系列规范性文件相继出台，证监会、中基协开展行业自查工作，引导行业健康可持续发展。

总体看，在全球局势多变、国内经济改革、行业监管趋严的背景下，2018 年私募股权投资市场面临较大挑战；未来行业分化将进一步加剧，“强者恒强”的局面将进一步凸显；科创板的设立将为中小企业的上市以及股权投资机构的项目退出提供有力补充。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司自 2016 年末开始转型为金融类投资管理公司，近年来快速整合了当代集团、天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）剥离的非证券类的金融类业务，并相继成立了一些金融类企业，2018 年以来通过子公司“瘦身”策略加强内部整合；目前，公司已初步完成各主要业务条线运营平台的布局与整合，并形成以不良资产经营、保险经纪、私募投资基金、其他投资为主的业务结构，目前拥有众多牌照资源。截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 201.71 亿元、净资产 105.91 亿元（含少数股东权益 64.58 亿元）；2018 年营业总收入 16.23 亿元，具备一定综合运营实力。

主要业务方面，不良资产经营业务的运营主体天乾资管是湖北省第二家持牌的地方 AMC，截至 2019 年 9 月末实收资本 27.22 亿元，资本实力处于行业中游水平，成立以来不良资产经营业务稳步开展，经营业绩快速增长，2018 年实现营业收入 7.01 亿元。正隆保险经纪持有全国性保险经纪业务牌照，2018 年保费规模达 12.61 亿元。私募投资基金业务以当代瑞通为平台统筹管理旗下各私募投资基金子公司，目前管理着 7 家具有私募基金管理人牌照的公司，合计设立了 37 只基金，基金实缴规模 128.40 亿元，投资项目 51 个，项目基本都没到退出期，因此当前私募投资基金板块对公司收入的贡献很小，主要是业务规模上的贡献。其他投资主要是以天津天盈为平台统筹管理的债权类投资业务，天津天盈目前主要是对联营企业武汉国创资本投资有限公司（以下简称“国创资本”）的投资，国创资本旗下有租赁、担保、小贷等债权性类金融业务。

作为多元化经营的管理平台型企业，公司高度重视战略协同问题，内外部的协同效应有助于增

强公司业务竞争力。公司在本级层面设立了协同工作委员会和战略协同部，子公司设置协同岗位和责任人。对外协同方面，公司积极对接各级政府、平台公司、地方金控集团等战略客户，通过签署战略合作协议、强化股权纽带、夯实合作关系等，协同外部资源，打造更为紧密的协同生态圈。集团内协同方面，公司依托线上系统、线下沟通的内部协同机制，通过强化激励、定期检查、专项考核等方式推进旗下各业务板块之间的发展，以及加强与当代集团、天风证券等股东及关联方单位的业务协同。

公司控股股东当代集团经营实力较强（详见担保方分析）。当代集团作为公司控股股东，对公司支持力度大，除持续增资和资产注入外，当代集团旗下业务领域广，可为公司提供一定业务协同。

总体看，依托当代集团的各项支持，公司重组转型以来，目前初步明确了业务板块布局，具备一定的经营运营实力，但各业务条线和子公司仍处于深度整合或转型阶段，未来业务发展和整合效果有待进一步检验。

2. 人员素质

公司董事、监事、高管人员均具有本科以上学历、较高的专业素质和丰富的管理经验。

公司董事长兼总裁李正友先生，1974年出生，博士学历，教授职称；曾在上海银行、深圳大鹏证券公司、国家自然科学基金委员会、哈尔滨市发改委、哈尔滨市金融办、广西壮族自治区金融办、天风证券等机构任职，拥有多年金融从业经验和企业管理经验；2017年4月至今担任当代集团副总裁，2017年4月—2018年6月期间兼任公司总裁，2018年6月起兼任公司董事长和总裁，2017年8月起兼任天乾资管董事长。

截至2019年9月末，公司本部共有员工27人；按学历来看，大专及以下3人（主要是司机、前台等劳务派遣员工）、本科10人、硕士10人、博士4人；按年龄看，30岁以下8人、30~50岁16人、50岁以上3人；按职称来看，具有初中高级职称的人员合计10人，占比37.04%。

总体看，公司高层管理人员经验丰富，员工整体学历较高、结构较合理，基本能够满足公司目前的经营需要。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司按照《公司法》等相关法律法规要求设立和运作，执行《公司章程》等规章制度；2016年底转型以来，公司着力完善公司治理架构，建立和完善了股东会、董事会、监事会和经营管理层组成的“三会一层”治理架构。

股东会是公司最高权力机构，依《公司章程》行使职权；股东会定期会议一年一次。

公司设董事会，对股东会负责，依公司章程行使职权；董事会共3名成员，其中独立董事1名由全体股东提名，其余2名非独立董事均由当代集团提名，董事经股东会选举产生；设董事长1名，由当代集团推荐后全体董事选举产生。

公司监事会共3名成员，其中职工监事1名由职工大会选举产生，其余2名非职工监事分别由当代集团和武汉当代明诚企业管理咨询有限公司提名后，经股东会选举产生；设监事会主席1名，由当代集团推荐后全体监事选举产生。监事会对股东负责，定期会议一年一次，通过召开工作会议、列席公司重要会议、组织监督检查等方式履行监督职责。

公司设总裁1名，由董事会聘任或解聘，负责主持公司的生产经营管理工作；公司经营管理层

还包括执行总裁、副总裁、财务总监、人力总监、合规总监、总裁助理等，均由总裁提名、董事会聘任。公司总裁下设总裁办公会和投资评审委员会（以下简称“投委会”），均对总裁负责，总裁办公会成员为公司高管，投委会成员由总裁任命；投委会承担总裁权限下投资决策职能，其审议通过的投资事项由总裁签发并向董事会报备，投委会下设股权、债权 2 个专业评审委员会（以下简称“股投会”和“债投会”）。

总体看，公司已初步建立了合理的法人治理结构，基本满足公司日常经营需要；但随着业务发展和子公司数量增加，公司治理架构体系有待进一步完善。

2. 内控和管理水平

公司自转型为金融投资管理平台企业以来，逐步建立和完善各项规章制度，制订了包括风险管理、法律、财务、业务操作、子公司管理、人力资源等一系列基本制度与工作规程，涵盖经营活动各环节的控制，并通过手工控制与自动控制、预防性控制与发现性控制相结合的方法，运用不相容职务分离控制、授权审批控制、会计系统控制、财产保护控制、预算控制、运营分析控制和绩效考评控制等控制措施，确保日常运营风险可控；同时公司根据当代集团要求及自身需求，建立了包括法人治理、财务管理、风控管理、经营分析、人力资源管理等的管理系统，已初步实现信息技术集成化管理。

子公司管理方面，公司制定了一系列子公司管控制度，特别是 2018 年以来强化子公司管控，对子公司的管理遵循“统一协同、适度管理、独立经营、分层审批”的原则，对子公司的公司治理、项目评审、业绩考核等提出要求，从经营绩效、投资回报、业务协同三个维度进行子公司考核；公司向主要一级子公司委派或推荐董监事，并加强对委派人员的管理和考核；公司对子公司实施财务及风控的垂直管理，子公司财务和风控负责人须由公司核准后聘任，且财务和风控负责人的年度考核由公司和子公司分别进行；公司建立了对子公司的分类审计机制，并作为子公司考核依据；子公司的信息披露由公司统一管理和对外发布。

战略协同管理方面，公司制定了《业务协同管理暂行办法》及奖励细则，设立了由公司及主要子公司高管组成的协同工作委员会，原则上每月召开一次例会；公司本部设立了战略协同部具体负责战略制定和统筹各业务板块的协同工作，子公司设置协同岗位和责任人；公司已初步搭建起 CRM（客户关系管理）、数据化经营分析和协同绩效系统等各项业务协同基础设施，依托线上系统、线下沟通机制，初步建立起在业务承接、客户开发、产品销售、资金供给、内部采购等方面的内部沟通、利益共享的协同机制，公司对市场化的业务协同行为进行强化激励，由战略协同部对子公司年度业务协同情况进行评估考核，并定期开展业务协同风险状况检查。

总体看，公司转型以来，逐步建立了管控力度较大的、适应金融投资管理平台企业的内部控制体系，但运营时间尚短，涉及业务板块较多，各项制度和管理基础设施尚待完善，且各子公司仍在整合中，加大了公司管理难度，相关内控实施成效仍有待检验。

六、经营分析

1. 经营概况

公司于 2016 年末开始实施转型；2017 年重点推进转型重组，陆续将当代集团、天风证券剥离的非证券类的金融类业务整合进来。2018 年以来，公司按照“更名、混改、瘦身、聚焦、管控”的十字方针，对子公司进行扶优汰劣，重点对旗下众多子公司按照持牌金融机构、私募基金管理机构

和其他投资机构分条线梳理，进行同类业务合并“瘦身”，其中，持牌条线确立以天乾资管和正隆保险经纪为主，将华泰保险集团股份有限公司（以下简称“华泰保险”）逐步转让²；私募投资基金条线明确了以当代瑞通为平台开展直接投资业务，并统筹管理其他私募投资基金子公司；其他投资条线主要是以天津天盈为平台，统筹管理公司债权投资类业务，并通过参股国创资本形成对租赁、担保、小贷等债权性类金融业务的布局等。

从经营业绩来看，公司2016年营业总收入极少。通过2017年以来的转型和整合，公司经营业绩取得快速增长；2017—2018年，公司分别实现营业总收入7.27亿元和16.23亿元，增幅123.38%；分别实现净利润1.98亿元和3.34亿元，增幅68.59%。2019年1—9月，公司实现营业总收入7.86亿元，同比下降29.71%，主要系保险经纪业务和债权类投资收入下降较多所致，各主要业务中，仅不良资产业务收入实现了增长（同比增幅9.24%），其他各项收入均为同比下降状态；同期公司实现净利润1.12亿元，同比下降50.47%。

表2 公司营业总收入结构（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1—9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
不良资产业务	--	--	0.98	13.49	4.97	30.62	2.95	37.58
保险经纪业务	--	--	1.55	21.32	3.47	21.37	0.99	12.63
私募投资基金业务	--	--	0.26	3.63	0.50	3.11	0.23	2.94
其他投资业务	0.01	100.00	4.47	61.56	7.29	44.90	3.68	46.85
营业总收入	0.01	100.00	7.27	100.00	16.23	100.00	7.86	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

从营业总收入结构来看，在转型重组初期，公司业务结构变动较大。随着天乾资管成立以来业务快速发展以及前期不良资产陆续处置并实现收入，公司不良资产业务收入（主要是天乾资管的资产重组、资产转让收入和收益权产品收入）快速增长，收入占比持续提升至2019年1—9月的37.58%，已逐步成为最重要的收入来源。保险经纪业务收入占比在2017—2018年基本稳定，2019年1—9月出现较大下降，系受车险“报行合一”监管要求、汽车行业销量整体下滑等外部环境影响，导致公司车险业务规模明显下降所致。私募投资基金业务收入规模和占比一直很小，系私募投资基金项目大多数未到退出期，暂未确认收入所致。其他投资业务是为客户提供多元化投融资服务的延伸，以债权类投资业务为主，此外还有咨询服务、农村金融等业务；债权类投资主要包括债权类业务（天津天盈自2017年12月纳入合并才贡献收入）产生的收入及天乾资管等公司的债权类投资收入等，咨询服务主要是公司本部、天津天盈、天信财富等的各类咨询业务；其他投资业务是2017年最大的收入来源（主要是债权类投资业务收入的贡献），后续随着不良资产等其他业务的发展和债权类投资业务的收缩，其他投资业务的收入占比有所下降；未来随着债权类投资业务的转型，公司的其他投资业务收入或将进一步下滑。

总体看，公司自重组转型以来，经营业绩总体呈较快增长趋势，公司初步确立的四个业务条线逐步发展；但随着债权类业务转型，未来或将对公司收入的增长带来不利影响。

2. 不良资产经营业务

公司不良资产经营业务由控股子公司天乾资管运营。天乾资管成立于2016年12月，2017年4

² 公司原持有华泰保险集团股份有限公司5.40%的股权，2018年6月已将4.90%股权对外转让，已收到股权转让款14.12亿元，该转让事宜尚在银保监会备案审批中，暂未最终完成；截至2019年9月末，公司合并报表中，共持有华泰保险集团股份有限公司5.39%的股权，计入可供出售金融资产，账面价值7.97亿元。

月取得银监会的金融不良资产批量收购处置业务资质认可，是湖北省第二家持牌的地方 AMC。公司自 2017 年 4 月起取得天乾资管控制权并将其纳入合并报表；截至 2019 年 9 月末，天乾资管资产总额 83.40 亿元、净资产 30.97 亿元，注册资本和实收资本均为 27.22 亿元，公司直接持股 34.54%，为第一大股东，并通过与其他股东签订的一致行动人协议能够控制 67.17% 的表决权。

天乾资管成立以来经营业绩快速增长，2017—2018 年，分别实现营业收入 3.49 亿元和 7.01 亿元，增幅 100.90%；分别实现净利润 1.57 亿元和 2.53 亿元，增幅 61.63%。2019 年 1—9 月，天乾资管实现营业总收入 4.06 亿元、净利润 1.28 亿元，同比分别下降 11.89% 和 25.89%，系公司有一笔大额收购处置类业务（上海项目，占用资金较大，处置周期较长），当期尚未完成处置未能实现收入所致。

从营业收入结构来看，天乾资管处于发展初期，各项业务处在探索发展阶段，近年来收入结构变动较大。传统不良资产、不良债权等业务产生的收益体现在资产重组和资产转让中，不良资产转让主要通过二级市场转让实现收入，资产重组主要是对不良资产债务人进行债务重组并继续持有产生收益，2017—2018 年，以上两部分收入合计分别为 0.66 亿元和 4.24 亿元，占比分别为 18.87% 和 60.48%，大幅增长系公司加大拓展资产重组以及前期重组业务逐步确认收入所致。其他围绕不良资产开展的业务（如流动性支持、追加投资等），以及其他投资类业务体现在企业债权投资、收益权产品、委托贷款等项目中；其中，企业债权投资主要是提供借款、投资信托和资管计划等，企业债权投资收入 2017 年贡献了 65.23% 的收入，系因天乾资管成立初期开展了较多资金类业务所致，2018 年以来，随着逐步回归不良资产的收购和处置主业、减少资金类业务规模，以及前期重组业务逐步确认了收入，企业债权投资收入占比大幅下降；收益权产品投资主要是受让各类资产收益权为交易对手提供流动性支持，对外投资的期限一般不超过 1 年，属于补充业务类型，受客户需求、市场偶发变动因素的影响较大，收入有所波动；委托贷款收入近年来逐步下降，系缩减资金类业务所致，2019 年在金融监管趋严的背景下，基本停止新增委托贷款业务。未来随着不良资产收购的储备增加、处置收益逐步体现，不良资产经营业务的收入贡献将进一步提升。

