

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1347 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“13承德 SMECN001”信用等级为AAA。

特此公告。



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>

河北省承德市 2013 年度第一期中小企业集合票据

跟踪评级报告

本期集合票据信用

跟踪评级结果	AAA
上次评级结果	AAA

本期集合票据要素

集合票据简称	13 承德 SMECN001
发行额度	1.6 亿元
发行时间	2013 年 10 月 12 日
期限	3 年

集合票据发行人及担保人主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
承德剑峰矿业集团有限公司	BBB ⁺ /稳定	BBB/稳定
承德绿丰生态农业科技发展有限公司	BB ⁺ /稳定	BB ⁺ /稳定
集合票据担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
中债信用增进投资股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定

跟踪评级时间：2014 年 7 月 23 日

分析师

王丽娟 杨学慧
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

评估观点

跟踪期内，承德市整体经济保持平稳增长，为中小企业经营提供良好外部环境。2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，中小企业景气度整体好于 2012 年，但呈震荡波动态势，中小企业生存和发展压力依然较大。

跟踪期内，发行人承德剑峰矿业集团有限公司（以下简称“剑峰矿业”）债务负担明显加重，短期支付压力大；对外担保比率高，盈利能力下滑，整体偿债能力减弱；联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）将剑峰矿业主体长期信用等级由 BBB⁺下调至 BBB，评级展望维持稳定。另一发行人承德绿丰生态农业科技发展有限公司资产和收入规模持续增长，信用基本面未发生根本变化，主体长期信用等级和评级展望未发生调整。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）为本期集合票据提供不可撤销的连带责任保证担保，中债增进公司担保实力很强，有效提升了本期集合票据的信用水平。

综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

优势

1. 跟踪期内，承德市地区经济仍保持平稳增长，为当地中小企业经营提供了相对良好的外部环境。
2. 中债增进公司担保实力很强，可有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

关注

1. 本期集合票据的发行人均为中小企业，经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。跟踪期内，在国内及国外宏

观经济形势严峻的背景下，中小企业经营波动风险加大。

2. 跟踪期内，剑峰矿业债务负担明显加重，短期支付压力大；对外担保比率高，且被担保企业行业集中度高，存在较大的或有负债风险；盈利能力下滑，整体偿债能力减弱。
3. 本期集合票据发行额度较大，对各发行主体现有债务结构影响大。

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）与河北省承德市 2013 年度第一期中小企业集合票据发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与各发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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，未因各发行企业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各发行企业提供，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河北省承德市 2013 年度第一期中小企业集合票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、本期集合票据基本情况

河北省承德市 2013 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）由中信银行股份有限公司组织牵头，联合 2 名发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集合票据发行总额为 1.6 亿元（各发行人申请发债额度见表 1），期限为 3 年。本期集合票据采用固定利率方式，还本付息方式为每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金，最后一期利息随本金共同兑付。各联合发行人仅负责偿还各自本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

表 1 集合票据发行人及发债额度

	集合票据发行人	发债额度（万元）
1	承德剑峰矿业集团有限公司	10000
2	承德绿丰生态农业科技发展有限公司	6000
	合计	16000

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”）对本期集合票据存续期限内发行人应偿还的不超过 1.6 亿元本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证。

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 年全年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，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年全年社会融资规模为17.29万亿，比上年多1.53万亿；其中人民币贷款增加8.89万亿，同比多增6879；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，分别增加2.55亿元和1.84亿元；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金[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、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。

据全国工商联在 28 日举办的“2014 中国民营经济大家谈”活动中公布数据显示，截至 2013 年底，中国登记注册的私营企业达到 1253.9 万户，个体工商户达到 4436.3 万户，同比增长 15.5% 和 9.3%。截至 2013 年底，中国私营企业注册资金 39.3 万亿元，户均注册资金达 313.5 万元，同比分别增长 26.4% 和 9.4%。个体工商户注册资金超过 2.4 万亿元，户均注册资金达到 5.5 万元，分别增长 23.1% 和 12.2%。个体、私营企业户数和注册资金增长率均为近年来的最高点。民营经济吸纳就业稳步提高。截至 2013 年底，全国个体、私营经济从业人员实有 2.19 亿人，较上年同期增长 9.7%。其中私营企业 1.25 亿人，增长 10.85%，个体工商户 0.93 亿人，增长 8.2%。持续、高效、大量地吸纳就业，依然是民营经济对国民经济发展的重要贡献之一。

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。

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以及融资更加艰难等因素，使国内中小企业步履维艰。主要表现为：

一是市场需求下行压力加大，企业订单不足。从出口看，受外需疲软影响，以及中小微企业的综合成本上升，中小微企业比较集中的劳动密集型企业的出口份额下降趋势已非常明显。从国内情况看，受钢铁、汽车、机车等行业需求减少影响，大企业将市场压力转嫁到与之配套的中小微企业身上。

二是在多年物价上涨的累积效应和多种因素叠加的影响下，企业成本价格大幅上升。2011 年以来职工工资普遍增长较快，平均达到 20%-30%，有的高达 50%。另外，最低工资标准持续上调，相应社保支出负担也随之加大。

三是融资难没有得到明显缓解。中国从 2009 年以来已连续三年加大了小型微型企业信贷投放力度，但企业融资渠道缺乏、贷款规模和比重低等问题依然突出。

四是企业税费负担仍然较重。国家出台的结构性减税措施实际执行效果不如预期，针对中小企业的全部财政资金投入不足全国财政收入的 1%，与企业所需支持相比明显不足。此外，提高增值税、营业税起征点后，大量微型企业尽管月收入低于起征点但仍须交税，无法享受此项政策。营业税、增值税并存体制下，服务业重复征税负担重。

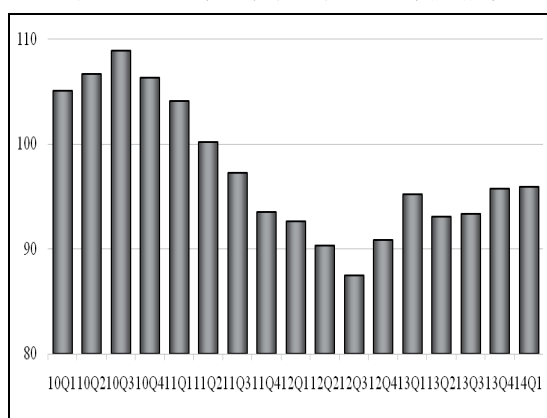
五是企业面临用工缺口。近年来，企业结构性“用工荒”已经从珠三角、长三角等经济发达地区波及主要的内陆省份，招工难已由地区性、季节性难题，演变为普遍性、常态化的难题。

六是一些资源消耗高、环境污染大的中小企业面临十分紧迫的调整转型升级压力，部分中小企业基础差，管理粗放，创新能力不强，难以适应经济形势变化和转型升级步伐加快的

要求，不少中小企业处于不转型难生存、想转型没能力的窘迫境地。

根据中国中小企业协会数据统计，中小企业发展指数（SMEDI）在2010年第三季度达到最高值108.9，随后在中国经济增长速度逐步回落的宏观形势下，处于市场经济弱势地位的中小企业发展的景气状况出现逐步下滑的趋势，2012年第三季度跌至最低点87.5。2012年四季度止跌回升，2013年以来呈波动震荡态势，2014年第一季度为95.9。

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。但同时中小企业也存在经营规模较小、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。

2. 政策环境

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》（以下简称《促进法》）正式颁布实施，中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008年以来，为了应对宏观经济的冲击，中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策，陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意

见》（国办发〔2008〕126号）、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36号）和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发〔2010〕13号）等政策文件，其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导，对帮助中小企业克服困难，转变发展方式，实现又好又快发展具有积极意义。

