

信用等级公告

联合[2012] 805 号

联合资信评估有限公司通过对江苏省淮安市 2012 年度第一期区域集优中小企业集合票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

江苏省淮安市 2012 年度第一期区域集优中小企业
集合票据信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

江苏省淮安市 2012 年度第一期区域集优中小企业 集合票据信用评级报告

评级结果:

本期集合票据信用等级: AAA

本期集合票据发行额度: 3.5 亿元

本期集合票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期兑付本金

发行目的: 补充营运资金和置换银行贷款

评级时间: 2012 年 12 月 11 日

集合票据发行人及担保人

集合票据发行人

淮安华尔润化工有限公司

淮安嘉诚高新化工股份有限公司

江苏共创人造草坪有限公司

集合票据担保人

中债信用增进投资股份有限公司

评级结果

AAA

展望

稳定

分析师

王丽娟 张 丽

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

近年来, 中国国民经济整体保持了快速发展势头, 良好的外部环境也推动了中小民营经济的发展。但中小企业个体的抗风险能力有限, 尤其是2011年以来, 多重因素导致中小企业景气度下降, 面临的经营风险逐步加大。为此, 国家和地方政府不断出台相关扶持政策, 为中小企业的持续发展提供支撑。

本期集合票据参与发行主体为淮安市中小企业, 3 家发行人发行额度较大, 对现有债务影响较大; 同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到本期集合票据参与企业家数较少, 区域集中度较高, 风险的分散作用相对有限。

中债信用增进投资股份有限公司 (以下简称“中债增进公司”) 为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保, 经联合资信评估有限公司评定, 中债增进公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。中债增进公司担保实力很强, 有效提升了本期集合票据的信用水平。基于中债增进公司对本期集合票据的持续担保, 联合资信对本期集合票据的展望为稳定。

综合分析, 本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

优势

1. 淮安市经济稳定增长, 中小企业发展迅猛, 淮安市政府对区域内中小企业的发展给予了较大力度的政策支持。
2. 中债增进公司为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保, 有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。
3. 本期集合票据采用区域集优模式发行, 得

到了地方政府的大力支持。

关注

1. 本期集合票据的发行人中小企业，经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。尤其 2011 年以来，国内外经济形势波动导致中小企业面临的经营风险逐步加大。
2. 本期集合票据参与企业较少，区域集中度较高，风险分散作用相对有限。
3. 3 家发行人发行额度较大，对现有债务影响较大。

集合票据发行人财务数据

淮安华华润化工有限公司					
项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月	
资产总额(亿元)	17.37	20.54	24.53	23.04	
所有者权益(亿元)	6.05	7.28	5.93	4.98	
长期债务(亿元)	0.55	1.00	1.13	1.13	
全部债务(亿元)	9.61	5.61	6.81	5.73	
营业收入(亿元)	7.48	13.52	23.96	15.32	
利润总额(亿元)	-0.11	0.87	2.21	0.27	
EBITDA(亿元)	0.87	2.18	4.20	--	
营业利润率(%)	6.6	17.13	16.28	9.72	
净资产收益率(%)	-0.81	9.01	28.5	--	
资产负债率(%)	65.15	64.53	75.82	78.37	
全部债务资本化比率(%)	61.34	43.51	53.46	53.47	
流动比率(%)	78.12	42.42	42.25	35.85	
全部债务/EBITDA(倍)	11.01	2.57	1.62	--	

江苏共创人造草坪有限公司					
项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月	
资产总额(亿元)	2.12	3.27	4.15	5.87	
所有者权益(亿元)	1.66	2.78	2.89	3.25	
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	
全部债务(亿元)	0.02	0.15	0.52	2.06	
主营业务收入(亿元)	2.75	3.32	4.55	4.82	
利润总额(亿元)	0.43	0.58	0.84	0.47	
EBITDA(亿元)	0.49	0.66	0.99	--	
主营业务利润率(%)	29.37	28.3	26.07	21.01	
净资产收益率(%)	21.69	17.69	24.68	--	
资产负债率(%)	21.55	15.19	30.43	44.72	
全部债务资本化比率(%)	1.19	4.97	15.13	38.77	
流动比率(%)	317.22	497.38	218.76	165.10	
全部债务/EBITDA(倍)	0.04	0.22	0.52	--	

注：本期集合票据发行人2012年3季度财务数据均未经审计

淮安嘉诚高新化工股份有限公司					
项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月	
资产总额(亿元)	2.03	3.25	3.93	4.38	
所有者权益(亿元)	1.16	2.05	2.39	2.57	
长期债务(亿元)	0.00	0.35	0.25	0.25	
全部债务(亿元)	0.50	0.89	0.92	1.20	
营业收入(亿元)	2.90	3.14	3.43	1.85	
利润总额(亿元)	0.38	0.47	0.38	0.27	
EBITDA(亿元)	0.47	0.58	0.52	--	
营业利润率(%)	18.44	20.05	15.28	11.90	
净资产收益率(%)	27.36	19.9	13.93	--	
资产负债率(%)	42.52	36.78	39.25	41.31	
全部债务资本化比率(%)	30.1	30.34	27.83	31.81	
流动比率(%)	139.57	237.57	139.31	134.48	
全部债务/EBITDA(倍)	1.08	1.55	1.75	--	

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中债信用增进投资股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与债券发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了为完成本评级业务所应尽的义务，对中债信用增进投资股份有限公司履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因集合票据发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中债信用增进投资股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、江苏省淮安市 2012 年度第一期区域集优中小企业集合票据信用等级自本期集合票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、基本情况

江苏省淮安市 2012 年度第一期区域集优中小企业集合票据(以下简称“本期集合票据”)由江苏省淮安市人民政府金融工作办公室协调、南京银行主承销,3 家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集合票据计划发行总额度为 3.5 亿元(各发行人申请发债额度见表 1),期限为 3 年,采取固定利率形式。还本付息方式为每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。各联合发行人仅负责偿还各自本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金;对其他联合发行人本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

表 1 集合票据发行人及发债额度

集合票据发行人		发债额度(万元)
1	淮安华尔润化工有限公司	16000
2	淮安嘉诚高新化工股份有限公司	9000
3	江苏共创人造草坪有限公司	10000
合计		35000

资料来源:联合资信整理

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增进公司”)就本期集合票据存续期限内发行人应偿付的 3.5 亿元本金及其相关利息、罚息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供无条件不可撤销的连带责任保证。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来,受欧债危机扩散影响,外需总体出现走弱态势,同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求,在政策收紧环境

下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响,制造业投资在 2011 年一直保持高速增长,在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下,导致工业产成品库存在趋势上持续上升,2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言,2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》,2011 年国内生产总值 471564 亿元,比上年增长 9.2%。其中,第一产业增加值 47712 亿元,增长 4.5%;第二产业增加值 220592 亿元,增长 10.6%;第三产业增加值 203260 亿元,增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%,第二产业增加值比重为 46.8%,第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年,中国全社会固定资产投资 311022 亿元,比上年增长 23.6%,扣除价格因素,实际增长 15.9%。其中,固定资产投资(不含农户)301933 亿元,增长 23.8%;农户投资 9089 亿元,增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元,比上年增长 20.1%;中部地区投资 70783 亿元,增长 27.5%;西部地区投资 71849 亿元,增长 28.7%;东北地区投资 32687 亿元,增长 30.4%。2011 年,中国全年货物运输总量 369 亿吨,比上年增长 13.7%。货物运输周转量 159014 亿吨公里,增长 12.1%。

2012 年前三季度国民经济运行逐步趋稳,2012 年 1~9 月国内生产总值 35.35 万亿元,按可比价格计算,同比增长 7.7%。其中,一季度增长 8.1%,二季度增长 7.6%,三季度增长 7.4%。分产业看,第一产业增加值 3.31 万亿元,同比增长 4.2%;第二产业增加值 16.54 万亿元,增长 8.1%;第三产业增加值 15.50 万亿元,增长 7.9%。从环比看,三季度国内生产总值增长 2.2%,与 2011 年同期环比数相比下降 0.2 个百分点。2012 年前三季度固定资产投资平稳较快增长,前三季度固定资产投资(不含农户)256933 亿元,同比名义增长 20.5%(扣除价格因素实际增长 18.8%),增速比上半年加快 0.1 个百分点。

分地区看，东部地区投资同比增长 18.4%，中部地区增长 25.8%，西部地区增长 24.1%。其中前三季度基础设施(不包括电力、热力、燃气及水的生产与供应)投资 38677 亿元，同比增长 10.2%，增速比上半年加快 5.8 个百分点。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011

年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至 2012 年 9 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 94.37 万亿元，同比增长 14.8%。截至 2012 年 9 月底人民币贷款余额 61.51 万亿元，人民币存款余额 89.96 万亿元。前三季度，新增人民币贷款 6.72 万亿元，同比多增 1.04 万亿元；新增人民币存款 9.03 万亿元，多增 9243 亿元。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

三、经营环境

1. 中小企业发展概况

中小企业是国民经济和社会发展的重要组成部分，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。截至 2010 年底，全国工商登记中小企业超过 1100 万家，以工业为例，2010 年，全国规模以上中小企业 44.9

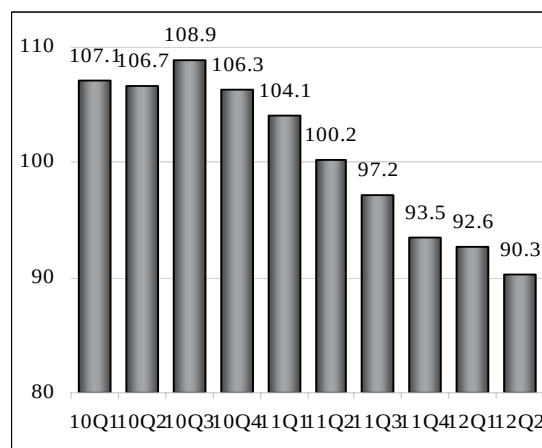
万家，比 2005 年增长 50.1%，占规模以上企业数量的 99.3%；全国规模以上中小企业工业增加值比 2005 年增长 17.5%，占规模以上工业增加值的 69.1%；实现税金 1.5 万亿元，占规模以上企业税金总额的 54.3%，是 2005 年的 1.9 倍，年均增长 13.1%；完成利润 2.6 万亿元，占规模以上企业利润总额的 66.8%，是 2005 年的 2.4 倍，年均增长 18.9%。中小企业已经成为中国经济发展、市场繁荣和就业扩大的主要促进力量。

从外部发展环境看，自改革开放以来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的快速发展。但值得注意的是，有别于大型企业，中小企业一般业务结构相对单一，难以实行多元化经营，经营风险相对集中，一定程度上加大了企业的经营风险，其对宏观经济环境有着更强的敏感性。

2008 年以来，受世界经济金融形势震荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利润空间等多重不利因素的影响，国内中小企业也受到了较大程度的冲击。2009 年以来，外部经济环境逐步回暖。根据中国中小企业协会数据统计，2010 年三季度中小企业发展指数（SMEDI）达到最高值 108.9，随后在中国经济增长速度逐步回落的宏观形势下，处于市场经济弱势地位的中小企业发展的景气状况出现逐步下滑的趋势，2011 年第三季度一度跌落到临界值以下，第四季度下降至 93.5。2012 年以来继续下行，第二季度达 90.3。

2011 年以来，原材料价格上涨、劳动力成本上升、国际市场动荡不定的多重压力，央行多次上调存款准备金率导致融资更加艰难等因素，使国内中小企业步履维艰。一些地方甚至发生了中小企业经营困难、资金链紧绷，企业主出走的情况。中小企业面临的经营风险逐步加大。

图 1 2010 年以来中国中小企业发展指数



资料来源：中国中小企业协会

总体看，伴随中国经济的稳步发展，中小企业得到了快速壮大，其较强的适应能力、灵活的经营机制以及良好的发展潜力等是其立足市场的重要基础。但同时中小企业也存在成立时间较短，经营规模较小，控制资源有限，内控机制不健全等问题，其经营波动相对较大，个体的抗风险能力有限。尤其 2011 年以来，多重因素导致中小企业景气度下降，面临的经营风险逐步加大。

2. 政策环境及发展现状

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展，“十五”期间，中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》正式颁布实施，中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008 年以来，为了应对宏观经济的冲击，中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策，陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126 号）、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36 号）和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发〔2010〕13 号）等政策文件，其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及

加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导,对帮助中小企业克服困难,转变发展方式,实现又好又快发展具有积极意义。

2011年5月,银监会出台了《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》,十条新政从资本占用、风险压力等多方面给商业银行发展小企业贷款“松绑”,切实调动了银行发展小企业贷款的积极性。10月12日,工信部正式发布了《“十二五”中小企业成长规划》,该规划是中国第一个关于中小企业发展的国家级专项规划,主要任务包括增强中小企业创业创新活力和吸纳就业能力、优化中小企业结构、提高产业集群发展水平、提升企业管理水平和完善中小企业服务体系等。为支持中小企业发展,2011年12月,财政部和工信部印发《政府采购促进中小企业发展暂行办法》,2012年起各部门30%以上政府采购应面向中小企业。

地方政策方面,2012年淮安市政府就扶持中小企业健康快速发展出台政策,并设立1000万元中小企业扶持资金,重点从五个方面加大对中小工业企业(含微型企业)的融资、市场开拓、担保服务、改造提升、服务体系和平台建设、企业主培训、载体建设等方面的扶持。

①淮安市各金融机构当年对中小企业新增贷款额占当年新增总贷款额的比例要达到30%以上,对小微企业贷款增速不低于全部贷款平均增速,贷款利率上浮不超过30%;主动帮助中小企业完善财务制度,设计融资方案,提高中小企业授信覆盖面和贷款可得率;积极推出商业承兑汇票、票据质押、融资租赁等新产品,对小微企业的贷款期限要根据企业实际需要确定,尽可能放宽或延长期限。

②淮安市中小企业BCG专业融资服务市场定期组织走进县(区)工业园区和乡镇工业集中区、中小企业创业基地开展活动;全市各担保公司对中小企业的担保贷款费率一般不得

超过2%,其中国有担保机构一般不得超过1.5%;简化担保手续,鼓励为符合条件的中小企业提供信用担保,对信用担保出现的代偿给予补贴。

③对符合条件的小型微利企业,按20%的税率征收企业所得税,年应纳税所得额低于6万元(含6万元)的小型微利企业,可以按20%的税率减半缴纳企业所得税;国家、省、市支持企业发展的财政资金,符合规定条件的,不征企业所得税;免征金融机构小微企业贷款合同印花税三年。

④根据产业政策,对中小企业新工艺、新装备改造给予不超过设备投入额5%的补贴;引导企业应用新技术开发首台(套)重大装备,对获得省、市认定首台(套)重大装备的企业,分别给予不超过20万元、5万元的补贴;引导中小企业应用信息化技术改造传统产业,提高生产经营和管理水平,每年对评选出的优秀“数字企业”给予奖励;对中小企业开票销售首次突破5000万元、1亿元以上且近两年年均增幅超过40%的中小企业,分别给予不超过10万元、20万元的奖励;引导中小企业向专业化、精细化、特色化和新颖化发展,对当年被认定或评为省级以上(含省级)示范、优秀的企业给予奖励。