表 3 天乾资管营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
企业债权投资	2.28	65.23	1.51	21.54	0.93	22.84
收益权产品	0.32	9.22	0.73	10.41	0.14	3.55
委托贷款	0.23	6.68	0.14	2.02	--	--
资产重组	0.65	18.61	4.20	59.93	2.81	69.18
资产转让	0.01	0.26	0.04	0.55	--	--
其他	--	--	0.39	5.55	0.18	4.44
营业收入	3.49	100.00	7.01	100.00	4.06	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

天乾资管的核心业务是不良资产经营业务，根据市场化原则收购出让方的不良资产，对其进行管理、经营，以期回收现金或沉淀资产，以实现资产保值、增值；其中对金融机构不良资产的批量收购和处置是银监会授权资格业务。天乾资管不良资产收购来源有银行业机构不良资产的批量收购、金融及非金融机构单项不良资产收购，由于成立时间尚短、作为地方 AMC 资金成本相对较高，在与四大 AMC 竞争收购银行批量不良资产包方面不具优势，因此天乾资管将业务重心逐步转向单项不良资产收购，通过债务重组、股债结合等方式，重点针对出现短期流动性风险的企业发展单户企

业的资产处置和解决资金困境，预计处置期限一般为 2~3 年。近年来，受制于结存业务处置周期及资金来源等影响，天乾资管收购不良资产（包）新增规模有所放缓，收购来源由 2017 年以金融机构为主转变为 2018 年以来的以非金融机构为主，当期处置和回收金额大幅增长，期末余额也呈较快增长趋势。截至 2019 年 9 月末，存续业务不良资产金额 44.79 亿元，其中金融不良资产占比 12.45%，共涉及 6 个不良资产（包），其中 5 个来自湖北省，底层资产均为信贷资产，预计处置方式为清收、诉讼、转让等；非金融不良资产占比 87.55%，共涉及 15 个不良资产，来自湖北、湖南、安徽、陕西等地，底层资产均为债权资产，预计处置方式为重组和转让，其中最大一个系上海项目，收购本金 15.55 亿元，收购时对资产本息原值的折价率 59.80%，收购时间 2018 年 3 月，主要是房产抵押，预计通过抵押资产清理整合后转让处置，截至 2019 年 9 月末尚无回收资金，预期处置期在 2020 年。预计 2020 年，随着上海项目逐步处置回笼资金，以及新增融资规模，天乾资管将会加大不良资产收购的投入。

表 4 天乾资管不良资产经营业务情况（单位：亿元、个）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
当期收购不良资产（包）投入资金	35.34	32.74	18.38
其中：金融机构	23.31	5.00	2.05
非金融机构	12.04	27.74	16.33
当期收购不良资产（包）业务数量	24	23	16
其中：金融机构	18	9	3
非金融机构	6	14	13
当期处置和回收不良资产金额	6.71	24.72	10.25
期末不良资产存续业务金额	28.64	36.66	44.79
其中：金融机构	22.46	6.17	5.58
非金融机构	6.18	30.49	39.21

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，公司不良资产经营业务发展较好，2018 年以来业务重心逐步转向单项和非金类不良资产，处置方式主推资产重组；未来随着业务规模增加及资产积累，不良资产经营业务板块的收入有望逐步体现。

3. 保险经纪业务

公司保险经纪业务由控股子公司正隆保险经纪运营。正隆保险经纪成立于 2009 年，持有全国性保险经纪业务牌照，公司自 2017 年 1 月起取得正隆保险经纪控制权并将其纳入合并报表；截至 2019 年 9 月末，正隆保险经纪资产总额 0.48 亿元、净资产 0.44 亿元（净资产小于实收资本主要系 2016 年以前长期亏损所致），注册资本和实收资本均为 0.85 亿元，公司直接持股 23.53%，通过与其他股东签订的一致行动人协议能够控制 50.57%的表决权。

正隆保险的收入来源以保险经纪业务为主，还有部分保险相关咨询业务。随着经纪业务规模的增长，经营业绩也实现快速增长，2016—2018 年，正隆保险经纪营业收入和净利润年均复合增长率分别为 375.28%和 31.63%；2018 年实现营业收入 3.47 亿元，同比增长 123.94%，净利润 0.02 亿元，同比下降 55.50%，系获客成本上升等导致营业成本增幅较大所致。2019 年 1—9 月，实现营业收入 0.99 亿元，同比下降 66.09%，系受车险“报行合一”监管要求、汽车行业销量整体下滑等外部环境影响，导致公司车险业务规模明显下降所致；同期实现净利润-0.08 亿元，同比由盈转亏。

正隆保险经纪成立初期的业务重心是个人寿险，但因个人寿险业务周期长、存在行业亏损期等

原因，正隆保险经纪成立后长期处于亏损状态；2015年开始将业务重心逐渐转移到个人财险，特别是车险业务方面，2016年首次实现盈利；2017年剥离了部分非核心业务，引入老司机车险信息科技发展（上海）有限公司（以下简称“老司机车险”）的战略合作业务，并与老司机车险通过股权互持的方式深化合作³。2019年以来，随着车险整个行业增长受阻，正隆保险经纪及时调整战略方向，将车险上的技术和优势迁移到非车险领域，并开始大力拓展人身险业务。

近年来，正隆保险经纪依托数量众多的股东单位、股东合作伙伴，以机构团险、财险为主，进而服务拓展到上述企业员工个人的财险和寿险业务，再逐步拓展到市场其他自然人，客户群体数量庞大，客户关联度以及信赖度较高；其中车险业务渠道主要是和汽车二级经销商合作，专门针对原有车险经纪承保中的信息失真问题提供解决方案，推广“一店一码一策”模式，收效良好；非车险方面，2018年推出的员福险、学平险和“保险+期货”业务收效良好，其中“保险+期货”是借助当代集团旗下期货公司、农产品交易所等兄弟机构的天然优势和专业能力合作推出的业务，未来拟将这3项业务打造成车险之外的新核心业务板块和模式，将“保险+期货”打造成正隆保险经纪乃至当代集团的招牌产品之一。截至2019年9月末，正隆保险经纪和五十多家财险公司、三十多家寿险公司合作开展业务，并在全国设有13家分支机构，共拥有销售人员61人，全部具有保险经纪人执业证书，目前整体佣金范围为20%~40%。

业务向车险转型以来，正隆保险经纪业务量迅猛增长，2016—2018年保险经纪业务规模逐年大幅增长，年均复合增长2.99倍；2019年1—9月保费规模5.20亿元，同比下降43.10%，系受车险“报行合一”监管要求、汽车行业销量整体下滑等外部环境影响，导致车险业务规模明显下降所致，同期人身险占比开始提升。从业务结构来看，业务转型到财产险以来，车险业务自2016年四季度开始发力，2017年保费结构彻底转变为以财产险为主，其中车险占绝对比重；从客户结构来看，转型初期仍以机构客户为主，后随着个人车险业务的快速发展，逐步转为以个人客户为主。从经纪产品的承保机构来看，来自中国人民财产保险股份有限公司的佣金收入占绝对比重，主要系公司以个人车险业务为主，而中国人民财产保险股份有限公司的车险业务所占市场份额较高，客户在多家保险产品自主挑选所造成；截至2019年9月末，来自单一最大承保机构中国人民财产保险股份有限公司成都市分公司的佣金收入占比39.12%。

表5 正隆保险经纪开展业务情况（单位：亿元、%）

项目		2016年		2017年		2018年		2019年1—9月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
按业务类型	财产险保费规模	0.39	48.93	4.66	96.34	12.45	98.72	5.03	96.78
	其中：车险	0.29	36.79	4.54	93.91	11.51	91.29	4.81	92.57
	人身险保费规模	0.41	51.07	0.18	3.66	0.16	1.28	0.17	3.22
按客户类型	个人客户	0.27	34.26	2.73	56.46	10.06	79.82	4.74	91.20
	企业客户	0.52	65.74	2.11	43.54	2.54	20.18	0.46	8.80
当期保费规模合计		0.79	100.00	4.83	100.00	12.61	100.00	5.20	100.00
当期佣金收入		0.15	19.35	1.55	32.03	3.47	27.51	0.99	19.10

注：占比均为占当期保费规模合计的比重，当期佣金收入的占比体现了平均佣金率
资料来源：公司提供，联合评级整理

正隆保险借助“互联网+”，创办了“正隆e家”子品牌，开展经纪业务由老司机车险提供保险聚合支付平台、与各保险公司核心系统对接的保险聚合接口平台、保险数据分析系统等展业软件平

³ 截至2019年9月末，老司机车险对正隆保险经纪持股1.18%，正隆保险经纪对老司机车险持股4.40%。

台及技术支持，并通过用户画像等技术手段实现场景化精准营销和风险管控。目前，正隆保险经纪已发展为综合性保险经纪公司，定位于低利润率的贸易型金融企业，并确立了成本定价、高速周转的盈利方针，2018年因业绩良好被人保财险评为特大型A类经代渠道。

总体看，正隆保险经纪转型以来取得快速发展，随着与老司机车险深度战略整合及业务模式的逐步成熟，未来总体发展向好；但2019年以来受车险业务影响出现收入和利润大幅下滑，需关注未来业务向非车险拓展情况，以及政策变化、行业环境等对盈利稳定性的影响。

4. 私募投资基金业务

私募投资基金业务由全资子公司当代瑞通作为运营管理平台负责运作。当代瑞通成立于2017年5月，截至2019年9月末资产总额55.27亿元、净资产40.44亿元、注册资金和实收资本均为0.10亿元。当代瑞通原为公司本级对外的股权投资平台，2018年以来还负责整合、统筹公司体系内的私募投资基金资源，公司旗下私募投资基金板块的其他法人主体逐步划至当代瑞通管理，但部分主体的股权关系仍属于公司的直接子公司，未来股权将逐步变更为当代瑞通的子公司（即公司的孙公司）。目前当代瑞通本部未取得私募基金管理人资格，没有受托管理基金，只有少量自有资金投资。

截至2019年9月末，当代瑞通旗下有7家已在中国证券投资基金业协会登记为私募基金管理人的公司（以下简称“持牌私募公司”，其中1家已委托给天信财富管理，其余6家由当代瑞通管理）和1家未在中国证券投资基金业协会登记的公司（以下简称“非持牌私募公司”），另有2家接受当代集团委托而代为管理的私募公司（茂榕投资、晟道投资）。鉴于公司私募投资基金原有的运营主体很多，公司实施瘦身策略以来，已经对旗下众多私募投资类子公司进行了体系内整合，且目前仍在大力整合中。未来，以当代瑞通为私募投资基金类公司的控股与管理平台，公司拟对旗下的私募投资类子公司按照股权投资类、证券投资类、其他类3种私募基金管理人牌照进行管理，扶优劣汰后原则上每个类别仅保留1家主体，其他主体及非持牌私募公司将根据实际情况分批次予以整合、剥离或注销。

表6 截至2019年9月末当代瑞通旗下的私募基金管理公司（单位：亿元、%、只）

序号	公司名称	成立日期	注册资本	实收资本	公司认缴金额	公司认缴出资比例	公司实缴金额	公司实缴出资比例	私募基金管理人登记类型	管理基金数量
1	成都汉银股权投资基金管理有限公司	2017/2/14	0.10	0.10	0.08	80.00	0.08	80.00	私募股权、创业投资	2
2	武汉当代高投创业投资管理有限公司	2015/7/30	0.05	0.05	0.03	60.00	0.03	60.00		1
3	北京金盛博基资产管理有限公司	2014/5/8	0.50	0.50	0.33	66.00	0.33	66.00		3
4	湖北银丰天睿资产管理有限公司	2014/11/14	1.22	1.22	0.62	50.82	0.62	50.82		2
5	长瑞当代资本管理有限公司	2012/8/10	0.50	0.30	0.26	50.82	0.15	50.82		2
6	武汉睿通致和投资管理有限公司	2015/3/11	0.10	0.10	0.07	65.00	0.07	65.00		13
7	天风睿金（武汉）投资基金管理有限公司	2015/8/28	0.20	0.20	0.12	60.00	0.12	60.00	其他类私募投资	14
8	武汉武大创新投资有限公司	2002/2/9	0.60	0.60	0.31	51.00	0.31	51.00	无	0
合计		--	3.27	3.07	1.81	--	1.70	--	--	37

注：天风睿金（武汉）投资基金管理有限公司已委托给天信财富管理进行管理
资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年 9 月末，私募投资基金板块下的 7 家持牌私募公司合计设立了 37 只基金，基金实缴资金合计 130.39 亿元，基金投资项目 51 个，投资方向主要围绕大健康、大消费、大文化几大实业板块进行投资。公司私募投资基金主要退出渠道包括 IPO 上市退出、并购退出、出售退出、清算退出、协议转让退出等，截至 2019 年 9 月末已经退出 2 个项目（含部分退出）。由于公司私募投资基金项目大多数处于投后管理阶段，未到退出期，因此私募投资基金板块每年仅有少量基金管理费和投资顾问费收入，目前对公司收益的贡献很少。

总体看，公司私募投资基金业务板块内部仍在深度整合，目前设立的私募基金基本都未到退出期；未来整合后运营主体将减少、业务条线将更清晰，随着基金逐步进入退出期，私募投资基金板块的收入贡献预计将逐步体现。

5. 其他投资业务

天津天盈

公司债权类投资业务主要由控股子公司天津天盈负责运营管理。天津天盈成立于 2012 年，原名为天风天盈投资有限公司，2018 年 2 月更为现名，公司自 2017 年 12 月起取得天津天盈控制权并将其纳入合并报表（对公司 2017 年合并报表收入的贡献很有限）；截至 2019 年 9 月末，天津天盈资产总额 15.48 亿元、净资产 5.45 亿元，注册资本和实收资本均为 4.10 亿元，公司持股 90.00%。

天津天盈原为天风证券的子公司，经营另类投资业务，后将主要业务转入国创资本；2017 年公司转型重组时，天津天盈并入公司旗下；2018 年公司进行内部整合以来，天津天盈成为债权类投资业务的管理平台公司，天津天盈本部主要负责整合和管理公司体系内的债权类业务资源，以及开展部分债权类投资。近年来，天津天盈的收入主要来自营业收入和投资收益，其营业收入主要由咨询服务和债权投资的业务收入贡献，投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益贡献。2018 年以来，天津天盈的整体收入呈下降趋势，特别是 2019 年 1—9 月的营业收入和投资收益均出现大幅下降，系债权投资业务投放规模减少，以及确认的联营企业投资收益减少所致。

表 7 天津天盈合并口径主要收益构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	1.99	77.75	0.95	34.69	0.95	52.71	0.26	81.40
咨询服务业务	1.06	41.53	0.37	13.47	0.45	25.00	0.24	72.84
债权投资业务	0.89	34.61	0.54	19.96	0.49	27.39	0.03	8.55
其他	0.04	1.61	0.03	1.26	0.01	0.32	0.0001	0.02
投资收益	0.57	22.25	1.78	65.31	0.85	47.29	0.06	18.60
权益法核算的长期股权投资收益	0.55	21.51	0.77	28.38	0.61	33.95	0.02	6.14
处置长期股权投资的收益	--	--	0.69	25.25	0.13	7.16	--	--
其他	0.02	0.74	0.32	11.67	0.11	6.18	0.04	12.46
合计	2.56	100.00	2.73	100.00	1.80	100.00	0.32	100.00