2011年5月，银监会出台了《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，十条新政从资本占用、风险压力等多方面给商业银行发展小企业贷款“松绑”，切实调动了银行发展小企业贷款的积极性。10月12日，工信部正式发布了《“十二五”中小企业成长规划》，该规划是中国第一个关于中小企业发展的国家级专项规划，主要任务包括增强中小企业创业创新活力和吸纳就业能力、优化中小企业结构、提高产业集群发展水平、提升企业管理水平和完善中小企业服务体系等。为支持中小企业发展，2011年12月，财政部和工信部印发《政府采购促进中小企业发展暂行办法》，2012年起各部门30%以上政府采购应面向中小企业。2012年4月，国务院发布《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，从进一步加大对小型微型企业的财税支持力度、努力缓解小型微型企业融资困难、进一步推动小型微型企业创新发展和结构调整、加大支持小型微型企业开拓市场的力度、切实帮助小型微型企业提高经营管理水平、促进小型微型企业集聚发展、加强对小型微型企业的公共服务七个方面为小型微型企业发展创造良好的环境。

2013年7月，国务院发布《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》（国办发〔2013〕67号），指导意见指出，整合金融资源支持小微企业发展。为贯彻《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型

升级的指导意见》，落实全国小微企业金融服务经验交流电视电话会议精神和工作部署，拓宽小微企业融资渠道，缓解小微企业融资困难，加大对小微企业的支持力度，2013年7月，国家发改委颁布《国家发展改革委关于加强小微企业融资服务支持小微企业发展的指导意见》（发改财金[2013]1410号），提出十一点意见。

2013年12月31日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、财政部、人力资源和社会保障部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国银行业监督管理委员会联合发布《关于促进劳动密集型中小企业健康发展的指导意见》（工信部联企业〔2013〕542号），《意见》提出，把轻工、纺织、机械、电子、批发和零售业、住宿和餐饮业、居民服务业、养老服务业以及现代服务业等行业中百万元固定资产就业人数13人以上（含13人）、人均年营业收入45万元以下（含45万元）的中小企业作为当前引导扶持的重点，努力营造良好的政策环境和社会氛围，促进劳动密集型中小企业转型升级和健康发展；同时提出了8项政策措施。

3. 区域经济发展概况及中小企业政策

跟踪期内，承德市国民经济保持平稳发展。2013年，承德市生产总值达到1272.09亿元，按可比价计算，比上年增长9.3%，增速比全国高1.6个百分点，比全省高1.1个百分点，居各市第二位。分产业看，第一产业实现增加值213.81亿元，增长6.2%，比全国、全省增速分别高2.2个、2.7个百分点，居各市第一位；第二产业增加值650.04亿元，增长10.5%，比全国、全省增速分别高2.7个、1.5个百分点，居各市第三位；第三产业增加值408.25亿元，增长8.8%，比全国、全省增速分别高0.5个、0.4个百分点，居各市第四位。三次产业比重由上年的15.7:52.9:31.4调整为16.8:51.1:32.1。

2013年，全市实现财政收入192.0亿元，比上年增长9.4%，增速比全省（4.7%）高4.7

个百分点，比全国（10.1%）低0.7个百分点。其中公共财政预算收入为102.3亿元，增长23.9%，增幅比上年提高7.8个百分点，比全省增速（10.0%）高13.9个百分点，比全国增速（12.9%）高11个百分点，居各市第二位。财政各项支出稳定增长，公共财政预算支出254.2亿元，增长13.1%，增幅比上年度降低7.2个百分点，其中，科学技术、社会保障和就业、医疗卫生支出分别增长18.5%、16.7%、17.4%，住房保障支出由上年的3009万元增加到9亿元。

据抽样调查，2013年全市蔬菜播种面积105.7万亩，增长1.5%，总产量369.2万吨，增长5.8%。其中大白菜、黄瓜、卷心（圆白）菜产量较高，占蔬菜总产量的50.6%，产量分别为104.7万吨、43.7万吨，38.3万吨，分别增长7.5%、21.8%、0.5%。食用菌产量持续增长，产量达到47.4万吨，比上年增加6.4万吨，增长15.6%。食用坚果产量再创新高，达到16.9万吨，增长37.3%。园林水果产量达到102.3万吨，增长9.4%。

2013年，全市工业企业实现增加值575.5亿元，比上年增长11.3%。其中464家规模以上工业企业实现增加值528.1亿元，增长11.9%，高于全省（10.0%）平均水平1.9个百分点，高于全国（9.7%）平均水平2.2个百分点，居各市第二位。在工业产品产量中，铁矿石产量2.7亿吨，比上年下降0.8%；粗钢产量1218.3万吨，增长7.1%；钢材产量1118.7万吨，增长14.2%；生铁产量1261.6万吨，增长13.7%。

为提升科技型中小企业的创新能力、市场竞争力和持续发展能力，推动科技型中小企业做大做强，2013年8月，河北省出台了《河北省人民政府关于支持科技型中小企业发展的实施意见》。河北省把加快发展科技型中小企业作为科技推动经济转型升级的突破口、促进县域经济发展的加速器、引领未来经济发展的新引擎，成立了以省长为组长的省科技型中小企业发展工作领导小组，设立了科技型中小企业专

项发展资金，制定了发展科技型中小企业和科技小巨人计划：到 2017 年，全省科技型中小企业达到 3 万家以上，培育年销售收入 1 亿元以上的科技小巨人企业 1500 家，要求各县市尽快成立相应领导机构和设立科技型中小企业发展专项资金，并且要求各地、各部门结合实际，研究制定政策措施，力争超额完成发展任务。为贯彻河北省政府的《意见》精神，承德市积极采取有力措施推动科技型中小企业“新三板”上市。

2014 年 3 月，承德市中小企业公共服务平台项目计划将于近期正式启动运营。承德市中小企业公共服务平台经省工业和信息化厅批准，由市工信局牵头建设，一期项目于 2013 年 12 月份完成，并引进了 12 家入驻服务机构。中小企业公共服务平台是一个统筹国家、省、市、县四级服务资源的枢纽服务平台，各平台间互联互通、资源共享，共同构成了中小企业服务体系骨干架构和基础环境，在服务中小微企业发展、促进社会资源优化配置以及推动共性关键技术的转移与应用等方面具有重要现实意义。承德市中小企业公共服务平台投入运营后，将承担起全市资源统筹共享的核心作用，根据区域内中小企业需求，有效提供信息咨询、政策解答、法律代理、融资担保、证照办理、行政审批、人才培养等各类服务，满足中小微企业“一站式”办理的需要。

总体看，承德市经济发展稳定发展，为集合票据发行人提供了良好的外部环境。

五、发行人主体长期信用情况

跟踪期内，联合资信对本期集合票据的 2 家发行企业的主体长期信用进行了跟踪分析（详见以下各发行人主体长期信用分析）。跟踪期内，发行人承德剑峰矿业集团有限公司（以下简称“剑峰矿业”）债务负担明显加重，短期支付压力大；对外担保比率高，盈利能力下滑，整体偿债能力减弱；联合资信将剑峰矿业主体长期信用等级下调至 BBB，评级展望维持稳定。

另一发行人承德绿丰生态农业科技发展有限公司资产和收入规模持续增长，信用基本面未发生根本变化，主体长期信用等级和评级展望未发生调整。

表 2 本期集合票据发行人主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
承德剑峰矿业集团有限公司	BBB ⁺ /稳定	BBB/稳定
承德绿丰生态农业科技发展有限公司	BB ⁺ /稳定	BB ⁺ /稳定

