跟踪评级公告

联合[2015]1646号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“12淮安SMECNII001”信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月三十日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://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跟踪评级报告

本期集优票据信用

跟踪评级结果	AAA
上次评级结果	AAA

本期集优票据要素

集优票据简称	12 淮安 SMECNⅡ001
发行额度	3.5 亿元
发行时间	2012 年 12 月 27 日
期限	3 年

集优票据发行人及担保人

集优票据发行人	
1	淮安华尔润化工有限公司
2	淮安嘉诚高新化工股份有限公司
3	江苏共创人造草坪有限公司

集优票据担保人	评级结果
中债信用增进投资股份有限公司	AAA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 30 日

分析师
李小建　文 中

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

受国内经济下行压力加大，以及中小企业自身制约因素的影响，2014年以来，中小企业发展形势严峻。2015年国内经济增速仍存在下滑压力，中小企业增长动力不足，转型升级任重道远，发展境况短期内难以根本性扭转。同时，国家和地方政府对中小企业的扶持政策持续推出，加大政策落实力度，促进并改善中小企业发展环境。

跟踪期内，淮安市经济整体保持平稳增长。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，成立淮安市中小企业发展服务中心，重点从五个方面加大对中小工业企业（含微型企业）的扶持。

跟踪期内，淮安华尔润化工有限公司（以下简称“华尔润化工”）受主要产品价格和产量下降影响，收入下降，亏损严重，债务负担上升较快，偿债能力弱化。淮安嘉诚高新化工股份有限公司（以下简称“嘉诚化工”）受市场需求下滑和产品价格下降影响，收入下降，并出现亏损，偿债能力弱化。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）为本期集优票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评定中债增进公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效提升了本期集优票据的信用水平。

综合分析，基于中债增进公司担保的持续有效，本期集优票据不能按期还本付息的风险极低，联合资信维持“12 淮安 SMECNⅡ001”信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，淮安市经济保持平稳增长，地

方政府对中小企业在政策扶持、资金获取方面提供支持。

2. 中债增进公司担保实力很强，其担保对本期集优票据信用水平提升作用大。

关注

1. 本期集优票据的发行企业全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。
2. 跟踪期内，受主要产品价格和产量下降影响，华尔润化工亏损严重。
3. 跟踪期内，受市场需求下滑和产品价格下降影响，收入下降，并出现亏损，偿债能力弱化。

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、评级人员与中债信用增进投资股份有限公司及各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、根据监管和评级作业的要求，联合资信与评级人员对各家发行人的本次跟踪评级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、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行人提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。由于联合资信未与各发行人签订委托协议，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未能提供评级所需资料，导致联合资信无法充分揭示其主体信用风险。

四、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，未因各发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、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。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、本期集优票据基本情况

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“本期集优票据”）于 2012 年 12 月 27 日发行，发行总额为人民币 3.5 亿元，期限 3 年。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。本期集优票据发行企业和发行额度见表 1。

表 1　本期集优票据发行企业及发债额度

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

本期集优票据采用固定利率支付方式付息。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优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优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。2014 年 12 月 28 日，本期集优票据各发行人均按时完成当年付息工作，其中发行人江苏共创人造草坪有限公司于 2014 年 6 月 5 日提前兑付本期集优票据发行额中所占份额（1 亿元）及相应利息。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）就本期集优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。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长

9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量M_2余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

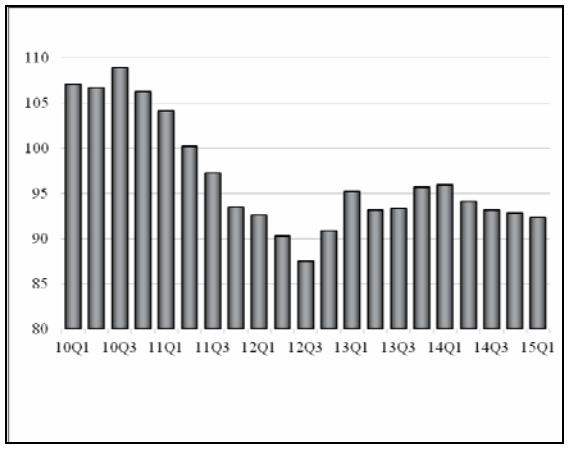
1. 中小企业发展概况

中小微企业作为市场经济的主体，是推动中国经济转型、提质增效的中坚力量。中小企业创造了我国 80%以上的社会就业，60%的 GDP，50%的税收，专利申请数和发明专利拥有数的比例也高达 50%。截至 2015 年 2 月，全国登记注册的中小微企业已超过 1850 万户。

2014 年，国内经济下行压力加大，中小企业发展面临诸多困难和不确定因素，制约中小企业发展的融资难融资贵、税费负担重、生产成本上升、市场需求空间紧缩、招聘技工难、留住人才难等问题仍未改善，加上企业自身的创新能力不强，管理水平不够高，中小微企业经营发展形势严峻。2014 年一季度，中国中小企业发展指数为 95.9，基本与 2013 年底持平，略有上升，此后，逐季下行至四季度的 92.8。

2015 年一季度，中国中小企业发展指数为 92.3，较 2014 年四季度下降 0.5 点，延续下降趋势。在当前经济下行压力加大情况下，中小企业发展指数短期回升的难度不小。

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，受国内经济下行压力加大，以及中小企业自身制约因素的影响，2014 年以来，中小企业发展形势严峻。2015 年国内经济增速仍存在下滑压力，中小企业增长动力不足，转型升级任重道远，发展境况短期内难以根本性扭转。

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。

2013年12月31日，工业和信息化部、国家

发展和改革委员会、财政部、人力资源和社会保障部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国银行业监督管理委员会联合发布《关于促进劳动密集型中小企业健康发展的指导意见》（工信部联企业〔2013〕542号），《意见》提出，把轻工、纺织、机械、电子、批发和零售业、住宿和餐饮业、居民服务业、养老服务业以及现代服务业等行业中百万元固定资产就业人数13人以上（含13人）、人均年营业收入45万元以下（含45万元）的中小企业作为当前引导扶持的重点，努力营造良好的政策环境和社会氛围，促进劳动密集型中小企业转型升级和健康发展；同时提出了8项政策措施。

2014年4月，税务总局发布《关于扩大小型微利企业减半征收企业所得税范围有关问题的公告》（国家税务总局公告2014年第23号），将核定征收小微企业纳入享受所得税优惠征税范围，明确了小微企业减半征税管理方式、预缴办法、汇算清缴、政策衔接等内容。

2014年9月，财政部和税务总局印发《关于进一步支持小微企业的增值税和营业税政策的通知》（财税〔2014〕71号），规定自2014年10月1日至2015年12月31日，对月销售额2万元至3万元的增值税小规模纳税人和营业税纳税人，暂免征收增值税和营业税，政策范围涵盖小微企业、个体工商户和其他个人。出台这一政策，彰显了国务院在当前经济形势下稳增长、促就业、保民生的决心。

2014年12月，财政部和国家税务总局出台《关于对小微企业免征有关政府性基金的通知》（财税[2014]122号），进一步加大对小微企业的扶持力度，自2015年1月1日起至2017年12月31日，对按月纳税的月销售额或营业额不超过3万元（含3万元），以及按季纳税的季度销售额或营业额不超过9万元（含9万元）的缴纳义务人，免征教育费附加、地方教育附加、水利建设基金、文化事业建设费；自工商登记注册之日起3年内，对安排残疾人就业未达到规定比例、在职职工总数20人以下（含20人）的小微企业，免征残疾人就业保障金。

总体看，为了应对当前严峻的经济环境，缓解中小企业发展困境，中国政府出台了一系列政策，促进并改善中小企业发展环境。

3. 淮安市经济发展概况和中小企业政策

2014 年淮安市实现地区生产总值 2455.39 亿元，按可比价格计算，同比增长 10.90%。其中，第一产业增长 3.6%；第二产业增长 11.2%；第三产业增长 12.5 %。三次产业结构由 2013 年的 12.6：45.6：41.8 调整为 11.9：44.8：43.3。人均 GDP44774 元，按年平均汇率折算为 8259 美元。

工业生产稳步增长，经济效益企稳回升。全市完成规模以上工业增加值 1266.41 亿元，比上年增长 12.9%。规模以上工业实现利税 529.45 亿元，利润 295.90 亿元，分别比上年增长 27.90%和 34.30%。

投资规模不断扩大，民间投资持续升温。全市规模以上固定资产投资 1795.73 亿元，同比增长 23.0%。其中工业投资 1009.86 亿元，增长 25.6%。

财政收入增长较快，全市财政总收入 551.78 亿元，同比增长 11.6%。其中上划中央四税收入 154.99 亿元，增长 6.3%；公共财政预算收入 308.51 亿元，增长 13.7%；社保基金收入 72.24 亿元，增长 17.3%。2014 年末全市金融机构本外币存款余额 2036.86 亿元，同比增长 17.3%；本外币贷款余额 1635.59 亿元，增长 17.0%。

地方政策方面，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，成立淮安市中小企业发展服务中心，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。

