

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1443 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“11陕中小SMECN1”信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十九日



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>

陕西省农业和科技中小企业2011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	11 陕中小 SMECN1
发行额度	2.1 亿元
发行时间	2011 年 12 月 26 日
期限	3 年

集合票据发行人及担保人

集合票据发行企业	上次评级结果	跟踪评级结果
陕西中兴林产有限责任公司	BBB/稳定	BBB/稳定
陕西国德电气制造有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
杨凌本香农业产业集团有限公司	BBB/稳定	BBB/负面
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	AAA

跟踪评级时间：2014 年 7 月 29 日

分析师

潘诗湛 史延 王晴 胡鑫
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

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

跟踪期内，陕西国德电气制造有限公司保持了较为良好的发展势头，营业收入及利润规模稳步增长，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）维持其信用等级和评级展望不变。中兴林产有限公司（以下简称“中兴林产”）受子公司股权转让影响，经营规模显著下滑，2014 年起收入及利润规模将明显下降，股权转让款尚未收到，整体抗风险能力有所弱化；杨凌本香农业产业集团有限公司（以下简称“杨凌本香”）受猪肉养殖行业景气度下滑影响，2014 年一季度出现亏损，短期支付压力增大。联合资信将中兴林产主体长期信用等级由 BBB 调整为 BBB⁻，评级展望为稳定；维持杨凌本香主体长期信用等级 BBB⁻，评级展望由稳定调整为负面。

本期集合票据由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信增公司”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评定，中债信增公司主体长期信用等级为 AAA，担保实力很强，其担保对本期集合票据的信用水平提升作用大。

综合看，基于中债信增公司担保的持续有效，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低，联合资信维持“11 陕中小 SMECN1”信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，陕西省经济稳定增长，区域内中小企业发展的外部环境良好。
2. 中债信增公司担保实力很强，其担保对本期集合票据信用水平提升作用大。

关注

1. 本期集合票据的3家发行企业全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。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，受下属子公司股权转让影响，中兴林产经营规模显著下降，整体抗风险能力有所弱化。
3. 跟踪期内，受猪肉养殖行业景气度下滑影响，杨凌本香盈利能力大幅下滑，经营出现亏损。

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）与陕西省农业和科技中小企业 2011 年度第一期中小企业集合票据发行企业构成委托关系外，联合资信、评级人员与各发行企业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至陕西省农业和科技中小企业 2011 年度第一期中小企业集合票据到期日有效；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陕西省农业和科技中小企业 2011 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、基本情况

陕西省农业和科技中小企业 2011 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）于 2011 年 12 月 26 号发行，发行总额 2.10 亿元，期限 3 年。本期集合票据由陕西中兴林产有限责任公司等 3 家发行企业按照“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。本期集合票据发行企业和发行额度见表 1。

表 1 集合票据发行企业及发债额度

集合票据发行企业		发债额度（万元）
1	陕西中兴林产有限责任公司	12000
2	陕西国德电气制造有限公司	4000
3	杨凌本香农业产业集团有限公司	5000
合计		21000

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“中债信增公司”）就本期集合票据存续期限内发行企业应偿付的 2.1 亿元本金及其相关利息、罚息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供无条件不可撤销的连带责任保证。

三、宏观经济和政策环境

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。

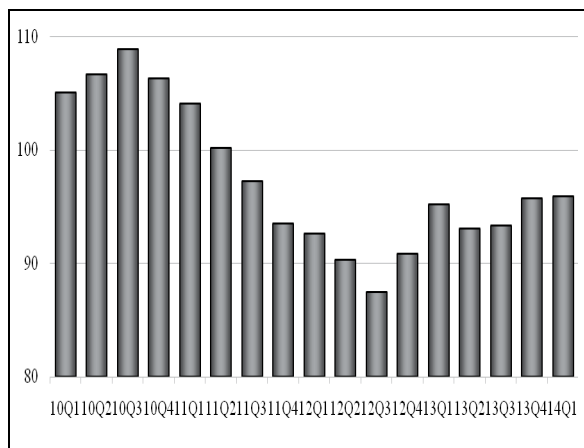
五是企业面临用工缺口。近年来，企业结构性“用工荒”已经从珠三角、长三角等经济发达地区波及主要的内陆省份，招工难已由地区性、季节性难题，演变为普遍性、常态化的难题。

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. 政策环境及发展现状

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展，“十五”期间，中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》（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. 陕西省经济发展概况

2013年,陕西省实现生产总值16045.21亿元,比上年增长11%。其中,第一产业增加值1526.05亿元,增长4.7%,占生产总值的比重为9.5%;第二产业增加值8911.64亿元,增长12.6%,占55.5%;第三产业增加值5607.52亿元,增长9.9%,占35%。人均生产总值42692元,比上年增长10.6%。

2013年,陕西省全年实现工业增加值7507.34亿元,比上年增长12.7%。其中,规模以上工业增加值7258.56亿元,增长13.1%。规模以上工业中,重工业增加值6205.77亿元,增长12.6%;轻工业1052.79亿元,增长15.9%。

2013年,陕西省全年完成全社会固定资产投资15934.2亿元,比上年增长24.1%。其中,固定资产投资(不含农户)15583.58亿元,增长24.7%;农户投资350.62亿元,增长3.5%。固定资产投资中,第一产业投资524.09亿元,比上年增长47.2%;第二产业投资5639.82亿元,增长17.3%;第三产业投资9419.66亿元,增长28.4%。

4. 陕西省中小企业扶持政策

2012年8月,陕西省人民政府下发陕政发[2012]36号文《关于支持小型微型企业健康发展的实施意见》,提出15项实施意见进一步优化陕西省企业外部发展环境、促进省内小型微型企业发展。

一、充分认识支持小型微型企业健康发展的重要战略意义。二、加大各级财政支持力度、逐年扩大中小企业发展专项资金规模、安排不低于20%政府采购项目预算专门面向小型微型企业。三、落实并加大税费政策扶持。各级税务部门要逐步减轻小型微型企业税费负担,加强对小型微型企业税费减免和优惠政策的执行力度。四、规范对小型微型企业收费、罚款。全面清理和取消不合理不必要行政事业性收费,收费、罚款实行网上公开,接受社会监督。五、改善和加强金融支持与服务。各银行业金融机构要在确保对小型微型企业贷款的增速不低于全部贷款平均增速、确保贷款的增量不低于上年同期水平的基础上,推动创新小型微型企业金融产品、信贷模式和服务方式。六、加强信用担保体系建设。重点扶持一批省、市、县三级信用担保机构,加强对小型微型企业的信用担保服务。七、放宽市场准入加大小型微型企业培育力度。八、加强技术改造支持结构调整。鼓励产业技术创新战略联盟向小型微型企业转移扩散技术创新成果,促进企业形成具有技术优势的核心竞争力。九、加强诚信建设提升管理能力,推广先进管理理念和管理模式,推动全省小型微型企业管理标准化、现代化、高效化。十、加强小型微型企业人力资源开发。十一、提升小型微型企业职工基本养老保险、基本医疗保险、工伤保险等社会保障统筹能力。十二、加快县域工业集中区发展,完善县域工业集中区,鼓励设立小型微型企业科技创业园和劳动密集型产业创业园。十三、大力推进服务体系建设,建立中小企业公共服务平台。十四、加强领导强化考核。各县市需将中小企业特别是小型微型企业发展纳入责任

考核体系，加大考核督查力度。

总体看，陕西省区域经济实力持续增强，固定资产投资力度逐年加大，城镇居民生活水平的提高，为区域内企业外部发展环境良好。同时，陕西省中小企业发展促进措施及政策细则颁布，为中小企业健康发展提供了稳定助力。

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 3 家发行企业的主体长期信用进行了跟踪评级分析。

其中陕西国德电气制造有限公司保持了良好的发展势头，营业收入及利润规模稳步增长，联合资信维持其主体长期信用等级和评级展望不变；中兴林产有限公司（以下简称“中兴林产”）受子公司股权转让影响，经营规模显著下滑，2014 年起收入及利润规模将明显下降，整体抗风险能力有所弱化；杨凌本香农业产业集团有限公司（以下简称“杨凌本香”）受猪肉养殖行业景气度下滑影响，2014 年出现亏损，短期支付压力增大。联合资信将中兴林产主体长期信用等级由 BBB 调整为 BBB⁻，评级展望为稳定；维持杨凌本香主体长期信用等级 BBB⁻，评级展望由稳定调整为负面。

表 2 本期集合票据发行企业主体长期信用

集合票据发行企业	上次评级结果	跟踪评级结果
陕西中兴林产有限责任公司	BBB/稳定	BBB ⁻ /稳定
陕西国德电气制造有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
杨凌本香农业产业集团有限公司	BBB/稳定	BBB ⁻ /负面

资料来源：联合资信整理

1. 陕西中兴林产有限责任公司

(1) 主体概况

陕西中兴林产有限责任公司（以下简称“中兴林产”）于 1999 年由刘忠新、吴宝荣投资设立，初始注册资本人民币 3000 万元，其中，刘忠新出资 2600 万元、吴宝荣出资 400 万元。经增资扩股、股权转让，截至 2014 年 3 月底，中

兴林产注册资本 12500 万元，其中，刘忠新持股 69.24%，其他 28 法人及自然人持股 30.76%，中兴林产实际控制人为刘忠新。

2013 年 9 月，中兴林产将其持有的陕西中兴林产科技有限责任公司（以下简称“林产科技”）的股权全部转让，从转让之日起，林产科技不再纳入中兴林产的合并范围。2014 年 1 月 24 日，林产科技在新三板上市，股票代码：430551，股票名称“林产科技”。