资料来源：联合资信整理

1. 承德剑峰矿业集团有限公司

（1）主体概况

剑峰矿业成立于 1999 年，由谷英杰和郭凤琴两位自然人股东共同出资设立，截至 2014 年 3 月底剑峰矿业注册资本 6150 万元，其中谷英杰持股 88.36%，郭凤琴持股 11.64%，两名股东属于夫妻关系。

剑峰矿业主要经营范围：铁矿采选、铁精粉、木材、生铁、矿山机械及配件、化工原料（国家限定经营的除外）、矿产品（国家限定经营的除外）购销、装配机及配件购销与维修、铁精粉重选、货物运输。

剑峰矿业本部设财务处、行政办、机械设处、生产技术处、安全处、供销处、保卫处、企管监察处、基建办、总办室 10 个职能部门。截至 2014 年 3 月底，剑峰矿业拥有控股子公司 14 家、参股公司 1 家、分公司 1 家。

截至 2013 年底，剑峰矿业资产总额 30.99 亿元，所有者权益 8.09 亿元；2013 年实现营业收入 12.83 亿元，利润总额 0.68 亿元。

截至 2014 年 3 月底，剑峰矿业资产总额 29.04 亿元，所有者权益 8.37 亿元；2014 年 1~3 月，实现营业收入 3.43 亿元，利润总额 0.38 亿元。

剑峰矿业注册地址：河北省宽城县宽城镇西街；法定代表人：谷英杰。

（2）管理层变动情况

跟踪期内，剑峰矿业在管理制度和高管人员方面无重大变化。

(3) 经营分析

①经营概况

剑峰矿业以铁矿采选和铁精粉购销为主业，涉及钢材、生铁、矿山机械及配件、矿产品购销等铁矿开采的延伸行业与辅助行业。2013年，剑峰矿业实现主营业务收入12.44亿元，较2012年增长30.69%，主要来自铁精粉销售增长。

从收入构成来看，铁精粉销售是剑峰矿业的主要收入来源，2013年，铁精粉销售收入占剑峰矿业主营业务收入的比重为92.52%。

从毛利率来看，受钢铁行业整体低迷，铁矿石价格不断下降影响，剑峰矿业铁精粉业务毛利率下降明显，2013年为31.58%，较上年下降8.85个百分点。在铁精粉业务毛利率下降的带动下，剑峰矿业综合毛利率呈下降趋势，2013年为30.36%。

2014年1~3月，剑峰矿业实现主营业务收入3.42元，同比下降6.20%，为2013年全年主营业务收入的27.52%。同期，剑峰矿业主营业务毛利率为21.38%，较2013年进一步下降，主要受铁矿石价格持续下跌影响。

表3 剑峰矿业主营业务收入构成及毛利率（单位：万元，%）

产品	2011年		2012年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
铁精粉	84022	37.32	82635	40.43	115126	31.58
酒店及其他收入	12794	11.40	12583	15.81	9311	15.37
合计	96816	33.89	95218	37.18	124437	30.36

资料来源：剑峰矿业提供

②主业及其他产业

铁精粉产业

跟踪期内，剑峰矿业所属矿产资源总量无重大变化。截至2014年3月底，剑峰矿业拥有9家矿业子公司，资源储量丰富，其中单一磁铁矿石储量为594万吨，钒钛铁储量1.30亿吨。

剑峰矿业主要通过球磨机等辅助设备对铁矿石进行破碎和磨碎。铁矿石经过球磨后，再用磁选、重选、浮选等选矿工艺提高铁精粉的品位。目前，剑峰矿业的铁精粉产品以63.5%~65%品位的为主。

截至2014年3月底，剑峰矿业共拥有铁矿采选生产线9条，核定产能185万吨。

增长。2013年，铁精粉实现产量147.00万吨，较上年增长42.57%；实现销量146.90万吨，同比增长44.37%。2013年，剑峰矿业产销率为99.93%，保持在较高水平。

从销售价格来看，受下游钢铁行业低迷影响，2013年剑峰矿业铁精粉销售均价为800元/吨，较2012年的830元/吨下降，2014年1季度，铁精粉销售价格下降至790元/吨。

跟踪期内，剑峰矿业结算方式未发生重大变化。对客户主要采取预收货款交易模式，在发货前10-15天要求客户以电汇或银行承兑汇票的结算方式预先支付全部货款，为客户开立增值税发票后确认收入，确保现金流稳定。

其他产业

跟踪期内，剑峰矿业其他产业主要包括酒店业务以及钢铁制品和配件等辅助业务。

剑峰矿业酒店业务主要由下属子公司承德金都绿洲饮食文化有限公司负责运营。2013年，酒店业务实现收入366.90万元。

剑峰矿业钢铁制品和配件业务主要由子公司剑峰龙悦耐磨材料有限公司和宽城圣鸿源商

表4 铁精粉产销情况（单位：万吨）

	2012年	2013年
产量	103.11	147.00
销量	101.75	146.90
产销率（%）	98.68	99.93

资料来源：剑峰矿业提供

跟踪期内，剑峰矿业铁精粉产销量均大幅

贸有限公司经营。2013年，钢铁制品和配件业务实现收入8943.90万元。

总体看，跟踪期内，剑峰矿业产销情况良好，主营业务收入稳步增长，受钢铁行业影响，铁精粉价格持续下降，剑峰矿业的盈利能力有所减弱。

（4）募集资金使用情况

剑峰矿业参与发行了“13 承德 SMECN001”，发行额度 10000 万元，期限为 3 年。其中，4000 万元用于补充营运资金，6000 万元用于置换银行贷款。目前募集资金已按规定全部投入使用。

（5）财务分析

剑峰矿业提供的 2013 年度财务报表已经河北红日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报告。剑峰矿业 2014 年一季度财务数据未经审计。

截至2013年底，剑峰矿业资产总额30.99亿元，所有者权益8.09亿元；2013年实现营业收入12.83亿元，利润总额0.68亿元。

截至2014年3月底，剑峰矿业资产总额29.04亿元，所有者权益8.37亿元；2014年1~3月，实现营业收入3.43亿元，利润总额0.38亿元。

①盈利能力

跟踪期内，受益于主要产品铁精粉销量增加，剑峰矿业营业收入快速增长，2013 年剑峰矿业实现营业收入 12.83 亿元，同比增长 26.72%；同期营业成本为 9.35 亿元，同比增长 42.30%，快于营业收入增速。

2013 年剑峰矿业的期间费用为 2.69 亿元，同比增长 21.10%，其中，财务费用同比增长 14.61%，管理费用同比增长 31.13%。剑峰矿业期间费用占主营业务收入的比重为 21.00%，较上年同期降低了 0.97 个百分点。总体看，剑峰矿业期间费用占比较大，一定程度上挤压了利润空间。

受营业成本和期间费用快速增长的影响，2013 年，剑峰矿业实现利润总额和净利润分别为 0.68 亿元和 0.52 亿元，同比分别下降 46.01%

和 46.64%。

从盈利指标看，2013 年，剑峰矿业营业利润率为 26.63%，较上年同期下降了 7.85 个百分点，主要是由于剑峰矿业主要产品铁精粉的毛利率减少 8.85 个百分点所致；总资本收益率和净资产收益率分别为 7.86%和 6.44%，同比分别减少 3.63 和 6.45 个百分点。

2014 年 1~3 月，剑峰矿业实现营业收入 3.43 亿元，利润总额 0.38 亿元，营业利润率为 21.37%，较 2013 年下降了 5.26 个百分点。