总体看，淮安市经济稳定增长，良好的外

部环境推动了区域内中小企业的发展，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。

五、发行人主体长期信用

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成立于 2002 年 10 月，是华尔润玻璃产业股份有限公司的二级子公司，注册资本 8000.00 万元，其中华尔润玻璃占比 80%，淮安市化工资产经营公司占比 20%。历经三次增资及股权变更后，截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 48000.00 万元，为华尔润玻璃的全资子公司，华尔润化工最终控制方为鼎晖水晶（香港）有限公司。

华尔润化工经营范围：尿素的生产；氯化铵及副产纯碱、甲醇、氨（液化的，含氨大于 50%）、碳酸氢铵、高浓度复合肥生产（涉及化学危险品的经营期限按生产许可证规定日期执行）；装卸服务；燃料油（汽油、柴油、煤油以及国家规定禁止经营和须经审批的项目除外）、化工原料（化学危险品及易制毒化学品除外）。

截至 2015 年 3 月底，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（淮安淮阴华尔润红星盐矿有限公司、大连欣润华建材有限公司）和 1 家控股子公司（河北润安建材有限公司）。

跟踪期内，华尔润化工无重大管理体制、股权结构、领导层或管理制度方面的变化；受上一跟踪期煤气中毒事故的影响，本期公司加强安全生产制度的落实与员工定期培训工作，截至 2015 年 3 月底，公司无生产事故发生。

华尔润化工法定代表人为曹卫刚；注册地址：淮安市化工路 62 号。

（2）经营分析

华尔润化工主要产品为纯碱和氯化铵，其中纯碱年产能 60 万吨，包括 50 万吨重度纯碱及 10 万吨轻度纯碱；氯化铵年产能 63.6 万吨。重碱销售主要集中于母公司华尔润玻璃，轻度纯碱受规模影响主要销往淮安当地及周边日化企业；氯化铵下游多为出口型企业和国产化肥生产型企业，客户分散度较好，主要集中在山东、江苏和安徽。

2014 年，华尔润化工实现营业收入 12.05 亿元，营业利润-3.19 亿元，净利润-3.14 亿元。主要系玻璃、化工行业产能过剩严重，华尔润化工未能满负荷生产（全年仅单系统生产），加上市场竞争激烈，下游产品销售价格仍然处于历史低位，导致盈利水平大幅下降所致。2015 年 1~3 月，华尔润化工营业收入 2.50 亿元，营业利润-0.85 亿元，净利润-0.85 亿元。总体来看，华尔润化工盈利能力较差。

从营业利润率来看，受下游消费不振及母公司华尔润玻璃亏损较大影响，跟踪期内，华尔润化工营业利润率大幅下滑 18.01 个百分点至-10.69%；2015 年 1~3 月，营业利润率进一步下滑至-18.66%。华尔润化工 4 月初开始双系统生产，产能利用率超过 90%，但受困于下游疲软及资金紧张影响，华尔润化工扭亏为盈尚待进一步观察。

（3）财务分析

华尔润化工提供的 2012~2014 年财务报表经江苏苏亚金城会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年一季度财务数据未经审计。

截至 2014 年底，华尔润化工资产总额 29.61 亿元，所有者权益 4.11 亿元（其中少数股东权益 0.57 亿元）。截至 2015 年 3 月底，华尔润化工资产总额 31.28 亿元，所有者权益 3.26 亿元（其中少数股东权益 0.57 亿元）。华尔润化工所有者权益持续下降，主要系亏损未分配利润大幅下降所致。

截至 2014 年底，华尔润化工负债总额为 25.53 亿元，较 2013 年底增长 4.94%，主要系华尔润化工与母公司华尔润玻璃往来款项增加所致；其中流动负债占 92.31%，非流动负债占 7.69%。截至 2015 年 3 月底，华尔润化工负债总额 28.02 亿元，其中流动负债占 94.29%，非

流动负债占 5.71%。华尔润化工负债结构以流动负债为主。

跟踪期内，华尔润化工资产负债率和全部债务资本化比率均有所增长，分别由 2013 年的 76.99%和 55.69%上升至 86.10%和 68.04%。截至 2015 年 3 月底，华尔润化工资产负债率和全部债务资本化比率进一步上升至 89.58%和 72.42%。华尔润化工债务负担很重，其债务主要为银行抵押借款和本期集合票据，截至 2015 年 3 月底，华尔润化工可抵押土地、厂房、设备存量很小，后续融资压力较大。

跟踪期内，华尔润化工流动比率和速动比率分别为 55.94%和 49.94%，与 2013 年底相比两项指标均有所下滑。2015 年 3 月底，华尔润化工两项指标进一步下降至 52.28%和 45.89%。总体来看，华尔润化工短期偿债能力较弱，短期支付压力大。

从长期偿债能力看，华尔润化工 2014 年 EBITDA 为-1.27 亿元，较上年大幅下降 1.64 亿元，主要系下游消费疲软、产品价格持续低位运行、限量生产等因素所致。2014 年，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为-1.89 倍和-6.88 倍。华尔润化工长期偿债能力差。

（4）待偿还债券保障能力分析

2012 年，华尔润化工参与发行了“12 淮安 SEMCNII001”，发行额度为 16000 万元，期限为 3 年。2014 年，华尔润化工 EBITDA 和经营活动现金流入量对“12 淮安 SEMCNII001” 发债额度的保护倍数分别为-0.79 倍和 10.43 倍，华尔润化工 EBITDA 对“12 淮安 SEMCNII001”发债额度覆盖程度差，到期偿付风险大。

由于华尔润化工未提供对外担保、银行授信情况及人行征信报告，联合资信无法进一步揭示华尔润化工对本期集优票据的偿付能力。

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成立于 2001 年，前身为涟水县嘉诚化工有限公司。截至 2014 年底，嘉诚化工注册资本 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%。石祖嘉夫妇是嘉诚化工实际控制人。跟踪期内，嘉诚化工董事会和监事会成员有所变动。

嘉诚化工经营范围：许可经营项目：邻硝基甲苯、间硝基甲苯、对硝基甲苯、邻氯苯胺、2-甲基苯胺、3-甲基苯胺、4-甲基苯胺、氢（压缩的）生产；化工产品批发；蒸汽生产、销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务。

嘉诚化工主要从事领硝基甲苯、间硝基甲苯、对硝基甲苯和邻氯苯胺的生产和销售业务；拥有 3 家全资子公司，分别为洪泽浩源化学品有限公司、淮安景源贸易有限公司、寿光大地先锋化工有限公司。

跟踪期内，嘉诚化工无重大管理体制、股权结构、领导层或管理制度方面的变化。

嘉诚化工注册地址：江苏省涟水县薛行工业园；法人代表：石祖嘉。

（2）经营分析

嘉诚化工主要产品包括邻氯甲苯系列、硝基甲苯系列、甲基苯胺系列及其他产品，其年产能约 8 万吨，居行业第二位置，主要竞争对手为淮安淮河化工有限公司（年产能 10 万吨以上）。嘉诚化工生产主要集中在涟水、洪泽两地；下游客户分散度较好，主要集中在山西、陕西、浙江、河北。近年嘉诚化工积极投资研发新产品，主要包括新型油品添加剂和烷烃，其核心工艺均已完成并已投入市场小范围试用。

2014 年，嘉诚化工实现营业收入 3.92 亿元，营业利润-0.23 亿元，净利润-0.24 亿元。主要系市场产能严重过剩和竞争对手低价扩张影响所致。2015 年 1~3 月，嘉诚化工营业收入 1.06 亿元，营业利润-0.11 亿元，净利润-0.12 亿元。嘉

诚化工盈利能力较差。

从营业利润率来看，受下游消费不振及主要竞争对手压价扩张战略影响，跟踪期内，嘉诚化工营业利润率持续下滑 1.45 个百分点至 2014 年的 9.20%；2015 年 1~3 月，公司营业利润率进一步下滑至-0.89%。由于嘉诚化工主要产品超过 50%用于农药制造业，传统农药销售旺季（5~9 月份）的到来，或有利于公司盈利转好。

（3）财务分析

嘉诚化工提供的 2012~2014 年财务报表经立信会计师事务审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年一季度财务数据未经审计。

截至 2014 年底，嘉诚化工资产总额 5.28 亿元，所有者权益 2.29 亿元（无少数股东权益）。截至 2015 年 3 月底，嘉诚化工资产总额 5.36 亿元，所有者权益 2.17 亿元（无少数股东权益）。嘉诚化工所有者权益有所下降，主要系亏损未分配利润下降所致。

截至 2014 年底，嘉诚化工负债总额 2.99 亿元，较 2013 年底增长 6.88%；其中流动负债占 98.50%，较 2013 年底增长 29.91%，主要系本期集优票据年底到期致使一年内到期的非流动负债大幅增长所致；此外，嘉诚化工跟踪期内新增借入贷款及新产品研发原材料和工程设备等的投入促使流动负债快速增长。截至 2015 年 3 月底，嘉诚化工负债总额 3.19 亿元，其中流动负债占 99.01%，非流动负债占 0.09%。负债结构以流动负债为主。

截至 2014 年底，嘉诚化工资产负债率和全部债务资本化比率均有所增长，分别由 2013 年的 52.48%和 46.07%上升至 56.67%和 47.05%。截至 2015 年 3 月底，嘉诚化工资产负债率和全部债务资本化比率进一步上升至 59.54%和 49.67%。嘉诚化工债务负担较重，其债务主要为银行抵押借款和本期集合债券，截至 2015 年 3 月底，嘉诚化工可抵押土地、厂房、设备存量很小，后续融资压力较大。

