

信用等级公告

联合[2013] 098 号

联合资信评估有限公司通过对江苏省泰州市 2013 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

江苏省泰州市 2013 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
二零一三年一月二十九日



江苏省泰州市 2013 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:

本期集优票据信用等级: AAA

本期集优票据发行额度: 2 亿元

本期集优票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 补充营运资金和 (或) 偿还银行贷款

评级时间: 2013 年 1 月 29 日

集优票据发行人及担保人

集优票据发行人

江苏中瑞路桥建设有限公司

泰州梅兰热电有限公司

江苏华东电力冶金机械总厂有限公司

集优票据担保人

评级结果

展望

中债信用增进投资股份有限公司

AAA

稳定

分析师

李小建 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。

江苏省泰州市 2013 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”) 的 3 家发行人主营业务细分程度较高, 发行人之间行业相关性较低; 各家发行人之间无互保关系, 发行人之间资金关联程度较低。同时, 联合资信也关注到本期集优票据 3 家发行人发行额度较大, 对现有债务影响较大, 且参与企业家数较少, 风险的分散作用有限。

中债信用增进投资股份有限公司 (以下简称“中债增进公司”) 为本期集优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, 有效提升了本期集优票据的信用水平。基于中债增进公司对本期集优票据的持续担保, 联合资信对本期集优票据的展望为稳定。

综合分析, 本期集优票据不能按期还本付息的风险极低。

优势

1. 泰州市经济发展迅猛, 政策对中小企业发展支持力度较大。
2. 中债增进公司为本期集优票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保, 有效提升本期集优票据本息偿还的安全性。
3. 本期集优票据采用区域集优模式发行, 得到了政府的大力支持。

关注

1. 本期集优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，国内外经济形势动荡导致中小企业面临的经营风险逐步加大。
2. 3 家发行人发行额度较大，对现有债务影响较大。
3. 本期集优票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限。
4. 部分发行人对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

集优票据发行人主要财务数据

江苏中瑞路桥建设有限公司				
项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	11.22	13.61	17.75	25.56
所有者权益(亿元)	5.53	6.38	8.35	9.08
长期债务(亿元)	0.50	0.50	0.45	1.95
全部债务(亿元)	3.73	5.40	8.20	14.14
主营业务收入(亿元)	11.54	12.51	12.72	9.71
利润总额(亿元)	0.98	1.10	1.22	0.73
EBITDA(亿元)	1.31	1.42	2.00	--
经营性净现金流(亿元)	0.29	0.28	0.31	-1.16
主营业务利润率(%)	11.89	12.27	15.74	13.58
净资产收益率(%)	13.60	13.27	11.62	--
资产负债率(%)	50.71	53.13	52.98	64.49
全部债务资本化比率(%)	40.26	45.83	49.56	60.89
流动比率(%)	192.80	185.15	186.10	168.65
全部债务/EBITDA(倍)	2.85	3.79	4.10	--

泰州梅兰热电有限公司				
项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	5.66	6.12	5.27	5.94
所有者权益(亿元)	2.34	2.58	2.40	2.67
长期债务(亿元)	0.35	0.20	0.00	0.00
全部债务(亿元)	2.31	2.01	1.37	2.12
主营业务收入(亿元)	5.82	5.83	5.39	4.45
利润总额(亿元)	0.70	0.30	0.16	0.32
EBITDA(亿元)	1.00	0.57	0.44	--
经营性净现金流(亿元)	0.61	0.34	1.37	0.13
主营业务利润率(%)	19.02	15.31	14.32	12.29
净资产收益率(%)	24.93	9.59	4.82	--
资产负债率(%)	58.37	57.73	54.41	54.91
全部债务资本化比率(%)	49.51	43.74	36.22	44.12
流动比率(%)	70.29	71.51	57.71	62.63
全部债务/EBITDA(倍)	2.32	3.51	3.10	--

江苏华东电力冶金机械总厂有限公司				
项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	2.69	3.21	3.34	4.30
所有者权益(亿元)	1.12	1.36	1.51	1.69
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	1.22	1.70	1.73	2.54
主营业务收入(亿元)	5.14	7.65	5.78	5.89
利润总额(亿元)	0.22	0.32	0.20	0.22
EBITDA(亿元)	0.39	0.67	0.62	--
经营性净现金流(亿元)	-0.11	0.64	0.40	-0.88
主营业务利润率(%)	7.71	7.15	10.19	8.33
净资产收益率(%)	18.76	17.78	10.00	--
资产负债率(%)	58.44	57.72	54.72	60.58
全部债务资本化比率(%)	52.25	55.51	53.42	59.99
流动比率(%)	136.76	145.65	142.60	138.36
全部债务/EBITDA(倍)	3.13	2.54	2.81	--

注：本期集优票据发行人 2012 年三季度财务数据未经审计。

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、评级人员与本期集优票据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，未因中债信用增进投资股份有限公司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、江苏省泰州市 2013 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优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

江苏省泰州市 2013 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”)由江苏省泰州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。本期集优票据计划发行总额度为 2 亿元(各发行人申请发债额度见表 1),期限为 3 年,采取浮动利率形式(1 年期定期存款利率挂钩浮动,浮动利差按簿记建档结果确定)。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。

表 1 集优票据发行人及发债额度

集优票据发行人		发债额度(万元)
1	江苏中瑞路桥建设有限公司	10000
2	泰州梅兰热电有限公司	5000
3	江苏华东电力冶金机械总厂有限公司	5000
合计		20000

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”)就本期集优票据存续期限内发行人应偿付的 2 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 2 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

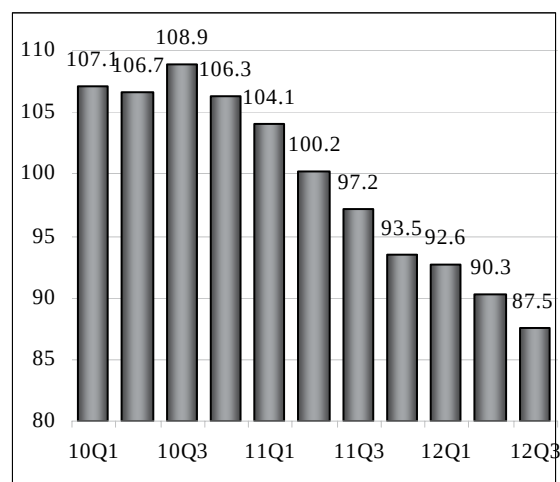
中小企业是国民经济和社会发展的重要组成部分，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。截至 2010 年底，全国工商登记中小企业超过 1100 万家，以

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,中小企业景气度受外部经济环境逐步回暖,2010年第三季度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。2012年中小企业经济发展外部环境逐步恶化,2012年第三季度中小企业发展指数跌落到87.5,目前仍存在着下行压力。根据中小企业协会的数据显示,从2010年第三季度开始至2012年第三季度,中国中小企业发展指数直线下降,面临的经营风险加大。

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。

为了缓解中小企业经营压力，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。

2012年4月，国务院发布了关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》(国发〔2012〕14号)，提出进一步加大财税支持，同时将2012年中小企业专项资金规模扩大到141.7亿元，并向小型微型企业和中西部地区倾斜；中央财政安排150亿元资金，依法设立国家中小企业发展基金，引导地方、创业投资机构及其他社会资金支持处于初创期的小型微型企业。

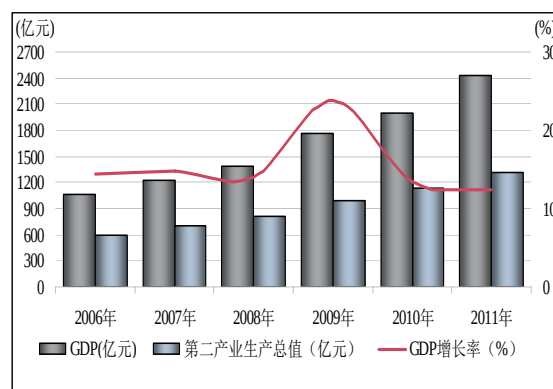
总体来看，2011年以来，在国内宏观政策环境趋紧和国外经济形势严峻的情况下，中小企业经营波动风险加大。为此，政府在出台一系列在融资、财税等方面政策，一定程度上缓解了中小企业压力。

3. 区域经济发展概况及政策环境

泰州市经济运行情况

1996年8月，泰州设立地级市，现辖二区四市，全市总面积5797平方公里，总人口505万人。泰州市地处江苏省中部，南部濒临长江，是连接苏北和苏南的桥梁，是江苏省新兴的工贸城市、重要的经济实体。

图2 泰州市经济发展概况



资料来源：泰州市统计年鉴及政府工作报告

根据《泰州市2011年度政府工作报告》数据显示，2011年泰州市生产总值2422.61亿元，按照可比价格计算，比上年增长12.1%。其中第一产业增加值175.11亿元，增长4.3%，第二产业增加值1308.21亿元，增长12.5%，第三产业增加值939.29亿元，增长13.1%。泰州市城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别为23597元和11046元，分别比上年增长16.5%和18.5%。结合图2可以看出，近几年泰州市经济势头发展迅猛。

表2 长三角16城市2011年GDP排名情况（亿元）

城市	GDP	GDP 排名	增长 (%)	增长排名
上海市	19195.69	1	8.2	16
苏州市	10716.99	2	12.0	6
杭州市	7011.80	3	10.1	13
无锡市	6880.15	4	11.6	8
南京市	6145.52	5	12.0	6
宁波市	6010.48	6	10.0	14
南通市	4080.22	7	12.1	4
常州市	3580.42	8	12.2	2
绍兴市	3291.23	9	10.5	12
台州市	2794.91	10	9.1	15
嘉兴市	2668.06	11	10.6	11
扬州市	2630.30	12	12.2	2
泰州市	2422.61	13	12.1	4
镇江市	2310.40	14	12.3	1
湖州市	1518.83	15	10.8	10
舟山市	765.30	16	11.3	9

资料来源：湖州市统计信息网

2011年，在江苏省内，泰州市GDP排名第7，但GDP增幅12.1%，排名第4；在“长

三角”16个城市中，泰州市 GDP 增幅名列第 4 位，高于“长三角”GDP 平均增幅 1 个百分点。

2011 年，泰州全市规模以上工业总产值 5975.03 亿元，较上年增长 28.3%；三大支柱产业产值 3945.36 亿元，较上年增长 27.9%，其中，化工产业产值 911.31 亿元，增长 32.6%，医药产业产值 431.28 亿元，增长 22.6%，机电产业产值 2602.77 亿元，增长 27.2%。

