

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1149 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“12丰城 SMECN1”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一四年七月八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江西丰城2012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

债券简称	12 丰城 SMECN1
发行额度	1.70 亿元
发行时间	2012 年 7 月 18 日
期限	2 年

主体长期信用

	本期集合票据发行企业	上次评级结果	跟踪评级结果
1	江西恒泰塑料制品有限公司	BBB-/稳定	BBB-/稳定
2	江西斯米克陶瓷有限公司	BBB-/稳定	BBB-/稳定
	本期集合票据担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
	中国长城资产管理公司	AAA	AAA

跟踪评级时间：2014 年 7 月 8 日

分析师

张丽 荣毅 贺苏凝

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

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的压力依然较大。同时，国家和地方政府对中小企业的扶持政策持续推出，为中小企业的发展提供了良好支撑。

江西丰城 2012 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”或“12 丰城 SMECN1”）发行企业在跟踪期内保持了较为稳定的发展势头，生产经营及财务状况基本保持稳定。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，两家发行人生产和销售均受其母公司影响大，经营独立性不强；发行人江西恒泰塑料制品有限公司对外担保比率较高；发行人江西斯米克陶瓷有限公司与其母公司往来款较大。

本期集合票据由中国长城资产管理公司（以下简称“长城资产”）提供不可撤销的收购承诺。联合资信评定，长城资产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，基于长城资产担保的持续有效，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“12 丰城 SMECN1”信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，宜春市经济保持平稳增长，为中小企业的发展提供了较好的外部环境。
2. 长城资产担保实力很强，其担保对本期集合票据信用水平提升作用大。

关注

1. 两家发行人生产和销售均受其母公司影响

大，经营独立性不强；发行人恒泰塑料对外担保比率较高；发行人江西斯米克与其母公司往来款较大。

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）与江西丰城 2012 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，未因各发行人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人提供，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 1 年内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于江西丰城 2012 年度第一期中小企业集合票据发行企业主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、本期集合票据基本情况

江西丰城 2012 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）由北京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。本期集合票据于 2012 年 7 月成功发行，发行总额度为 1.70 亿元（各发行人申请发债额度见表 1），期限为 2 年，采用固息发行，按簿记建档结果确定。还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。各联合发行人仅负责偿还各自本期集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。2013 年 7 月 18 日，各发行人已全部足额支付当期债券利息。

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	江西恒泰塑料制品有限公司	12000
2	江西斯米克陶瓷有限公司	5000
	合计	17000

资料来源：联合资信整理

中国长城资产管理公司（以下简称“长城资产”）对本期集合票据提供不可撤销的收购承诺，如联合发行人未能在本次集合票据到期兑付本息时，则由长城资产履行收购义务。

2014 年 7 月 18 日本期集合票据即将到期，两家发行人已于 2014 年 7 月 1 日将待偿还本金和利

息划转至偿债资金专户。

三、宏观经济

1. 宏观经济

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

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

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，

在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

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

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业

盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[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。

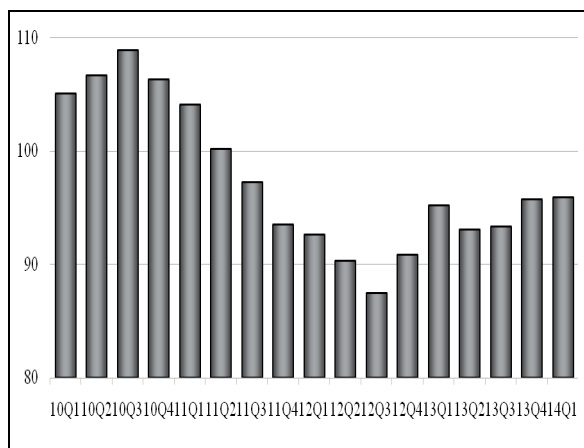
四是企业税费负担仍然较重。国家出台的结构性减税措施实际执行效果不如预期,针对中小企业的全部财政资金投入不足全国财政收入的1%,与企业所需支持相比明显不足。此外,提高增值税、营业税起征点后,大量微型企业尽管月收入低于起征点但仍须交税,无法享受此项政策。营业税、增值税并存体制下,服务业重复征税负担重。

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，到2013年1季度达到近几个季度以来最好水平，随后呈波动震荡态势，2014年第一季度为95.9，与2013年最高值基本持平。