⑤安排专门资金,用于鼓励中小企业参加中小企业博览会、APEC技展会、国际服装节、淮安国际工业博览会等国内外重要展销活动,对参展企业和组织者发生的实际费用给予一定补贴;优先将本地名优产品纳入《政府采购目录》,在政府采购中优先采购;在城市改造、重点工程和公共服务等领域,鼓励引导优先使用本地名优产品;引导中小企业提升产品形象策划水平,利用网上营销模式,开展网络销售、网络采购、网上谈判等电子商务活动,对中小企业年网络交易费给予适当补贴。

3. 区域经济发展概况

淮安市，是位于中国江苏省中部偏北的一个地级市，2001年由原淮阴市更名而来。淮安位于江淮平原东部，地处长江三角洲地区，淮河与京杭运河交点，历史上与扬州、苏州、杭州并称运河沿线的“四大都市”，有“中国运河之都”的美誉。淮安是全国历史文化名城、中国优秀旅游城市、全国卫生城市、国家园林城市。

2011年淮安市实现地区生产总值1690亿元，按照可比价格计算，比上年增长13.2%。其中，第一产业增加值223.46亿元，增长4.1%；第二产业增加值794.18亿元，增长15.2%；第三产业增加值672.36亿元，增长14.3%。经济结构进一步优化，三次产业增加值比例由上年的14.1:46.6:39.3调整为13.2:47.0:39.8。人均GDP 35181元，首次超过全国平均水平。

2011年全市规模以上工业企业完成增加值661.15亿元，比上年增长16.8%；完成规模以上固定资产投资1009.99亿元，比上年增长22.3%。全年实现社会消费品零售总额547.85亿元，比上年增长17.9%。

2011年淮安市财政总收入407.82亿元，比上年增长35.9%。一般预算收入204.63亿元，增长44.7%；财政总支出352.58亿元，比上年增长38.4%。其中一般预算支出299.11亿元，增长46.0%。

据统计，淮安市95%以上企业属于中小企业，其中，小型企业又占85%以上。2011年，全市规模以上中小工业企业预计实现产值2364亿元，增长41.97%，全市新发展私营企业13511户、新增私营企业注册资本395.87亿元，新发展个体工商户47019户，新增公司制注册资本金556亿元，全市集中区共完成固定资产投入220亿元，实现销售收入265亿元，新建成标准厂房162万平方米。淮安市中小企业的发展呈现迅猛态势。

总体看，淮安市经济稳定增长，中小企业

发展迅猛，淮安市政府对区域内中小企业的发展给予了较大的政策支持力度。

四、发行人基本情况及集合票据募集资金用途

1. 淮安华尔润化工有限公司

(1) 企业概况

淮安华尔润化工有限公司（以下简称“华尔润化工”）成立于2002年10月，是华尔润玻璃产业股份有限公司（以下简称“华尔润玻璃”）的全资子公司，注册资本28000万元。华尔润化工主要从事纯碱和氯化铵的生产和销售业务，拥有2家全资子公司和1家控股子公司。华尔润化工法定代表人为杨政；注册地址：淮安市化工路62号。

(2) 股东及实际控制人情况

华尔润玻璃是由江苏华尔润集团有限公司、鼎晖投资、中银投资和国开金融等8家发起人设立的股份有限公司。注册资本4.58亿元，现有员工8000余人。截至2011年底，华尔润玻璃总资产89.97亿元人民币，2011年度实现营业收入60.65亿元人民币，是目前国内规模最大、品种配套齐全的浮法玻璃生产企业。华尔润玻璃拥有20条浮法玻璃生产线、7000万重箱/年的产能，占全国总产能的15%左右，浮法玻璃产销总量连续十一年位列国内同行业之首。企业产品荣获“产品质量免检证书”和“中国名牌产品”荣誉称号。产品销往全国各地，并出口东南亚、中东、欧美等国家。华尔润化工股东实力较强。陈惠南间接持有华尔润玻璃22.80%的股份，是华尔润化工的实际控制人。

陈惠南，1949年2月出生，大专学历，高级政工师。曾任江苏华润集团党总支书记、总经理、董事长，先后被评为省建材行业先进个人、苏州市劳动模范、张家港市优秀党员、劳动模范。1998年12月，被农业部评为全国优秀乡镇企业厂长。2009年1月当选中国建筑材料联合会第四届理事会副会长。

（3）经营分析

华而润化工依托华尔润玻璃开发淮安地下的优质盐岩资源，在淮安投资为生产玻璃而配套原料基地，目前已形成年产 62 万吨氯化铵、60 万吨纯碱的生产能力，是全国第一家拥有盐、纯碱、玻璃产业链生产型企业。

华尔润化工一方面作为华尔润玻璃的纯碱生产基地，能充分利用自身的盐矿资源为华尔润玻璃提供优质纯碱；另一方面，生产销售联碱法生产纯碱的副产品氯化铵。华尔润化工提供华尔润玻璃浮法玻璃生产所需纯碱量的 60%。

截至目前，华尔润化工纯碱产能在全国排名 13 名，氯化铵产能全国排名前十。

2009~2011 年，华尔润化工销售收入稳定上升。从 2011 年收入结构看，玻璃、纯碱、氯化铵收入分别占 35.13%、32.02%和 20.02%。从毛利率看，氯化铵产品毛利率波动上升，2011 年达 36.06%，纯碱和玻璃产品由于市场价格下降较快。2012 年前三季度，华尔润化工实现主营业务收入 153177.28 万元，是 2011 年的 63.93%；同期毛利率为 9.33%，较 2011 年下降 7.43 个百分点。

①采购

华尔润化工上游主要原材料消耗为块煤、烟煤，工业盐。华尔润化工自身利用淮安地下优质盐岩资源，进行盐卤开发，华尔润化工拥有自己的盐水矿—淮安淮阴华尔润红星盐矿有限公司，该盐水矿储量可开采 100 年以上。华尔润化工采购块煤、烟煤占总成本近 40%，付款方式为 50%现汇、50%承兑。华尔润化工成立市场信息部，随时跟踪市场价格走势，采购渠道比较稳定，同时也在积极扩大渠道，开发新客户，来降低整体的采购成本。

②生产及销售

近三年华尔润化工玻璃、纯碱、氯化铵产量逐年上升，2011 年达 1392.02 万重箱、49.24 万吨和 52.38 万吨。销量也随之稳定增长。华尔润化工的纯碱产品主要销售给华尔润玻璃，

销售较为集中；氯化铵主要销售给附近农资或肥料公司，销售较为分散；玻璃主要向个人销售，销售较为分散。2009~2011 年，纯碱、氯化铵产品平均售价大幅上涨，2012 年前三季度氯化铵持续上涨，纯碱价格大幅下降；玻璃产品售价从 2011 年开始持续下降。

③发展规划

目前华尔润化工在建的主要项目包括富氧造气技改项目、废水处理改造工程、循环流化床锅炉(热电站二期)，项目总投资 12770 万元，截至 2012 年 9 月底已完成投资 5621 万元，未来投资压力不大。

按照淮安市市政府的规划，在 2020 之前化工企业要搬迁进园区。中长期来看，华尔润化工规划将产能再扩大一倍，纯碱产能达到 120 万吨，整体竞争实力进一步增强。

（4）财务分析

①资产质量

2009~2011 年，华尔润化工资产总额年复合增长 18.82%，2011 年底为 245264.05 万元。从资产构成看，近三年随着固定资产的大幅增长，非流动资产占比逐年上升，2011 年底非流动资产占比达 69.90%。

2009~2011 年，华尔润化工流动资产复合下降 6.33%，2011 年底主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付账款和存货构成，占比分别为 16.71%、12.80%、34.51%、16.78%和 18.81%。应收账款中，应收华尔润玻璃款项占比达 76.47%。2009~2011 年，华尔润化工非流动资产复合增长 38.33%，主要由固定资产构成，2011 年底占比达 91.03%。

截至 2012 年 9 月底，华尔润化工资产总额 230355.75 万元，较 2011 年底下降 6.08%，主要由于货币资金、应收票据、应收账款大幅减少而致；其他应收款较 2011 年底增长 2.53 倍，其他科目变动不大。

总体看，华尔润化工资产流动性较弱，资产质量一般。

②负债及所有者权益

2009~2011年, 华尔润化工负债总额复合增长 28.17%, 2011 年底为 185959.50 万元。从负债构成看, 近三年流动负债占比略有下降, 但维持较高水平, 2011 年底占比为 93.95%。截至 2012 年 9 月底, 华尔润化工负债总额较 2011 年底下降 2.92%, 主要是应付票据大幅度下降所致。

2009~2011 年, 华尔润化工流动负债复合增长 27.37%, 主要来自应付账款、其他应付款的增长。2011 年底华尔润化工流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款构成, 占比分别为 17.23%、13.18%、19.27%和 45.45%。其他应付款中, 应付关联方款项占比达 96.85%。非流动负债全部为长期借款。

2009~2011 年, 华尔润化工资产负债率波动上升, 全部债务资本化比率波动下降, 长期债务资本化比率逐年上升, 2011 年底三项指标分别为 75.82%、53.46%、15.95%; 2012 年 9 月底分别为 78.37%、53.47%和 18.42%, 华尔润化工债务负担较重。

2009~2011 年, 华尔润化工所有者权益复合下降 1.03%, 主要由于华尔润化工向股东分红导致未分配利润减少。2011 年底, 华尔润化工所有者权益 59304.54 万元, 归属于母公司所有者权益中, 实收资本、盈余公积和未分配利润分别占 52.83%、9.60%和 37.57%, 权益结构稳定性较好。截至 2012 年 9 月底, 随着未分配利润的减少, 华尔润化工所有者权益较 2011 年底下降 15.99%。

③盈利能力

2009~2011 年, 华尔润化工营业收入复合增长 78.97%, 2009 年出现亏损, 2010 年和 2011 年利润总额大幅增长。近三年盈利指标大幅上升, 2011 年营业利润率、净资产收益率和总资产收益率分别为 16.28%、28.50%和 17.03%, 整体盈利能力较强。

2012 年 1~9 月, 华尔润化工实现营业收入和利润总额分别为 153177.28 万元和 2698.36

万元, 分别为 2011 年全年的 63.92%和 12.23%, 由于纯碱和玻璃产品市场价格的大幅下降, 华尔润化工营业利润率下降至 9.72%。

④现金流量

2009~2011 年, 华尔润化工经营活动净现金流有所波动, 但均为净流入; 现金流入比波动大, 三年分别为 63.50%、132.98%和 106.45%。投资活动主要体现为购建固定资产支付的现金, 投资活动均表现为净流出; 经营活动净现金流无法满足投资活动需求, 对外筹资具有一定依赖性。

⑤偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2009~2011 年, 华尔润化工流动比率和速动比率均呈下降趋势, 2011 年底两项指标分别为 42.25%和 34.30%, 2012 年 9 月底进一步下降至 35.85%和 29.50%, 短期支付压力大。2009~2011 年, 经营现金流流动负债比分别为 21.43%、35.09%和 17.84%, 经营净现金流对流动负债的保护能力尚可但波动较大。

从长期偿债指标看, 2009~2011 年, 华尔润化工 EBITDA 利息倍数呈逐年上升趋势, 2011 年为 8.75 倍; 同期全部债务/EBITDA 呈逐年下降趋势, 2011 年为 1.62 倍。整体看, 华尔润化工 EBITDA 对全部债务和利息的覆盖程度较高。

截至2012年9月底, 华尔润化工为山东巨润建材有限公司提供对外担保60200万元, 该企业主营玻璃生产业务, 是公司的关联企业, 拥有4条浮法玻璃生产线, 截至2011年底, 总资产为201129.74万元, 净资产为81909.08万元, 2011年实现营业收入135820.45万元, 净利润12574.75万元, 目前企业经营正常。公司对外担保金额占所有者权益的120.83%, 担保额度大, 存在一定的或有负债风险。

截至2012年9月底, 华尔润化工共获得银行授信额度64100万元, 尚未使用的额度为7750万元。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-20121180039906），截至2012年11月9日，华尔润化工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。

（5）本期集合票据偿债能力分析

华尔润化工本期集合票据计划发行 16000 万元，其中 6000 万元用于补充营运资金，10000 万元用于置换银行贷款。

本期集合票据发行额占 2012 年 9 月底华尔润化工全部债务余额的 32.12%，本期集合票据的发行对华尔润化工现有债务影响较大。

以 2012 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期集合票据发行后，华尔润化工资产负债率和全部债务资本化比率将上升至 79.78% 和 59.52%，华尔润化工债务负担进一步加重。考虑到部分募集资金用于置换银行贷款，相关指标可能低于上述模拟值。

2009~2011 年，华尔润化工经营活动现金流入量对本期集合票据的保护倍数逐年上升，2011 年为 16.31 倍；经营性净现金流对本期集合票据的保护倍数分别为 1.44 倍、2.69 倍和 1.95 倍，华尔润化工经营活动现金流入量对本期集合票据的保障能力较强；EBITDA 对本期集合票据的保护倍数分别为 0.55 倍、1.36 倍和 2.63 倍，EBITDA 本期集合票据的覆盖程度较高。

2. 淮安嘉诚高新化工股份有限公司

（1）企业概况

淮安嘉诚高新化工股份有限公司（以下简称“嘉诚化工”）成立于 2001 年，注册资本 5600 万元，股东持股情况为：石祖嘉持股 40.714%，其妻臧晓虹持股 12.089%，苏州嘉岳九鼎投资中心持股 8.929%、龙力能源投资有限公司持股 6.786%、江苏中海联合信息工程发展有限公司持股 3.875%、深圳市麦瑞股权投资基金合伙企业持股 1.786%，其他 29 位自然人合计持股 25.821%。嘉诚化工实际控制人和法定代表人为

石祖嘉。

石祖嘉先生，高级经济师，曾获“中华爱国之星”、“中国诚信企业家”、“江苏省劳动模范”、“江苏省关爱员工优秀民营企业家”、“江苏省优秀民营企业家”、“江苏省光彩事业奖章”等荣誉称号，2005 年度、2006 年度《福布斯》中国慈善家排行榜第 62 位和 96 位，并连续四年在“富民兴市、建功立业”竞赛活动中荣立一等功。现任江苏省人大代表、江苏省商会副会长、省光彩事业促进会副会长、市工商联副主席、市企业家协会副会长。

（2）技术水平

嘉诚化工一直把持续保持核心技术的先进性、不断优化产品生产工艺、开发新产品合成工艺放在首要位置。嘉诚化工核心技术包括硝化、加氢还原、氯化等精细化工生产工艺，这些工艺是成功合成众多精细化工产品的重要技术。嘉诚化工设立了技术中心专门从事产品生产工艺优化、新产品合成技术以及环保装置的研发工作，目前已聚集和培养了一支 80 人的专业技术队伍。