截至 2014 年底，嘉诚化工流动比率和速动比率分别为 66.94%和 43.89%，与 2013 年底相比两项指标均大幅下滑。2015 年 3 月底，嘉诚化工两项指标小幅回升至 76.69%和 50.58%。总体来看，嘉诚化工短期偿债能力较弱，短期支付压力大。

从长期偿债能力看，嘉诚化工 2014 年 EBITDA 为 0.11 亿元，较上年大幅减少 0.18 亿元，主要系市场供大于求及主要竞争对手低价扩张战略挤压嘉诚化工利润空间所致。2014 年，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 0.74 倍和 19.10 倍。嘉诚化工长期偿债能力差。

（4）待偿还债券保障能力分析

2012 年，嘉诚化工参与发行了“12 淮安 SEMCNII001”，发行额度为 9000 万元，期限为 3 年。2014 年，嘉诚化工 EBITDA 和经营活动现金流入量对“12 淮安 SEMCNII001”发债额度的保护倍数分别为 0.11 倍和 5.86 倍，嘉诚化工 EBITDA 对“12 淮安 SEMCNII001”发债额度覆盖程度较差，到期偿付风险大。

由于嘉诚化工未提供对外担保、银行授信情况及人行征信报告，联合资信无法进一步揭示嘉诚化工对本期集优票据的偿付能力。

六、增信能力分析

中债增进公司就本期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。

在本期票据存续期内，如果发行人在付息日未按照本期票据募集说明书的要求将本期票据当期应付利息足额偿还票据持有人，则中债增进公司在本期票据付息日代发行人偿付本期票据当期应付未付的票面利息；如果发行人在兑付日未按照本期票据募集说明书的要求将本期票据本金和当期应付利息足额偿还票据持有人，则中债增进公司在本期票据兑付日代发行人偿付本期票据应付未付的本金和当期应付未付的票面利息。

保证期为自本期票据存续期及本期票据兑付日起两年。票据持有人在上述保证期间内未要求中债增进公司承担担保函规定的责任，则中债增进公司将免除相关责任。

本期票据的集合票据持有人依法将所持有的本期票据转让或出质给第三人的，中债增进公司将对随后获得本期票据的受让人或质权人承担上述规定的责任。

经联合资信评定，中债增进公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效提升了本期集优票据的信用水平。

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

综合考虑，基于中债增进公司担保的持续有效，联合资信维持“12 淮安 SMECNⅡ001”AAA 的信用等级。

附件 1　集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项　　目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
淮安华尔润化工有限公司	现金类资产(亿元)	1.15	1.05	1.09	1.13
	资产总额(亿元)	23.79	31.55	29.61	31.28
	所有者权益(亿元)	5.37	7.26	4.11	3.26
	短期债务(亿元)	4.62	7.59	6.80	6.96
	全部债务(亿元)	6.69	9.13	8.76	8.56
	营业收入(亿元)	20.47	17.59	12.05	2.50
	利润总额 (亿元)	0.81	-0.15	-3.20	-0.85
	EBITDA(亿元)	2.37	1.64	-1.27	--
	经营性净现金流(亿元)	2.56	-0.38	1.27	-0.84
	营业利润率(%)	11.26	7.32	-10.69	-18.66
	净资产收益率(%)	11.05	-1.51	-76.47	--
	资产负债率(%)	77.43	76.99	86.10	89.58
	全部债务资本化比率(%)	55.49	55.69	68.04	72.42
	流动比率(%)	33.28	58.84	55.94	58.15
	全部债务/EBITDA(倍)	2.82	5.56	-6.88	--
	经营现金流动负债比(%)	15.67	-1.66	5.40	--
淮安嘉诚高新化工股份有限公司	现金类资产(亿元)	1.29	0.41	0.18	0.14
	资产总额(亿元)	5.46	5.33	5.28	5.36
	所有者权益(亿元)	2.67	2.53	2.29	2.17
	短期债务(亿元)	1.15	1.25	2.03	2.11
	全部债务(亿元)	2.15	2.16	2.03	2.14
	营业收入(亿元)	5.33	4.96	3.92	1.06
	利润总额 (亿元)	0.38	0.02	-0.23	-0.12
	EBITDA(亿元)	0.60	0.29	0.11	--
	经营性净现金流(亿元)	-0.14	0.22	0.70	-0.01
	营业利润率(%)	14.25	10.65	9.20	-0.89
	净资产收益率(%)	12.46	0.26	-10.54	--
	资产负债率(%)	51.12	52.48	56.67	59.54
	全部债务资本化比率(%)	44.63	46.07	47.05	49.67
	流动比率(%)	170.88	120.32	66.94	76.69
	全部债务/EBITDA(倍)	3.57	7.44	19.10	--
	经营现金流动负债比(%)	0.67	0.32	0.12	--

注：各发行人 2015 年度一季度财务数据未经审计。

附件 2　担保方主体长期信用等级

附件 3　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，中长期债券信用等级划分成三等九级，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。

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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。

中债信用增进投资股份有限公司
2015 年主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间

2015 年 7 月 3 日

主要数据

项　目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产总额(亿元)	125.08	118.46	86.22	103.66
负债总额(亿元)	51.56	46.03	15.96	32.19
所有者权益(亿元)	73.52	72.43	70.26	71.47
增信余额(亿元)	901.78	941.15	898.58	682.58
净资本覆盖率(%)	98.08	95.24	103.02	118.49
项　目	**2015 年 1-3 月**	**2014 年**	**2013 年**	**2012 年**
营业收入(亿元)	3.43	12.36	15.79	9.47
利润总额(亿元)	1.98	4.77	9.39	6.16
净利润(亿元)	1.49	3.59	7.19	4.33
平均净资产收益率(%)	-	5.03	10.15	6.30
平均资产收益率(%)	-	3.51	7.57	4.42

注：2015 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

赖金昌　刘 睿　宋 歌

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，是国内首家专业债券信用增进机构。经过近年来的经营实践，公司初期发展规划得到落实，与信用增进行业相适应的全面风险管理体系逐步建立健全；增信业务基础不断夯实，增信业务规模增长较快；在债券市场信用风险分担机制建设方面进行了积极探索，创新业务持续推进。另一方面，现阶段国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求。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长期信用等级为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，公司拥有较大的市场发展空间；
- 公司资本实力强，股东背景强大，股东有能力和意愿在需要时提供资本补充支持；
- 公司具备较强的创新能力及市场推动力，信用增进业务保持较快增长。

关注

- 公司单笔增信业务金额较高，行业集中度较高，存在一定的业务集中风险；
- 国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求；
- 由于信用增进业务增速放缓以及准备金计提规模的增加，公司盈利面临压力。

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（2015 年 7 月 3 日至 2016 年 7 月 2 日），根据跟踪评级的结论，有效期内委托人的信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二〇一五年七月三日

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，业务方面接受中国人民银行监管。

表 1　公司股东及持股情况

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	国网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。

公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、投资业务二部、风险与规划管理部、法律合规部、财务部、综合部八个部门。截至 2015 年 3 月末，公司共有员工 108 人，绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2014 年末，公司资产总额 118.46 亿元，负债总额 46.03 亿元，所有者权益 72.43 亿元。2014 年，公司实现营业收入 12.36 亿元，其中主营业务收入 7.45 亿元；净利润 3.59 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司资产总额 125.08 亿元，负债总额 51.56 亿元，所有者权益 73.52 亿元。2015 年 1 季度，公司实现营业收入 3.43 亿元，其中主营业务收入 2.22 亿元；净利润 1.49 亿元。

二、运营环境

1．宏观经济环境

金融危机爆发以来，各国政府财政支出高速增长，发达经济体政府债务负担加重，金融危机已演变为主权债务危机。为恢复经济增长，主要经济体都采取了大量的经济刺激政策和金融纾困手段。在各种经济政策和救助工具拉动下，全球经济增长呈现分化发展趋势。2014 年，世界经济在温和复苏中进一步分化调整，发达经济体经济运行分化加剧，发展中经济体增长放缓；货币政策措施分化严重，国际金融市场动荡加剧；世界经济复苏依旧艰难曲折。

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。2012 年疲弱的外需环境及国内生产成本的上涨，导致我国外贸进出口总额增速下降明显，同时也极大地影响了国内实体经济的发展。2012 年央行两次下调存款准备金率和两次降息，以及持续的进行逆回购操作，保证了市场的流动性，全年货币供给保持平稳增长，保障了实体经济的平稳发展。2013 年，我国明确了“稳增长、调结构、促改革”的政策思路，经济发展呈现稳中向好的态势。2014 年，我国经济发展进入“新常态”，政府将稳增长和调结构并重，创新宏观调控的思路和方式，简政放权，定向调控，保证了国民经济在新常态下的平稳运行。2014 年我国经济结构持续优化，消费对经济增长的贡献度逐步提升，成为经济增长的首要拉动因素。同时，与改善民生密切相关的就业与居民收入指标表现良好，化解产能过剩和节能减排也取得一定进展。但受到制造业持续产能过剩、需求不足，以及房地产市场调整带动房地产投资下行等因素的影响，我国投资增长乏力，是拖累当前经济增长的主要原因。此外，企业经营依然困难，融资

