



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪913号

魔方（中国）投资有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司发行的“魔方公寓信托受益权资产支持专项计划”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，维持该专项计划项下优先级资产支持证券魔方02及魔方03的信用等级为AAA_{sf}。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一八年六月二十八日
中 国

魔方公寓信托受益权资产支持专项计划 优先级资产支持证券跟踪评级报告（2018）

评级结果

资产支持证券	发行规模 (万元)	预期 收益率	上次评级 结果	跟踪评级 结果
魔方 01 (142682)	10,000.00	4.80%	AAA _{sf}	-
魔方 02 (142683)	10,000.00	5.00%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
魔方 03 (142684)	11,500.00	5.40%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
魔方次级 (142685)	3,500.00	-	NR	NR
上次评级时间	2016 年 12 月 19 日			
设立日	2017 年 1 月 10 日			
预期到期日	魔方 01—2018 年 1 月 10 日			
	魔方 02—2019 年 1 月 10 日			
	魔方 03—2020 年 1 月 10 日			
	魔方次级—2020 年 1 月 10 日			

注：截至 2018 年 4 月 30 日，魔方 01 本金已清偿完毕，魔方 02 和魔方 03 的剩余本金分别为 7,500 万元和 11,500 万元。

跟踪期：

2017 年 1 月 10 日--2018 年 4 月 30 日

跟踪计算日：

2018 年 4 月 30 日

分析师

郑凯文 kwzheng@ccxr.com.cn

徐捷 jxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 28 日

评级意见

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）对魔方公寓信托受益权资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”或“专项计划”）项下优先级资产支持证券魔方 02~魔方 03（以下或统称为“优先级资产支持证券”）的信用状况进行了持续跟踪和监测。基于跟踪期内获得的原始权益人/信托委托人、差额支付承诺人/资产服务机构、担保人、管理人、监管人及托管人相关报告和其他信息资料，根据对上述报告及信息的分析、测算，中诚信证评认为本专项计划下入池底层资产运营状况正常，担保人中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）的综合实力和担保代偿实力很强，且主要参与机构尽职能力稳定，魔方 02~魔方 03 资产支持证券的风险程度和信用质量未发生足以影响其信用等级的变化，故中诚信证评维持本专项计划项下优先级资产支持证券魔方 02~魔方 03 的信用等级均为 AAA_{sf}。

基本观点

上述跟踪评级结果，基于以下方面的考虑：

- 跟踪期内，专项计划正常完成 5 次收益兑付，兑付金额共计 14,196.38 万元，其中魔方 01 本金已如期兑付完毕。跟踪期内，入池底层资产运营情况较为稳定，入池底层资产产生的现金流能够覆盖专项计划项下应付的各项税费及优先级资产支持证券预期收益和本金，未启用差额支付和担保。
- 跟踪期内，担保人中合担保公司治理结构完善，风险管理体系较为完备，资本实力充足并且具有良好的盈利能力，其提供的保证担保承诺仍能够对专项计划优先级资产支持证券预期收益及本金的及时足额支付形成较强的支持。
- 跟踪期内，未发生对本专项计划产生重大影响的事项，本专项计划整体运行状况良好；本专

项计划的管理人北京方正富邦创融资产管理有限公司、监管人北京银行股份有限公司南京分行及托管人招商银行股份有限公司苏州分行运营稳定，财务状况稳健，履约情况良好。

关注

- 跟踪期内，本专项计划的差额支付承诺人/资产服务机构魔方（中国）投资有限公司（以下简称“魔方中国”）仍处于亏损状态，且资产负债率进一步上升至 86.23%。中诚信证评将持续关注魔方中国持续运营能力及可能给本专项计划带来的影响。

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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次产支持证券到期兑付日有效；同时，在本次资产支持证券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

交易结构概要

表 1：专项计划重要参与方

主要交易服务机构	
原始权益人/信托委托人	魔方（南京）企业管理咨询有限公司（以下简称“魔方南京”）
管理人	北京方正富邦创融资产管理有限公司（以下简称“方正富邦”）
受托人	中航信托股份有限公司（以下简称“中航信托”）
信托借款人/出质人	魔方（中国）投资有限公司、魔方（广州）公寓管理有限公司、魔方（上海）公寓管理有限公司、城市魔方（北京）公寓投资咨询有限公司（以下分别简称“魔方中国”、“魔方广州”、“魔方上海”、“魔方北京”）
差额支付承诺人/资产服务机构	魔方（中国）投资有限公司（以下简称“魔方中国”）
担保人	中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）
托管人	招商银行股份有限公司苏州分行（以下简称“招商银行苏州分行”）
监管人	北京银行股份有限公司南京分行（以下简称“北京银行南京分行”）
登记机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司（以下简称“中证登上海”）

资料来源：方正富邦提供，中诚信证评整理

在信托计划层面，信托委托人魔方南京通过与受托人中航信托签订《中航信托·天顺（2016）61号魔方公寓信托贷款单一资金信托》将信托资金受托于中航信托，并获得信托受益权。魔方中国、魔方北京、魔方上海和魔方广州作为信托借款人和出质人，将其经营的 30 处魔方公寓整租物业已经形成和将要形成的全部短期租赁收入产生的应收账款质押给资金信托以取得信托贷款；同时，依照《魔方公寓信托受益权资产支持专项计划差额支付承诺函》（以下简称“《差额支付承诺函》”）的约定，魔方中国作为差额支付承诺人，在专项计划存续期内应对信托借款人未能按期足额偿还的信托贷款差额部分，在不超过差额支付上限¹的范围内承担支付义务，并对信托借款人的日常运营提供流动性支持承诺；中合担保作为担保人，对信托借款人的信托贷款本息负有连带责任保证。

在本专项计划中，投资者与管理人方正富邦签订《魔方公寓信托受益权资产支持专项计划资产支

持证券认购协议》认购资产支持证券；方正富邦则以投资者的认购资金向原始权益人魔方南京购买基础资产，并作为管理人负责设立、管理本专项计划；魔方中国作为资产服务机构，按照《魔方公寓信托受益权资产支持专项计划服务协议》的约定，负责对入池租赁收入进行催收和管理；北京银行南京分行作为资金信托的监管人，负责对信托借款人上缴的租赁收入进行资金监管；招商银行苏州分行作为托管人，为专项计划提供资金托管和资金划付服务。