泰州市政策环境

2012 年 9 月，泰州市政府通过《关于进一步改善中小微企业发展环境的实施意见》(以下简称《实施意见》)，《实施意见》内容主要包括加大融资支持力度、落实扶持政策、减轻税费负担、优化政府服务、强化组织舆论保障等，用以帮助中小微型企业克服困难，促进经济平稳较快发展。

总体看，近年来泰州市经济发展迅猛，中小企业外部发展环境良好。同时，泰州市中小政策环境也为区域内中小企业发展提供有力支持。

四、发行人基本情况及集优票据募集资金用途

1. 江苏中瑞路桥建设有限公司

(1) 企业概况

江苏中瑞路桥建设有限公司(以下简称“中瑞路桥”)成立于 1998 年 2 月，截至 2012 年 9 月底，中瑞路桥注册资本 20088.00 万元。中瑞路桥主要从事桥梁工程施工、道路工程施工、市政工程施工、公路路基施工、公路路面施工。中瑞路桥法定代表人为葛忠；注册地址：泰州市农业开发区站北路 6 号标准厂房 C1。

(2) 产权状况

截至 2012 年 9 月底，中瑞路桥注册资本 20088.00 万元，其中葛忠持股 58.18%，李铭持股 11.47%，曹福江持股 8.76%，陈红持股 7.98%，黄扣红持股 7.24%，陈健持股 3.64%，钟宏祥持股 2.73%。葛忠持有中瑞路桥 58.18% 的股权，为公司的控股股东及实际控制人。

(3) 经营分析

中瑞路桥主要从事桥梁工程施工、道路工程施工、市政工程施工、公路路基施工、公路路面施工，是一家专业从事道路桥梁施工的企业，具备以下资质：公路工程施工总承包一级，公路路面工程专业承包一级，公路路基工程专业承包一级，公路交通工程专业承包交通安全设施分项、公路养护工程专业承包二级，市政公用工程施工总承包一级。

中瑞路桥的主营业务收入来源于工程施工板块，2009~2011 年，中瑞路桥主营业务收入小幅增长，三年分别为 115440.16 万元、125100.76 万元和 127204.39 万元。

从毛利率看，2009~2011 年，中瑞路桥主营业务毛利率分别为 15.15%、15.60% 和 19.08%，呈上升趋势，主要是受中瑞路桥 2010 年以来发展毛利率较高的 BT 业务所致。

2012 年 1~9 月，中瑞路桥实现主营业务收入 97051.92 万元，为 2011 年全年的 76.30%，实现主营业务毛利率 16.94%。

① 业务概况

工程施工板块一直是中瑞路桥的优势板块，主营业务收入和毛利润全部来自于工程施工板块收入。中瑞路桥先后与北京市首都公路发展有限公司、江苏省南京市公路管理处、南通市建设局、安徽省高速公路指挥部、泰州市市区公路工程建设指挥部等单位进行了合作。在省内外承接几十个大型交通工程项目，包括京石二通道高速公路工程第 5 标段(北京)、南京南站综合枢纽快速环线项目机场高速立交路基工程、南通市永兴大道西延含扬运河桥工程、安徽省阜阳至新蔡高速公路安徽段路基工程 FX-04 标段，同时利用资金优势承接地方大型 BT 项目，承揽了徐圩新区云湖北路、横五路路面施工 BT 项目。目前中瑞路桥在建工程项目有 326、235 省道高沟至涟水段改扩建、江阴市海港大道工程、湖南株洲荷塘大道扩建工程、合蚌路临叶路凤阳县府城段改线 3 标、334 省道城区至黄桥段改线工程、兴化市新张公路永

丰至陶庄段 BT 等项目。

从区域情况来看，中瑞路桥工程施工业务主要集中在江苏省内，2009-2011 年及 2012 年 1-9 月份中瑞路桥在江苏省内工程施工业务收入占工程施工收入的比重分别为 45.17%、56.83%、52.77%和 53.67%。

②经营模式

采购

中瑞路桥的主要原材料为钢材、砂石料、水泥和沥青等。中瑞路桥采购方式主要有招投标、询比价方式，除业主指定材料供应商及指定的主材规格要求外，项目工程的主要材料统一由各项目自行组织采购，关键材料须采取招标采购。

材料的结算及支付管理：工程材料款由各项目材料管理部门根据工程进度，提出采购计划，报项目经理批准，待货物达到指定地点后，由财务部支付，结算周期在 3 个月之内，结算方式为电汇、转账。

中瑞路桥上游供应商较稳定，2011 年和 2012 年 1-9 月前五大供应商均为泰州市腾飞贸易有限公司、泰州市明磊商贸有限公司、安徽和县龙顺采石有限公司、如东中宝贸易有限责任公司和上海中越实业发展有限公司。2011 年和 2012 年 1-9 月，中瑞路桥从前五大供应商的采购额占总采购额的比例分别为 66.22%和 68.94%。

工程管理

中瑞路桥通过项目的承揽、实施及交付使用来实现收入。

中瑞路桥针对具体工程项目组建相应的项目部，配备专业的项目经理对整个项目的实施工程进行全程管理，按照合同约定的工期要求分阶段制定施工计划，安排施工队伍，严格管控施工质量。2010 年开始，中瑞路桥承接的业务逐渐向 BT 等市场项目延伸。

截至 2012 年 9 月底，中瑞路桥在手已开工项目合同金额为 33.70 亿元。

工程结算

在 BT 模式下，中瑞路桥作为投资人自主融资完成工程建设，完工后经竣工决算，由业主回购，在回购期内根据与业主的约定分比例收回投资。中瑞路桥的收入包括四部分：工程建安收入（总投资）、建设期利息、回购期利息、投资收益。BT 模式的回款安排一般为：业主在交工验收后 3 到 4 年之间回购，第一年回购工程款的 30%到 40%，第二年回购到工程款的 50%到 60%，剩下的工程款一般在交工验收后的第三年到第四年回购。回款结算方式包括电汇或承兑汇票。随着 2010 年以来 BT 项目业务的增多，中瑞路桥对于债务资金需求明显增加。

在非 BT 模式下，中瑞路桥作为施工方进行工程建设，每月进行申报计量，经业主确认后，按照实际完成工程量进行支付。非 BT 模式工程付款方式为施工期间按合格工程付计量款支付一定的比例（80%-95%），完成验收后再付一定的比例（剩余部分），5%的质量保证金在交工验收合格后两年内支付。回款结算方式包括电汇或承兑汇票。

③未来发展

中瑞路桥总体发展思路是“强本固基，领先业内，拓展领域，全面发展”，抓住建筑业的发展机遇，扩大市场领域和市场规模，以交通、市政工程建设为依托，聚焦江苏全省市场，利用中瑞路桥的地域优势和资源优势，积极提高市场份额，提高管理效率，降低营运成本，提高服务质量，努力在高精尖、大跨度、大项目等复杂工程建设中占有一定份额，进一步提高道路桥梁建设技术水平和施工质量，并尽快形成优势，进一步整合资源，全面提升企业实力。

为增强企业可持续发展的能力，根据中瑞路桥 2012 年 5 月 25 日股东会决议表决同意，中瑞路桥近 5 年内规划：结合现有工程机械的淘汰、改造、更新，计划投入进口沥青摊铺机 3 台套、沥青拌和楼 2 台套、配套碾压设备 6 台套，费用约 6000.00 万元。

总体看，近年来中瑞路桥发展较为平稳，盈利能力有所上升，未来投资规模适宜。

（4）财务分析

中瑞路桥提供的 2009~2011 年财务报表均经江苏中兴会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2012 年三季度报表未经审计。

资产质量

2009~2011 年，中瑞路桥资产总额年复合增长 25.78%，主要是应收账款增长所致（中瑞路桥 2010 年起开始承接 BT 工程，这使得 2011 年应收账款大幅增长），2011 年底为 177522.86 万元，其中，流动资产占比为 92.98%，固定资产占比为 6.10%，无形资产及其他占比为 0.92%。

2009~2011 年，中瑞路桥流动资产年均增长 29.40%，主要是应收账款增长所致，2011 年底为 165066.81 万元，主要由货币资金（主要为银行承兑汇票保证金、专项工程质保金，受限资金占 93.08%）、应收账款、其他应收款、预付账款和存货构成，占比分别为 15.08%、28.90%、6.43%、23.65%和 25.65%。

2009~2011 年，中瑞路桥固定资产合计复合增长-6.05%，主要是固定资产折旧所致；2011 年底为 10824.55 万元。截至 2011 年底，中瑞路桥无形资产 1631.50 万元。

截至 2012 年 9 月底，中瑞路桥资产总额 255634.63 万元，较 2011 年底增长 44.00%，增长主要来自货币资金（银行承兑汇票保证金和专项工程质保金）、应收账款和存货。

总体看，中瑞路桥资产中流动资产占比高，流动资产中货币资金、应收款和存货占比较大，资产构成与公司经营相匹配，整体资产质量尚可。

负债及所有者权益

2009~2011 年，中瑞路桥所有者权益复合增长 22.85%，主要来源于实收资本和未分配利

润的增长。2011 年 1 月，中瑞路桥进行增资扩股，注册资本增加 9998 万元。2011 年底，中瑞路桥所有者权益 83468.35 万元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 24.07%、3.91%和 72.02%，权益结构稳定性有待进一步加强。截至 2012 年 9 月底，随着未分配利润的增长，中瑞路桥所有者权益较 2011 年底增长 8.75%。

2009~2011 年，中瑞路桥负债总额复合增长 28.57%，主要是短期借款和应付票据的增长，2011 年底为 94054.51 万元。从负债构成看，近三年流动负债占比呈上升趋势，2011 年底流动负债占比为 94.31%。截至 2012 年 9 月底，中瑞路桥负债总额为 164861.08 万元，较 2011 年底增长 75.28%，主要是因工程量增长（主要是 BT 项目增加）使得长短期借款、应付票据和预收款增长所致。