中兴林产经营范围：经营本公司自产产品及技术的出口业务和本企业所需要的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进口业务；但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；人造板、粘合剂胶的生产、销售；家具、农林土特产品、钢材、建材、装饰装潢材料、工艺品、五金交电产品的销售；经济林种植等业务。

截至 2014 年 3 月底，中兴林产下设人力资源部、公司办公室、安全保卫部、销售部、质保部、生产技术部、供应部、财务部等部门。

截至 2013 年底，中兴林产合并资产总额为 96030.11 万元，所有者权益合计为 47197.14 万元。2013 年，中兴林产实现营业收入 48924.49 万元，利润总额 4640.42 万元。

截至 2014 年 3 月底，中兴林产资产总额为 86302.58 万元，所有者权益合计为 37644.46 万元。2014 年 1~3 月，中兴林产实现营业收入 5987.60 万元，利润总额 447.33 万元。

中兴林产注册地址：西安市经济技术开发区泾河工业园泾渭八路；法定代表人：刘忠新。

(2) 管理分析

跟踪期内，中兴林产在管理体系和管理人员方面无重大变化。

(3) 经营分析

经营概况

中兴林产是以果树的修剪枝、小径材、枝桠材和林区采伐剩余物为原料生产中（高）密

度纤维板的林产工业企业。

2013 年，中兴林产实现营业收入 48924.49 万元，较上年下降 11.11%，中（高）密度纤维板对收入的贡献为 99.84%，纤维板边角料收入占比为 0.16%，2014 年 1~3 月，中兴林产实现营业收入 5969.60 万元，为 2013 年全年的 12.22%，占比很低，同比下降 48.34%，主要是中兴林产转让原子公司陕西中兴林产科技有限责任公司（以下简称“林产科技”）全部股权，不再将其纳入合并范围所致。

表 3 中兴林产近三年收入及毛利率情况

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
收入(万元)				
中高密度纤维板	50416.11	54874.87	48843.96	5969.45
其他	60.41	164.70	80.53	18.15
合计	50476.52	55039.57	48924.49	5987.60
毛利率(%)				
中高密度纤维板	16.23	17.23	14.52	16.05

资料来源：中兴林产提供

从毛利率水平看，2013 年纤维板毛利率 14.52%，较 2012 年下降 2.71 个百分点，主要是受纤维板行业整体景气度下滑影响。2014 年 1~3 月，中兴林产实现纤维板毛利率 16.05%，较 2013 年有所回升。

原材料采购

中兴林产主要原料为次小薪材、甲醛、尿素、石蜡等。次小薪材是农业生产“三剩物”，直接向农户收购，主要为陕西省地区的苹果树修剪枝及淘汰更新的果树。

表 4 中兴林产原材料采购情况

主要原材料		采购量(吨)		采购价格(元/吨)	
名称	占成本比重(%)	2012 年	2013 年	2012 年	2013 年
次小薪材	45.65	655790	539740	345.26	352.99
甲醛	8.73	37657	32532	1094.95	1119.82
尿素	10.90	26296	23262	2183.94	1955.74
石蜡	2.57	1529	1363	8246.17	7867.05

资料来源：中兴林产提供

从采购量上看，由于林产科技自 2013 年 9 月起不纳入中兴林产的合并范围，故中兴林产原材料采购量也相应下降；从采购价格上看，次小薪材、甲醛有所上升，尿素、石蜡有所下降。

原材料中的甲醛、尿素、石蜡主要通过陕西地区的甲醛厂、农资公司和化工公司购进，供应充分，价格主要依据市场变化而调整，中兴林产对该部分原料采用货到付款的方式，议价能力一般。

表 5 2013 年中兴林产前五大供应商

次小薪材			甲醛		
供应商名称	金额(万元)	占比(%)	供应商名称	金额(万元)	占比(%)
刘志勇	987.45	5.18	高陵秦兴化工公司	843.36	23.15
赵西海	859.25	4.51	三原宏福化工有限公司	808.54	22.19
问李军	805.69	4.23	宝鸡久淳化工有限责任公司	764.44	20.98
龙江	679.34	3.57	宝鸡欣泉化工公司	622.07	17.08
李西建	536.80	2.82	渭南高新宏福化公司	431.22	11.84
尿素			石蜡		
供应商名称	金额(万元)	占比(%)	供应商名称	金额(万元)	占比(%)
陕西绿地农资有限公司	2689.19	73.82	陕西中实源化工有限公司	587.02	54.75
西安金谷农资连锁有限公司	309.25	8.49	陕西城辉化工公司	485.26	45.25
陕西农科化肥有限公司	280.94	7.71			

中国石油陕西西安销售分公司	147.75	4.06			
咸阳天洋农业生产资料有限公司	106.84	2.93			

数据来源：中兴林产提供

从供应商集中度上看，2013年，次小薪材、甲醛、尿素、石蜡前五大供应商分别占各原材料采购金额的20.31%、95.24%、97.01%和100%。与2012年相比，次小薪材、甲醛的前五大供应商集中度有所下降，尿素、石蜡的集中度有所上升，整体变化不大。

生产经营

中兴林产自身拥有德国引进年产20万立方米生产线一条，2013年9月，中兴林产将其持有的林产科技的股权全部转让。截至2013年底，中兴林产纤维板的年产能20万立方米。

中兴林产销售方式分直销和分销两种方式，通过与各经销商及直销商合作销售产品。

2013年，中（高）密度纤维板产量为33.02万立方米，较2012年下降12.02%；销售额48843.96万元，同比下降10.99%，主要是由于林产科技自2013年9月起不再纳入中兴林产合并范围所致。2013年中兴林产产销率为99.15%，处于较高水平。销售价格方面，较2012年小幅增长；2014年一季度，产能利用率为72.40%，产能利用率较低主要是受春节影响；产销率为94.48%，仍处于较好水平；销售价格与2013年平均价格基本持平。

表6 中（高）密度纤维板的产销情况

产品	2012年	2013年	14年1~3月
产能（万立方米）	42	36.5	5
产量（万立方米）	37.53	33.02	3.62
销量（万立方米）	37	32.74	3.42
平均价格（含税）	1735.23	1745.49	1745.45
销售额（万元）	54874.87	48843.96	5969.45

数据来源：公司提供

总体看，跟踪期内，中兴林产生产经营较稳定，受子公司林产科技股权转让影响，公司经营规模大幅下滑，2014年收入、利润规模将

明显下降，对其偿债能力带来一定的不利影响。

未来发展

中兴林产计划于2015年3月将现有纤维板生产线改造为房屋建筑结构板生产线，以规避与关联公司林产科技的同业竞争问题。该生产线改造项目预计总投资约1.5亿元，改造时间约3个月。

（4）财务分析

中兴林产提供的2012年财务报表已经陕西普美恒真会计师事务所审计，并出具了标准无保留的审计意见；2013年财务报表已经陕西普美恒真会计师事务所审计，并出具了标准无保留的审计意见；中兴林产提供的2014年度一季度财务数据未经审计。2013年9月，中兴林产转让控股子公司林产科技的全部股权，不再纳入合并范围，对中兴林产财务报表可比性影响很大，以下财务分析以2013年为主。

截至2013年底，中兴林产合并资产总额为96030.11万元，所有者权益合计为47197.14万元；2013年，中兴林产实现营业收入48924.49万元，利润总额4640.42万元。

截至2014年3月底，中兴林产资产总额为86302.58万元，所有者权益合计为37644.46万元。2014年1~3月，中兴林产实现营业收入5987.60万元，利润总额447.33万元。

盈利能力

2013年，受转让林产科技股权影响，中兴林产实现营业收入48924.49万元，较2012年下降11.11%；营业利润率为14.09%，较2012年下降2.61个百分点；期间费用占营业收入的比例为8.33%，较2012年下降2.19个百分点，费用控制水平较好。

营业外收入主要为增值税退税收入（根据

财政部、国家税务总局《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》(财税(2011)115号)以及财政部、国家税务总局《关于以农林剩余物为原料的综合利用产品增值税政策的通知》(财税(2009)148号)文件,中兴林产利用三剩物、次小薪材生产的纤维板销售缴纳的增值税先征后返)、政府补助和递延收益(中兴林产收到的循环经济和资源节约重大示范项目拨款、基础设施及环保设备补助款,将其计入递延收益,并按生产线折旧年限分期计入营业外收入),仍是中兴林产利润的重要组成部分,2013年中兴林产取得营业外收入2000.44万元,较2012年下降10.90%,主要是当年收到的增值税退税收入减少所致。

从盈利指标看,2013年,中兴林产总资产收益率、净资产收益率分别为6.59%和9.81%,较2012年有所下降。

2014年1~3月,中兴林产实现营业收入5987.60万元,利润总额447.33万元;同期,营业利润率为16.22%,较2013年全年有所提高。

跟踪期内,受合并范围变化影响,中兴林产收入和利润规模小幅下降,增值税退税收入对其获利水平影响较大。考虑到中兴林产转让林产科技股权之前,林产科技产能占中兴林产合并口径产能的一半以上,不考虑其他因素的影响,2014年中兴林产收入和利润规模将大幅下降。

现金流

经营活动方面,中兴林产销售商品、提供劳务收到的现金与收入同步波动,2013年为55557.50万元,较2012年下降14.55%;经营活动产生的现金流量净额为6599.14万元。2013年,中兴林产现金收入比为113.56%,中兴林产现金实现质量较好。

中兴林产投资活动现金流以购建固定资产、无形资产所支付的现金为主,2013年,中兴林产投资活动产生的现金净流出量为4481.07万元,投资规模较2012年有所增长。

筹资活动方面,2013年中兴林产筹资活动产生的现金流入主要是银行借款、发行中小企业集合票据,现金流出主要是偿还银行借款、信托贷款和偿付利息。2013年筹资活动产生的现金净流量为3621.48万元。