本专项计划于 2017 年 1 月 10 日设立，发行的优先级资产支持证券共计 35,000.00 万元，其中魔方 01~魔方 03 发行规模分别为 10,000.00 万元、10,000.00 万元及 11,500.00 万元；魔方 01 采取按季还本付息方式进行偿付，魔方 02 采取按季付息，第一年不还本，第二年开始按季还本，魔方 03 采取按季付息，第一、二年不还本，第三年开始按季还本。次级资产支持证券发行规模为 3,500.00 万元，专项计划存续期间在当期应支付的优先级资产支持证券预期收益及本金获得分配前，不得分配次级资产支持证券。收益兑付方面，魔方 01~魔方 03 的预期收益率分别 4.80%、5.00% 和 5.40%，于每个兑付日支付预期收益，兑付日为 2017~2020 年 1 月、4 月、7 月和 10 月的 10 日。

表 2：优先级资产支持证券还本付息计划

优先级资产支持证券	付息方式	还本方式
魔方 01	按季付息	按季等额还本
魔方 02	按季付息	第一年不还本，第二年按季等额还本
魔方 03	按季付息	第一、二年不还本，第三年按季等额还本

资料来源：方正富邦提供，中诚信证评整理

资产支持证券的兑付

基于跟踪计算日 2018 年 4 月 30 日及之前获得的《魔方公寓信托受益权资产支持专项计划 2017 年度资产管理报告》、《魔方公寓信托受益权资产支持专项计划 2017 年度托管报告》及《北京方正富邦创融资产管理有限公司关于魔方公寓信托受益权资产支持专项计划收益分配报告》²等相关报告及

¹ 差额支付上限：系全部应付未付的《信托贷款合同》项下约定的信托贷款本金及利息、罚息、复利、违约金、在信托贷款项下或与信托贷款有关而欠债权人的其他款项、保管担保财产和实现担保物权的费用等。

² 包括第一至五次收益分配报告。

其他信息资料，本专项计划监管账户流入的底层资产租金收入共计 17,686.63 万元，超过同期 16,670.79 万元的预测值，底层租金回收情况较好；专项计划账户共收取信托分配利益 14,624.87 万元，另有银行结息款及退费收入 6.23 万元；信托账户及专项计划账户均未进行合格投资。

跟踪期内，专项计划现金总流出为 11,504.23 万元，进行了五次本息兑付共计 17,031.64 万元，分别为：2017 年 4 月 10 日分配魔方 01~魔方 03 的收益总计 394.88 万元，兑付魔方 01 的本金 2,500 万元；2017 年 7 月 10 日分配魔方 01~魔方 03 的收益总计 369.29 万元，兑付魔方 01 的本金 2,500.00 万元；2017 年 10 月 10 日分配魔方 01~魔方 03 的收益总计 343.02 万元，兑付魔方 01 的本金 2,500.00 万元；2018 年 1 月 9 日分配魔方 01~魔方 03 的收益总计 312.72 万元，兑付魔方 01 的本金 2,500.00 万元，兑付次级本金 890.40 万元，魔方 01 本金兑付完毕；2018 年 4 月 10 日分配魔方 02 和魔方 03 的收益总计 276.48 万元，兑付魔方 02 的本金 2,500.00 万元。此外，跟踪期内合计支付费用 113.71 万元。跟踪期内，专项计划获得的基础资产现金流入能够覆盖本专项计划项下应付的各项税费及优先级资产支持证券预期收益和本金，无需启用差额支付和担保机制。

表 3：专项计划优先级资产支持证券本息兑付情况

单位：万元		
兑付日	分配收益	分配本金
2017 年 4 月 10 日	394.88	2,500.00
2017 年 7 月 10 日	369.29	2,500.00
2017 年 10 月 10 日	343.02	2,500.00
2018 年 1 月 9 日	312.72	2,500.00
2018 年 4 月 10 日	276.48	2,500.00
合计	1,696.38	12,500.00

数据来源：方正富邦提供，中诚信证评整理

截至 2018 年 4 月 30 日，专项计划账户资产余额共计 321.02 万元；优先级资产支持证券剩余本金合计为 19,000.00 万元，次级资产支持证券剩余本金为 3,500.00 万元。

基础资产下底层资产跟踪分析

本专项计划的基础资产系原始权益人在专项

计划设立日转让给管理人的，原始权益人享有的自魔方公寓资金信托设立日起至魔方公寓资金信托终止日止的魔方公寓资金信托的信托受益权。

魔方公寓资金信托存续期间，信托借款人偿付信托贷款本息的来源为魔方公寓管理公司³在信托贷款存续期间已经和将要签署的《转租合同》依法已经形成的租金收入。

根据魔方中国提供的《租赁合同书》及变更协议，物业经营单位自 2012 年起陆续取得位于北京、上海、南京、广州、杭州、苏州、深圳、武汉 7 个城市的 30 处物业的长期租赁权，根据《房屋所有权证》³⁰处物业合计租赁面积为 129,263.27 平方米，房间数为 4,107 间，其中入池房间数为 4,014 间。

表 4：基础资产下底层资产⁴概况

资产池预期租金和物业费总收入	60,507.81 万元
资产池预期租金收入	55,007.10 万元
资产池预期物业费收入	5,500.71 万元
入池出租房间数	4,014 间

数据来源：魔方中国提供，中诚信证评整理

截至 2017 年末，入池底层资产相较于专项计划成立日无变化，底层资产对应项目分布于上海、北京、深圳等城市，其中上海市项目可出租房间数占比最高，达到 27.18%，具体分布如下：

表 5：入池底层资产对应项目地区分布情况

城市	可出租房间数	房间数占比
上海市	1,091	27.18%
北京市	695	17.31%
苏州市	514	12.81%
深圳市	510	12.71%
南京市	499	12.43%
广州市	401	9.99%
武汉市	210	5.23%
杭州市	94	2.34%
总计	4,014	100.00%

数据来源：魔方中国提供，中诚信证评整理

跟踪期内，针对北京通州梨园店、广州科学城店和上海中环百联店中 30%可出租房间闲置期超过 3 个月的情况，魔方中国已于 2017 年 7 月完成

³ 魔方公寓管理公司：魔方中国、魔方北京、魔方上海和魔方广州。

⁴ 基础资产下底层资产统计口径不包含因触发补充质押事件而补充质押的北京魏公村店、上海昌林路店和上海仙霞路店。

补充质押，补充质押门店为北京魏公村店、上海昌林路店和上海仙霞路店。

表 6：2017 年入池底层资产运营情况

单位：元/月			
区域	房间数	平均租金	平均出租率
北京	695	3,575	86.15%
广州	401	2,727	87.32%
杭州	94	3,447	93.00%
南京	499	1,718	93.56%
上海	1,091	3,093	100.68%
深圳	510	3,083	91.22%
苏州	514	1,899	89.35%
武汉	210	1,486	87.99%
合计	4,014	2,739	90.05%