2009~2011 年，中瑞路桥流动负债复合增长 31.71%，主要来自应付票据和预收账款的增长。2011 年底中瑞路桥流动负债主要由短期借款、应付票据和预收账款构成，占比分别为 38.47%、48.91%和 11.37%；长期负债主要为长期借款。

2009~2011 年，中瑞路桥资产负债率和全部债务资本化比率呈上升趋势，2011 年底两项指标分别为 52.98%和 49.56%；2012 年 9 月底分别为 64.49%和 60.89%，中瑞路桥负债以有息债务为主，有息债务以短期债务为主。

盈利能力

2009~2011 年，中瑞路桥主营业务收入复合增长 4.97%，利润总额年均增长 11.61%，2011 年中瑞路桥主营业务收入和利润总额分别为 127204.39 万元和 12244.37 万元。近三年盈利指标呈上升趋势，2011 年主营业务利润率、净资产收益率和总资产收益率分别为 15.74%、11.62%和 10.11%，整体盈利能力尚可。

2012 年 1~9 月，中瑞路桥实现主营业务收入和利润总额分别为 97051.92 万元和 7305.19 万元，分别为 2011 年全年的 76.30%和

59.66%，主营业务利润率小幅下降至 13.58%。

现金流量

2009~2011 年，中瑞路桥经营活动净现金流保持净流入，2011 年为 3090.43 万元；受 BT 项目增加影响，现金收入比下降较快，三年分别为 109.08%、100.14%和 74.22%。投资活动现金流主要为短期投资所产生的现金流入、流出和购建固定资产所产生的现金流出，投资活动均表现为净流出；经营活动净现金流能满足投资活动需求，中瑞路桥对外融资主要为扩大经营所产生的运营资金需求，近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为 4252.60 万元、3388.12 万元和 5378.91 万元。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011 年，中瑞路桥流动比率波动下降，速动比率呈上升趋势，2011 年底两项指标分别为 186.10%和 138.37%，2012 年 9 月底分别为 168.65%和 121.53%，中瑞路桥流动资产中货币资金（主要

为受限资金）和存货占比较高，同时考虑到中瑞路桥债务以短期债务为主且债务规模较大，中瑞路桥短期支付能力弱于指标值。2009~2011 年，经营现金流负债比分别为 5.66%、4.28%和 3.48%，经营净现金流对流动负债的保护能力呈下降趋势，处于较低水平。

从长期偿债指标看，2009~2011 年，全部债务/EBITDA 呈逐年上升趋势，2011 年为 4.10 倍。整体看，中瑞路桥 EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。

截至2012年9月底，中瑞路桥对外担保合计 42523.81 万元，担保比率为 46.85%；被担保企业明细见下表，截至2012年9月底被担保企业生产经营正常。中瑞路桥对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

截至2012年9月底，中瑞路桥共获银行授信 78400 万元，未使用额度 8774 万元，间接融资渠道有待进一步拓宽。

表3 2012年9月底中瑞路桥对外担保明细 （单位：万元）

被担保单位	贷款机构	担保金额	担保期限	担保方式
靖江裕富纺织有限公司	中国工商银行	800.00	2012.1.5-2013.1.4	保证
靖江裕富纺织有限公司	中信银行	2043.40	2012.6.4-2013.6.3	保证
江苏申源特钢有限公司	中信银行	2000.00	2012.2.22-2013.2.21	保证
江苏申源特钢有限公司	广发银行	4500.00	2012.6.27-2013.6.26	保证
江苏申源特钢有限公司	浦发银行	3500.00	2012.9.26-2013.9.25	保证
江苏申源特钢有限公司	中国农业银行	1500.00	2012.9.7-2013.9.6	保证
江苏申源特钢有限公司	中国银行	2719.68	2012.5.8-2013.5.7	保证
江苏鲁艺建设工程有限公司	建设银行	700.00	2011.10.22-2012.10.21	保证
泰州市腾飞贸易有限公司	建设银行	600.00	2011.12.05-2012.12.5	保证
泰州市腾飞贸易有限公司	交通银行	500.00	2012.6.26-2013.6.25	保证
泰州市腾飞贸易有限公司	南京银行	200.00	2012.4.17-2012.10.17	保证
泰州市腾飞贸易有限公司	南京银行	500.00	2012.6.25-2012.11.27	保证
江苏皓月汽车锁股份有限公司	建设银行	3800.00	2012.8.15-2013.8.14	保证
江苏皓月汽车锁股份有限公司	中信银行	3000.00	2012.8.28-2013.8.27	保证
江苏美华交通工程有限公司	中国工商银行	1400.00	2012.1.16-2013.1.15	保证
泰州市润阳土石方工程有限公司	中信银行	1000.00	2011.10.31-2012.10.30	保证
泰州市润阳土石方工程有限公司	长江商业银行	200.00	2012.8.8-2013.8.7	保证
靖江市天骄物资有限公司	中信银行	2680.00	2012.9.17-2013.9.16	保证
江苏创和重钢科技股份有限公司	招商银行	1000.00	2012.7.25-2013.7.24	保证

靖江孝化废旧物资再生有限公司	江苏银行	2000.00	2011.12.11-2012.12.10	保证
江苏五晟机械制造有限公司	江苏银行	3000.00	2011.12.12-2012.12.12	保证
江苏东美建设工程有限公司	仪征农村商业银行	150.00	2012.1.31-2013.1.30	保证
江苏东美建设工程有限公司	仪征农村商业银行	300.00	2012.3.30-2013.3.29	保证
泰州市大江贸易有限公司	泰州农村商业银行	300.00	2012.3.23-2013.3.22	保证
泰州市鼎盛建筑安装工程有限公司	泰州农村商业银行	500.00	2012.1.11-2013.1.11	保证
江苏海州沥青储运有限公司	交通银行	2000.00	2012.08.29-2013.8.29	保证
江苏新东方特钢有限公司	长城国兴金融租赁有限公司	1630.73	2011.4.29-2014.4.29	保证
合计		42523.81		

资料来源：中瑞路桥提供

根据中瑞路桥贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201209706086），截至2012年9月17日，中瑞路桥无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

（5）募集资金用途

中瑞路桥本期集优票据拟发行额度为10000万元，将用于补充生产运营资金。

（6）本期集优票据偿债能力分析

本期集优票据发行额占2012年9月底中瑞路桥全部债务余额的7.07%，本期集优票据的发行对中瑞路桥现有债务影响一般。

以2012年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期集优票据发行后，中瑞路桥资产负债率和全部债务资本化比率将上升至65.83%和62.51%，中瑞路桥债务负担进一步加重。

2009~2011年，中瑞路桥经营活动现金流入量对本期集优票据的保护倍数波动下降，2011年为9.44倍；经营性净现金流对本期集优票据的保护倍数分别为0.29倍、0.28倍和0.31倍，中瑞路桥经营活动现金流入量对本期集优票据的保障能力强；EBITDA对本期集优票据的保护倍数分别为1.31倍、1.42倍和2.00倍，EBITDA本期集优票据的覆盖程度较好。

2. 泰州梅兰热电有限公司

（1）企业概况

泰州梅兰热电有限公司（以下简称“梅兰热电”）成立于2001年，注册资本500万元。梅兰热电经营范围：蒸汽、电力的制造，生产净化水、除盐水等工业用水。梅兰热电法定代表人王卫升，注册地址：泰州市海陵区仓储路18号。

（2）产权状况

截至2012年9月底，梅兰热电注册资本12000万元，其中梅兰化工集团有限公司持股40.00%，泰州创新投资有限公司持股35.00%，瑞士TU国际贸易公司持股25%。梅兰热电实际控制人为周虎宏（梅兰热电股权结构图见附件1-2）。

截至2012年9月底，梅兰热电下属控股子公司一家（泰州中建实业有限公司），参股子公司一家（泰州梅兰港务有限公司）

（3）经营分析

梅兰热电主要从事电力、蒸汽的生产和销售，产品主要为电力、蒸汽、净化水等其他工业用水。

2009~2011年，梅兰热电主营业务收入分别为58209.28万元、58283.72万元和53856.26万元，年均小幅下降3.81%。

表4 梅兰热电主营业务收入情况（单位：万元/%）

项目	2009年		2010年		2011年		2012年1-9月	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
电力	20572.53	35.34	12125.48	20.8	13287.49	24.67	18540.76	41.62

蒸汽	31790.62	54.61	38834.81	66.63	34073.93	63.27	22594.15	50.72
工业用水等其他货物	5846.13	10.04	7323.43	12.57	6494.84	12.06	3414.05	7.66
合计	58209.28	100	58283.72	100	53856.26	100	44548.96	100

资料来源：梅兰热电提供

注：其他货物是指子公司泰州中建实业有限公司生产的铬黄等化工产品。

梅兰热电收入构成主要来自电力和蒸汽业务。2009~2011 年，梅兰热电电力收入分别为 20572.53 万元、12125.48 万元和 13287.49 万元，2010 年较 2009 年大幅减少 8447.05 万元，主要是 2010 年煤炭价格上涨（由 2009 年的 586.62 元/吨上涨至 2010 年的 687.82 元/吨），而上网电价基本维持不变，梅兰热电减少当年发电量所致；2011 年梅兰热电电力收入较 2010 年有所增长，主要得益于电价上涨（电力平均价格由 2010 年的 0.41 元/千瓦时上涨至 2011 年的 0.59 元/千瓦时）。2009~2011 年，梅兰热电蒸汽收入分别为 31790.62 万元、38834.81 万元和 34073.93 万元，2010 年较 2009 年增长 22.15%，主要是蒸汽产量提升和蒸汽价格上涨（由 153.02 元/吨上升至 174.09 元/吨）所致；2011 年较 2010 年下降 12.26%，主要是 2011 年下游客户泰州石油化工有限公司由于新上自备小锅炉，其供热需求减少，梅兰热电对其蒸汽供给量有所下降所致。

从毛利率上看，2009~2011 年，梅兰热电综合毛利率分比为 19.08%、15.35%和 14.38%，呈下降趋势，主要原因是：①2010 年电力业务受煤炭价格大幅上涨使得当年毛利率为 -12.19%（2011 年得益于上网电价上涨，毛利率回升至 11.18%，但仍低于 2009 年的 14.23%）；②受部分客户自备小锅炉，供热需求减少，以及宏观经济景气度下降，部分蒸汽用户停产检修，使得蒸汽毛利率由 2010 年的 19.20%下降至 2011 年的 14.17%，2012 年 1~9 月进一步下降至 5.05%。