总体看，跟踪期内剑峰矿业营业收入规模保持较快增长，但受铁精粉销售价格下降的影响，整体盈利能力有所下降。

②现金流及保障

从经营活动看，由于收入规模的扩大，2013 年剑峰矿业经营性现金流入量15.44亿元，同比增长37.81%，全部来源于产品销售收入增长带来的销售商品、提供劳务收到现金的增加；同期，剑峰矿业经营性现金流出量为13.12亿元，同比增长59.88%；由此带来的经营活动产生的现金流净额由上年的3.00亿元降至2.32亿元。从收入实现质量看，2013年剑峰矿业现金收入比为120.34%，同比上升9.69个百分点，剑峰矿业收入实现质量较好。

从投资活动看，2013年，剑峰矿业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 1.66 亿元，同比降低 31.80%，主要为剑峰矿业对新建生产线的投入；同期，剑峰矿业投资活动流入较小，取得投资收益 0.02 亿元。筹资活动前现金流量净额为 0.68 亿元。剑峰矿业经营活动产生的现金能够满足投资活动需求，对外融资压力小。

从筹资活动来看，2013 年，剑峰矿业筹资活动现金流入量为 3.41 亿元，为取得借款收到的现金和发行集合票据筹集的资金；同期，筹资活动产生的现金流出量为 3.38 亿元，同比增长 46.93%，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2013 年，剑峰矿业筹资活动产生的现金流量净额为 0.02

亿元。

2014年1~3月, 剑峰矿业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和筹资活动产生的现金流量净额分别为0.83亿元、-0.35亿元和-1.14亿元。

总体看, 跟踪期内, 剑峰矿业经营活动获取现金能力有所降低, 收入实现质量较好; 经营活动产生的现金流净额能够满足投资需求, 对外融资压力小。

③资本及债务结构

资产

跟踪期内, 剑峰矿业资产规模保持较快增长。截至 2013 年底, 资产总额 30.99 亿元, 同比增长 13.08%, 主要是由于剑峰矿业生产、经营及销售规模扩大所致。流动资产和非流动资产在资产总额中所占比重分别为 50.47%和 49.53%。2013 年流动资产占比略有下降。

截至 2013 年底, 剑峰矿业货币资金为 5.60 亿元, 同比增长 14.27%, 其中银行存款占比 98.75%。

截至 2013 年底, 剑峰矿业应收账款为 0.30 亿元, 较 2012 年减少 0.61 亿元, 其中账龄在 1 年以内的应收账款占比 21.00%, 1-2 年的占比 79.00%, 账龄较长; 前五名债务人单位合计欠款 0.23 亿元, 占比为 75.86%, 集中度较高。

截至 2013 年底, 剑峰矿业其他应收款为 7.43 亿元, 同比增长 37.41%, 主要为预付的收购滦平县岭兴矿业有限公司(1.90 亿元)、蟠龙湖大酒店(0.90 亿元)、承德隆城钢管制造公司(0.78 亿元)的股权款项, 由于未办理完股权转让手续, 暂列该科目, 其他款项主要为与京城矿业及其他单位的往来款。目前, 公司持有滦平县岭兴矿业有限公司 49%的股权(手续未变更), 持有蟠龙湖大酒店和承德隆城钢管制造公司 100%的股权。截至 2013 年底, 滦平县岭兴矿业有限公司资产总额为 33666.82 万元, 所有者权益合计 10034.89 万元, 2013 年滦平县岭兴矿业有限公司实现营业收入 9304.34 万元, 利润总额 1378.64 万元; 截至 2013 年底, 承德

隆城钢管制造公司资产总额为 29092.80 万元, 所有者权益 567.52 万元, 2013 年承德隆城钢管制造公司实现营业收入 6824.92 万元, 利润总额-832.20 万元。

截至 2013 年底, 剑峰矿业存货为 1.17 亿元, 同比增长 6.97%, 主要是产销规模扩大带动的原材料增长所致。剑峰矿业未计提存货跌价准备。

截至 2013 年底, 剑峰矿业固定资产为 11.99 亿元, 同比增长 12.49%, 主要由于新购机器设备所致。

截至 2013 年底, 剑峰矿业长期待摊费用为 2.42 亿元, 同比增长 48.50%, 主要为征地费和开办费支出的增加。

截至 2014 年 3 月底, 剑峰矿业资产总额为 29.04 亿元, 较 2013 年底下降 6.29%, 主要来自流动资产的减少。资产结构中流动资产和非流动资产分别占 46.62%和 53.38%; 流动资产占比进一步下降, 除预付账款较年初增长 16.24%外, 其余流动资产均较年初有所减少。

跟踪期内, 剑峰矿业资产规模保持增长态势, 资产构成中流动资产占比不断下降; 流动资产中其他应收款占比较大, 货币资金较充足; 非流动资产中固定资产和长期待摊费用比重较大。总体看, 剑峰矿业整体资产质量尚可。

负债和所有者权益

截至 2013 年底, 剑峰矿业所有者权益合计为 8.09 亿元, 同比增长 6.88%, 主要来自未分配利润和盈余公积的增长; 剑峰矿业未分配利润 6.25 亿元, 同比增长 8.11%, 占所有者权益的比重为 77.20%; 盈余公积 0.62 亿元, 同比增长 9.13%; 截至 2014 年 3 月底, 剑峰矿业所有者权益合计为 8.37 亿元, 较 2013 年底增长 3.50%。总体看, 剑峰矿业所有者权益的稳定性较差。

截至 2013 年底, 剑峰矿业负债合计为 22.90 亿元, 同比增长 15.45%。负债构成中, 流动负债占比 90.66%, 非流动负债占比 9.34%。

流动负债方面, 2013 年底, 剑峰矿业流动

负债合计 20.76 亿元，同比增长 4.94%，主要是由于短期借款和应付票据的增长所致，二者同比分别增长 15.76% 和 48.07%。同期，剑峰矿业非流动负债 2.14 亿元，同比增长 39.42 倍，主要来自应付债券和长期应付款的增加；其中应付债券新增 1.00 亿元，系剑峰矿业于 2013 年 10 月参与发行的“13 承德 SMECN001”；长期应付款为 1.14 亿元，全部为融资租赁费。截至 2014 年 3 月底，剑峰矿业负债合计为 20.67 亿元，较年初下降 9.75%，主要系应付票据和其他应付款减少所致。

截至 2013 年底，剑峰矿业全部债务总额 18.01 亿元，同比增长 43.52%，其中短期债务 15.87 亿元（占 88.11%），长期债务 2.14 亿元（占 11.89%），债务结构有待改善。截至 2014 年 3 月底，剑峰矿业全部债务为 16.96 亿元，较 2013 年底下降 5.80%，主要来自短期借款和应付票据的减少。

债务指标方面，2013 年底剑峰矿业长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 20.92%、69.00% 和 73.90%，同比分别上升 20.92、6.63 和 1.52 个百分点，债务负担进一步加重。截至 2014 年 3 月底，上述指标分别为 19.36%、66.95% 和 71.17%。

总体看，跟踪期内，剑峰矿业所有者权益持续增长，但稳定性较差；负债规模增速较快，债务负担有所加重。

④偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底，剑峰矿业的流动比率和速动比率分别为 75.34% 和 69.69%，同比分别上升 4.07 和 3.97 个百分点，但仍处于较低水平。2014 年 3 月底上述指标分别为 72.57% 和 67.14%，较上年底分别减少 2.77 和 2.55 个百分点。2013 年，剑峰矿业经营现金流动负债比为 11.16%，较上年同期降低了 4.00 个百分点。总体看，剑峰矿业流动比率和速动比率都偏低，且短期债务规模大，短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2013 年剑峰矿业

EBITDA 为 3.11 亿元，相应的 EBITDA 利息倍数为 2.03 倍，较上年略有下降；同期，剑峰矿业全部债务/EBITDA 倍数为 5.78 倍，较上年同期有所上升。总体看，剑峰矿业 EBITDA 对全部债务及利息的保障能力一般。