数据来源：魔方中国提供，中诚信证评整理

底层现金流方面，跟踪期内，虽然存在某个兑付日对应当期归集的租金收入低于预测值的情况，其中 2018 年一季度实际归集底层现金流较预测值偏离最大，为 7.87%，但整个跟踪期内租金收入合计仍超过预测收入。

表 7：跟踪期内租金收入与预测值对比情况

单位：万元		
日期	实际租金收入	预测租金收入
2017 年 1 月	1,940.00	1,097.47
2017 年 2 月	980.00	1,097.47
2017 年 3 月	1,097.47	1,097.47
当期合计	4,017.47	3,292.41
2017 年 4 月	1,097.47	1,097.47
2017 年 5 月	1,087.67	1,097.47
2017 年 6 月	1,110.40	1,097.47
当期合计	3,295.54	3,292.41
2017 年 7 月	1,151.84	1,097.47
2017 年 8 月	1,152.80	1,097.47
2017 年 9 月	1,247.36	1,097.47
当期合计	3,552.00	3,292.41
2017 年 10 月	1,246.27	1,097.47
2017 年 11 月	1,104.45	1,097.47
2017 年 12 月	1,245.25	1,097.47
当期合计	3,595.97	3,292.41
2018 年 1 月	1,076.73	1,167.05
2018 年 2 月	957.67	1,167.05
2018 年 3 月	1,191.25	1,167.05
当期合计	3,225.65	3,501.15
合计	17,686.63	16,670.79

数据来源：魔方中国提供，中诚信证评整理

整体而言，跟踪期内，本专项计划入池底层资产对应项目的运营情况较为稳定。

现金流分析及压力测试

跟踪期内，所有兑付日对应当期底层租金流入对当期应付优先级资产支持证券本息的覆盖倍数均在 1.15 倍以上，故底层租金流入对本专项计划项下优先级资产支持证券应支付的预期收益和本金及相关费用仍可形成较好的保障。

表 8：跟踪期内专项计划现金流覆盖情况

单位：万元			
兑付日	底层租金 现金流入	优先级资产支持 证券本息	覆盖 倍数
2017 年 4 月 10 日	4,017.47	2,894.88	1.39
2017 年 7 月 10 日	3,295.54	2,869.29	1.15
2017 年 10 月 10 日	3,552.00	2,843.02	1.25
2018 年 1 月 9 日	3,595.97	2,812.72	1.28
2018 年 4 月 10 日	3,225.65	2,776.48	1.16
合计	17,686.63	14,196.39	1.25

数据来源：方正富邦提供，中诚信证评整理

我们对专项计划现金流的预测分析基于：（1）原始权益人提供的专项计划设立至今的入池底层资产资料以及相关历史数据；（2）上海东洲资产评估有限公司（以下简称“东洲评估”）出具的《魔方中国专项资产管理计划项目现金流分析预测咨询报告书》（以下简称“《预测报告》”）及《魔方公寓信托受益权资产支持专项计划说明书》等资料；（3）资产支持证券实际发行利率，其中，魔方 01~魔方 03 实际的发行利率分别为 4.80%、5.00%和 5.40%，初始测算使用预期收益率率分别为 4.00%、5.00%和 6.00%，实际发行利率加权平均值较预期收益率加权平均值上升 3BP。根据基础资产下底层资产特征和上述基础资料，我们对专项计划未来现金流状况进行了正常景况和压力景况的测算。

正常景况分析

正常景况下，我们预计专项计划未来入池底层资产回收款采用《预测报告》预测值扣除跟踪期间最大偏离比例，且专项计划预期支付额为当期专项计划端应支付的费用及优先级资产支持证券本金及利息。

表 9：正常景况下专项计划现金流覆盖情况

单位：万元

预期兑付日	预期底层资产 收入现金流	预期支付额	覆盖 倍数
2018年7月10日	3,225.62	2,749.95	1.17
2018年10月10日	3,225.62	2,718.58	1.19
2019年1月10日	3,225.62	2,687.20	1.20
2019年4月10日	3,311.89	3,030.83	1.09
2019年7月10日	3,311.89	2,991.87	1.11
2019年10月10日	3,311.89	2,952.91	1.12
2020年1月10日	3,311.89	2,913.96	1.14
合计	22,924.41	20,045.29	1.14

数据来源：方正富邦提供，中诚信证评整理

根据正常景况下的现金流测算，预期底层现金流入对当期应支付的费用及优先级本息和的覆盖倍数均大于1.09倍。

压力景况分析

压力场景中，在考虑魔方公寓未来现金流时，我们假设在未来专项计划未来入池底层资产回收款采用《预测报告》预测值扣除跟踪期间最大偏离比例 7.87% 的基础上，再假设其租金增长率较《预测报告》预测下降 50%；同时假设其出租率无法达到预期，即在专项计划存续期间内，出现租客流失的情况，即出租率降低为原来的 95%。

表 10：压力景况下专项计划现金流覆盖情况

单位：万元

预期兑付日	预期底层资产 收入现金流	预期支付额	覆盖倍 数
2018年7月10日	3,064.34	2,749.95	1.11
2018年10月10日	3,064.34	2,718.58	1.13
2019年1月10日	3,064.34	2,687.20	1.14
2019年4月10日	3,146.29	3,030.83	1.04
2019年7月10日	3,146.29	2,991.87	1.05
2019年10月10日	3,146.29	2,952.91	1.07
2020年1月10日	3,146.29	2,913.96	1.08
合计	21,778.19	20,045.29	1.09

数据来源：方正富邦提供，中诚信证评整理

根据压力景况下的现金流覆盖分析，考虑预期底层现金流入对当期应支付的税、费用及优先级本息和的覆盖倍数均大于1.04倍，产底层资产预期现金流对本专项计划项下优先级资产支持证券应支付的预期收益和本金及税费仍可形成较好的保障。同时考虑差额支付承诺人魔方中国为信托计划提

供的差额支付义务以及中合担保为信托计划提供的连带责任担保，我们认为魔方02及魔方03资产支持证券仍可获得AAA_{sf}的信用等级。

重要参与方跟踪

（非特定）原始权益人—魔方（南京）企业管理咨询有限公司

魔方南京系本专项计划的（非特定）原始权益人，其成立于 2015 年 12 月 16 日，为魔方（中国）投资有限公司的全资子公司，跟踪期内经营情况正常。

截至 2017 年末，魔方南京资产总计为 0.93 亿元，负债总额为 0.87 亿元，所有者权益合计 0.06 亿元；2017 年度实现收入 0.24 亿元，净亏损 0.13 亿元。