2012 年 1~9 月，梅兰热电主营业务收入 44548.96 万元，为 2011 年全年的 82.72%；实现毛利率为 12.38%，较 2011 年下降 2.00 个百分点，主要是蒸汽毛利率较 2011 年大幅下降

9.12 个百分点所致。

采购

梅兰热电主要原材料为煤炭，煤炭成本占产成品成本的 80%左右。

梅兰热电采用合同煤采购模式，每批煤炭采用招投标形式，价格根据秦皇岛信息网公布的煤炭价格加上运费、杂费和财务费用为议标基准价进行议价，主要付款方式为煤炭到港卸货结算发票入账两个月后采用银行承兑汇票或现款付款方式，根据市场行情的波动，部分煤炭采购需打预付款。

梅兰热电日常供应单位主要为泰州天德物贸有限公司、江苏省煤炭运销有限公司、扬州市矿务局王庄煤矿等。

从煤炭采购价格上看，近年来梅兰热电煤炭采购价格呈上涨趋势，2009 年-2011 年分别为 586.62 元/吨、687.82 元/吨和 774.00 元/吨，煤炭价格的上涨给梅兰热电成本控制带来较大压力，削弱其电力业务盈利能力；2012 年 1-9 月，煤炭采购价格小幅下降至 745.25 元/吨。

生产

梅兰热电目前配有 35 吨/小时中温中压链条炉五台、130 吨/小时高温高压煤粉锅炉三台，6MW 抽凝发电机组两台，25MW 双抽凝机组两台，3MW 背压发电机组一台，装机容量 65MW，最大供热能力为 350 吨/小时，年发电能力 5 亿千瓦时。

2009-2011 年，梅兰热电电力发电量分别为 4.80 亿千瓦时、2.93 亿千瓦时和 2.25 亿千瓦时，发电量逐年下降，主要是煤炭价格上涨使得梅兰热电减少发电量所致；蒸汽产量分别为 207.75 万吨、223.07 万吨和 184.40 万吨；蒸汽产量波动变化，主要是受客户需求变化影响。

2012 年 1-9 月，梅兰热电电力发电量和蒸

汽产量分别为 3.12 亿千瓦时和 117.38 万吨，电力发电量较 2011 年大幅增长，主要是煤炭价格下降以及上网电价上涨使得梅兰热电增加电力生产所致，蒸汽产量为 2011 年全年的 63.66%，主要是宏观经济景气度下降，部分蒸汽用户停产检修，客户需求较少，使得公司减少蒸汽生产所致。

销售

梅兰热电主要产品的销售渠道为：第一热电厂电力并入华东电网、第二热电厂所产电力主要供江苏梅兰化工有限公司使用，第一热电厂与第二热电厂热力管网联网为近 70 家用户服务。

梅兰热电电价是由国家电网确定，蒸汽价格是根据泰州地方物价局按省煤汽联动价格调整，按季核定。目前梅兰热电与下游客户结算方式当月结算，以银行承兑汇票回笼为主，部分货款以现款回笼。

发展规划

目前梅兰热电主要在建工程为“第二热电厂背压机替代改造项目”，为满足不断增长的供热需要，提高机组热效能，降低煤耗，梅兰热电新建 1 台 25MW 高温高压背压式汽轮机，用以替代现有 1 台 25MW 抽凝式供热机组。该项目总投资 3197 万元（资金来源为企业自筹），进度为 2012 年 6 月至 2013 年 2 月，其中 2012 年投资 2500 万元，2013 年投资 697 万元。

为进一步节能减排，配合泰州城区整体供热规划，在背压机替代改造项目完成后，梅兰热电计划再扩建 1 台 150 吨/小时高温高压锅炉及辅助设施，总投资 8000.00 万元，资金安排为自筹 2500.00 万元，通过银行贷款融资 5500.00 万元，项目计划实施进度为 2013 年 6 月至 2014 年 6 月。在建项目和拟建项目建成投产后，将提高梅兰热电的供热效能。

总体看，近年来，受煤炭采购价格上涨以及供热下游需求波动影响，梅兰热电整体收入有所波动，盈利能力小幅下滑；未来，在供热

在建项目和拟建项目建成投产后，供热效能提升，有望提升业务的竞争能力，保障盈利水平。联合资信同时关注到，梅兰热电整体经营状况和盈利水平易受煤炭价格和下游需求影响，存在一定经营风险。

（4）财务分析

梅兰热电提供的 2009~2011 年财务报表均经江苏中兴会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2012 年三季度报表未经审计。

资产质量

2009~2011 年，梅兰热电资产总额年复合增长-3.46%，2011 年底为 52738.57 万元。从资产构成看，2011 年流动资产、长期投资、固定资产和无形资产占总资产比重分别 31.38%、7.02%、59.84%和 1.76%。

2009~2011 年，梅兰热电流动资产年均下降 10.68%，2011 年底为 16550.77 万元，主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成，占比分别为 21.30%、6.40%、15.92%、24.76%、23.65%和 14.75%。截至 2011 年底，梅兰热电长期股权投资 3701.66 万元，主要为对参股子公司泰州梅兰港务有限公司的投资；2009~2011 年，梅兰热电固定资产合计年均增长 0.36%，2011 年底为 31556.12 万元，其中在建工程 812.64 万元；梅兰热电无形资产年均增长-0.17%，2011 年底为 7527.84 万元。

截至 2012 年 9 月底，梅兰热电资产总额 59434.56 万元，较 2011 年底增长 12.70%，主要是应收票据增长所致。

总体看，梅兰热电资产中固定资产占比较高，流动资产中现金类资产和应收款占比较高，资产构成与生产经营较为匹配。梅兰热电整体资产质量尚可。

负债及所有者权益

2009~2011 年，梅兰热电负债总额年均下

降 6.79%，2011 年底为 28697.25 万元。从负债构成看，梅兰热电负债主要为流动负债。截至 2012 年 9 月底，梅兰热电负债总额较 2011 年底增长 13.72%，主要是短期借款和应付票据大幅增长所致。

2009~2011 年，梅兰热电流动负债年均下降 1.42%，2011 年底为 28681.04 万元。2011 年底梅兰热电流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款构成，占比分别为 42.71%、4.88%、11.43%和 37.69%。2009~2011 年，梅兰热电其他应付款年均增长 218.17%，主要是 2010 年融资票据减少、长期借款 2000 万元归还以及主营业务成本的增加，梅兰热电流动资金有缺口，临时向其他企业的拆借增加所致，2011 年底其他应付款为 10811.03 万元。

2009~2011 年，梅兰热电资产负债率和全部债务资本化比率呈下降趋势，2011 年底分别为 54.41%和 36.22%；2012 年 9 月底分别为 54.91%和 44.12%，较 2011 年底有所上升。总体看，梅兰热电债务负担适宜。

2009~2011 年，梅兰热电所有者权益年均增长 1.11%，2011 年 7 月，梅兰热电将未分配利润中的 6000 万元转增注册资本。2011 年底，梅兰热电所有者权益 23962.59 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 50.08%、0.07%、8.35%和 41.50%，权益结构稳定性较高。截至 2012 年 9 月底，梅兰热电所有者权益较 2011 年底增长 11.51%，增长来自未分配利润。

盈利能力

2009~2011 年，梅兰热电主营业务收入年均下降 3.81%，利润总额年均下降 52.33%，主要是受煤炭价格上涨影响，2011 年分别为 53856.25 万元和 1588.08 万元。近三年盈利指标呈下降趋势，2011 年主营业务利润率和净资产收益率分别为 14.32%和 4.82%，整体盈利能力较弱。

2012 年 1~9 月，梅兰热电实现主营业务收入和利润总额分别为 44548.96 万元和 3232.29 万元，分别为 2011 年全年的 82.72%和 203.53%，主营业务利润率下降至 12.29%。

现金流量

2009~2011 年，梅兰热电经营活动净现金流波动增长，三年分别为 6122.48 万元、3435.56 万元和 13686.93 万元；现金收入比呈波动上升趋势，三年分别为 112.36%、101.75%和 123.18%。投资活动主要体现为长期股权投资、购建固定资产、在建工程支付的现金，投资规模一般，投资活动均表现为净流出；经营活动净现金流能够满足投资活动需求，对外筹资压力较小。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011 年，梅兰热电流动比率和速动比率呈下降趋势，2011 年底两项指标分别为 57.71%和 53.68%，2012 年 9 月底为 62.63%和 51.67%，短期偿债能力指标值偏低。2009~2011 年，经营现金流动负债比分别为 20.74%、10.32%和 47.72%，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，全部债务/EBITDA 呈波动上升趋势，2011 年为 3.10 倍。整体看，梅兰热电 EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。

截至2012年9月底，梅兰热电无对外担保。

截至2012年9月底，梅兰热电共获银行授信 24750万元，未使用额度9000万元，具备间接融资渠道。

根据梅兰热电贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201209232430），截至2012年9月28日，梅兰热电无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

（5）募集资金用途

梅兰热电本期集优票据拟发行额度为5000万元，其中1500万元用于置换贷款，3500万元用于补充流动资金。

（6）本期集优票据偿债能力分析

本期集优票据发行额占2012年9月底梅兰热电全部债务余额的23.63%，本期集优票据的发行对梅兰热电现有债务具有较大影响。

以2012年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期集优票据发行后，梅兰热电资产负债率和全部债务资本化比率将上升至58.41%和49.40%，梅兰热电债务负担将有所上升，但仍处于合理范围。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，梅兰热电经营活动现金流入量对本期集优票据的保护倍数分别为13.32倍、13.39倍和14.58倍，梅兰热电经营活动现金流入量对本期集优票据的保障能力高；经营性净现金流对本期集优票据的保护倍数分别为1.22倍、0.69倍和2.74倍，梅兰热电经营活动现金净流量对本期集优票据的保障能力较高；EBITDA对本期集优票据的保护倍数分别为1.99倍、1.15倍和0.88倍，EBITDA本期集优票据的覆盖程度一般。