瓶颈约束明显，也对经济增长造成一定的负面影响。经初步核算，2014 年，我国 GDP 增长率为 7.4%，同比下降 0.3 个百分点；CPI 增长率为 2.0%，同比下降 0.6 个百分点，增速有所放缓（见表 2）。

表 2　宏观经济主要指标　　单位：%/亿美元

项　目	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
GDP 增长率	7.4	7.7	7.8	9.2	10.3
CPI 增长率	2.0	2.6	2.6	5.4	3.3
PPI 增长率	-1.9	-1.9	-1.7	6.0	5.5
M2 增长率	12.2	13.6	13.8	13.6	19.0
固定资产投资增长率	15.7	19.3	20.6	23.8	23.8
社会消费品零售总额增长率	10.9	13.1	14.3	17.1	18.3
进出口总额增长率	2.3	7.6	6.2	22.5	34.7
进出口贸易差额	23489	2592	2311	1551	1831

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

注：2014 年进出口贸易差额的单位为亿元。

目前，我国处于经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期，三期叠加的结果是较大的经济下行压力。在经济发展新常态下，如何打造经济增长的新引擎，调整经济结构，优化资源配置，增强可持续发展的动力是国内经济面临的重要挑战。展望 2015 年，我国经济运行的国际环境总体趋好，世界经济将继续保持复苏态势，但主要发达经济体宏观政策调整、地缘政治冲突等也带来了一些风险和不确定性。国内基本面和改革因素仍可支撑经济增长，政府定向调控政策效应逐步释放，加大简政放权、允许民间资本创办金融机构以及加大推动市场化、财税体制等多领域改革等，对经济增长潜力的提高作用将在未来一段时间逐步显现，对 2015 年的经济增长具有正面作用，我国经济整体将保持平稳发展。

2. 行业发展概况

近年来，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 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。

从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体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，增信成为低信用级别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。这使得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，目前存在相关法律依据缺位、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。2012 年 8 月，《信用增进机构管理规范》、《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012 年 11 月，财政部发布了《企业会计准则解释第 5 号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。同年，由公司参与起草的《中国银行间市场信用增进业务自律管理规则》已由交易商协会理事会审议通过，将择期发布。信用增进行业标准的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. 公司治理

公司注册资本 60 亿元，股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的企业组成。公司在业务开展、资本补充等方面得到了股东的大力支持，股东承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。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。

公司按照市场化模式运作，初步搭建了由股东会、董事会、监事会及高级管理层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，股东会会议由董事会依法召集。公司股东会会议按照相关要求召集召开，能够确保各股东方对重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由 9 名董事组成，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、年度财务预决算等议案，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、关联交易管理操作规程、高管人员年度考核办法等基础管理制度。各专门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。公司尚未实施外部监事制度。监事长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了监事会议事规则、监事长选举等议案。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。2014 年，公司选举产生新任总经理。总经理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。公司高级管理层下设授信审批委员会、风险管理委员会、采购管理委员会、投资决策委员会、招聘委员会 5 个专门委员会。公司高管人员由总经理提名、经董事会通过后任命。公司注重专业团队建设，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。

公司根据银行间市场交易商协会发布的关

于信息披露规则的公告制定了信息披露管理办法，规定公司按季度定期对外公开披露财务信息，不定期对外公开披露重大事项。

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。

2. 内部控制

公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、投资业务二部、风险与规划管理部、法律合规部、财务部、综合部八个部门（见附录 2）。2014 年，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，并相应进行人员调整，将原有的业务营运部拆分为增信业务一部和增信业务二部，以加强内部管理，提高增信业务营销效率；将原有的投资部拆分为投资业务一部和投资业务二部，按投资产品品种划分部门职责，提升团队专业性；将原计划财务部的预算规划职能移交至原风险管理部，原风险管理部和计划财务部分别更名为风险与规划管理部和财务部。

公司在运营过程中所面临的各类风险由风险与规划管理部统一管理。为确保各项业务规范有序开展，公司按年度制定风险管理指引，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、投资管理办法等制度，以及涉及资金、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资本的需求，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，绝大多数员工拥有硕士及以上学历。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，为创新业务的开展储备了人才队伍。同时，公司出台了薪酬管理办法，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，基本构建起能上能下的用人机制，较好地发挥了激励约束作用。

总的看来，公司搭建了比较清晰的组织架构，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。考虑到业务的快速发展，公司需加快内控及信息系统建设进程，为持续运营提供有效支撑。

3. 发展战略

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；信用增进市场国际化的推动者和实践者。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逐步完善，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。

经过几年的发展，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 2015 年 3 月末，公司增信业务规模累计 1518.71 亿元，提供信用增进服务的项目累计 222 个，创新业务实现突破，逐步形成一定的市场影响力。

公司制定了 2015 年经营计划，将深入拓展民生建设项目、新型政府类项目业务，强化与主承销商和商业银行的战略合作，继续推进与大型担保公司“批发”合作模式，推进增信业务稳健发展；优化投资组合持仓结构，强化流动性管理，扩大投资收益；发挥与交易商协会的系统协同优势，加强对供应链债务融资工具、信用衍生产品、离岸债券等新型业务的研究，通过产品创新工作拓展盈利模式；通过优化增信业务风险政策体系、建立分层业务审批机制、

提升增信后管理水平等方式把控风险，确保公司稳步健康发展；持续梳理制度、流程，加强合规性内审工作，规范授权体系管理，促进合法合规运营管理；加大人力资源、财务会计、IT 系统建设、品牌建设工作力度，为持续健康发展提供支持保障。

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发展初期，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、主要业务经营分析

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以及境外业务三个板块。

1. 基础增信业务

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、区域集优、企业债、公司债、定向融资工具等债券类产品以及银行理财产品、资产管理计划、信托计划等投资类产品的增信。

表 3　公司尚在责任期内增信业务余额分布　　单位：亿元/个

项目种类	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量	增信余额	项目数量
基础类信用增信业务	**929.15**	**112**	**886.58**	**120**	**667.28**	**86**
其中：短期融资券	3.00	1	44.30	7	32.50	6
中期票据	182.20	18	225.22	23	314.20	29
企业债	161.50	14	108.00	8	76.00	6
公司债	108.00	4	88.00	3	-	-
集合票据	12.08	6	27.82	14	31.94	14
区域集优	89.82	42	102.26	45	48.64	17
定向融资工具	321.00	18	191.00	7	91.00	5
信托计划	15.00	3	83.00	11	73.00	9
资产管理计划	15.00	1	15.00	1	-	-
委托债权投资计划	16.55	3	2.00	1	-	-
项目收益票据	5.00	2	-	-	-	-
创新型信用增信业务	**3.00**	**1**	**3.00**	**1**	**6.30**	**4**
其中：中债合约Ⅰ号	3.00	1	3.00	1	3.00	1
中债合约Ⅱ号	-	-	-	-	-	-
中债合约Ⅲ号	-	-	-	-	2.00	1
中债合约Ⅳ号	-	-	-	-	1.30	2
投资交易型增信	-	-	-	-	-	-
境外业务	**9.00**	**1**	**9.00**	**1**	**9.00**	**1**
合 计	**941.15**	**114**	**898.58**	**122**	**682.58**	**91**

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持续增长，但增速有所放缓(见表 3)。2014 年，公司新增基础增信项目 28 个，增信金额 279.85 亿元。截至 2014 年末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 112 个，较上年末略有减少；增信余额 929.15 亿元，较上年末增长 4.80%，其中定向融资工具业务规模增幅明显。

公司中期票据、企业债及公司债信用增信业务规模较大，近年来上述增信业务规模整体呈上升趋势，占基础增信业务规模的比重维持 50%左右。

公司定向融资工具包括保障房私募债、小城镇项目定向债务融资工具以及私募可转债。

2011 年，公司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背景下，研究相关政策、业务模式和金融市场状况，推出了保障房私募债信用增进服务。从近年来的业务开展过程看，此类业务发展迅速。截至 2014 年末，公司尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 14 个，增信余额 282.00 亿元，较上年末大幅增加。2014 年，公司将天津市开发东丽区军粮示范镇、津南区咸水沽示范镇、蓟县新城等六区县示范小城镇项目作为合作契机，推出了小城镇项目非公开定向债务融资工具信用增进服务，并拟与天津市人民政府探讨签署全面战略合作框架协议，在“十二五”期间进行后续综合金融业务合作。截至 2014 年末，公司小城镇增信项目 2 个，增信金额 38.00 亿元。此外，公司根据发行人需求、投资人意向以及政策导向推动的第一单私募可转债券增信业务成功发行，为具有高成长性的中小企业筹集资金提供了一条新的通道。总体看，公司定向融资工具增信项目规模较大，近年来增信业务规模增幅明显。该类项目主要与地方政府融资平台合作，公司对合作的融资平台主体资质要求较为严格，大部分在 AA 级以上。此外，为防范局部平台债务违约的风险，公司根据不同地区、不同平台的风险差异性，建立了一系列筛选条件，差异化准入。

公司不断探索新的业务模式，在交易商协会的统一指导下，公司于 2011 年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，联合商业银行和其他中介机构，由公司提供信用增信，为融资主体提供直接债务融资服务。由于地方政府发展基金在区域集优项目中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。近年来，由于中小企业信用风险逐渐暴露，公司针对此类项目收缩了区域杠杆规模。截至 2014 年末，公司尚在增信责任期内区域集优增信项目 42 个，涉及企业 117 家，增信余额合计 89.82 亿元，较上年末减少 12.17%。