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。2013年以来，中小企业景气度整体好于2012年，但呈震荡态势，中小企业生存和发展的压力依然较大。

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新创业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。</

五、发行人主体长期信用

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，确定江西恒泰塑料制品有限公司和江西斯米克陶瓷有限公司主体长期信用等级和展望未发生变化。各发行企业主体长期信用见下表。

表2 本期集合票据发行企业主体长期信用

表 3 恒泰塑料收入及毛利率状况

分产品	主营业务收入（万元）			主营业务成本（万元）			毛利率（%）		
	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月</						

跟踪期内，恒泰塑料的产品主要销售给润田饮料公司，每年销售比例均维持在95%以上。2013年，恒泰塑料瓶胚销量191411万只，同比小幅减少1.32%；盖子销量168345万只，同比小幅减少1.18%。2013年，恒泰塑料瓶胚产品和盖子产品的单价略有下降，分别下降0.013元和0.001元，分别为每只0.249元和0.035元，主要因为大宗原材料采购价格下降，为缓解江西润田饮料制造成本的压力，恒泰塑料产品销售价格有所下调。2014年1~

所支付现金4772.26万元，同比减少49.45%；分配股利、利润或偿付利息所支付的现金1486.19万元，同比增加10.70%。2013年，恒泰塑料筹资活动产生的现金流量净额为131.59万元。

2014年1~3月，恒泰塑料经营活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-81.77万元和-151.94万元；期间，恒泰塑料暂未发生投资活动。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流净额由负转正，短期内对外部融入资金的依赖程度有所减弱。

③资本及债务结构

资产

截至2013年底，恒泰塑料资产总额合计63024.28万元，较上年增长5.12%，其中流动资产合计占58.27%，固定资产合计占39.20%，无形资产及其他资产合计占2.53%。恒泰塑料资产结构以流动资产为主。

截至2013年底，恒泰塑料流动资产合计36722.09万元，较2012年增长10.55%，增长主要来自货币资金和应收账款净额的增加。截至2013年底，恒泰塑料货币资金为5654.02万元，较2012年增长17.18%，增长主要来自于受限制的其他货币资金。截至2013年底，恒泰塑料其他应收款10169.75万元，同比增长39.25%，主要是账龄在一年内的内部应收款增加所致。截至2013年底，恒泰塑料预付账款9218.10万元，同比减少10.79%，主要系预付上海贸易有限公司和浙江亿鼎塑业有限公司的货款减少。

截至2013年底，恒泰塑料固定资产合计24706.89万元，同比减少2.40%；无形资产及其他资产1595.31万元，同比增加11.93%，主要为递延所得税2013年度增加194.80万元。

截至2014年3月底，恒泰塑料资产总额62855.95万元，其中流动资产合计占58.09%，固定资产合计占39.37%，无形资产及其他资产合计占2.54%，恒泰塑料资产结构较2013年相比基本无变化。

整体看，跟踪期内，恒泰塑料资产规模有

所增长，资产结构保持稳定，资产质量一般。

所有者权益

跟踪期内，恒泰塑料所有者权益结构保持稳定，截至2013年底，恒泰塑料所有者权益合计34899.10万元，同比增长6.44%，增长主要源于未分配利润，其中实收资本占42.98%，盈余公积占3.48%，未分配利润占53.54%。截至2014年3月底，恒泰塑料所有者权益与上年变化不大。总体看，恒泰塑料所有者权益结构稳定性较弱。

负债

截至2013年底，恒泰塑料负债总额合计28125.19万元，较上年增长3.51%，其中流动负债占47.87%，长期负债占52.13%，流动负债占比有所上升。负债增加主要来自短期借款和应付票据的增加，截至2013年底，恒泰塑料短期借款为8250.00万元，较2012年相比增长41.33%；应付票据为5650.00万元，较2012年相比增长97.55%。

截至2014年3月底，恒泰塑料负债总额合计27672.93万元，其中流动负债13459.77万元（占48.64%），长期负债14213.15万元（占51.36%），公司负债结构变化不大。