2014年1~3月,中兴林产经营活动产生的现金流量净额为1728.20万元;投资性现金流量净额为-2338.71万元,全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金;筹资活动现金流表现为净流出,主要是支付股利10438.74万元。

跟踪期内,中兴林产经营活动保持良好的获现能力,基本可以覆盖其投资需求,融资压力较小。

资本及债务结构

资产质量

截至2013年底,中兴林产资产总额为96030.11万元,同比增长6.09%,从构成看,流动资产占73.02%,非流动资产占26.98%,流动资产占比较2012年底的44.71%提高28.31个百分点,资产结构变化较大。

2013年底,中兴林产流动资产为70121.30万元,较2012年底增长73.28%,主要来自其他应收款的大幅增长。从构成看,以货币资金(占21.57%)、其他应收款(占57.35%)和存货(占9.46%)为主。

截至2013年底,中兴林产货币资金15125.26万元,较2012年底增长61.15%,主要来自于银行存款的增长,从构成看,现金占0.55%,银行存款占99.45%。

截至2013年底,中兴林产其他应收款为40215.16万元,较2012年底大幅增长898.71%,主要是应收林产科技股权转让款21100.85万元,林产科技欠款14074.78万元等;其中账龄在1年以内的占99.54%,账龄较短;中兴林产按账龄组合计提坏账准备,共计提392.73万元,计提比例0.98%,计提比例尚可。

截至2013年底,中兴林产存货6633.15万元,同比下降50.51%,构成以原材料(71.16%)

和周转材料（占 17.87%）为主，中兴林产存货未计提跌价准备。

截至 2013 年底，中兴林产非流动资产 25908.81 万元，同比下降 48.23%，主要是来自于固定资产的减少；固定资产 13447.44 万元，同比下降 67.23%，主要是由于中兴林产于 2013 年 9 月将控股子公司林产科技的股权全部转让，合并范围变化导致。

截至 2014 年 3 月底，中兴林产资产总额 86302.58 万元，较 2013 年底下降 10.13%，从构成看，流动资产占 68.57%，非流动资产占 31.43%，流动资产占比较 2013 年底下降 4.45 个百分点。2014 年 3 月底，中兴林产货币资金 4076.01 万元，较 2013 年底大幅下降 73.05%，主要是由于中兴林产对股东利润分配 1.00 亿元所致。

跟踪期内，受转让控股子公司林产科技股权的影响，中兴林产资产规模有所波动，资产结构变化较大，流动资产占比大幅提高，固定资产规模大幅下降。

负债及所有者权益

截至 2013 年底，中兴林产所有者权益为 47197.14 万元，较 2012 年增长 10.88%，主要来自于未分配利润的增加；从构成看，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 26.48%、12.30%、10.05%和 51.16%。中兴林产所有者权益稳定性较弱。

截至 2014 年 3 月底，中兴林产所有者权益合计 37644.46 万元，较 2013 年底下降 20.24%，主要来自于中兴林产对股东分配利润 1.00 亿元所致。

截至 2013 年底，中兴林产负债合计 48832.98 万元，较 2012 年底增长 1.84%，其中，流动负债占 8.87%，非流动负债占 91.13%；流动负债占比较 2012 年的 53.22%大幅下降 44.35 个百分点。截至 2013 年底，中兴林产流动负债 4332.85 万元，同比下降 83.02%，主要来自于短期借款、一年内到期非流动负债的减少。

截至 2013 年底，中兴林产非流动负债为

44500.13 万元，较 2012 年底增长 98.39%，主要为长期借款。截至 2013 年底，长期借款 44000.00 万元，主要为中小企业集合票据 12000 万元（考虑到该笔票据将于一年内到期，本报告将其调整至短期债务），项目贷款 25000.00 万元及中长期流动资金贷款 7000.00 万元。

截至 2013 年底，中兴林产债务总额为 44000.00 万元，其中，短期债务 12000.00 万元，为中兴林产于 2011 年参与发行的中小企业集合票据；长期债务 32000.00 万元，主要为项目贷款 25000.00 万元和中长期流动资金贷款 7000.00 万元。

截至 2013 年底，中兴林产全部债务资本化比率和资产负债率分别为 48.25%和 50.85%，较 2012 年底分别上升 0.44 个百分点和下降 2.12 个百分点。截至 2014 年 3 月底，中兴林产全部债务资本化比率和资产负债率分别为 53.89%和 56.38%。跟踪期内，中兴林产债务规模有所增长，债务负担有所加重。

偿债能力

从短期偿债能力看，受流动负债规模大幅下降影响，2013年底中兴林产流动比率和速动比率分别为1618.37%和1465.28%，较2012年底大幅提高。截至2014年3月底，上述两指标分别下降至1423.20%和1257.46%，仍处于较高水平；2013年，中兴林产经营现金流动负债比为 152.30%。考虑到公司参与发行的12000万元的中小企业集合票据将于一年内到期，应计入流动负债中，中兴林产实际短期偿债指标应低上述计算值。考虑到中兴林产将林产科技股权转让后，产能明显下降，收入及利润规模将明显下滑，并将对其偿债能力带来不利影响，中兴林产短期偿付能力一般。

从长期偿债能力看，2013年，全部债务/EBITDA有所提高，为4.33倍，EBITDA利息倍数有所下降，为3.91倍。综合考虑转让林产科技股权给中兴林产带来的不利影响，中兴林产长期偿付能力较弱。

截至2014年3月底,中兴林产无对外担保。

中兴林产与银行建立了长期的合作关系,截至2014年3月底,中兴林产共获各家银行授信额度人民币40000万元,尚未使用额度8000万元。中兴林产间接融资渠道畅通。

过往债务履约情况

根据《企业信用报告》,截至2014年5月8日,中兴林产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。

抗风险能力

基于对中兴林产自身经营和财务特点,纤维板行业发展状况的综合判断,中兴林产整体抗风险能力一般。

(5) 募集资金使用情况

中兴林产2011年12月23日参与发行“陕西省农业和科技中小企业2011年度第一期集合票据”(以下简称“11陕中小SMECN1”),期限3年,募集资金12000万元,其中用于补充采购流动资金7000万元,归还利率水平较高的陕西国际信托投资股份有限公司信托贷款5000万元。

中兴林产本期集合票据第一期和第二期利息已分别于2012年12月26日和2013年12月26日兑付。

(6) 存续期债券偿还能力分析

中兴林产2011年12月26日参与发行“陕西省农业和科技中小企业2011年度第一期集合票据”,募集资金12000万元。

2013年,中兴林产EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对中兴林产募集资金的保护倍数分别为0.85倍、4.78倍和0.55倍;经营性现金流入量对本次募集资金覆盖程度较高,EBITDA和经营活动现金净流量对“11陕中小SMECN1”覆盖程度较低。

(7) 结论

综合考虑,联合资信确定陕西中兴林产有

限责任公司主体长期信用等级由BBB调整为BBB-,评级展望为稳定。

2. 陕西国德电气制造有限公司

(1) 主体概况

陕西国德电气制造有限公司(以下简称“国德电气”)于2004年7月21日经陕西省工商行政管理局登记注册成立,并取得注册号为610000100018589的企业法人营业执照,国德电气初始注册资本300万元。后经多次变更,截至2013年底,国德电气注册资本为11000万元,较2012年底增加2000万元,由东方邦信创业投资有限公司以每元注册资本5.5元价格认缴;国德电气注册资本中,姚国旺的出资占38.18%、姚德俊占14.79%、李桂芳占4.91%、海通开元投资有限公司占3.49%、顶华通路价值创业投资(西安)企业占5.00%、上海祥禾股权投资合伙企业(有限合伙)2.73%、汇智创业投资有限公司占1.36%、东方邦信创业投资有限公司占27.27%、其他38位自然人股东合计持股2.27%。姚国旺和姚德俊为兄弟关系,李桂芳为姚国旺和姚德俊的母亲,国德电气实际控制人为姚氏兄弟。

国德电气经营范围:成套输变电设备、高低压开关柜、机电设备、机械设备的加工、制造、销售及修理(专控除外);锻造、铸造件的加工、油漆、电镀;金属材料、电动仪器及器械;焊接器材、焊接设备及零配件、五金交电产品、仪器仪表、电线电缆、通讯器材(专控除外)的销售;金属切割;各类商品和技术的进出口业务(但国家限定公司经营或禁止进出口的产品及技术除外)。

截至2014年3月底,国德电气内设人力资源部、制造部、设备部、技术部、质量保证部和财务部等8个职能部门。

截至2013年底,国德电气(合并)资产总额12.40亿元,所有者权益5.74亿元。2013年,国德电气实现营业收入2.81亿元,利润总额0.66亿元。

截至2014年3月底,国德电气(合并)资产

总额12.85亿元，所有者权益5.85亿元。2014年1~3月，国德电气实现营业收入0.58亿元，利润总额0.13亿元。

国德电气注册地址：西安市高新技术产业开发区丈八二路19号；法定代表人：姚国旺。

（2）管理分析

跟踪期内，国德电气无管理体制、股权变更、领导变动或管理制度方面的变化。

（3）经营分析

经营概况

国德电气是一家生产制造高压开关电器罐体的专业厂家，产品几乎全部为高压开关行业配套。国德电气目前已成为西安西开高压电气股份有限公司、河南平高电气集团、河南平高东芝高压开关股份有限公司（以下简称“河南平高东芝”）、苏州AREVA、厦门ABB、山东鲁能NE POWER、上海西门子等国内外高压开关知名大企业铝合金罐体、钢罐体、导体及精密零部件的长期重点供应商。2012年起，国德电气为中国北车长春轨道客车股份有限公司（以下简称“长客公司”）和中国北车唐山轨道客车有限责任公司（以下简称“唐车公司”）研发、生产轨道列车转向架联系枕梁组成等产品。