近年来，国内信托、资产管理等理财类业务迅速发展，产品体系不断丰富，为公司提供了业务开展机会。公司审慎选择经营业绩较好、业务规模较大、市场排名靠前的机构合作，推广信托、资产管理等理财类增信业务。截至 2014 年末，公司尚在增信责任期内信托计划增信项目 3 个，增信金额 15.00 亿元；资产管理计划增信项目 1 个，增信金额 15.00 亿元。此外，公司尝试开展资产证券化增信业务，中建三局集团有限公司委托贷款债权证券化项目专项资产管理计划 01、02 成功发行，为公司后续资产证券化产品增信业务的开展积累了一定的业务经验。

2014 年，公司提供增信服务的银行间市场首单项目收益票据成功发行，首期募集资金 5 亿元。

2015 年第一季度，公司尝试为证券公司发行次级债提供增信服务，成功发行 1 个，增信金额 10 亿元；由于基础增信业务基本未有新增，且存量业务到期，导致增信业务项目和余额较 2014 年末均有所下降。截至 2015 年 3 月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 106 个，增信余额 889.78 亿元，

总体看来，公司基础增信业务发展相对成熟，创新业务品种不断推出，为公司确立了市场地位，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一定进展。公司是目前经交易商协会认定的 45 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。

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。若票据到期时发行人违约，公司将以约定方式对投资人进行损失补偿。截至 2015 年 3 月末，公司尚在责任期内的中债合约Ⅰ号 1 支，增信余额 3.00 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债务信用风险缓释合约，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 2015 年 3 月末，上述产品的增信责任均已到期。

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（信用风险缓释工具）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。公司 2014 年未发生 CRM 交易，未来开展 CRM 交易的主要业务模式主要有：一是通过信用风险缓释工具的创设和交易释放、转移公司已有的信用风险，实现公司资本金的循环利用，达到建立风险分担机制、起到市场风险枢纽的作用；二是通过信用风险缓释工具的创设对信用增进业务进行有效补充，适时将信用风险缓释工具的创设和交易与债券发行（包括公募和私募发行）结合起来，使其成为新的信用增进方式。

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。基于以上因素，公司信用风险缓释工具业务在短期内将不会呈现规模化发展。

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。公司于 2012 年与上海国际信托等相关机构合作完成首单海外投资 QDII 信托项目，公司对此信托计划 A 类持有人（优先级）提供本金到期偿付保证，增信金额 9 亿元，增信期 3 年。

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。公司构建了由董事会、监事会、经营管理层与业务条线组成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经营管理层在风险管理方面的履职情况，经营管理层负责制定和审查公司风险管理政策和操作流程。公司建立了以业务部门为前台，风险与规划管理部门为中台，法律合规、财务、综合部门为后台的“三道防线”，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程。风险与规划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，开发各类风险管理系统和技术，加强对风险因素的识别、计量、评估和定价能力，实现对风险的精细化和定量化管理。

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。2014 年，公司对各类别风险管理制度及流程进行了梳理，完成了《风险管理准备金计提管理办法》、《增信业务风险分类管理办法》、《信用风险缓释措施管理办法》、《授信审批委员会议事规则》以及《投资业务风险限额方案》等制度的修订工作，并制定了《2015 年业务开展风险指引》。

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。公司搭建了内部评级体系，制定了《公司客户信用评级工作管理办法（试行）》，界定了相关部门在内部评级工作过程中的职责，公司客户内部评级体系基本成形。公司的内部评级体系以内部评级模型为参考，内部评级模型包括定性、定量模块，定性模块是基于专家判断的评级过程，从客户和行业风险特征、公司治理与管理能力、经营风险、财务风险等角度选取定性指标揭示客户违约风险；定量模块中，公司通过自身积累及公开市场中的数据，确定统一的标准以区分“好样本”与“坏样本”，建立逻辑回归等数理统计模型，筛选出能够揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反应客户盈利能力、偿债能力、成长能力、运营能力的财务指标，并确定相应定量模块各指标的权重。内部评级模型的运用将提高评级方法的量化程度和风险预测解释能力，为公司对客户风险的一致性判断提供了参考指标。

公司建立了风险监控预警体系，通过专业团队对信用增进项目和投资交易业务进行日常风险监控，对增信业务每季度进行动态风险分类和重点现场风险排查，对投资交易头寸进行动态及时估值与限额监控，及时预警和化解风险。公司针对突发事件，建立重大风险事件应急处理机制，强化应对突发风险的能力。此外，还专门组织人员对公司信用增进业务和投资业务整体风险、各组合维度风险、单一大客户风险进行压力测试与敏感性分析，准备金与资本占用测算，风险限额监控预警以及构建风险预警指标体系等工作，使公司各组合层面信用风险与市场风险得到及时感知与预警。

2014 年，公司进一步规范审批流程，首先是增信业务部门对增信业务展开尽职调查，风险与规划管理部将审查合规后的业务评价报告提交业务审批会。信用增进业务审批会议实行有权审批人会议审批制度，有权审批人包括审批牵头人和审批人，每次审批会议应至少包括 5 名审批人，其中审批牵头人 1 名，会议由审批牵头人主持。各审批人在审批会上对报批项目进行充分讨论研究，现场进行独立表决，由风险与规划管理部根据相应规则汇总后形成会议结论并报公司总裁专题会进行最终审定。会后，由各部门分头落实总裁专题会最终审定的结论。为保持评审的独立性，审批会议实行审批人独立审批制度，各委员履行独立表决权，同时审批会议实行回避制度。

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不同的风险额度，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体系。近年来，公司先后出台了《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》等管理制度并适时进行修订。

在风险分类办法方面，公司将原有的四大类五级分类进一步细化为四大类七级分类，加强对存续项目的精细化管理，便于根据风险差异性，采取不同措施。在风险准备金计提方面，公司遵循谨慎性、客观性、及时性、重要性和动态性计提原则，按季提取信用增进及投资业务准备金。公司风险准备金包括一般准备金、专项准备金和特种准备三种。2014 年，公司对风险准备金计提方案进行了优化：对一般准备进行了差异化处理，将企业评级划分为三个档次，采用不同的一般准备计提比例；对专项准备进行了精细化处理，并适当提高了专项比例计提标准，以增强公司对风险的抵御能力。

为保证公司资本充分覆盖各项业务出现的非预期损失，公司在充分计提风险准备金的基础上，计量并监控各项业务的风险资本要求。公司资本要求按照风险类型不同分为两类，一类是信用风险资本要求，体现为公司信用增进业务、债券投资业务、信用风险缓释工具等各类业务所承担信用风险的非预期损失程度；一类是市场风险资本要求，体现为公司投资的金融产品因市场变化面临的非预期损失程度。公司通过对资本覆盖率(资本覆盖率为资本与信用风险资本要求和市场风险资本要求之和的比率)的监测，确保公司资本充分覆盖各类业务面临的非预期损失。公司建立了资本占用额度监测管理机制，由风险与规划管理部根据相关规定按季度对资本占用额度和资本覆盖率进行测算，并向风险管理委员会报告。

公司流动性风险管理主要是衡量和评估公司的现金流缺口：一是研究制定流动性风险压力测试方案，分析各类现金流支出给公司带来的流动性风险；二是建立公司增信业务代偿规模损失分布机制，考量公司在代偿压力增加、现金流缺口增大的情景下，面临的流动性风险状况。为应对 2015 年公司可能面临的流动性压力，公司通过提高优质资产流动性储备、合理安排投资方案以及制定应急资金计划等方面提高流动性管理水平。同时，公司以流动性风险管理为基础，研究建立资产负债管理体系，确保公司持续稳健发展。

以上措施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。公司通过资本覆盖率、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项业务指标，监测和分析风险管理状况。总体看，公司基本建立了较完善的风险管理体系。

2. 增信业务组合分析

● 增信业务

截至 2015 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 108 个，涉及企业 200 家，增信余额 901.78 亿元。

成立之初，为迅速做大规模、扩大影响，公司针对一批资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模快速增长。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。2014 年，公司根据宏观经济形势变化，对产能过剩行业的中小企业严格风险准入，增量业务向信用等级较高的客户倾斜，2014 年末公司 AA$^-$及以上级别企业涉及增信责任余额 807.25 亿元，占全部增信责任余额的 86.60%，较上年末有所提升。截至 2015 年 3 月末，公司增信责任余额仍以高信用等级企业发行额为主，AA$^-$及以上企业涉及增信责任余额 775.27 亿元，占全部增信责任余额的 86.84%，项目统计见表 4。总体看，公司近年来客户级别有一定上移，增信责任余额以高信用等级企业发行为主。