截至2013年底，恒泰塑料全部债务28561.66万元，其中短期债务占48.67%，长期债务占51.33%，短期债务占比较2012年相比增加13.79个百分点；截至2014年3月底，恒泰塑料全部债务28113.15万元，债务结构变化不大。2013年，受短期债务增加的影响，恒泰塑料全部债务资本化比率较2012年底上升1.81个百分点，为45.01%；资产负债率小幅下降0.69个百分点至44.63%。截至2014年3月底，恒泰塑料资产负债率及全部债务资本化比例分别为44.03%和44.42%。整体看，跟踪期内，恒泰塑料整体债务负担较为适宜。

④偿债能力

从短期偿债能力看，恒泰塑料流动比率和速动比率均有所下降，截至2013年底恒泰塑料流动比率和速动比率分别为272.75%和

230.92%；截至2014年3月底，恒泰塑料流动比率和速动比率分别为271.28%和231.07%。2013年，恒泰塑料经营活动现金流净额由负转正，为697.30万元，恒泰塑料经营现金流动负债比为5.18%，经营活动现金流对流动负债保护能力较弱。总体看，目前恒泰塑料短期债务规模有所上升，考虑到恒泰塑料流动资产中应收款项占比约为43.03%，恒泰塑料存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2013年恒泰塑料EBITDA为4863.79万元，较2012年减少8.85%。2013年，恒泰塑料EBITDA利息保护倍数为3.27倍；全部债务/EBITDA为5.87倍，比率较2012年有所上升。整体看，恒泰塑料长期偿债能力一般。

截至2014年3月底，恒泰塑料对外提供担保17500万元，担保比率为50.14%，被担保方包括江西森特实业有限公司、江西丰海电力燃料有限公司、江西丰临医用器械有限公司、丰城市森茂纸箱彩印包装实业有限公司，目前被担保对象经营状况良好。总体看，跟踪期内，恒泰塑料担保金额有所下降，但担保比率仍较高，或有负债风险较高。

截至2014年3月底，恒泰塑料共获得银行授信额度9228万元，已全部使用，恒泰塑料间接融资渠道较有待拓宽。

③债券保障能力分析

2012年恒泰塑料参与发行“12丰城SMECN1”，募集资金1.2亿元（以下简称“存续债券”），发行期限2年。截至2014年3月底，募集资金已按计划使用完毕。2013年7月18日，恒泰塑料已按期付息。

截至2013年底和2014年3月底，恒泰塑料现金类资产分别为5854.02万元和5620.30万元，剔除受限货币资金后分别为存续债券的0.24倍和0.25倍。2013年恒泰塑料实现EBITDA4863.79万元，为存续债券的0.41倍；2013年恒泰塑料经营活动现金流入量为58153.99万元，为存续债券的4.85倍；公司经营活动现金流净额为

697.30万元，为存续债券的0.06倍。综合来看，恒泰塑料经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较好。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行提供的企业基本信用信息报告（机构信用代码为G10360981000115804），截至2014年5月27日，恒泰塑料“已结清关注类信贷”有9笔，其中票据贴现3笔（合计1452.58万元，于2012年10月全部结清），银行承兑汇票6笔（合计5360.00万元，于2007年11月全部结清）；恒泰塑料无“未结清不良信贷”信息记录。

⑦抗风险能力

恒泰塑料是从事塑料制品的民营企业，跟踪期内，恒泰塑料收入规模有所波动，盈利能力小幅下降；资产总额小幅增长，债务负担有所加重，存在一定短期支付压力，净资产以未分配利润为主，稳定性不强；对外担保金额有所下降，但担保比率仍较高，或有负债风险较大。

总体看，恒泰塑料抗风险能力不强。

（6）结论

综合考虑，联合资信维持江西恒泰塑料制品有限公司BBB⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

2. 江西斯米克陶瓷有限公司

（1）主体概况

江西斯米克陶瓷有限公司（下称“江西斯米克”）成立于2006年12月，截至2014年3月底，注册资本为47000.00万元，为外商投资企业，是上市公司上海斯米克控股股份有限公司（股票简称“斯米克”，代码“002162”，下称“上海斯米克”）设立的独资子公司。江西斯米克实际控制人为李慈雄先生。

上海斯米克成立于1993年6月，于2007年8月在A股上市，主要产品为陶瓷墙砖、陶瓷地砖、特殊用途地砖等。2011~2012年，该公司因受下游房地产行业宏观调控等因素的持续影

