

大公欧洲确认裕利安怡（Euler Hermes SA）长期信用评级为 AA-，评级展望为稳定

（中英文稿若有文义分歧，概以英文稿为准）

评级行动报告

米兰，2017年7月24日

大公欧洲确认总部位于比利时的裕利安怡（Euler Hermes SA，裕利安怡集团核心子公司）的长期信用评级为“AA-”，短期信用评级为“A-1”。评级展望为“稳定”。

评级理由

裕利安怡（EH）的长期信用评级为“AA-”。这个结论综合了“a+”的个体财务实力评估（IFSA），以及来自主要利益相关方安联集团通过其运营主体——安联保险公司（Allianz SE）给予的外部支持评估（ESA）为“高”的因素，因此评级上调一级。IFSA反映出裕利安怡财务状况“非常良好”且抗压能力强，同时也反映出其谨慎的风险管理和雄厚的资本基础。我们得出该评级结论还考虑了以下因素：裕利安怡在信用保险行业的主导地位、清晰的发展战略，以及良好的执行力。这些优势在一定程度上受到了裕利安怡单一业务模式（贸易信用保险）、潜在的高产品风险以及对经济周期较敏感之限制。IFSA的主要考虑因素包括：

- **符合要求的运营环境：**作为一家高度国际化的公司，裕利安怡受以下因素影响：日益增加的地缘政治风险、汇率波动、不稳定的经济增长，以及国际和国内贸易监管政策的频繁变动。受到行业内竞争压力增大、行业盈利能力变弱，以及在小型发展中国家市场运营成本高企的影响，我们认为信用保险行业的发展潜力仅为“符合要求”。当前的低利率环境也加大了行业盈利的压力。但由于欧洲核心国家“良好”而健全的法律与监管框架、经济发展前景改善，这些负面因素的影响得到部分抵消。
- **成功的战略以及强大的竞争能力：**在我们看来，裕利安怡的优势在于具有丰富经验的管理团队，长期保持战略执行和实现经营目标的优良记录。裕利安怡是全球信用保险行业的领军企业，市场占有率超过 30%，且市场分布较为分散。由于不稳定的经济环境、风险增加，以及裕利安怡致力于保持盈利水平的理念，我们预计裕利安怡 2017-2018 年的保费将以 1%-2%左右的速度低速增长。
- **良好的风险管理：**我们的观点基于其良好的风险管理框架，辅之以谨慎的承保政策。精密的风险管理工具帮助裕利安怡缓解了较高的尾部风险，并降低了收益和资本的波动性。裕利安怡证明其有能力识别并有效应对国家、行业或者买方信用风险恶化的苗头，并且减少风险以防范重大损失。

主分析师

葛理纳 Linas Grigaliunas
保险主管
金融机构部高级总监
电话 +39 02 72746041
linas.grigaliunas@dagongeuropa.com

副分析师

邵凯萝 Carola Saldias
部门主管
金融机构部高级总监
电话 +39 02 72746029
carola.saldias@dagongeuropa.com

评审委员会主席

杜杰豪 Gerald Dorsch
部门主管
工商企业部与公共财政部高级总监

- **以强劲盈利能力为支持的良好财务绩效，但存在收益波动：**裕利安怡持续显示出强劲的盈利能力（虽然由于投资收益降低而略微弱化），三年平均总资产收益率¹为 5.1%，三年平均净资产回报为 11.2%。该公司的承保业绩仍然稳定而强劲，尤其考虑到它易受高风险事件的影响，且对宏观经济环境敏感的情况。2016 年净综合成本率保持稳定（80.3%），三年平均的净综合成本率为 79.1%。
- **优秀的资本金水平：**裕利安怡保持着雄厚、稳定、优质的资本基础，该资本基础主要由股东权益组成。股东权益占其调整后总资产²的 45.7%。公司在集团层面进行资本管理，以达到经济和风险管理的目的。在 2016 年末，裕利安怡集团层面的欧盟二代偿付能力（Solvency II）比例为 166%，略高于目标值（160%）。由于信用保险业务向来存在着较大的波动性，我们认为裕利安怡资本面临的主要风险可能来自于买方信用风险的严重恶化，以及来自再保险保障范围以外的重大损失。