表 4　2015 年 3 月末公司增信业务级别分布情况

主体级别	增信金额（亿元）	按增信金额占比（%）
AA+及以上	370.05	41.45
AA	278.00	31.14

AA-	127.20	14.25
A-至 A+	56.45	6.32
BBB+及以下	61.08	6.84
合计	**892.78**	**100.00**

注：以上数据未包含 9 亿元无评级项目

截至 2015 年 3 月末，公司存续期内的增信项目共涉及 200 家企业，从增信余额的行业分布情况来看，前五大行业依次为保障房项目、投融资平台、金融、机械、交通运输服务行业。第一大行业增信余额占比为 31.27%，前五大行业增信余额合计占 79.19%，存在较高的行业集中风险。从增信余额的客户分布情况来看，单一最大客户增信余额 65.00 亿元，相当于公司净资产的 88.41%，此项目为南京安居建设集团保障房项目；最大五家客户增信余额合计 219.00 亿元，相当于公司净资产的 2.98 倍，客户集中度高，主要为保障房项目和证券公司债券项目。从到期期限分布上看(见表 5)，公司到期期限在 1 年内和 2~3 年的增信业务占比分别为 26.12%和 17.81%，较上年末有所上升；1~2 年和 3~5 年的增信业务占比分别为 18.08%和 24.06%，较上年末有所下降；到期期限在 5 年以上的增信业务占比为 13.92%，近年来持续上升。总体看，公司增信项目期限分布比较均衡。

表 5　2015 年 3 月末增信业务到期期限分布情况

到期期限	增信金额(亿元)	占比（%）
1 年内	235.59	26.12
1-2 年	163.04	18.08
2-3 年	160.65	17.81
3-5 年	217.00	24.06
5 年以上	125.50	13.92
合计	**901.78**	**100.00**

公司根据《信用增进业务风险分类管理办法》对增信对象进行风险分类。截至 2015 年 3 月末，公司增信业务风险分类中 98%以上为正常项目（见表 6），不良类（含次级、可疑、损失）项目余额 11.85 亿元，较上年末增长 61.22%。划入不良类的项目主要为中小企业客户，这主要是由于国内宏观经济增速放缓导致中小企业经营比较困难，集合票据和区域集优项目发生代偿风险的可能性大幅上升。截至 2015 年 3 月末，公司增信业务共计提风险准备金 11.85 亿元。

表 6　2015 年 3 月末公司增信业务风险分类情况

项目	增信金额（亿元）	占增信金额（%）
正常稳定	855.88	94.91
正常关注	34.05	3.78
次级	6.05	0.67
可疑	5.80	0.64
损失	0.00	0.00
合计	**901.78**	**100.00**

为控制增信业务风险，公司采取第三方保证担保、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 2015 年 3 月末，公司增信责任余额为 901.78 亿元。其中，除主体评级在 AA^+及以上的部分项目未采用反担保措施外，其余项目基本都落实了较充分的风险缓释措施。

公司针对主体评级在一定级别以下的增信项目、集合票据及区域集优项目均采取了相应风险缓释措施。针对中小企业集合票据业务，公司对该类项目实行严格的风险准入，目前无新增业务。区域集优业务项目主体与普通集合票据主体具有基本相同的风险特征，即均为抵御风险能力相对较弱的中小企业。针对此类项目，公司收缩了区域杠杆规模，建立了与地方政府的沟通、协调和工作机制，严格规范准入标准，并对该类项目的风险评价指引进行差异化处理，在关键环节上把控风险节点。

2014 年以来，为应对重大突发事件，公司要求各部门联动配合、共同参与，采取多种手段处置风险，以充分降低公司损失。公司制定了管理办法、操作制度和应急预案，对发生重大突发事件后的代偿、清偿、追讨等情形下的工作流程、工作方式以及工作内容做出了具体规定；明确在重大突发事件发生时或兑付日前十个工作日前，评估公司代偿可能性，并在此基础上启动应急机制，开展现场风险排查、公

开信息披露、资金头寸准备、资产保全、追偿清偿、诉讼等工作，以防范和化解风险。

截至 2014 年末，公司未发生代偿。2015 年一季度，公司发生一笔代偿，代偿金额本息合计 2856.80 万元，目前已全额收回。

总体看来，公司高信用等级企业增信余额占增信业务存量的大部分，但国内宏观经济增速放缓导致中小企业违约风险加大，公司的代偿能力和流动性管理水平面临一定压力。公司尚在增信期内客户到期期限分布较分散，但存在行业及客户集中度较高的问题。

- 创新业务

对于由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。2014 年，为控制业务风险，公司发布了《信用风险缓释工具业务管理办法（试行）》以保障业务稳健开展。交易对手风险方面，公司规定 CRM 交易一律在授信范围内进行。同时，公司在对 CRM 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。截至 2015 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，大多在一年内。总体看，公司卖出保护的标的实体违约风险较小。

总体看，公司建立并不断完善具有信用增进行业特点的全面风险管理体系。公司处于业务快速发展阶段，也是风险积累阶段。考虑到经济处于下行期、信用衍生工具的创新性及杠杆性等因素，公司信用增进业务发生违约、代偿的风险加大，公司风险管理体系对业务的保障程度尚待观察。

六、财务分析

公司提供了 2012~2014 年度财务报告及 2015 年 1 季度财务报表。其中，2012~2014 年度财务报告经信永中和会计师事务所审计，会计师事务所出具了标准无保留意见的审计报告；2015 年 1 季度财务报表未经审计。

1. 财务概况

截至 2014 年末，公司资产总额 118.46 亿元，负债总额 46.03 亿元，所有者权益 72.43 亿元。2013 年，公司实现各项营业收入 12.36 亿元，其中增信业务收入 7.45 亿元；净利润 3.59 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司资产总额 125.08 亿元，负债总额 51.56 亿元，所有者权益 73.52 亿元。2015 年 1 季度，公司实现营业收入 3.43 亿元，其中增信业务收入 2.22 亿元；净利润 1.49 亿元。

2. 资本结构

公司目前资本来源以资本金和利润留存为主，公司根据资金业务的需要调整负债规模。2012 年，公司未分配现金股利；2013~2014 年，公司分别分配现金股利 6.60 亿元和 3.00 亿元，近三年公司未分配利润余额基本持平，利润留存对资本补充力度有限。截至 2014 年，公司所有者权益 72.43 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 2.16 亿元，未分配利润 9.83 亿元。未来，公司将采取适度的分红政策来回报股东，并通过利润留存支持业务发展。此外，公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本支持。

公司负债主要由卖出回购金融资产、长期借款及增信责任准备金组成(见表 7)。公司卖出回购金融资产标的为债券，近年来卖出回购金融资产规模持续增加，导致公司负债规模呈上升趋势。

表 7　公司负债结构　　单位：亿元

项 目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
卖出回购金融资产	26.27	22.13	5.01	26.01
预收账款	0.84	1.36	2.47	1.62

长期借款	10.67	8.37	-	-
风险准备金	11.85	11.18	6.20	2.08
衍生金融负债	-	-	-	0.05
其他	1.93	2.99	2.28	2.43
负债合计	**51.56**	**46.03**	**15.96**	**32.19**

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备、专项准备和特种准备，其中一般风险准备在增信责任余额的基础上按照一定比例计提，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，特种准备是针对重大突发事项的风险计提。近年来，国内宏观经济增速放缓，中小企业发生信用风险的可能性大幅提升，公司对风险准备金计提进行了优化并加大了计提力度。截至 2014 年末，公司共计提风险准备金 11.18 亿元，占同期增信余额的 1.24%。

为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信。截至 2014 年末，公司共获得 16 家银行合计 268 亿元的授信额度。其中，公司长期借款余额 8.37 亿元，该笔借款为公司办公楼建设专门借款。此外，公司于 2011 年获得银行间市场同业拆借资格，融资渠道进一步拓宽。

近年来，公司负债规模大幅增加，导致公司杠杆率呈上升趋势。截至 2014 年末，公司资产负债率为 38.86%，杠杆水平较 2013 年末显著上升。2015 年一季度，随着卖出回购金融资产和长期借款规模的上升，公司负债规模进一步增加，资产负债率增至 41.22%。

总体看，公司资本实力强，近年来利润留存对资本补充力度有限，2014 年以来负债规模和杠杆水平显著上升。

3. 资金运用与资产质量

公司资金主要运用于投资业务、买入返售和同业存放。近年来，公司投资规模一直处于较高水平，存放同业款项和买入返售金融资产规模整体呈下降趋势。（见表 8）。

表 8　公司资产结构　　单位：亿元

项　目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
货币资金	0.27	0.35	0.06	0.12
存放同业款项	1.96	2.27	1.79	5.58
拆出资金	2.00	-	-	-
买入返售金融资产	1.05	2.91	-	13.03
投资资产	97.43	92.75	72.98	80.29
其中：交易性金融资产	5.93	5.98	6.69	7.72
衍生金融资产	-	-	0.04	-
可供出售金融资产	72.23	66.54	52.75	59.56
持有至到期投资	19.27	20.23	13.50	13.01
应收款项类投资	-	-	-	-
其他资产	22.37	20.18	11.39	4.64
资产合计	**125.08**	**118.46**	**86.22**	**103.66**

截至 2014 年末，公司投资资产余额 92.75 亿元，占资产总额的 78.30%，投资资产占比较高。其中，交易性金融资产余额 5.98 亿元，均由债券资产组成；可供出售金融资产余额 66.54 亿元，全部为债券投资，公司可供出售金融资产规模较大，其公允价值变动对资本公积有一定影响；持有至到期投资余额 20.23 亿元，其中债券投资余额 19.23 亿元，信托产品投资余额 1.00 亿元。