响，销售持续低迷，产能利用率低、开工不足，经审计净利润持续为负；为降低生产成本、集中生产管理、提升设备使用效率，于2013年1月将上海基地生产线逐步转移至江西斯米克所属的江西生产基地改造使用。该公司通过生产线搬迁、新产品开发、优化经营模式等多方面措施，于2013年实现扭亏为盈。截至2013年底，上海斯米克资产总额20.87亿元，所有者权益6.08亿元；2013年实现营业收入8.93亿元，净利润0.21亿元。

江西斯米克经营范围：生产销售精密陶瓷、建筑陶瓷、卫生陶瓷、配套件、高性能功能陶瓷产品、自营进出口业务等。

截至2014年3月底，江西斯米克内设销售部、人事行政部、财务部、品保部、采购部、物流部、生产部、设备部和技术部等职能部门。

截至2013年底，江西斯米克资产总额130171.78万元，所有者权益合计56739.75万元。2013年，江西斯米克实现营业收入56269.45万元，利润总额1440.14万元。

截至2014年3月底，江西斯米克资产总额132483.17万元，所有者权益55809.52万元。2014年一季度，江西斯米克实现营业收入9533.57万元，利润总额-930.24万元。

江西斯米克注册地址：江西省丰城市精品陶瓷产业基地内；法定代表人：李慈雄。

（2）管理分析

跟踪期内，江西斯米克管理层和治理结构均未发生重大变化。

（3）经营分析

①经营概况

2013年以来，除正常的生产经营外，江西斯米克的主要工作集中在上海基地生产线的搬

迁改造工作，将上海厂区的高端产品生产线全部搬迁至江西厂区、并对江西厂区整体进行降低生产成本的更新改造，以达到集中生产管理、提升机器设备使用效率和降低人工等固定成本等目的，届时江西斯米克将成为集团内部陶瓷产品的主要生产方；同时，控股股东上海斯米克将致力于瓷砖产品的开发工作以及新型节能环保外墙材料的开发生产。

随着上海基地生产线搬迁改造工程的完工过半，4条生产线及1条试验线已完成搬迁改造并投入使用，尚余2条生产线尚在安装过程中。截至2014年3月底，江西斯米克共拥有12条生产线（含9条玻化砖生产线、1条釉面砖生产线、2条试验线），设计产能增至2030万平方米。

2012~2013年，江西斯米克分别实现主营业务收入44657.07万元和56180.01万元，分别同比增长14.24%和25.80%，江西斯米克在陶瓷行业及下游建筑行业景气度较低的情况下仍然保持了增速的提升，主要源自玻化砖-抛光砖产品销售增长对整体业绩的拉动作用。

从产品结构看，2013年江西斯米克实现的主营业务收入中，玻化砖-抛光砖、玻化砖-非抛光砖和釉面砖-水晶釉分别占比79.24%、12.15%和6.79%。江西斯米克以玻化砖-抛光砖的销售为主；玻化砖-非抛光砖由于市场竞争相对激烈、销售规模有所缩减，但始终位于江西斯米克第二大产品；釉面砖-水晶釉为近年来新开发的产品、工艺稳定性较弱、良品率有待提高，江西斯米克暂未大规模地进行生产。2013年，江西斯米克实现主营业务收入中约有30%来自于高端产品的销售，随着产品研发的进一步推进，高端产品比重有望提升。

表6 江西斯米克近年主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

产品分类	2011年			2012年			2013年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
玻化砖-抛光砖	27656.43	70.75	17.02	35776.51	80.11	21.24	44518.91	79.24	16.00
玻化砖-非抛光砖	8261.45	21.13	6.88	7621.46	17.07	18.67	6827.78	12.15	17.06
釉面砖-水晶釉	2159.05	5.52	8.33	297.29	0.67	17.58	3814.04	6.79	-4.01
其他	1015.02	2.60	17.11	961.81	2.15	-11.85	1019.28	1.81	9.68

合计	39091.95	100.00	14.40	44657.07	100.00	20.07	56180.01	100.00	14.62
----	----------	--------	-------	----------	--------	-------	----------	--------	-------