注：占比均为占营业收入与投资收益合计数的比重。2016 年营业收入数据和天津天盈合并报表中的数据有差异，系当年天津天盈作为天风证券的子公司，其合并报表中债权投资业务的收入和成本按净额列示，而本表中债权投资业务收入按收入总额列示所致
资料来源：公司提供，联合评级整理

债权投资业务方面，天津天盈投资资产呈大幅减少趋势，系 2016 年底中国证券业协会发布《证券公司另类投资子公司管理规范》，天津天盈当时作为天风证券的全资子公司，因响应监管机构进行整改从而全面暂停了增量业务所致；天津天盈债权投资均为短期投资，2016 年至 2019 年 9 月末，天津天盈债权投资资产未发生逾期、展期、违约等风险事件。2019 年 10 月，最高人民法院、公安

部等四部门联合发布《关于办理非法放贷刑事案件若干问题的意见》，天津天盈的企业债权等业务受到限制，公司已停止新增相关业务，未来债权投资资产规模将有所缩减，可能带来债权类收入的进一步下降。

表 8 天津天盈合并口径债权投资资产构成（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1-9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产收益权	4.12	32.90	2.02	40.08	3.53	95.15	3.56	88.17
委托贷款	3.89	31.07	2.99	59.36	--	--	--	--
信托计划	0.75	5.98	--	--	--	--	--	--
企业债权	3.75	29.89	--	--	0.04	1.07	0.48	11.83
结构性存款	0.02	0.16	0.03	0.56	0.14	3.78	--	--
债权投资资产余额	12.54	100.00	5.04	100.00	3.71	100.00	4.04	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

长期股权投资方面，近年来天津天盈一直以对国创资本的投资为主，2019年9月末对国创资本的投资余额占天津天盈长期股权投资的97.30%，国创资本的情况详见下文。

国创资本

公司的联营企业中较重要的是国创资本。国创资本成立于2013年，截至2019年9月末资产总额154.60亿元、净资产26.86亿元，注册资金和实收资本均为13.80亿元，天津天盈直接持有国创资本35.00%的股权，公司将国创资本作为权益法核算的长期股权投资。

国创资本的主要营收体现为营业总收入和投资收益，近年来总体呈较好增长趋势；2016—2018年，国创资本营业总收入、投资收益、净利润年均复合增长率分别为35.84%、370.37%和-2.57%，净利润总体有所下降系营业成本增速更大所致。国创资本营业总收入主要由贷款利息收入和融资租赁收入构成，贷款利息收入主要是债权投资业务收入和小贷业务产生的利息收入；投资收益主要是可供出售金融资产（主要是以成本计量的权益工具）取得的收益，2018年投资收益大幅增长主要系2017年以来调整业务结构，增加股权投资业务比重，股权业务产生的投资收益增长较快所致。

表 9 国创资本主要收益构成（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1-9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	0.20	3.86	0.24	2.61	0.20	2.10	0.31	5.65
贷款利息收入	3.03	58.37	4.71	51.92	1.89	19.79	0.65	11.87
融资租赁收入	1.62	31.17	3.65	40.16	6.78	70.90	3.74	68.53
保理融资收入	0.01	0.25	0.00	0.01	0.05	0.48	0.04	0.65
咨询费及其他收入	0.33	6.35	0.48	5.30	0.64	6.73	0.73	13.29
营业总收入合计	5.18	100.00	9.08	100.00	9.56	100.00	5.46	100.00
投资收益	0.23	--	1.44	--	5.12	--	2.17	--
净利润	2.23	--	2.55	--	2.12	--	0.32	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

国创资本主要业务有国创资本本部负责运作的债权和股权投资业务，以及下属子公司运营的租赁、担保、小贷、保理等类金融业务（参见下表），其中租赁和担保业务体量较大，小贷和保理业务规模很小；国创资本各项业务与天津天盈的债权类投资业务共同属于公司普惠金融领域的布局。

表 10 2019 年 9 月末国创资本主要子公司情况 (单位: 亿元)

业务条线	运营主体	主体简称	主要经营地	成立时间	注册资本	持股比例
租赁	武汉光谷融资租赁有限公司	光谷租赁	武汉	2012 年 4 月	16.50	直接 87.58%，直接间接合计 88.79%
担保	武汉东创投资担保有限公司	东创担保	武汉	2008 年 6 月	28.00	89.23%
小额贷款	武汉市江岸区华创小额贷款有限公司	华创小贷	武汉	2008 年 12 月	1.50	直接 47.47%，直接间接合计 54.14%
保理	深圳国创金丰商业保理有限公司	国创保理	武汉	2016 年 4 月	0.50	100%

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

从各项业务开展情况来看, 租赁和担保是重点发展业务, 近年来业务规模均呈较快增长趋势。租赁业务以政府平台和上市公司租赁业务为主, 截至 2019 年 9 月末租赁余额达 78.36 亿元, 期末租赁业务逾期率逐年稳步下降至 2019 年 9 月末的 0.71%。担保业务以上市公司相关的直接融资担保为主, 截至 2019 年 9 月末担保责任余额达 84.99 亿元, 当期和累计担保代偿率均呈逐年下降趋势。小贷业务体量不大, 主要是为其母公司武汉国有资产经营有限公司体系内上市公司中百集团、武商集团的上下游供应链客户提供贷款业务; 受中百超市经营模式转型的影响, 华创小贷传统的供应链产品投放阶段性下降, 导致近年来当期小贷放款额逐年下降, 华创小贷已开发了新型供应链渠道等业务。国创资本本部投资业务规模较大, 2016 年之前以债权类投资为主, 2017 年下半年以来因逐步回归管理型公司的定位, 主动减少直接投资业务, 改为对外投资并享有项目分红, 投资资产逐步转向以股权投资为主; 债权类投资主要通过委贷、借款、资管计划、信托及收益权转让等固收类产品进行, 投资行业包括房地产、金融业、制造业、文化体育及娱乐业等, 以房地产为主, 2019 年 10 月非法放贷新规出台后, 债权类投资将进行调整转型; 股权投资主要是直接投资, 除下属于公司外的主要对外股权投资还有天乾资管、汉口银行、供销中百等, 投资期限大多在一年内到期, 短期的股权投资业务主要是对合伙企业投资, 合伙企业的项目按期回款后, 国创资本即可按照合伙协议收回本金同时取得收益分红。

表 11 国创资本主要业务情况 (单位: 亿元、%)

业务	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
租赁	当期租赁业务发生额	32.53	95.42	50.77	17.19
	期末租赁业务余额	20.87	57.11	76.59	78.36
	期末租赁业务逾期率	2.67	0.98	0.73	0.71
担保	当期担保发生额	47.69	46.06	81.39	109.73
	其中: 融资担保	45.27	40.19	77.57	109.73
	期末担保责任余额	26.12	23.28	67.19	84.99
	其中: 融资担保	15.67	14.91	61.52	79.93
	当期担保代偿率	2.86	0.64	0.49	0.20
	累计担保代偿率	2.36	2.05	1.86	1.48
小贷	当期小贷放款额	6.22	3.16	3.50	1.85
	期末小贷业务贷款余额	1.59	1.87	1.87	1.29
	期末小贷逾期率	23.68	21.31	20.47	17.39
投资	当期投资业务发生额	105.61	135.73	48.40	57.92
	其中: 债权类业务	102.39	96.67	7.18	7.78
	股权类业务	3.23	39.06	41.22	50.14
	期末投资业务资产余额	42.00	42.80	20.81	37.11

	其中：债权类业务	40.04	20.36	10.44	9.53
	股权类业务	1.96	22.44	10.37	27.59

资料来源：公司提供，联合评级整理

天信财富

子公司天信财富成立于2014年12月，原名为天风天信财富投资管理有限公司，2017年4月成为公司的控股子公司，2018年3月更为现名。截至2019年9月末，天信财富注册资本0.60亿元，公司直接持股54.17%，实收资本0.53亿元，公司持股61.85%；资产总额4.91亿元、净资产0.86亿元，分别较上年末下降78.87%和70.51%，系有2只管理的基金清算出表直接导致净资产下降，以及2019年业务模式调整，导致表内资产总额和负债总额同时减少所致；2019年1—9月营业总收入1.37亿元、净利润0.29亿元。天信财富主要为客户提供直投、债权、股权及其他另类投资等相关业务，于2015年11月获得中国证券投资基金业协会备案的私募基金管理人资格，截至2019年末已完成6只私募基金的备案工作，发行规模超过4亿元。

总体看，其他投资业务对公司其他几个主业条线形成较好补充和协同，其中债权类投资业务目前确立了以天洋天盈为管理平台公司，其主要投资的国创资本各项主要业务发展较好；但随着国家政策变动导致的债权类业务发展受限，公司债权类业务收入可能进一步下降。

6. 未来发展

2020年，公司将实行规范与发展并重，坚持聚焦、管控的力度不放松，严守风控底线，做好“瘦身”相关收尾工作，同时凝聚资源和力量做好发展工作。一是进一步坚定当代集团产融协同平台和战略纵深的定位战略定位，同时兼顾公司自身的业务发展，发掘并提升自身核心竞争力。二是进一步推进协同赋能，沉淀集团核心优势，深挖当代集团内部协同，同时用更加宽广的视野推动内外部协同。三是坚定不移推进公司股权混改，深化各板块的集中管理和协同发展，同时进一步积极寻找有价值金融牌照做增量。

具体来看，全力支持天乾资管做大做强，推动其资产规模、经营成果、专业能力再上台阶，夯实并增强天乾资管作为天盈投资合并营业收入、合并利润之主要贡献者的地位和作用。股权条线要以当代瑞通为牵头管理平台，进一步巩固瘦身止损成果，做好收尾，同时工作重心转移到业务发展。债权条线要以国创资本为重点做好业务转型，指导担保、租赁等各项持牌业务回归主业，严守风险底线，实现稳健发展。在守住流动性风险底线的前提下，进一步做好业务协同，增强公司整体财务弹性。

总体看，公司发展策略清晰，符合公司现状，但整合效果仍有待观察。

七、风险管理分析

1. 风险管理体系

公司转型以来逐步制定了《风险控制合规管理办法》《风险垂直管理办法》等一系列风控制度，推行稳健的风险文化，不断建立健全与自身发展战略相适应的全面风险管理体系，公司及子公司董事会是风险控制的最高决策机构，目前公司及子公司根据市场环境、监管要求、业务发展和经营特点，初步建立了包括业务部门自控、相关部门互控、独立的风控合规部门监控的风险控制三道防线。根据公司2018年4月制定的《风险垂直管理办法》，公司本部风险管理部门具备3年以上相关经验的人员占公司员工比例不应低于20%，截至2019年末公司风控人员主要下沉至各板块，本部风控合

规部员工 3 人，从业经验均超过 8 年。

目前公司将子公司的合规与风险管理纳入公司统一体系进行风险垂直管理，在规范的公司治理框架下，通过任命或委派董事、监事、推荐高管或关键岗位人员、核准风控负责人选聘等，以及将子公司全面风险控制纳入内部审计范畴等措施，确保对子公司的管控力度；并要求子公司在公司整体风险偏好和制度框架下，建立自身的全面风险管理体系。具体运作中，目前对各板块子公司实行分类管理，对天乾资管、正隆保险经纪等持牌子公司，其自身风控体系比较完备，公司对其充分授权，在权限内以子公司自身风控体系为主；对其他类金融等非持牌机构则加强管控，主要分债权和股权两类业务进行管理。

2. 业务风险管理

不良资产经营业务风险管理

天乾资管对政策、战略、运营、财务、法律、合规以及市场风险等方面的风险进行分类识别、评估，并制定了相应的应对方案。业务决策方面，遵循“评处分离、审处分离、集体审查、分级批准”的原则，项目决策委员会（以下简称“决策委”）为常设议事决策部门，其委员由总经理、副总经理、财务及风控负责人组成，主任委员由总经理担任；具体流程为，项目经立项、尽调后，形成项目收购或处置方案经业务部门会议后，提交风控合规部内核，之后提交决策委会议评审（项目资料至少在会议前 2 个工作日提交决策委委员进行尽职审阅），会议决策经 2/3 以上（含）评委同意，主任委员有一票否决权，项目决议有效期为 30 个工作日，决策委通过的项目，按决策授权依次由总经理、董事会、股东会审批后执行，未通过项目可申请复议，复议原则上不超过 2 次。项目后期管理方面，完成债权接收后，确定管理责任人，并在接收后三个月内实地调查核实资产情况，后续进行定期核查、时效管理及预警，项目各责任人未履行或者未正确履行职责给公司造成损失的，实行终身追责制。

保险经纪业务风险管理

正隆保险经纪的业务一般流程为：客户保险需求调查，获得客户委托授权，按需定制保险方案，向保险公司询价及报价分析后确定承保公司，协助客户投保并督促缴纳保险费，保险期内定期回访和续期管理，协助索赔和理赔服务。正隆保险经纪设立业务立项委员会（以下简称“立项会”）负责主要业务的立项管理以及各项重要决策工作（含费用超支、申请总部技术支持等），设主任委员 1 名、委员 2~4 名、秘书 1 名；由业务部门发起审批流程，经分管领导、立项会秘书、立项会会议逐级审查和批准后执行；立项会会议按需召开，须 3 名以上委员参加方可召开，经参会委员 2/3 以上（含）同意，票数分散时须再行研究后重新表决，未通过项目可申请复议，会议实行两审终审制。

债权和股权类投资业务风险管理

债权投资业务审批方面，公司本部经营层下设债投会，负责审议决策授权范围内的公司和各子公司债权投资类项目、对外担保等事项，风控合规部负责处理债投会的日常事务。2018 年以来，市场上信用风险事件多发，公司为防控风险，上收子公司债权投资决策权，所有债权投资事项须经业务承办机构（各业务部门或子公司）内部流程审查通过后向债投会发起投资决策申请，由风控合规部负责人审查同意后，提交债投会审议通过后方可实施。债投会成员由执行总裁、合规总监、风控合规部经理及外聘委员组成，债投会主任委员由公司执行总裁担任，副主任委员由合规总监担任；债投会审议事项涉及子公司的，子公司总经理应当列席会议。债投会定期会议每周至少召开两次，会议表决一人一票，列席人员不参与投票，过半数通过，主任委员有一票否决权，当赞成票与反对票票数相同时，由主任委员决定通过与否；债投会决议有效期为 90 日，超期事项或有效期内主要要