除自主研发外，嘉诚化工还积极开展与清华大学、南京工业大学、淮阴师范学院、淮阴工学院等高校的技术合作。根据苏人才办（2011）3 号文件，嘉诚化工聘请的清华大学程易教授被评为江苏省“2010 年度双创计划”引进人才；目前嘉诚化工与前沿科研机构的主要合作项目包括“氯化氢催化氧化制备氯气项目”、“气固流化床氯化聚氯乙烯合成新技术研发”等。

嘉诚化工邻硝基甲苯、对硝基甲苯和高纯度邻氯苯胺产品都已取得江苏省科学技术厅核发的《高新技术产品认定证书》，产品一直在市场上享有较好声誉。

（3）经营分析

嘉诚化工主要从事硝基甲苯、邻氯苯胺等化学品的生产与销售。硝基甲苯的用途较为广泛，主要用于农药、医药、染料、橡塑及汽油

添加剂等，邻氯苯胺主要用作聚氨酯交联剂。截至目前，嘉诚化工硝基甲苯产量排名全国前三位，邻氯苯胺规模排名全国第一位，具有很强的竞争力。其中硝基甲苯系列产品是其收入及利润的主要来源，近三年其收入和利润占比维持在 60%以上。

嘉诚化工近年收入规模不断扩张，但毛利率呈下降趋势，主要是因为自 2011 年开始化工行业整体不景气，嘉诚化工处在行业中上游，上游原材料甲苯价格的波动对其毛利率水平影响较大。

①采购

嘉诚化工主要原材料为甲苯、邻硝基氯苯及硝酸，其中硝酸、甲苯用于合成硝基甲苯，邻硝基氯苯主要用于制作邻氯苯胺，这几项共占成本的 80%左右，另外还需煤炭等能源。

嘉诚化工硝酸、煤炭等原材料采购供应商较为固定，均为就近采购；甲苯需求量较大，2009、2010 年以国内采购为主，2011 年开始国外采购量逐渐增加，主要是因为国内价格波动较大，供应波动性也较大，经综合比较后逐渐增加了国外采购量，主要是从贸易商采购。同时，甲苯作为石油副产品，基本由垄断企业控制，甲苯生产企业均比较强势，导致嘉诚化工原料采购基本以现款为主，且前五大供应商集中度较高。

②生产及销售

嘉诚化工目前生产基地主要在涟水薛行工业园区，厂房面积 5500 平米，厂区占地面积 204 亩。与国内外同行业相比，其拥有的设备及工艺技术均处于领先地位。

从产销情况来看，嘉诚化工近几年产能利用率均较高，同时产销率在 90%以上。

嘉诚化工销售渠道比较广泛，前五大销售客户占 40%左右，客户群比较稳定，下游客户分布在生物制药、染料等各个领域。嘉诚化工处在产业链中端，销售回款基本以银行承兑汇票为主。

③发展规划

嘉诚化工将不断巩固现有的硝基甲苯系列产品和邻氯苯胺的市场领先地位，继续提高现有产品的市场竞争力。其近期拟对现有产品进行技改扩能，并将产品链向下游延伸，具体计划如下：对现有硝基甲苯生产线进行技改扩能，将硝基甲苯的产能从 3 万吨/年提高到 6 万吨/年；对硝基甲苯进行深加工，生产甲基苯胺，实现产业链延伸，产能规模努力达到 25000 吨/年；完成天然气制氢，为产能扩大做准备；利用四氯化硅综合利用项目，把三氯氢硅的产能扩大一倍，在机会适合的情况下再介入光伏产业；利用技术优势，积极研发、生产抗氧化剂系列产品，扩大高端、高附加值的化工精细产品的比重；利用苯氯化技术，积极完善 3,4-二氯苯胺和氯甲苯生产工艺，开拓企业新的利润增长点；通过以上项目实施，拟实现年销售收入 8 亿元，利税 1 亿元以上。

另外，嘉诚化工拟上市发行股票 1867 万股，募集资金 3 亿元以上，资料已上报证监会，正在反馈意见，即上会准备期。

（4）财务分析

①资产质量

2009~2011 年，嘉诚化工资产总额年复合增长 39.21%，2011 年底为 39267.63 万元。从资产构成看，近三年流动资产占比分别为 55.52%、57.60%和 44.01%。

2009~2011 年，嘉诚化工流动资产复合增长 23.94%，2011 年底主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付账款和存货构成，占比分别为 13.69%、19.74%、22.37%、10.78%和 31.64%。2009~2011 年，嘉诚化工非流动资产复合增长 56.19%，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，2011 年底占比分别为 41.56%、48.36%和 9.52%。

截至 2012 年 9 月底，嘉诚化工资产总额 43833.78 万元，较 2011 年底增长 11.63%，主要是存货和固定资产增长所致。

总体看，嘉诚化工资产流动性较弱，资产

质量一般。

②负债及所有者权益

2009~2011年，嘉诚化工负债总额复合增长33.74%，2011年底为15412.74万元。从负债构成看，近三年流动负债占比波动下降，2011年底占比为80.48%。截至2012年9月底，嘉诚化工负债总额较2011年底增长17.49%。

2009~2011年，嘉诚化工流动负债复合增长33.74%，主要来自应付账款、长期借款的增长。2011年底嘉诚化工流动负债主要由短期借款、应付账款、预收账款、一年内到期的非流动负债构成，占比分别为44.34%、33.97%、10.39%和8.06%。非流动负债主要为长期借款，2011年底占比为83.11%。

2009~2011年，嘉诚化工资产负债率和全部债务资本化比率波动下降，长期债务资本化比率波动上升，2011年底三项指标分别为39.25%、27.83%、9.49%；2012年9月底分别为41.31%、31.81%和8.86%，嘉诚化工债务负担较轻。

2009~2011年，嘉诚化工所有者权益复合增长43.12%，主要来自于资本公积和未分配利润的增长。2011年底，嘉诚化工所有者权益23854.89万元，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占23.48%、20.47%、5.86%和50.19%，权益结构稳定性较弱。截至2012年9月底，随着未分配利润的增加，嘉诚化工所有者权益较2011年底增长7.84%。

③盈利能力

2009~2011年，嘉诚化工营业收入复合增长8.82%，利润总额复合下降0.58%。近三年盈利指标逐年下降，2011年营业利润率、净资产收益率和总资产收益率分别为15.28%、13.93%和11.46%，整体盈利能力一般。

2012年1~9月，嘉诚化工实现营业收入和利润总额分别为2011年全年的98.90%和71.52%，营业利润率进一步下降至11.90%。

④现金流量

2009~2011年，嘉诚化工经营活动净现金

流波动较大，但均为净流入；现金流入比处于低水平，三年分别为70.21%、56.66%和59.49%。投资活动主要体现为购建固定资产、在建工程支付的现金，投资规模大，投资活动均表现为净流出；经营活动净现金流无法满足投资活动需求，对外筹资具有一定依赖性。

⑤偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011年，嘉诚化工流动比率和速动比率均波动较大，2011年底两项指标分别为139.31%和95.24%，2012年9月底分别为134.48%和89.08%，短期偿债能力一般。2009~2011年，经营现金流动负债比分别为36.56%、5.01%和38.56%，经营净现金流对流动负债的保护能力有所波动。

从长期偿债指标看，2009~2011年，嘉诚化工EBITDA利息倍数呈逐年下降趋势，2011年为11.29倍；同期全部债务/EBITDA呈逐年上升趋势，2011年为1.75倍。整体看，嘉诚化工EBITDA对全部债务和利息的覆盖程度高。

截至2012年9月底，嘉诚化工无对外担保。

截至2012年9月底，嘉诚化工共获得银行授信额度13400万元，未使用额度2400万元。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201211803600），截至2012年11月9日，嘉诚化工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。

（5）本期集合票据偿债能力分析

嘉诚化工本期集合票据计划发行9000万元，其中2000万元用于补充营运资金，7000万元用于置换银行贷款。

本期集合票据发行额占2012年9月底嘉诚化工全部债务余额的75.00%，本期集合票据的发行对嘉诚化工现有债务影响很大。

以2012年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期集合票据发行后，嘉诚化工资产负债率和全部债务资本化比率将上升至51.31%和44.94%，嘉诚化工债务负担上升幅度较大，但仍处于一般水平。考虑到部分募集资金用于

置换银行贷款，相关指标可能低于上述模拟值。

2009~2011 年，嘉诚化工经营活动现金流入量对本期集合票据的保护倍数分别为 2.31 倍、2.03 倍和 2.31 倍，嘉诚化工经营活动现金流入量对本期集合票据的保障能力一般；经营性净现金流对本期集合票据的保护倍数分别为 0.33 倍、0.04 倍和 0.53 倍，嘉诚化工经营活动现金净流量对本期集合票据的保障能力弱；EBITDA 对本期集合票据的保护倍数分别为 0.52 倍、0.64 倍和 0.58 倍，EBITDA 本期集合票据的覆盖程度一般。

3. 江苏共创人造草坪有限公司

(1) 企业概况

江苏共创人造草坪有限公司（以下简称“共创草坪”）成立于 2004 年，前身为淮安共创人造草坪有限公司，是政府重点扶持的科技先导型民营企业，主要生产各种系列人造草坪和人造草纤维，注册资本 20000 万元，王强众和王强翔分别持股 53.312% 和 46.688%。共创草坪拥有 2 家全资子公司。共创草坪法定代表人为王强众；注册地址：淮安市楚州经济开发区广州东路 66 号。

(2) 企业竞争力

共创草坪是全球专业化人造草坪制造商，在中国淮安建有大型现代化生产基地，年产能 1550 万平米。根据全球最大的调查公司——美国 AMI 调查公司的市场调查报告，共创草坪的产品市场占有率自 2005 年起中国第一，自 2006 年起亚洲第一，2009 年起全球第二，2011 年起全球第一。共创草坪产品远销全球 80 多个国家和地区。

共创草坪专业经营人造草坪多年，凭借突出的技术实力和优质的产品质量，品牌已获得客户认可。其旗下的共创美吉特、共创贝特两大系列产品已成为国内草坪业最有影响力的品牌；目前正在申请办理海外品牌。

自成立以来共创草坪不断加大对研发的投入，获得多项人造草坪外观设计专利和使用新

型专利。共创草坪先后从欧洲和韩国引进了多条先进的生产线，后又结合自身产品的实际情况独立研发了一部分设备进行配套，同时，积极在生产工艺上大力进行创新和改进。

共创草坪建立了完善的产品研发和质量控制体系，拥有自己的实验室，能够对草坪耐磨、抗老化、机械物理性能等进行检测。2004 年、2005 年先后通过了 ISO9001 和 ISO14001 认证，产品通过了 Sports Labs、法国 Labosport 实验室、荷兰 ISA 实验室等国际权威机构的检测和认证。共创草坪系全球通过 FIFA 认证的 25 家企业（包括红双喜）之一。其实验室是 FIFA 在亚太地区指定的仪器供应和数据认可中心。

总体看，共创草坪经营人造草坪多年，具有较高的市场占有率和品牌知名度。

(3) 经营分析

2009~2011 年，共创草坪主营业务收入稳定上升，其中 98% 以上收入来自人造草坪。从毛利率看，随着成本的上升，近三年毛利率逐年下降，2011 年达 26.40%。2012 年前三季度共创草坪实现主营业务收入是 2011 年的 1.06 倍；但同期毛利率较 2011 年下降至 21.24%。

① 采购

人造草坪的原材料以人造草丝、底布和丁苯胶乳等为主，生产成本中，人造草丝、底布和丁苯胶乳占生产成本的 88% 左右。

随着经营规模的不断扩张及下游客户需求的不断增长，共创草坪的原材料采购量呈逐年上升趋势，共创草坪与上游供应商均有多年的合作关系，且对主要供应商的依赖性较强。从采购价格看，近三年人造草丝、底布和丁苯胶乳采购均价逐年上升，给其带来了一定的成本控制压力。

② 生产及销售

共创草坪产品基本上是按订单生产，因此产销率一直处于较高水平，2011 年为 98.27%。2011 年产销量分别为 1096 万平方米和 1077 万平方米。

共创草坪国内外销售比例约为 4: 6。其中

内销主要面向工程铺装商，通过内贸业务人员实地拜访、宣传、投标的方式进行产品销售，原则上款到发货，基本不赊销。外贸主要通过外贸销售人员参加国外展会，邀请国外客户参观，与国外客户通过邮件、电话等方式联系实现产品的销售。内销的业务周期大约为半个月，外销的业务周期根据不同国家的路程远近会有较大的差别。共创草坪产品销售呈明显的季节性特别，每年的 6-9 月是生产销售的旺季，产销量占全年产销量的近一半。

③发展规划

目前共创草坪在建项目主要为共创工业园，总投资 15 亿元，建筑面积 40 万平方米，大致分为二期。一期建设时间为 2010~2012 年，投资 6 亿左右，用地 400 亩左右，建筑面积 16 万平方米左右，分为 6 个功能区：厂区、办公区、生活区、活动区、物流区、产品体验区，一期生产厂房即将完工，目前已安装部分设备，进行试生产。二期建设时间为一期产能饱和后，投资约 9 亿，用地 600 亩左右，建筑面积 24 万平方米。

一期达产后包括施河基地设计产能 4500 万平方草坪（满足 3000 万平方的销售），4 万吨草丝（满足 36000 吨草丝的销售）；二期达产后包括施河基地设计产能 9000 万平方草坪（满足 6000 万平方的销售），8 万吨草丝（满足 72000 吨的销售），底布 1.2 亿平方（满足 1 亿平方的销售），胶乳 4 万吨（满足 36000 吨的销售）。

总体看，公司未来发展目标明确，共创工业园一、二期达产后，竞争实力将进一步增强。

（4）财务分析

①资产质量

2009~2011 年，共创草坪资产总额年复合增长 39.90%，2011 年底为 41516.85 万元。从资产构成看，2011 年底流动资产、长期投资、固定资产合计、无形资产及其他资产合计分别占 66.58%、2.98%、29.24%和 1.20%。

2009~2011 年，共创草坪流动资产复合增长 38.05%，2011 年底主要由货币资金、应收账

款、其他应收款和存货构成，占比分别为 13.62%、32.03%、26.19%和 22.21%。2011 年公司增加对淮安市农村商业银行的长期股权投资 1237 万元。2009~2011 年，共创草坪固定资产合计复合增长 39.09%，2011 年底固定资产和在建工程分别占 59%和 41%，在建工程主要为共创工业园的投入。

截至 2012 年 9 月底，共创草坪资产总额 58722.14 万元，较 2011 年底增长 41.44%，其中其他应收款大幅增长 1.69 倍，主要是支付的“共创工业园”项目建设款因未收到发票挂账和淮安市淮安城市资产投资发展中心向其借款 9800 万元。其他科目变动不大。