资料来源：江西斯米克提供。

毛利率方面，2011~2013年，主营业务综合毛利率分别为14.40%、20.07%和14.62%，盈利能力出现波动。2012年，江西斯米克三种产品的毛利率均处于近三年的高点，2013年出现不同程度的回落：第一大产品玻化砖-抛光砖的毛利率较上年下降5.24个百分点，受建筑陶瓷产品市场景气度仍然不佳、需求复苏乏力的影响，集团为降低成本、拓展市场加大了销货给经销商的比重，同时通过降低售价、分摊运输成本的方式鼓励经销商自提货物，使得产品均价相比2012年出现一定程度的下滑；玻化砖-非抛光砖产品的毛利率较2013年下降1.61个百分点，虽然玻化砖-非抛光砖产品的竞争相对激烈，但江西斯米克加大了高端产品的投放力度，使其盈利能力的降幅较小；釉面砖-水晶釉出现4.01%的亏损，主要由该产品属于近年来新研发产品，工艺技术尚不稳定、良品率不足，耗费成本较高所致。整体看，受到行业景气度、江西斯米克销售策略调整及工艺技术稳定性等因素的影响，2013年三大产品毛利率出现整体性的下滑，主业盈利能力趋弱。

此外，江西斯米克还生产部分其他产品，属艺品砖及深加工砖，加工成本较高、工艺相

对独立，毛利率波动性较大；但由于产量低、收入规模小，对江西斯米克经营的影响不明显。

2014年一季度，江西斯米克实现营业收入9533.57万元（较2013年同期增长9.70%）。2014年第一季度，毛利率大幅降至5.77%，主要由于集团为促进新增产能的释放而加大促销力度、均价随之下滑，同时，江西斯米克刚完成搬迁，新增固定成本较高、产能未能及时释放，以上因素导致毛利率水平出现较为明显的下滑。

综上所述，江西斯米克主导产品竞争力强、需求相对稳定，生产线搬迁后高端产品占比增加、收入有所上升、成本得到控制。但陶瓷行业及下游建筑行业低迷的大环境下，江西斯米克调整销售策略、加大经销商的销售比重，产品价格趋于下滑，盈利能力趋弱；且下游房地产处于宏观调控中，需求具有一定不确定性。

②生产经营

江西斯米克主要以以销定产的模式进行生产，产量基本和控股股东上海斯米克协商后决定，根据与控股股东商定的销量下达生产指标，所以，江西斯米克产品的综合产销率一直保持在90%以上。

表7 江西斯米克近年产销量情况（单位：万平方米、%）

	2012年				2013年			
	产量	销量	产销率	库存量	产量	销量	产销率	库存量
玻化砖-抛光砖	534.95	490.73	91.73	223.77	646.28	627.89	97.15	236.85
玻化砖-非抛光砖	159.17	154.74	97.22	85.85	134.11	136.16	101.53	90.14
釉面砖	-	5.28	-	1.40	128.14	82.69	64.53	46.05
其他	30.52	11.40	37.35	0.85	17.96	11.11	61.86	1.02
合计	724.64	662.15	91.38	311.87	926.49	857.84	92.59	374.06

资料来源：江西斯米克提供

2013年，江西斯米克综合产量为926.49万平方米，综合产能利用率为61.77%，相比2012年提升13.46个百分点；产能利用率虽有所提升，但仍然受到限电因素、搬迁因素以及行业低迷时期需求增长不力因素的不利影响。2013年底，江西斯米克主导产品玻化

砖（含抛光砖和非抛光砖）的库存量为326.99万平方米，在销量同比增长18.37%的情况下，库存量同比增幅仅为5.61%，生产计划的执行情况良好，较好地控制了库存的增长；近年来的新增产品釉面砖产销率低于整体水平、库存量相对较高，主要由于该产品在生产初

期工艺尚不稳定、良品率不足，随着后期工艺的进一步成熟，生产和销售情况有望获得改观。

③原材料采购

2013 年以来，江西斯米克生产需用的主要原材料依然采用与上海斯米克联合采购，

以发挥规模优势，降低采购成本。

目前江西斯米克泥石料主要从江西、福建等地采购，色釉料主要从江苏、广东等地采购；燃料自 2012 年开始逐步用天然气代替自制水煤气，2013 年，江西斯米克使用的燃料主要为天然气，配合使用小部分焦炉气。