2013年国德电气实现主营业务收入2.81亿元，同比增长7.46%。从国德电气整体毛利率水平看（由于国德电气产品为非标准化产品，需根据下游客户提供的图纸进行生产，产品种类高达上千种，产品个体工艺、成本差异都很大，大多数是单件生产，因而不能分产品进行毛利率分析），2013年，国德电气毛利率为44.08%，较2012年提高3.08个百分点。

2014年1~3月，国德电气实现主营业务收入0.58亿元，同比增长9.30%，实现毛利率为42.95%，同比下降3.70个百分点。

原材料采购

国德电气生产所需原材料主要为铝板、铝

棒、铝管、法兰及相关配件，其中铝板、铝管、铝棒等铝材所占比重较大。由于中国是铝材生产大国和出口大国，铝材供应十分丰富，国德电气可选择的上游企业较多。国德电气原材料需求量较大，与主要供应商已建立长期稳定的供需关系，因此原材料采购具有较强的保障，能够满足国德电气的生产计划。

采购价格方面，国德电气主要原材料采购价格跟随订单所需型号变动。2013年，铝板、铝棒、铝管等采购价格均呈不同幅度上升，主要是2013年订单原材料所需型号与往年不同，相应采购价格也与往年差别较大，与市场价格走势关联度不高；其中法兰价格提升幅度最大，为142.99%，钢材价格上涨23.29%。

表7 国德电气2013年主要原材料采购情况

主要原材料	采购量 (公斤)	采购金额 (元)	平均价 (元/公斤)	价格变动 (%)
铝板	1556588.58	29823032.39	19.16	4.24
铝棒	1708252.00	28356950.66	17.00	11.18
铝管	358834.82	8192761.97	23.00	6.68
法兰 (个)	5735.00	6157676.89	1074.00	142.99
钢材	2038026.53	12809363.36	6.30	23.29

资料来源：国德电气提供

生产经营

国德电气是一家专业生产制造GIS（气体绝缘金属封闭开关设备）、GCB（SF₆高压开关断路器）铝合金罐体、钢罐体、导体及精密零部件的高新技术企业。国德电气生产的主要产品为：126kV以上电压等级的气体绝缘封闭式组合电器(GIS)和SF₆高压断路器(GCB)用各类铝、钢焊接罐体（铝合金罐体占量90%以上）、导体等精密加工件。

国德电气采取定单生产，以销定产，跟踪期内，国德电气各类产品产量均大幅提升；2013年共生产各类壳体、罐体、筒体共计68315余件，复杂铜、铝合金导体（含铜、铝合金铸件导体）等导体类共计7074余件，焊装、屏蔽类、法兰

及其他组件共计13798余件。2014年1~3月,国德电气生产各类壳体、罐体、筒体共计64785余件,导体类共计2742余件,焊装、屏蔽类、法兰及其他组件共计5493余件。

2012年初,国德电气完成CRH3和CRH3A型动车组转向架联系枕梁技术准备;2012年中,先后与长客公司、唐车公司签订CRH3A型联系枕梁供货合同,年内完成产品检验及型式试验;2013年1月,国德电气完成CRH3型联系枕梁的研制、完善相应的铸造、焊接、机加工、压力、气密等工艺;2013年,国德电气先后完成对长客公司、唐车公司共计16件CRH3A型联系枕梁的批量交付,实现收入152万元;2014年1~3月,国德电气与长客公司签订CRH3型联系枕梁240件及CRH3A型联系枕梁13件合同,截至2014年3月底两个型号分别完成40件、7件的交付,分别实现收入423.08万元、56.84万元,预计该订单总收入可超过2000万元。

目前国德电气在建项目主要为渭南工厂高压开关设备核心组件生产项目,该项目在渭南市渭北产业园区征地356.55亩,新建罐体联合厂房、铸件厂房、导体联合厂房、综合站房、大门等,项目总投资8.38亿元,截止2014年3月末已累计投资5.73亿元,基地主要设备已经定型;罐体焊接车间厂房已完工,土建及水电安装已结束,设备基础已完成,部分设备安装到位,联动试车完成;铸造车间已竣工,目前已正式投产,填补铝铸件空白,生产高铁列车铝合金枕梁;机加车间的厂房土建及钢结构已完工,土方工程已结束,目前正在进行设备基础及地面工程;综合站房,土方建设已完工,水电供应配套设施正在进行中。

目前国德电气枕梁产品不含税单价为8.12万元/根,结合国德渭南工厂产能情况,据国德电气保守估计,2014年高铁列车枕梁产品销售量约为870根、实现收入约0.7亿元,渭南厂区新建的高压变电器钢壳体和相关铝铸件壳体及配件产线新增收入约7000万元,渭南厂区2014年全年将合计实现收入1.4亿元以上,推动国德

电气整体收入规模的提升。

产品销售

国德电气属于高新技术企业,其用户主要为国内外著名高压开关制造企业,其作为协作制造方,其资格已经用户严格考查认定,并形成长期协作关系,所以销售对象相对稳定。目前,国内最大的三家高压开关制造企业为“西安西开、河南平高、沈阳沈开”,国德电气与河南平高、西安西开两家公司有着非常密切的合作关系,是其主要罐体供应商。同时,国德电气与业内其他知名企业也保持良好的合作关系。

2013年,国德电气前五大销售客户销售收入合计2.68亿元,同比增长8.58%,占当期销售总额比重为95.00%,对大客户仍保持较高的依赖性。

跟踪期内,国德电气销售模式未发生变化。由于国德电气产品主要提供给国内主要高端高压开关生产企业,因而国德电气未设立分销渠道,销售全部由国德电气本部销售人员直接面对下游厂家。

跟踪期内,国德电气货款回款方式无较大变化,由于下游客户多为河南平高电气股份有限公司(以下简称“河南平高电气”)、河南平高东芝、上海西门子等国内外高压开关知名大企业,国德电气在话语权方面相对处于弱势,因而对下游客户采取的是欠款式销售、滚动结款,2013年底应收账款余额15018.67万元,仍保持较大规模。考虑到下游客户都是固定合作的老客户,且规模较大、效益较好,因而不能收回的风险较小。

未来发展

作为高压开关主要零部件供应商,国德电气发展战略为:围绕输配电领域,以高新技术产品为龙头,通过产业、产品的调整,全面提升企业的核心竞争力,使国德电气在市场的引导下做优、做强、做大,将国德电气建成国际

一流的高压开关设备核心组件大型企业，逐步达到产品性能世界一流，生产技术世界一流，经营管理世界一流，员工素质世界一流。为实现这一发展战略，国德电气已实施渭南工厂高压开关设备核心组件生产项目。

渭南工厂建成后，国德电气同时拥有铝罐体焊接、钢罐体焊接、铝铸件生产、精密导体生产、高铁联系枕梁生产等业务，向上游延伸了产业链，产品水平有望达到国际同类产品先进水平，形成规模效应和品牌效益，有助于提高产品的市场占有率，使国德电气在国内外市场竞争中处于有利地位。

总体看，国德电气未来投资规模适宜，投资项目建成达产后将有效提升国德电气竞争力。

经营效率

2013年国德电气销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数均有所下降，分别为0.88次、1.26次、0.13次。总体看，国德电气整体经营效率较低。

(4) 财务分析

国德电气提供的2012~2013年财务数据经由晋美恒真会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留的审计意见；2014年一季度财务数据未经审计。

盈利能力

2013年，国德电气实现营业收入2.81亿元，同比增长7.46%。2013年国德电气营业利润率为43.11%，同比小幅上升3.08个百分点。

2013年，国德电气期间费用占营业收入的比重为20.54%，同比继续保持增长趋势并维持在较高水平，国德电气费用控制能力有待提高。

2013年，国德电气毛利率上升，致使全年实现利润总额0.66亿元，同比增长17.44%。

从盈利指标看，2013年，国德电气总资本收益率和净资产收益率分别为6.40%和9.80%，同比分别上升0.13个百分点、下降1.84个百分

点，国德电气整体盈利能力仍处于行业较高水平。

2014年1~3月，国德电气实现营业收入0.58亿元，同比增长9.30%，利润总额0.13亿元，同比下降2.66%；营业利润率43.00%，与2013年基本持平。

总体看，跟踪期内，国德电气收入小幅增长，盈利能力仍处于行业较高水平。

现金流及保障

经营活动方面，2013年，国德电气销售商品、提供劳务收到的现金3.47亿元；经营活动产生的现金流量净额1.19亿元，较2012年增加0.90亿元，国德电气经营活动获现能力有较大幅度提升。2013年国德电气现金收入比为123.28%，国德电气收入实现质量较好。

投资活动方面，国德电气为扩大生产规模，跟踪期内保持较大的项目投资支出。2013年，国德电气投资活动现金净流出1.79亿元，国德电气经营活动产生的现金流不能满足投资活动对资金的需求。

筹资活动方面，2013年，国德电气筹资活动产生的现金流入主要是银行借款和中小企业私募债券“13国德01”（国德电气将其计入取得借款收到的现金）3.02亿元，吸收投资收到的现金1.10亿元主要是收到东方邦信投资有限公司股权投资，收到其他与筹资活动有关的现金1.47亿元为通过发行中小企业私募债券“13国德01”1.50亿元（剔除300万元承销佣金），现金流出主要是偿还债务。国德电气通过筹资活动来满足投资需求，2013年筹资活动产生的现金流量净额1.70亿元。