素发生变化的事项都需重新审议。

股权投资业务审批方面，公司本部经营层下设股投会，负责审议公司和当代瑞通控制的私募投资基金子公司及其下设的拥有管理控制权的基金管理机构所开展的投资业务，以及公司其他子公司所开展的股权类投资项目，股投会秘书处负责处理股投会的日常事务。股投会成员由风控合规部经理、当代瑞通总经理及外聘委员组成，股投会主任委员由公司分管领导担任，副主任委员由合规总监担任；股投会设常设委员4名，由公司及当代瑞通选任，设非常设委员若干名，从公司及股权类子公司经营管理层人员中选任；审议事项涉及子公司的，子公司总经理应当列席会议。经业务承办机构审查可行的项目向股投会发起审议申请，由风控合规部审查同意后，提交股投会审议；股投会会议按需召开，根据项目难易程度、行业成熟度、投资风险的不同，每次出席会议的委员为5名或7名（至少包括4名常设委员），会议表决一人一票，列席人员不参与投票，2/3以上通过，主任委员有一票否决权。对于股投会有异议的项目，承办机构中止推进；对于股投会无异议的项目，承办机构根据适用的公司章程和合伙协议要求履行决策程序并做终审决策；股投会决议有效期为90日，超期事项或有限期内主要要素发生变化的事项都需重新审议。

投后管理方面，对债权和股权类的一般项目，项目经理采用现场检查和非现场检查相结合的方式，应按月对项目进行检查，且必须按季度进行现场检查，对项目重大变化或风险事件在3个工作日内报告。对债+股模式或其他方式能够对项目进行主动管理的房地产项目，要求项目公司根据情况设立董事会或执行董事，由投资方委派的多数董事或由投资方委派执行董事，以及投融资双方共同监管财务账户、证照及印鉴，投资方对工程监管及其进度控制，投资资金退出方案的提前沟通机制等管理方式。此外，公司还通过信息管理平台对各子公司展业数据及时统计、整理和分析，动态掌握公司整体业务开展情况，做好风险预警。

关联交易管理

公司制定了《关联交易管理制度（试行）》，关联交易的定价主要遵循市场价格的原则。关联交易事项单笔金额在最近一期经审计净资产40%（含）以上的各类重大交易事项，以及为股东或实际控制人提供担保事项，由股东会审批；单笔金额在最近一期经审计净资产40%（不含）以下的对外担保事项、单笔金额在最近一期经审计净资产20%（含）~40%（不含）的交易事项（不含对外担保），由董事会审批；单笔金额在最近一期经审计净资产20%（不含）以下的交易事项（不含对外担保），由总裁审批；股东会/董事会审议关联交易事项时，关联股东/董事应当回避表决。公司内部关联交易规模尚可，均为市场化定价，截至2018年末，公司关联担保有当代集团对公司的担保9.00亿元、公司对子公司天乾资管及其子公司的担保13.60亿元、公司对国创资本及其子公司的担保4.50亿元，公司关联资金拆入无余额，关联资金拆出余额6.33亿元，应收关联方款项17.48亿元，应付关联方款项6.76亿元。

2018年以来，公司以“确保不发生系统风险”为工作目标，强化风险管控，全年未发生代偿、违约风险事件，未受到监管措施。

总体看，公司的风险管理能够覆盖主要业务条线，且管控力度较强；但因部分业务条线仍在深度整合中，部分子公司处于发展初期或业务转型阶段，公司各项风控措施还需不断完善，同时需对公司风险管控情况保持关注。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015—2017 年三年连审的财务报告及 2018 年度财务报告均经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均被出具了无保留的审计意见；公司提供的 2019 年 1—9 月财务数据未经审计。公司根据财政部颁布的会计准则编制财务报表。2017 年，公司重组整合为金融类投资控股公司，发生非同一控制下企业合并 15 家、同一控制下企业合并 1 家，财务数据较 2015 年和 2016 年可比性很差，因此以下财务分析以 2017 年以后为主。2018 年，公司合并范围子公司新增 11 家（其中非同一控制下企业合并 1 家）、减少子公司 1 家，变动子公司规模不大；2017 年度财务数据取自 2018 年审计报告的比较数据，因此 2017—2018 年财务数据可比性较强。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 209.65 亿元，负债总额 91.16 亿元，所有者权益合计 118.48 亿元（含少数股东权益 77.43 亿元）。2018 年，公司实现营业总收入 16.23 亿元，净利润 3.34 亿元（含少数股东损益 1.99 亿元）；经营活动现金流量净额为 4.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 -4.90 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 201.71 亿元，负债总额 95.80 亿元，所有者权益合计 105.91 亿元（含少数股东权益 64.58 亿元）。2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 7.86 亿元，净利润 1.12 亿元（含少数股东损益 0.79 亿元）；经营活动现金流量净额为 8.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 -8.17 亿元。

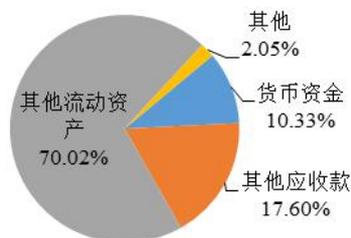
2. 资产质量

受重组合并影响，公司资产规模迅速增长，2016—2018 年年均复合增长 4.29 倍，其中流动资产复合增长 49.76 倍、非流动资产复合增长 4.29 倍。截至 2018 年末，公司资产总额 209.65 亿元，较上年末增长 11.34%，系流动资产增加及可供出售金融资产减少综合所致；其中流动资产占比 47.23%，非流动资产占比 52.77%，资产结构基本相当。截至 2018 年末，公司有 6.05 亿元资产受限，系保证金、用于融资质押担保等。

流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产总额 99.02 亿元，较上年末增长 27.81%，系往来款和投资的收益权规模增加所致；主要由货币资金（占比 10.33%）、其他应收款（占比 17.60%）、其他流动资产（占比 70.02%）构成。

图 2 截至 2018 年末公司流动资产结构



资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2018 年末，公司货币资金 10.23 亿元，较上年末下降 32.40%，系投资支出增加所致；货币资金主要为银行存款，无受限资金。

截至 2018 年末，公司其他应收款账面价值 17.42 亿元，较上年末大幅增长 133.37%，系往来款增

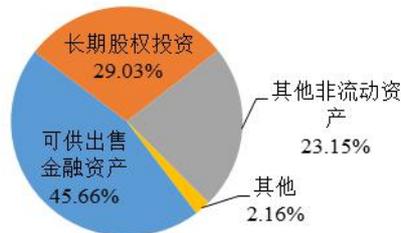
加所致；其中应收股利和应收利息合计占比0.41%，往来款占比94.61%，其余为保证金等；其他应收款共计提坏账准备0.62亿元，总计提比例3.41%；前五大欠款方应收款合计占比67.07%，账龄均在2年以内，主要是往来款和保证金，其中最大欠款方为当代集团，占比22.22%，为往来款，账龄在1年及以内。

截至2018年末，公司其他流动资产账面价值69.33亿元，较上年末增长28.55%，主要系投资的收益权增加所致；其他流动资产中，投资的收益权占比94.27%，其他为少量银行理财、信托计划、发放的委托贷款等。

非流动资产

截至2018年末，公司非流动资产总额110.63亿元，较上年末基本持平；主要由可供出售金融资产（占比45.66%）、长期股权投资（占比29.03%）、其他非流动资产（占比23.15%）构成。

图3 截至2018年末公司流动资产结构



资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至2018年末，公司可供出售金融资产账面价值50.51亿元，较上年末下降17.14%，主要系按公允价值计量的股票及股权收益权规模减少所致；其中按成本计量的权益工具（主要是持有的股权）占比83.39%、按公允价值计量的股票及股权收益权占比15.84%，其余为少量基金和信托投资；可供出售金融资产共计提减值准备0.33亿元，总计提比例0.65%，主要系对按公允价值计量的权益工具计提，计提比例一般。

截至2018年末，公司长期股权投资32.11亿元，较上年末增长43.63%，主要系对部分联营企业追加投资所致；长期股权投资中主要是对重庆当代砾石实业发展有限公司（占比41.61%）、国创资本（占比18.69%）、上海垚阔企业管理中心（有限合伙）（占比13.76%）和武汉天融企业管理中心（有限合伙）的投资（占比10.52%）的投资；公司长期股权投资未计提减值准备。

截至2018年末，公司其他非流动资产25.62亿元，较上年末增长4.16%，主要系收益权投资增加，同时预付股权投资款和委托贷款减少综合导致；其他非流动资产中，投资的收益权占比83.92%、债转股投资占比10.87%、基金投资占比2.66%，其余为少量发放的委托贷款、预付款等。

截至2019年9月末，公司资产总额201.71亿元，较年初下降3.79%；公司流动资产占比46.36%、非流动资产占比53.64%，资产结构较年初变化不大；公司受限资产金额合计11.72亿元，占资产总额的5.81%，系保证金、用于融资抵质押等。

总体看，2017年重组以来，公司资产规模较快增长，资产构成体现了公司金融投资控股公司的特点；但公司资产流动性一般，存在一定资产减值计提不足、关联方资金占用的风险。

3. 负债和所有者权益

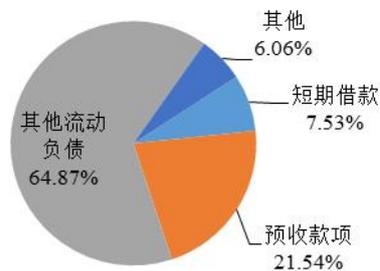
负债

2016—2018年，公司负债总额年均复合增长11.86倍。截至2018年末，公司负债余额91.16亿元，

较上年末增长51.57%；其中流动负债占比74.31%、非流动负债占比25.69%，负债结构以流动负债为主，且近三年变化不大。

2016—2018年，公司流动负债年均复合增长10.09倍。截至2018年末，公司流动负债67.75亿元，较上年末增长65.08%，主要由短期借款（占比7.53%）、预收款项（占比21.54%）和其他流动负债（占比64.87%）构成；公司短期借款5.10亿元，较上年末增长21.43%，其中信用借款占比88.24%，其余为保证借款；公司预收款项14.60亿元，较上年末增加14.17亿元，主要是新增处置华泰保险股权预收款14.12亿元，预收款项中账龄在一年以内的款项占比99.86%；公司其他流动负债43.95亿元，较上年末增长38.69%，系债权及收益权转让与回购融资规模增加所致，其中债权及收益权转让与回购融资占比62.36%、借款占比37.64%。

图4 截至2018年末公司流动负债结构



资料来源：公司财务报告，联合评级整理

公司2016年无非流动负债。截至2018年末，公司非流动负债23.42亿元，较上年末增长22.56%，主要由长期借款（占比99.77%）构成；公司长期借款23.36亿元，较上年末增长91.50%，其中保证借款占比86.30%，其余为信用借款。

截至2018年末，公司全部债务规模72.61亿元，较上年末增长32.06%，其中短期债务占比67.78%、长期债务占比32.22%，债务结构偏短期，且较上年变化不大。杠杆水平方面，截至2018年末，公司资产负债率为43.48%，母公司口径资产负债率为38.55%，全部债务资本化比率38.00%，长期债务资本化比率16.49%，均较上年末有所升高，但杠杆水平一般。

表12 公司债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
全部债务	--	54.99	72.61	73.69
其中：短期债务	--	35.89	49.22	50.68
长期债务	--	19.10	23.40	23.01
资产负债率	7.35	31.94	43.48	47.49
资产负债率（母公司口径）	7.39	25.82	38.55	35.07
全部债务资本化比率	--	30.02	38.00	41.03
长期债务资本化比率	--	12.97	16.49	17.85

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至2019年9月末，公司负债合计95.80亿元，较上年末增长5.08%，主要系长期应付款增加（主要是公司取得的融资租赁借款）和其他应付款（主要是往来款、股利等）增加所致；公司负债仍以流动负债为主，流动负债占比71.74%，较年初变化不大。截至2019年9月末，公司全部债务73.69亿元，较年初增长1.48%，系短期借款增加所致，债务仍以短期为主，短期债务占比68.77%，较年初基本持平。从全部债务偿还期结构来看，截至2019年9月末，公司债务偿还期集中在2019—2020年，短

期有较大偿还压力。截至2019年9月末，公司合并口径杠杆指标均较年初进一步小幅升高，但母公司口径资产负债率小幅回落，整体财务杠杆仍处于合理水平。

表 13 截至 2019 年 9 月末公司全部债务偿还期限结构 (单位: 亿元、%)

到期年份	金额	占比
2019 年	31.79	43.14
2020 年	28.73	38.99
2021 年	3.44	4.66
2022 年	5.53	7.51
2023 年及以后	4.20	5.70
合计	73.69	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，随着业务的开展，公司负债规模快速增加，杠杆水平适中，债务偿还集中度较高，存在一定短期偿债压力。

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益年均复合增长312.81%。截至2018年末，公司所有者权益118.48亿元，较上年末下降7.55%，主要系少数股东权益和其他权益工具⁴减少所致；其中，归属于母公司所有者权益占比34.65%，少数股东权益占比65.35%，少数股东权益占比大系公司对天乾资管、正隆保险经纪持股比例较低，以及私募投资基金板块对并表的私募基金持股比例很低所致。截至2018年末，归属于母公司所有者权益中，实收资本占比83.22%、资本公积占比12.22%、未分配利润占比4.44%。公司权益中少数股东权益占比大，对子公司的控制力一般，权益稳定性较差。2016—2017年，公司均未进行利润分配，2018年分配现金股利0.26亿元，占当年母公司实现净利润的19.40%，分红力度尚可，利润留存对资本的补充程度较好。

截至2019年9月末，公司所有者权益105.91亿元，较上年末下降10.61%，主要系实收资本增加5.31亿元，以及少数股东权益减少（主要是天信财富的2只基金清算出表，以及私募投资基金板块注销了个别运营主体所致）12.85亿元综合所致；其中，归属于母公司所有者权益占比39.02%，较上年末提高4.38个百分点，少数股东权益占比降至60.98%；归属于母公司所有者权益中实收资本占比升至95.52%、未分配利润占比4.54%。截至2019年9月末，公司将所持天乾资管的股权分三笔用于借款质押，合计出质股权金额9.40亿元，占公司所持天乾资管股权的99.98%，占天乾资管总实收资本的34.53%；除此之外，公司无其他对子公司股份的质押情况。

总体看，公司所有者权益规模较大，但公司对天乾资管、正隆保险经纪持股比例较低，私募投资基金板块对并表的私募基金持股比例很低，导致归属于母公司所有者权益占比小，且公司所持天乾资管的股权绝大部分被质押，公司权益稳定性偏弱。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业总收入16.23亿元，同比增长123.38%，多项主要业务收入均有较好增长。同期，公司实现投资收益1.81亿元，同比增长443.13%，主要系权益法核算的长期股权投资确认的收益增加较多所致；投资收益中，权益法核算的长期股权投资确认的收益占比43.38%、处置长期股权