3. 江苏华东电力冶金机械总厂有限公司

（1）企业概况

江苏华东电力冶金机械总厂有限公司（以下简称“华电冶金”）成立于1988年8月，截至2012年9月底，华电冶金注册资本8011.88万元。华电冶金经营范围：渣浆泵、煤渣管、农业机械配件、离心成型机、金属软管、发电机辅助装置、工业用电炉配件制造销售；铜管件、复合铜管材加工销售；机械设备零配件、仪器仪表销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）。华电冶金法定代表人为戴桃勋；注册地址：泰州市经济开发区寺巷镇鲍徐扬子东路22号。

（2）产权状况

截至2012年9月底，华电冶金注册资本8011.88万元，由泰州市凯运机械制造有限公司（简称“凯运机械”）全资控股；戴桃勋和戴美

华分别持股凯运机械42%和20%，戴桃勋和戴美华为父女关系。华电冶金实际控制人为戴桃勋先生。

（3）经营分析

华电冶金主营业务产品为铜管，主要为国内知名品牌空调生产厂商提供配套，主要产品包括内螺纹铜管、工艺管铜管、拉制铜管、盘光管铜管、毛细铜管和连接管铜管。

2009~2011年，华电冶金主营业务收入年均增长6.08%，三年分别为51363.87万元、76464.58万元和57804.82万元。2011年收入较2010年大幅下降24.40%，主要是：①2011年铜价下降使得产品销售价格下降，②华电冶金主动减少部分盈利较差的产品生产，如减少管组件生产，③华电冶金和客户对内螺纹管价格谈判未能达成一致，华电冶金主动放弃了部分订单。2012年，华电冶金和客户就价格谈判达成一致意见，内螺纹铜管订单增长，1-9月实现主营业务收入58930.10万元，为2011年全年的101.95%。

从收入构成上看，内螺纹铜管、工艺管铜管和拉制铜管是华电冶金的主要产品，在主营业务中占比较高，2011年上述三种产品占主营业务收入比重分别为54.48%、20.54%和22.13%。

从毛利率看，2009~2011年，华电冶金主营业务综合毛利率分别为7.77%、7.26%和10.38%，2011年毛利率较2010年上升3.12个百分点，主要是华电冶金主动减少部分盈利较差产品的生产，如减少管组件生产使得拉制铜管等产品毛利率大幅上升所致。2012年1-9月，华电冶金综合毛利率为8.42%。

采购

铜管生产成本主要由原材料、工资及附加、电力及其他能耗和制造费用四方面组成，其中原材料主要包括人电解铜、黄铜件等辅助材料等，其中电解铜采购量合计占总采购量85%以上，采购金额合计则占采购总金额95%左右。

华电冶金根据客户需求制定采购计划，由

供销部门组织采购。为了保证产品质量的稳定性、增加材料价格谈判能力，华电冶金与主要供应商建立了战略合作伙伴关系，所用的原材料供应商主要集中在数家厂商，保证了主要原材料质量稳定性和连续性。2011 年度华电冶金五大供应商分别为张家港联合铜业有限公司、江苏天亿实业集团有限公司、台州路桥振兴机械有限公司、新昌亿邦机械有限公司和浙江利盈机械制造有限公司，采购额合计占总采购额的 95.76%。

从采购价格上看，2009-2011 年及 2012 年 1-9 月，华电主要原材料采购价格呈波动下降趋势，波动幅度不大，其中电解铜年采购均价（不含税）分别为 4.89 万元/吨、5.06 万元/吨、4.96 万元/吨和 4.87 万元/吨；黄铜件年采购均价（不含税）分别为 5.15 万元/吨、5.34 万元/吨、5.16 万元/吨和 5.25 万元/吨。

华电冶金原材料采购结算方式主要为汇款、银行承兑汇票。

生产

华电冶金在中国泰州建有现代化生产基地，占地达 53360 平方米，拥有多条先进的生产线，质量检测设备主要从瑞士和德国采购，铜管产能达 18000 吨/年。为了更好的满足客户需求，华电冶金 2004 年开始在武汉海尔成立了加工基地，2007 年开始在合肥美的成立了加工基地，从事铜管的就近加工。

目前华电冶金拥有连铸连轧生产线 2 条、内螺纹生产线 12 条、连接管生产线 3 条、挤

压生产线 1 条、焊接生产线 4 条，可年产内螺纹铜管 10000 吨、工艺铜管 3000 吨、拉制铜管 4000 吨，其它配件 1000 吨。

2009-2011 年，华电冶金主要产品产量分别为 13380 吨、14134 吨和 9436 吨，2011 年较 2010 年大幅下降，主要是受产品结构调整和订单减少影响。2012 年 1-9 月，华电冶金主要产品产量为 12751 吨，为 2011 年全年的 135.13%。

销售

华电冶金从 2000 年开始进入海尔（青岛海尔零部件采购有限公司、合肥海尔物流有限公司）的主要供应商、从 2005 年成为美的（广东美的集团芜湖制冷设备有限公司、美的集团武汉制冷设备有限公司）的主要供应商，年供应量按照 10% 的增长速度递增，目前其主要产品内螺纹铜管、工艺管铜管、拉制铜管的供应量已经占到海尔的 40%、美的的 35%，春兰（江苏春兰制冷设备有限公司）的 90%。

华电冶金的销售模式为根据下游客户网上一周订单，组织生产，产成品直接发送到空调器厂仓库。

从销量上看，2009-2011 年，华电冶金主要产品销量分别为 9907 吨、13935 吨和 10248 吨；2012 年 1-9 月主要产品销量为 10961 吨。

从销售价格上看，因原材料价格波动下降，华电冶金主要产品销售价格也呈波动下降趋势，详见下表。

表 5 华电冶金主要产品销售量和销售价格（单位：吨、万元/吨）

产品	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1-9 月	
	销量	单价	销量	单价	销量	单价	销量	单价
内螺纹铜管	4674	6.52	7849	6.38	5883	6.26	6550	6.22
工艺管铜管	1989	5.71	1972	7.37	1980	7.18	1766	6.65
拉制铜管	2010	5.45	3441	6.01	2097	7.14	2535	6.18
盘光管铜管	498	6.04	360	6.1	230	7.29	88	5.89
毛细铜管	106	6.87	49	6.09	37	6.58	18	5.59

连接管铜管	630	6.56	264	6.8	21	7.13	4	6.44
合计	9907	-	13935	-	10248	-	10961	-

资料来源：华电冶金提供

从结算方式看，产品交货后下游客户当月开票，次月付 3-6 个月的银行承兑汇票，其中 90%为 6 个月银行承兑汇票。

发展规划

华电冶金未来发展战略是“培育能力，实现增长模式转型”，确定了“由传统加工制造业向高技术含量的装备制造业和资源型、节能环保型产业转变”，在继续做强做大原有制造业的基础上，探索向节能环保型领域进军。

截至 2012 年 9 月底，华电冶金无在建项目。

总体看，近年来，公司正常经营，但收入受产品结构调整和订单量变化出现一定程度波动，主要产品盈利水平小幅提升；未来无重大投资项目，将保持平稳发展态势。

(4) 财务分析

华电冶金提供的 2009~2011 年财务报表均经江苏中兴会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2012 年三季度报表未经审计。

资产质量

2009~2011 年，华电冶金资产总额年复合增长 11.38%，2011 年底为 33354.90 万元。从资产构成看，2011 年流动资产和固定资产占总资产比重分别 78.04%和 19.99%。

2009~2011 年，华电冶金流动资产年均增长 10.06%，2011 年底为 26029.87 万元，主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成，占比分别为 19.81%、9.03%、23.42%、6.79%、6.50%和 34.44%。2009~2011 年，华电冶金固定资产合计年均增长 15.50%，2011 年底为 6668.28 万元；2011 年底华电冶金无形资产为 506.74 万元。

截至 2012 年 9 月底，华电冶金资产总额 42994.01 万元，较 2011 年底增长 28.90%，主

要是短期借款、应收票据、应收账款和存货增长所致。

总体看，华电冶金资产中流动资产占比较高，流动资产中现金类资产、应收款和存货占比较高，资产构成与生产经营较为匹配。华电冶金整体资产质量尚可。

负债及所有者权益

2009~2011 年，华电冶金所有者权益年均增长 16.25%，主要来自未分配利润的增长。2011 年底，华电冶金所有者权益 15101.45 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 8.62%、13.16%、22.13%和 56.09%。2012 年华电冶金以未分配利润转增资本，注册资本增至 8011.88 万元，截至 2012 年 9 月底，华电冶金所有者权益 16948.92 万元，较 2011 年底增长 12.23%，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 47.27%、11.72%、19.72%和 21.29%，所有者权益稳定性增强。

2009~2011 年，华电冶金负债总额年均增长 8.15%，2011 年底为 18253.45 万元，全为流动负债。截至 2012 年 9 月底，华电冶金负债总额较 2011 年底增长 42.69%，主要是短期借款和应付票据大幅增长所致。

截至 2011 年底华电冶金流动负债为 18253.45 万元。2011 年底华电冶金流动负债主要由短期借款和应付票据构成，占比分别为 66.38%和 28.49%。

2009~2011 年，华电冶金资产负债率呈下降趋势，全部债务资本化比率呈波动下降趋势，2011 年底分别为 54.72%和 53.42%；2012 年 9 月底分别为 60.58%和 59.99%，较 2011 年底有所上升。总体看，华电冶金债务负担较重。

盈利能力

2009~2011 年，华电冶金主营业务收入年

均下降 6.08%，2011 年较 2010 年大幅下降 24.40%；利润总额年均下降 4.27%，2011 年为 2013.60 万元。近三年主营业务利润率呈波动上升趋势，总资产收益率和净资产收益率呈下降趋势，2011 年分别为 15.54%、10.19%和 10.00%，整体盈利能力尚可。

2012 年 1~9 月，华电冶金实现主营业务收入和利润总额分别为 58855.19 万元和 2173.50 万元，分别为 2011 年全年的 101.82%和 107.94%，均较 2011 年有较大幅度增长，主要是 2012 年华电冶金和客户就价格谈判达成一致意见，内螺纹铜管订单增长所致；主营业务利润率小幅下降至 8.33%。

现金流量

2009~2011 年，华电冶金经营活动净现金流由净流出转为净流入，三年分别为-1118.62 万元、6412.61 万元和 3998.02 万元；现金收入比呈波动上升趋势，三年分别为 99.25%、101.37%和 105.59%。投资活动主要体现为长期购建固定资产、在建工程支付的现金，投资规模一般，投资活动均表现为净流出；经营活动净现金流能够满足投资活动需求，对外筹资压