2014年1~3月，国德电气经营活动、筹资活动分别产生现金流量净额-0.39亿元、0.44亿元，投资活动未产生现金流。

总体看，跟踪期内，国德电气经营活动产生的现金流量净额有所提升，但国德电气仍保持较大规模的投资支出，经营活动产生的现金流不能满足投资活动对资金的需求，存在一定

对外融资需求。

资本及债务结构

资产质量

2013年，国德电气资产总额12.40亿元，同比增长25.87%，主要是货币资金和在建工程增长所致。从资产构成来看，截至2013年底，流动资产占41.33%，非流动资产占58.67%，国德电气资产仍以非流动资产为主。

截至2013年底，国德电气流动资产5.13亿元，同比增长23.16%，主要由货币资金（占40.05%）和应收账款（占29.30%）构成。

截至2013年底，国德电气货币资金2.05亿元，较2012年底大幅增长117.39%，主要包括银行存款1.51亿元、银行保证金户存款0.44亿元及定期存单0.10亿元；国德电气使用受限的货币资金为5405.48亿元。

截至2013年底，国德电气应收账款余额1.50亿元（其中99.09%为1年以内到期，账龄短），同比下降10.62%，主要为应收河南平高东芝、河南平高电气等客户的货款。

截至2013年底，国德电气其他应收款0.35亿元，其中0.17亿元为应收姚国旺往来款。

截至2013年底，国德电气存货0.59亿元，其中原材料0.21亿元（占36.06%），产成品0.23亿元（占39.63%），生产成本0.12亿元（占20.82%）；国德电气未计提存货跌价准备。

截至2013年底，国德电气非流动资产7.28亿元，同比增长27.84%，主要由固定资产（占15.74%）和在建工程（占81.16%）构成。

截至2013年底，国德电气固定资产原值2.05亿元，主要为房屋建筑物（占42.92%）和机器设备（占49.90%），累计折旧0.90亿元，国德电气固定资产净值1.15亿元，同比下降21.89%，主要系机器设备处置所致。

截至2013年底，国德电气在建工程5.91亿元，同比增长47.97%，主要是渭南工厂项目施工进度加快，预付工程款转入在建工程，渭南项目在建工程期末账面价值5.73亿元。

截至2014年3月底，国德电气资产总额12.85亿元，较2013年底略有上升，其中流动资产占比略升至43.48%，主要是存货增长所致。

总体来看，跟踪期内，国德电气资产结构变化不大，流动资产以货币资金及应收账款为主，在建工程规模大；国德电气资产质量尚可。

负债及所有者权益

2013年，国德电气所有者权益5.74亿元，同比增长40.77%，主要是资本溢价0.90亿元所致；其中实收资本占19.17%，资本公积占31.28%，未分配利润占45.36%。截至2014年3月底，国德电气所有权权益5.85亿元，较2013年底增长1.96%。

2013年10月23日，国德电气注册资本由人民币9000万元增加至11000万元，新增注册资本2000万元，由东方邦信创业投资有限公司以每元注册资本人民币5.5元的价格认缴（其中2000万元为认缴注册资本，9000万元为资本溢价）。

总体看，跟踪期内，得益于股本溢价和未分配利润的增长，国德电气所有者权益保持增长；但国德电气所有者权益主要构成仍为未分配利润，稳定性有待提高。

2013年底，国德电气负债总额6.66亿元，同比增长15.35%，其中非流动负债占比提升至50.15%，主要是国德电气于2013年12月27日发行中小企业私募债券“13国德01”1.50亿元所致。国德电气流动负债以短期借款（占46.95%）、应付票据（占23.80%）和其他应付款（占15.72%）为主，其中短期借款同比下降30.22%；非流动负债主要由长期借款（占40.99%）和应付债券（占56.85%）为主。截至2014年3月底，国德电气负债总额7.00亿元，较2013年底增长4.99%，主要是短期借款增长所致。

截至2013年底，国德电气全部债务合计5.69亿元，较2012年底增长14.57%，其中短期债务占比下降至41.29%；截至2014年3月底，国德电气全部债务合计6.62亿元，较2013年底增长16.30%，其中短期债务占比回升至52.34%。

因渭南工厂项目投资需要，国德电气债务

规模上升,但由于所有者权益的大幅增长,2013年底,国德电气资产负债率和全部债务资本化比率较2012年底均有所下降,分别为53.73%和49.79%,2014年3月底分别回升至54.46%和53.08%;伴随跟踪期内短期债务占比的下滑与回升,国德电气长期债务资本化比率先升后降,2013年底与2014年3月底分别为36.80%与35.03%。

总体看,跟踪期内,国德电气债务规模上升,但受权益规模增长的影响,债务负担下降,债务结构有待改善。

偿债能力

从短期偿债指标看,2013年,国德电气流动比率和速动比率分别为154.31%和136.61%,同比有所提升;2014年3月底,上述两指标分别为145.43%和121.84%;2013年,国德电气经营现金流动负债比为35.91%,较2012年增加28.22个百分点。国德电气短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看,2013年,国德电气全部债务/EBITDA指标值和EBITDA利息倍数分别为5.75倍和5.84倍,国德电气长期偿债能力一般。

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:G10610113004119006),截至2014年4月25日,国德电气无未结清的不良信贷信息记录,有一笔已结清的关注类贷款记录,系2008年一笔交通银行1000万元贷款,逾期原因是银行自动扣款不及时,交通银行已经对此做出正式说明。总体来看,国德电气过往债务履约情况良好。

抗风险能力

基于对国德电气自身经营和财务特点,输配电及控制设备制造行业发展状况的综合判断,国德电气整体抗风险能力一般。

(5) 募集资金使用情况

国德电气2011年12月26日参与发行“陕西省农业和科技中小企业2011年度第一期集合票据”,期限3年,募集资金4000万元,用于补充营运资金。截至2013年3月底,募集资金已全部按计划投入使用。

(6) 存续期债券偿还能力分析

以2013年财务数据为基础,国德电气现金类资产、EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续债券的保护倍数分别为5.17倍、2.48倍、8.80倍和2.98倍,覆盖程度较高。

(7) 结论

综合考虑,联合资信维持国德电气BBB的主体长期信用等级,评级展望为稳定。

3. 杨凌本香农业产业集团有限公司

(1) 主体概况

杨凌本香农业产业集团有限公司(以下简称“杨凌本香”)原名杨凌格润尔食品有限公司,于2001年5月由燕君芳、高展河、丁素芳投资成立,初始注册资本为人民币50万元。截至2014年3月底,杨凌本香注册资本3583.52万元,股东及持股比例为:燕君芳出资1689.96万元,持股47.16%;高展河出资884.62万元,持股24.68%;金河投资出资439.17万元,持股12.26%;卓锋资本出资483.77万元,持股13.50%;田战军出资86.00万元,持股2.40%。股东燕君芳与高展河为夫妻关系,杨凌本香实际控制人是燕君芳。

跟踪期内,杨凌本香经营范围,职能部门设置未发生变化。

截至2013年底,杨凌本香(合并)资产总额为7.15亿元,所有者权益合计为2.31亿元;2013年杨凌本香实现营业收入2.57亿元,利润总额0.46亿元。

截至2014年3月底,杨凌本香(合并)资产总额为7.31亿元,所有者权益合计为2.32亿

元；2014 年 1~3 月，杨凌本香实现营业收入 0.68 亿元，利润总额 151.54 万元。

杨凌本香注册地址：陕西杨凌示范区常青路北段路西；杨凌本香法定代表人：燕君芳。

（2）管理分析

跟踪期内，杨凌本香在管理体制、股权结构、领导层或管理制度方面无变化。

经营概况

随着杨凌本香凤县、洛川两个年出栏 10 万头商品仔猪繁育养殖基地建成和产能利用率的提高，杨凌本香 2013 年仔猪出栏量达到 23.55 万头，较上年增长 148.37%，肥猪出栏量达到

11.11 万头，较上年增长 220.83%。虽然出栏量大幅增长，但跟踪期内猪价的下落对于杨凌本香的收入增速构成一定负面影响，2013 年，杨凌本香实现营业收入 2.57 亿元，较 2012 年增长 39.67%。

从杨凌本香收入构成上看，由于饲料产量和外销量的提高，饲料收入占杨凌本香营业收入的比重略有提高，但占比仍相对较低；生猪业务占比稳定，维持在 58%左右；猪肉及猪肉制品占比略有下降，但仍保持在 38%以上。

2014 年 1~3 月，杨凌本香实现营业收入 0.68 亿元，为 2013 年全年的 26.46%，收入构成保持稳定。

表 8 杨凌本香营业收入构成情况（万元/%）

项目	营业收入（万元）				占比（%）			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
饲料	787	595	952	231	5.19%	3.23%	3.71%	3.38%
生猪	8554	10685	14860	4205	56.40%	57.94%	57.91%	61.33%
猪肉、猪肉制品	5827	7161	9848	2411	38.42%	38.83%	38.38%	35.29%
合计	15168	18441	25660	6847	100.00%	100.00%	100%	100%

资料来源：杨凌本香提供

表 9 杨凌本香销售毛利率情况（%）

项目	毛利率（%）			
	2010 年	2011 年	2013 年	2014 年 1~3 月
饲料	11.44%	12.77%	14.85%	22.51%
生猪	29.02%	32.98%	32.86%	-9.83%
猪肉、猪肉制品	9.66%	23.36%	17.60%	18.25%
合计	20.67%	28.59%	26.34%	1.17%