差额支付承诺人—魔方（中国）投资有限公司

魔方中国成立于 2012 年 6 月 21 日，初始注册资本 450 万美元，系由魔方（中国）生活服务集团有限公司（以下简称“魔方中国生活服务集团”）出资组建的外商投资有限责任公司。后经过多次增资及股权变更，截至 2017 年末，魔方中国注册资本为 14,075.96 万美元，其中魔方中国生活服务集团持股比例为 51.08%。

业务运营

业务运营方面，魔方中国主要业务范围包括公寓管理、物业管理、企业形象策划、设计、市场营销策划等。近年来，魔方中国收入规模保持较快增长，2017年度实现收入6.40亿元，较2016年度增长93.94%。

从客户构成来看，跟踪期内，魔方中国客户构成较之前无重大变化，其住户主要为20~35岁上班族、自由职业、创业者、学生，其中学历在大专及以上学历的占比超过90%，月入8,000元以上的租户占比超过70%。

从区域分布来看，魔方中国运营门店和房间仍然主要分布在南京、上海、广州、深圳和北京等城市。从签约门店数和房间数来看，截至2018年3月末，魔方中国实际签约门店数164个，房间数24,870间，其中一线城市17,554间，占比约71%，整体签约门店及房间数较2016年3月末均大幅上升。

表 11: 截至 2018 年 3 月末魔方中国运营门店和房间分布情况统计

地区	门店数 (个)	房间数 (间)
南京	21	2,543
上海	41	5,168
广州	25	4,291
深圳	26	4,396
北京	21	3,699
其他	30	4,773
合计	164	24,870

从房间整体出租率来看, 2017 年及 2018 年一季度魔方中国平均出租率分别为 82% 及 84%, 维持在较高水平; 从租金收缴率来看, 跟踪期内魔方中国租金收缴率接近 100%, 收缴情况很好; 从期限方面来看, 魔方中国租户租赁平均期限不超过一年。

此外, 截至 2018 年 3 月末, 魔方中国共有 21 个在建项目, 其中已进场勘察项目 11 个, 已签约项目 10 个。

财务分析⁵

资本结构方面, 截至 2017 年末, 魔方中国总资产为 20.20 亿元, 与上年末基本持平; 负债总额为 17.41 亿元, 较上年末增长 38.50%, 主要系新增长期借款所致; 所有者权益合计为 2.78 亿元, 较上年末大幅下降, 主要系经营亏损对自有资本的侵蚀; 同期末, 魔方中国资产负债率为 86.23%, 较 2016 年末上升 25.41 个百分点。从资产构成看, 魔方中国的资产以非流动资产为主, 2017 年末其非流动资产为 16.21 亿元, 在总资产中占比为 80.8%, 主要系经营租入固定资产改良产生的长期待摊费用 10.86 亿元; 流动资产为 3.98 亿元, 主要系预付款项 2.59 亿元和货币资金 0.81 亿元, 其中货币资金规模较 2016 年末的 5.45 亿元大幅下降。从负债构成来看, 2017 年末魔方中国的负债主要系非流动负债, 非流动负债规模为 13.41 亿元, 占总负债比例为 77.02%, 金额同比上升了 134.03%, 主要系新增长期借款 5.71 亿元; 非流动负债主要系长期借款 8.86 亿元和长期应付款 3.37 亿元; 流动负债方面, 2017 年末魔方中国流动负债为 4.00 亿元, 较 2016 年末下降 41.52%, 主要系

偿还短期借款, 2017 年末短期借款规模为 0.35 亿元, 另应付账款 1.41 亿元, 其他应付款余额 1.81 亿元, 其中其他应付款主要系保证金及应付水电费等。

盈利能力方面, 受益于业务规模的迅速扩张, 魔方中国的营业收入呈现增长态势, 2017 年实现营业收入 6.40 亿元, 同比增长 93.94%; 但当年经营投入和各项开支也大幅增长, 2017 年营业成本为 11.34 亿元, 较上年增长 168.72%; 三费之和为 3.36 亿元, 同比增长 71.76%, 三费收入占比为 52.50%, 期间费用主要系销售费用和管理费用, 占比分别为 34.43% 和 47.59%。2017 年, 魔方中国营业利润为 -4.94 亿元, 营业亏损面有所扩大; 实现利润总额 -5.37 亿元, 净亏损 5.37 亿元。总体来看, 由于魔方中国业务扩张迅速, 经营开支和各项费用规模较大, 目前魔方中国盈利能力仍较弱。

从债务规模来看, 2017 年末, 魔方中国总债务为 9.21 亿元, 同比增长 21.83%。2017 年魔方中国经营性净现金流为 -2.29 亿元, EBITDA 为 -2.89 亿元; 因目前盈利能力仍较弱, 魔方中国获利能力以及经营获现水平无法对债务本息的偿还提供保障, 其偿债能力有待进一步提高。

总体来看, 魔方中国处于快速扩张阶段, 跟踪期内负债水平进一步上升; 同时, 其成本压力较大, 成本控制能力和盈利能力亦有待提高。我们认为魔方中国提供的差额支付承诺对本专项计划优先级资产支持证券预期收益及本金的及时足额支付保障程度较弱。

担保人—中合担保

中合担保于 2012 年 7 月 19 日在国家工商行政管理总局注册设立, 系中外合资的跨区域融资担保机构, 也是目前国内资本金最高的担保机构之一。中合担保是落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目, 也是落实国务院《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》, 有效缓解中小企业融资难, 发展多层次中小企业金融服务的重要举措。

截至 2017 年末, 中合担保注册资本为 71.76 亿元, 股权结构如下表所示:

⁵ 以下财务分析基于魔方中国未经审计的 2017 年财务报表。

表 12: 2017 年末中合担保股权结构

股东方	持股比例 (%)
天津天海投资发展股份有限公司	26.62
JPMorganChinaInvestmentCompany Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子(中国)有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限责任公司	2.93
合计	100.00

资料来源: 中合担保提供, 中诚信证评整理

中合担保以支持中小企业发展为宗旨, 通过批量化担保支持中小企业成长, 通过金融产品担保增信支持企业直接融资。截至 2017 年末, 中合担保总资产为 122.48 亿元, 所有者权益为 86.33 亿元; 担保责任余额为 1,088.79 亿元。