⁴ 其他权益工具 2017 年末金额 3.50 亿元，是公司于 2017 年取得的永续信托贷款，本金 3.50 亿元，期限 3+N 年，3 年后可选择是否偿还，现该信托受益人为汉口银行，当代集团承诺 3 年到期后从汉口银行处受让该信托受益权，故将其视为永续贷款计入其他权益工具。截至 2018 年末，其他权益工具为 0 元，系该笔永续贷款与华泰保险股权的收购和长期持有相关，后公司根据战略规划处置了华泰保险股权，故与资金方达成一致，提前清偿了该笔永续贷款。

投资产生的收益占比11.40%、金融工具持有收益占比29.96%、金融工具处置收益占比12.28%。

公司营业总成本主要由营业成本和期间费用构成。2018年，公司产生营业总成本13.87亿元，同比增长174.22%，其中营业成本增长198.27%，期间费用增长138.45%。营业成本主要是保险经纪、不良资产、债权投资业务的成本；期间费用中销售费用、管理费用和财务费用分别占比19.19%、57.67%和23.14%，销售费用和管理费用主要是职工薪酬。

表 14 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
营业总收入	0.01	7.27	16.23	7.86
投资收益	0.10	0.33	1.81	0.93
营业总成本	0.01	5.06	13.87	7.12
其中：营业成本	--	2.75	8.20	3.97
期间费用	0.02	1.98	4.72	3.04
营业利润	0.10	2.54	4.31	1.71
净利润	0.10	1.98	3.34	1.12
营业利润率	733.26	35.02	26.57	21.74
总资产收益率	1.36	2.03	1.68	0.55
净资产收益率	1.43	2.94	2.71	1.00
归母净资产收益率	1.43	2.73	3.19	0.80

注：2019年1-9月相关指标未年化

归母净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/[（期初归属于母公司所有者权益+期末归属于母公司所有者权益）/2]×100%

本报告中天盈投资的营业利润率指标统一按营业利润/营业总收入×100%计算

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

从盈利指标来看，2018年公司实现净利润3.34亿元，同比增长68.59%。2018年，公司营业利润率26.57%、总资产收益率1.68%、净资产收益率2.71%，同比均有所下滑；但归母净资产收益率指标升至3.19%，总体盈利能力指标表现偏弱。

2019年1-9月，公司实现营业总收入7.86亿元，同比下降29.71%，主要系保险经纪业务和债权类投资收入下降较多所致；同期实现净利润1.12亿元，同比下降50.47%。

总体看，随着业务逐步整合发展，2017-2018年公司收入和利润规模呈增长趋势，但2019年1-9月有所下降，整体盈利能力指标仍然偏弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2017-2018年，公司经营活动现金流入分别为180.64亿元和32.57亿元，现金流出分别为174.52亿元和27.80亿元，流入和流出均大幅下降，主要系往来款减少所致；同期经营活动现金流量净额保持净流入状态。

从投资活动来看，2017-2018年，公司投资活动现金流入分别为12.46亿元和93.81亿元，现金流出分别为38.33亿元和105.59亿元，流入和流出均大幅增长，主要系不良资产收购与处置业务、债权投资业务增加所致；同期投资活动现金流量净额保持净流出状态。

从筹资活动来看，2017-2018年，公司筹资活动现金流入分别为35.91亿元和22.82亿元，系收到增资款和取得借款所致，现金流出分别为1.02亿元和20.71亿元，2018年筹资活动现金流出主要是偿债支出较多所致，导致2018年筹资活动现金流量净流入额大幅下降。

表 15 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
经营活动现金流量净额	-0.03	6.11	4.76	8.21
投资活动现金流量净额	0.10	-25.87	-11.78	-9.47
筹资活动现金流量净额	-0.08	34.89	2.12	-6.91
现金及现金等价物净增加额	-0.01	15.13	-4.90	-8.17
期末现金及现金等价物余额	0.004	15.14	10.23	2.06

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

2019 年 1—9 月, 公司经营活动现金净流量 8.21 亿元, 系往来款流入增加所致; 投资活动现金净流量保持净流出状态; 筹资活动现金净流量由正转负, 主要系偿债支出较多所致; 期末现金及现金等价物余额降至 2.06 亿元。

总体看, 2017 年以来, 公司因业务扩张使得投资活动呈持续较大净流出状态, 而经营活动净流入有限, 主要以筹资活动来补充资金, 面临较大外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看, 截至 2018 年末, 公司流动比率 1.46 倍, 期末现金及现金等价物余额/短期债务 0.21 倍, 均较上年末有所下降, 但短期偿债指标仍然较好。

从长期偿债指标看, 2018 年, 公司 EBITDA 为 5.90 亿元, 同比增长 120.38%, 系利润总额和计入财务费用的利息支出增加所致; EBITDA 主要由利润总额 (占比 72.85%) 构成。随着利息支出的快速增长, EBITDA 利息倍数降至 2018 年的 4.16 倍, 但仍属良好水平; 2018 年 EBITDA 全部债务比为 0.08 倍, 同比小幅提升, 但 EBITDA 对全部债务的覆盖指标仍然偏弱。

截至 2019 年 9 月末, 因公司流动资产规模下降, 公司流动比率进一步降至 1.36 倍; 由于投资活动支出和偿债支出较多, 导致现金减少, 期末现金及现金等价物余额/短期债务大幅降至 0.04 倍。

表 16 公司偿债能力指标 (单位: 亿元、倍)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
流动比率	0.07	1.89	1.46	1.36
期末现金及现金等价物余额/短期债务	--	0.42	0.21	0.04
EBITDA	0.10	2.68	5.90	--
EBITDA 利息倍数	--	31.55	4.16	--
EBITDA 全部债务比	--	0.05	0.08	--

注: 2019 年 1—9 月相关指标未年化; 期末现金及现金等价物余额/短期债务=期末现金及现金等价物余额/短期债务
资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

截至 2019 年 9 月末, 公司合并口径共获得银行授信总额 31.00 亿元, 尚未使用额度 5.00 亿元。

截至 2019 年末, 公司有 3 笔对外担保, 系对控股股东当代集团的连带责任担保 4.00 亿元 (担保期至 2020 年 5 月)、对联营企业国创资本及其子公司国创保理连带责任担保共 4.50 亿元, (担保期均至 2023 年)。

重大未决诉讼、仲裁方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司本部及天津天盈共同作为申请人, 因股权转让纠纷涉及 1 项未决仲裁, 金额 0.35 亿元; 子公司武汉长瑞新兴股权投资中心 (有限合伙) 作为原告涉及的未决诉讼 1 起, 涉及金额未超过 500 万元; 天乾资管所涉及诉讼均为在处理不良资产过程中作为原告、申请执行人进行的诉讼、仲裁。除上述案件外, 公司及子公司不存在其他重大未决诉讼、仲裁及行政处罚情况。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2019 年 10 月 22 日查询日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债指标较好，长期偿债指标尚可；考虑到公司资产规模较大，随着转型后内部深化整合，且借助与当代集团等的战略协同优势，公司各项业务有望稳步发展，公司整体偿债能力很强。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券的发行对目前负债的影响

截至2019年9月末，公司负债合计95.80亿元，全部债务73.69亿元。本次债券发行规模为不超过10.00亿元（含），对公司负债水平影响一般。

以 2019 年 9 月末财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 10.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.97%、44.14%和 23.76%，分别较发债前增加 2.48、3.11 和 5.91 个百分点；但考虑到本次债券募集资金中的 80.00%用于债务置换，新增债务规模不大，公司债务水平实际增长有限，债务杠杆仍然处于合理区间，且本次债券期限较长，发行后将优化原有债务结构。

2. 本次债券偿债能力分析

以最新财务数据为基础，按照本次发行 10.00 亿元估算相关指标对本次债券的保障倍数如下表，所有者权益对本次债券的覆盖程度很好；但公司盈利规模暂时较小、对债券的保障程度一般；因公司目前资金需求大，筹资活动前现金净流量指标暂时无法形成保障。

表 17 本次债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年 1-9 月
所有者权益/本次债券额度	11.85	10.59
净利润/本次债券额度	0.33	0.11
EBITDA/本次债券额度	0.59	--
筹资活动前现金净流量/本次债券额度	-0.70	-0.13

注：2019 年 1-9 月相关指标未年化

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

综合以上分析，并考虑到公司多项业务在湖北省内具有区域优势，随着深化内部整合，公司未来发展可期，以及当代集团对公司的支持和战略协同等因素，未来公司盈利能力有望改善，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

十、债权保护条款分析

1. 担保条款

本次债券由当代集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本次债券本金、利息及逾期利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用和其他依法应支付的费用，担保期限为本次债券存续期及债券到期之日起二年。

2. 担保人信用分析

(1) 当代集团概况

当代集团成立于 1988 年，原名为武汉市洪山当代生化技术研究所，成立时是民办集体所有制企业；后历经多次增资，并于 2001 年完成股份制改造；名称历经多次变更，于 2004 年更为现名。截至 2019 年 9 月末，当代集团注册资本 55.00 亿元，实收资本 52.00 亿元，其中武汉当代科技投资有限公司持股 83.97%（按注册资本比例），为控制股东；实际控制人是自然人艾路明，直接和间接合计持股 28.21%。

图 5 截至 2019 年 9 月底当代集团股权结构图（按注册资本比例）



资料来源：当代集团提供

截至 2019 年 11 月 8 日，当代集团持有的 3 家上市公司股份质押比例较高，具体如下表所示。

表 18 截至 2019 年 11 月 8 日当代集团持有上市子公司股份之质押情况（单位：%）

证券代码	证券简称	当代集团持股质押比例
600136.SH	当代明诚	60.91
600079.SH	人福医药	79.97
002159.SZ	三特索道	63.89

资料来源：当代集团提供

截至 2019 年 9 月底，当代集团经营范围为：对高科技产业的投资；对医药、文化、教育、体育及旅游产业的投资；对纺织业及采矿业的投资；企业管理咨询；生物、化工、化学、医学、计算机和软硬件技术咨询（国家有专项规定按其执行）；计算机和硬件设备的销售；房地产开发；商品房销售；化工产品（不含危险品）、金属矿及非金属矿的销售；重油、润滑油、石油化工产品（化学危险品除外）的销售；燃料油（不含闪点在 60 度以下的燃料油）、沥青、混合芳烃的批发零售；危化品（液化石油气（限作为工业原料用，不含城镇燃气）、汽油、柴油、煤油、甲醇汽油、甲醇、邻二甲苯、间二甲苯、对二甲苯、二甲苯异构体混合物、原油、石脑油、MTBE、石油醚、异辛烷）的票面经营（凭许可证在核定期限内经营）；货物进出口（不含国家禁止或限制进出口的货物）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2019 年 9 月底，当代集团设有投资运管部、资金计划部和财务核算部等共 8 个部门。截至 2018 年底，当代集团在职员工 19,103 人；纳入合并范围一级子公司共计 20 家。

当代集团注册地址：武汉市东湖新技术开发区光谷大道 116 号。法定代表人：周汉生。

(2) 经营分析

经营概况

当代集团是产业投资型企业，业务经营主要通过下属子公司进行，主要业务涉及医药、影视文化体育，以及房地产、旅游等。2016—2018年，当代集团营业总收入分别为171.69亿元、232.11亿元和277.24亿元，年均复合增长27.07%；实现净利润分别为15.82亿元、26.98亿元和-3.86亿元。2017年，当代集团营业收入较上年增长35.19%，主要系医药板块及其他业务收入增加所致；净利润较上年增长70.60%，主要系投资收益增加所致。2018年，当代集团营业收入较上年增长19.44%，主要系医药板块收入增加所致；净亏损3.86亿元，主要系人福医药计提商誉减值所致。

从营业收入构成来看，2016—2018年，医药业务是当代集团主要收入来源，医药业务收入呈逐年增长趋势，主要系加强营销体系建设、拓展销售渠道后产品销售规模扩大所致，但占营业收入比例波动下降至2018年的66.50%。其他业务是第二大收入来源，收入占比波动上升至18.66%，其他业务主要为贸易业务、热力环保设备业务及综合金融业务，其中贸易业务主要品种为石油制品、矿产品及农副产品；其他业务收入呈逐年增长趋势，2017年同比大幅增长82.69%主要系贸易及综合金融业务收入增加所致。影视文化体育板块是第三大收入来源，收入呈逐年增长趋势，主要系电视剧收入增加，及2018俄罗斯世界杯亚洲区域赞助商体育营销运营收入大幅增加所致；占营业收入的比例大幅提升至2018年的9.62%。房地产、旅游收入规模小，对当代集团贡献较小。

表 19 当代集团营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药	121.75	70.91	36.72	152.44	65.68	38.08	184.37	66.50	40.02
影视文化体育	5.67	3.30	54.02	9.12	3.93	55.98	26.68	9.62	34.97
房地产	12.48	7.27	42.61	15.03	6.47	39.06	8.80	3.17	38.58
旅游	4.35	2.54	50.59	5.39	2.32	52.82	5.67	2.05	61.90
其他	27.44	15.98	7.96	50.13	21.60	14.46	51.72	18.66	19.34
合计	171.69	100.00	33.47	232.11	100.00	34.09	277.24	100.00	36.08

资料来源：当代集团提供

从毛利率水平看，2016—2018年，当代集团医药业务毛利率逐年小幅上升至2018年的40.02%；其他业务毛利率持续上升，主要系业务构成中综合金融业务占比上升所致；影视文化体育板块毛利率波动下降至2018年的34.97%，2018年同比大幅下降21.01个百分点，主要系体育营销业务板块的销售模式由提供咨询服务的低成本销售模式转为提前锁定重点核心资源的销售模式（该模式下为锁定重点核心资源的成本大幅增加）所致。受上述因素影响，当代集团综合毛利率逐年提升至2018年的36.08%。

2019年1—9月，当代集团实现营业收入211.24亿元，较上年同期增长6.31%；实现净利润18.83亿元，较上年同期增长下降18.03%，主要系研发费用和财务费用增长所致。

总体看，近年来，受医药板块和其他业务板块的带动，当代集团营业收入逐年增长，综合毛利率持续提升。

医药业务

当代集团医药业务主要由子公司人福医药集团股份有限公司（股票代码：600079.SH，以下简称“人福医药”）负责运营，截至2019年9月末当代集团对人福医药持股比例29.26%。人福医药主营药品的生产和销售，近年来营业收入持续较快增长，收入主要来自医药制造和医药批发。2016—2018年，

人福医药实现净利润分别为 10.80 亿元、23.18 亿元和-19.61 亿元，2018 年大额亏损主要系子公司 Epic Pharma 主要产品的药品价格大幅下降导致该公司经营业绩大幅下降，计提商誉减值损失及无形资产减值损失共 31.03 亿元，以及融资环境变化导致融资成本上升和利息支出增加综合导致；2019 年 1—9 月，人福医药实现营业收入 161.04 亿元，净利润 10.90 亿元，同比分别增长 18.95%和 16.77%。

表 20 人福医药主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药制造业	54.40	44.29	66.38	67.99	44.14	65.03	81.03	43.57	65.70
医药批发及相关业务	67.39	54.87	12.81	84.22	54.69	16.71	103.37	55.59	19.77
其他	1.03	0.84	33.14	1.80	1.17	24.40	1.56	0.84	41.25
合计	122.81	100.00	37.81	154.01	100.00	38.13	185.96	100.00	40.03

