

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1232 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持唐山国丰钢铁有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“10国丰MTN1”和“11国丰MTN1”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月十四日



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>

唐山国丰钢铁有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 国丰 MTN1	10 亿元	2010/9/15-2015/9/15	AAA	AAA
11 国丰 MTN1	15 亿元	2011/4/21-2016/4/21	AAA	AAA

跟踪评级时间：2014 年 7 月 14 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	71.95	52.47	63.13	80.85
资产总额(亿元)	239.56	219.94	217.95	229.16
所有者权益(亿元)	98.65	90.42	85.56	84.32
短期债务(亿元)	19.24	13.04	20.71	38.11
全部债务(亿元)	80.55	69.47	69.62	86.93
营业收入(亿元)	329.55	264.01	257.74	57.67
利润总额(亿元)	11.64	1.15	2.35	-1.24
EBITDA(亿元)	26.02	16.39	15.91	--
经营性净现金流(亿元)	20.40	2.46	19.08	16.42
营业利润率(%)	6.31	3.15	3.99	1.06
净资产收益率(%)	8.65	0.66	1.92	--
资产负债率(%)	58.82	58.89	60.74	63.20
全部债务资本化比率(%)	44.95	43.45	44.86	50.76
流动比率(%)	183.17	176.24	158.22	149.85
全部债务/EBITDA(倍)	3.10	4.24	4.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.24	4.28	4.44	--
经营现金流负债比(%)	28.26	3.74	25.08	--

注：2014 年一季度财务报表未经审计。

分析师

刘新泉 闫昱州

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

跟踪期内，钢铁行业景气度波动下行。唐山国丰钢铁有限公司（以下简称“公司”）主要钢材产品均出现了不同程度的价格下滑，由于公司铁矿石对外依存度高，公司经营财务表现受行业波动影响较大；但同时，2013 年公司获得了控股股东的委托贷款和股东增资等资金支持、产品多元化程度进一步提升并积极调整产品结构、加强成本控制，盈利能力有所回升，经营获现能力较强；进入 2014 年，受行业波动影响，公司出现亏损，公司经营压力加大，但仍处于正常波动范围。

随着未来公司对两家冷轧企业收购的完成，冷轧产能将进一步提升，板材产业链进一步得到延伸，将有助于公司抗风险能力和整体竞争实力的增强。此外，公司成本控制手段到位，其盈利能力有望随其产品结构的逐步提升和行业景气度的回暖而得以恢复。

公司经营活动现金流入量对“10 国丰 MTN1”和“11 国丰 MTN1”保障程度高。公司发行的上述两期中期票据均由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债公司”）提供担保。两期中期票据本息偿付的安全性得以进一步提升。

综合考虑，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“10 国丰 MTN1”和“11 国丰 MTN1”AAA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司冷轧钢材产品（轧硬卷板，镀锌卷板）的产销规模上升，产品多元化程度进一步提升，有利于分散经营风险。
2. 公司内部管理水平良好，节能减排和循环经济取得一定进展，成本控制到位，2013 年公司整体盈利能力有所回升，且跟踪期内公司经营获现能力明显回升。

3. 跟踪期内，公司通过控股股东获得了部分境外低成本的委托贷款；2014年6月，公司两方股东为支持公司发展共同出资15亿元用于公司增加注册及实收资本，资金将用于补充公司的流动资金、支持公司收购两家关联方冷轧厂及收购之后对两个冷轧厂的技改支出。公司所有者权益规模有望得以回升，抗风险能力有望随收购和技改的完成而进一步增强。
4. 公司经营活动现金流入量规模较大，对待偿还中期票据保障程度较高；中债公司为“10国丰MTN1”和“11国丰MTN1”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了其偿还的安全性。

关注

1. 跟踪期内，钢铁行业景气度波动下行，由于公司矿产资源自给率低，公司经营财务表现受行业波动影响较大，特别是2014年一季度，公司面临的经营压力有所加大。
2. 跟踪期内，公司应少数股东请求进行了分红，金额较大。
3. 跟踪期内，公司存货中以原燃料为主，公司未计提跌价准备，在行业景气度下行环境下存在一定的资产减值风险。
4. 公司控股的唐山渤海钢铁有限公司的钢铁项目正处于发改委审批阶段。联合资信将持续关注上述事件的进展情况。

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）与唐山国丰钢铁有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与唐山国丰钢铁有限公司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，未因唐山国丰钢铁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唐山国丰钢铁有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；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唐山国丰钢铁有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

唐山国丰钢铁有限公司(以下简称“公司”或“唐山国丰”)是于1993年由唐山市丰南区丰南镇经济发展总公司和香港中旅(集团)有限公司(以下简称“港中旅集团”,实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会)组建。2004年,公司吸收合并了唐山银丰钢铁有限公司(以下简称“银丰钢铁”)、唐山银丰烧结有限公司(以下简称“银丰烧结”)以及唐山新丰钢铁有限公司(以下简称“新丰钢铁”),合并后公司注册资本为15926.52万美元,其中港中旅集团持有51%股份,唐山渤海工业(集团)公司持有21.6756%股份,唐山市丰南区丰南镇经济发展总公司(以下简称“丰南经济发展公司”)持有公司18.9699%股份,建豪发展有限公司(以下简称“建豪发展”)持有8.3545%股份。2004年4月15日,建豪发展与丰南经济发展公司、唐山渤海工业(集团)公司签署股权购买协议,建豪发展出资购买上述两家企业持有公司合计40.6455%股权;同日,港中旅集团将持有公司51%股权转让给香港中旅钢铁有限公司(为港中旅集团全资子公司,以下简称“港中旅钢铁”),上述转让协议于2004年9月21日经商务部批准。截至2013年底,公司注册资本15926.52万美元,其中港中旅钢铁持有公司51.00%股权,建豪发展持有公司49.00%股权(详见附件1),港中旅集团对公司拥有实际控制权。2014年6月,公司股东港中旅钢铁和建豪发展合计对公司增资15亿元人民币(折合24377.96万美元);根据丰信验字[2014]第022号验资报告,截至2013年6月19日,变更后的累积注册资本40316.76万美

元,实收资本40304.48万美元;此次增资后,港中旅钢铁和建豪发展对公司的股权比例分别为58.49%和41.51%。

公司经营范围:生产和销售烧结矿、生铁、钢锭、钢材(普通钢、特种钢、低合金材质钢材)、热轧卷板、镀锌板、彩涂板等。

截至2013年底,公司合并资产总额为217.95亿元,所有者权益合计为85.56亿元(其中少数股东权益3.40亿元)。2013年,公司实现营业收入257.74亿元,利润总额2.35亿元。

截至2014年3月底,公司合并资产总额为229.16亿元,所有者权益合计为84.32亿元。(其中少数股东权益收益3.39亿元)。2014年1~3月,公司实现营业收入57.67亿元,利润总额-1.24亿元。

公司注册地址:河北省唐山市丰南区青年路193号;法定代表人:张震。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增长9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万以上的企业,下同)实现利润总额62831亿元,同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元,同比名义增长13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资(不含农户)436528亿元,同比增长19.6%;

三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54

万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘

汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

根据国际钢铁协会（IISI）初步统计，进入2000年以来，世界钢铁粗钢产量除因金融危机影响导致2008、2009年合计量阶段性下滑

外，其余年份呈逐年稳步增长的态势；2013年合计产量达到16.07亿吨，同比增长4.03%；2013年中国以7.79亿吨粗钢位列全球产量首位，占全球粗钢产量的48.47%，产量同比增长8.72个百分点。全球前10名国家的粗钢产量占全球的83.2%，集中度较高。2013年全球粗钢产量首次超过13亿吨，比2012年增长3.5%，尽管包括美国、欧盟和南美洲各国的产钢量都出现了不同程度的下滑，但得益于以中、日为核心的亚洲国家以及非洲国家的增长还是促进了粗钢产量的再次增长。

从产能情况看，截至2013年底，中国粗钢产能约10亿吨，行业产能利用率有所降低，产能过剩情况有所加重。

行业整合方面，2013年，中国前十大钢铁企业粗钢产量占全国粗钢产量比为39.4%，较2012年下降6.5个百分点，钢铁行业集中度进一步下滑，行业竞争进一步加剧。中国经济增速有所放缓，钢铁行业产能过剩严重，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

表1 2013年中国钢铁企业粗钢产量排名（万吨、%）

排名	名称	粗钢产量	增长率
1	河北钢铁集团	4579	6.87
2	宝钢集团有限公司	4391	7.86
3	武汉钢铁(集团)公司	3931	7.93
4	江苏沙钢集团	3508	8.58
5	鞍钢集团公司	3369	11.42
6	首钢集团	3152	0.34
7	山东钢铁集团有限公司	2279	-0.92
8	渤海钢铁集团	1933	11.60
9	马钢(集团)控股有限公司	1879	8.40
10	本钢集团有限公司	1683	11.56
11	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	1499	6.20
12	河北新武安钢铁集团	1481	6.03
13	北京建龙重工集团有限公司	1430	3.86
14	方大钢铁集团有限公司	1316	2.01
15	日照钢铁控股集团有限公司	1268	-0.08
16	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	1116	10.51
17	包头钢铁(集团)有限责任公司	1069	4.95
18	安阳钢铁集团公司	1032	33.32
19	河北纵横钢铁集团有限公司	1019	11.94
20	太原钢铁(集团)有限公司	999	-1.36

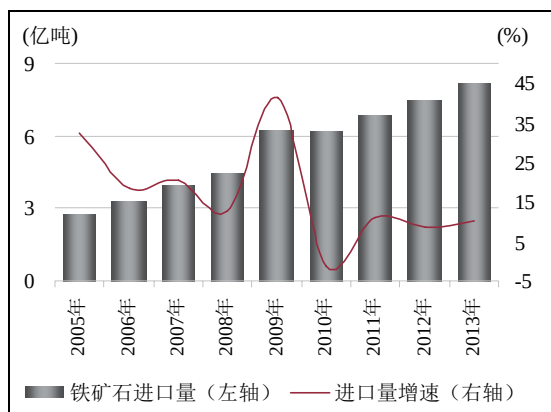
资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：1、宝钢集团包括韶钢、宁钢和八一钢铁；河北钢铁集团包括唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢和石钢等；武钢集团包括柳钢；山东钢铁集团包括济钢集团、莱钢集团和张店钢铁总厂；鞍钢集团公司包括鞍钢、攀钢；安钢集团

- 包括安钢股份公司、信阳钢铁公司、凤宝特钢公司和新普钢铁公司；本钢集团有限公司包含北营钢铁
- 2、河北新武安钢铁集团为河北省武安市近 20 家民营钢铁企业于 2006 年 1 月成立的联合体；渤海钢铁集团由天津钢管集团、天津天钢集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团于 2010 年整合重组成立；
- 3、统计数据可能与企业公布数据有出入。

中国钢铁产能巨大，受制于国内铁矿资源质量和产能供应，中国对铁矿石资源的外需程度高，2010 年国内矿山扩产和铁矿石定价机制改变影响了中国对进口矿石的需求，中国进口铁矿石增量出现首度下降；2012 年，中国进口铁矿石 7.44 亿吨，同比增长 8.45%。2013 年为 8.20 亿吨，同比增长 10.04%，增速较 2012 年略有提升。考虑到决定中国铁矿石对外依存度高的关键因素并未出现实质转变，预计未来，中国对铁矿石资源的外需仍将保持在较高水平。