业务运营

中合担保的主营业务包括担保业务和资金运用业务两大块。

(一) 担保业务

中合担保担保业务主要系由金融产品增信业务、贷款担保业务和创新型担保业务构成。由于中合担保自有资本相对有限, 担保业务放大倍数已较高, 2017年中合担保新增担保业务规模增速有所放缓, 当年新增担保金额362.99亿元, 较上年下降38.13%。从业务结构来看, 截至2017年末, 中合担保融资性担保业务的在保责任余额占比为92.92%, 其中, 债券担保为中合担保的主要业务, 2017年中合担保的债券担保责任余额为947.73亿元, 在保责任余额合计占比87.04%。此外, 主要受保本基金履约担保余额减少影响, 中合担保非融资性担保业务的在保责任余额占比从上年的9.59%降至7.08%。截至2017年末, 中合担保在保责任余额为1,088.79亿元, 同比增加25.22%。

业务品种方面, 企业债为中合担保业务品种的主要组成部分, 截至 2017 年末, 企业债在保责任余额为 830.26 亿元, 同比增加 45.94%, 占在保责任余额的 76.26%, 占比较上年增加 10.83 个百分点, 其他业务品种的占比仍位于 10.00% 以下。

表 13: 中合担保在保余额情况 (按担保品种分类)

担保品种	单位: 亿元、%			
	2016	占比	2017	占比
企业债	568.94	65.43	830.26	76.26
公司债	27.00	3.11	54.40	5.00
境外债券	12.71	1.46	12.71	1.17
金融债	17.00	1.96	17.00	1.56
小微企业增信集合债	29.00	3.34	29.00	2.66
资产证券化	9.48	1.09	4.36	0.40
银行贷款	34.33	3.95	39.75	3.65
信托计划	29.82	3.43	22.45	2.06
信用证	0.50	0.06	0.50	0.05
其他金融产品	48.72	5.60	1.27	0.12
保本基金履约保证担保	83.38	9.59	65.40	6.01
预付款担保	-	-	11.68	1.07
专项资产管理计划	7.00	0.81	-	-
融资租赁	0.62	0.07	-	-
合计	869.47	100.00	1,088.79	100.00

资料来源: 中合担保提供, 中诚信证评整理

金融产品增信业务

依托雄厚的资本优势, 中合担保将金融产品增信业务作为重点发展业务之一, 并将其定位为中合担保主要盈利点之一, 主要涉及的业务包括企业债、公司债、私募债、信托计划、证券公司资产管理计划、债券收益权转让、资产证券化等金融产品增信。2017年中合担保金融产品增信业务承保项目39个, 新增担保责任金额为339.11亿元, 期末在保责任余额为971.95亿元, 同比增长29.29%。

债券担保方面, 2017年中合担保着力于拓展公募市场业务, 在公募债券增信市场的影响持续扩大。中合担保全年共担保公募债券项目27笔, 共承担担保责任金额289.41亿元, 期末担保责任余额为918.58亿元, 同比增长42.06%; 私募债券担保方面, 截至2017年末, 中合担保担保非公开发行公司债券项目6笔, 期末担保责任余额合计为29.15亿元。2017年中合担保加大渠道开发力度, 积极开展与信托、证券公司等非银行金融机构的合作, 主动挖掘担保同行的项目责任分出和分入渠道, 且已与数十家证券公司和信托公司建立了比较稳定的

业务合作关系。截至 2017 年末，信托计划担保业务在保项目为 8 笔，期末在保责任余额为 22.45 亿元。

业务创新方面，2017 年中合担保新承做教育、旅游、车辆等消费分期担保、长租物业担保、农民农机分期担保等项目，业务模式以公募 ABS 为主。具体来看，中合担保把握互联网金融发展机遇，主动尝试与互联网金融公司展开合作，成为第一批获得“招财宝”等互联网资金平台认可的专业担保公司，在存量担保资产转卖、新项目预约借款等方面进行了模式创新。此外，中合担保开发了“信而富-腾讯收益合约担保”等项目，与京东金融等公司联合发起设立“华南应收账款融资服务平台”为中小微企业解决应收账款登记、融资等问题，并在产品结构、风控思路、大数据分析、运营管理模式、产品标准化等方面取得进展，为未来新金融业务的发展奠定良好基础。2017 年，中合担保与京东金融等公司共同出资设立广东华南供应链金融科技有限公司，将利用多方资源探索供应链业务的新模式。

贷款担保业务

为实现中合担保成立的宗旨，中合担保始终致力于研究探索对中小企业的担保服务，中合担保目前承做的贷款担保运作模式系通过自身的风控制度及流程确定是否承接，由中合担保与被担保企业直接签署担保协议，中合担保为其提供担保。截至 2017 年末，中合担保累计为 3,903 户企业提供担保，同期末贷款担保责任余额为 39.75 亿元，同比增加 14.13%。

银行合作方面，中合担保自成立以来积极开展与各家银行的合作，截至 2017 年末，中合担保已与工商银行、中国银行、建设银行、中信银行、光大银行、华夏银行、广发银行、民生银行、北京银行、江苏银行等 19 家银行开展合作，获得担保业务授信额度 873 亿元人民币，且无需缴纳保证金。

“走出去”的创新型担保业务

中合担保已获得国家外汇管理局批准开展对外担保业务。依托中合担保资本规模优势、股东资源优势、外汇额度优势和专业人才优势，中合担保

积极探索具有自身特色的，支持中国企业“走出去”的对外担保业务。中合担保相继为中国金融投资管理有限公司和海航资本集团有限公司在境外发行债券提供担保。同时，中合担保积极配合国家政策指引，利用自身优势，主动参与“一带一路”等项目，中合担保为中兴能源有限公司巴基斯坦光伏电站银团贷款项目提供担保，助力企业拓展海外市场。2016 年以来，中合担保实现了国际贸易信用证类项目的突破；跨境工程预付款保函项目即将落地；承保的俄罗斯铝业联合公司熊猫债已发行一期。未来中合担保将继续探索内地企业境外发债、境外投资、对外工程承包和出口信贷领域，开发与跨境贸易、跨境投融资以及与大型设备出口相关的担保业务。