资料来源：当代集团提供

医药制造方面，人福医药的医药制造产品线丰富，涵盖了化学药品制剂、化学原料药、中药、生物制剂和其他医药健康产品，治疗领域上涵盖了神经系统用药、生育调节药、维吾尔民族药、体外诊断试剂、生物制品等多个领域，其中神经系统用药在国内处于领先地位，麻醉药品继续保持行业领先地位，近年来在美国仿制药行业取得快速进展并拓展全球两性健康业务。医药制造业务主要由子公司宜昌人福药业有限责任公司、湖北葛店人福药业有限责任公司、武汉人福药业有限责任公司、新疆维吾尔药业有限责任公司、人福普克药业（武汉）有限公司等子公司负责运营，各子公司拥有独立的原材料采购、研究开发、生产、检测和产品营销体系。从营销模式看，人福医药采取专业学术推广、专业招商及普药助销三位一体的模式。从销售区域看，人福医药产品销售主要集中在国内，但随着海外业务的不断拓展及 2017 年收购 Ansell Ltd.全球两性健康业务，人福医药海外销售收入占比持续提升。

医药批发方面，人福医药以省为单位搭建区域性医药商业网络，其中在湖北省已形成以武汉为中心、网络覆盖全省的“1+N”格局，基本实现了湖北省内配送网络全覆盖，形成了以药品销售为主，以医疗器械、诊断试剂为辅的经营模式，积累了坚实的产品、网络及客户等核心资源。除湖北省外，人福医药已通过并购完成覆盖四川省内 17 个地市区域的商业终端布局。北京巴瑞医疗器械有限公司（人福医药持股 80%）是罗氏诊断产品（上海）有限公司体外诊断产品在全国最大的经销商，同时自 2010 年起成为思达高诊断技术（北京）有限公司血凝产品的北京地区经销商。从销售模式来看，人福医药医药流通板块的销售终端主要是依靠医院纯销，其次是商业调拨及药店零售；2018 年，医院纯销占医药流通收入比重为 88.65%，占比较 2017 年进一步提升；商业调拨占 10.72%，是医院纯销的有效补充；药店零售仅占 0.63%，比重较小。

总体看，近年来人福医药持续完善市场布局，加强内部合作与资源整合，整体经营情况良好，医药流通业务在湖北地区市场占有率较高；但人福医药医药商业下游以医院为主，由于医院终端回款周期较长，对人福医药运营资金形成占用。

经营效率

2016—2018 年，受应收账款波动影响，当代集团应收账款周转次数波动下降，分别为 3.33 次、3.60 次和 3.31 次；存货周转次数波动上升，分别为 1.94 次、2.15 次和 2.13 次，主要系加强存货管理，使得存货周转加快所致；随着总资产规模的扩大，总资产周转次数逐年下降，分别为 0.39 次、0.35 次和 0.33 次。

从上市子公司人福医药与同行业部分上市企业的经营效率对比来看，其存货周转率处在行业平

均水平，应收账款周转率、总资产周转率处于行业中下水平。具体情况如下表所示。

表 21 2018 年人福医药同行业主要上市公司经营效率情况（单位：次）

代码	证券简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
000538.SZ	云南白药	0.91	5.03	1.99
600276.SH	恒瑞医药	0.85	3.99	2.57
600535.SH	天士力	0.76	1.67	4.96
002422.SZ	科伦药业	0.56	2.48	2.42
600196.SH	复星医药	0.37	6.06	3.43
中位值		0.85	3.45	3.82
600079.SH	人福医药	0.52	2.80	3.82

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据资料来源：Wind

总体看，人福医药经营效率处于行业中下水平，整体经营效率一般。

在建项目

截至 2019 年 9 月底，当代集团医药板块在建项目总投资 12.46 亿元，主要为宜昌三峡制药硫酸新霉素产业基地项目、宜昌妇幼新院区项目和人福医药神墩项目等；已完成投资 5.77 亿元，仍需投资 6.69 亿元。截至 2019 年 9 月底，当代集团房地产板块在建项目总投资 114.07 亿元，主要为当代云谷项目、华夏创业中心项目和当代中德璞誉项目等；已完成投资 56.31 亿元，仍需投 57.75 亿元。当代集团房地产项目未来存在较大的资金支出压力。

表 22 截至 2019 年 9 月底当代集团重大在建项目投资情况表（单位：亿元）

项目名称	资金来源		总投资	已投资额	未来投资计划	
	贷款	自筹			2020 年	2021 年
宜昌妇幼新院区	--	3.90	3.90	1.11	2.20	--
宜昌三峡制药硫酸新霉素产业基地	2.00	2.60	4.60	2.58	1.70	--
人福医药神墩	--	3.96	3.96	2.08	1.50	--
医药板块小计	2.00	10.46	12.46	5.77	5.40	--
当代云谷	--	35.00	35.00	11.47	5.68	7.95
华夏创业中心	--	5.88	5.88	5.79	--	--
当代中德璞誉	--	73.19	73.19	39.05	8.20	11.48
房地产板块小计	--	114.07	114.07	56.31	13.88	19.43
合计	2.00	124.53	126.53	62.08	19.28	19.43

资料来源：当代集团提供

总体看，当代集团在建项目投资规模较大，未来面临着较大的资金支出压力。

重大事项

2019 年 3 月，当代集团下属上市公司当代明诚发布公告称，当代明诚拟非公开发行股票募集资金 18.70 亿元，用于收购 Super Sports Media Inc. 股权；发行对象为当代集团、李建光、喻凌霄、李红欣（其中当代集团认购金额不超过 7.48 亿元，李建光认购金额不超过 5.14 亿元，喻凌霄认购金额不超过 4.21 亿元，李红欣认购金额不超过 1.87 亿元）；发行股票数量为不超过发行前总股本 4.87 亿股的 20%，即 9.74 亿股。2019 年 9 月，当代明诚非公开发行股票事项获得中国证监会核准。

Super Sports Media Inc. 是一家体育内容运营商，其核心业务为依托已取得的优质体育版权，专业从事上述内容在各个渠道的分销和运营工作，其目前拥有的核心版权资源主要为英超联赛。Super

Sports Media Inc.自成立起即拓展并建立了跨媒体（全媒体）播出平台，其中包括互联网、开路电视、数字付费电视、IPTV、OTT等。

总体看，当代集团子公司当代明诚的非公开发行股票募投项目如能顺利与当代明诚原有业务整合，将有助于提升当代明诚的资源质量，进而提高其整体盈利水平。联合评级将持续关注上述事项进展情况。

经营关注

行业风险。为减轻病患经济负担，保证价格相对低廉药品的生产供应，我国多年来连续对部分药品的最高零售价进行下调，并通过医保控费、招标限价等方式遏制虚高药价，受此影响，人福医药整体收入规模增速放缓。此外，相关政策加剧了行业内市场竞争，压缩了医药业务的利润留存空间。

应收账款规模较大，对资金产生占用。为缓解相关行业政策对医药业务带来的不利影响，人福医药积极发展医药商业板块，但随着该板块销售规模的扩大，应收账款回收周期有所延长，对资金产生占用，一定程度上加大了人福医药的资金周转压力。

商誉减值风险。2018年，人福医药子公司 EpicPharma 主要产品熊去氧胆酸胶囊的价格大幅下降，导致该公司销售收入、毛利率、净利润等经营业绩指标大幅下降，人福医药计提商誉减值损失 28.02 亿元，计提无形资产减值损失 2.09 亿元，合计减值损失 30.11 亿元；若未来业务整合不到位或被并购标的经营业绩不及预期，仍存在商誉减值风险和无形资产减值风险。

在建项目资金支出压力较大。房地产业务未来所需资金投入较大，医药业务在建工程投资回报期较长，二者未来仍需后续资金投入，当代集团面临较大的资金支出压力。

（3）财务分析

当代集团 2016—2018 年度合并财务报表均由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见；2019 年 1—9 月财务数据未经审计。

从合并范围变化来看，2017 年，当代集团合并范围一级子公司减少及增加各为 4 家，合计纳入合并范围仍为 24 家；2018 年合计纳入合并范围内子公司减少为 20 家。当代集团合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，因此财务数据可比性较好。

截至 2018 年底，当代集团合并资产总额 905.30 亿元，负债合计 561.32 亿元，所有者权益（含少数股东权益）343.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 96.04 亿元。2018 年，当代集团实现营业总收入 277.24 亿元，净利润（含少数股东损益）-3.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 26.98 亿元，现金及现金等价物净增加额为-13.20 亿元。

截至 2019 年 9 月底，当代集团合并资产总额 973.13 亿元，负债合计 629.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 343.90 亿元，归属于母公司的所有者权益 103.71 亿元。2019 年 1—9 月，当代集团实现营业总收入 211.24 亿元，净利润（含少数股东损益）18.83 亿元，归属于母公司所有者的净利润 5.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 38.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-17.65 亿元。

资产质量

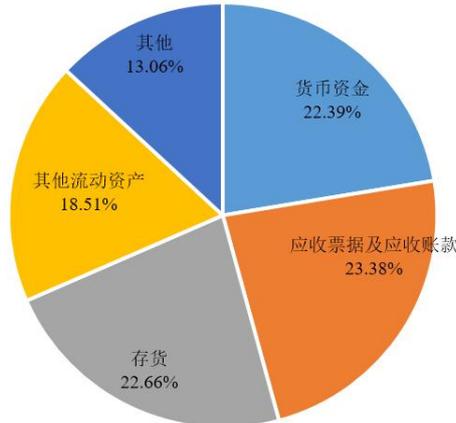
2016—2018 年，当代集团资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长 30.97%，主要系流动资产增长所致。截至 2018 年底，当代集团资产合计 905.30 亿元，较年初增长 14.64%。其中流动资产 410.29 亿元（占 45.32%），非流动资产 495.01 亿元（占 54.68%），资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2016—2018 年，当代集团流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 36.13%，主要系货币资金、

应收账款、其他应收款、存货及其他流动资产增长所致。截至 2018 年底，当代集团流动资产合计 410.29 亿元，较年初增长 23.39%；流动资产主要由货币资金（占 22.39%）、应收票据及应收账款（占 23.38%）、存货（占 22.66%）和其他流动资产（占 18.51%）构成。具体情况如下图所示。

图 6 截至 2018 年底当代集团流动资产构成



资料来源：当代集团审计报告

2016—2018 年，当代集团货币资金呈波动增长态势，年均复合增长 18.24%。截至 2017 年底，货币资金 96.98 亿元，较年初增长 47.60%，主要系人福医药收到出售其持有的中原瑞德、宜昌三峡普诺丁生物制药有限公司等公司的股权转让款以及地产项目销售回款所致。截至 2018 年底，货币资金 91.86 亿元，较年初下降 5.28%；当代集团货币资金主要由银行存款（占 83.17%）和其他货币资金（占 16.75%）构成；使用受限资金 15.36 亿元，主要为票据保证金及借款质押。

2016—2018 年，当代集团应收票据及应收账款呈逐年增长态势，年均复合增长 28.78%，主要系合并范围以及收入规模扩大所致。截至 2018 年底，应收票据账面价值 4.92 亿元，较年初增长 8.22%，主要系收入规模扩大所致；以银行承兑汇票为主（占 82.14%），其余为商业承兑汇票。截至 2018 年底，应收账款账面价值 90.99 亿元，较年初增长 32.47%，主要系受“两票制”影响回款周期变长所致；按账龄法计提坏账准备的应收账款余额合计 91.94 亿元，其中账龄在一年以内的占 87.01%，账龄较短；累计计提坏账准备 4.32 亿元，计提比例 4.70%。截至 2018 年底，由于欠款方欠债涉及较多诉讼案件等原因，期末单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款余额合计 0.24 亿元，计提比例 100.00%；按照欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比 15.96%，集中度较低。

2016—2018 年，当代集团其他应收款（合计）呈逐年增长态势，年均复合增长 55.42%。截至 2017 年底，当代集团其他应收款（合计）23.02 亿元，较年初增长 75.47%，主要系部分股权转让款尚未收回所致。截至 2018 年底，当代集团其他应收款（合计）31.69 亿元，较年初增长 37.66%，主要系往来款大幅增加了 9.41 亿元所致。按账龄法对其他应收款（单项）计提坏账准备的账面余额合计占 94.19%，其中账龄在 1 年以内的占该组合账面余额的 56.14%，1~2 年的占 31.44%，账龄偏长。截至 2018 年底，当代集团对其他应收款（单项）累计计提坏账准备 3.18 亿元，计提比例 9.18%；按照欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款（单项）为 6.34 亿元，占 20.44%，集中度较高；计提坏账准备 0.21 亿元，计提比例 3.39%。

2016—2018 年，当代集团存货呈逐年增长态势，年均复合增长 15.62%。截至 2018 年底，当代集团存货账面价值为 92.97 亿元，较年初增长 27.93%；存货主要由在产品（占 12.95%）、库存商品（占 25.10%）和开发产品（占 51.98%）构成；当代集团分别对原材料、在产品和库存商品计提跌价

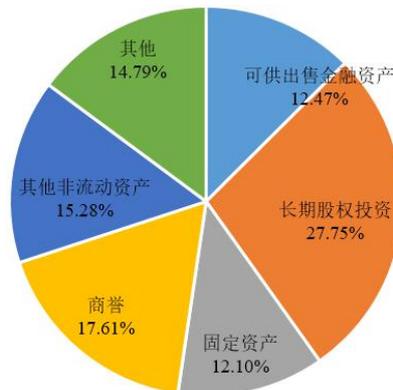
准备 420.67 万元、316.14 万元和 1,896.11 万元，综合计提比例为 0.28%。

2016—2018 年，当代集团其他流动资产呈持续增长态势，年均复合增长 3.93 倍。截至 2017 年底，当代集团其他流动资产账面价值为 48.98 亿元，较年初大幅增长 14.68 倍，主要系子公司天盈投资开展短期投资、购买特定收益权和理财产品等业务所致。截至 2018 年底，当代集团其他流动资产账面价值为 75.96 亿元，较年初大幅增长 55.08%，主要系子公司天盈投资购买特定收益权所致；当代集团其他流动资产主要由理财产品（占 11.32%）和收益权（占 79.73%）构成。理财产品主要为开放式公开短期理财，收益权为开展资产管理业务形成的债权收益权类资产，期限均不超过 1 年。

非流动资产

2016—2018 年，当代集团非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 27.11%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资、商誉和其他非流动资产所致。截至 2018 年底，当代集团非流动资产合计 495.01 亿元，较年初增长 8.28%；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 12.47%）、长期股权投资（占 27.75%）、固定资产（占 12.10%）、商誉（占 17.61%）和其他非流动资产（占 15.28%）构成，具体情况如下图所示。