表 8 江西斯米克近年主要原材料采购情况

原材料	2011 年				2012 年			
	平均价格	用量	成本合计(万元)	占比(%)	平均价格	用量	成本合计(万元)	占比(%)
泥石料	389(元/吨)	20.11(万吨)	7822.91	36.64	363.46(元/吨)	22.05(万吨)	8014.29	31.76
色釉料	11.01(元/公斤)	303.64(万公斤)	3343.07	15.66	10.71(元/公斤)	403.85(万公斤)	4325.23	17.14
燃料	0.44(元/立方米)	15077.94(万立方米)	6643.14	31.11	1.45(元/立方米)	6084.55(万立方米)	8813.40	34.93
电	0.62(元/kwh)	5709.06(万 kwh)	3543.65	16.60	0.66(元/kwh)	6211.54(万 kwh)	4080.26	16.17
合计			21352.77	100.00			25233.18	100.00
原材料	2013 年				2014 年一季度			
	平均价格	用量	成本合计(万元)	占比(%)	平均价格	用量	成本合计(万元)	占比(%)
泥石料	336.15(元/吨)	31.10(万吨)	10455.35	30.82	336.54(元/吨)	5.72(万吨)	1923.53	28.09
色釉料	8.01(元/公斤)	888.22(万公斤)	7115.87	20.97	8.12(元/公斤)	170.23(万公斤)	1381.68	20.18
燃料	2.61(元/立方米)	4379.42(万立方米)	11437.48	33.71	2.76(元/立方米)	876.63(万立方米)	2420.29	35.33
电	0.66(元/kwh)	7479.18(万 kwh)	4920.21	14.50	0.68(元/kwh)	1649.54(万 kwh)	1122.87	16.40
合计			33928.91	100.00			6848.37	100.00

资料来源：江西斯米克提供

价格方面，燃料均价在 2013 年大幅增至 2.61 元/立方米，主要因为江西斯米克自 2012 年开始逐步用天然气代替自制水煤气作为燃料，天然气价格相对较高，2014 年一季度燃料均价进一步增至 2.76 元/立方米；泥石料和色釉料的均价在 2011 年到达高点，之后一直处于下滑趋势，2013 年分别降至 336.15 元/吨和 8.01 元/公斤，较 2012 年分别下降 7.51% 和 25.21%，2014 年一季度有轻微的价格回升，整体看仍处于近年来的低位；电价在跟踪期内延续之前的温和上升态势，2013 年较 2012 年未变动，2014 年一季度上升至 0.68 元/千瓦时。

2013 年以来，泥石料和色釉料价格延续之前年度的下滑趋势；燃料由于逐步加大天然气使用量而致使均价上浮，电价维持小幅上升态势；由于不同原料的涨跌可以互相抵消，同时江西斯米克为加强成本控制采取持

续价格谈判、提前备料、寻找替代供应商等措施积极应对，原料端的价格波动对利润形成的压力相对可控。

④产品销售

2013 年，江西斯米克延续之前年度的销售模式，先将产品销售给控股股东上海斯米克和关联方江西斯米克建材有限公司（下称“江西建材”，为同一控股股东下属的其他企业），再由上海斯米克和江西建材在参考市场公允价格的基础上以商定价格销往经销商和直营工程项目公司等外部客户，销售产品形成的利润再由江西斯米克与上海斯米克、江西建材进行内部分成。2013 年，江西斯米克销售商品给上海斯米克和江西建材而获取的营业收入分别为 47436.44 万元和 8645.77 万元，分别占比 84.44% 和 15.39%，其中以销往上海斯米克为主。

表9 江西斯米克主要客户销售情况（单位：万元）

客户名称	2012 年	2013 年
上海斯米克控股股份有限公司	19439.36	47436.44
江西斯米克建材有限公司	24869.80	8645.77
其他	347.91	97.80
合计	44657.07	56180.01

资料来源：江西斯米克提供

销售渠道方面，上海斯米克于 2013 年内调整经营策略，扩大经销营运模式比重，大力发展经销商，持续关停减少直营店数量以降低销售人力成本及展厅租赁、装修费用（2013 年内关闭了 9 家直营店，新开发经销商 110 家），同时鼓励经销商自提货物以降低物流成本和损耗。同时，上海斯米克优化产品结构，开发创新瓷砖产品、逐步淘汰老旧产品以对抗行业景气度下降带来的不利影响。江西斯米克通过上海斯米克及江西建材销售的产品，主要为内销（2013 年约占 94%），剩余部分出口到欧洲、日本等国家，但比例相对较少，国际经营环境和外汇波动对江西斯米克经营影响较小。