我们认为裕利安怡的主要利益相关方（安联集团）提供的潜在外部支持程度为“高”。在我们看来，裕利安怡是安联集团高度整合的子公司，对安联集团而言具有重要的战略意义。它为母公司提供高回报率、风险分散化效应、以及增长机遇。此外，裕利安怡凭借其专业的利基产品，补充了安联的客户价值主张，使安联能够为其企业客户提供从零售到风险管理解决方案的一系列完整产品。

评级展望和演变

评级展望 - 稳定

评级展望为稳定，反映出我们预计裕利安怡将保持并巩固其竞争能力，在新兴市场上谨慎地管理业务风险和业务增长，并在周期内保持雄厚的资本基础和“非常良好”的盈利能力。2017-18 年，我们预计净资产收益率将超过 11%，净综合成本率为 75-85%。

可能影响评级的有利 - 不利因素

我们不太可能考虑上调信用评级。单独来看，该公司已经受益于母公司支持，财务状况的改善并不会导致评级上调。然而，如果我们认为母公司财务状况有重大改善或者支持程度上升，我们将考虑评级上调。

裕利安怡若通过增加其产品的多元化，维持其“非常良好”的财务状况的同时在欧洲之外增加全球市场份额，以成功加强其可持续性和竞争能力，我们将考虑上调其个体财务实力评估（IFSA）。如果有迹象表明经营环境的改善使得行业发展前景向好，我们也将考虑上调其个体财务实力评估。

因为安联集团的大力外部支持，裕利安怡个体财务实力评估（IFSA）的恶化不太可能导致长期信用评级下调。然而，如果我们发现安联集团的外部支持下降，我们将考虑下调其评级。在另一方面，如果我们观察到裕利安怡之风险管理的效率下降，或远超过预期

¹ 除非特别说明，本报告中所有的比例都是基于大公欧洲的计算。原始财务数据源于裕利安怡的财务报告和所提供的演示材料。

² 经调整后的总资产从总资产中剔除了再保险资产。

造成严重损失且收益持续恶化而导致资本金水平骤降，我们将考虑下调其个体财务实力评估（IFSA）。

裕利安怡公司简介

裕利安怡是全球信用保险利基市场的领军者和专家，市场份额超过 30%，同时也提供债券保险、保证保险和商账追收服务。

裕利安怡拥有百年历史，通过并购和合营，该集团获得了大幅发展。裕利安怡在 50 多个国家开展业务，足迹几乎遍布世界大部分国家。但其大部分保费来自于欧洲（全球最大的信用保险贸易市场），2016 年在该市场的收益占集团营业额的 70% 以上。

2010-2014 年间，公司对组织架构进行了大幅度精简，优化流程仍在进行之中。在此过程中，公司变得高度集中化，各个部门均经过了大致相同的流程：风险管理、IT 和承保。

此外，公司利用自身对全球贸易市场的认知，为客户提供重要的商业信息，亦通过提供还款监测及债务追收服务帮助他们管理贸易应收帐款。

完整委托评级结果

裕利安怡 Euler Hermes SA

长期信用评级 (外币 & 本币)	AA-
评级展望	稳定
短期信用评级 (外币 & 本币)	A-1
个体财务实力评估	a+
外部支持评估	高，母公司支持

评级历史

于 2016 年 7 月 26 日确认评级： 裕利安怡	AA-/A-1/稳定
于 2016 年 1 月 20 日确认评级： 裕利安怡	AA-/A-1/稳定
于 2015 年 1 月 20 日确认评级： 裕利安怡	AA-/A-1/稳定
于 2014 年 11 月 6 日确认评级： 裕利安怡	AA-/A-1/稳定
于 2014 年 11 月 6 日撤回评级： 裕利安怡法国 裕利安怡德国	WR WR
于 2014 年 1 月 20 日授予评级： 裕利安怡 裕利安怡法国 裕利安怡德国	AA-/A-1/稳定 AA-/A-1/稳定 AA-/A-1/稳定

适用标准

- [《大公欧洲保险公司信用评级标准》，2017年7月10日更新](#)
- [《大公欧洲信用评级定义》，2016年3月16日出版（英文）](#)