总体看，共创草坪应收类款项和存货占比比较高，资产流动性一般。

②负债及所有者权益

2009~2011 年，共创草坪负债总额复合增长 66.24%，2011 年底为 12635.31 万元，主要由短期借款、应付账款、其他应付款构成。近三年负债全部为流动负债，债务结构有待改善。截至 2012 年 9 月底，共创草坪负债总额较 2011 年底大幅增长 1.08 倍，主要来自短期借款增加。

2009~2011 年，共创草坪资产负债率波动上升，全部债务资本化比率逐年上升，2011 年底两项指标分别为 30.43%和 15.13%；2012 年 9 月底分别为 44.72%和 38.77%，共创草坪债务负担较轻。

2009~2011 年，共创草坪所有者权益复合增长 31.74%，主要由于股东增资所致。2011 年底，共创草坪所有者权益 28881.54 万元，其中实收资本、盈余公积和未分配利润分别占 69.25%、6.70%和 24.05%，权益结构稳定性较好。截至 2012 年 9 月底，随着未分配利润的增加，共创草坪所有者权益较 2011 年底增长 12.39%。

③盈利能力

2009~2011 年，共创草坪主营业务收入复合增长 28.54%，利润总额复合增长 39.05%。2011 年营业外收入 2391.67 万元，主要为政府

补贴收入。近三年主营业务利润率逐年小幅下降，净资产收益率和总资本收益率均有所波动，2011 年三项指标分别为 26.07%、24.68%和 21.55%。整体盈利能力较强。

2012 年 1~9 月，共创草坪实现主营业务收入和利润总额分别为 2011 年全年的 105.90%和 55.56%，主营业务利润率下降至 21.01%。

④现金流量

2009~2011 年，共创草坪经营活动净现金流波动上升，经营活动获现能力较好；现金流入比逐年上升，2011 年为 100.82%，收入实现质量一般。投资活动主要体现为购建固定资产支付的现金和投资支付的现金，投资规模逐年扩大，投资活动均表现为净流出；经营活动净现金流无法完全满足投资活动需求，对外筹资具有一定依赖性。

⑤偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011 年，共创草坪流动比率和速动比率均呈波动下降趋势，2011 年底两项指标分别为 218.76%和 170.18%，2012 年 9 月底下降至 165.10%和 137.62%，短期偿债能力一般。2009~2011 年，经营现金流流动负债比分别为 29.71%、16.34%和 78.22%，经营净现金流对流动负债的保护能力有所增强。

从长期偿债指标看，2009~2011 年，共创草坪 EBITDA 利息倍数虽逐年下降，但处于高水平，2011 年为 48.33 倍；同期全部债务/EBITDA 呈逐年上升，2011 年为 0.52 倍。整体看，共创草坪 EBITDA 对全部债务和利息的覆盖程度高。

截至2012年9月底，共创草坪提供对外担保1750万元，或有负债风险较小。

截至2012年9月底，共创草坪共获得银行授信额度29050万元，未使用额度9500万元。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201211803379），截至2012年11月9日，共创草坪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。

（5）本期集合票据偿债能力分析

共创草坪本期集合票据计划发行 10000 万元，其中 5000 万元用于补充营运资金，5000 万元用于置换银行贷款。

本期集合票据发行额占 2012 年 9 月底共创草坪全部债务余额的 48.65%，本期集合票据的发行对共创草坪现有债务影响大。

以2012年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期集合票据发行后，共创草坪资产负债率和全部债务资本化比率将上升至52.76%和48.49%，共创草坪债务负担将有所上升。考虑到部分募集资金用于置换银行贷款，相关指标可能低于上述模拟值。

2009~2011 年，共创草坪经营活动现金流入量对本期集合票据的保护倍数逐年上升，2011 年为 5.64 倍，共创草坪经营活动现金流入量对本期集合票据的保障程度较高；经营性净现金流对本期集合票据的保护倍数分别为 0.14 倍、0.08 倍和 0.99 倍，共创草坪经营活动现金净流量对本期集合票据的保障能力波动较大；EBITDA 对本期集合票据的保护倍数分别为 0.49 倍、0.66 倍和 0.99 倍，EBITDA 本期集合票据的覆盖程度尚可。

联合资信关注到，三家发行人发行额度较大，对现有债务影响较大；同时本期集合票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限。

五、集合票据发行人相关性分析

1. 区域集中度

本期集合票据发行人均位于江苏省淮安市，近年来淮安市经济发展迅速，政府一系列政策措施为区域内中小企业发展提供了良好的外部环境。但同时，3 家发行人的经营也将和淮安市整体经济发展状况密切相关。

过于集中的区域分布不利于分散区域经营风险。

2. 行业集中度

表 2 发行主体所涉及细分行业分布

票据发行人	涉及细分行业
淮安华尔润化工有限公司	纯碱及氯化铵行业
淮安嘉诚高新化工股份有限公司	精细化工
江苏共创人造草坪有限公司	人造草坪加工

资料来源：联合资信整理

本期集合票据三家发行人主营业务所属行业均不同，行业集中度低。

3. 资金及业务往来

截至 2012 年 9 月底，本期集合票据的 3 家发行人之间不存在互保情况；同时，发行人之间无业务往来情况，整体关联程度较低。

六、增信能力分析

1. 担保方概况

中债增进公司成立于 2009 年 9 月，由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。中债增进公司注册资本 60 亿元，均为货币出资，股东及持股情况见表 3。中债增进公司是国内首家专业债券信用增进机构，业务接受中国人民银行监管。

表 3 中债增进公司股东及持股情况表

序号	股 东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中国石油天然气集团公司	9.90	16.50
2	英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	首钢总公司	9.90	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合 计		60.00	100.00

资料来源：中债增进公司提供

中债增进公司经营范围包括：企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、

技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务。

中债增进公司内设业务营运部、投资部、风险管理部、综合部、计划财务部、法律合规部六个部门。目前中债增进公司共有员工 106 人，其中拥有硕士及以上学历的员工比重约 87%。

截至 2011 年末，中债增进公司资产总额 92.04 亿元，负债总额 26.04 亿元，所有者权益 66.00 亿元。2011 年，中债增进公司实现各项营业收入 6.60 亿元，净利润 4.01 亿元。

截至 2012 年 1 季度末，中债增进公司资产总额 93.45 亿元，负债总额 25.74 亿元，所有者权益 67.71 亿元。2012 年 1 季度，中债增进公司实现营业收入 2.02 亿元，净利润 1.06 亿元。

2.担保条款

中债增进公司就本期集合票据存续期限内发行人应偿付的 3.5 亿元本金和其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。

在本期集合票据存续期内，如果发行人未按照本期集合票据募集说明书的要求将本期当期应付本息支付投资人，则中债增进公司在本期集合票据兑付日代发行人偿付本期集合票据当期应付利息。

保证期为自本期集合票据存续期本期集合票据兑付日起两年。票据持有人在本保证期间内未要求中债增进公司承担信用增进函规定的责任，则中债增进公司将免除相关责任。

本期集合票据的集合票据持有人依法将所持有的本期集合票据转让和出资给第三人的，中债增进公司将继续承担信用增进函规定的责任。

经联合资信评定，中债增进公司主体长期信用等级为 AAA，该评级结论反映了中债增进公司的综合代偿能力极强。中债增进公司主体长期信用评级报告见附件。

3. 政府支持

本期集合票据为江苏省淮安市通过区域集优模式发行的票据，其最大的特点是“政府资金支持、中介机构让利、工作流程集优”，淮安市人民政府牵头组织，人民银行分支机构全程参与，共同联合各中介机构建立“统一认可的业务标准、统一行动的工作机制、统一执行的审批流程”。

淮安市人民政府指定淮安市金融工作办公室为本期集合票据发行工作的牵头单位，具体负责推进淮安市区域集优债务融资的实施、宣传和统筹工作。淮安市人民政府发起设立了中小企业直接债务融资发展基金（以下简称“发展基金”）。发展基金是由淮安市人民政府以财政资金出资设立而形成的对发债企业通过区域集优实现债务融资提供保障的专项基金。

同时，淮安市人民政府、人行淮安市中支、中债增进公司、中国银行淮安分行共同签订了基金监管协议，四方约定：

（1）发展基金由淮安市人民政府出资设立，基金规模最高为 1 亿元。目前 1 亿元的发展基金已全部到位。

（2）发展基金以专户形式在中国银行淮安分行开立，由淮安市政府、人行淮安市中支、中债增进公司、中国银行淮安分行四方共同监管。

（3）发展基金仅能用于因发行人违约时，中债增进公司履行信用增进责任而实际代偿的每期票据本金、实际代偿的票面利息，每期票据对应基金的可划付金额为该期票据发行金额的 12.5%。

本期集合票据采用区域集优模式发行，得到了地方政府的大力支持。

七、结论

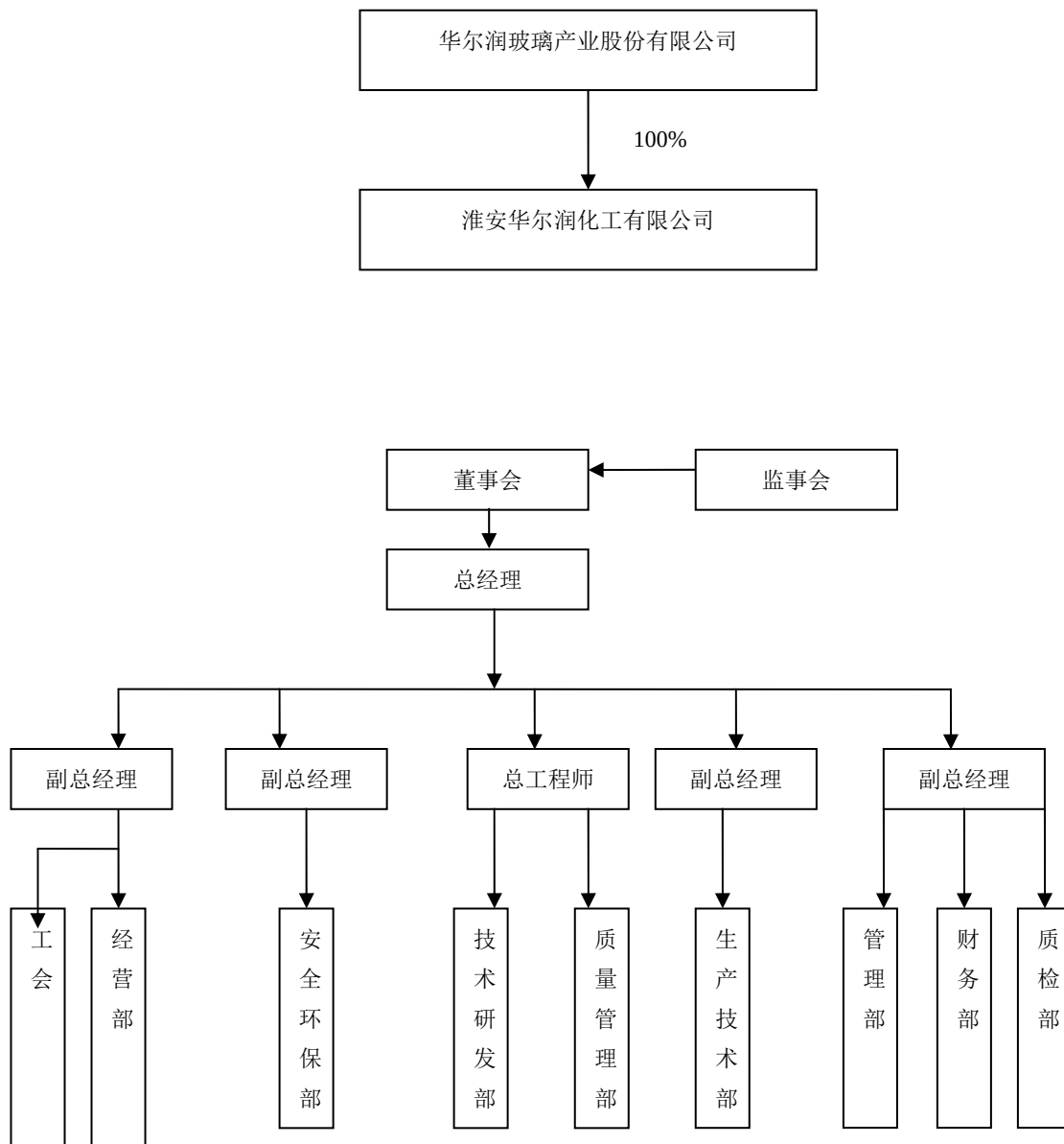
淮安市经济稳定增长，中小企业发展迅猛，淮安市政府对区域内中小企业的发展给予了较大的政策支持力度。

本期集合票据参与发行主体为淮安市中小企业，3 家发行人发行额度较大，对现有债务影响较大；同时，联合资信也关注到本期集合票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限。

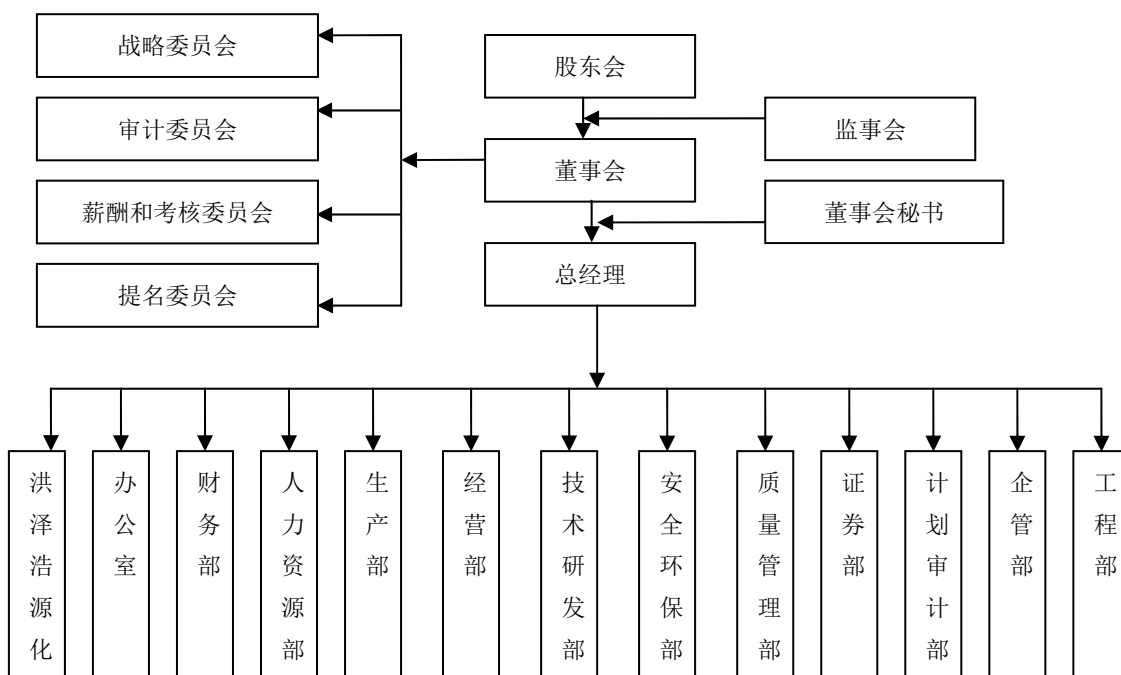
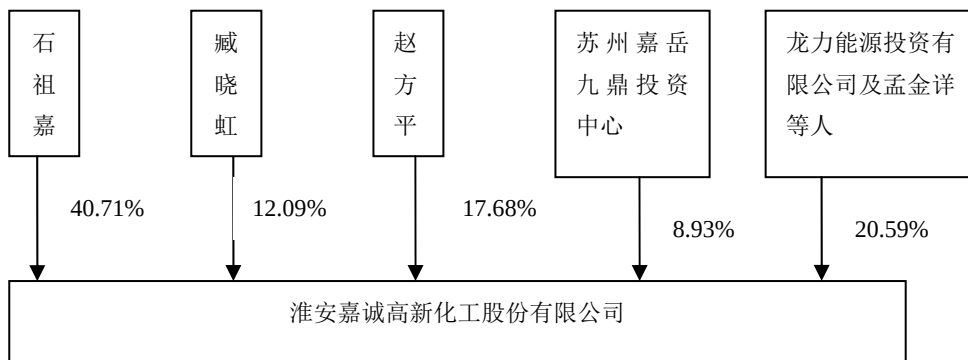
中债增进公司为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债增进公司担保实力极强，有效提升了本期集合票据的信用水平。