截至 2014 年 3 月底，剑峰矿业共获得各家商业银行授信额度总量为 14.23 亿元，其中尚未使用的额度为 2.26 亿元，剑峰矿业具备间接融资渠道。

截至 2014 年 3 月底，剑峰矿业对外担保金额 8.31 亿元，较上年同期增加 2.46 亿元，担保比率为 102.68%，担保比率高。剑峰矿业对外担保的企业多为承德地区的铁矿石及钢铁制品行业，区域及行业集中度高，行业周期性波动可能导致集中违约的发生，剑峰矿业面临较高的或有负债风险。

⑤债券保障能力分析

剑峰矿业于 2013 年 10 月 12 日参与发行了总金额为 1.60 亿元，期限为 3 年的中小企业集合票据（“13 承德 SMECN001”），其中，剑峰矿业发行规模为 1.00 亿元（以下简称“存续债券”）。存续债券每年付息一次，到期一次还本。

截至 2013 年底，剑峰矿业现金类资产为 6.00 亿元，为存续债券的 6.00 倍；截至 2014 年 3 月底，剑峰矿业现金类资产为 5.06 亿元，为存续债券的 5.06 倍；现金类资产对存续债券的保障能力好。2013 年剑峰矿业实现 EBITDA 3.11 亿元，为存续债券的 3.11 倍，EBITDA 对存续债券的保障能力好；2013 年剑峰矿业经营活动现金流入量为 15.44 亿元，为存续债券的 15.44 倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力好。2013 年剑峰矿业经营活动现金净流量为 2.32 亿元，为存续债券的 2.32 倍，经营活动现金净流量对存续债券的保障能力好。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10130827000004807），截至 2014 年 5 月 15 日，剑峰矿业无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况

良好。

⑦抗风险能力

跟踪期内，剑峰矿业主营业务收入稳定增长，但盈利能力有所下降，随着债务规模的上升，债务负担进一步加重；基于对剑峰矿业自身经营和财务特点、铁矿石行业发展状况的综合判断，剑峰矿业整体抗风险能力一般。

(6) 结论

基于跟踪期内剑峰矿业债务负担明显加重，短期支付压力大，对外担保比率高，盈利能力下滑，整体偿债能力减弱等因素，联合资信将剑峰矿业主体长期信用等级下调至BBB，评级展望维持稳定。

2. 承德绿丰生态农业科技发展有限公司

(1) 主体概况

承德绿丰生态农业科技发展有限公司（以下简称“绿丰农业”）成立于2004年4月27日，由刘志国和白云霞两位自然人股东共同出资设立，原始注册资本500万元，后历经九次股权变更，截至2014年3月底，绿丰农业注册资本12199万元，其中河北省国富农业投资集团有限公司持股23.96%、自然人刘志国和刘淑琴分别持股68.44%、7.60%。绿丰农业实际控制人为刘志国先生。

绿丰农业经营范围包括：蔬菜制品【蔬菜干制品（热风干燥蔬菜、冷冻干燥蔬菜）】生产、销售；方便食品【其他方便食品：冻干汤料】；罐头【其他罐头：蘑菇风味酱罐头】；农作物种植、农产品销售；冷冻蔬菜生产、销售；出口本企业资产的各种产品（国家组织统一联合经营的出口产品除外）；进口产品（国家实行核定公司经营的进口产品除外）（以上项目涉及审批或许可的，待取得审批文件或许可证后方可经营）。

截至2013年底，绿丰农业资产总额38648.43万元，所有者权益25348.38万元；2013年实现营业收入29905.76万元，利润总额2838.59万元。

截至2014年3月底，绿丰农业资产总额36767.02万元，所有者权益23045.38万元；2014年1~3月实现营业收入6101.57万元，利润总额557.87万元。

绿丰农业注册地址：承德县甲山镇山咀村；法定代表人：孙向伟。

(2) 管理层变动情况

跟踪期内，绿丰农业在高管人员方面无重大变化。

(3) 经营分析

①经营概况

跟踪期内，绿丰农业仍以蔬菜加工产品和蛋花汤产品的生产和销售为主，同时新推出了蘑菇酱产品，产品结构得到丰富。受益于蛋花汤产品的销售增长以及新产品的推出，2013年绿丰农业实现营业收入29905.76万元，较2012年增长15.86%。

从收入构成来看，速冻及脱水蔬菜一直是绿丰农业的主要收入来源，2013年在营业收入中的占比为71.11%，较上年下降10.42个百分点；蛋花汤产品占比为25.04%，较上年上升6.57个百分点；新推出的蘑菇酱占比较小，为3.85%。2014年一季度，绿丰农业实现营业收入6101.57万元，同比下降5.08%。

从毛利率来看，2013年绿丰农业综合毛利率为17.91%，较上年下降1.55个百分点。分产品来看，受蔬菜价格上涨影响，速冻及脱水蔬菜毛利率大幅下降，2013年为9.36%，较上年下降7.96个百分点；蛋花汤产品2013年毛利率为40.50%，较上年提高了11.60个百分点；新增产品蘑菇酱的毛利率为29.14%，处于较高水平。2014年一季度，绿丰农业整体毛利率为19.64%，较上年同期下降2.35个百分点。

表5 营业收入构成及毛利率（单位：万元，%）

分产品	营业收入				营业成本				毛利率			
	2011	2012	2013	2014年1-3月	2011	2012	2013	2014年1-3月	2011	2012	2013	2014年1-3月
蔬菜类	16804	21043	21266	4229	14130	17398	19275	3521	15.91	17.32	9.36	16.74
蛋花汤	5653	4768	7487	1423	3420	3390	4457	1067	39.50	28.91	40.50	25.02
蘑菇酱			1153	450			817	315			29.14	30.00
合计	22457	25811	29906	6102	17550	20788	24549	4903	21.85	19.46	17.91	19.64

资料来源：绿丰农业提供

②原材料采购

跟踪期内，绿丰农业的采购模式无重大变化，仍然以“工厂+基地+农户”的模式来保证原材料的供应。工厂方面，绿丰农业从承德周边的食品加工企业采购蔬菜半成品；基地方面，绿丰农业与从玉集团签订返包倒租协议，绿丰农业为其提供种子和种植技术，该集团按照绿丰农业需求种植所需品种，按照低于市场价的价格卖给绿丰农业；农户方面，绿丰农业为了扩大采购渠道，与有蔬菜种植条件的农户签订收购合同，农户按市场价优先将蔬菜供应给绿丰农业。2013年，绿丰农业原材料中散户收购占21%，基地占35%，其余由承德森源绿色食品有限公司、承德润隆食品有限公司和承德格林食品有限公司供应。

表6 主要原材料采购额情况（单位：万元）

原材料	2011年	2012年	2013年
香菇	2084.00	3966.42	5352.00
滑子菇	2051.00	3549.09	2618.00
鸡蛋	613.00	434.40	739.00
白花菜	1899.00	1398.31	1578.00
牛肝菌	1424.00	2043.47	906.00
平菇	360.00	1527.47	1224.00
草莓	--	1315.94	3496.00
辣椒	483.00	729.65	941.00
甘蓝	408.00	330.00	438.00
松蘑	551.00	668.15	809.00
香葱	2542.00	38.41	71.10
胡萝卜	184.00	522.33	590.00
其他	947.00	1287.93	1085.33
合计	13546.00	17811.62	19847.43

资料来源：绿丰农业提供

绿丰农业生产所需的原材料主要是香菇、草莓、滑子菇、白菜花和辣椒，2013年，以上原材料的采购成本占营业成本的比重为61.95%。绿丰农业根据客户订单需求采购原材料，原材料采购的种类和数量变化较大，跟踪期内，随着订单量和采购价格的增加，绿丰农业主要原材料的采购额呈增长态势，2013年为19847.43万元，较上年增长11.43%。