联络人

主分析师

葛理纳 Linas Grigaliunas

保险主管

金融机构部高级总监

电话 +39 02 72746041

linas.grigaliunas@dagongeuropa.com

副分析师

邵凯萝 Carola Saldias

部门主管

金融机构部高级总监

电话 +39 02 72746029

carola.saldias@dagongeuropa.com

评审委员会主席

杜杰豪 Gerald Dorsch

部门主管

工商企业部与公共财政部高级总监

其他监管披露

- 本评级行动报告中列出的评级为委托评级，评级结果已告知发行人。
- 大公欧洲使用由发行人提供的公开、与非公开的信息，可信赖第三方所提供的公开信息，以及内部研发的模型和分析方法。大公欧洲不参考任何来源不可靠的信息。
- 在公开前，大公欧洲已经将评级行动报告披露给受评级个体。大公欧洲提前为发行人提供了一份拷贝，以避免事实错误和机密信息被无意透露。本评级行动报告代表我们独立的观点与看法，且大公欧洲对本报告保留编辑权利。

欲知更多有关评级方法与流程的信息请参见下列链接：

- <http://www.dagongeuropa.com/ratingcriteria>
- <http://www.dagongeuropa.com/procedures>

媒体联系人

胡怡

电话 +49 69 8304 4421

手机 +49 176 47853489

yi.hu@dagongeuropa.com

版权© 2017 大公欧洲资信评估有限公司 版权所有。

免责声明

在未经 Dagong Europe (以下统称“大公欧洲”) 事先书面许可的前提下, 严禁使用任何方式, 以任何形式修改、反向推导、复制或分发上述内容(包括信用评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或其输出结论)或其任何部分(以下统称“内容”), 或将内容存储于数据库或检索系统。大公欧洲对于任何和内容有关的任何一方不承担任何责任或负债。本内容不应被理解, 或被直接或间接地用于与任何人的任何合约。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。大公欧洲并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。大公欧洲不对任何错误或遗漏(包括疏忽或其它原因 -- 无论成因), 或使用内容得到的结果负责。

信用评级使用者

大公欧洲提醒其信用评级使用者, 其信用评级乃是对一受评实体, 或对其所发行之证券履行其财务承诺之相对能力所发布之意见。依条款要求而定, 财务承诺包括例如利息、优先股股利以及本金偿付等等。大公欧洲之信用评级使用者需尤其注意, 其信用相关分析与其他分析(包括评级)以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述, 并非事实的陈述。大公欧洲的观点、分析和评级承认(下文作出详述)并非对购买、持有或出售任何证券或做出任何投资决策的推荐意见, 也不针对任何证券的适用性。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。大公欧洲不承担在以任何形式或格式出版内容后进行更新的义务。

授予信用评级

大公欧洲所出具的信用评级并不直接指出信用风险以外的风险。尤其是不处理受评证券因利率变动及其他市场因素所造成的市值损失风险。大公欧洲并未保证由受评实体为其评级过程所提供之信息资料的准确性。

就发行及维护评级方面, 大公欧洲仰赖其从发行人与承销商以及其他大公欧洲认为可信的来源所取得的事实信息。大公欧洲不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。当大公欧洲自主决定, 对其所取得的信息进行事实调查的方法以及其独立验证时, 大公欧洲信用评级的使用者应了解, 无论是加强事实调查或经任何第三方验证, 均无法确保大公欧洲用以进行评级之所有相关信息的正确性及完整性。发行人及其顾问最终仍须对其提供予大公欧洲及市场的要约文件及其它报告之资讯正确性负责。

与发行人之关系

大公欧洲与任何发行人、订阅者、或任何其他个人并无信用关系。大公欧洲的所有作为并无意或不应被解读为其欲与任何发行人或任何其信用评级之使用者建立信用关系。评级可能因为信息内容发生变化、信息内容有所增加、信息的正确性、信息的可取得性、信息的不足, 或任何经大公欧洲认定为充分之理由而改变、确认、列入信用观察、修正或撤销。

大公欧洲并不会提供任何一方任何顾问服务、财务咨询, 或法律、审计、会计、鉴价、评价或精算服务。信用评级不应被视为可取代此等建议或服务。大公欧洲授予评级并不代表本机构同意受评者可在任何公开说明书、上市文件或其它根据任何相关证券法令进行之申报中, 引用大公欧洲之名作为专家之意见。