此外，中合担保履约担保均为保本基金类担保，代偿风险较小。截至 2017 年末，中合担保非融资性担保余额为 77.08 亿元，占比 7.08%。

(二) 资金运用业务

资金运用业务主要系运用自有资金进行各种形式的投资，具体包括银行定存、应收账款类投资、股权投资及资管计划、基金等金融产品的投资。2017 年以来，受市场变化及监管政策趋严等因素影响，中合担保投资资产规模增速放缓，截至 2017 年末，中合担保投资资产余额（不含货币资金）较上年末微增 0.22% 至 109.25 亿元，其中主要包括信托计划、基金、股权、委托贷款和资产管理计划等，占比分别为 33.87%、30.65%、12.15%、10.18% 和 5.87%，其中信托计划占比较上年增加 3.06 个百分点，基金占比较上年减少 5.39 个百分点，委托贷款占比较上年减少 1.37 个百分点，另外还有少量的定期存款、银行理财产品和小贷公司收益权等投资品种。

具体来看，中合担保持有的信托计划、资产管理计划及信贷资产收益权主要投向为发放贷款的债权类投资、不具有控制和共同控制或重大影响的股权类投资以及其他以债券投资为主的混合类信托计划投资，且行业投向较为分散；基金投资主要投向货币基金、海外债基金等；长期股权投资为对联营企业的股权投资，其中对于中国金融投资管理

有限公司的长期股权投资目前仍在限售期内，将于 2018 年和 2019 年解禁。此外，为保持投资组合较强的流动性，中合担保投资组合期限以中短期为主，截至 2017 年末，投资产品剩余期限在 2 年以内的占比达 72.00%。

表 14：2016~2017 年末中合担保资金运用情况

单位：亿元、%

科目名称	2016		2017	
	金额	占比	金额	占比
定期存款	8.15	4.11	4.83	4.42
银行理财产品	4.48	1.78	2.96	2.70
委托贷款	12.59	11.55	11.13	10.18
基金投资	39.29	36.04	33.48	30.65
信托计划投资	33.59	30.81	37.01	33.87
资产管理计划	8.83	8.10	6.42	5.87
小贷公司收益权	0.15	0.15	0.16	0.15
股权类投资	1.94	7.47	13.28	12.15
合计	109.02	100.00	109.25	100.00

资料来源：中合担保提供，中诚信证评整理

除担保业务和资金运用业务外，中合担保全资子公司中合共赢资产管理有限公司自 2015 年成立以来实现了快速发展。中合共赢资产管理有限公司以私募基金管理业务为其主要业务方向，目前已成功设立 5 支私募基金产品，涉及股权投资、债权投资、产业投资等领域。截至 2017 年末，其在管基金规模为 328 亿元，全年实现收入 7341.40 万元，净利润 1,005.70 万元，资本回报率 14.28%。此外，中合担保还有 2 家并表的全资子公司，中合投资控股有限公司和唐山市福佑企业管理有限公司，中合担保出资金额相对较小，对中合担保业务运营影响较小。

风险管理

2017 年，中合担保全面风险管理落地实施，制定了《中合中小企业融资担保股份有限公司全面风险管理实施办法》（试行）以及相应的指标体系和实施细则，完善投资制度的建设，并遵循匹配性、全覆盖、独立性、有效性的实施原则，保障中合担保安全稳健经营。此外，中合担保对准备金的计提专门成立国际会计准则项目，并借鉴外部审计的力量，以风险量化模型为基础，参考国际准则，发布

了新的风险准备金管理办法，使准备金计提更加科学合理。

从中合担保担保的业务品种来看，截至 2017 年末，中合担保债券担保、金融产品担保、银行贷款担保及履约类担保业务的期末担保余额分别为 947.73 亿元、24.22 亿元、39.75 亿元和 77.08 亿元，占期末担保余额比重分别为 87.04%、2.23%、3.65% 和 7.08%，债券类担保业务是中合担保目前最主要的担保业务品种。

在承保组合方面，担保公司的经营特性要求承保组合应实现合理的风险分散，如果对单一客户、单一产品或单一市场的担保额度过高，担保公司的损失风险可能会高度依赖于该客户、产品或市场信用状况的波动，从而成为公司财务实力中最薄弱的环节。因此，担保公司需要合理分布业务，通过选择低损失担保业务或者充分分散担保客户地区、行业分布和个体分布来降低客户集中度风险并减轻损失。

从行业集中度来看，中合担保客户主要涉及城投类、金融类、光伏、建筑、矿业及其他类行业，其中城投类客户较多，且单笔金额较大，截至 2017 年末，城投类担保责任余额为 832.10 亿元，占期末在保余额的比重为 82.25%；中合担保担保业务存在一定行业集中度风险。

表 15：截至 2017 年末中合担保在保项目行业分布

单位：亿元、%

行业	在保责任余额	占比
城投	832.10	82.25
金融	36.59	3.62
光伏	18.56	1.83
建筑	15.00	1.65
矿业	15.00	1.48
其他	94.46	9.34
合计	1,011.70	90.53

资料来源：中合担保提供，中诚信证评整理

从区域集中度方面看，作为一家全国性的大型担保机构，中合担保担保业务区域范围涉及国内绝大部分地区及国外部分地区，整体来看较为分散。截至 2017 年末，中合担保担保责任余额分布于国内 24 个省份及俄罗斯，其中在保责任余额前三名的分别为江苏省、山东省和湖南省，分别占比

22.10%、12.78%和 11.11%，业务区域集中度较好。

表 16: 截至 2017 年末中合担保在保项目地区分布情况

单位: 亿元、%

省份	在保责任余额	占比
江苏	240.62	22.10
山东	139.20	12.78
湖南	121.00	11.11
北京	77.71	7.16
湖北	76.30	7.01
广东	52.34	4.81
天津	43.30	3.98
安徽	42.00	3.86
福建	38.00	3.49
辽宁	35.37	3.25
贵州	31.30	2.87
浙江	25.90	2.38
内蒙古	24.99	2.30
江西	24.00	2.20
上海	19.64	1.80
重庆	15.55	1.43
俄罗斯	15.00	1.38
河北	13.00	1.19
广西	10.00	0.92
陕西	10.00	0.92
云南	10.00	0.92
吉林	8.00	0.73
河南	6.65	0.61
四川	5.00	0.46
新疆	3.73	0.34
合计	1,088.79	100.00

资料来源: 中合担保提供, 中诚信证评整理

客户集中度方面, 由于中合担保城投类债券担保项目占比较高, 且此类项目单笔金额较大, 中合担保客户集中度整体较高。但近年中合担保逐步加强集中度风险控制, 客户集中度情况有所好转, 截至 2017 年末, 中合担保最大单一客户在保责任余额集中度为 1.84%, 较上年末下降 2.64 个百分点; 最大单一客户/核心资本为 21.34%, 较上年末下降 19.03 个百分点; 最大十家客户在保责任余额集中度为 15.30%, 较上年末下降 7.63 个百分点; 最大十家客户/核心资本为 177.77%, 较上年末下降 29.07 个百分点。