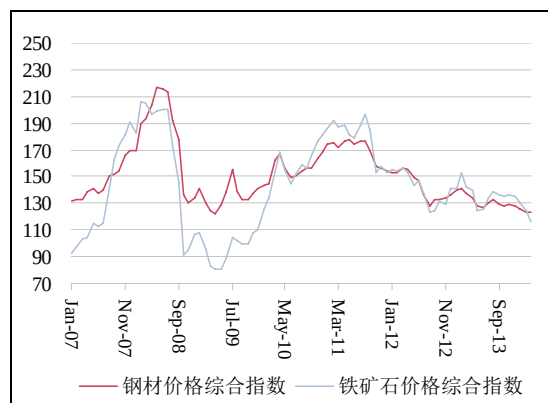
图 1 中国铁矿石进口量及增长率



资料来源：wind 资讯

2012 年前三季度，中国铁矿石价格指数总体呈现波动下降格局。2012 年 10 月份起在中国钢材价格逐步反弹带动下出现快速反弹。随中国钢铁行业景气度的再度转弱，2013 年 3 月起，中国铁矿石价格出现回调，但下降幅度缓于钢材价格下降速度。2013 年全年，铁矿石价格指数变动基本与钢材价格指数变动趋势一致，但总体跌幅略缓于钢材价格下跌幅度。2014 年 3 月，铁矿石价格指数出现大幅下滑，快于钢材价格下跌幅度。

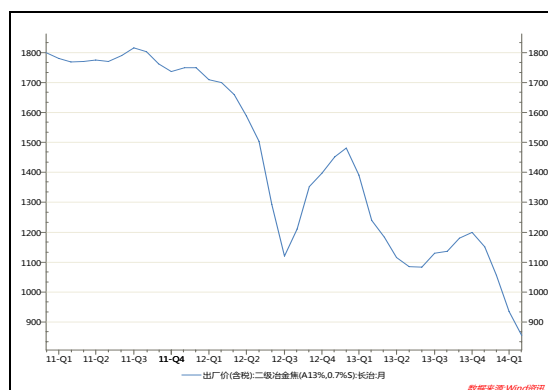
图 2 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数



资料来源：www.mysteel.com

跟踪期内钢铁行业整体景气度波动下滑态势。2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012 年 3 月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从 2012 年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入 2013 年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但 2013 年 3 月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于 2013 年 7~9 月小幅冲高后，持续下行。2014 年 1 季度，钢材价格延续了震荡走低的态势，3 月均价已接近 2007 年以来的历史低位。总体看，2013 年钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

图 3 长治二级冶金焦均价



资料来源：Wind 资讯

焦炭行业作为煤炭加工转化的重要环节，其中约80%左右的焦炭用于炼铁，20%用于有色金属冶炼、化工等行业。焦炭是支撑钢铁生产的基本原材料，其产量的增幅变动与钢铁行业运行有着直接的依存性。价格方面，2011年上半年均价为1979.03元/吨，同比增长6.95%。2011年10月后，焦炭价格震荡下行，截至2014年4月价格为855.71元/吨。

从下游需求情况看，2011年上半年，中国钢材需求保持稳步增长，但自三季度起，受国家经济政策调整影响，下游主要用钢行业增速放缓，2012年中国粗钢表观消费量6.64亿吨，增速同比大幅回落5.78个百分点至2.39%，根据预计，2013年跟踪器内中国粗钢表观消费量将小幅增长。

受中国上一轮刺激汽车消费政策退出影响，国内汽车市场产销量增速持续回落。在城市交通拥堵、环境污染和能源价格高企的大背景下，中国汽车市场告别高增长进入平稳发展阶段。2013年，主要家电产品产量呈现出相似变动趋势，冰箱、洗衣机等家电产品产量随政策刺激效果的逐步退出，产品产量增速持续放缓。

建筑业方面，2012年，中国建筑业施工面积98.10亿平米，同比增长15.20%，增速下滑4.30个百分点；新开工面积44.59亿平米，同比仅增长3.50%，增速较2011年同期的11.90大幅回落8.40个百分点。2013年中国建筑业新开工面积增速有所波动，但总体大幅高于2012年同期水平，在建面积增速呈小幅下降走势。截至2013年底，中国建筑业新开工面积和施工面积分别为51.47亿平米和112.99亿平米，同比分别增长14.94%和14.55%。

钢材进出口方面，2013年，受钢铁行业景气度下滑影响，中国累计进口钢材1407.76万吨，同比增长3.08%；累计钢材出口6233.75万吨，同比增长11.85%。进出口相抵后，2013年中国累计净出口钢材4825.99万吨，同比增长26.35%。

行业政策方面，2013年10月6日，中国政府印发《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（以下简称《指导意见》），对化解产能严重过剩矛盾工作进行了总体部署，重点提出化解钢铁等行业产能严重过剩矛盾。提出重点推动山东、河北、辽宁、江苏、山西、江西等地区钢铁产业结构调整，充分发挥地方政府的积极性，整合分散钢铁产能，推动城市钢厂搬迁，优化产业布局，压缩钢铁产能总量8000万吨以上。《指导意见》强调，要按照尊重规律、分业施策、多管齐下、标本兼治的总原则，着力加强宏观调控和市场监管，坚决遏制产能盲目扩张；着力发挥市场机制作用，完善配套政策，分别“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”过剩产能。中国政府将对在建和已建成项目逐步展开清理。

2013年4月2日，12月6日，中国工业和信息化部（以下简称工信部）分两批公示了《钢铁行业规范条件》（以下简称《规范条件》）的160家钢铁企业名单。支持规范企业开展兼并重组、淘汰落后、技术改造、节能减排等结构调整工作。对于那些不符合《规范条件》的企业，工信部将会同有关部门综合运用差别电价、财政奖励、考核问责等经济手段、法律手段和必要的行政手段，差别化的产业治理手段将有助于在现有政策框架下加速过剩和落后产能的逐步退出，促进化解过剩产能的最终实现。

2013年9月12日，中国国务院发布《大气污染防治行动计划》（以下简称《行动计划》），《行动计划》确定了经过五年努力，使全国空气质量总体改善，重污染天气较大幅度减少；京津冀、长三角、珠三角等区域空气质量明显好转的目标。加快企业技术改造，提高科技创新能力。五是严格投资项目节能环保准入，提高准入门槛，优化产业空间布局，严格限制在生态脆弱或环境敏感地区建设“两高”行业项目。生态环境倒逼的环境治理政治任务重，行业环保门槛和监管执法力度将持续加

强，环保门槛的提高对对环境治理压力的企业将意味着大量资金的投入，这将加重部分行业企业的资金压力，进一步促进落后产能的逐步退出。

联合资信认为，近年国家针对钢铁行业产能严重过剩情况，密集出台相关产业政策，特别是 2013 年以来随着环境治理等任务的并轨执行，过剩产能的治理手段和相应的政府执行力度有望得到强化，有助于行业整体产能的控制和落后、过剩产能的逐步退出，缓解行业产能过剩压力。

总体看，钢铁行业产能过剩情况加剧，经济增速放缓和减产压力作用下，行业景气度持续减弱，钢材价格波动下行。行业企业经济难度加大。短期内，行业需求难以大幅增长，行业景气度的提升有赖于国家对过剩产能的有效治理和部分产能的有序推出。作为国民经济基础行业，未来中国经济转型和结构调整和城市化进程的推进均将促进钢铁行业需求的持续增长，对行业需求形成持续支撑。

五、基础素质分析

公司是中国重要的热轧钢带生产基地，同时也是华北地区大型钢材制造商之一。公司所在唐山市，地理位置优越，是中国轧钢及金属产品的主要生产地区。河北省境内铁矿储量丰富，是中国最大的铁矿生产省份，可以保证公司稳定的铁矿石供应。京津唐地区交通规划完善，港口设施、铁路及公路网络便捷，公司距天津港、唐山港、曹妃甸的距离均在 100 公里以内，交通优势明显。公司进入 2013 年工信部公布的第二批符合钢铁行业规范条件的企业名单。

产品研发方面，2013 年公司新产品总量完成 17 万吨，多创效 1140 万元，开发新品种 16 个、实施对外技术合作项目 7 项、公司级创新项目 83 项、产生财务收益 7400 万元。跟踪期内，公司申报专利 49 件，其中实用新型专利

47 件，发明专利 2 件。

节能减排方面，2013 年主要污染物达标排放，氮氧化物、二氧化硫、烟尘排放量同比分别降低 6%、11%和 9%，超额完成年度减排目标。循环经济创效 4.8 亿元，自发电占比 42%，吨钢综合能耗 550 公斤标煤，比行业平均水平低 42 公斤；吨钢耗新水 2.8 吨，比年计划低 0.7 吨。

2014 年 1 季度公司推进清洁生产审核，加强大气污染治理，将环境监测与危险废物管理列入环保的重点工作，持续改进和完善环保管理。提升脱硫设施管理，提高脱硫设施同步运行率，并按照政府要求，对 230 烧结、132 烧结、110 烧结脱硫旁路进行拆除。

公司控股股东为中国港中旅集团公司（以下简称“港中旅集团”）。跟踪期内，港中旅集团通过下属控股子公司中国国丰集团有限公司（以下简称“中国国丰”）给予公司原材料供应保障，公司从中国国丰子公司唐山达丰焦化有限公司（以下简称“达丰焦化”）按照市场价采购部分焦炭，公司利用中国国丰境外融资平台采购外矿粉；此外，港中旅集团还通过为公司提供境外低成本委托贷款以及拆解款等给予公司资金支持。

总体看来，跟踪期内公司产品创新及研发、节能减排和循环经济均取得一定进展，并能转化为一定的经济效益；同时，公司获得了控股股东的在原材料供应和资金方面的支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司无高管人员、管理体制、股权结构等重大变化。

七、重大事项

重大重组

依据公司两方股东（港中旅钢铁和建豪发展）达成的协议，为支持唐山国丰发展由股东

双方共同出资15亿元用于公司增加注册及实收资本,此15亿元是为了补充唐山国丰的流动资金、支持唐山国丰收购港中旅恒通冷轧技术有限公司(以下简称“恒通冷轧”)和唐山丰南冷轧镀锌有限公司(以下简称“丰南冷轧”)及收购之后对两个冷轧厂的技改支出,具体收购程序为:先由唐山国丰钢铁有限公司收购中国港中旅集团持有的港中旅恒通冷轧技术有限公司100%股权,再由港中旅恒通冷轧技术有限公司收购丰南镇经济发展总公司持有的唐山丰南冷轧镀锌有限公司100%股权。2014年6月19日,唐山国丰已收到股东增资的15亿元并由唐山丰信会计师事务所出具了验资报告(丰信验字[2014]第022号),目前正在做营业执照变更等有关手续。

恒通冷轧主导产品是将热轧钢卷经酸洗、冷轧、热镀锌和彩涂之后的热镀锌板和彩涂板。恒通冷轧拥有3条酸洗—冷连轧联合机组、2条推拉酸洗机组、1条五连轧机组、4台单机架可逆轧机、18条热镀锌机组、2条彩涂机组和6条纵剪机组,年设计能力为冷轧板500万吨,热镀板430万吨,彩色涂层板20万吨。

唐山丰南冷轧镀锌有限公司主导产品为冷轧退火产品、家电和建筑用高档无锌花镀锌产品和高档镀铝锌产品及压花产品。主要生产设备有一条年生产能力120万吨酸轧联合机组、一条年生产能力为30万吨的连续热镀锌机组、一条年生产能力35万吨的连续退火机组、在建(二期)一条年生产能力55万吨的连退镀锌两用机组。公司自2012年四季度起租赁该冷轧生产线用以冷轧产品生产,收购完成后,公司对该生产线的控制力将得以加强。