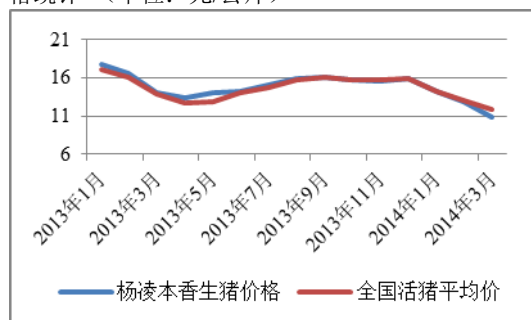
资料来源：杨凌本香提供

从毛利率上看，2013 年中国生猪价格低迷，加上养殖成本不断上升，杨凌本香综合毛利率下降为 26.34%。2013 年，杨凌本香生猪业务毛利率为 32.86%，较上年下降幅度不大，主要是受益于：1）杨凌本香饲料自给率较高，一定程度上增强了杨凌本香应对饲料成本上涨和猪肉价格下跌的压力；2）跟踪期内杨凌本香各猪场

猪群达到设计产能，单位固定成本降低；3）杨凌本香销售渠道中包含集团客户以及实体店零售渠道，对价格有所支撑；4）杨凌本香全年平均价略高于全国平均价（约为 0.5 元/公斤）。2014 年 1~3 月，中国猪肉价格继续大幅下跌，往年春节高点也没有出现，猪肉价格降至养猪行业成本点以下，杨凌本香综合毛利率大幅下

降至 1.17%，其中生猪业务毛利率仅为-9.83%；受价格上升拉动，杨凌本香饲料外销业务毛利率一直保持增长趋势，2013 年该业务毛利率达到 14.85%；杨凌本香猪肉制品以销售高端产品为主，但由于跟踪期内高端产品进货价格、租金和人力成本的提升，以及零售价格上涨的压力，该业务毛利率下滑至 17.60%。

图 2 2013 年 1 月-2014 年 3 月杨凌本香白条猪销售价格统计（单位：元/公斤）



资料来源：杨凌本香提供、Wind 资讯

跟踪期内，为发展盈利性较好的种猪业务，杨凌本香原子公司咸阳永香农业科技有限公司（以下简称“咸阳永香”），注册资本变更为 7058.8 万元，新加入股东 PIC 公司新增出资额 560.70 万美元，按 2013 年 8 月 8 日当天折算汇率的中间价折算人民币 3459.69 万元，其中：增加注册资本人民币 3458.8 万元，占注册资本的 49%，多出人民币 8872.10 元由双方股东协议计入资本公积，杨凌本香占咸阳永香注册资本的 51%，咸阳永香变更为中外合资公司。根据咸阳永香公司章程修正案，杨凌本香对该公司生产经营不具有实质控制。其经营范围为：养殖高品质种猪，及提供现代化养殖技术服务，销售自产产品。

饲料业务

2013 年，杨凌本香饲料收入为 952 万元，较 2012 年大幅增长。跟踪期内，杨凌本香饲料产量 5.86 万吨，达到 2012 年的两倍多，且外销比例上升，因此营业收入大幅增长。2014 年 1~3 月，杨凌本香饲料实现收入 231 万元，为 2013 年全年的 24.26%。

表 10 近年杨凌本香饲料业务情况

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
总生产量（千克）	16617	22853	58562	19949
产能利用率	73%	100%	100%	85%
自给比率	88.03%	93.25%	92.35%	95%
外销比率	11.97%	6.75%	7.65%	5%

资料来源：杨凌本香提供

生猪业务

随着杨凌本香凤县、洛川两个年出栏 10 万头商品仔猪的繁育养殖基地建成并先后投资运营，杨凌本香生猪业务快速增长。杨凌本香 2013 年仔猪出栏量达到 23.55 万头，较上年增长 148.37%，肥猪出栏量达到 11.11 万头，较上年增长 220.83%。2013 年该板块实现收入 1.49 亿元，较 2012 年增长 39.25%。跟踪期内杨凌本香在商品猪养殖、生猪销售模式等方面未发生变化。

猪肉、猪肉制品业务

2013 年，杨凌本香实现猪肉、猪肉制品销量 4781 吨，较 2012 年增长 53.78%；实现收入 9848 万元，较 2012 年增长 37.52%。2014 年 1~3 月，杨凌本香该业务实现收入 2411 万元，为 2013 年全年的 24.48%，经营状况正常。

从销售方面看，杨凌本香猪肉、猪肉制品销售渠道包括大型超市、连锁专卖店（自营店、加盟店、专柜）、团购（机关、部队、学校）、农贸市场，其中，专卖店销售收入占大部分。杨凌本香连锁专卖店以加盟店为主。截至 2013 年，杨凌本香拥有本香肉食专卖店 126 家，其中自营店 11 家。

目前，肉食专卖店是杨凌本香应对生猪价格市场波动的最重要环节。目前专卖店仍然以加盟为主，杨凌本香对终端控制力较弱，不利于对于资金、产品质量、人员等方面的管理。杨凌本香下一阶段将通过在各中心城市开设旗舰店、完善连锁 ERP 系统等方式，进一步扩大经销网络和管控能力。目前生猪价格波动性较

强，但终端猪肉价格则表现出较弱的波动性，杨凌本香发展猪肉制品，有利于完善产业链，降低生猪养殖风险。

总体看，随着新基地产能的发挥，跟踪期内杨凌本香仔猪和肥猪出栏量实现较大幅度增长；杨凌本香营业收入亦实现较快提升，但由于跟踪期内猪肉价格低迷，增长幅度和盈利能力受到一定影响；杨凌本香饲料和猪肉制品业务经营正常，有利于延伸杨凌本香的产业链和降低经营风险。

杨凌本香目前的养殖成本约为 14 元/公斤。2014 年上半年，中国猪肉价格总体仍保持低迷态势，多数月份价格较 2013 继续下降，行业经

营亏损时间达到 21 周（2013 年全年为 11 周），对杨凌本香经营构成较大影响。2014 年杨凌本香经营面临较大的不确定性，市场行情的好转以及杨凌本香猪肉、猪肉制品经销网络的扩张情况对杨凌本香保持良好的经营能力和现金流至关重要。

在建项目

公司目前在建项目主要包括肉食深加工、冷库项目饲料生产线项目和志丹鼎香农业科技发展有限公司种猪项目。截至 2014 年 3 月底，上述项目已投资 0.50 亿元，2014 年 4-12 月和 2015 年还将分别投入 0.22 亿元和 0.54 亿元。

表 11 截至 2014 年 3 月底公司主要在建项目投资计划（单位：万元）

项目	总投资	资金筹措方案		截至 2014 年 3 月底已投资	2014 年 4-12 月	2015 年	项目建设概 况（请包括进 度情况）
		贷款	自筹				
肉食深加工及 冷库项目	5573		5573	4406.38	1166.62		80%
饲料生产线项 目	6947.48	3000	3947.48	514	1000	5433.48	30%
志丹鼎香农业 科技发展有限 公司项目	20420	5300	15120.36	35			5%
合计	32940.48	8300	24640.84	4955.38	2166.62	5433.48	

资料来源：公司提供

（4）财务分析

杨凌本香提供的 2012 年财务报表已经由中兴华富华会计师事务所有限责任公司审计，2013 年财务报表已经由中兴华会计师事务所审计，均出具了标准无保留的审计意见；杨凌本香提供的 2014 年度一季度财务数据未经审计。2013 年，杨凌本香吸收合并杨凌美和畜牧发展有限公司及杨凌格润尔饲料科技有限公司，并投资设立全资子公司志丹县鼎香农业科技发展有限公司；咸阳永香农业科技有限公司由杨凌本香全资子公司变为合资公司，不再纳入合并范围，对杨凌本香合并报表中固定资产、生产性生物资产和无形资产等科目有一定影响。

表 12 截至 2013 年底咸阳永香主要财务数据

单位：亿元

存货	0.23
固定资产	0.63
无形资产	0.25
生产性生物资产	0.51
资产	1.67
其他应付款	1.09
负债	3.97
实收资本	0.71
所有者权益	0.59
营业收入	0.18

资料来源：杨凌本香提供

盈利能力

2013 年，杨凌本香实现营业收入 2.57 亿元，

较2012年增长39.67%，主要是业务规模扩大所致。2013年，杨凌本香营业成本1.89亿元，较2012年增长43.18%。2013年，受猪肉价格低迷影响，杨凌本香营业利润率由上年的28.59%下降为26.34%。2014年1~3月，受猪肉价格持续下滑影响，杨凌本香营业利润率大幅下降至1.35%。

从期间费用看，2013年，杨凌本香期间费用占营业收入的比例为21.65%，较2012年小幅下降1.72个百分点，主要是财务费用下降所致，杨凌本香期间费用占收入比重较高。

2013年，杨凌本香实现投资收益518.83万元，实现营业利润1713.56万元。扣除投资收益影响，杨凌本香实际实现营业利润1194.73万元，较上年增长33.45%。杨凌本香投资收益中，权益法核算的长期股权投资收益-459.73万元，处置长期股权投资产生的投资收益369.61万元，其他为573.93万元。投资收益中573.93万元为杨凌本香以实物资产对咸阳永香公司投资中，与PIC签订投资合同时对实物资产进行评估，评估价值与杨凌本香筹建该猪场实际投资价值产生的溢价差额。

2013年，杨凌本香获得营业外收入3245.13万元，较上年增长45.65%，主要原因是政府补助大幅增加；得益于收入、投资收益和营业外收入的增长，杨凌本香2013年实现利润总额4583.79万元，较2012年增长83.51%。

表 13 2013 年政府补助明细

项 目	金额（万元）
种猪养殖补贴	71.00
储备肉贴息	279.00
洛川县人民政府养殖扶持资金	1554.00
志丹县人民政府养殖扶持资金	1000.00
永寿县人民政府养殖扶持资金	100.00
杨凌示范区企业技术奖励认定款	29.00
合 计	3033.00