力较小。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011 年，华电冶金流动比率和速动比率总体呈下降趋势，2011 年底两项指标分别为 142.60%和 93.49%，2012 年 9 月底为 138.36%和 100.37%，短期偿债能力适宜。2009~2011 年，经营现金流流动负债比分别为-7.12%、34.56%和 21.90%，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，全部债务/EBITDA 呈波动下降趋势，2011 年为 2.81 倍。整体看，华电冶金 EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。

截至2012年9月底，华电冶金对外担保余额 10750.00 万元，担保比率为 63.43%；被担保企业明细见下表，截至2012年9月底被担保企业生产经营正常。华电冶金对外担保比率高，存在一定或有负债风险。

截至2012年9月底，华电冶金共获银行授信 20250 万元，未使用额度为 1400 万元，间接融资渠道有待进一步拓宽。

表6 截至2012年9月底华电冶金对外担保明细 (单位: 万元)

贷款银行	被担保单位	业务金额	担保业务期限		担保方式
工行泰州分行	江苏三泰建设工程有限公司	2000.00	2012-8-7	2013-7-7	信用
农行泰州新区支行	泰州市凯运机械制造有限公司	1000.00	2012-9-12	2013-9-11	机器设备抵押、信用
农行泰州新区支行	泰州市凯运机械制造有限公司	900.00	2012-7-20	2013-7-18	信用
农行泰州新区支行	泰州市凯运机械制造有限公司	500.00	2012-5-25	2013-5-23	机器设备抵押
农行泰州新区支行	泰州市凯运机械制造有限公司	800.00	2012-4-18	2013-4-17	信用
农行泰州新区支行	泰州市凯运机械制造有限公司	450.00	2012-3-6	2013-3-5	机器设备抵押、信用
农行泰州新区支行	泰州市凯运机械制造有限公司	800.00	2012-2-21	2013-2-20	房产抵押
交行泰州分行	江苏泰华塑料制品有限公司	300.00	2012-8-3	2013-3-31	信用
中信银行泰州分行	江苏美好置地有限公司	500.00	2011-7-29	2013-6-24	信用
中信银行泰州分行	江苏美好置地有限公司	500.00	2011-7-29	2013-6-24	信用
中信银行泰州分行	江苏美好置地有限公司	3000.00	2011-7-29	2013-7-26	信用
合计		10750.00			

资料来源：华电冶金提供

根据华电冶金贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：

B-201209661270），截至2012年9月17日，华电冶金无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

(5) 募集资金用途

华电冶金本期集优票据拟发行额度为5000万元，其中1000万元用于置换贷款，4000万元用于补充流动资金。

(6) 本期集优票据偿债能力分析

本期集优票据发行额占2012年9月底华电冶金全部债务余额的19.67%，本期集优票据的发行对华电冶金现有债务具有较大影响。

以2012年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期集优票据发行后，华电冶金资产负债率和全部债务资本化比率将上升至64.69%和64.22%，华电冶金债务负担将进一步上升。考虑到部分募集资金将用于置换银行贷款，相关指标可能低于上述模拟值。

2009~2011年，华电冶金经营活动现金流入量对本期集优票据的保护倍数分别为10.30倍、15.57倍和12.22倍，华电冶金经营活动现金流入量对本期集优票据的保障能力高；经营性净现金流对本期集优票据的保护倍数分别为-0.22倍、1.28倍和0.80倍，华电冶金经营活动现金净流量对本期集优票据的保障能力一般；EBITDA对本期集优票据的保护倍数分别为0.78倍、1.34倍和1.23倍，EBITDA本期集优票据的覆盖程度尚可。

五、发行人相关性分析

1. 区域集中度

本期集优票据发行人均位于浙江省泰州市，近年来泰州市经济发展迅速，政策对中小企业支持力度较大。但同时，3家发行人的经营也与泰州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7 发行主体所涉及细分行业分布

票据发行人	涉及细分行业
江苏中瑞路桥建设有限公司	工程施工

泰州梅兰热电有限公司	蒸汽、电力制造
江苏华东电力冶金机械总厂有限公司	铜管制造

资料来源：联合资信整理

从行业集中度看，3家发行人主营业务关联程度低，一定程度降低行业集中风险。

3. 资金及业务往来

本期集优票据的3家发行人的核心经营业务细分程度较高，行业关联度低，发行人之间业务往来较少，关联程度较低。

资金往来方面，截至2012年9月底，各家发行人之间无互保关系。

总体看，本期集优票据的3家发行人主营业务细分程度较高，发行人之间业务往来较少，关联程度较低，有利于分散行业集中风险；各家发行人之间无互保关系，发行人之间资金关联程度较低。

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5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8。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8 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票据存续期限内发行人应偿付的 2 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，如果发行人未按照本期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票据兑付日代发行人偿付本期票据当期应付利息。

保证期为自本期票据存续期本期票据兑付日起两年。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。

本期票据的集优票据持有人依法将所持有的本期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。

经联合资信评估有限公司评定，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

本期集优票据为江苏省泰州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”，泰州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”。

泰州市人民政府设立了资金规模为 5000 万元的中小企业直接债务融资发展基金（以下简称“发展基金”）。发展基金将由泰州市人民政府、人民银行泰州市中心支行、中债信用增进投资股份有限公司与南京银行股份有限公司泰州分行共同监管。

同时，泰州市人民政府、人行泰州市中支、中债信用增进投资股份有限公司、南京银行股份有限公司泰州分行共同签订了基金监管协议，四方约定：

（1）发展基金由泰州市人民政府出资设立，基金规模最高为 5000 万元。目前，5000 万元的发展基金已全部到位。

（2）发展基金以专户形式在南京银行设立，并由泰州市人民政府金融办、人民银行泰州支行、中债信用增进投资股份有限公司、南京银行四方共同监管。

（3）发展基金仅能用于因发行人违约时，中债信用增进投资股份有限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。

（4）基金的可划付金额，①每期票据对应基金的可划付金额视该期票据有无中债增进公司接受的反担保机构而定。在有中债增进公司接受的反担保机构的情况下，每期票据对应基金的可划付金额为该期票据发行金额的 5%；在没有中债增进公司接受的反担保机构的情况下，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%。②基金的累计可划付金额是指每期票据可划付基金金额之和，中债增进公司应受偿金额大于累计可划付金额的，基金

仅以累计可划付金额为限向中债增进公司进行划付；基金的累计可划付金额随着基金对应的区域集优直接债务融资工具累计发行金额的增加而相应增加。

本期集优票据采用区域集优模式发行，得到了政府的大力支持。

七、结论

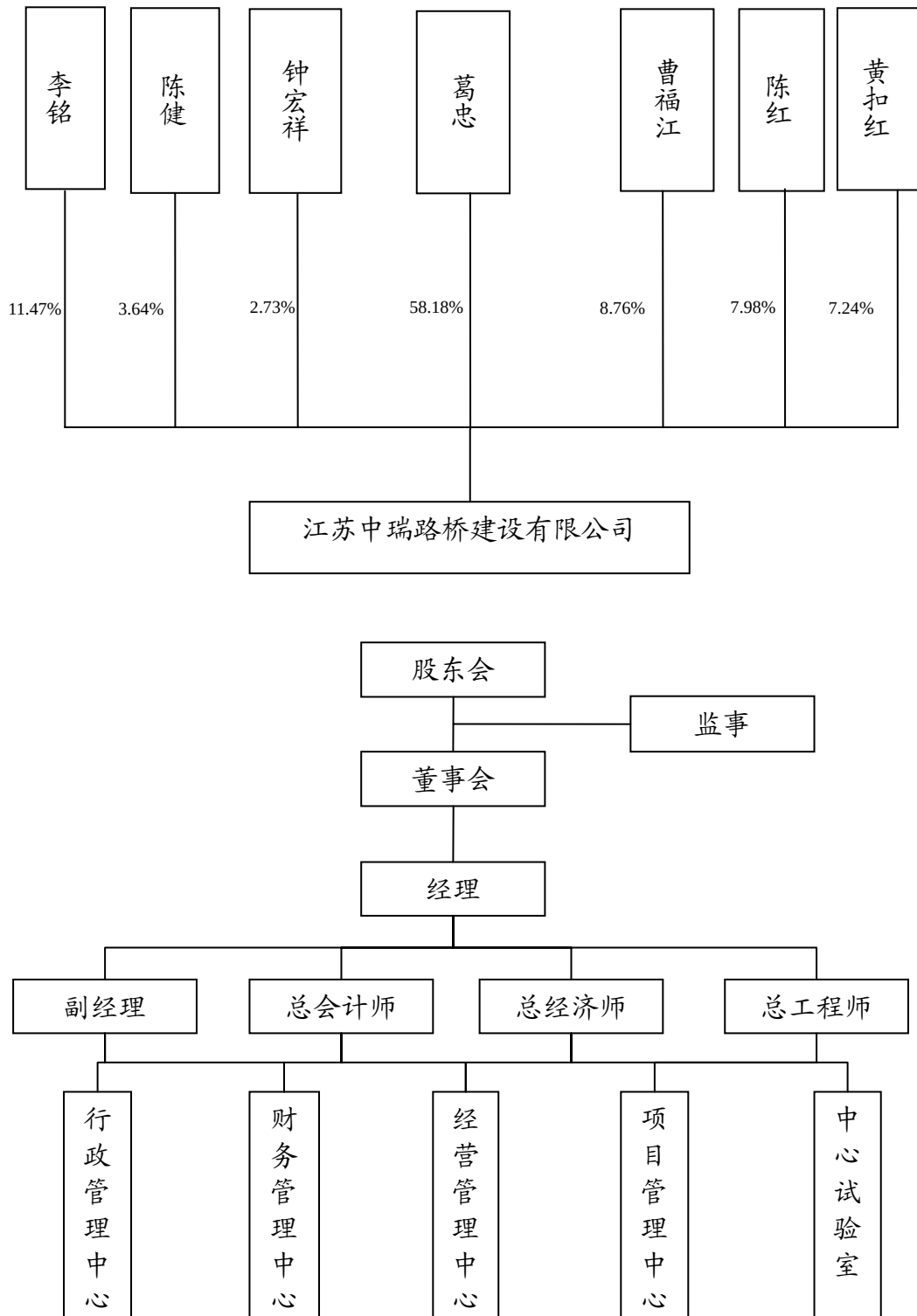
泰州市经济发展迅猛，政策对中小企业发展支持力度较大。

本期集优票据的 3 家发行人主营业务细分程度较高，发行人之间业务往来较少，关联程度较低，有利于分散行业风险；各家发行人之间无互保关系，发行人之间资金关联程度较低。但联合资信也关注到本期集优票据 3 家发行人发行额度较大，对现有债务影响较大，且参与企业家数较少，风险的分散作用有限。