商品价格方面，2013 年，在国家对房地产长期持续的宏观调控影响下，建筑陶瓷产品市场景气度仍然不佳、需求复苏乏力，江西斯米克的直接客户上海斯米克和江西建材为降低成本、拓展市场加大了销货给经销商的比重，同时通过降低售价、分摊运输成本的方式鼓励经销商自提货物，使得产品均价相比 2012 年出现一定程度的下滑。受益于销售模式的调整、销量的提升，江西斯米克整体营业收入仍出现较大幅度的提升，但利润空间出现缩减。

目前上海斯米克处于产品和营销渠道的转型期，同时，陶瓷行业景气度处于下滑，房地产调控持续对建筑陶瓷造成压力，江西斯米克未来的经营情况具有一定不确定性。

⑤主要投资项目及未来发展

江西斯米克主要投资项目为扩建年产 400 万平方米建筑陶瓷生产线项目，规划总投资 1.60 亿元，其中 35% 资金源于自筹、65%

资金源于债务融资，主要涉及将斯米克上海生产基地原有的 6 条生产线及 1 条试验线搬迁到江西生产基地，并在原有基础上作适当改进。截至 2014 年 3 月底，江西斯米克已累计完成投资 6700 万元，已有 4 条生产线和 1 条试验线完成搬迁改造并投入使用，尚余 2 条生产线尚在改造安装过程中，预计于 2014 年 11 月完工。江西斯米克的投资规模不大，且项目进度已经完工过半，对外筹资压力相对可控。

同时，集团正在开展与多家大型房地产公司的合作商谈，客户群有望进一步拓展。

（4）财务分析

①财务概况

江西斯米克提供的 2012 年和 2013 年财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均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。

江西斯米克跟踪期内合并范围变动情况：2012 年底，较 2011 年底减少一家江西燃气有限公司（下称“江西绿能”），截至 2012 年底绿能燃气净资产 862.84 万元，2012 年净利润-132.01 万元；2013 年底和 2014 年 3 月底，合并范围均与 2012 年底一致。

截至 2013 年底，江西斯米克资产总额 130171.78 万元，所有者权益合计 56739.75 万元。2013 年，江西斯米克实现营业收入 56269.45 万元，利润总额 1440.14 万元。

截至 2014 年 3 月底，江西斯米克资产总额 132483.17 万元，所有者权益 55809.52 万元。2014 年一季度，江西斯米克实现营业收入 9533.57 万元，利润总额 930.24 万元。

②盈利能力

2013 年，江西斯米克实现营业收入 56269.45 万元，同比上升 24.79%，相比 2012 年 10.62% 的增速提升了 14.17 个百分点，主要源于上海基地生产线全线搬迁至江西基地，进而扩展了江西斯米克的产品线、拉动了销量的上升。2014 年一季度，江西斯米克

实现营业收入 9533.57 万元，较上年同期增长 9.56%，相比 2013 年同期 39.02% 的高速增长有明显放缓，江西斯米克在生产线搬迁完毕后，有望步入稳定性增长阶段。

2013 年，江西斯米克期间费用为 7759.98 万元，占营业收入的 13.79%，较 2012 年下降 3.20 个百分点。其中，销售费用较 2012 年下降 25.87%；管理费用较 2012 年增长 104.66%，主要由于房产税和土地使用税同比增加；财务费用与 2012 年基本持平。

2013 年，江西斯米克营业利润为 -381.84 万元，相比 2012 年的 656.03 万元大幅减少，一方面，江西斯米克产品综合毛利率下降导致；另一方面，江西斯米克当年计提资产减值损失明显增加，为 714.74 万元（是 2012 年计提额度的 11.52 倍），江西斯米克产品平均售价下降、当年存货增幅较大，以上因素导致当年计提的存货跌价损失大幅增加、侵蚀利润。江西斯米克主营业务利润空间趋降。

2013 年，江西斯米克利润总额为 1440.14 亿元，相当于 2012 年的 2.85 倍，在营业利润趋降的情况下，江西斯米克营业外收入大幅增长至 1827.77 万元（相当于 2012 年的 6.76 倍）；营业外收入的上升主要源于政府奖励：2013 年，江西斯米克获得产品开发扶持和技改基金 223 万元、企业发展资金 842.61 万元、民营企业税收上台阶奖 32 万元、使用天然气替代水煤气以奖代补 534.89 万元，政府支持力度大。营业外收入对利润总额形成了有力的支撑，但由于政府补助具有一定不确定性，江西斯米克利润水平的稳定性相对较弱。