公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括政府债券、政策性金融债券、短期融资券、中期票据、集合票据以及企业债券。截至 2014 年末，公司短期融资券、中期票据、集合票据及企业债券等收益率较高的债券合计占债券投资的 51.62%；政策性金融债券占比 38.16%；政府债券占比 10.22%。从债项外部评级情况来看，债券发行人主体评级均在 AA^-及以上，其中 AA^+及以上债券余额合计占债券投资余额的 87.56%，债券投资的信用风险不大。2014 年公司设立投资二部，侧重对权益和创新类金融工具进行投资，但目前规模较小，未来公司投资品种有望进一步丰富。

近年来，公司其他资产增幅明显，主要是由于公司购买办公大楼，导致在建工程余额逐年增加。截至 2014 年末，公司在建工程余额 14.48 亿元。

2015 年 1 季度，公司延续 2014 年的投资

策略及投资品种，投资规模较 2014 年末略有上升。

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，信用风险不大。

4. 经营效率及盈利能力

公司收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见表 9)。

表 9 公司收益指标 单位：亿元/%

项 目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
增信业务收入	2.22	7.45	7.37	5.24
投资收益	1.25	4.57	8.51	4.03
利息收入	0.02	0.06	0.05	0.13
提取风险准备金	0.66	4.98	4.13	1.12
业务及管理费	0.24	1.57	1.21	1.40
净利润	1.49	3.59	7.19	4.33
平均净资产收益率	-	5.03	10.15	6.30
平均资产收益率	-	3.51	7.57	4.42

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。近年来，随着信用增进业务规模增速放缓，公司增信业务收入增幅趋缓。2014 年，公司实现增信业务收入 7.45 亿元，占营业收入的 60.29%。

近年来，公司投资收益呈波动变化，主要以债券利息收入为主。2014 年，公司实现投资收益 4.57 亿元，占营业收入的 37.02%，较上年大幅减少。若考虑公允价值变动收益和其他综合收益影响，投资收益与上年基本持平。

近年来，公司增信业务规模放缓，中小企业面临的信用风险逐渐暴露，公司提取的风险准备金呈上升趋势，2014 年共提取风险准备金 4.98 亿元。2014 年，公司业务及管理费 1.57 亿元，占收入的 12.68%，较上年有所上升，营业费用整体保持在合理范围内。受增信业务收入增长趋缓及投资收益下降影响，2014 年公司实现净利润 3.59 亿元，平均净资产收益率及平均资产收益率分别为 5.03%和 3.51%，盈利水平有所下降。

2015 年 1 季度，公司实现增信业务收入 2.22 亿元，投资收益 1.25 亿元，同比均略有下降；由于提取风险准备金减少，实现净利润 1.49 亿元，同比略有上升。

总体看，增信业务和投资业务收入是公司主要的收入来源。2014 年，受增信业务收入增长趋缓及投资收益下降影响，公司盈利水平有所下降。

5. 资本充足率及代偿能力

公司目前面临的风险主要源于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。

从现金流情况来看，近年来，公司现金流处于正常水平（见表 10)。

表 10 公司现金流情况 单位：亿元

项 目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营活动产生的现金流量净额	-0.22	2.47	3.43	3.17
投资活动产生的现金流量净额	-6.50	-23.57	21.73	-4.00
筹资活动产生的现金流量净额	6.33	21.89	-29.01	3.40
现金及现金等价物净增加额	-0.40	0.78	-3.85	2.58
期末现金及现金等价物余额	2.23	2.63	1.84	5.70

根据公司 2014 年末的资产状况，估算出公司净资本为 53.78 亿元，较上年末有所下降，净资本比率为 74.25%（见表 11）。增信规模的增长使公司净资产增信倍数和净资本增信倍数有所上升；截至 2014 年末，公司净资产增信倍数为 12.99 倍，净资本增信倍数为 17.50 倍。经测算，截至 2014 年末，公司净资本覆盖率为

95.24%，近年来持续下降；2015 年 1 季度末，公司净资本覆盖率为 98.08%。公司处于成长阶段，增信业务的持续发展将使公司放大倍数逐步提高，对公司资本充足性的影响需关注。

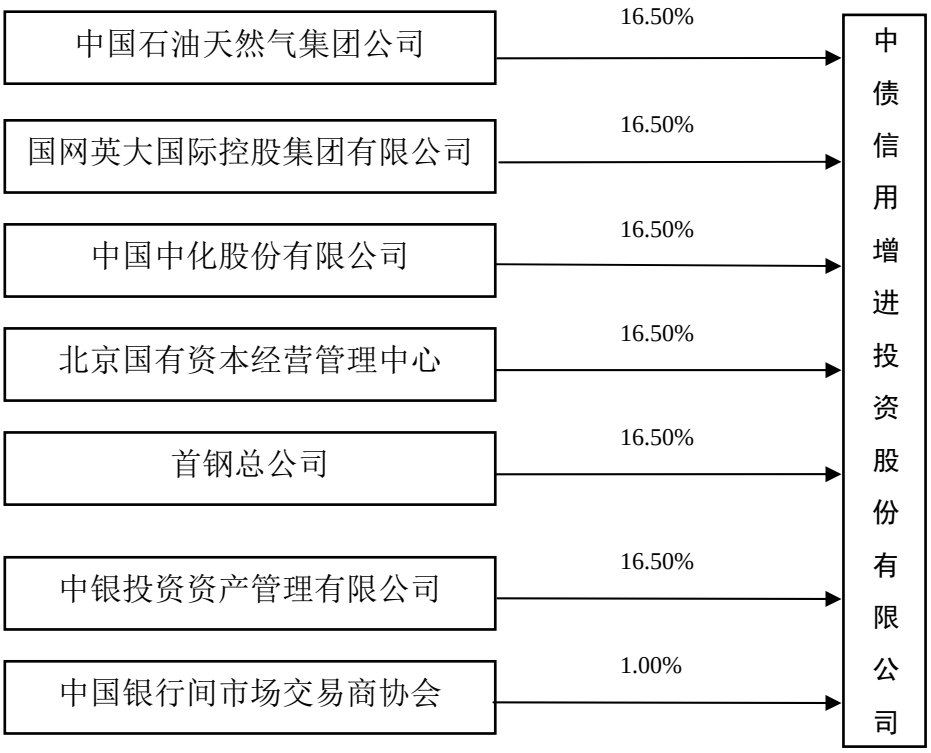
表 11 公司资本充足性指标 单位：亿元/%

项 目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
增信余额	901.78	941.15	898.58	682.58
净资产	73.52	72.43	70.26	71.47
净资本	53.07	53.78	55.54	48.53
净资产增信倍数	12.27	12.99	12.79	9.55
净资本增信倍数	16.99	17.50	16.18	14.07
净资本比率	72.18	74.25	79.05	67.90
净资本覆盖率	98.08	95.24	103.02	118.49