增资完成后,公司所有者权益规模得以回升;预计未来上述收购和技改完成后,公司冷轧产品产能和产品丰富度有望进一步提升,抗风险能力和整体竞争实力将进一步增强。

重大项目

跟踪期内,公司子公司唐山渤海钢铁有限公司的钢铁项目正式被纳入国家和河北省钢

铁工业“十二五”发展及结构调整规划。目前该项目核准手续已报送国家发改委,目前仍处于审批阶段。渤海钢铁项目规划产能为470万吨,预计总投资约160亿元。渤海钢铁项目在产能置换的基础上可使公司产能规模增加至1000万吨以上,亦有利于公司更新生产设备、缓解环保压力,但同时也可能会加重公司债务负担。联合资信将持续关注上述事件的进展情况,动态分析上述事件对公司信用状况的影响。

八、经营分析

跟踪期内,钢铁行业需求相对不足,产能过剩压力无法缓解,成本压力亦无明显减轻,行业盈利水平弱,景气度持续低迷。2013年公司整体生产规模较2012年有所增长,但由于公司主要钢材产品价格持续下跌,2013年公司实现营业收入257.74亿元,同比下降2.37%。跟踪期内,公司收入构成上保持了板带为主的格局;2013年热轧卷板的占比较2012年有明显减少,主要原因是生产的部分热轧卷板用于生产冷轧钢材;2013年冷轧钢材的销售占比有较大幅度的增加,主要原因是2012年只有四季度生产冷轧钢材,其中,由于2013年轧硬卷板的毛利率水平相对镀锌卷板较高,公司2013年相应地提高了轧硬卷板的产销比重;螺纹钢的销售主要是满足出口需要,由于出口需求大幅减少,致使其销售占比有所减少,2014年一季度,公司螺纹钢生产线停工,只对此前生产的存货予以销售。2014年一季度,由于公司全线主要产品持续下跌,公司实现营业收入57.67亿元,同比下降13.36%。公司其他业务主要是原材料的少量销售,副产品的销售和加工、出租收入,以及酒店收入等,由于主要的部分其他业务收入发生的时期不固定,所以2014年一季度的数据和2013年全年度可比性低;2014年一季度其他业务收入同比增长的原因是烟煤的销量上升所致。

毛利率方面，跟踪期内占公司收入比重第二的带钢板块毛利率持续下降，其原因在于带钢产品科技含量较低，所需资产投入也不多，导致带钢的生产门槛较低，从而使得市场竞争异常激烈，带钢销售价格持续走低，导致毛利率持续下降，2013 年仅为 0.98%；2014 年一季度进一步下降至-3.55%，主要是由于公司从 2014 年 1 月份以来对北厂区（带钢所在生产区）的炼铁和轧钢设备先后进行了大修，进而影响了产量，造成了固定成本大幅上升；同时，北厂区靠近市区，要充分考虑环保并对于生产的原料有着更高的要求，也一定程度上影响了公司产能和生产成本；未来公司将通过研发新品种，丰富带钢产品的规格，降低市场波动对公司带钢产品的冲击，目前公司正在进行建设冷轧带钢的可行性研究。螺纹钢销售主要是满足出口需要，由于出口需求大幅减少，开工率不足导致均摊固定成本上升，导致毛利率大幅下降至-11.48%，故进入 2014 年，公司不再生产螺纹钢。卷板产品大部分为冷轧基料，获得

过中钢协的产品实物金杯奖，也是公司的拳头产品，在华北和华南市场具有一定知名度，相对带钢产品具有较好的抗跌能力；此外由于卷板所在场区（南厂区）2013 年生产状况良好，铁水成本相对北区低，也是使得毛利率水平同比有所上升的原因；虽然卷板收入占比有所下降，但仍是利润贡献最大的产品；2014 年一季度，由于卷板价格持续下滑，其毛利率较 2013 年有所下降。2013 年，轧硬卷板毛利率水平大幅上升，主要是由于 2013 年开工时间较 2012 年（仅从四季度开始生产）长，技术水平和产量均有提高，生产成本有所下降。在卷板和轧硬卷板两大产品毛利规模上升带动下，2013 年公司整体毛利率为 4.21%，同比上升 0.75 个百分点。2014 年一季度，由于产品价格持续快速下跌，除轧硬卷板毛利率上升外，公司其余产品毛利率水平均较 2013 年有所下降，公司整体毛利率仅为 1.37%，公司经营压力加大。

表 2 公司营业收入中钢铁产品收入构成情况

业务板块	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
	(万元)	(%)	(%)	(万元)	(%)	(%)	(万元)	(%)	(%)	(万元)	(%)	(%)
带钢	1178583	35.79	7.79	898320	34.03	2.02	834399	32.37	0.98	164541	28.55	-3.55
螺纹钢	112395	3.41	5.7	29828	1.13	0.80	15872	0.62	-11.46	271	0.05	-15.23
卷板*	1920522	58.31	6.23	1619022	61.33	4.42	1352965	52.49	6.03	314035	54.50	3.22
钢坯	33436	1.02	5.43	718	0.03	1.11	50	0.00	9.25		0.00	--
镀锌卷板*				14982	0.57	-1.19	85485	3.32	2.92	20558	3.57	0.36
轧硬卷板*				42646	1.61	0.82	238093	9.24	4.55	54798	9.51	6.01
其他业务**	48542	1.47	--	34539	1.31	--	50500	1.96	--	22482	3.90	--
合计	3293478	100	6.70	2640055	100.00	3.46	2577364	100.00	4.21	576685	100.00	1.37

资料来源：公司提供

注：*卷板系热轧卷板，轧硬卷板和镀锌卷板为冷轧卷板；热轧卷板为轧硬卷板原料产品，而轧硬卷板又为镀锌卷板的原料产品；

**其他业务为烟煤和副产品销售收入以及酒店业务收入

产品生产

2013 年，公司生产生铁 839.48 万吨、粗钢 806.02 万吨、热轧钢材 801.6 万吨、冷轧钢材 116.19 万吨，同比分别增长 2.75%、1.01%、

3.43%和 421.03%。2014 年 1~3 月，公司生产生铁 206.05 万吨、粗钢 196.03 万吨、热轧钢材 193.31 万吨、冷轧钢材 31.47 万吨。

2013 年度冷轧材产量占比大幅增加，产品

结构进一步丰富。公司于 2012 年四季度开始租赁运行的冷轧生产线在跟踪期内运转稳定，公司 2013 年冷轧材产量显著增加，使得冷轧卷板收入占公司主营业务收入的比重亦由 2012 年的 1.78% 增加至 2013 年的 12.57%。

2013 年 8 月之前，公司调拨给冷轧的热轧卷板视同内部销售，使得冷轧卷板的毛利率可能低于热轧卷板的毛利率，受此影响，2013 年作为下游产品的冷轧卷板的全年毛利率低于热轧卷板的毛利率水平。2013 年 9 月以来，公司通过成本价调拨直接将热轧卷板以成本价调拨给冷轧生产线，内部低成本优势使得轧硬卷板的利润得以更好实现，2014 年一季度轧硬卷板毛利率水平较 2013 年有较大提升。

跟踪期内，公司通过进一步延伸产业链、扩大相对下游的冷轧卷板的产销量规模，不仅可以获得延伸产品的增加值，还可以通过提高产品的丰富程度抵抗市场风险，并且能够开拓新的市场，并有利于进一步巩固公司的市场地位，为公司未来多元化的发展目标奠定基础。

原燃料供给

公司铁矿石、煤炭、焦炭全部实行外购，但主要来源于长期协议户及关联方采购，其中，公司从中国国丰子公司达丰焦化按照市场价采购部分焦炭，公司利用中国国丰境外融资平台采购外矿粉，对原材料采购具有一定的保障程度。

跟踪期内，公司铁矿石采购方面，公司采取了更为灵活的采购政策，根据矿石市场价格综合考虑，公司加大了进口铁矿石的采购比例。2013 年公司外购铁矿石 1316.74 万吨，其中进口铁矿石占比为 95.46%，同比上升 4.64 个百分点。同期，公司采购焦炭 337.81 万吨、煤 192.94 万吨、电 22.30 亿千瓦时；煤的采购量同比上升 16.33%，主要是由于公司生产过程中提高了喷煤比，导致煤的消耗有所上升，同时焦炭的消耗有所下降。2013 年公司对焦炭和煤炭采购均价较 2012 年出现较大跌幅，而铁矿石价格同比略有上升。其中国内外铁矿石采购均价较 2012 年上涨了 5.44% 和 4.13%；焦炭和煤的采购均价分别同比下降了 16.82% 和 14.74%。跟踪期内，公司电价有所波动，主要是由于公司供电单位中鑫丰发电的电价相对较低，公司对鑫丰发电的采购量波动对平均电价产生影响。

2014 年一季度，公司外购铁矿石 256.86 万吨，进口铁矿石占比进一步上升至 96.00%；焦炭和煤采购量分别为 74.80 万吨和 46 万吨，用电 4.89 亿千瓦时；铁矿石、焦炭和电的采购量同比均有不同程度的下降（分别下降 17.94%、13.29% 和 17.14%），主要系公司为应对市场形势，采取压缩库存的经营策略，控制采购支出。采购价格方面，除国内铁矿石持续小幅上涨外，其余原燃料采购均价均较 2013 年均价有所下降。

表 3 公司主要原燃料供应情况

指标名称		2012 年	2013 年	变化率	14 年 1~3 月
铁矿石	国内采购量(万吨)	113.21	59.80	-47.18%	10.28
	国内采购均价(元/吨)	864.01	911.03	5.44%	962.03
	进口量(万吨)	1119.77	1256.94	12.25%	246.58
	进口均价(元/吨)	744.83	775.61	4.13%	740.69
焦炭	采购量(万吨)	351.31	337.81	-3.84%	74.8
	采购均价(元/吨)	1568.22	1304.40	-16.82%	1162.33
煤	采购量(万吨)	165.85	192.94	16.33%	46.00
	采购均价(元/吨)	1013.57	864.13	-14.74%	816.26
电	采购量(万千瓦时)	211154	222961	5.59%	48913
	采购均价(元/千瓦时)	0.5037	0.5052	0.30%	0.4997

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新增进口矿供应商 21 家、12 个品种，品种选择和议价能力得到提升；通

过与国内优秀企业合作，推行物资定点采购，并获得了每年 110 万吨优质无烟煤供应保障。此

外，公司 2014 年利用阳光采购平台，通过平台邀请招标项目、邀请询价项目和议标项目，以起到降本节支的作用。同时，公司还加大不合格供货商清理力度，使高炉用上品质更好的原燃料，也为指标持续优化和降本增效提供了保障。

总体看，跟踪期内，公司原燃料价格随市场价格变动而出现波动。2013 年，公司主要原燃料价格变化趋势有所不同，总体采购成本略低于 2012 年水平。

产品销售

跟踪期内，公司原有销售优势继续保持，在巩固带钢、卷板传统市场的同时，加大新产品销售力度，逐步减少贸易型和低端加工客户比例，使协议户结构逐渐向终端产业链用户转移。公司钢材产品主要销售区域集中在华北和华东地区，下游客户结构中终端用户占比有所增加，可在一定程度上降低公司遭受钢贸风险的可能性，其中带钢直销率由 51% 提高到 65%，销售渠道得以加强；较为集中的销售半径以及以终端用户为主的客户结构使公司销售费用继续维持在低水平，2013 年，公司销售费用支出 0.40 亿元，占营业总收入的比例约为 0.15%，远低于行业平均水平。

跟踪期内，公司改变了以往区域销售模式，改为分品种专业销售模式，实行销售经理制：负责产品售前、售中、售后服务的全过程，从而稳定了客户源；并根据客户所在区域，统筹安排生产和发货计划，提高了客户资金利用率。