综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

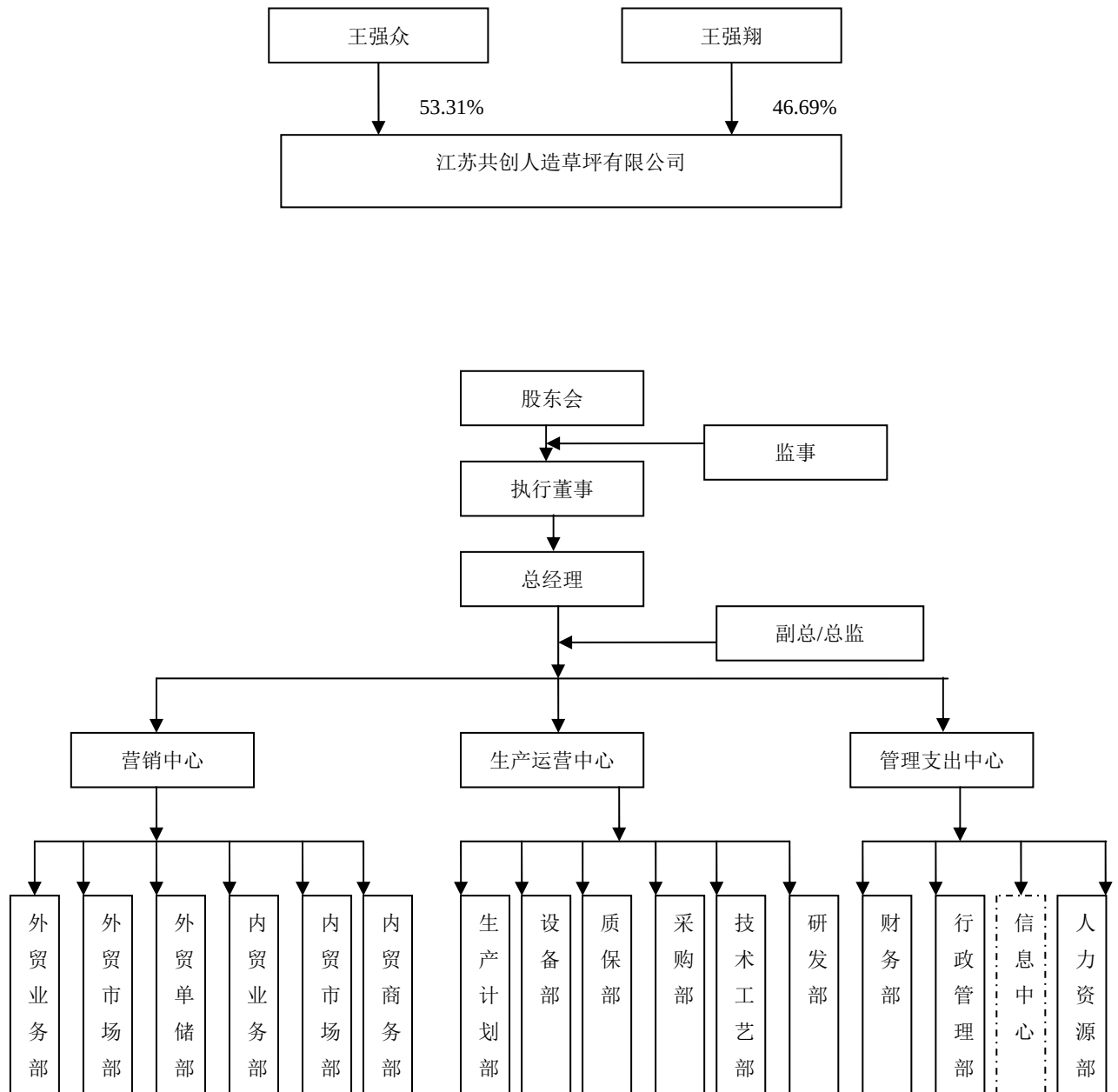
附件 1-1 华尔润化工股权结构图和组织结构图



附件 1-2 嘉诚化工股权结构图和组织结构图



附件 1-3 共创草坪股权结构和组织结构图



附件 2 发行人主要财务数据

公司名称	项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
淮安华尔润化工有限公司	资产总额(亿元)	17.37	20.54	24.53	23.04
	所有者权益(亿元)	6.05	7.28	5.93	4.98
	长期债务(亿元)	0.55	1.00	1.13	1.13
	全部债务(亿元)	9.61	5.61	6.81	5.73
	营业收入(亿元)	7.48	13.52	23.96	15.32
	利润总额(亿元)	-0.11	0.87	2.21	0.27
	EBITDA(亿元)	0.87	2.18	4.20	--
	营业利润率(%)	6.6	17.13	16.28	9.72
	净资产收益率(%)	-0.81	9.01	28.5	--
	资产负债率(%)	65.15	64.53	75.82	78.37
	全部债务资本化比率(%)	61.34	43.51	53.46	53.47
	流动比率(%)	78.12	42.42	42.25	35.85
	全部债务/EBITDA(倍)	11.01	2.57	1.62	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	3.82	7.39	8.75	--
淮安嘉诚高新化工股份有限公司	资产总额(亿元)	2.03	3.25	3.93	4.38
	所有者权益(亿元)	1.16	2.05	2.39	2.57
	长期债务(亿元)	0.00	0.35	0.25	0.25
	全部债务(亿元)	0.50	0.89	0.92	1.20
	营业收入(亿元)	2.90	3.14	3.43	1.85
	利润总额(亿元)	0.38	0.47	0.38	0.27
	EBITDA(亿元)	0.47	0.58	0.52	--
	营业利润率(%)	18.44	20.05	15.28	11.90
	净资产收益率(%)	27.36	19.9	13.93	--
	资产负债率(%)	42.52	36.78	39.25	41.31
	全部债务资本化比率(%)	30.1	30.34	27.83	31.81
	流动比率(%)	139.57	237.57	139.31	134.48
	全部债务/EBITDA(倍)	1.08	1.55	1.75	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	21.66	14.81	11.29	--
江苏共创人造草坪有限公司	资产总额(亿元)	2.12	3.27	4.15	5.87
	所有者权益(亿元)	1.66	2.78	2.89	3.25
	长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
	全部债务(亿元)	0.02	0.15	0.52	2.06
	主营业务收入(亿元)	2.75	3.32	4.55	4.82
	利润总额(亿元)	0.43	0.58	0.84	0.47

	EBITDA(亿元)	0.49	0.66	0.99	--
	主营业务利润率(%)	29.37	28.3	26.07	21.01
	净资产收益率(%)	21.69	17.69	24.68	--
	资产负债率(%)	21.55	15.19	30.43	44.72
	全部债务资本化比率(%)	1.19	4.97	15.13	38.77
	流动比率(%)	317.22	497.38	218.76	165.10
	全部债务/EBITDA(倍)	0.04	0.22	0.52	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	119.68	101.62	48.33	--

注：本期集合票据发行人2012年3季度财务数据均未经审计

附件 3 中债增进主要财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1 季度
资产总额(亿元)	60.77	111.37	92.04	93.45
负债总额(亿元)	0.53	48.07	26.04	25.74
所有者权益(亿元)	60.24	63.30	66.00	67.71
增信业务收入(亿元)	0.01	1.20	3.67	0.77
利润总额(亿元)	0.31	2.99	5.16	1.41
净利润(亿元)	0.23	2.23	4.01	1.06
平均净资产收益率(%)	-	3.61	6.21	1.59
平均资产收益率(%)	-	2.59	3.95	1.14
增信余额(亿元)	3.00	248.49	574.02	589.72
净资本覆盖率(%)	-	124.76	132.42	133.86

注：2012 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
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%
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 江苏省淮安市 2012 年度第一期区域集优中小企业 集合票据跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期集合票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中债信用增进投资股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含担保方、交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料）。集合票据发行人或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，中债信用增进投资股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注集合票据发行人、担保方和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，如发现集合票据发行人、担保方、交易结构中其他有关各方出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中债信用增进投资股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月十一日

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构及有关人员按照本行业公认的业务标准和道德规范，认真审阅了所出具的中债信用增进投资股份有限公司 2012 信用评级分析报告，确认该报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

联合资信评估有限公司
二零一二年七月十一日



信用等级公告

联合[2012] 495 号

联合资信评估有限公司通过对中债信用增进投资股份有限公司主体信用状况进行综合分析和评估，确定

中债信用增进投资股份有限公司
主体信用等级为 AAA
评级展望为稳定

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年七月十一日



中债信用增进投资股份有限公司 2012 年信用评级分析报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间: 2012 年 7 月 11 日

主要数据

项 目	2012 年 1 季度	2011 年	2010 年	2009 年
资产总额(亿元)	93.45	92.04	111.37	60.77
负债总额(亿元)	25.74	26.04	48.07	0.53
所有者权益(亿元)	67.71	66.00	63.30	60.24
增信业务收入(亿元)	0.77	3.67	1.20	0.01
利润总额(亿元)	1.41	5.16	2.99	0.31
净利润(亿元)	1.06	4.01	2.23	0.23
平均净资产收益率(%)	1.59	6.21	3.61	-
平均资产收益率(%)	1.14	3.95	2.59	-
增信余额(亿元)	589.72	574.02	248.49	3.00
净资本覆盖率(%)	133.86	132.42	124.76	-

注: 2012 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

田 兵 何 璐 黄 龙

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月。经过两年多的经营实践,公司初期发展规划得到有效落实,初步搭建了股份制公司治理架构,逐步建立健全与信用增进行业相适应的全面风险管理体系;增信业务基础不断夯实,增信业务规模快速扩大;在债券市场信用风险分担机制建设方面进行了积极探索,信用风险缓释工具产品初成体系;公司盈利能力逐步显现。联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA,评级展望为稳定,该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

- 作为我国首家专业债券信用增进机构,公司面临较大的市场发展空间;
- 公司资本实力雄厚,股东背景强大;股东有能力和意愿在需要时增加公司资本;
- 公司具备较强的创新能力及市场推动力,信用增进业务发展迅猛,收入增长快速。

关注

- 公司处于发展初期,制度体系及定价方法尚在持续完善过程中;创新业务的风险控制措施尚待完善;
- 信用增进行业标准制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营,推进行业健康发展。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“委托人”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与委托人构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为一年(2012年7月11日至2013年7月10日)，联合资信将对委托人进行定期和不定期跟踪评级。



一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月, 由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。公司注册资本 60 亿元, 均为货币出资, 股东及持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构, 业务接受中国人民银行监管。

表 1 公司股东及持股情况表

序号	股 东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中国石油天然气集团公司	9.90	16.50
2	英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	首钢总公司	9.90	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合 计		60.00	100.00

公司经营范围包括: 企业信用增进服务; 信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广; 信用产品的创设和交易; 资产投资; 资产受托管理; 投资策划、投资咨询; 经济信息咨询; 人员技术培训; 会议服务。

公司内设业务营运部、投资部、风险管理部、综合部、计划财务部、法律合规部六个部门。目前公司共有员工 106 人, 其中拥有硕士及以上学历的员工比重约 87%。

截至 2011 年末, 公司资产总额 92.04 亿元, 负债总额 26.04 亿元, 所有者权益 66.00 亿元。2011 年, 公司实现各项营业收入 6.60 亿元, 净利润 4.01 亿元。

截至 2012 年 1 季度末, 公司资产总额 93.45 亿元, 负债总额 25.74 亿元, 所有者权益 67.71 亿元。2012 年 1 季度, 公司实现营业收入 2.02 亿元, 净利润 1.06 亿元。

二、运营环境

1. 宏观经济概况

在金融危机期间, 中国经济在以政府投资和宽松的货币政策为主的经济刺激政策的推动下, 经济增长率保持在 9% 以上, 在应对外部市场冲击和恢复经济增长方面效果明显。然而经济刺激政策的实施导致了通货膨胀不断攀升和经济结构矛盾加剧。2011 年, 我国实行了积极的财政政策和稳健的货币政策, 以维持经济的稳定增长。2011 年我国国内生产总值为 47.16 万亿元, 较 2010 年增长 9.2%, 增幅较 2010 年下降 1.1 个百分点(见表 2)。在政策调控下, 全年 CPI 增幅为 5.4%, 高于政府调控目标。

表 2 宏观经济主要指标表

项 目	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
GDP 增长率(%)	9.2	10.3	9.2	9.6	14.2
CPI 增长率(%)	5.4	3.3	-0.7	5.9	4.8
PPI 增长率(%)	6.0	5.5	-5.4	6.9	3.1
M2 增长率(%)	13.6	19.0	27.7	17.8	16.7
固定资产投资增长率(%)	23.8	23.8	30.1	25.5	24.8
进出口总额增长率(%)	22.5	34.7	-13.9	17.8	23.5
进出口贸易差额(亿美元)	1551	1831	1961	2955	2622

资料来源: 国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

金融危机导致外部市场需求不振, 欧美越来越严重的贸易保护主义倾向, 以及人民币持续升值压力导致中国整体出口形势面临较大的不利因素, 我国贸易顺差持续减少。2011 年中国贸易顺差下降至 1551 亿美元, 较 2008 年下降 47.51%。

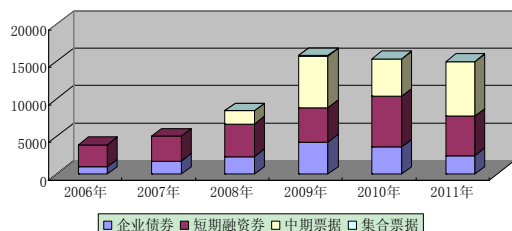
2012 年我国经济社会发展的总基调是“稳中求进”, 政府将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 以结构性调整为主, 支持实体经济发展。短期内, 消费对经济的贡献度并不会明显上升, 投资仍是拉动经济增长最强劲的动力。国内经济面临的挑战是如何推进金融财税体制改革, 调整经济结构, 发挥市场力量优化资源配置, 以缓解逐年加剧的经济结构矛盾。虽然由于外部影响等原因, 中国经济在未来有放缓迹象, 但市场仍普遍预测“十二五”期间