总体看，跟踪期内，绿丰农业原材料采购渠道畅通，但原材料价格整体上涨明显，较大的挤压了利润空间。

③产品生产与销售

跟踪期内，根据市场销售情况，绿丰农业调整了产能结构，削减了5000吨速冻产品加工产能，增加了2300吨脱水蔬菜加工产能，截至2014年3月底，绿丰农业速冻产品加工能力10000吨，脱水蔬菜加工能力5000吨，蛋花汤产能1000吨、净菜能力5000吨，新增蘑菇酱加工能力500吨。

表7 主要产品产量情况

分产品	2012年	2013年	2014年1~3月
蔬菜类（吨）	14651.00	14332.00	3039.00
蛋花汤（万袋）	6701.60	11107.20	2188.60
蘑菇酱（吨）		551.00	220.00

资料来源：绿丰农业提供

2013年，绿丰农业蔬菜类产品产量为14332.00吨，较2012年下降了2.18%；同期受订单增长带动影响，蛋花汤产品产量为11107.20万袋，同比增长65.74%；新增产品蘑菇酱产量为551.00吨。2014年一季度，绿丰农业速冻及

蔬菜产品的产量为3093.00吨，同比增长41.12%，蛋花汤产量为2188.60万袋，同比下降20.87%，同期，蘑菇酱产量为220吨，为2013年全年产量的39.93%。

表8 主要产品销量情况

分产品	2012年	2013年	2014年 1~3月
蔬菜类(吨)	14266.30	14266.30	2112.87
蛋花汤(万袋)	6598.70	11090.00	2142.19
蘑菇酱(吨)		549.00	214.00

资料来源：绿丰农业提供

跟踪期内，绿丰农业的销售模式无重大变化。速冻及脱水蔬菜主要是出口到国外，蛋花汤和蘑菇酱为内销。其中，速冻及脱水蔬菜主要通过国内的进出口贸易公司代理出口；蛋花汤和蘑菇酱则通过流通（便利店、小超市、批发市场等）和特通（快餐连锁店、高铁、军队、航空）两个渠道来销售。

2013年，绿丰农业速冻及脱水蔬菜销量为14266.30吨，同2012年销量持平；同期，绿丰农业加大了蛋花汤的营销力度，使得高铁和航空市场的份额增加，2013年蛋花汤销量为11090.00万袋，同比增长68.06%；新产品蘑菇酱销售549.00吨。绿丰农业根据订单来安排生产，2013年蔬菜、蛋花汤和蘑菇酱的产销率分别为99.54%、99.85%和99.64%，产销率较高。2014年一季度，速冻及脱水蔬菜、蛋花汤和蘑菇酱的销量分别为2013年全年的14.81%、19.32%和38.98%。

跟踪期内，绿丰农业结算方式无重大变化。出口贸易方面，为了打开市场，无预付款，结算账期为1~3个月，通过中国出口信用保险公司对货物进行担保；国内销售方面，仍然采取先发货后付款方式，账期一般在3个月以内。绿丰农业品牌优势不明显，为了扩大市场，在货款结算上一般无预收款且账期较长，存在一定的货款回收风险。

总体看，跟踪期内，绿丰农业产品结构更加丰富，产销率较高，但货款结算回收期较长，

存在一定的收账风险。

④未来发展

绿丰农业的发展战略是在做强速冻及脱水蔬菜的基础上，做大蛋花汤和蘑菇酱，同时选择时机推出一些新产品。绿丰农业计划于2014年6月推出新产品婴幼儿汤，该产品与蛋花汤共用生产线，但对产品的质量标准要求更高，同时产品的附加值也会更高。婴幼儿汤推出后，绿丰农业的盈利能力有望增强。

（4）募集资金使用情况

绿丰农业参与发行了“13承德 SMECN001”，发行额度6000万元，期限为3年，募集资金中1600万元用于补充流动资金，2000万元用于租用蔬菜基地，1000万元用于新增生产线，1400万元用于置换银行存款。目前募集资金已按规划全部投入。

（5）财务分析

绿丰农业提供的2013年财务报表已经河北红日会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2014年一季度财务数据未经审计。

①盈利能力

跟踪期内，受益于蛋花汤产品销售规模的增长以及蘑菇酱的推出，绿丰农业收入规模稳定增长，2013年为29905.76万元，同比增长15.86%；同期，受原材料采购成本上涨的影响，营业成本亦快速增长，同比增长18.10%，高于营业收入增速；受此影响，营业利润率有所下降，为17.69%，较上年下降1.75个百分点；2013年，绿丰农业营业利润为2839.82万元，同比下降8.05%。2014年1~3月，绿丰农业实现营业收入6101.57万元，较上年同期下降5.08%；实现营业利润557.86万元，同比下降33.93%；同期营业利润率为19.06%，较上年略有上升。

2013年，绿丰农业期间费用为2450.22万元，同比增长27.05%，其中，管理费用、销售费用和财务费用均呈现增长态势。2013年期间费用率为8.19%，较上年上升0.72个百分点。

从盈利指标来看，2013年绿丰农业总资本

收益率和净资产收益率分别为7.16%和8.40%，较上年同期分别下降3.93和3.25个百分点。

整体看，跟踪期内，绿丰农业营业收入稳定增长，但盈利指标有所下降。

②现金流及保障

随着产销规模的增长，2013年绿丰农业经营活动产生的现金流入量为34977.93万元，同比上升13.42%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（占91.24%）和收到其他与经营活动有关的现金（占8.76%），其中收到的其他与经营活动有关的现金为3062.79万元，较上年增加2913.96万元，主要是收回的前期欠款。受2013年存货金额同比增加以及产销量扩大和蔬菜采购成本上升共同作用的影响，2013年绿丰农业购买商品、接受劳务支付的现金较上年增长27.55%，导致经营活动现金流出量同比增长24.08%，为34709.99万元。2013年绿丰农业经营活动现金净流量为267.94万元，较2012年大幅下降。2013年现金收入比为106.72%，较上年下降12.18个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2013年绿丰农业现金流出量为4192.14万元，全部为购建固定资产和无形资产支付的现金。近三年绿丰农业投资活动产生的现金流量均表现为净流出，且净流出规模较大，2013年为-4192.14万元。

筹资活动方面，2013年绿丰农业筹资活动现金流入规模同比大幅增长215.79%，主要为取得借款收到的现金和发行集合票据筹集的资金；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，筹资活动现金流量净额为6778.10万元。

2014年1~3月，绿丰农业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和筹资活动产生的现金流量净额分别为3785.37万元、-2000.55万元和-2945.09万元。

总体看，跟踪期内，绿丰农业经营活动现金流无法满足投资活动资金需求，对外筹资需求上升。

③资本及债务结构

资产

截至2013年底，绿丰农业资产总额为38648.43万元，较上年增长35.87%，其中，流动资产占47.28%，非流动资产占52.72%，非流动资产比重有所提高。

截至2013年底，绿丰农业流动资产合计18273.69万元，较上年增长87.69%，主要来自货币资金、应收账款、预付款项和存货的增长。截至2013年底，货币资金为3339.63万元，同比增长587.55%，主要是由于2013年绿丰农业加大筹资力度，通过短期借款和发行集合票据筹集货币资金所致，其中银行存款3080.92万元，占比92.25%。绿丰农业为了打开市场，外销和内销货物均为先发货后付款，收账期限1~3个月不等，受此影响，应收账款规模较大，截至2013年底，应收账款为6152.07万元，较上年增长54.19%，账龄全部在1年以内，未计提坏账准备，前五名欠款客户合计占比25.87%，集中度较低。截至2013年底，预付款项为3649.30万元，较上年增长151.35%，主要为预付的货款。截至2013年底，绿丰农业存货为4097.54万元，较上年增长47.32%，主要为原材料、包装物和库存商品的增加。