跟踪期内，市场持续低迷，2013 年公司销售产品 803.9 万吨，同比增长 4.57%。公司坚持“以销定产、以效定产”方针，周密安排产销计划，合理控制产品库存，产销率及销售回款保持在良好水平。受钢材市场价格下跌影响，公司主要产品价格出现不同幅度下降：2013 年公司主要钢材品种卷板和带钢的销售均价较 2012 年分别下降 8.14% 和 8.31%；而冷轧卷板产品抗跌性较好，轧硬卷板和镀锌卷板销售均价下降分别为 3.86% 和 2.27%。然而 2014 年一季度，

公司钢材产品价格加速下滑，卷板、带板、轧硬卷板和镀锌卷板均价分别较 2013 年均价下降 7.26%、7.69%、3.80% 和 5.86%。

表 4 公司主要产品产销情况

产品名称		2012 年	2013 年	变化率	14 年 1~3 月
卷板	产量（万吨）	488.21	514.1	5.30%	134.84
	销量（万吨）	466.9	424.72	-9.03%	106.3
	销售均价（元/吨）	3467.65	3185.52	-8.14%	2954.24
带钢	产量（万吨）	278.84	280.63	0.64%	58.47
	销量（万吨）	277.83	281.44	1.30%	60.13
	销售均价（元/吨）	3233.32	2964.75	-8.31%	2736.62
螺纹钢	产量（万吨）	8.24	6.87	-16.63%	
	销量（万吨）	8.19	5.53	-32.48%	0.10
	销售均价（元/吨）	3641.45	2870.81	-21.16%	2726.50
轧硬卷板	产量（万吨）	17.53	93.34	432.46%	25.16
	销量（万吨）	11.96	69.48	480.94%	16.62
	销售均价（元/吨）	3564.37	3426.94	-3.86%	3296.7
镀锌卷板	产量（万吨）	4.8	22.85	376.04%	6.31
	销量（万吨）	3.89	22.73	484.32%	5.8
	销售均价（元/吨）	3847.65	3760.36	-2.27%	3540.13

资料来源：公司提供

注：卷板系热轧卷板，为轧硬卷板原料产品，轧硬卷板为镀锌卷板的原料产品。

总体看，跟踪期内，受行业景气度下滑影响，钢材价格和原燃料市场价格均呈波动下降态势，但原材料采购成本的下降幅度低于营业收入下降幅度，公司的经营压力有所加大。

项目建设和未来发展

跟踪期内，公司投资项目建设稳步推进，主要建设项目建设进展顺利，截至 2013 年底，公司在建项目见表 5。公司计划 2014 年投资规模为 24.85 亿元，虽然项目投资速度加快，但股东对公司的增资将部分用于对收购冷轧的技术改造，能够在一定程度上缓解公司短期内可能面临的外部筹资压力。

表 5 公司在建项目及未来投资规划 (单位: 万元)

项目名称	预算总投资	截至 2013 年底已完成投资额	2014 年计划投资
南北区技改	888132	859558	1711
维景酒店	41882	40133	569
信息化管理升级	18000	15825	1481
循环经济及技术改造	230318	146701	125723
前期工程尾款	374583	376364	586
冷轧技改工程	150545		118462
合计	1703460	1438581	248532

资料来源: 公司提供

2014 年公司计划生产生铁 832.74 万吨、粗钢 802.85 万吨、热轧钢材 786.16 万吨、冷轧钢材 120.67 万吨。

随着未来公司对恒通冷轧钢生产线收购, 冷轧产能将进一步提升, 板材产业链的进一步延伸将有助于提升公司钢种的丰富程度、增强公司的抗风险能力和整体竞争实力。此外, 公司成本控制手段到位, 其盈利能力有望随其产品结构的逐步提升和行业景气度的回暖和而得以恢复。

九、财务分析

公司提供的 2013 年财务报表已经唐山丰信会计师事务所有限公司审计, 并出具了标准无保留的审计意见; 2014 年一季度财务报表未经审计。

截至 2013 年底, 公司合并范围包括唐山渤海钢铁有限公司(以下简称“渤海钢铁”, 公司持股 66%) 和唐山国丰维景国际大酒店有限公司两家。

截至 2013 年底, 公司合并资产总额为 217.95 亿元, 所有者权益合计为 85.56 亿元(其中少数股东权益 3.40 亿元)。2013 年, 公司实现营业收入 257.74 亿元, 利润总额 2.35 亿元。

截至 2014 年 3 月底, 公司合并资产总额为 229.16 亿元, 所有者权益合计为 84.32 亿元。(其中少数股东权益收益 3.39 亿元)。2014 年 1~3 月, 公司实现营业收入 57.67 亿元, 利润总额

-1.24 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内, 钢铁行业市场持续低迷。2013 年, 钢材售价降低导致同比下降 2.37%, 主要得益于财务费用的降低和较好的成本控制能力, 最终实现 2.67 亿元的营业利润, 同比增长 141.50%。2013 年公司的成本控制主要体现在以下几个方面: 一是通过对铁水的成本控制, 降低成本 3.8 亿元; 二是通过股东融入境外低成本委托贷款 2.3 亿元, 并积极开展融资理财活动, 继续保持了较低的融资成本; 三是新产品销售创效 1140 万元以及通过新产品开发、对外技术合作和创新项目产生财务收益 7400 万元。由于公司主要钢材产品价格持续下跌, 2013 年公司实现营业收入 257.74 亿元, 同比下降 2.37%。2013 年, 公司营业利润率为 3.99%, 同比上升 0.84 个百分点。

公司期间费用占比保持稳定, 2013 年占营业收入 2.99%, 较 2012 年有所增加, 但公司整体期间费用控制能力较好。

跟踪期内, 由于公司对资源的自给率低, 公司盈利情况随行业市场变化而波动, 特别是 2013 年二季度和第三季度的经营财务表现出现了较大的波动; 由于 2013 年二季度钢材产品价格下降, 公司利润产生较大程度的下滑, 而三季度随产品价格的回升以及对前三季度低价原燃料存货的结转, 2013 年三季度利润水平较二季度有大幅回升。2013 年全年公司实现利润总额 2.35 亿元, 同比增加 1.20 亿元。

盈利指标方面, 2013 年, 公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.37% 和 1.92%, 同比分别上升 0.60 和 1.25 个百分点, 但盈利能力仍然较低。

2014 年一季度, 由于公司全线主要产品持续下跌, 公司实现营业收入 57.67 亿元, 同比下降 13.36%; 同时, 营业利润率也受此影响下降至 1.06%, 较 2013 年水平下降 2.03 个百分点, 同比大幅下降 5.66 个百分点。受此影响, 2014

年一季度公司出现亏损，利润总额为-1.08 亿元，但仍处于正常波动范围。

总体看来，跟踪期内钢铁行业景气度持续在低位波动，钢材价格波动下降；同时，公司资源自给率很低，原燃料价格的波动使得公司经营难度加大；但由于公司成本控制能力较强，以及对产品结构的积极调整，2013 年公司盈利指标有所上升，盈利能力有所改善。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2013 年，公司经营现金流入为 301.33 亿元，与收入变动较为一致。同期公司现金收入比为 116.91%，较 2012 年基本维持稳定；公司应收票据均为银行承兑票据，采购业务的支付方式多采取票据支付，公司将应收票据视同现金等价物处理，故公司保持较高的现金收入比。公司经营活动现金流量净额为 19.08 亿元，较 2012 年大幅回升 676.78%，主要是由于公司支付的各项税费同比大幅下降、原材料采购支出的下降以及经营性应收项目的减少所致。

投资活动现金流方面，2013 年，公司投资活动现金流量净额表现为净流出，流出规模为 5.96 亿元，同比减少 62.37%，公司资本性支出有所放缓。2013 年，公司筹资活动前现金流为净流入 13.12 亿元，而 2012 年为净流出 13.38 亿元，公司外部融资压力显著减轻。

2013 年公司筹资活动现金流入为 17.05 亿元，较 2012 年下降 60.66%，外部筹资活动有所放缓；公司筹资活动现金为净流出 2.66 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 62.46 亿元，较 2012 年同期随收入规模减小有所下降。公司现金收入比为 108.31%，较 2013 年同期有所下降。公司经营活动现金净流量为净流入 16.42 亿元，较 2013 年同期显著改善，主要是由于公司采取压缩库存的经营策略所致。公司投资活动现金流量净额为净流出 1.19 亿元，同比下降 8.42%，由于公司当年拟建项目冷轧技改工程尚未正式开始，故一季度

的资本性支出较少。公司筹资活动现金净流量为 2.50 亿元。

总体看，跟踪期内，公司现金收入质量维持较好水平；随着经营活动获现能力的提升，以及公司投资活动的放缓，公司外部融资压力有所减轻。虽然公司 2014 年项目投资有所加快，收购完成后产能增长对营运资本的需求将会增加，但股东对公司的增资将一定程度上缓解公司短期内可能面临的外部筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产构成方面，截至 2013 年底，公司资产总额合计 217.95 亿元，同比略有下降。资产构成上仍以流动资产为主，占比为 55.24%，流动资产占比较 2012 年底有所上升。

公司流动资产中，主要由货币资金（占 9.91%）、应收票据（占 42.52%）、预付款项（占 10.96%）、其他应收款（占 11.17%）和存货（占 24.21%）构成。

截至 2013 年底，公司货币资金为 11.93 亿元，以银行存款和现金为主（共占 73.19%），其他货币资金占 26.81%，其他货币资金中主要为信用证保证金、承兑保证金和电费专户，受限资金为 2.08 亿元；公司应收账款 0.38 亿元，同比大幅减少 2.59 亿元；公司应收票据 51.20 亿元，规模同比上升 41.86%，全部为银行承兑汇票；公司预付账款为 13.20 亿元，同比下降 8.13%，主要为生产预付款（8.72 亿元）和工程预付款（4.48 亿元），其中生产预付款主要为对唐山达丰焦化有限公司的预付焦炭款 5.72 亿元。

2013 年底公司其他应收款为 13.45 亿元，同比下降 8.19%，主要为公司向唐山市国土资源局丰南区分局购买渤海钢铁项目土地款，由于土地证尚未完全办理完毕，故在此科目体现（6.23 亿元，账龄为 1-2 年）；以及应收唐山市丰南区丰南镇经济发展总公司往来款以及部分拆迁补偿款共计 3.39 亿元。公司其他应收款账龄 1 年以内占 12.20%，1-2 年占 65.88%，3 年以上占 21.10%，公司其他应收款账龄较长且少数股东

的实际控制人（唐山市丰南区丰南镇经济发展总公司）对公司资金形成一定占用。

公司存货为29.15亿元，主要以原材料为主（占70.27%），公司未计提跌价准备，在行业景气度下行环境下存在一定的资产减值风险。

截至2013年底，公司非流动资产为97.56亿元，同比下降6.35%，主要是公司固定资产规模下降所致。公司固定资产新增5.96亿元，当年折旧11.10亿元，公司固定资产成新率仅为53.57%，成新率水平较低。

截至2014年3月底，公司资产总额为229.16亿元，较2013年底增长4.19%，主要是由于货币资金和其他应收款的增长所致；而存货规模较2013年底大幅下降23.99%，主要是由于公司采取了压缩库存的经营策略所致。资产构成上仍以流动资产为主，占比为57.96%。截至2014年3月底，公司货币资金快速增长至17.84亿元，较2013年底增长49.50%，主要是由于公司短期借款的较快增长。