图 7 截至 2018 年底当代集团非流动资产构成



资料来源：当代集团审计报告

2016—2018 年，当代集团可供出售金融资产呈逐年增长态势，年均复合增长 45.65%。截至 2017 年底，可供出售金融资产账面价值为 76.52 亿元，较年初增长 163.00%，主要系子公司天盈投资新增对金融产品的投资（33.01 亿元）所致。截至 2018 年底，可供出售金融资产账面价值为 61.72 亿元，较年初下降 19.34%，主要系处置对重庆当代力帆足球俱乐部有限公司 5.30 亿元投资，及天盈投资减少其投资的金融产品 2.69 亿元所致。截至 2018 年底，按公允价值计量和按成本计量的可供出售金融资产分别占可供出售金融资产账面价值的 25.16%和 74.84%；以成本计量的可供出售金融资产以天盈投资所投的金融产品为主，占 65.49%（以余额计），其余主要为对金融、医药、生态农业及信息科技等行业的投资。

2016—2018 年，当代集团长期股权投资呈逐年增长态势，年均复合增长 28.74%，主要系对合营及联营企业追加投资所致。截至 2018 年底，当代集团长期股权投资账面价值为 137.35 亿元，较年初增长 11.63%；当代集团长期股权投资全部为对联营企业及合营企业的投资，采用权益法核算；主要为对华泰保险集团股份有限公司（占 33.27%，以余额计，下同）、天风证券（占 16.11%）和安徽华茂集团有限公司（占 11.66%）的投资。

2016—2018 年，当代集团固定资产小幅波动下降，年均复合下降 1.29%。截至 2018 年底，当代集团固定资产账面价值为 59.89 亿元，主要由房屋及建筑物（占 61.75%）和机器设备（占 30.77%）

构成：累计计提折旧 22.67 亿元，累计计提减值 1.66 万元；固定资产成新率 72.54%，成新率一般。

2016—2018 年，当代集团无形资产呈逐年增长态势，年均复合增长 34.47%。截至 2017 年底，无形资产账面价值为 34.07 亿元，较年初增长 66.05%，主要系当代集团收购 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务以及合并范围扩大所致。截至 2018 年底，无形资产账面价值为 37.10 亿元，较年初增长 8.90%，主要系当代明诚拥有的体育赛事版权增加 5.89 亿元所致；当代集团无形资产主要由土地使用权（占 26.38%）、商标及品牌（占 25.83%）和体育赛事版权（占 15.89%）构成；累计摊销 22.66 亿元，计提减值准备 2.16 亿元。

2016—2018 年，当代集团商誉呈波动增长态势，年均复合增长 13.83%，主要系合并 Epic Pharma, LLC、武汉杰士邦卫生用品有限公司及 Ansell Ltd. 下属两性健康业务 6 家子公司产生。截至 2017 年底，商誉账面价值为 92.56 亿元，较年初增长 37.61%，主要系当代集团收购 Ansell Ltd. 下属全球两性健康业务所致。截至 2018 年底，当代集团商誉账面价值为 87.16 亿元，较年初下降 5.84%，主要系人福医药对 Epic Pharma, LLC 计提 28.12 亿元减值准备所致。当代集团商誉均为非同一控制下企业合并产生，金额较大且涉及行业范围广泛，未来如被收购单位经营业绩不达预期，商誉将面临减值风险。

2016—2018 年，当代集团其他非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 73.89%。截至 2017 年底，其他非流动资产账面价值为 41.04 亿元，较年初增长 64.12%，主要系收益权增加所致。截至 2018 年底，其他非流动资产账面价值为 75.62 亿元，较年初增长 84.24%，主要系收益权增加 13.18 亿元和一年以上委托贷款增加 8.40 亿元所致；以余额计，当代集团其他非流动资产主要由预付股权收购款（占 27.50%）、收益权（占 28.43%）和一年以上委托贷款（占 15.61%）构成。

截至 2018 年底，当代集团受限资产合计 79.87 亿元，以长期股权投资、固定资产、无形资产、货币资金和存货为主，合计占总资产比例为 8.82%，受限比例一般。

截至 2019 年 9 月底，当代集团资产总额 973.13 亿元，较上年底增长 7.49%，其中流动资产占 48.45%，非流动资产占 51.55%，流动资产占比小幅提升。流动资产主要由货币资金（占 15.89%）、应收账款及应收票据（占 22.27%）、存货（占 31.14%）和其他流动资产（占 18.23%）构成；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 11.12%）、长期股权投资（占 30.60%）、固定资产（占 12.71%）、商誉（占 16.62%）和其他非流动资产（占 15.08%）构成。

总体看，近三年，当代集团资产规模持续增长，资产结构以非流动资产为主；资产受限规模一般，货币资金和理财产品规模较大，整体资产质量尚可。

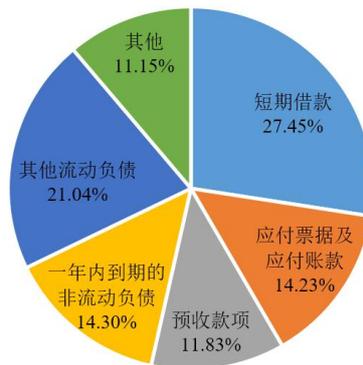
负债及所有者权益

2016—2018 年，当代集团负债规模呈逐年增长态势，年均复合增长 33.70%，主要系流动负债增加所致。截至 2018 年底，当代集团负债合计 561.32 亿元，较年初增长 29.43%，其中流动负债 363.40 亿元（占 64.74%），非流动负债 197.92 亿元（占 35.26%），负债结构以流动负债为主。

流动负债

2016—2018 年，当代集团流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 45.46%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致。截至 2018 年底，流动负债合计 363.40 亿元，较年初增长 47.55%；流动负债主要由短期借款（占 27.45%）、应付票据及应付账款（占 14.23%）、预收款项（占 11.83%）、一年内到期的非流动负债（占 14.30%）和其他流动负债（占 21.04%）构成。

图 8 截至 2018 年底当代集团流动负债构成



资料来源：当代集团审计报告

2016—2018 年，当代集团短期借款呈逐年增长态势，年均复合增长 34.70%，主要系随着经营规模的扩大，为满足日常经营所需增加流动资金借款所致。截至 2018 年底，当代集团短期借款 99.75 亿元，较年初增长 28.31%。当代集团短期借款主要由信用借款（占 22.36%）、保证借款（占 30.30%）、抵押借款（3.60%）和质押借款（占 43.73%）构成。

2016—2018 年，当代集团应付票据及应付账款呈波动增长态势，年均复合增长 16.03%。截至 2018 年底，当代集团应付票据 23.92 亿元，较年初增长 242.08%，以银行承兑为主（占 98.48%）。截至 2018 年底，应付账款 27.80 亿元，较年初增长 12.32%，以材料采购货款为主（占 81.20%）。

2016—2018 年，当代集团预收款项呈逐年增长态势，年均复合增长 106.26%。截至 2017 年底，预收款项 16.69 亿元，较年初增长 65.22%，主要系预收商品房销售款和预收影视投资款增加所致。截至 2018 年底，预收款项 42.99 亿元，较年初增长 157.50%，主要系新增预收股权转让款 14.12 亿元，及预收商品房销售款和预收影视投资款分别增加 7.23 亿元和 3.73 亿元增加所致。

2016—2018 年，当代集团一年内到期的非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 98.59%。截至 2017 年底，一年内到期的非流动负债 21.85 亿元，较年初增长 65.82%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券转入所致。截至 2018 年底，一年内到期的非流动负债 51.98 亿元，较年初增长 137.84%，主要系一年内到期的应付债券转入所致。

2016—2018 年，当代集团其他流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 54.50%。截至 2017 年底，其他流动负债 61.26 亿元，较年初大幅增长 91.27%，主要系当代集团发行短期融资券所致。截至 2018 年底，其他流动负债 76.45 亿元，较年初增长 24.80%，主要系债权及收益权转让与回购增加所致。

非流动负债

2016—2018 年，当代集团非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 17.94%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2018 年底，当代集团非流动负债合计 197.92 亿元，较年初增长 5.62%；非流动负债主要由长期借款（占 52.64%）和应付债券（占 39.79%）构成。

2016—2018 年，当代集团长期借款呈逐年增长态势，年均复合增长 20.20%。截至 2018 年底，长期借款 104.18 亿元，较年初增长 24.69%，主要系当代集团为满足经营规模扩大的需要新增长期借款所致。其中，质押借款占 39.05%、抵押借款占 17.90%、保证借款占 32.15%，其余为信用借款。截至 2018 年底，长期借款中，1~2 年内到期的占 36.90%，2~3 年内到期的占 31.32%，3~4 年内到期的占 1.20%，4~5 年内到期的占 8.44%，其余为 5 年以上；当代集团集中偿付压力尚可。

2016—2018 年，当代集团应付债券呈波动增长态势，年均复合增长 11.34%，主要系融资规模扩

大，发行多期公司债券所致。截至 2018 年底，应付债券 78.76 亿元，较年初下降 10.49%。截至 2019 年 11 月 11 日，应付债券余额合计 90.50 亿元，其中于 2020 年内到期的为 7.50 亿元，回售日在 2020 年的余额合计 15.50 亿元。

从债务结构看，2016—2018 年，当代集团全部债务呈逐年增长态势，年均复合增长 25.92%，主要系增加长短期借款和发行债券所致。截至 2018 年底，全部债务合计 396.77 亿元，较年初增长 23.30%。其中短期债务占 53.10%，长期债务占 46.90%。2016—2018 年，当代集团资产负债率分别为 59.50%、54.92%和 62.00%，呈波动上升态势；全部债务资本化比率分别为 53.93%、47.48%和 53.56%，呈波动下降态势；长期债务资本化比率分别为 38.80%、32.59%和 35.11%，呈波动下降态势。当代集团整体债务负担重，且短期债务偿付压力较大。

截至 2019 年 9 月底，当代集团负债合计 629.23 亿元，较上年底增长 12.10%。其中，流动负债和非流动负债占比分别为 59.93%和 40.07%，非流动负债占比上升 4.81 个百分点。全部债务 423.51 亿元，较上年底增长 6.74%。其中短期债务占比 45.19%，长期债务占比 54.81%，长期债务占比上升 7.91 个百分点，负债结构略有优化。资产负债率为 64.66%，全部债务资本化比率为 55.19%，长期债务资本化比为 40.30%，分别较年初上升 2.66 个百分点、1.62 个百分点和 5.19 个百分点。

总体看，近年来，当代集团负债规模持续增长，以流动负债为主，整体债务负担重，短期偿付压力较大。

所有者权益

2016—2018 年，当代集团所有者权益呈波动增长态势，年均复合增长 26.85%，主要系股东增资和利润积累所致。截至 2018 年底，所有者权益合计 343.98 亿元，较年初下降 3.38%。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 27.92%，以股本和未分配利润为主，占比分别为 46.86%和 32.74%。截至 2018 年底，资本公积 6.22 亿元，较年初增长 42.64%，主要系当代集团购买少数股权新取得的长期股权投资与按照新增持股比例计算应享有子公司自购买日开始持续计算的净资产份额之间的差额，增加资本公积（资本溢价）3.00 亿元所致。从所有者权益结构稳定性来看，少数股东权益和未分配利润规模较大，当代集团所有者权益结构稳定性有待提高。

截至 2019 年 9 月底，当代集团所有者权益合计 343.90 亿元，较年初基本持平，其中归属于母公司所有者权益为 103.71 亿元（占 30.16%）。归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润占比分别为 50.14%、6.92%和 35.85%。当代集团权益结构较年初变化较小。

总体看，近年来，受益于股东增资及经营盈利等因素，当代集团所有者权益逐年增长；少数股东权益和未分配利润占比较高，权益结构稳定性有待提高。

盈利能力

2016—2018 年，当代集团营业总收入分别为 171.69 亿元、232.11 亿元和 277.24 亿元，年均复合增长 27.07%；营业利润分别为 18.54 亿元、36.32 亿元和 4.73 亿元，年均复合下降 49.49%；实现净利润 15.82 亿元、26.98 亿元和 -3.86 亿元。当代集团营业收入增长主要系医药板块规模扩大及影视文化体育板块收入增长所致；2018 年营业利润和净利润缩减主要系人福医药计提商誉减值所致。

从期间费用来看，2016—2018 年，当代集团期间费用呈逐年增长态势，年均复合增长 35.93%。具体看，2016—2018 年，销售费用持续增长，分别为 19.82 亿元、28.77 亿元和 39.21 亿元，年均复合增长 40.66%。2018 年销售费用较上年增长 36.29%，主要系广告和宣传促销费增加所致。2016—2018 年，管理费用持续增长，分别为 15.97 亿元、17.61 亿元和 22.06 亿元，年均复合增长 17.52%。2018 年管理费用较上年增长 25.24%，主要系职工薪酬提高所致。2016—2018 年，财务费用持续增长，分别为 9.48 亿元、12.66 亿元和 17.53 亿元，年均复合增长 35.97%，主要系债务规模不断扩大

所致。2016—2018年，费用收入比分别为26.37%、27.15%和30.17%，期间费用对利润侵蚀严重，费用控制能力有待提高。

2016—2018年，当代集团资产减值损失分别为0.96亿元、2.58亿元和35.61亿元，年均复合增长507.91%，2018年资产减值损失较上年大幅增长12.81倍主要系计提坏账损失3.02亿元及计提商誉减值损失30.17亿元所致。2016—2018年，当代集团所取得的投资收益分别为9.53亿元、23.81亿元和20.45亿元，主要为处置长期股权投资收益。2017—2018年，当代集团分别取得其他收益1.56亿元和1.52亿元，主要是与收益相关的政府补助、税收返还、补贴和专项资金等。从营业利润的构成看，2016—2018年，投资收益占营业利润的比例分别为51.43%、62.56%和432.21%，营业利润对投资收益存在较大依赖。

2016—2018年，当代集团分别实现利润总额19.78亿元、35.17亿元和4.32亿元，营业外收入分别为1.72亿元、0.19亿元和0.38亿元，营业外收入对利润总额的影响较小。

从盈利指标来看，2016—2018年，当代集团营业利润率分别为32.20%、32.97%和35.33%，总资产收益率分别为6.70%、6.90%和2.04%，总资产报酬率分别为6.71%、7.22%和2.67%，净资产收益率分别为8.57%、9.47%和-1.10%，除营业利润率外各指标均呈波动下降态势。

从旗下上市子公司人福医药（600079.SH）与同行业部分上市企业的盈利能力对比来看，由于人福医药2018年计提大额商誉减值，导致2018年盈利水平大幅下降，处于行业较低水平。具体情况如下表所示。

表 23 2018 年人福医药同行业可比上市公司盈利能力指标（单位：%）

证券代码	证券简称	ROE	ROA	销售毛利率
000538.SZ	云南白药	17.49	13.63	30.55
600276.SH	恒瑞医药	23.17	21.95	86.60
600535.SH	天士力	16.11	10.36	36.20
002422.SZ	科伦药业	9.87	6.70	59.56
600196.SH	复星医药	10.16	6.59	58.40
中位值		13.13	8.53	49.16
600079.SH	人福医药	-19.36	-2.33	39.93