非流动资产方面，2013年绿丰农业非流动资产合计20374.73万元，较2012年底增长8.90%，主要来自固定资产和长期待摊费用的增长。截至2013年底，绿丰农业固定资产原值为24278.76万元，较上年底增加2192.14万元，主要为新购入的机器设备的增加；截至2013年底，绿丰农业累计提取折旧8463.74万元，固定资产账面价值为15815.01万元。2013年底，绿丰农业长期待摊费用为3996.08万元，较上年增长42.76%，主要是新增围场县金拔乡基地。

截至2014年3月底，绿丰农业资产总额为36767.02万元，其中，流动资产占40.74%，非流动资产占59.26%，非流动资产占比有所上升。

跟踪期内，绿丰农业资产规模稳定增长，流动资产中应收账款和存货占比大，资产流动

性一般。总体看，绿丰农业整体资产质量一般。

所有者权益

截至2013年底，绿丰农业所有者权益为25348.38万元，同比增长6.43%，主要系未分配利润的增长；其中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占比48.13%、15.46%、6.04%和30.37%。截至2014年3月底，绿丰农业所有者权益有所下降，主要是股东分红导致未分配利润减少了2303.00万元。2013年股东分红598.53万元。绿丰农业权益结构稳定性一般。

负债

截至2013年底，绿丰农业负债总额为13300.05万元，同比增长187.37%，主要来自应付债券的增加；其中，流动负债占比54.89%，非流动负债占比45.11%，负债结构较上年发生较大变化（2012年全部为流动负债）。截至2013年底，短期借款为6000.00万元，同比增长41.18%；应付债券6000.00万元，为绿丰农业发行的中小集合票据。

截至2014年3月底，绿丰农业负债总额为13721.64万元，较上年底变化不大；其中，流动负债占56.27%，非流动负债占43.73%，非流动负债占比较上年底较少1.38个百分点，整体结构变化不大。

截至2013年底，绿丰农业全部债务总额12000.00万元，较上年底增长182.35%，其中短期债务6000.00万元（全部为短期借款），占比50.00%，长期债务6000.00万元（全部为应付债券），占比50.00%。截至2014年3月底，绿丰农业全部债务总额及债务结构较2013年底无变化。

从债务指标来看，受短期借款增长及发行集合票据因素影响，2013年底绿丰农业资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为34.41%、19.14%和32.13%，同比分别上升18.14、19.14和16.99个百分点，债务指标明显上升。2014年3月底，绿丰农业资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为37.32%、20.66%和34.24%，

债务指标较上年底进一步上升，但仍属于适宜水平。

总体看，跟踪期内，绿丰农业债务规模有所增长，债务负担有所上升，但仍处于适宜水平。

④偿债能力

从短期偿债能力看，截至2013年底，绿丰农业流动比率、速动比率均较上年有所提升，分别为250.32%和194.19%。截至2014年3月底，受流动资产减少影响，上述指标分别为194.00%和149.30%。2013年，绿丰农业经营现金流动负债比为3.67%，较上年同期大幅下降。同时，考虑到绿丰农业流动资产中应收款项占比高，周转效率低，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2013年绿丰农业EBITDA和EBITDA利息倍数分别为5890.92万元和10.80倍，EBITDA利息倍数同比有所下降；受应付债券增加影响，绿丰农业全部债务/EBITDA较2012年有所上升，2013年为2.04倍。总体看，绿丰农业EBITDA对全部债务及利息的保障能力较好。

截至2014年3月底，绿丰农业为承德亿财制衣有限公司提供担保2000万元，担保比率为7.89%，担保比率较低。但承德亿财制衣有限公司为绿丰农业的关联企业，存在一定的或有负债风险。

截至2014年3月底，绿丰农业共获得银行授信额度8700万元，已使用金额为7300万元，未使用额度为1400万元，绿丰农业间接融资渠道有待进一步拓宽。

⑤债券保障能力分析

绿丰农业于2013年10月12日参与发行了总金额为1.6亿元，期限为3年的中小企业集合票据（“13承德SMECN001”），其中绿丰农业发行6000万元（以下简称“存续债券”）。存续债券每年付息一次，到期一次还本。

截至2013年底，绿丰农业现金类资产为3339.63万元，为存续债券的0.56倍；截至2014年3月底，绿丰农业现金类资产为2179.35万元，

为存续债券的0.36倍；现金类资产对存续债券的保障能力较弱。2013年绿丰农业实现EBITDA 5890.92万元，为存续债券的0.98倍，EBITDA对存续债券的保障能力一般；2013年绿丰农业经营活动现金流入量为34977.93万元，为存续债券的5.83倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较好。2013年绿丰农业经营活动现金净流量为267.94万元，为存续债券的0.04倍，经营活动现金净流量对存续债券的保障能力很弱。

⑥ 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1013082100007870G），截至2014年6月10日，绿丰农业无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

⑦ 抗风险能力

基于对绿丰农业自身经营和财务状况，以及未来经营战略，绿丰农业整体抗风险能力较弱。

（6）结论

综合考虑，联合资信维持绿丰农业BB⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

六、增信能力分析

中债增进公司就本期票据存续期限内发行人应偿还的不超过1.6亿元本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证。

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

保证期间为本期票据存续期及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担保函规定的责任，则中债增进公司将免除相应责任。

本期票据的票据持有人依法将所持有的本期票据转让或出质给第三人的，中债增进公司将继续对随后获得本期票据的受让人或质权人承担担保函规定的责任。

联合资信评估有限公司评定中债增进公司主体信用等级为AAA，中债增进公司担保实力很强，有效提升了本期集合票据的信用水平。（中债增进公司评级报告详见附件3）

七、结论

综合考虑，基于中债增进公司担保的持续有效，联合资信维持“13承德SMECN001”AAA的信用等级。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
剑峰矿业	现金类资产(亿元)	2.28	4.92	6.00	5.06
	资产总额(亿元)	22.27	27.41	30.99	29.04
	所有者权益(亿元)	6.19	7.57	8.09	8.37
	短期债务(亿元)	9.18	12.55	15.87	14.95
	全部债务(亿元)	9.18	12.55	18.01	16.96
	营业收入(亿元)	9.75	10.13	12.83	3.43
	利润总额 (亿元)	1.16	1.26	0.68	0.38
	EBITDA(亿元)	3.01	3.34	3.11	--
	经营性净现金流(亿元)	2.39	3.00	2.32	0.83
	营业利润率(%)	32.83	34.49	26.63	21.37
	净资产收益率(%)	13.87	12.89	6.44	--
	资产负债率(%)	72.19	72.38	73.90	71.17
	全部债务资本化比率(%)	59.72	62.37	69.00	66.95
	流动比率(%)	80.22	71.26	75.34	72.57
	全部债务/EBITDA(倍)	3.05	3.75	5.78	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	2.56	2.50	2.03	--
	经营现金流动负债比(%)	14.95	15.16	11.16	--
绿丰农业	现金类资产(亿元)	0.05	0.05	0.33	0.22
	资产总额(亿元)	2.78	2.84	3.86	3.68
	所有者权益(亿元)	2.14	2.38	2.53	2.30
	短期债务(亿元)	0.58	0.43	0.60	0.60
	全部债务(亿元)	0.58	0.43	1.20	1.20
	营业收入(亿元)	2.25	2.58	2.99	0.61
	利润总额 (亿元)	0.35	0.30	0.28	0.06
	EBITDA(亿元)	0.55	0.57	0.59	--
	经营性净现金流(亿元)	0.41	0.29	0.03	0.38
	营业利润率(%)	21.50	19.44	17.69	19.06
	净资产收益率(%)	14.12	11.65	8.40	--
	资产负债率(%)	22.99	16.27	34.41	37.32
	全部债务资本化比率(%)	21.17	15.14	32.13	34.24
	流动比率(%)	122.09	210.36	250.32	194.00
	全部债务/EBITDA(倍)	1.04	0.75	2.04	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	16.42	16.78	10.80	--
	经营现金流动负债比(%)	64.46	61.94	3.67	--