资料来源：杨凌本香提供

2014年1~3月，杨凌本香实现营业收入6847.16万元，为2013年全年的26.68%；由于猪肉价格大幅下降，杨凌本香经营亏损，营业利

润为-2103.58万元，受营业外收入影响，利润总额为151.54万元。2014年一季度，公司获得营业外收入规模较大，其中延川新建猪场收到延川政府的项目扶持引导资金1790万元，其余还包括增值税减免税款收入等。

跟踪期内，杨凌本香收入稳定增长，盈利能力稳定。进入2014年，受猪肉价格大跌影响，杨凌本香经营业绩大幅下滑。

现金流及保障

2013年，杨凌本香销售商品提供劳务收到的现金2.22亿元，同比增长21.31%；收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为与农民创业示范园万头猪场等的往来款项以及收到的政府补助等；杨凌本香现金收入比为86.51%，较上年下降12.8个百分点。由于购买商品、接受劳务支付的现金的增长（主要原因是生猪存栏量增加、肉食品、饲料存货库存增加4692万元，应付账款减少2888万元），杨凌本香经营活动产生的现金流由净流入转为净流出，2013年为-4551.93万元。

从投资活动看，2013年杨凌本香投资活动现金流入量为零；投资活动现金流出主要为繁育养殖基地建设支出。截至2013年底，杨凌本香投资活动现金净流量为-4103.00万元。

2013年，杨凌本香筹资活动产生的现金流入主要为银行借款所获得的现金；筹资活动现金流出主要表现为偿还借款及利息支付；收到其他与筹资活动有关现金为非金融机构借款1.20亿元，往来款1.72亿元、支付其他与筹资活动有关现金为偿还非金融机构借款0.90亿元，往来款1.07亿元。杨凌本香筹资产生现金流量净额为0.49亿元。

2014年1~3月，杨凌本香经营活动产生的现金流量净额为-2606.46万元，投资活动产生的现金流量净额为-317.64万元，筹资活动产生的现金流量净额为3049.21万元。

总体看，跟踪期内，杨凌本香经营活动获取现金的能力下降，投资支出规模减少，对筹

资活动依赖性增强。

资本及债务结构

资产结构

截至 2013 年底,杨凌本香资产合计为 7.15 亿元,较 2012 年下降 2.72%,流动资产中的货币资金以及非流动资产中的生产性生物资产、无形资产及固定资产降幅较大。存货规模则上升明显。

截至 2013 年底,杨凌本香存货账面价值为 1.11 亿元,较上年增长 73.44%。主要是随着杨凌本香业务规模的增长,原材料和消耗性生物资产增加所致;公司未计提存货跌价准备。

截至 2013 年底,杨凌本香其他应收款 0.65 亿元,主要是当年应收投资款和保证金的增加。

截至 2013 年底,杨凌本香固定资产账面价值为 2.22 亿元,较 2012 年底下降 11.90%。主要是由于合并范围变化导致固定资产净值减少 0.63 亿元。

截至 2013 年底,杨凌本香长期股权投资为 0.40 亿元,其增长主要是由于当年咸阳永香农业科技有限公司由子公司转为合资公司。

截至 2013 年底,杨凌本香生产性生物资产账面净值 0.24 亿元,较上年大幅下降主要是由于合并范围变化导致该项资产净值减少 0.51 亿元。

截至 2013 年底,杨凌本香无形资产账面净值 0.50 亿元,较上年下降主要系合并范围变化导致无形资产账面净值减少 0.20 亿元。

截至 2014 年 3 月底,杨凌本香资产总额为 7.31 亿元,较 2013 年底小幅增长 2.24%;主要科目变动不大,杨凌本香资产仍以非流动资产为主。

总体看,跟踪期内,受合并报表变动影响,杨凌本香资产规模整体有所下降,杨凌本香资产仍以非流动资产为主。综合分析,杨凌本香资产构成符合农业企业经营需求,整体质量较好。

负债及所有者权益

截至 2013 年底,杨凌本香所有者权益为 2.31 亿元,较 2012 年增长 9.48%,主要体现为未分配利润的增长。实收资本占比较低,所有者权益结构变动不大。

截至 2014 年 3 月底,杨凌本香所有者权益合计 2.32 亿元,与上年底基本持平。

截至 2013 年底,杨凌本香负债合计 4.84 亿元,较 2012 年底下降 7.63%,主要是长期借款和应付债券(转入一年到到期的非流动负债)下降所致。

截至 2013 年底,杨凌本香流动负债为 3.95 亿元,较上年增长 42.60%,主要是一年内到期的非流动负债的增加。

截至 2013 年底,杨凌本香非流动负债为 0.89 亿元,较上年大幅减少,主要是应付账款减少所致。

截至 2013 年底杨凌本香债务总额为 3.00 亿元,较上年变动不大。从债务期限结构看,跟踪期内,因部分长期债务和应付债券进入本金还款期,杨凌本香短期债务占比大幅上升至 91.91%。

截至 2013 年底,杨凌本香全部债务资本化比率和资产负债率分别下降为 56.54% 和 67.69%;截至 2014 年 3 月底,杨凌本香全部债务资本化比率和资产负债率分别小幅上升至 56.82% 和 68.21%。跟踪期内,杨凌本香资本性支出规模不大,杨凌本香债务规模稳定,债务负担总体有所下降,但仍需关注短期债务规模的上升。

偿债能力

从短期偿债能力看,2013 年由于一年内到期非流动负债大幅增长导致杨凌本香债务结构发生改变,杨凌本香流动比率和速动比率分别由 2012 年的 77.69% 和 52.67% 下降至 63.76% 和 35.72%。2013 年,杨凌本香经营现金流动负债比为 -11.53%。截至 2014 年 3 月底,杨凌本香现金类资产为 2331.39 万元(无受限资金)。跟踪期内杨凌本香短期债务规模较大且上升较快,

短期偿债能力下滑。

杨凌本香发行的“陕西省农业和科技中小企业2011年度第一期集合票据”，期限3年，募集资金5000万元，将于2014年到期（计入一年内到期的非流动负债），综合杨凌本香目前的短期偿债指标、现金类资产及经营活动现金流入量规模，2014年杨凌本香对于全部短期债务，包括陕西省农业和科技中小企业2011年度第一期集合票据的偿还面临一定压力。2014年国家开发银行新增对杨凌本香授信额度约2400万元、杨凌本香作为农业生产企业，在项目贷款、利息偿还方面得到国家和各级政府的支持力度大，可能在一定程度上缓解杨凌本香短期偿债压力。

从长期偿债能力看，跟踪期内，受利润规模上升影响，杨凌本香EBITDA保持较快增长，2013年为5481.99万元；杨凌本香全部债务/EBITDA由上年的7.68倍下降为5.48倍，EBITDA利息倍数由2012年的2.68倍上升为6.10倍。综合看，跟踪期内杨凌本香长期偿债能力有所提升。

截至2014年3月底，杨凌本香无对外担保。

杨凌本香与银行建立了长期的合作关系，截至2014年3月底，杨凌本香共获各家银行授信额度人民币3.33亿元，尚未使用额度0.6亿元。

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，截至2014年3月28日，杨凌本香除一笔已正常还清关注类贷款外，无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录。

抗风险能力

基于对杨凌本香自身经营和财务特点，以及生猪和猪肉、猪肉制品行业发展状况的综合判断，杨凌本香整体抗风险能力一般。

（5）募集资金使用情况

杨凌本香于2011年12月26日参与发行“陕

西省农业和科技中小企业2011年度第一期集合票据”，期限3年，募集资金5000万元，用于补充经营规模扩大后杨凌本香生产经营活动所需流动资金。截至2014年3月底，募集资金已全部按计划投入使用。

（6）存续期债券偿还能力分析

2013年，杨凌本香EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对待偿还债券余额的保护倍数分别为1.10倍、6.97倍和-0.91倍，杨凌本香经营性现金流入量对待偿还债券余额覆盖程度较高。

（7）结论

跟踪期内，行业景气度总体下降，特别是2014年上半年，猪肉养殖企业连续亏损21周，达到近年来最高水平，杨凌本香盈利能力大幅下滑，经营出现亏损；公司存货和其他应收款大幅增长，在建工程保持较大规模，对筹资活动依赖性加强，短期债务增长快，短期偿还压力较大。综合考虑，联合资信维持杨凌本香主体长期信用等级为BBB-，评级展望由稳定调整为负面。

六、增信能力分析

中债信增公司就本期票据存续期限内发行企业应偿付的2.10亿元本金和其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。