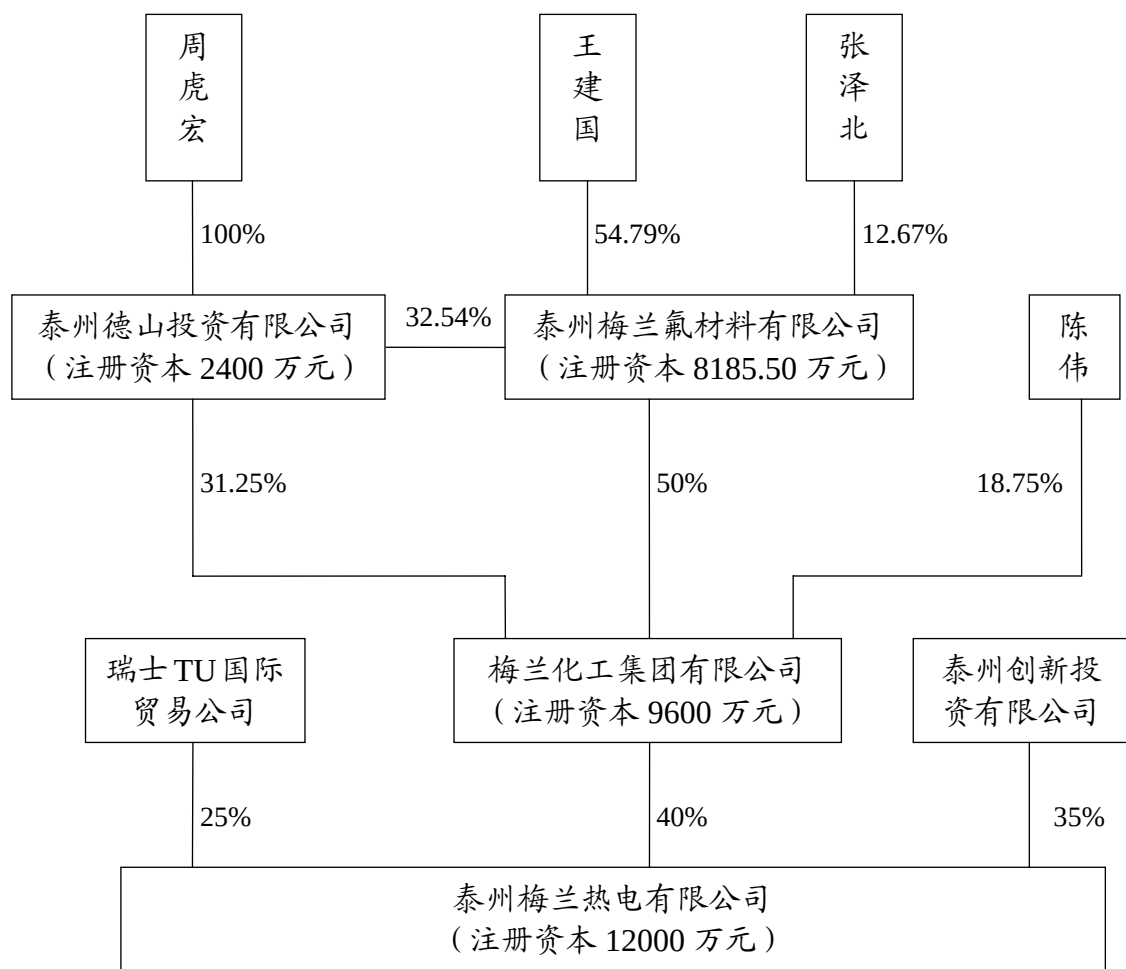
中债增进公司为本期集优票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债增进公司担保实力极强，有效提升了本期集优票据的信用水平。