截至2013年底，公司所有者权益为85.56亿元，较2012年下降5.37%，主要是由于公司分配股利6.69亿元导致未分配利润的下降所致。所有者权益构成方面，实收资本占14.46%，资本公积占2.20%，盈余公积占48.06%和未分配利润占31.30%，公司所有者权益结构稳定性较好。2014年一季度，由于公司经营亏损导致所有者权益规模有所下降。

2013年公司向股东分红6.69亿元，所有者权益规模缩减。公司近期连续大额分红主要是由于应少数股东实际控制人唐山市丰南区丰南镇经济发展总公司的需求而分派的；对建豪发展的股利抵消其向公司的借款，对港中旅钢铁的股利为实际支付；由此看来，公司少数股东对公司分红控制能力较强。

截至2013年底，公司负债总额为132.39亿元，同比增长2.22%，其中流动负债占57.48%，非流动负债占42.52%，流动负债占比有所上升，主要是由于短期借款规模上升所致。流动负债中，截至2013年底，公司应付账款为25.34亿元，其中一年以内的占59.57%，1-2年

的占38.85%，其中应付中国国丰集团有限公司外矿和外粉的采购款11.54亿元；由于公司产品销售采取提前一个月收取预收款的方式销售，公司预收账款规模较大，为20.36亿元，其中一年以内的占98.07%；公司短期借款为18.32亿元，同比增长91.89%。公司非流动负债主要为长期借款和长期应付款，2013年底长期借款48.91亿元；长期应付款7.25亿元，主要为长期未支付的股利，短期内股东不会要求进行支付。

有息债务方面，截至2013年底，公司全部债务为69.62亿元，规模同比保持稳定；其中短期债务20.71亿元，同比增长58.83%，债务结构上维持了以长期债务为主的结构（占70.25%）。截至2013年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为60.74%、44.86%和36.37%，较2012年底分别变动1.85个百分点、1.42个百分点和-2.05个百分点。

截至2014年3月底，公司负债合计144.84亿元，较2013年底增长9.40%，主要是由长短期债务增长带动。负债构成方面，由于公司短期借款规模快速增长至30.15亿元，较2013年底增长64.57%，流动负债比重有所上升。截至2014年3月底，公司全部债务为86.93亿元，较2013年底快速增长24.85%，且短期债务占比有所上升。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别上升至63.20%、50.76%和36.67%，较2013年底有所上升。

总体看，公司大额现金分红和股东占款对公司造成较大资金压力；进入2014年，公司债务负担有所加重，但仍处于行业较好水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年，公司流动比率、速动比率分别为158.22%和119.91%；较2012年底有所下降，但均保持较高水平。2014年3月底，上述指标分别为149.85%和

124.85%。2013 年，公司经营活动现金负债比为 25.08%，较 2012 年底有大幅回升。总体看，跟踪期内公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2013 年，公司 EBITDA 为 15.91 亿元，较 2012 年略有下滑；公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 4.44 倍和 4.38 倍，均同比保持稳定。总体看，跟踪期内，公司对全部债务的保障程度仍较好。

2013 年，公司 EBITDA 为 15.91 亿元，为存续期债券（“10 国丰 MTN1”和“11 国丰 MTN1”）本金额度的 0.64 倍；公司经营活动现金流入量和净流量分别为 303.61 亿元和 19.08 亿元，分别为公司存续期债券本金的 12.14 倍和 0.76 倍。公司经营活动现金流入量对存续期债券保障程度高。

此外“10 国丰 MTN1”和“11 国丰 MTN1”均由中债公司提供担保。经联合资信评定，中债公司主体长期信用等级为 AAA（），进一步提升了对本期中期票据偿还的安全性。

截至 2014 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额为 183.33 亿元，已使用额度为 85.24 亿元，尚未使用额度为 98.09 亿元。公司融资渠道较畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：B-2014060060717179），截至 2014 年 6 月 3 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

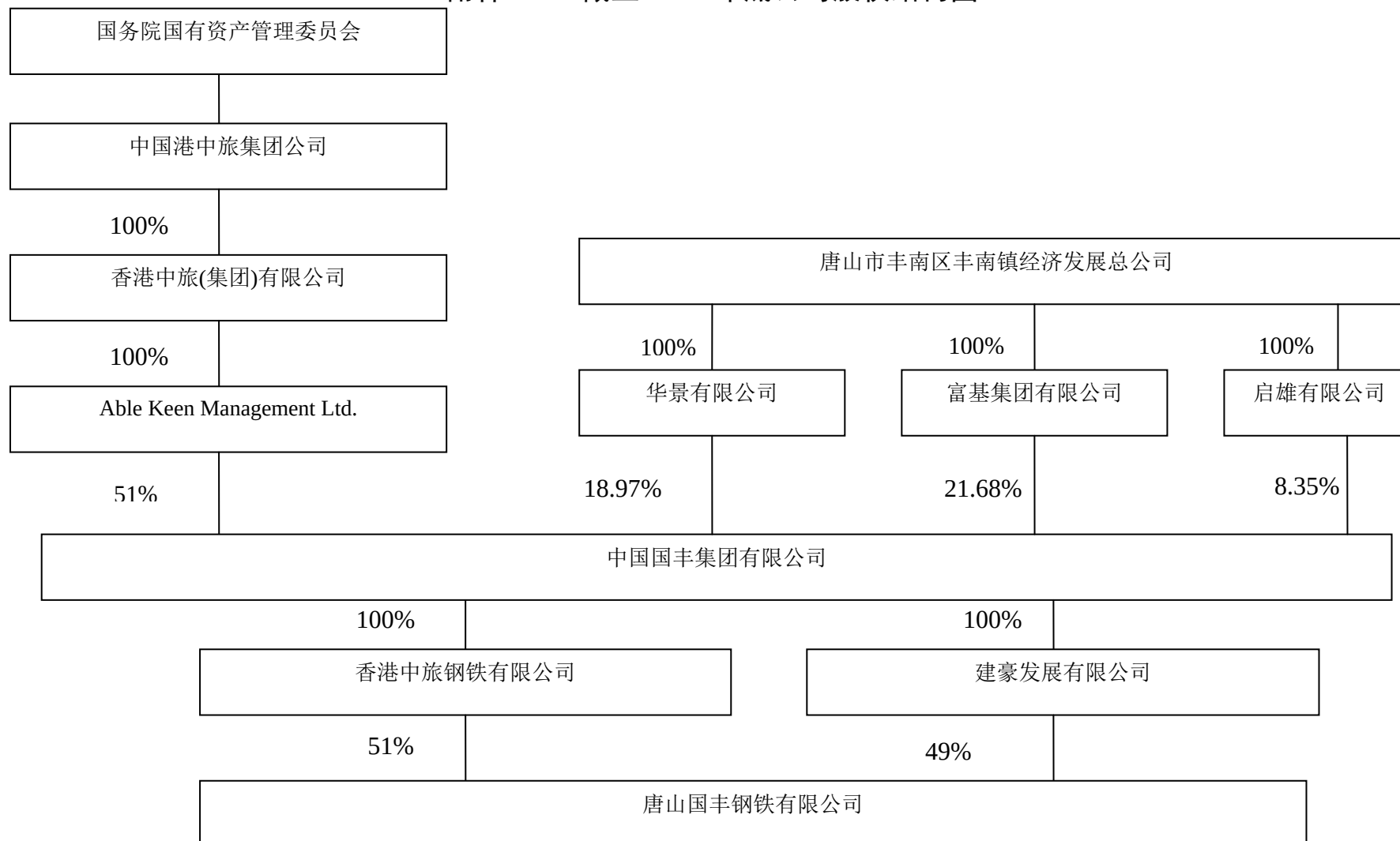
公司是中国重要的热轧钢带生产基地，同时也是华北地区大型钢材制造商之一。公司所在的唐山市，其地理位置优越，是中国轧钢及金属产品的主要生产地区，区位优势显著。总体看公司具备较强的抗风险能力。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“10 国丰 MTN1”和“11 国丰 MTN1”AAA 的信用等级。

附件 1 中债信用增进投资股份有限公司 2014 年主体长期信用评级报告

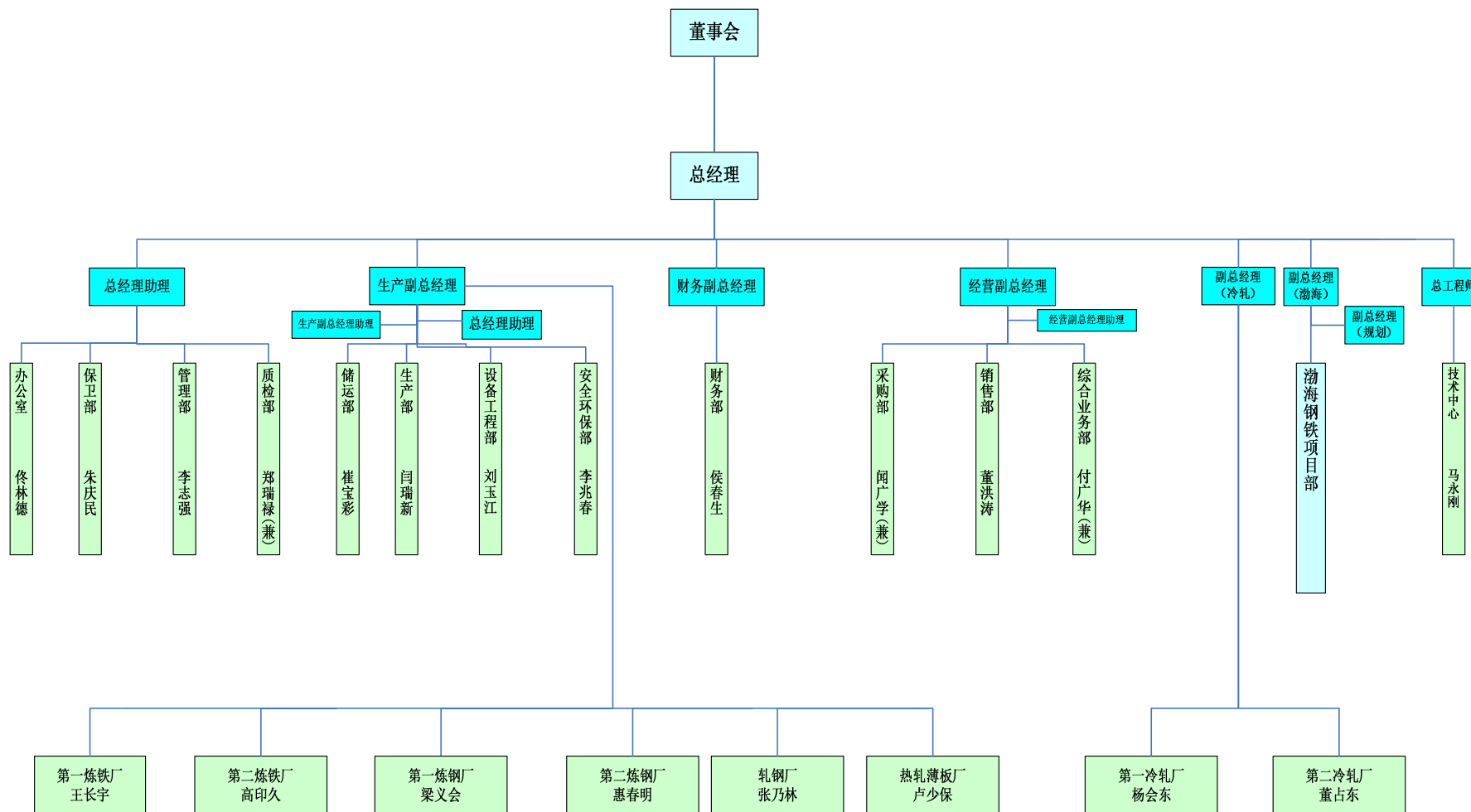
附件 2-1 截至 2013 年底公司股权结构图



附件 2-2 公司组织机构图



唐山国丰钢铁有限公司组织机构图 (2014.1.1)