中国经济增长将保持在 8%-9% 的水平。

2. 行业发展概况

近年来，特别是 2008 年以来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具保持了快速发展势头。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2009 年以来我国非金融企业债的年发行规模维持在约 15000 亿元(见图 1)。2011 年，非金融企业债发行规模为 14998.02 亿元，占全年债券发行量的 21.54%。债券市场作为企业直接融资渠道的作用得以显现。

图 1 近年来非金融企业债券发行规模及构成 单位：亿元



注：数据来自中国债券信息网。

从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体的信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用等级发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使为资本市场提供外部信用增级服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2009 年 9 月，公司作为国内首家专业债券信用增进机构成立，这对于发展直接融资市场，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。

此外，公司还承担着建立银行间债券市场风险分担机制、进行风险专业化管理模式创新的重任。

2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(以下简称“《指引》”)。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。

3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律法规缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。作为首家专业债券信用增进机构，公司致力于推动行业准则及监管办法的出台，并取得了积极进展。2011 年，财政部将企业发行信用风险缓释工具会计处理相关内容通过《企业会计准则解释第 5 号(征求意见稿)》向社会公开征求意见，有望予以明确。同年，央行将制定信用增进业务管理办法列入“十二五”立法规划中。此外，公司配合交易商协会完成信用增进业务自律管理规则的起草工作。信用增进行业标准制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

三、公司治理与内部控制

1. 股权结构及公司治理

公司注册资本 60 亿元，股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的央企组成。公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到了股东的大力支持。公司董事会从经营情况、业务创新及对

交易商协会交付任务的完成情况等三个方面对公司经营层进行考核。同时，公司股东还承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。

公司按照市场化模式运作。公司初步搭建了由股东会、董事会和监事会组成的公司治理架构。股东会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东会由董事会依法召集。公司股东会按照相关要求召集召开，能够确保各股东对重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由 8 名董事组成。其中，交易商协会提名 2 名董事候选人，其余 6 家股东各提名 1 名董事候选人，经由股东会选举产生该 8 名董事。公司尚未实行独立董事制度。董事会设董事长 1 人，由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会每年至少召开 2 次会议，负责公司重大事项的决策。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会、审计与风险管理委员会 3 个专门委员会。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，这有助于董事会进行科学决策。近年来，公司董事会先后审议了公司股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案等议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、资本覆盖率管理办法、风险准备金计提管理办法、高管人员年度考核办法等基础管理制度。各专业委员会能够在相应授权范围内履行职责，较好地发挥了各自职能。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事。股东监事由股东大会选举产生，职工监事由职工选举产生。公司尚未执行独立监事制度。监事会主席由全体监事选举产生。监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。近年来，公司监事会相继审议通过监事会议事规则、监事长选举等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘。总裁在董事会授权范围内行使职权，包括主持公司日常经

营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等，接受董事会的指导和监事会的监督。2010 年 9 月，公司聘任水汝庆先生为总裁。公司总裁下设授信审批委员会、风险管理委员会、采购委员会、投资决策委员会、招聘委员会 5 个专门委员会。公司高管人员由总裁提名、经董事会通过后任命。公司注重高水平的专业团队建设，高管成员均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士，这确保了公司在初创期即具备较高的专业化运作水平。

综上，公司治理架构仍处于持续规范过程中，管理制度体系逐步建立健全，各治理主体运作有序，但股东大会、董事会及监事会对公司经营活动的指导和监督作用待加强。

2. 组织架构及内部控制

公司设立了业务营运部、投资部、风险管理部、综合部、计划财务部、法律合规部 6 个职能部门(见附表 1)。公司本着“精简高效、突出业务、分清职责、各司其职”的原则，对部门职责进行梳理，并相应进行了人员调整。风险管理部负责统一管理公司运营过程中所面临的各种风险。为确保各项业务规范有序开展，公司出台了风险管理指引，针对业务种类制定了细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等；规定了涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内控制度。公司内控及风险管理体系基本建立。

为满足业务快速发展对人力的需求，公司以公开招聘的方式引入部分专业人员和应届毕业生。公司员工整体专业素质较高，约 86%的员工拥有硕士及以上学历，且大多毕业于国内外知名高校。公司还建立了外部专家库机制，聘请了部分专业人士作为公司高级顾问，为创新业务的开展积蓄力量。

公司于 2011 年出台薪酬管理办法(试行)，初步建立了以技术序列为主的扁平化职务职级管理体系，明确了相应的管理办法；制定了高

管人员年度考核办法(试行),基本构建起能上能下的用人机制,较好地发挥了正向激励约束作用。

2011年,公司在整合原审计部与法律事务部的基础上成立法律合规部。法律合规部负责合规管理、内部审计等工作,重点针对公司经营管理中存在的漏洞或不完善之处,主要以专项检查的形式开展审计工作。

总的看来,公司机构设置清晰合理,风险管理及内控体系初步建立。公司目前存在部分管理制度、业务流程和操作规范可执行性不足的问题,尚需要通过对业务的持续探索来逐步解决。考虑到业务的迅速发展,公司需加快内控及系统建设进程,为持续运营形成有效支撑。

3. 战略规划

公司的市场定位是立足于债券市场,成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商;债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者;债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。根据规划,公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别的大型企业债务融资工具的发行提供信用增进服务。随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的完善,公司将通过适当扩大增信服务范围、创新信用增进手段等方式,逐步实现全方位提

供债券信用增进业务的经营目标。

经过两年多的发展,公司增信业务规模快速上升,积累了较丰富的项目和客户资源,截至2011年末公司增信业务规模突破600亿元,客户数量累计达到120家;创新业务实现突破性进展,逐步形成一定的市场影响力。公司制定了2012年经营计划,将以夯实经营基础、做大市场规模、树立市场形象为主线,加快业务转型、优化结构调整;推动基础设施建设,加强产品创新和服务升级,强化风险控制和规范管理,提升市场竞争力和综合盈利能力,实现资本保值增值。

总体看来,公司具备较强的市场推动力,初期发展战略得到有效落实,为公司未来发展奠定了基础。由于我国信用增进基础设施建设处于初始阶段,市场认知度待提高、参与者尚待培育,因此公司中长期发展规划尚需在实践过程中逐步明确。

四、业务经营分析

公司目前的信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务、境外业务三个板块。

1. 基础增信业务

表3 公司尚在责任期内增信业务余额分布情况表

项目种类	2012年3月末		2011年末		2010年末		2009年末	
	增信金额 (亿元)	项目数量 (个)	增信金额 (亿元)	项目数量 (个)	增信金额 (亿元)	项目数量 (个)	增信金额 (亿元)	项目数量 (个)
基础类信用增信业务	571.72	58	556.02	55	229.49	23	3.00	1
其中:短期融资券	34.00	5	39.00	5	7.00	1	-	-
中期票据	288.00	23	288.00	23	202.00	15	-	-
企业债	48.00	4	33.00	3	-	-	-	-
集合票据	35.33	12	32.18	11	20.49	7	5.00	1
区域集优	13.89	5	13.89	5	-	-	-	-
定向融资工具	99.00	5	99.00	5	-	-	-	-
信托计划	50.00	2	50.00	2	-	-	-	-
理财产品	3.50	2	0.95	1	-	-	-	-
创新型信用增信业务	18.00	2	18.00	2	19.00	4	-	-
其中:中债合约I号	3.00	1	3.00	1	14.00	3	-	-
中债合约II号	-	-	-	-	5.00	1	-	-
投资交易型增信	15.00	1	15.00	1	-	-	-	-
合 计	589.72	60	574.02	57	248.49	27	3.00	1

公司的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、企业债、定向融资工具等债券类产品以及银行理财产品、信托计划等投资类产品的增信。

结合规划，公司在业务发展初期以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模快速扩大(见表 3)。截至 2011 年末，公司尚在增信责任期内的基础增信项目 55 个，项目标的包括 5 支短期融资券、23 支中期票据、11 支中小企业集合票据、3 支企业债、5 笔区域集优、5 支定向融资工具、1 支理财产品及 2 项信托计划，增信余额合计 556.02 亿元，是公司净资产的 8.42 倍。2012 年 3 月末，公司基础增信业务增信余额为 571.12 亿元，业务结构与年初相比未发生较大变化。

公司基础增信业务中，以短期融资券、中期票据、企业债及中小企业集合债券为标的的债券增信业务是主要的业务品种。截至 2012 年 3 月末，以上增信业务余额合计占公司基础增信业务余额的 70.90%。

公司不断探索新的业务模式。2011 年在货币政策回归稳健、信贷规模收紧的背景下，为解决中小企业融资难问题，在交易商协会统一指导下，公司推出区域集优直接债务融资方案，即由地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的融资主体，借助地方政府专项扶持措施，由公司提供信用增信服务，同时联合商业银行和其他中介机构为融资主体提供直接债务融资服务。截至 2012 年 3 月末，公司累计为 5 个区域集优方案提供增信业务，涉及企业 25 家，增信金额合计 13.89 亿元，同时储备了一定的业务量。由于地方政府发展基金起到了一定的风险缓释作用，公司在选择项目时适当放松企业准入标准，更利于为中小企业提供直接债务融资服务。

2011 年，在交易商协会推动北京市保障房建设企业通过发行私募债的方式筹措资金的举措指导下，公司在研究相关政策、业务背景和金融市场状况的基础上推出定向融资工具增信

方案，即为保障房私募债提供信用增进服务。截至 2012 年 3 月末，公司累计为 5 个保障房私募债券提供增信服务，增信金额合计 99 亿元。

未来一段时间，公司将以区域集优及定向融资工具增信业务作为发展重点，通过强化与各地政府相关部门及金融机构的合作来拓展市场空间。预计该两项业务将迎来快速增长。

总体看来，公司基础增信业务模式发展相对成熟，基础增信业务为公司初步确立了市场地位，也逐步成为公司主要的收入来源。

2. 创新型业务

结合战略导向，公司大力推动创新性业务产品创新。得益于自身较强的创新能力及市场推动力，公司创新型增信业务取得了实质性进展。公司是目前经交易商协会认定的 44 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 29 家信用风险缓释凭证创设机构之一。

目前公司基本形成包括中债合约 I 号(可选择信用增进合约)、中债合约 II 号(贷款信用风险缓释合约增信服务)、中债合约 III 号(信用风险缓释合约)、中债合约 IV 号(信用风险缓释凭证)在内的创新型业务体系，并逐步探索投资交易型增信业务。

公司于 2010 年 7 月推出中债合约 I 号，即可选择信用增进合约。投资者在买入合约的同时可选择买入保护。若票据到期、发行人违约，公司将以约定方式对投资人进行损失补偿。公司将中债 I 号纳入增信业务管理范围。截至 2012 年 3 月末，公司累计开展中债合约 I 号项目 4 笔，累计增信金额 22 亿元；期末尚在责任期内的中债合约 I 号 1 支，增信余额 3 亿元。

公司于 2010 年 11 月首次发行中债合约 II 号、中债合约 III 号、中债合约 IV 号创新产品。中债合约 II 号和中债合约 III 号分别是以银行贷款和债券为标的的债务的信用风险缓释合约，中债合约 IV 号是信用风险缓释凭证。信用保护卖方向买方定期收取固定费用，并向买方提供贷款或债券违约信用保护。公司将中债合约 II 号

产品纳入增信业务流程进行风险控制；将中债合约III号和IV号产品归入投资业务范畴，以大型商业银行为交易对手，并结合授信、估值定价、抵质押品及买入保护等措施防范风险。截至2012年3月末，公司累计开展中债合约II号项目1个，增进金额累计5亿元；期末尚在责任期内项目为0个。截至2012年3月末，公司累计开展中债合约III号项目8个、中债合约IV号项目(含创设、交易)11个，涉及企业13家，名义交易额总计19.3亿元；已到期项目(交易)12个，涉及企业6家，名义交易额9.5亿元；期末尚在责任期内项目5个、涉及企业5家、金额7.80亿元。

公司在参考国际信用衍生产品定价理论的基础上，结合国内市场的实际情况，研发了CRM估值定价模型。为提升CRM市场交易的活跃程度，公司与彭博、路透等大型知名资讯平台合作，建立了报价页面及专属信息发布平台，每日对CRM产品进行双边报价。

由于我国信用风险缓释工具业务的市场基础较薄弱，信用风险缓释工具的交易机制、法律关系等尚未明确，相关基础机制尚未建立，公司目前更多的是以培育市场为出发点，以研究完善和推广应用为主，信用风险缓释工具业务规模相对较小，结构较为简单、透明，风险尚在可控范围内。公司初步制定了信用风险衍生产品的会计核算办法，但其合理性尚待检验。基于以上因素，公司信用风险缓释工具业务在短期内不会出现规模化发展。

在持续推动信用衍生产品业务发展的同时，公司积极探索并推进回购、结构化安排、投资交易型等创新型增信方式。2011年，公司尝试性的开展了1项投资交易性增信业务，该项业务设置了回购机制，投资标的发行人为1家大型央企，增信金额15亿元。

3. 境外业务

在立足国内业务的同时，公司积极寻求境外业务机会，在信用衍生产品、境外融资担保、

境外投资等领域探索开展离岸市场业务。目前公司已获得国家外汇管理局核定的10亿美元的境外担保资格，为拓展海外市场业务开辟了空间。公司将选择试点适时启动海外担保业务。公司正着手加强市场推广力度，计划开展离岸人民币产品的设计工作，如跨境交易产品方案、信用联结定向票据交易等；与境内外机构合作开发QDII理财产品，公司将为理财产品提供本金到期偿还保证。

五、风险管理分析

1. 风险管理体系

作为经营风险的专业机构，公司注重强化风险管理能力。公司构建了包含董事会、经营管理层与业务条线三个层次的风险管理组织架构。董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况，高管层负责制定和审查公司风险管理政策和操作流程。公司建立起抵御风险的“三道防线”，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程。风险管理部负责对各类风险进行全面管理，制定相应的制度，明确相关部门的防线管理职责和业务流程，识别、评估和平衡所有风险。

公司初步建立起以《风险管理指引》为纲领，以《信用增进业务管理办法》、《投资业务管理办法》、《信用风险缓释工具业务管理办法》和《信用风险缓释工具业务风险管理办法》为支撑，以各类业务品种操作规程、风险限额方案等为基础的多层次风险管理制度体系，覆盖各项主营业务。

公司结合宏观经济形势和产业经济发展状况，从行业、区域、产品等多角度形成动态调整的经营策略和风险管理政策，指导公司业务经营。公司优先考虑高新技术企业、环保节能企业以及属于国家鼓励支持行业的中小企业。公司初步构建起针对公司类敞口的内部评级体系，将公司类风险敞口细分为工业、商贸业、