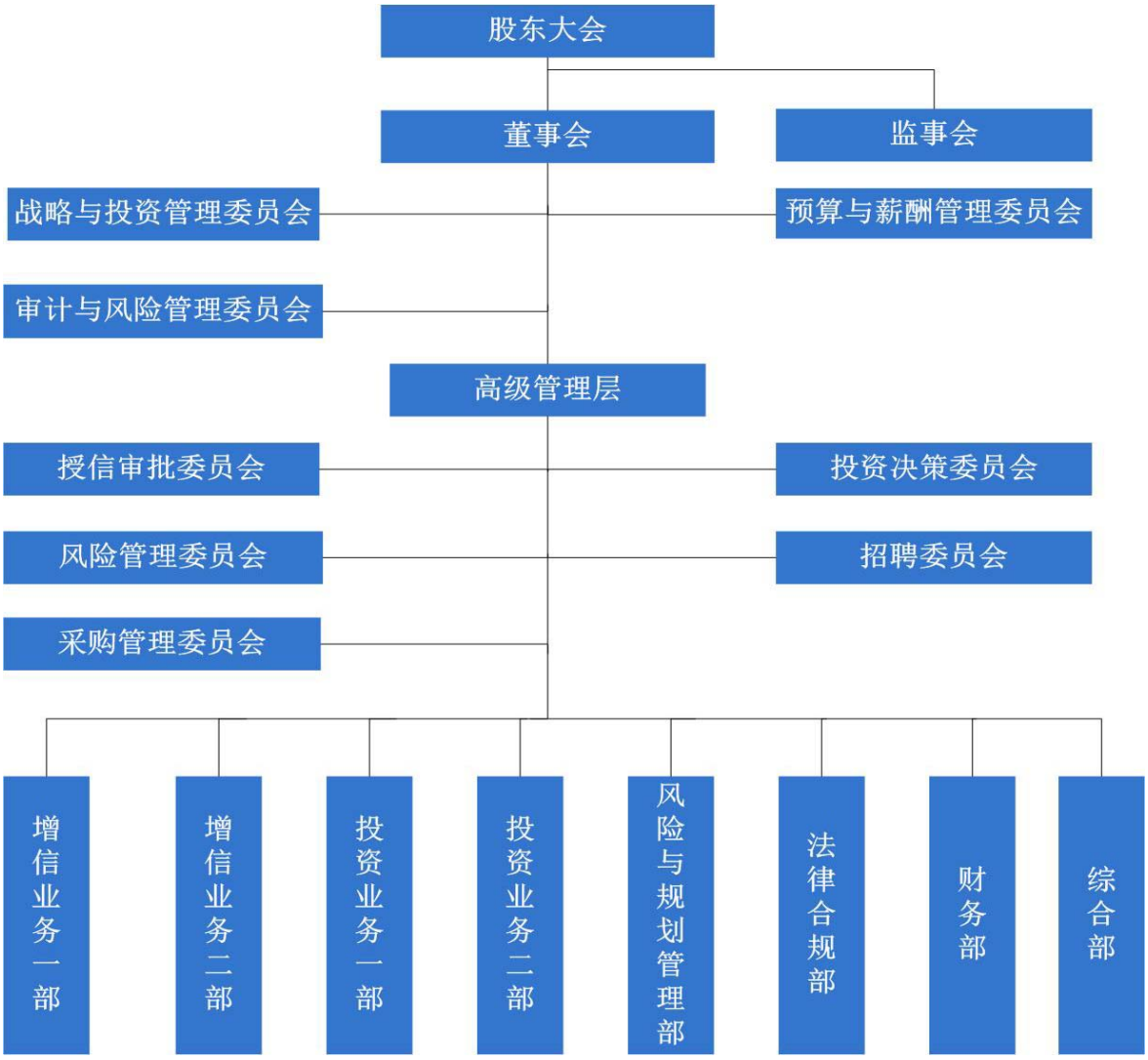
七、评级展望

作为国内首家信用增进机构，经过近年来的经营实践，公司增信业务基础不断夯实，创新业务持续推进。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。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。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。目前宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求。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


中国石油天然气集团公司
16.50%
国网英大国际控股集团有限公司
16.50%
中国中化股份有限公司
16.50%
北京国有资本经营管理中心
16.50%
首钢总公司
16.50%
中银投资资产管理有限公司
16.50%
中国银行间市场交易商协会
1.00%
中债信用增进投资股份有限公司

附录 2　组织架构图


股东大会
董事会
监事会
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
高级管理层
授信审批委员会
投资决策委员会
风险管理委员会
招聘委员会
采购管理委员会
增信业务一部
增信业务二部
投资业务一部
投资业务二部
风险与规划管理部
法律合规部
财务部
综合部

附录 3　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

项　目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
货币资金	2669.24	3510.28	565.79	1187.88
存放同业款项	19588.12	22746.55	17882.84	55799.00
拆出资金	20000.00	-	-	-
交易性金融资产	59309.46	59819.16	66937.79	77172.37
衍生金融资产	-	-	361.68	-
买入返售金融资产	10500.00	29100.00	-	130288.40
应收账款	210.82	215.51	-	2544.49
应收利息	21378.66	24018.53	17919.84	16415.05
其他应收款	620.81	602.30	519.93	525.66
预付账款	3638.13	470.18	434.11	486.36
流动资产合计	**137915.24**	**140482.51**	**104621.98**	**284419.21**
可供出售金融资产	722254.67	665423.60	527489.10	595615.20
持有至到期投资	192671.41	202303.13	135025.21	130069.62
固定资产	253.55	311.51	624.24	989.67
在建工程	166430.51	144757.07	71656.06	17914.02
无形资产	258.98	267.71	265.33	149.97
长期待摊费用	68.98	88.64	125.61	75.83
递延所得税资产	30995.55	30995.55	22353.09	7356.85
非流动资产合计	**1112933.66**	**1044147.21**	**757538.66**	**752171.15**
资产总计	**1250848.90**	**1184629.72**	**862160.63**	**1036590.37**
卖出回购金融资产款	262696.00	221260.00	50135.00	260081.00
衍生金融负债	-	-	-	485.07
预收账款	8420.24	13605.66	24735.24	16235.50
应付职工薪酬	8535.23	12905.38	10047.57	8146.59
应交税费	8898.58	15140.11	12430.91	13548.49
应付利息	269.02	229.44	35.74	318.76
其他应付款	130.22	106.92	67.25	115.47
流动负债合计	**288949.30**	**263247.51**	**97451.70**	**298930.88**
长期借款	106725.21	83742.05	-	-
风险准备金	118461.61	111836.68	62045.88	20793.00
递延所得税负债	1491.31	1491.31	90.42	2209.50
非流动负债合计	**226678.12**	**197070.03**	**62136.30**	**23002.50**
负债合计	**515627.42**	**460317.55**	**159588.01**	**321933.38**
股本	600000.00	600000.00	600000.00	600000.00
资本公积	-	-	-11357.83	6628.49
盈余公积	21584.35	21584.35	17993.05	10802.85
其他综合收益	519.71	4468.64	-	-
未分配利润	113117.42	98259.18	95937.41	97225.65
所有者权益合计	**735221.48**	**724312.17**	**702572.63**	**714656.99**
负债和所有者合计	**1250848.90**	**1184629.72**	**862160.63**	**1036590.37**

附录 4　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	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
一、营业收入	**34340.68**	**123556.64**	**157929.83**	**94653.10**
主营业务收入	22158.98	74496.45	73670.61	52409.60
利息收入	228.98	608.90	480.52	1259.94
投资收益（损失以“－”号填列）	12462.42	45746.55	85057.08	40256.03
公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	-509.70	2690.24	-1368.07	455.84
其他业务收入	-	14.50	89.70	271.70
二、营业成本	**14529.70**	**75949.17**	**64793.92**	**33094.18**
主营业务成本	-	352.00	365.00	110.00
提取风险准备金	6624.93	49790.80	41252.88	11214.00
利息支出	2719.94	4748.59	4008.52	4844.21
营业税金及附加	1282.45	4617.45	7077.58	2955.13
业务及管理费	2369.74	15672.63	12089.95	13970.85
资产减值损失	1532.64	767.71	-	-
三、营业利润（亏损总额以“－”号填列）	**19810.98**	**47607.47**	**93135.91**	**61558.91**
加：营业外收入	-	113.41	737.34	28.86
减：营业外支出	-	19.53	13.26	6.44
四、利润总额（净亏损以“－”号填列）	**19810.98**	**47701.35**	**93859.99**	**61581.33**
减：所得税费用	4952.75	11788.27	21958.03	18286.06
五、净利润（净亏损以“－”号填列）	**14858.24**	**35913.08**	**71901.96**	**43295.27**
其他综合收益	-3948.93	15826.47	-17986.32	11313.33
六、综合收益总额	**10909.31**	**51739.54**	**53915.64**	**54608.61**

附录 5　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	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
一、经营活动产生的现金流量：				
提供增信服务取得的现金	16979.02	63356.90	84619.77	58002.97
收到增信业务代偿的现金	2856.74	-	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	35.01	1057.91	1750.69	1450.66
经营活动现金流入小计	**19870.77**	**64414.81**	**86370.46**	**59453.63**
支付增信业务赔付等款项的现金	2856.74	-	-	-
支付给职工以及为职工支付的现金	5369.91	7842.15	6217.92	4468.26
支付的各项税费	12765.14	26060.80	41265.20	18745.86
支付其他与经营活动有关的现金	1120.94	5842.76	4594.88	4505.84
经营活动现金流出小计	**22112.75**	**39745.72**	**52078.00**	**27719.97**
经营活动产生的现金流量净额	**-2241.98**	**24669.10**	**34292.47**	**31733.66**
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	171455.59	458558.37	262537.44	434711.39
取得投资收益收到的现金	16038.60	45555.90	83729.28	40259.41
收到买入返售金融资产现金款	140782.80	305805.35	198000.19	273034.57
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	1.14	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	14.50	660.72	7.70
投资活动现金流入小计	**328276.99**	**809935.27**	**544927.63**	**748013.07**
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-	71726.17	53853.84	18580.77
投资支付的现金	233063.69	639031.86	215858.30	364748.16
支付买入返售金融资产现金款	135532.80	334905.35	57831.80	404452.97
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	24708.65	-	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	101.80	188.15
投资活动现金流出小计	**393305.14**	**1045663.38**	**327645.75**	**787970.05**
投资活动产生的现金流量净额	**-65028.15**	**-235728.11**	**217281.89**	**-39956.97**
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	167057.36	187742.05	1224000.00	2503800.00
收到卖出回购金融资产现金款	4431032.00	8602644.00	9354373.74	9998360.00
筹资活动现金流入小计	**4598089.36**	**8790386.05**	**10578373.74**	**12502160.00**
偿还债务支付的现金	144074.20	104000.00	1224000.00	2472800.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2688.51	35996.32	70286.60	5840.18
支付卖出回购金融资产现金款	4388056.00	8431522.51	9574199.74	9989519.00
筹资活动现金流出小计	**4534818.72**	**8571518.83**	**10868486.35**	**12468159.18**
筹资活动产生的现金流量净额	**63270.65**	**218867.22**	**-290112.60**	**34000.82**
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	**-3999.47**	**7808.20**	**-38538.25**	**25777.51**
加：期初现金及现金等价物余额	26256.84	18448.63	56986.88	31209.38
六、期末现金及现金等价物余额	**22257.36**	**26256.84**	**18448.63**	**56986.88**

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	经调整的资产一经调整的负债
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)×100%
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
净资产增信倍数	增信余额/净资产
净资本增信倍数	增信余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/增信业务组合风险价值×100%

附录 7　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信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（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。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。