注：各发行人 2014 年度一季度财务数据未经审计

附件 2 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

附件 3 中债信用增进投资股份有限公司评级报告

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

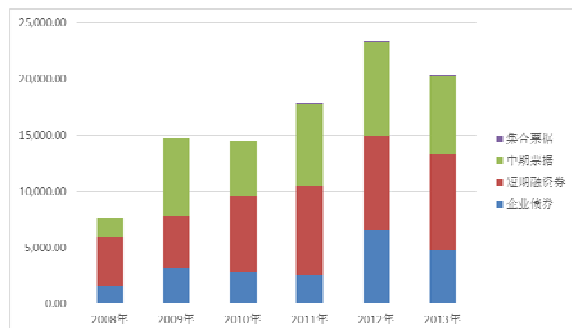
资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

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。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。

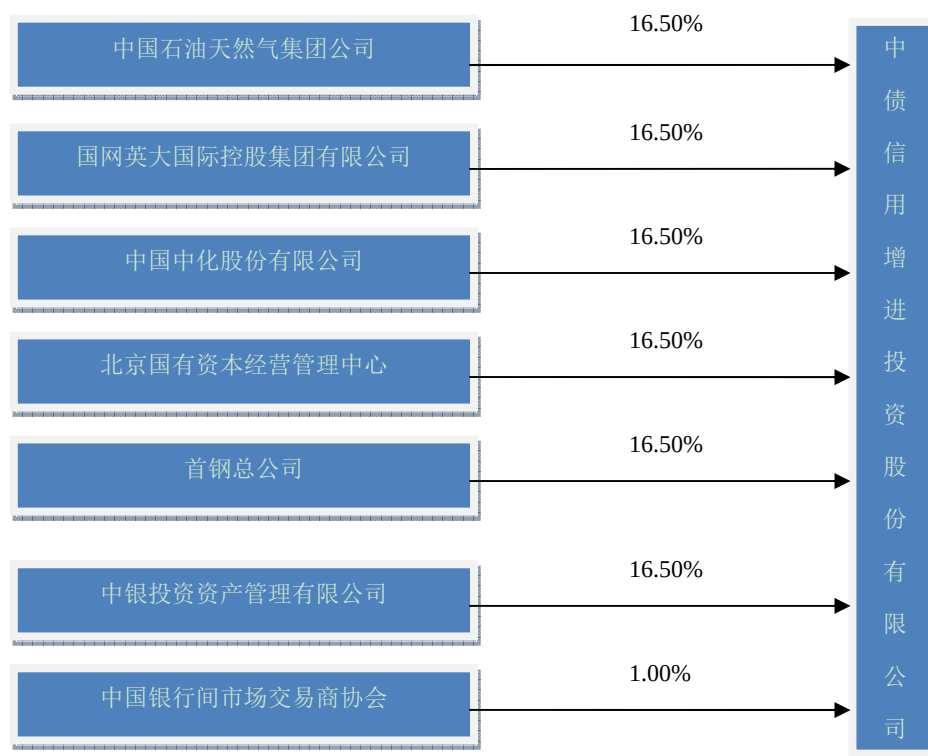
表 11 公司资本充足性指标 单位：亿元/%

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

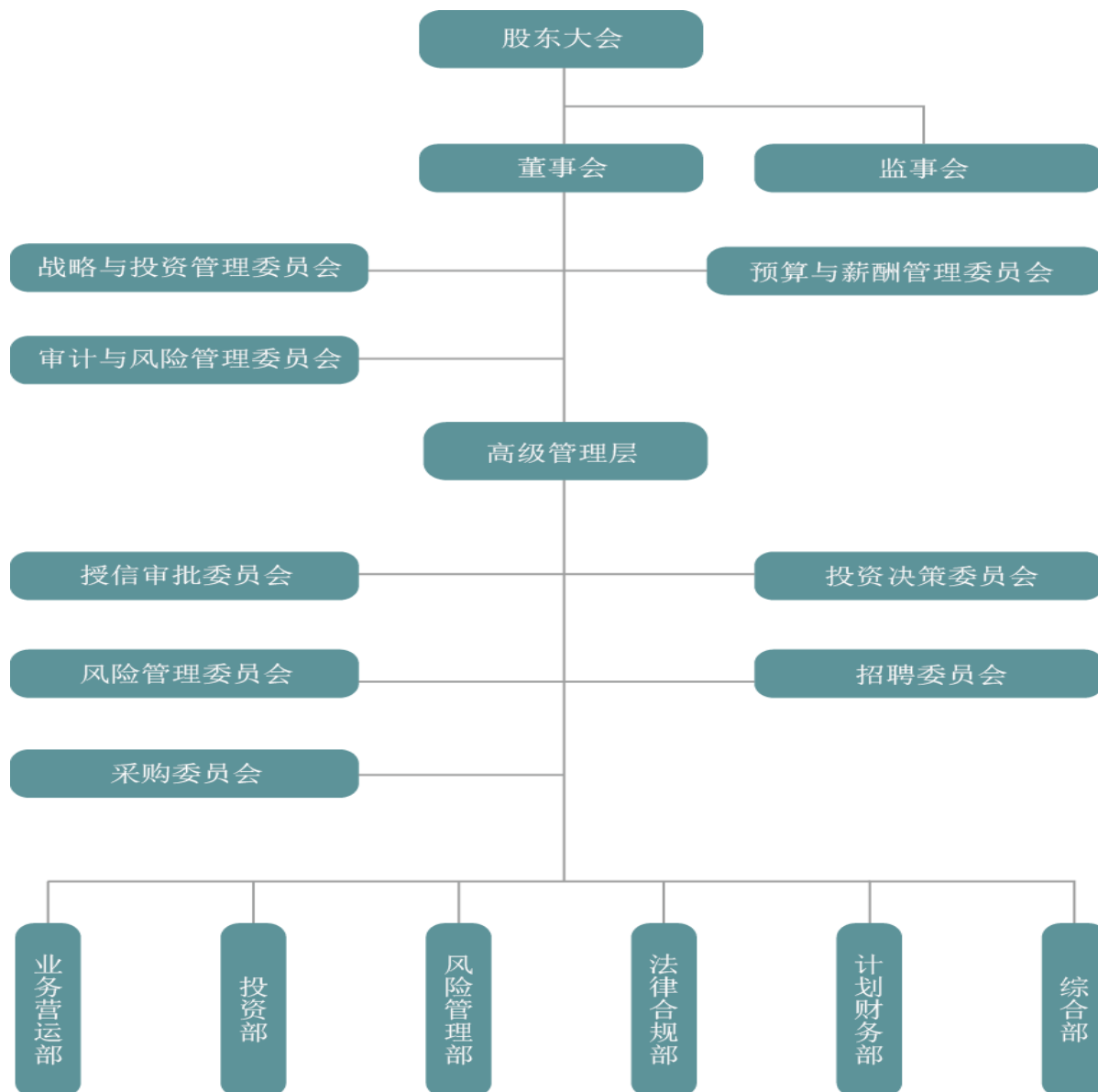
七、评级展望

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。