附件 3 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	71.95	52.47	63.13	80.85
资产总额(亿元)	239.56	219.94	217.95	229.16
所有者权益(亿元)	98.65	90.42	85.56	84.32
短期债务(亿元)	19.24	13.04	20.71	38.11
长期债务(亿元)	61.31	56.43	48.91	48.82
全部债务(亿元)	80.55	69.47	69.62	86.93
营业收入(亿元)	329.55	264.01	257.74	57.67
利润总额(亿元)	11.64	1.15	2.35	-1.24
EBITDA(亿元)	26.02	16.39	15.91	--
经营性净现金流(亿元)	20.40	2.46	19.08	16.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.47	6.40	5.69	--
存货周转次数(次)	9.41	7.87	8.33	--
总资产周转次数(次)	1.44	1.15	1.18	--
现金收入比(%)	116.32	115.87	116.91	108.31
营业利润率(%)	6.31	3.15	3.99	1.06
总资本收益率(%)	6.77	2.77	3.37	--
净资产收益率(%)	8.65	0.66	1.92	--
长期债务资本化比率(%)	38.33	38.43	36.37	36.67
全部债务资本化比率(%)	44.95	43.45	44.86	50.76
资产负债率(%)	58.82	58.89	60.74	63.20
流动比率(%)	183.17	176.24	158.22	149.85
速动比率(%)	135.18	130.35	119.91	124.85
经营现金流动负债比(%)	28.26	3.74	25.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.24	4.28	4.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.10	4.24	4.38	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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%

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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 主体长期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，主体长期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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

中债信用增进投资股份有限公司 2014 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: 2014 年 7 月 4 日

主要数据

项 目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产总额(亿元)	86.44	86.22	103.66	92.04
负债总额(亿元)	14.06	15.96	32.19	26.04
所有者权益(亿元)	72.38	70.26	71.47	66.00
增信余额(亿元)	932.98	898.58	682.58	574.02
净资本覆盖率(%)	102.98	100.70	118.49	132.42
项 目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入(亿元)	3.51	15.79	9.47	6.94
利润总额(亿元)	1.91	9.39	6.16	5.16
净利润(亿元)	1.44	7.19	4.33	4.01
平均净资产收益率(%)	-	10.15	6.30	6.21
平均资产收益率(%)	-	7.57	4.42	3.95

注: 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

赖金昌 闫宏伟

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。经过近几年的经营实践,公司初期发展规划得到有效落实,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;公司盈利能力稳步提高。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,信用增进业务发展迅速,收入快速增长。

关注

- 公司处于业务快速发展中,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;
- 公司单笔增信业务金额较高,行业较集中度较高,存在一定的集中风险;
- 随着公司业务规模的扩大,存量业务主体信用等级有下移趋势,面临的违约风险上移;
- 我国信用衍生产品市场处于发展初期,面临市场认知度待提高、参与者尚待培育、配套机制有待完善。

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（2014年7月4日至2015年7月3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。



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

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。

公司内设业务营运部、投资部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、综合部六个部门。截至 2014 年 3 月末,公司共有员工 115 人,绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2013 年末,公司资产总额 86.22 亿元,负债总额 15.96 亿元,所有者权益 70.26 亿元。2013 年,公司实现营业收入 15.79 亿元,净利润 7.19 亿元。

截至 2014 年 3 月末,公司资产总额 86.44 亿元,负债总额 14.06 亿元,所有者权益 72.38 亿元。2014 年 1 季度,公司实现营业收入 3.51

亿元,净利润 1.44 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。

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。2011 年,央行采取了较为紧缩的货币政策,六次上调存款准备金率、三次上调存贷款基准利率,CPI 于 7 月至高点后平稳回落,但全年 CPI 仍在高位运行,2011 年 CPI 增幅为 5.4%,高于政府调控目标。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,社会融资总量达 15.76 万亿元,较 2011 年增加 2.93 万亿元,有力支持了实体经济的发展。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良好态势,消费需求平稳增长,投资增速稳中有降,进出口结构逐步优化,工业生产增速企稳回升,整体经济保持在合理区间运行。据初步统计,2013 年,我国 GDP 增长率为 7.7%,同比下降 0.1 个百分点,下降程度有所放缓(见表 2)。

表 2 宏观经济主要指标

单位: %/亿美元

项 目	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年
GDP 增长率	7.7	7.8	9.2	10.3	9.2

CPI 增长率	2.6	2.6	5.4	3.3	-0.7
PPI 增长率	-1.9	-1.7	6.0	5.5	-5.4
M2 增长率	13.6	13.8	13.6	19.0	27.7
固定资产投资增长率	19.3	20.6	23.8	23.8	30.1
社会消费品零售总额增长率	13.1	14.3	17.1	18.3	15.5
进出口总额增长率	7.6	6.2	22.5	34.7	-13.9
进出口贸易差额	2592	2311	1551	1831	1961

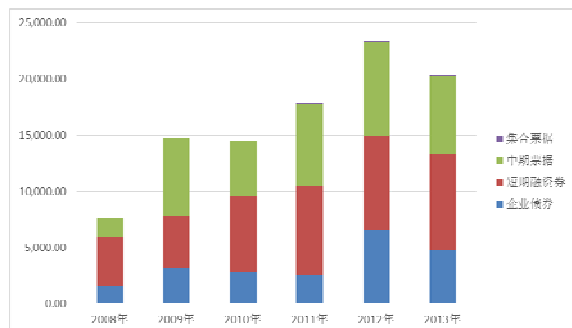
资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

目前，国内经济面临的挑战之一是推进金融财税体制改革，调整经济结构，优化资源配置，以缓解经济结构矛盾，增强可持续发展的动力。未来，中国经济将步入改革的关键时期，政府将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。尽管国际形势的不明朗对我国企业出口和投资造成一定的不利影响，但整体经济将保持平稳发展。

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（见图 1）。2013 年，非金融企业债发行规模为 20330.69 亿元，占全年债券发行量的 22.52%。债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。

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 Wind 资讯。

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 8 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、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。公司于 2013 年完成了董事长的变更，并于 2014 年 4 月完成了总裁的更替。

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。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

公司设立了业务营运部、投资部、风险管理部、法律合规部、计划财务部、综合部 6 个职能部门(见附录 2)。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。2011 年,公司在整合原审计部与法律事务部的基础上成立了法律合规部,负责合规管理、内部审计等工作,负责对公司经营管理中重大事项,以专项检查的形式开展审计工作。公司在运营过程中所面临的各类风险由风险管理部统一管理。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,公司基本搭建了清晰合理的组织架构,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等级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 2013 年末,公司增信业务规模累计 1236.36 亿元,提供信用增进服务的项目累计 199 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 2014 年经营计划,将稳步推动增信业务发展,深化增信业务战略合作,做实区域集优增信业务;适时推动业务创新发展,拓展 CRM 市场业务,创新可转换融资工具,推动小贷资产证券化及海外市场业务;加强投资保障能力,有效管理投资组合流动性,提升基础投资业务盈利能力;有效改进风险管理能力,完善增信业务风险政策体系,改进核心风险管理技术,提升增信后管理水平,加强或有资产监控管理;强化公司内控合规管理、提升财务管理水平,加强公司运营管理能力。

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

1. 基础增信业务

截至 2013 年末, 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、定向融资工具等债券类产品以及资产管理计划、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	2013 年末		2012 年末		2011 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	886.58	120	667.28	86	556.02	55
其中: 短期融资券	44.30	7	32.50	6	39.00	5
中期票据	225.22	23	314.20	29	288.00	23
企业债	108.00	8	76.00	6	33.00	3
公司债	88.00	3	-	-	-	-
集合票据	27.82	14	31.94	14	32.18	11
区域集优	102.26	45	48.64	17	13.89	5
定向融资工具	191.00	7	91.00	5	99.00	5
信托计划	83.00	11	73.00	9	50.00	2
理财产品	-	-	-	-	0.95	1
资产管理计划	15.00	1	-	-	-	-
委托债权投资计划	2.00	1	-	-	-	-
创新型信用增信业务	3.00	1	6.30	4	18.00	2
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	-	-	-	-	15.00	1
境外业务	9.00	1	9.00	1	-	-
合 计	898.58	122	682.58	91	574.02	57

注: 公司于 2012 年将中债合约 III 号、中债合约 IV 号纳入增信业务管理。

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 2013 年末, 公司尚在增信责任期内的基础增信项目 120 个, 增信余额 886.58 亿元, 增信余额和项目数量均较 2012 年末明显增长, 主要是由于公司债和区域集优业务规模显著提高所致。截至 2014 年 3 月末, 公司基础增信业务(不含区域集优业务)增信余额为 818.72 亿元, 区域集优增信业务增信余额为 102.26 亿元, 两项合计较 2013 年末有所增加, 主要是企业债、公司债、定向融资工具增信业务的规模增加所致。

截至 2013 年末, 公司基础增信业务中, 以短期融资券、中期票据、企业债及公司债为标

的债券增信业务为主要的业务品种。近年来, 上述增信业务规模合计占基础增信业务规模的一半以上。

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。经过磨合、探索期后, 2013 年公司重点推广区域集优增信业务, 同时针对此类项目, 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。截至 2013 年末，公司累计提供区域集优业务增信 45 笔，涉及企业 138 家，增信余额合计 102.26 亿元，较 2012 年末增长 110.24%。截至 2014 年 3 月末，该类业务规模与 2013 年末持平。

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于 2011 年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。从近年来的业务开展过程看，此类业务发展较为迅速。截至 2013 年末，公司尚在增信责任期内保障房私募债增信项目 7 个，增信余额 191 亿元，较 2012 年有较大幅度增长。2014 年前 3 个月，公司继续保持此类业务的快速发展，新增项目 2 个，截至 2014 年 3 月末，公司定向融资工具增信余额增至 221 亿元。

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，为公司提供了业务发展空间。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、理财类增信业务。截至 2013 年末，公司共完成信托产品增信项目 11 个，增信金额 83 亿元；新增资产管理计划 1 个，增信金额 15 亿元。截至 2014 年 3 月末，公司此类业务规模基本与 2013 年末持平，信托、资管、委托债权三项业务增信余额合计 100.00 亿元。

总体看来，公司基础增信业务发展相对成熟，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。公司将中债 I 号纳入增信业务管理范围。截至 2014 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 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 2014 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。

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、评估和平衡所面临风险。

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，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。

2013 年，公司进一步规范审批流程，首先是业务营运部对增信业务展开尽职调查，撰写业务评价报告并报风险管理部。风险管理部审查合规后，撰写风险评价报告并组织完成上业务审批会会议材料，随后将报批项目材料送达各审批人审阅，并将审批会会议时间、地点、审批项目等事项一并通知各审批人。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，委员之间可以就报批项目有关问题进行有益的交流与讨论，但不得以任何形式相互协商或配合，左右审批结论，不得以任何形式影响其他人的独立表决。同时审批会议实行回避制度，当委员本人认为与被审业务有重大关联时，应主动向主任委员申请回避，经主任委员同意后回避相关审批项目。

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。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，并于 2013 年对《风险准备金计提管理办法》和《信用风险缓释措施管理办法》进行了修订。

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。2013 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，对不同评级项目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。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，计算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。