能源基础设施业、建筑业、房地产开发及综合类，结合各行业特点制定了相应的评级办法。

公司对信用增进业务实行有权人审批机制。业务经理在对信用增进项目进行实地调研与考察的基础上撰写业务评价报告，报请风险管理部；风险管理部对合规性进行审查通过后，撰写风险评价报告并组织召开业务审批会。业务审批会就客户特征、风险缓释措施、信用增进期限和费率等内容进行审议。公司建立了风险监控预警体系，设置专职团队对已经发行项目进行增信后管理。公司出台了增信业务风险分类管理办法，由业务团队对增信业务风险进行初分，风险管理委员会进行最终认定，每季度重新认定。

公司对信用风险缓释工具业务实行与信用增进业务、投资业务相结合的分类风险管理模式。公司根据不同业务类型的特点，结合套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等因素对不同产品、不同交易目的的产品设置了有针对性的风险额度，并采取相应的管理措施。

公司对投资业务实行风险限额和交易授权相结合的管理模式。公司建立了涵盖授权管理、限额管理、估值管理、风险监控和交易流程在内的投资业务管理体系，根据可承受的整体风险水平，设定了多维的风险限额指标，并监控执行，并明确各分类、分级授权和转授权，确保了较为高效的运营效率。

随着各项业务的发展，公司逐步提升风险管理的精细化水平，基本形成包括风险估值定价、准备金和资本管理、风险缓释转移机制在内的风险管理技术体系。公司出台《资本覆盖率管理办法》、《风险准备金计提管理办法》、《信用增进业务风险分类管理办法》和《信用风险缓释措施管理办法》等4个管理制度。以上制度分别从公司整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组合管

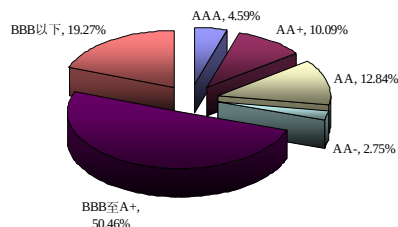
理。公司在资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单笔业务指标的计算中，充分认可信用衍生品的风险缓释作用，形成涵盖信用衍生产品的风险管理体系。

2. 增信业务组合分析

● 增信业务

截至2012年3月末，公司尚在责任期内增信项目60个，涉及企业109家，责任余额589.72亿元。

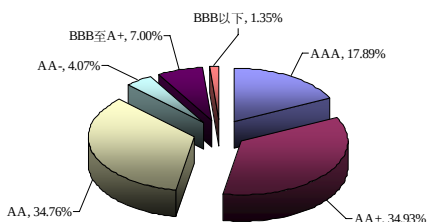
图2 按发行主体数量统计
发行主体外部评级分布情况



自成立以来，为迅速做大规模、扩大影响，公司与一批资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模增长快速。同时随着自身经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。截至2012年3月末，公司尚在责任期内的增信项目中，按照发行主体数量统计，增信主体外部评级为AA及以上级别的企业个数占企业总量的27.52%；主体外部评级在AA-及以下的企业个数占企业总量的72.48%(见图2)。部分中小企业集合票据项目增信对象的主体外部评级低于BBB，主体外部评级在BBB以下的发行主体占企业总量19.27%。按照增信责任余额统计，AA及以上级别企业增信责任余额占公司全部增信责任余额的87.58%。总体看，公司对中低信用等级企业的增信业务占比不断提升，但由于中低信用等级企业发债规模较小，高信

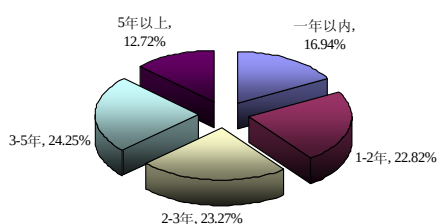
用等级企业增信余额仍占据主要比重，公司增信业务整体信用风险较低。

图 3 按增信责任余额统计
发行主体外部评级分布情况



截至 2012 年 3 月末，公司已生效的增信项目共涉及 109 家企业，从增信余额的行业分布情况来看，前五大行业依次为投融资平台、房地产(保障房项目)、汽车制造业、非金属材料、钢铁行业。第一大行业增信余额占比为 19.79%，前五大行业增信余额合计占 59.14%，存在一定的行业集中风险。单一最大客户增信余额 25 亿元，为净资产的 36.92%；最大五家客户增信余额合计 100 亿元，是净资产的 1.48 倍。从到期期限分布上看(见图 4)，85%以上的增信余额的到期期限较为均匀地分布在 5 年以内，公司增信项目期限配置较为合理。

图 4 增信业务到期期限分布情况



公司根据增信业务风险分类办法对增信对象进行风险分类。截至 2012 年 3 月末，公司提供增信业务对象的企业风险分类全部为正常，其中正常稳定类企业增信余额合计 587.77 亿元，占总增信余额的 99.67%；正常关注类企业增信余额合计 1.95 亿元，占总增信余额的

0.33%。

为控制增信业务风险，公司采取包括第三方保证担保、股票质押、股权质押、应收账款质押和房产土地抵押等风险缓释措施。截至 2012 年 3 月末，公司尚在责任期内的增信项目中，主体评级在 AA-及以下的增信项目、集合票据及区域集优项目均采取了全额风险缓释措施。较为有效的风险缓释措施有助于公司规避主体信用等级相对较低的增信业务风险。

总体看来，公司增信业务规模增长快速，高信用等级企业增信余额占据主要比重，到期期限较分散，整体信用风险不大，但存在行业及客户集中度较高的问题。

● 创新业务

对公司提供保护的信用风险缓释工具净头寸，公司将承担由标的实体发生支付违约、破产等信用事件造成的损失，主要承担的信用风险是标的债务违约风险。截至 2012 年 3 月末，公司提供保护的标的债务信用等级较高，信用保护名义额占标的债务发行总额的比重较小，标的实体均为资本实力雄厚的大型企业，卖出保护头寸的信用保护期限较短，大多在一年以内。总体看，公司卖出保护的标的实体违约风险较小。

公司的信用风险缓释工具交易对手均为具有实力的大型企业。截至 2012 年 3 月末，公司已对 27 家机构授信，由于目前信用风险缓释工具业务规模较小，交易对手占用授信额度水平总体较低。同时，公司在对信用风险缓释工具估值定价的过程中充分考虑了交易对手的违约风险，交易对手违约风险较小。

总体看，公司初步建立并不断完善符合信用增进行业特点的全面风险管理体系。截至目前，公司信用增进及信用风险缓释产品均未发生违约、代偿事项。公司处于业务快速发展阶段，也是风险积累阶段，同时考虑到信用衍生工具的创新性及杠杆性等因素，公司风险管理体系对业务的保障程度尚待观察。

五、财务分析

公司提供了 2009~2011 年度财务报告及 2012 年 1 季度财务报表。其中，2009~2011 年度财务报告经信永中和会计师事务所审计、并出具标准无保留意见的审计报告；2012 年 1 季度财务报表未经审计。公司自 2012 年起采用金融企业报表格式编制财务报表，部分科目名称及核算内容发生变化。考虑到数据的可比性，本报告重点对 2009~2011 年财务数据进行对比，2012 年 1 季度数据仅作参考性列示。

1. 财务概况

截至 2011 年末，公司资产总额 92.04 亿元，负债总额 26.04 亿元，所有者权益 66.00 亿元。2011 年，公司实现各项营业收入 6.34 亿元，其中增信业务收入 3.67 亿元；净利润 4.01 亿元。

截至 2012 年 1 季度末，公司资产总额 93.45 亿元，负债总额 25.74 亿元，所有者权益 67.71 亿元。2012 年 1 季度，公司实现营业收入 2.02 亿元，其中增信业务收入 0.77 亿元；净利润 1.06 亿元。

2. 资金来源

公司目前资金来源以资本金为主，并根据资金业务的需要调整负债规模。公司注册资本为 60 亿元，资本实力较强。公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本。

近年来，公司负债规模呈现较明显的波动。公司负债主要由卖出回购金融资产款、预收账款、增信责任准备金及衍生金融负债等组成(见表 4)。2010 年，公司通过卖出回购融入资金的力度加大，负债规模大幅上升；2011 年，在市场利率上行的行情下，公司对卖出回购金融资产款项进行了压缩，负债规模明显减小；2012 年 1 季度，公司卖出回购金融资产款项小幅缩减，负债规模进一步减小。

表 4 公司负债构成情况表

项目	2012 年 3 月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
交易性金融负债	0.01	0.01	0.03	-
卖出回购金融资产款	21.76	22.02	45.80	-
预收账款	1.44	1.41	0.45	0.14
增信责任准备	0.99	0.96	0.36	0.00
其他	1.54	1.64	1.42	0.39
负债合计	25.74	26.04	48.07	0.53

交易性金融负债为公司创设并发行的信用风险缓释和约和信用风险缓释凭证，2011 年末余额为 0.01 亿元；2012 年 3 月末交易性金融负债余额保持稳定。预收账款为公司预收的增信业务收入，2011 年末余额为 1.41 亿元，2012 年 3 月末预收账款余额略有增加。

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备和专项准备，其中一般风险准备按照增信责任余额的 0.15% 计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提。截至 2011 年末，公司共计提增信责任准备金 0.96 亿元，占同期增信余额的 0.17%；2012 年 3 月末，增信责任准备金余额增至 0.99 亿元。

自 2011 年大幅压降负债规模后，公司杠杆率保持在较合理水平。2011 年末公司资产负债比率为 28.29%，2012 年 3 月微降至 27.55%。

为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信。截至 2012 年 3 月末，公司共获得 11 家银行合计 297 亿元的授信额度，但暂未使用。此外，公司于 2011 年获得获银行间市场同业拆借资格，资金来源渠道进一步多元化。

总体看，公司资金来源充足，负债规模波动较大，目前杠杆水平较为合理。

3. 资金运用与资产质量

目前公司资金主要运用于买入返售和投资业务。公司于 2010 年初步完成投资建仓后，投资资产规模逐年加大；买入返售金融资产规模在 2011 年急剧下降后，目前稳定在一个较低的水平(见表 5)。

表 5 公司资产构成情况表

项目	2012年 3月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
货币资金(亿元)	3.01	3.12	5.68	22.42
买入返售金融资产(亿元)	1.29	1.17	44.33	-
投资资产(亿元)	86.26	84.58	59.40	37.97
其中: 交易性金融资产(亿元)	0.20	0.20	0.02	-
可供出售金融资产(亿元)	64.65	60.97	51.15	8.97
持有至到期投资(亿元)	6.41	8.42	8.23	29.00
应收款项类投资(亿元)	15.00	15.00	-	-
其他资产(亿元)	2.89	3.17	1.96	0.39
资产合计(亿元)	93.45	92.04	111.37	60.77

截至 2011 年末, 公司投资资产余额 84.58 亿元, 占资产总额的 91.90%, 投资资产占比大。公司以债券为主要投资对象, 2011 年末债券投资账面余额 74.50 亿元。其中, 短融、中票及企业债等收益率较高的债券合计占债券投资的 67.38%; 政策性金融债占 12.48%。公司 2011 年末债券投资中还包括余额为 15 亿元的应收款项类债券投资, 该项投资为公司结合投资交易型增信业务而全额购入的 1 支 15 亿元的私募债券。截至 2011 年末, 公司债券投资组合可供出售账户规模 55.40 亿元, 持有至到期账户规模 3.90 亿元; 从利率形式上看, 约 50% 为浮息债券, 受利率变化的影响有限。从债项外部评级情况来看, AA⁺及以上债券余额合计占债券投资余额的 88.86%, 债券投资的信用风险不大。除债券投资外, 2011 年末公司投资资产中还包括可供出售权益性投资余额 5.79 亿元、持有至到期信托投资余额 4.50 亿元。

2011 年, 受资本市场行情动荡的影响, 公司可供出售金融资产公允价值变动使资本公积净减少 1.31 亿元, 对资本公积产生明显的负面影响。

2012 年 1 季度, 公司根据市场行情变化进一步调整投资策略, 适量增加可供出售金融资产规模, 减少部分持有到期投资, 季末投资资产规模较年初有所增加。

总体看来, 公司投资规模较大, 以中、高信用等级债券投资为主, 虽发生减值的可能性

不大, 但容易受到市场行情变化的影响。

4. 经营效率及盈利能力

公司收入主要来自增信业务收入、投资收益、利息净收入等。

表 6 公司收入支出情况表

项 目	2012年 1 季度	2011 年	2010 年	2009 年
增信业务收入(亿元)	0.77	3.67	1.20	0.01
财务费用及投资收益(亿元)	0.90	3.09	2.94	0.39
营业外收入(亿元)	0.00	0.06	0.24	-
管理费用(亿元)	0.27	1.24	1.26	0.09
净利润(亿元)	1.06	4.01	2.23	0.23
平均净资产收益率(%)	1.59	6.21	3.61	-
平均资产收益率(%)	1.14	3.95	2.59	-

公司综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价, 同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平, 公司增信业务议价能力较强。随着信用增进业务规模的快速扩大, 公司增信业务收入较快增长。2011 年, 公司实现增信业务收入 3.67 亿元, 是 2010 年的 3.05 倍; 占营业收入的 55.61%, 收入贡献度较 2010 年明显提高。2012 年 1 季度实现增信业务收入 0.77 亿元, 相当于 2011 年的 20.94%。

自 2010 年完成投资建仓以来, 投资收益成为公司重要的收入来源。2011 年, 公司实现投资收益 2.82 亿元, 占营业收入的 42.82%。2012 年 1 季度投资收益同比呈上升趋势。

根据相关文件规定, 公司分别于 2010 年和 2011 年获得 0.24 亿元和 0.06 亿元的政府补助, 对当期收益形成正面影响。

公司营业费用整体保持在合理范围内, 成本控制成效良好。公司 2011 年实现净利润 4.01 亿元, 平均净资产收益率及平均资产收益率分别为 6.21% 和 3.95%。得益于增信业务收入及投资收益的增长, 公司 2012 年 1 季度平均净资产收益率和平均资产收益率分别为 1.59% 和 1.14%, 同比有所提高。

总体来看, 增信业务逐步成为公司主要的

收入来源；公司经营效率较高，盈利能力逐步显现。

5. 资本充足率及代偿能力

公司目前面临的风险主要是增信项目和信用风险缓释产品的代偿和投资损失。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的增信业务风险敞口、信用风险缓释工具卖出保护规模、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于增信业务及信用风险衍生产品卖出保护代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

表 7 公司现金流情况表

项目	2012年 1季度	2011 年	2010 年	2009 年
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	0.57	2.35	0.61	0.39
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	-0.35	19.05	-60.57	-37.96
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	-0.33	-23.97	43.22	60.00
现金及现金等价物净增加额(亿元)	-0.11	-2.56	-16.74	22.42
期末现金及现金等价物余额(亿元)	3.01	3.12	5.68	22.42