表 17: 2016~2017 年末客户集中度状况

单位: %

指标	2016	2017
最大单一客户集中度	4.48	1.84
最大单一客户在保责任余额/核心资本	40.37	21.34
最大十家客户集中度	22.93	15.30
最大十家客户在保责任余额/核心资本	206.78	177.77

资料来源: 中合担保提供, 中诚信证评整理

在期限结构方面, 由于中合担保政府融资平台类债券担保项目较多, 使得整体业务期限结构较长, 三至六个月的存续期限的担保余额为 67.80 亿元, 占比为 6.20%, 一至两年的存续期限的担保余额为 60.24 亿元, 占比为 5.50%; 两年及以上存续期限的担保责任余额为 927.28 亿元, 占比为 85.20%, 其中将于 2020 年到期的在保责任余额为 227.16 亿元, 占两年及以上存续期限的担保责任余额的比重为 24.50%, 中合担保的在保责任余额将于 2020 年发生集中到期的情况, 集中到期风险值得关注。

表 18: 截至 2017 年末在保责任余额的期限结构情况

单位: 笔、亿元、%

期限	担保笔数	在保责任余额	占比
3 个月以内	7	27.91	2.60
3-6 个月	2	0.75	0.10
6-9 个月	8	67.80	6.20
9-12 个月	6	4.81	0.40
12-24 个月	16	60.24	5.50
24 个月以上	106	927.28	85.20
合计	145	1,088.79	100.00

资料来源: 中合担保提供, 中诚信证评整理

反担保措施方面, 针对各担保业务品种的风险特征和风控理念, 中合担保对所有担保项目均设置了不同的风险控制措施。其中, 公共融资类担保业务通过设定严格的地方政府财力及融资平台公司准入标准 (AA 以上) 以优选信用实力较好的客户外, 还以政府负有付款义务的应收账款、土地等中合担保认可的质押物作为反担保措施, 并要求被担保方增加信息报送的内容或频次等。金融产品担保业务通过组合运用保证金、有形物抵押、货押、权证质押及连带保证等多种反担保措施, 结合账户监

管等过程控制措施防范风险，抵质押物价值覆盖担保额比例达到或超过100%；房地产类担保业务综合运用反担保措施和过程控制措施，在全链条各环节严控风险，全部项目均设置房产、土地或在建工程等有形物抵押，抵押物价值覆盖担保额比例为100%以上；履约类担保等风险水平较低的担保品种，根据具体品种情况设置了保证金、保证等风控措施。

代偿及追偿方面，由于宏观经济持续下行使得中小微企业经营环境恶化，中合担保近年来代偿发生显著增加。2017年中合担保发生代偿金额为4.91亿元，同比增长21.67%，共涉及担保客户3家、担保项目3个，代偿原因主要系出现资金流动性风险或行业系统性风险。中合担保近年来累计发生代偿额10.89亿元，截至2017年末中合担保累计代偿率为2.21%，较上年末增加0.50个百分点。截至2017年末，中合担保应收代偿款为4.12亿元，同比增长76.00%；代偿回收方面，2017年中合担保代偿回收额为3.20亿元，截至2017年末中合担保累计代偿回收额4.33亿元，累计回收率为39.77%。同时，由于中合担保风险防范较为完善，在发生代偿后可通过反担保措施开展有效的回收工作，因此最终损失较为可控，中合担保根据每个代偿项目的反担保措施和追偿进展情况按月评估未来可收回金额，并对预计不可收回部分计提应收代偿款减值准备。中合担保目前严格按照新标准的要求计提担保合同准备金和递延收益。截至2017年末，中合担保计提的担保责任准备金余额为13.70亿元，同比增加11.42%。

财务分析

以下分析基于中合担保提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计且出具标准无保留意见的2015~2017年审计报告，以下数据均为合并口径。

资本充足性

随着担保业务及投资业务的稳步发展，中合担保盈利情况良好，留存收益的积累使得权益资产较上年有所增加。截至2017年末，中合担保净资产86.33亿元，较上年增加4.40%。同时，伴随着中合担保担保业务的扩张，资本充足率亦呈持续下滑趋势，同期中合担保资本充足率为7.93%，较上年下

降1.58个百分点，资本充足水平一般。随着后续担保业务的进一步扩大，需关注未来担保业务发展以及政府融资类信用环境恶化带来的资本压力。

表 19：2015~2017 年中合担保资本充足性指标

指标	2015	2016	2017
注册资本（亿元）	51.26	71.76	71.76
净资产（亿元）	57.98	82.69	86.33
资本充足率（%）	11.88	9.51	7.93
净资产放大倍数（X）	8.42	10.51	12.61

资料来源：中合担保审计报告，中诚信证评整理

担保放大倍数方面，2017年中合担保担保业务进一步推升，在保余额有所增长，相应的净资产放大倍数亦随之增加。截至2017年末，中合担保净资产放大倍数为12.61倍，较上年增加2.10倍。根据银保监1号文规定，担保公司净资产放大倍数不得超过10倍，2018年中合担保或将进一步收缩业务。根据《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》的规定，将担保业务品种根据信用等级进行划分为A、B、C三类，其中A类担保业务主要系主体评级AA⁻及以上的公募金融产品担保、主体评级AAA的非公募金融产品担保等，B类担保业务主要系主体评级AA⁻以下、BBB级及以上的非公募金融产品担保、主体评级AAA级以下、AA⁻级及以上的非公募金融产品担保和信托计划等，C类担保业务主要系贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保及其他融资性担保业务以及主体评级BBB级以下或无评级的公募金融产品担保和主体评级AA⁻级以下或无评级的非公募金融产品担保，根据不同的业务品种类别定义担保业务品种风险系数，其中A类担保业务风险系数为0.33，B类担保业务风险系数为0.5，C类担保业务风险系数为1.0。此外，根据担保业务客户风险状况维度，将担保业务客户分为正常、关注、次级、损失四类，由此划定客户风险系数，其中正常类为0.8，关注类为1，次级类为2，按风险调整担保责任余额计算相关监管指标⁶。截至2017年末，中合担保风险调整担保责任余额为399.09亿元，其中融资性风险调整担保责任余额373.65亿