公司于 2013 年对流动性风险管理进行优化，选取部分反映公司内部流动性压力与外部市场流动性压力的指标构建了公司流动性风险指标监控体系，并将其渗透到风险防控业务流程中去，为公司及时预警及防控流动性风险提供了参考。

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笔业务指标，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 2014 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 121 个，涉及企业 241 家，责任余额 932.98 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、国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。截至 2013 年末，公司尚在责任期内的增信项目统计见表 4。按照增信责任余额统计，AA⁺及以上级别企业涉及增信责任余额 691 亿元，占全部增信责任余额的 76.90%。截至 2014 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 732.70 亿元，占全部增信责任余额的 78.53%。总体看，虽然公司近年来逐步拓展中低信用等级企业，客户级别有一定下移，但公司增信责任余额仍以高信用等级企业发行为主，违约风险可控。

表 4 2013 年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	386.80	43.05
AA	217.00	24.15
AA ⁻	87.20	9.70
A ⁺ 至 A ⁻	123.95	13.79
BBB ⁺ 至 BBB ⁻	75.48	8.40
BB ⁺ 及以下	8.15	0.91
合计	898.58	100.00

截至 2014 年 3 月末，公司存续期内的增信项目共涉及 241 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、保障房项目、机械、其他制造业、交通运输服务行业。第一大行业增信余额占比为 29.15%，前五大行业增信余额合计占 67.29%，存在一定的行业集中风险。单一最大客户增信余额 65 亿

元，为净资产的 89.80%，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 213 亿元，为净资产的 2.94 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)，约 90%左右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。

表 5 2014 年 3 月末增信业务到期期限分布情况

期 限	增信金额(亿元)	占比(%)	企业数(家)	项目数量(个)
1 年内	201.25	21.57	63	31
1-2 年	205.09	21.98	100	43
2-3 年	142.14	15.24	50	26
3-5 年	274.00	29.37	18	11
5 年以上	110.50	11.84	10	10
合计	932.98	100.00	241	121

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 2014 年 3 月末，公司增信业务风险分类 99%以上为正常项目(见表 6)，无损失类企业。截至 2014 年 3 月末，公司增信业务共计提风险准备金 7.32 亿元，其中一般准备 2.03 亿元，专项准备 3.74 亿元，特种准备 0.23 亿元，尚未转回准备金 1.31 亿元。

表 6 2014 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	896.54	96.09
正常关注	29.09	3.12
次级	1.60	0.17
可疑	5.75	0.62
损失	0	0
合计	932.98	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。公司针对目前客户以中小企业为主、信用状况较弱的特征，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全额风险缓释措施。同时，公司正尝试与主承销商合作，在为债券提供信用增进服务的同时买入由主承销商

创设的信用风险缓释合约转移风险，以降低风险准备金及资本占用。公司于 2012 年成功开展第一单以 CRM 作为风险缓释措施的集合票据信用增进业务，此举可以解决当地反担保公司资质较差，发行人风险缓释措施不足的问题，尽管 CRM 的上线受到市场极大关注，但目前面临市场交投冷淡、报价并不活跃、具备资质机构较少、配套机制有待完善等问题。

总体看来，公司增信业务规模快速增长，高信用等级企业增信余额占居增信业务存量的大部分，同时，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带来的增信业务风险。公司尚在增信期内客户到期期限较分散，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。截至 2014 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。

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。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进一步观察。

六、财务分析

公司提供了 2011~2013 年度财务报告及 2014 年 1 季度财务报表。其中，2011~2013 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；2014 年 1 季度财务报表未经审计。公司于 2012 年起采用金融企业报表格式对外披露财务信息并对 2011 年数据进行追溯调整，本报告中 2011 年数据采用追溯调整后的数据。

1. 财务概况

截至 2013 年末，公司资产总额 86.22 亿元，负债总额 15.96 亿元，所有者权益 70.26 亿元。2013 年，公司实现各项营业收入 15.79 亿元，其中增信业务收入 7.37 亿元；净利润 7.19 亿元。

截至 2014 年 3 月末，公司资产总额 86.44 亿元，负债总额 14.06 亿元，所有者权益 72.38 亿元。2014 年 1 季度，公司实现营业收入 3.51 亿元，其中增信业务收入 2.50 亿元；净利润 1.44 亿元。

2. 资本结构

公司目前资金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。公司注册资本为 60 亿元，资本实力强。随着近几年公司盈利能力的不断提高，在股东的支持下，公司将利润留存作为对公司资本及业务所需资金的补充。2013 年，公司分配现金股利 6.60 亿元，因此当年未分配利润和所有者权益基本与 2012 年持平。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款、预收账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，近年来受卖出回购金融资产款变动的影响，公司负债规模呈现较明显的波动趋势。

表 7 公司负债结构 单位：亿元

项 目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
卖出回购金融资产款	2.50	5.01	26.01	22.02
预收账款	2.20	2.47	1.62	1.41
风险准备金	7.32	6.20	2.08	0.96
衍生金融负债	-	-	0.05	0.17
其他	2.04	2.28	2.43	1.48
负债合计	14.06	15.96	32.19	26.04

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件的风险计提。截至 2013 年末，公司共计提风险准备金 6.20 亿元，占同期增信余额的 0.69%。

为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信。截至 2013 年末，公司共获得 12 家银行合计 360 亿元的授信额度，但暂未使用。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。

随着公司近几年负债规模的大幅下降，公司杠杆率保持在较合理水平。截至 2013 年末，公司资产负债率为 18.51%。2014 年 3 月末，公司进一步降低卖出回购金融资产款的规模，负债规模进一步减少，资产负债率降至 16.27%

总体看，公司资本实力强，杠杆水平低。

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，存放同业款项呈现一定波动性；买入返售金融资产规模出现较大程度波动，截至 2014 年 3 月末该项资产余额为 0.70 亿元（见表 8）。

表 8 公司资产结构 单位：亿元

项 目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
货币资金	0.46	0.06	0.12	0.03

存放同业款项	1.19	1.79	5.58	3.09
买入返售金融资产	0.70	-	13.03	1.17
投资资产	72.90	72.98	80.29	84.59
其中：交易性金融资产	6.78	6.69	7.72	6.12
衍生金融资产	0.00	0.04	-	-
可供出售金融资产	52.62	52.75	59.56	55.05
持有至到期投资	13.50	13.50	13.01	8.42
应收款项类投资	-	-	-	15.00
其他资产	11.19	11.39	4.64	3.16
资产合计	86.44	86.22	103.66	92.04

截至 2013 年末，公司投资资产余额 72.98 亿元，占资产总额的 84.64%，投资资产占比较高。其中，可供出售金融资产余额 52.75 亿元，其中债券投资余额 52.25 亿元，信托产品投资余额 0.50 亿元，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 13.50 亿元，其中债券投资余额 11.50 亿元，信托产品投资余额 2.00 亿元；交易性金融资产余额 6.69 亿元，均由债券资产组成。

公司以债券为主要投资对象，其中短期融资券、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 74.76%；政策性金融债占 25.24%。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 92.51%，债券投资的信用风险不大。

2014 年 1 季度，公司延续 2013 年的投资策略，投资品种及规模基本维持 2013 年末的情况。

公司 2013 年新增购买办公大楼预付款 5.37 亿元，因此其他资产余额较上年增幅较大。

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、投资收益、利息净收入构成（见表 9）。

表 9 公司收益指标 单位：亿元/%

项 目	2014年1-3月	2013 年	2012 年	2011 年
增信业务收入	2.50	7.37	5.24	3.66
投资收益	0.94	8.51	4.03	2.91
利息收入	0.02	0.05	0.13	0.52
提取风险准备金	1.11	4.13	1.12	0.59
业务及管理费	0.31	1.21	1.40	0.65
净利润	1.44	7.19	4.33	4.01
平均净资产收益率	-	10.15	6.30	6.21
平均资产收益率	-	7.57	4.42	3.95

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的快速扩大，公司增信业务收入较快增长。2013 年，公司实现增信业务收入 7.37 亿元，占营业收入的 46.68%。

近年来，公司投资收益增长较快，成为公司重要的收入来源。2013 年，公司实现投资收益 8.51 亿元，占营业收入的 53.89%。投资收益构成主要以债券利息收入为主。

2013 年，随着增信业务规模的快速扩张和风险较高业务品种的占比提升，公司提取的风险准备金也相应提高，公司 2013 年共提取风险准备金 4.13 亿元，相比 2012 年增长 268.75%。此外，公司业务及管理费用占营业收入的 7.66%，较上年有所下降，营业费用整体保持在合理范围内。得益于增信业务收入及投资收益的增长，公司 2013 年实现净利润 7.19 亿元，平均净资产收益率及平均资产收益率分别为 10.15% 和 7.57%，均较上年有所上升。

2014 年 1 季度，公司实现增信业务收入 2.50 亿元，投资收益 0.94 亿元，其中增信业务收入较上年同期增长 14.68%，投资收益同比出现较大幅度下滑。

总体来看，公司增信业务和投资业务收入增速较快，是公司主要的收入来源；公司经营效率较高，盈利能力逐步提高。

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，公司现金保有量趋紧（见表 10）。

表 10 公司现金流情况 单位：亿元

项 目	2014年1-3月	2013 年	2012 年	2011 年
经营活动产生的现金流量净额	1.06	3.43	3.17	2.35
投资活动产生的现金流量净额	1.28	21.73	-4.00	19.05
筹资活动产生的现金流量净额	-2.53	-29.01	3.40	-23.97
现金及现金等价物净增加额	-0.20	-3.85	2.58	-2.56
期末现金及现金等价物余额	1.65	1.84	5.70	3.12

根据公司 2013 末的资产状况，估算出公司净资本为 55.54 亿元，净资本比率为 79.05%，呈上升趋势（见表 11），这主要得益于公司风险资产规模下降。增信规模的较快增长使公司净资产增信倍数和净资本增信倍数有所提高；截至 2013 年末，公司净资产增信倍数为 12.79 倍，净资本增信倍数为 16.18 倍。经测算，截至 2013 年末，在一定的置信水平下，公司净资产覆盖率为 103.02%，较 2012 年末有所下降；2014 年 1 季度末，公司净资产覆盖率为 105.89%，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发展将使公司放大倍数进一步提高，对公司资本充足性的影响需关注。

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。

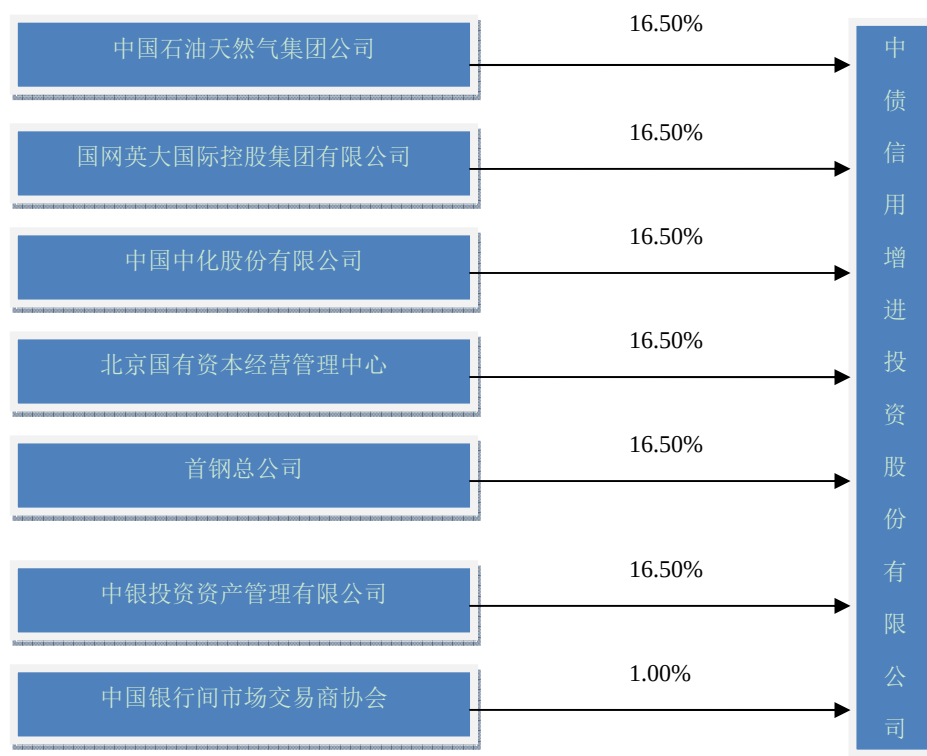
表 11 公司资本充足性指标 单位：亿元/%

项 目	2014年 3月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
增信余额	932.98	898.58	682.58	574.02
净资产	72.38	70.26	71.47	66.00
净资本	59.28	55.54	48.53	41.16
净资本比率	81.90	79.05	67.90	62.35
净资本覆盖率	105.89	103.02	118.49	132.42