保证期为自本期票据存续期本期票据兑付日起两年。票据持有人在本保证期间内未要求中债信增公司承担担保函规定的责任，则中债信增公司将免除相关责任。

经联合资信评估有限公司评定，中债信增公司主体信用等级为AAA。

七、结论

综合考虑，基于中债信增公司担保的持续有效，联合资信维持“11陕中小SMECN1”信用等级为AAA。。

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
陕西中兴林产有限责任公司	现金类资产(万元)	12947.22	10732.97	18350.02	6885.08
	资产总额(万元)	89679.46	90516.56	96030.11	86302.58
	所有者权益(万元)	49503.71	42567.40	47197.14	37644.46
	短期债务(万元)	11000.00	20000.00	12000.00	12000.00
	全部债务(万元)	31000.00	39000.00	44000.00	44000.00
	营业收入(万元)	50476.52	55039.57	48924.49	5987.60
	利润总额 (万元)	4005.46	5563.68	4640.42	447.33
	EBITDA(万元)	10178.00	13329.49	10154.05	--
	经营性净现金流(万元)	5320.73	7999.83	6599.14	1728.20
	营业利润率(%)	15.84	16.70	14.09	16.22
	净资产收益率(%)	7.98	13.07	9.81	--
	资产负债率(%)	44.80	52.97	50.85	56.38
	全部债务资本化比率(%)	38.51	47.81	48.25	53.89
	流动比率(%)	220.91	158.57	1618.37	1423.20
	全部债务/EBITDA(倍)	3.05	2.93	4.33	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	6.04	4.87	3.91	--
	经营现金流流动负债比(%)	32.58	31.35	152.30	--
陕西国德电气制造有限公司	现金类资产(亿元)	0.42	0.94	2.07	2.16
	资产总额(亿元)	7.26	9.85	12.40	12.85
	所有者权益(亿元)	3.60	4.08	5.74	5.85
	短期债务(亿元)	1.26	3.06	2.35	3.46
	全部债务(亿元)	3.16	4.97	5.69	6.62
	营业收入(亿元)	2.47	2.62	2.81	0.58
	利润总额 (亿元)	0.53	0.56	0.66	0.13
	EBITDA(亿元)	0.74	0.84	0.99	--
	经营性净现金流(亿元)	0.32	0.30	1.19	-0.39
	营业利润率(%)	39.35	40.03	43.11	43.00
	净资产收益率(%)	12.45	11.64	9.80	--
	资产负债率(%)	50.36	58.63	53.73	54.46
	全部债务资本化比率(%)	46.76	54.93	49.79	53.08
	流动比率(%)	223.68	107.44	154.31	145.43
	全部债务/EBITDA(倍)	4.27	5.92	5.75	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	6.80	9.11	5.84	--
	经营现金流流动负债比(%)	18.27	7.69	35.91	--
杨凌本香农业产业集团有限公司	现金类资产(万元)	6174.63	6001.97	2206.28	2331.39
	资产总额(万元)	54514.01	73515.78	71471.14	73101.30

所有者权益(万元)	24272.12	21121.95	23090.29	23241.82
短期债务(万元)	2180.00	11592.50	27609.74	28159.74
全部债务(万元)	19036.86	30611.59	30040.24	30579.43
营业收入(万元)	15168.27	18440.82	25659.58	6847.16
利润总额 (万元)	1891.87	2497.88	4583.79	151.54
EBITDA(万元)	2086.63	3987.54	5481.99	--
经营性净现金流(万元)	-879.54	4918.13	-4551.93	-2606.46
营业利润率(%)	20.67	28.59	26.34	1.35
净资产收益率(%)	7.79	11.74	19.85	--
资产负债率(%)	55.48	71.27	67.69	68.21
全部债务资本化比率(%)	43.96	59.17	56.54	56.82
流动比率(%)	480.13	77.69	63.76	64.89
全部债务/EBITDA(倍)	9.12	7.68	5.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.71	2.68	6.10	--
经营现金流动负债比率(%)	-21.35	17.78	-11.53	--

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，中长期债券信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。

附件 3 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

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

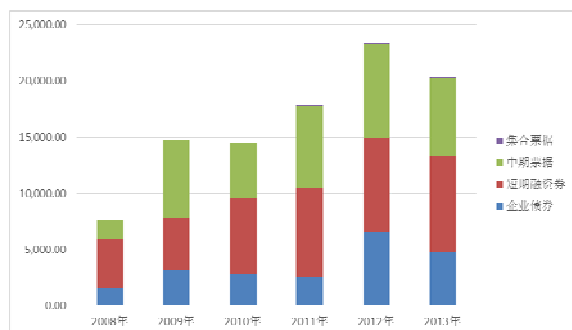
资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

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。

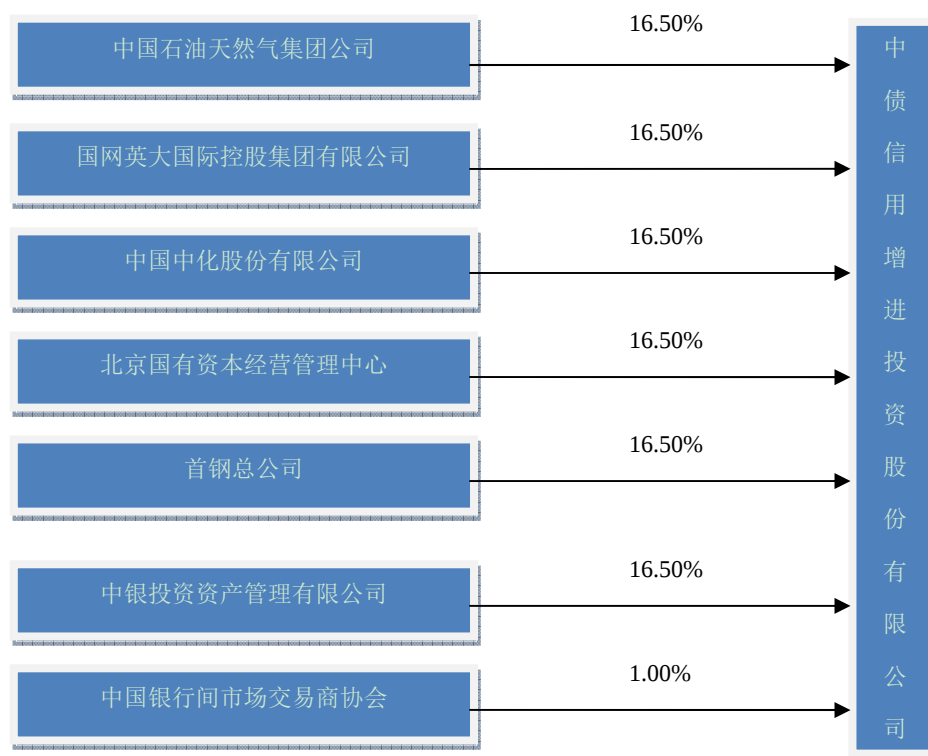
表 11 公司资本充足性指标 单位：亿元/%

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

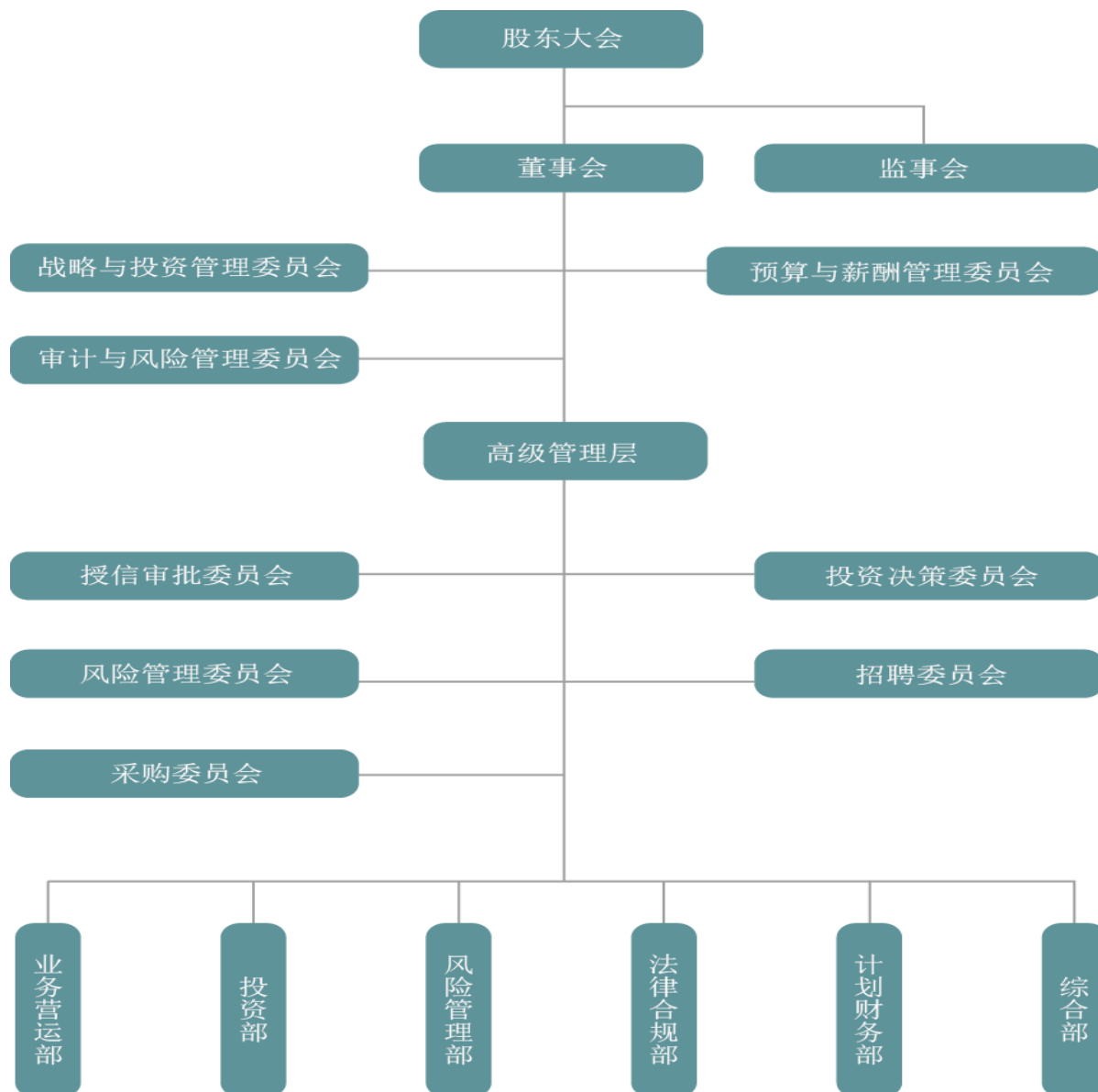
七、评级展望

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。