综合看，本期集优票据不能按期还本付息的风险极低。

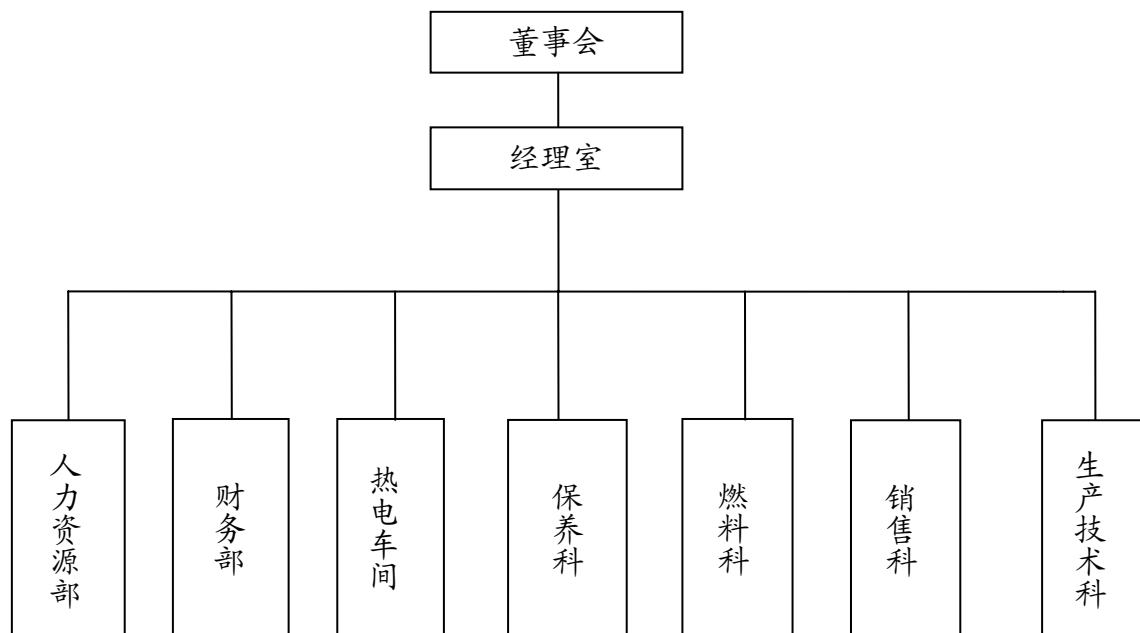
附件 1-1 中瑞路桥股权结构图和组织结构图



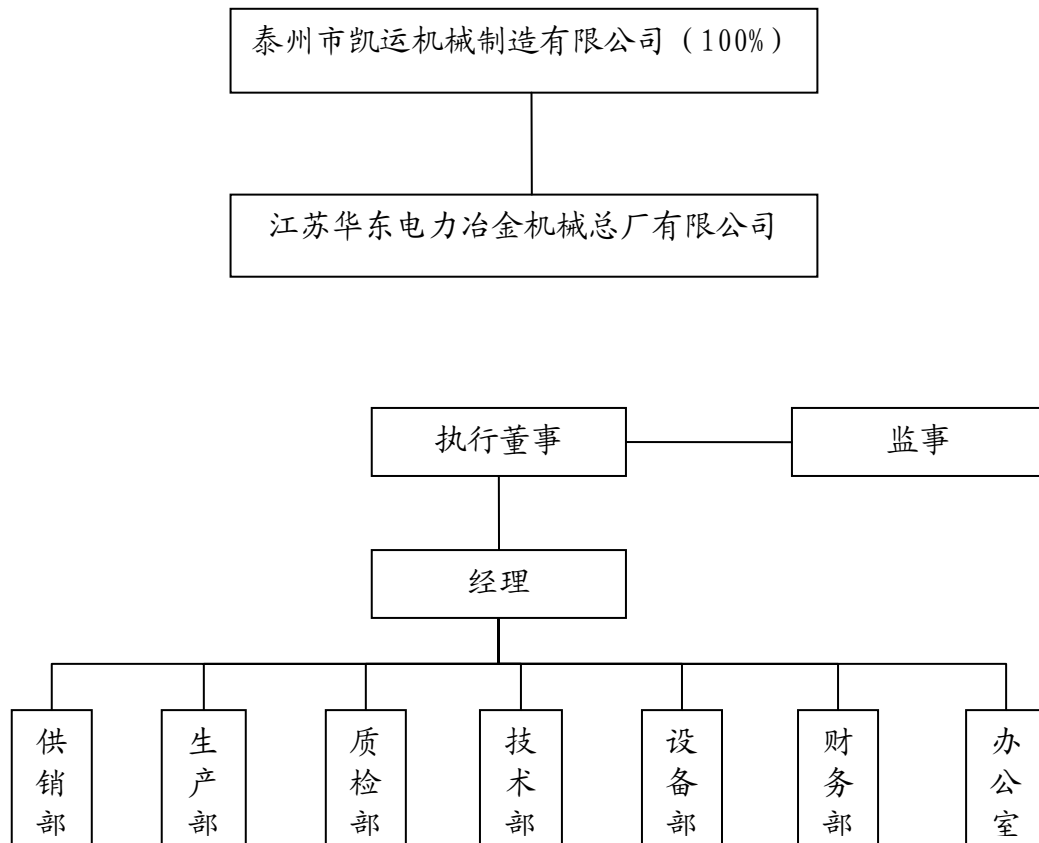
附件 1-2-1 梅兰热电股权结构图



附件 1-2-2 梅兰热电组织结构图



附件 1-3 华电冶金股权结构图和组织结构图



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
江苏中瑞路桥建设有限公司	资产总额(亿元)	11.22	13.61	17.75	25.56
	所有者权益(亿元)	5.53	6.38	8.35	9.08
	长期债务(亿元)	0.50	0.50	0.45	1.95
	全部债务(亿元)	3.73	5.40	8.20	14.14
	主营业务收入(亿元)	11.54	12.51	12.72	9.71
	利润总额(亿元)	0.98	1.10	1.22	0.73
	EBITDA(亿元)	1.31	1.42	2.00	--
	经营性净现金流(亿元)	0.29	0.28	0.31	-1.16
	主营业务利润率(%)	11.89	12.27	15.74	13.58
	净资产收益率(%)	13.60	13.27	11.62	--
	资产负债率(%)	50.71	53.13	52.98	64.49
	全部债务资本化比率(%)	40.26	45.83	49.56	60.89
	流动比率(%)	192.80	185.15	186.10	168.65
	全部债务/EBITDA(倍)	2.85	3.79	4.10	--
泰州梅兰热电有限公司	资产总额(亿元)	5.66	6.12	5.27	5.94
	所有者权益(亿元)	2.34	2.58	2.40	2.67
	长期债务(亿元)	0.35	0.20	0.00	0.00
	全部债务(亿元)	2.31	2.01	1.37	2.12
	主营业务收入(亿元)	5.82	5.83	5.39	4.45
	利润总额(亿元)	0.70	0.30	0.16	0.32
	EBITDA(亿元)	1.00	0.57	0.44	--
	经营性净现金流(亿元)	0.61	0.34	1.37	0.13
	主营业务利润率(%)	19.02	15.31	14.32	12.29
	净资产收益率(%)	24.93	9.59	4.82	--
	资产负债率(%)	58.37	57.73	54.41	54.91
	全部债务资本化比率(%)	49.51	43.74	36.22	44.12
	流动比率(%)	70.29	71.51	57.71	62.63
	全部债务/EBITDA(倍)	2.32	3.51	3.10	--
江苏华东电力冶金机械总厂有限公司	资产总额(亿元)	2.69	3.21	3.34	4.30
	所有者权益(亿元)	1.12	1.36	1.51	1.69
	长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
	全部债务(亿元)	1.22	1.70	1.73	2.54
	主营业务收入(亿元)	5.14	7.65	5.78	5.89
	利润总额(亿元)	0.22	0.32	0.20	0.22
	EBITDA(亿元)	0.39	0.67	0.62	--

	经营性净现金流(亿元)	-0.11	0.64	0.40	-0.88
	主营业务利润率(%)	7.71	7.15	10.19	8.33
	净资产收益率(%)	18.76	17.78	10.00	--
	资产负债率(%)	58.44	57.72	54.72	60.58
	全部债务资本化比率(%)	52.25	55.51	53.42	59.99
	流动比率(%)	136.76	145.65	142.60	138.36
	全部债务/EBITDA(倍)	3.13	2.54	2.81	--

注：本期集优票据发行人2012年三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 年一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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加) / 主营业务收入×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

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 江苏省泰州市 2013 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）将在本期集优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）。集优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优票据发行人、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，如发现集优票据发行人、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

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%。

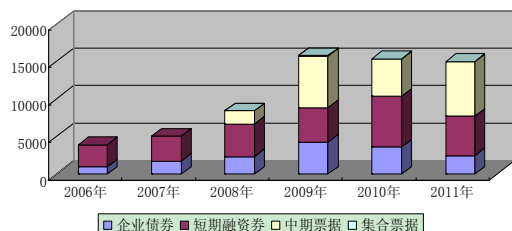
2012 年我国经济社会发展的总基调是“稳中求进”, 政府将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 以结构性调整为主, 支持实体经济发展。短期内, 消费对经济的贡献度并不会明显上升, 投资仍是拉动经济增长最强劲的动力。国内经济面临的挑战是如何推进金融财税体制改革, 调整经济结构, 发挥市场力量优化资源配置, 以缓解逐年加剧的经济结构矛盾。虽然由于外部影响等原因, 中国经济在未来有放缓迹象, 但市场仍普遍预测“十二五”期间

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

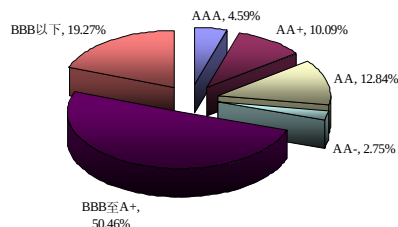
理。公司在资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单笔业务指标的计算中，充分认可信用衍生品的风险缓释作用，形成涵盖信用衍生产品的风险管理体系。

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。

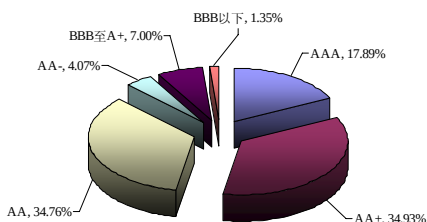
图 2 按发行主体数量统计
发行主体外部评级分布情况



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

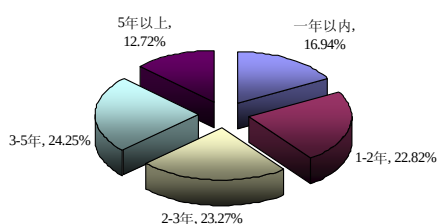
用等级企业增信余额仍占据主要比重，公司增信业务整体信用风险较低。

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

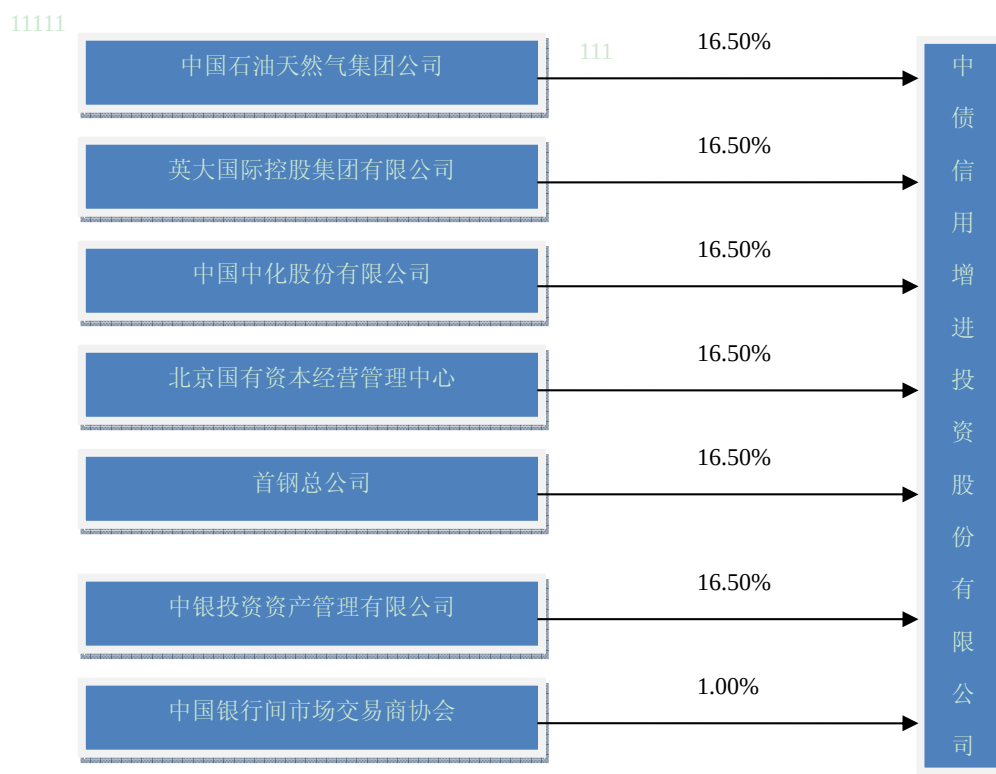
项目	2012年 1季度末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
增信余额(亿元)	589.72	574.02	248.49	3.00
净资产(亿元)	67.71	66.00	63.30	60.24
净资本(亿元)	42.78	41.16	28.92	42.67
净资产增信倍数(倍)	8.71	8.70	3.93	0.05
净资本增信倍数(倍)	13.79	13.95	8.59	0.07
净资本比率(%)	63.17	62.35	45.70	70.83
净资本覆盖率(%)	133.86	132.42	124.76	-

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；

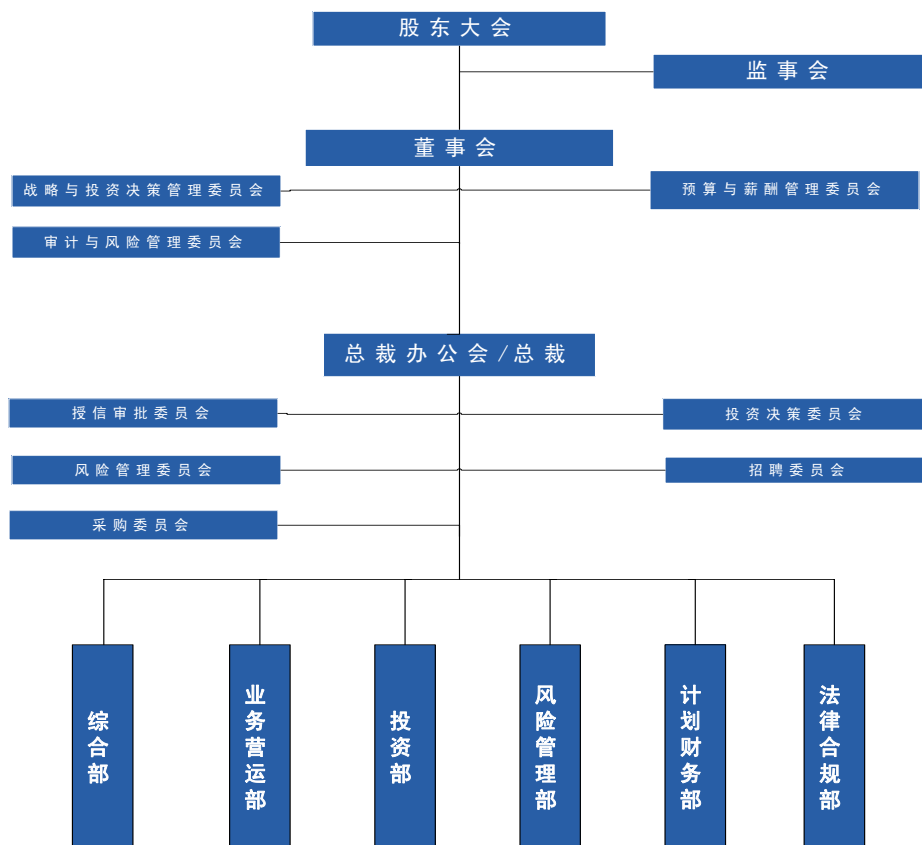
六、评级展望

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。