从现金流情况来看，近年来，公司现金保有量趋紧，但仍保持了一定的流动性(见表 7)。

根据公司 2011 年末的资产状况，估算出公司净资本为 41.16 亿元，净资本比率为 62.35%，二者均较 2010 年末明显提高，这主要得益于风险资产规模的下降。增信规模的快速增长使公司净资产增信倍数和净资本增信倍数明显提高，2011 年末二者分别为 8.70 倍和 13.95 倍(见表 8)。经测算，截至 2011 年末，在一定的置信水平下，公司净资本覆盖率为 132.42%，较 2010 年末有所提高；2012 年 1 季度末，公司净资本覆盖率为 133.86%。公司目前资本较为充足。公司处于成长阶段，增信及信用衍生工具业务的持续快速发展将使公司放大倍数进一步提高，对公司资本充足率的影响待关注。

公司针对增信业务、投资业务及信用风险

缓释工具三类业务差异化地计量风险资本，每类业务的风险资本按照相应的风险资本要求比例进行差异化计算。即将出台的增信行业自律管理规则中将对增信业务风险资本计量办法及行业标准进行明确，这将有助于增信行业的持续健康发展。

表 8 公司资本充足性指标表

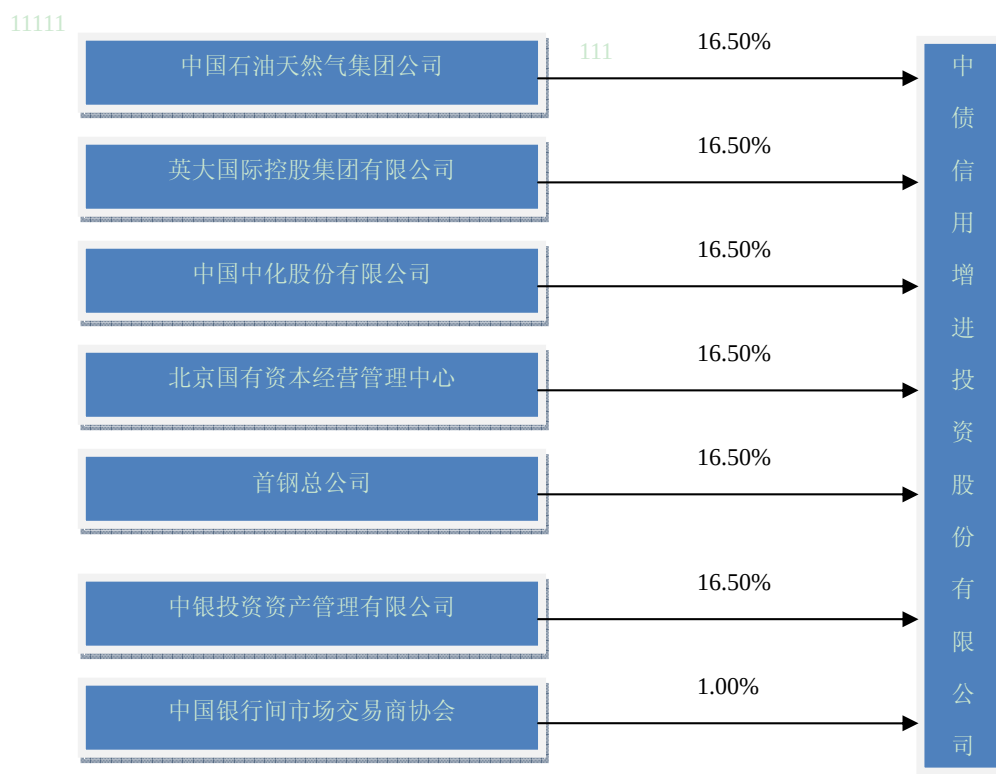
项目	2012年 1季度末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
增信余额(亿元)	589.72	574.02	248.49	3.00
净资产(亿元)	67.71	66.00	63.30	60.24
净资本(亿元)	42.78	41.16	28.92	42.67
净资产增信倍数(倍)	8.71	8.70	3.93	0.05
净资本增信倍数(倍)	13.79	13.95	8.59	0.07
净资本比率(%)	63.17	62.35	45.70	70.83
净资本覆盖率(%)	133.86	132.42	124.76	-

注：由于目前公司通过 CRM 产品卖出保护的规模较小，暂未将其计入增信余额中；

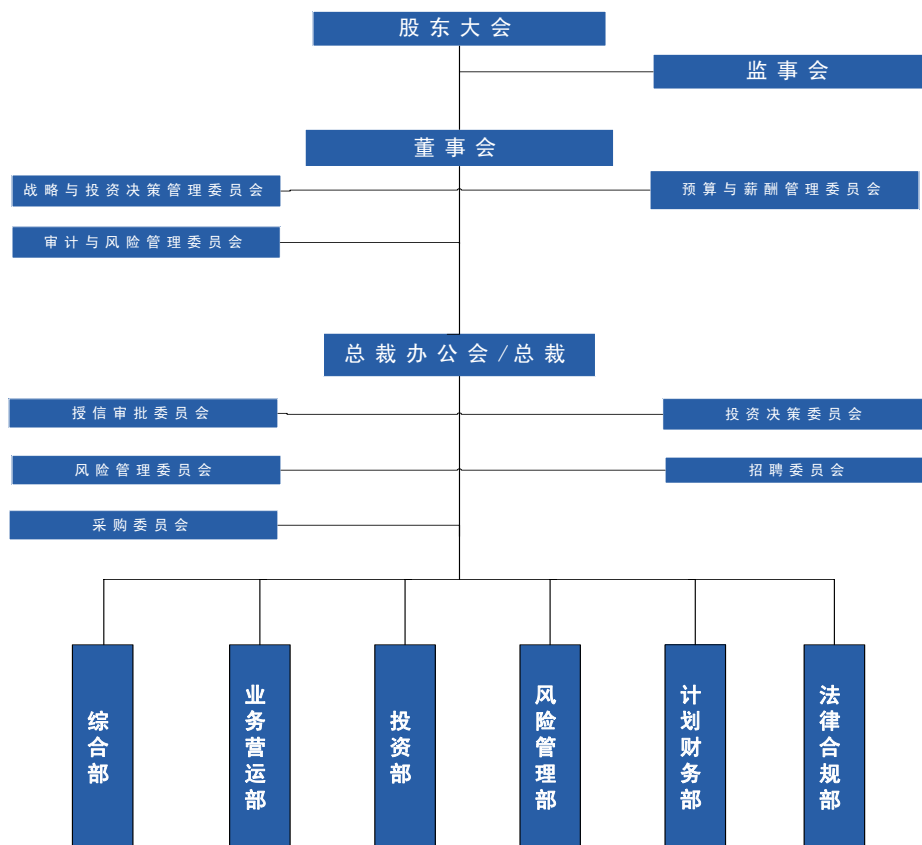
六、评级展望

作为国内首家信用增进机构，经过两年多的经营实践，公司增信业务基础不断夯实，创新业务持续推动。随着发展规划的逐步落实，未来公司业务将进一步拓展，市场竞争力有望进一步增强。同时公司也将面临信用增进业务规模增长带来的资本消耗、风险管理压力加大等问题。此外信用增进行业标准制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营。根据公司面临的外部经营环境和自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织架构图



附录 3 2009-2012 年 1 季度资产负债表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

资产	2012 年 3 月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
流动资产：				
货币资金	30116.98	31209.38	56816.96	224204.16
交易性金融资产	1994.58	1979.97	163.84	
应收账款		6074.33	91.06	
买入返售金融资产	12870.00	11740.00	443250.06	
预付账款	623.09	340.58	104.63	
应收利息	18494.89	15287.13	14254.94	2792.86
其他应收款	299.12	302.61	385.73	317.29
流动资产合计	64398.66	66934.00	515067.23	227314.31
非流动资产：				
可供出售金融资产	646493.33	609684.40	511455.27	89666.29
持有至到期投资	64139.95	84151.45	82335.61	290000.00
应收款项投资	150000.00	150000.00		
固定资产	825.66	905.91	919.61	335.03
无形资产	129.57	132.93	4.52	
长期待摊费用	450.23	535.52	734.21	
递延所得税资产	8095.17	8095.17	3152.18	412.16
非流动资产合计	870133.91	853505.38	598601.39	380413.48
资产总计	934532.57	920439.38	1113668.61	607727.79
流动负债：				
交易性金融负债	106.93	133.12	280.44	
卖出回购金融资产款	217620.00	220240.00	458025.09	
衍生金融负债	957.87	1573.16		
预收账款	14361.89	14059.60	4524.10	1415.00
应付职工薪酬	3237.29	3017.32	3759.11	157.50
应交税费	4356.70	6744.75	3877.25	530.98
应付利息	3172.00	1310.83	771.65	
其他应付款	35.75	45.00	175.57	2425.05
流动负债合计	243848.43	247123.78	471413.21	4528.53
非流动负债：				
增信责任准备	9887.00	9579.00	3631.14	25.50
递延所得税负债	3688.21	3688.21	5660.95	739.79
非流动负债合计	13575.21	13267.21	9292.08	765.29
负债合计	257423.64	260390.99	480705.29	5293.82
所有者权益：				
股本	600000.00	600000.00	600000.00	600000.00
资本公积	1764.47	-4684.84	8368.52	124.72
盈余公积	6473.32	6473.32	2459.48	230.93
一般风险准备				
未分配利润	68871.14	58259.90	22135.32	2078.33
所有者权益合计	677108.93	660048.38	632963.32	602433.97
负债和所有者权益合计	934532.57	920439.38	1113668.61	607727.79

附录 4(1) 2009-2011 年利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

项 目	2011 年度	2010 年度	2009 年度
一、营业收入	36683.69	12038.42	85.00
减：营业成本			
营业税金及附加	2521.31	1368.32	4.68
销售费用	12440.17	12649.59	935.97
财务费用	-2610.79	-181.83	-2103.74
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-1573.01	48.46	
投资收益（损失以“-”号填列）	28247.96	29175.74	1836.96
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			
二、营业利润	51007.97	27426.54	3085.05
加：营业外收入	573.60	2425.05	
减：营业外支出	0.14		
其中：非流动资产处置损失			
三、利润总额	51581.44	29851.59	3085.05
减：所得税费用	11443.01	7566.04	775.80
四、净利润	40138.43	22285.54	2309.25

附录 4(2) 2012 年 1-3 月利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

项 目	2012 年 1-3 月
一、营业收入	20186.61
增信业务收入	7681.57
利息收入	11615.31
投资收益（损失以“-”号填列）	1.16
公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	624.57
汇兑收益（损失以“-”号填列）	
其他业务收入	264.00
二、营业支出	6053.30
增信业务支出	
提取风险准备金	308.00
利息支出	2580.20
营业税金及附加	462.53
业务及管理费	2702.57
其他业务成本	
资产减值损失	
三、营业利润（亏损总额以“-”号填列）	14133.31
加：营业外收入	15.00
减：营业外支出	
四、利润总额（净亏损以“-”号填列）	14148.31
减：所得税费用	3537.08
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	10611.23
其他综合收益	6449.31
六、综合收益总额	17060.55

附录 5 2009-2012 年 1 季度现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

项 目	2012 年 1 季度	2011 年度	2010 年度	2009 年度
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	14026.66	39722.36	15324.02	1500.00
收到的税费返还			4.40	
收到其他与经营活动有关的现金	416.35	3949.84	2353.31	3388.77
经营活动现金流入小计	14443.01	46372.20	17681.73	4888.77
购买商品、接受劳务支付的现金		2767.83	198.27	798.29
支付给职工以及为职工支付的现金	1312.01	3583.86	2235.01	201.00
支付的各项税费	6737.20	13757.32	6429.35	1.00
支付其他与经营活动有关的现金	701.04	17.64	2706.01	35.68
经营活动现金流出小计	8750.24	20126.65	11568.64	1035.97
经营活动产生的现金流量净额	5692.77	23545.55	6113.09	3852.80
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	41271.80	2918020.47	3650240.73	100000.00
取得投资收益收到的现金	8332.87	27135.57	19751.01	189.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额				
收到买入返售金融资产现金款	184984.64			
收到其他与投资活动有关的现金		5.00		
投资活动现金流入小计	234589.31	2945161.03	3669991.74	100189.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	256.23	1007.62	1555.46	337.92
投资支付的现金	51690.80	2753609.16	4269866.67	479500.00
支付买入返售金融资产现金款	186114.64			
支付其他与投资活动有关的现金		11.60	4315.22	
投资活动现金流出小计	238061.67	2754628.38	4275737.34	479837.92
投资活动产生的现金流量净额	-3472.35	190532.65	-605745.61	-379648.63
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金				600000.00
取得借款收到的现金	249500.00	8319227.09	2371546.61	
收到其他与筹资活动有关的现金	2832390.00			
筹资活动现金流入小计	3081890.00	8319227.09	2371546.61	600000.00
偿还债务支付的现金	249500.00	8556012.19	1938697.52	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	692.82	2900.70	603.78	
支付卖出回购金融资产现金款	2835010.00			
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	3085202.82	8558912.89	1939301.30	-
筹资活动产生的现金流量净额	-3312.82	-239685.79	432245.31	600000.00
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-1092.40	-25607.59	-167387.20	224204.16
加：期初现金及现金等价物余额	31209.38	56816.96	224204.16	
六、期末现金及现金等价物余额	30116.98	31209.38	56816.96	224204.16

附录 6 主要财务指标及计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
净资本	经调整的资产—经调整的负债
平均净资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初净资产总额} + \text{期末净资产总额}) \times 100\%$
平均资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
净资产增信倍数	$\text{增信余额} / \text{净资产}$
净资本增信倍数	$\text{增信余额} / \text{净资本}$
净资本比率	$\text{净资本} / \text{净资产} \times 100\%$
净资本覆盖率	$\text{净资本} / \text{增信业务组合风险价值} \times 100\%$

附录 6 金融机构主体长期信用等级设置及其含义

联合资信金融机构主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。各等级含义如下表所示：

级 别	含 义
AAA	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	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	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	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	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 中债信用增进投资股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)与中债信用增进投资股份有限公司签署的协议,主体长期信用评级结果的有效期为一年(有效期为 2012 年 7 月 11 日至 2013 年 7 月 10 日)。

中债信用增进投资股份有限公司应向联合资信提供跟踪评级所要求的资料。在有效期内,中债信用增进投资股份有限公司若出现以下两种情形:(1)实际业务经营情况与其预测数据有较大偏离;(2)发生重大变化,或发生可能对公司信用状况产生较大影响的突发事件,中债信用增进投资股份有限公司应在 10 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料,并说明该事项对公司业务发展或财务状况可能产生的影响。

在有效期内,联合资信将根据实际情况,对中债信用增进投资股份有限公司进行跟踪评级,并随时据实进行信用等级调整并予公布。如中债信用增进投资股份有限公司不能及时向联合资信提供有关跟踪评级资料,联合资信将根据有关情况调整或撤销信用等级并予以公布。

联合资信将指派一个联系人及时与中债信用增进投资股份有限公司联系,并及时出具有关跟踪评级报告。