⁶ 风险系数=担保业务品种风险系数×客户风险系数
风险调整担保责任余额=担保责任余额×风险系数

元，非融资性风险调整担保责任余额 25.44 亿元。按风险调整担保责任余额计算的 2017 年放大倍数为 4.62 倍，融资性担保放大倍数为 4.33 倍。

准备金提取方面，中合担保担保合同准备金系中合担保按照产品类型确定计量单元，根据所承担的风险敞口及对违规概率、违约损失率的判断，对所有未到期的担保合同预计未来履行担保义务相关支出进行合理估计，中合担保采取逐案估损法对已发生报案和赔案的最终赔付额予以合理估计，并据此计提赔偿准备金。一般风险准备金系按照当年净利润的 10% 提取。截至 2017 年末，中合担保担保准备金余额为 15.76 亿元，其中担保合同准备金 6.78 亿元，未到期责任准备金为 6.92 亿元，一般风险准备金 2.07 亿元，风险准备金充足率为 1.45%。

整体来看，中合担保当前的资本实力基本能够满足业务发展需要，资金整体利用率较高，且风险调整后的担保责任余额放大倍数处于合理范围内，风险整体可控。

资产流动性

从中合担保的资产结构来看，中合担保资产主要系由可供出售金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收款项类投资、应收代位追偿款、定期存款和长期股权投资构成，截至 2017 年末，中合担保总资产为 122.48 亿元，同比增加 1.91%。

具体来看，截至 2017 年末，中合担保可供出售金融资产金额为 57.87 亿元，同比增长 7.07%；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产金额为 29.12 亿元，同比增加 1.04%，两者均系基金投资、信托计划、资产管理计划、股权类投资以及银行理财产品等。截至 2017 年末，中合担保应收款项类投资金额为 11.13 亿元，同比减少 14.66%，主要系当年无银行理财产品投资且委托贷款规模同比下降 17.62% 所致。截至 2017 年末，中合担保应收代位追偿款为 4.12 亿元，同比增加 76.07%，主要系当年代偿发生所致。截至 2017 年末，中合担保定期存款为 4.83 亿元，同比增加 7.81%；长期股权投资规模为 6.31 亿元，同比增加 35.99%，主要系对联营单位的股权投资。

表20：2015~2017年中合担保流动性水平指标

指标	单位：%		
	2015	2016	2017
现金类资产比率	16.20	33.72	28.91
代偿保障率	2.56	4.69	3.25

资料来源：中合担保审计报告，中诚信证评整理

流动性指标方面，2017 年受货币资金减少影响，中合担保当期高流动性资产有所下滑，2017 年中合担保现金类资产的比率为 28.91%，较上年下降 4.81 个百分点。代偿保障率方面，随着中合担保担保业务的逐步发展和高流动性资产规模的下降，中合担保代偿保障率稍有下滑，2017 年中合担保代偿保障率为 3.25%，较上年下降 1.44 个百分点。

整体来看，2017 年中合担保担保业务规模逐步增长，但中合担保流动性资产规模有所下滑，对代偿的保障能力一般。

盈利能力

中合担保目前已形成了以资本市场增信业务、产品创新业务及相关配套投资为主的业务格局，且业务保持稳定的增长，近三年在保责任余额的复合增长率为 49.34%，截至 2017 年末，中合担保在保余额达 1,088.79 亿元，较上年末增长 25.22%。中合担保收入主要系由担保业务收入和投资收益构成，金融产品增信业务为中合担保的主要担保业务收入来源，随着债券市场对第三方担保需求的加大，2017 年中合担保实现担保业务净收入 8.53 亿元，同比增加 7.02%；投资收益是中合担保收入及利润来源之一，主要包括基金投资、股权投资、银行理财等投资，在宏观经济下行，“资产荒”的经济环境下，中合担保稳健运作投资业务，投资收益保持稳定增长趋势，2017 年中合担保投资收益（含公允价值变动损益）为 6.40 亿元，同比增加 8.48%；除担保业务及投资业务外，2017 年得益于咨询服务收入和追偿收入的大幅增长，中合担保其他业务收入由 2016 年的 0.42 亿元增加 148.13% 至 1.03 亿元。

成本费用方面，中合担保制定了基本的预算管理制度，以确保成本得到有效控制，但随着中合担保业务的逐步开展，成本支出有所增加。2017 年中合担保营业费用同比增加 1.65% 至 2.62 亿元。但由于中合担保的营业收入增速更快，2017 年成本费用

率较上年下降 10.71 个百分点至 36.35%。

表 21：2015~2017 年中合担保主要收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2015	2016	2017
担保业务净收入	5.11	7.97	8.53
投资收益（含公允价值变动损益）	4.21	4.79	6.40
其他业务收入	-	0.42	1.03
净利润	4.45	5.29	6.11
净资产收益率	7.92	7.52	7.08

资料来源：中合担保审计报告，中诚信证评整理

整体来看，近年债券市场整体低迷且违约事件频发，债券发行对第三方担保的需求加大，使得中合担保的担保业务发展较快，各项业务收入增长较快，同时强大的股东方在业务等方面给予中合担保一定的帮助。未来中合担保担保业务收入的增长速度可能受到资本市场环境的影响，需持续关注中合担保担保业务的稳定性。

管理人和托管人

跟踪期内，未发生相关参与方变更的情况，本专项计划的管理人方正富邦、托管人招商银行苏州分行和监管人北京银行南京分行的经营和财务状况稳定，履约和尽职能力良好，仍可为本专项计划的顺利实施提供保障。

评级结论

中诚信证评在对基础资产下底层资产的信用质量、本交易结构的机制安排、考虑到中合担保提供的担保，进而进行信用分析的基础上，通过分析影响底层资产现金流的主要因素，并基于交易结构确定的不同支付顺序的税费等开支，以及按照发行规模和预期收益率测算的优先级资产支持证券本息等现金流出进行匹配模拟。根据我们的测算结果，本专项计划优先级资产支持证券的信用状况未发生足以影响信用等级的变化。

综上，中诚信证评维持“魔方公寓信托受益权资产支持专项计划”优先级资产支持证券魔方02、魔方03的信用等级均为AAA_{sf}。

附：信用等级的符号及定义
资产支持证券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，违约风险很低
A_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，违约风险一般
BB_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，违约风险较高
B_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，违约风险很高
CCC_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性非常依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，违约风险极高
CC_{sf}	资产支持证券持有人无法获得预期收益，本金部分或全部损失
C_{sf}	资产支持证券持有人无法获得预期收益，本金部分或全部损失

注：除 AAA_{sf} 级和 CCC_{sf} 级以下（不含 CCC_{sf} 级）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。

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。