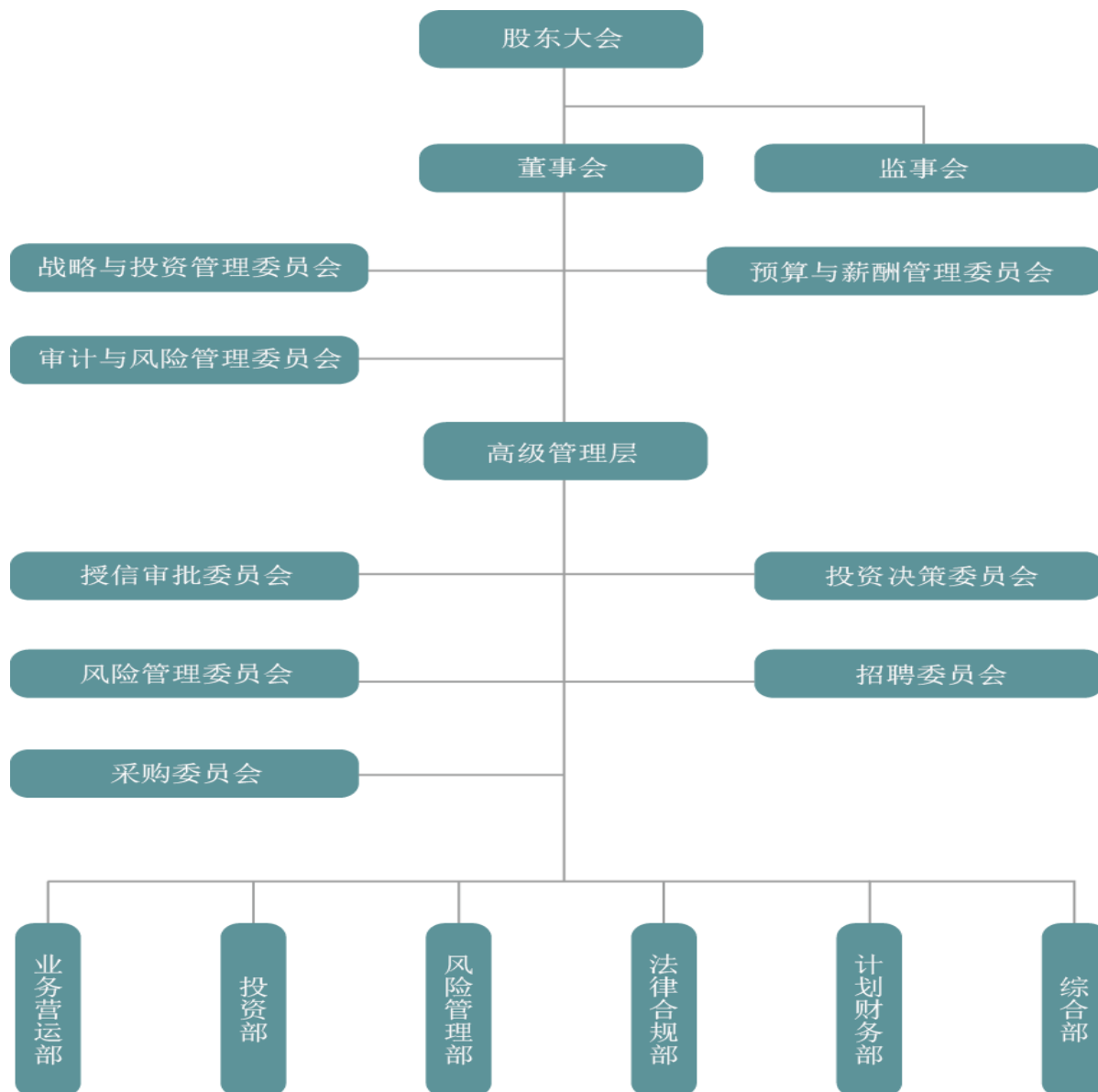
七、评级展望

作为国内首家信用增进机构，经过近几年的经营实践，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。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 2011-2014年3月末资产负债表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

项 目	2014年3月末	2013年末	2012年末	2011年末
流动资产：				
货币资金	4585.59	565.79	1187.88	315.13
存放同业款项	11901.20	17882.84	55799.00	30894.25
交易性金融资产	67764.24	66937.79	77172.37	61161.31
衍生金融资产	22.40	361.68	-	-
买入返售金融资产	7000.00	-	130288.40	11740.00
应收账款	210.82	-	2544.49	6074.33
应收利息	15882.84	17919.84	16415.05	15287.13
其他应收款	517.13	519.93	525.66	302.61
预付账款	401.91	434.11	486.36	340.58
流动资产合计	108286.13	104621.98	284419.21	126115.34
非流动资产：				
可供出售金融资产	526159.92	527489.10	595615.20	550503.06
持有至到期投资	135015.33	135025.21	130069.62	84151.45
应收款项投资	-	-	-	150000.00
固定资产	531.48	624.24	989.67	905.91
在建工程	71656.06	71656.06	17914.02	-
无形资产	275.11	265.33	149.97	132.93
长期待摊费用	105.95	125.61	75.83	535.52
递延所得税资产	22353.09	22353.09	7356.85	8095.17
非流动资产合计	756096.95	757538.66	752171.15	794324.04
资产总计	864383.08	862160.63	1036590.37	920439.38
流动负债：				
卖出回购金融资产款	25000.00	50135.00	260081.00	220240.00
衍生金融负债	-	-	485.07	1706.28
预收账款	22042.09	24735.24	16235.50	14059.60
应付职工薪酬	8371.76	10047.57	8146.59	3017.32
应交税费	10531.03	12430.91	13548.49	6744.75
应付利息	27.57	35.74	318.76	1310.83
其他应付款	1327.94	67.25	115.47	45.00
流动负债合计	67300.39	97451.70	298930.88	247123.78
非流动负债：				
风险准备金	73184.33	62045.88	20793.00	9579.00
递延所得税负债	90.42	90.42	2209.50	3688.21
非流动负债合计	73274.75	62136.30	23002.50	13267.21
负债合计	140575.15	159588.01	321933.38	260390.99
所有者权益：				
股本	600000.00	600000.00	600000.00	600000.00
资本公积	-4480.62	-11357.83	6628.49	-4684.84
盈余公积	17993.05	17993.05	10802.85	6473.32
一般风险准备	-	-	-	-
未分配利润	110295.52	95937.41	97225.65	58259.90
所有者权益合计	723807.94	702572.63	714656.99	660048.38
负债和所有者合计	864383.08	862160.63	1036590.37	920439.38

附录 4 2011-2014 年 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	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业收入	35088.85	157929.83	94653.10	69408.37
主营业务收入	24993.28	73670.61	52409.60	36599.69
利息收入	186.59	480.52	1259.94	5237.14
投资收益（损失以“－”号填列）	9417.79	85057.08	40256.03	29060.55
公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	487.18	-1368.07	455.84	-1573.01
汇兑收益（损失以“－”号填列）	-	-	-	-
其他业务收入	4.00	89.70	271.70	84.00
二、营业成本	15947.21	64793.92	33094.18	18400.39
主营业务成本	42.00	365.00	110.00	-
提取风险准备金	11138.45	41252.88	11214.00	5947.86
利息支出	192.93	4008.52	4844.21	3438.91
营业税金及附加	1447.20	7077.58	2955.13	2521.31
业务及管理费	3126.64	12089.95	13970.85	6492.31
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）	19141.63	93135.91	61558.91	51007.97
加：营业外收入	2.50	737.34	28.86	573.60
减：营业外支出	-	13.26	6.44	0.14
四、利润总额（净亏损以“－”号填列）	19144.13	93859.99	61581.33	51581.44
减：所得税费用	4786.03	21958.03	18286.06	11443.01
五、净利润（净亏损以“－”号填列）	14358.10	71901.96	43295.27	40138.43
其他综合收益	6877.21	-17986.32	11313.33	-13053.37
六、综合收益总额	21235.31	53915.64	54608.61	27085.06

附录 5 2011-2014 年 3 月现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：万元

项 目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
一、经营活动产生的现金流量：				
提供增信服务取得的现金	22089.31	84619.77	58002.97	39722.36
收到其他与经营活动有关的现金	796.17	1750.69	1450.66	3949.84
经营活动现金流入小计	22885.48	86370.46	59453.63	43672.20
支付给职工以及为职工支付的现金	3480.33	6217.92	4468.26	3583.86
支付的各项税费	8378.20	41265.20	18745.86	13757.32
支付其他与经营活动有关的现金	412.23	4594.88	4505.84	2785.46
经营活动现金流出小计	12270.76	52078.00	27719.97	20126.65
经营活动产生的现金流量净额	10614.72	34292.47	31733.66	23545.55
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	66027.84	262537.44	434711.39	746838.25
取得投资收益收到的现金	11839.20	83729.28	40259.41	27135.57
收到买入返售金融资产现金款	83577.00	198000.19	273034.57	2171182.22
收到其他与投资活动有关的现金	4.00	660.72	7.70	5.00
投资活动现金流入小计	161448.04	544927.63	748013.07	2945161.03
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17.75	53853.84	18580.77	1007.62
投资支付的现金	58089.85	215858.30	364748.16	1013937.00
支付买入返售金融资产现金款	90577.00	57831.80	404452.97	1739672.16
支付其他与投资活动有关的现金	-	101.80	188.15	11.60
投资活动现金流出小计	148684.60	327645.75	787970.05	2754628.38
投资活动产生的现金流量净额	12763.44	217281.89	-39956.97	190532.65
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	14000.00	1224000.00	2503800.00	2305000.00
收到卖出回购金融资产现金款	611046.00	9354373.74	9998360.00	6014227.09
筹资活动现金流入小计	625046.00	10578373.74	12502160.00	8319227.09
偿还债务支付的现金	14000.00	1224000.00	2472800.00	2305000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	205.00	70286.60	5840.18	2900.70
支付卖出回购金融资产现金款	636181.00	9574199.74	9989519.00	6251012.19
筹资活动现金流出小计	650386.00	10868486.35	12468159.18	8558912.89
筹资活动产生的现金流量净额	-25340.00	-290112.60	34000.82	-239685.79
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	-1961.83	-38538.25	25777.51	-25607.59
加：期初现金及现金等价物余额	18448.63	56986.88	31209.38	56816.96
六、期末现金及现金等价物余额	16486.80	18448.63	56986.88	31209.38

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 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。