注：本表上市公司营运数据引自 Wind，与本报告附表口径存在一定差异
资料来源：Wind

2019年1—9月，当代集团实现营业收入211.24亿元，较上年同期增长6.31%；实现净利润18.83亿元，较上年同期增长下降18.03%，主要系研发费用和财务费用增长所致。

总体看，近年来，当代集团收入规模持续增长，期间费用对利润侵蚀严重，投资收益对利润贡献较大，整体盈利能力处于行业中等水平。受人福医药计提大额减值准备的影响，2018年净利润出现亏损。

现金流

从经营活动来看，2016—2018年，当代集团经营活动现金流入量分别为204.31亿元、308.59亿元和335.08亿元，呈持续增长态势，年均复合增长28.06%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为187.57亿元、253.64亿元和279.97亿元，年均复合增长22.17%，低于销售收入增速。2016—2018年，经营活动现金流出量分别为196.07亿元、296.81亿元和308.10亿元，呈逐年快速增长态势，年均复合增长25.36%，主要系医药和文娱等板块业务规模的扩大导致采购和劳务支出增加所致。受上述因素影响，2016—2018年，经营活动现金流净额分别为8.25亿元、11.78亿元和26.98亿元。2016—2018年，当代集团现金收入比率分别为109.25%、109.28%和100.98%，收入实现质量

尚可。

从投资活动看，2016—2018年，当代集团投资活动现金流入量分别为8.57亿元、82.67亿元和150.86亿元，年均复合增长319.64%；2017年投资活动现金流入量较上年增长864.92%，主要系处置子公司股权所致；2018年投资活动现金流入量较上年增长82.50%，主要系回收收益权本金52.75亿元所致。2016—2018年，投资活动现金流出分别为109.22亿元、154.16亿元和225.47亿元，年均复合增长43.68%；2017年投资活动现金流出量较上年增长41.15%，主要系增加对外投资所致；2018年投资活动现金流出量较上年增长46.26%，主要系新增为债权收益权支付本金78.58亿元所致。受上述因素影响，2016—2018年，投资活动产生的现金流量净额分别为-100.65亿元、-71.50亿元和-74.61亿元，持续呈大额净流出状态。

从筹资活动看，2016—2018年，当代集团筹资活动产生的现金流入分别为260.82亿元、282.33亿元和317.47亿元，主要为银行借款和发行债券收到的现金。2016—2018年，筹资活动现金流出分别为141.62亿元、188.51亿元和283.61亿元，主要用于偿还债务本息。受上述因素影响，2016—2018年，筹资活动产生的现金流量净额分别为119.21亿元、93.82亿元和33.86亿元。

2019年1—9月，当代集团经营活动产生的现金流量净额为38.66亿元，投资活动产生的现金流量净额为-39.33亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-16.95亿元。

总体看，近年来，当代集团经营活动现金流保持净流入，收入实现质量尚可，投资活动现金持续净流出，对外部融资有较大需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，当代集团流动比率分别为1.29倍、1.35倍和1.13倍，流动资产对流动负债的保护程度一般；速动比率分别为0.88倍、1.05倍和0.87倍；现金短期债务比分别为0.60倍、0.68倍和0.46倍，现金类资产对短期债务的保障能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018年，当代集团EBITDA分别为35.05亿元、54.37亿元和34.94亿元，呈波动下降态势。2018年，当代集团EBITDA由折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额构成，占比分别为14.62%、20.56%、52.46%和12.36%。2016—2018年，当代集团EBITDA全部债务比分别为0.14倍、0.17倍和0.09倍，EBITDA利息倍数分别为3.33倍、3.91倍和1.78倍，EBITDA对债务本金和利息的保障程度较低。

截至2019年9月底，当代集团获得授信额合计338.32亿元，其中未使用额度87.80亿元，间接融资渠道较为畅通；当代集团控股多家上市公司，具备直接融资渠道。

截至2019年9月底，当代集团对外担保余额合计9.33亿元，占净资产的比重为2.71%；目前被担保对象整体经营状况正常，当代集团对外担保风险可控。

截至2019年9月底，当代集团存在2起重大⁵诉讼未决事项，分别为Purdue(原告)与Epic Pharma(被告)的知识产权纠纷(审理中，金额未决)，黄严达与三特索道的股权转让纠纷(一审中，涉及金额0.15亿元)。

根据当代集团提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至2019年10月9日，当代集团已结清信贷中无不良和关注类信贷信息记录；未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录。

总体看，近年来，当代集团偿债能力指标表现一般，但考虑到当代集团行业地位突出、经营规模较大、现金类资产充裕、融资渠道畅通以及过往债务履约情况良好等因素，其整体偿债能力仍属很强。

⁵ 单笔金额超过500.00万元

（4）债权保护效果

以最新财务数据测算，本次债券发行额度（按 10.00 亿元计算）占当代集团 2019 年 9 月末资产总额的 1.03%，占所有者权益的 2.91%，占 2018 年度 EBITDA 的 28.26%，占比较低。

总体看，当代集团资产规模较大、资产质量较好，其担保对于本次债券的到期还本付息具有明显积极的影响。

十一、综合评价

天盈投资自转型为金融类投资管理公司以来，深化内部整合和协同发展，初步形成了以不良资产经营、保险经纪、私募投资基金、其他投资为主的业务结构，各业务板块发展较好，已具备一定综合实力。

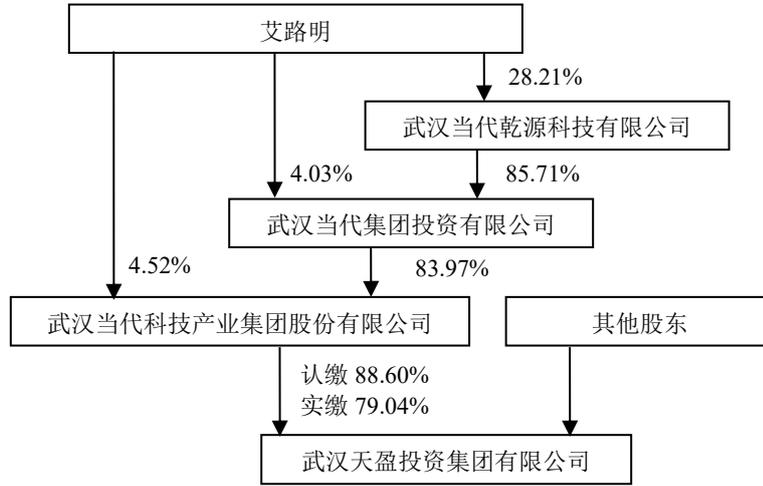
联合评级同时也关注到，公司部分业务尚处于内部整合阶段，部分债权类业务面临转型，未来整合和转型效果、业务发展和风险控制能力仍有待检验；公司所有者权益结构稳定性不足等因素可能带来的不利影响。

本次债券由公司股东当代集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。当代集团是湖北省大型产业集团之一，在特色医药细分领域的地位较稳固，近年来资产和收入规模持续增长，其担保对本次债券信用状况具有显著的积极影响。

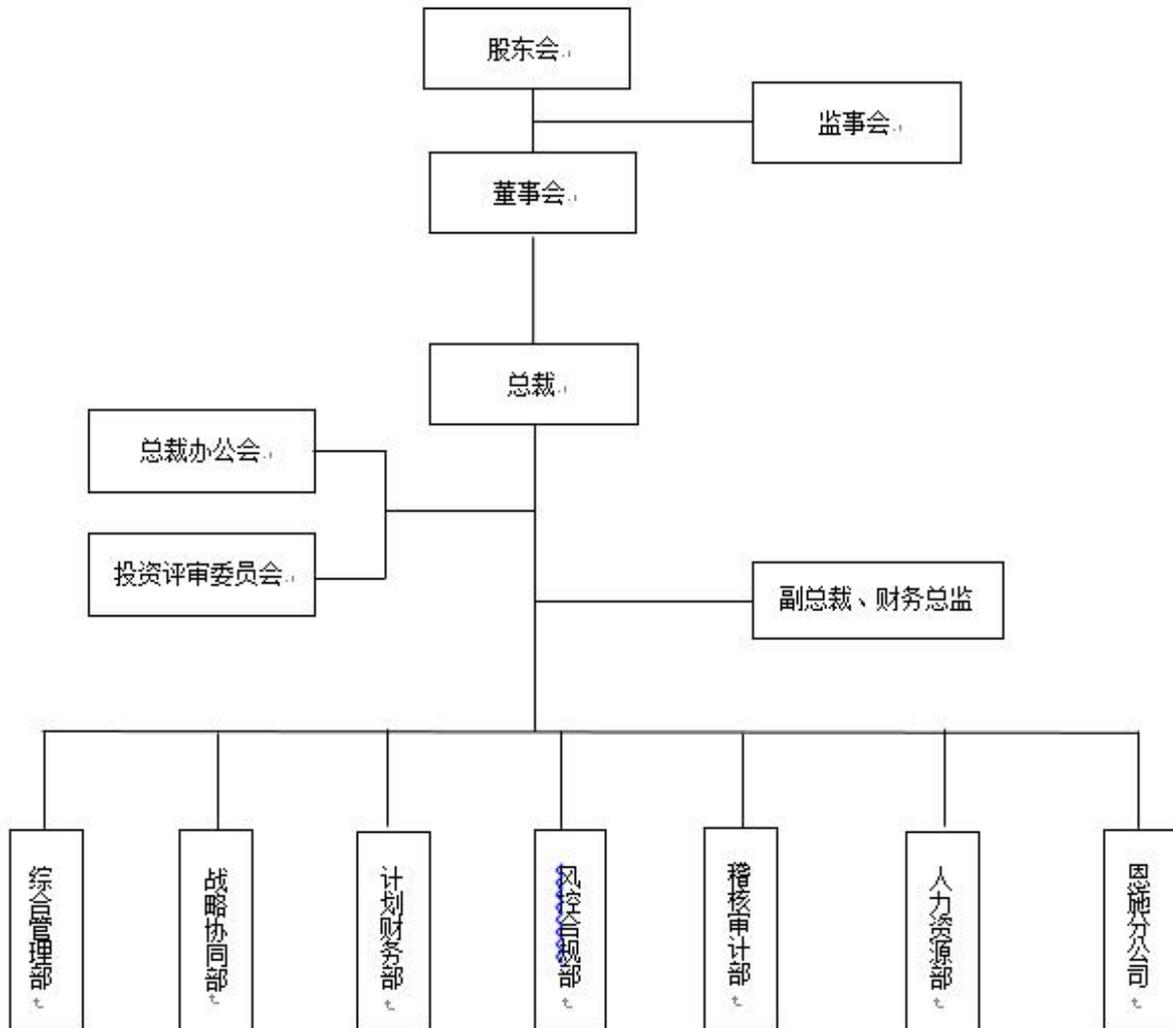
随着公司深化整合和各项业务的逐步发展，未来公司业务规模和盈利水平有望提升，整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 武汉天盈投资集团有限公司 股权结构图（截至 2019 年 9 月末）



附件 2 武汉天盈投资集团有限公司
组织机构图（截至 2019 年 9 月末）



附件 3 武汉天盈投资集团有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
资产总额 (亿元)	7.50	188.30	209.65	201.71
负债总额 (亿元)	0.55	60.15	91.16	95.80
所有者权益合计 (亿元)	6.95	128.15	118.48	105.91
归属于母公司所有者权益 (亿元)	6.93	43.81	41.05	41.33
短期债务 (亿元)	--	35.89	49.22	50.68
长期债务 (亿元)	--	19.10	23.40	23.01
全部债务 (亿元)	--	54.99	72.61	73.69
营业总收入 (亿元)	0.01	7.27	16.23	7.86
净利润 (亿元)	0.10	1.98	3.34	1.12
经营性净现金流 (亿元)	-0.03	6.11	4.76	8.21
EBITDA (亿元)	0.10	2.68	5.90	--
营业利润率 (%)	733.26	35.02	26.57	21.74
总资产收益率 (%)	1.36	2.03	1.68	0.55
净资产收益率 (%)	1.43	2.94	2.71	1.00
归母净资产收益率 (%)	1.43	2.73	3.19	0.80
资产负债率 (%)	7.35	31.94	43.48	47.49
资产负债率 (母公司口径) (%)	7.39	25.82	38.55	35.07
全部债务资本化比率 (%)	--	30.02	38.00	41.03
长期债务资本化比率 (%)	--	12.97	16.49	17.85
流动比率 (倍)	0.07	1.89	1.46	1.36
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	--	0.42	0.21	0.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	31.55	4.16	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	--	0.05	0.08	--
EBITDA/本次债券额度 (倍)	0.01	0.27	0.59	--

附件 4 武汉当代科技产业集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
资产总额 (亿元)	527.81	789.68	905.30	973.13
所有者权益 (亿元)	213.78	356.00	343.98	343.90
短期债务 (亿元)	114.68	149.67	210.69	191.39
长期债务 (亿元)	135.54	172.13	186.09	232.12
全部债务 (亿元)	250.23	321.80	396.77	423.51
营业收入 (亿元)	171.69	232.11	277.24	211.24
净利润 (亿元)	15.82	26.98	-3.86	18.83
EBITDA (亿元)	35.05	54.37	34.94	--
经营性净现金流 (亿元)	8.25	11.78	26.98	38.66
应收账款周转次数 (次)	3.33	3.60	3.31	--
存货周转次数 (次)	1.94	2.15	2.13	--
总资产周转次数 (次)	0.39	0.35	0.33	0.22
现金收入比率 (%)	109.25	109.28	100.98	103.40
总资本收益率 (%)	6.70	6.90	2.04	--
总资产报酬率 (%)	6.71	7.22	2.67	--
净资产收益率 (%)	8.57	9.47	-1.10	5.48
营业利润率 (%)	32.20	32.97	35.33	36.74
费用收入比 (%)	26.37	27.15	30.17	32.16
资产负债率 (%)	59.50	54.92	62.00	64.66
全部债务资本化比率 (%)	53.93	47.48	53.56	55.19
长期债务资本化比率 (%)	38.80	32.59	35.11	40.30
流动比率 (倍)	1.29	1.35	1.13	1.25
速动比率 (倍)	0.88	1.05	0.87	0.86
现金短期债务比 (倍)	0.60	0.68	0.46	0.45
经营现金流动负债比率 (%)	4.80	4.78	7.42	10.25
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.33	3.91	1.78	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.17	0.09	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
负债权益比率	负债总额/所有者权益总额
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+拆入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债 (扣除一年内到期的长期应付款) +应付短期债券+其他科目里的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他科目里的长期有息债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 武汉天盈投资集团有限公司 2020年公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年武汉天盈投资集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

武汉天盈投资集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。武汉天盈投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注武汉天盈投资集团有限公司的相关状况，如发现武汉天盈投资集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如武汉天盈投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至武汉天盈投资集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送武汉天盈投资集团有限公司、监管部门等。