从盈利指标看，江西斯米克 2013 年的营业利润率为 14.38%，较 2012 年减少 4.90 个百分点，但仍高于 2011 年水平，主要由于行业景气度下降以及客户结构调整导致产品售价下滑，主业盈利能力波动性较大；2014 年一季度营业利润率大幅降至 5.77%，主要由于集团为促进新增产能的释放而加大促销力度、均价随之下滑，同时，江西斯米克刚完

成搬迁，新增固定成本较高、产能未能及时释放，以上因素导致毛利率水平出现较为明显的下滑。受益于利润总额上升对 EBITDA 的拉动，江西斯米克 2013 年总资本收益率和净资产收益率均有所提升，分别为 4.23% 和 2.28%，较 2012 年分别上升 1.07 个和 1.62 个百分点，但仍处于较低水平。

跟踪期内，江西斯米克营业收入持续增长，但产品盈利能力波动性较大，持续升高的存货存在一定跌价风险。江西斯米克获得政府支持力度较大，增长的营业外收入对利润总额形成了强力支撑，但营业外收入稳定性相对较弱，盈利指标处于较低水平。

③ 现金流及保障

2013 年经营活动产生的现金流入量为 58389.40 万元，同比上升 9.99%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金占经营活动现金流入量的 95.92%。同期，经营活动产生的现金流出为 50292.36 万元，同比增长 11.98%。2013 年，江西斯米克经营活动产生的现金流净额为 8097.04 万元，基本与 2012 年持平；现金收入比为 99.54%，较 2012 年降低 17.77 个百分点，由于江西斯米克产品主要通过关联公司进行销售，连同日常往来款、关联借款等，江西斯米克与关联方往来款项规模较大，所以江西斯米克针对关联方往来款进行统筹管理，部分经营活动现金流被重分类至投资活动，导致近年现金收入比出现波动。

从投资活动来看，2012~2013 年，江西斯米克现金流入量分别为 3260.00 万元和 6510.68 万元；2012 年为处置子公司收到的现金，不具有延续性；2013 年为关联单位往来（计入“收到其他与投资活动相关的现金”）。近两年，江西斯米克现金流出量分别为 24380.88 万元和 8151.95 万元，2012 年大幅增加主要由于借款给关联方公司导致现金流出 16522.61 万元，2013 年不存在该类支出导致流出规模缩减。近两年，投资活动产生的现金流均呈净流出，分别为 -21120.88 万元和

-1641.27 万元，筹资活动前现金流净额分别为 -12945.21 万元和 6455.76 万元，2013 年经营活动获取现金可以覆盖投资活动的需求。考虑到江西斯米克对关联款项引起的现金流进行统筹管理，且 2013 年江西斯米克筹资活动前现金流呈现净流入，相比 2012 年的大额净流出有明显的改善，江西斯米克资金压力明显缓解，对外筹资需求不大。

筹资活动方面，2012~2013 年，江西斯米克筹资活动净现金流分别为 11023.29 万元和 -7202.91 万元，2013 年呈净流出，现金流以偿还债务本息为主，同期债务水平有所下降。

跟踪期内，江西斯米克经营性净现金流持续为正，能够覆盖投资活动的现金缺口，资金压力有所缓解，对外筹资需求不大；但江西斯米克与关联方的借贷和往来款较多，对现金流活动的影响较大。

④资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，江西斯米克总资产 130171.78 万元，其中流动资产和非流动资产分别占比 41.16%和 58.84%，非流动资产占比较 2012 年底增加了 8.26 个百分点，主要由于随着生产线的搬迁，固定资产和在建工程快速增长所致。2013 年底的流动资产以货币资金（占 14.34%）、应收账款（占 15.50%）、其他应收款（占 17.70%）和存货（占 50.78%）为主，非流动资产以固定资产（占 87.43%）为主。

2013 年底，现金类资产增至 7682.85 万元，同比增长 11.74%，略高于总资产增速；现金类资产占流动资产的 14.34%。流动资产中变动较大的科目为应收账款（同比增长 87.28%）、其他应收款（同比下降 64.80%）和存货（同比增长 36.94%）。

应收账款方面，2012 年底主要为应收控股股东上海斯米克的货款（关联方江西建材作为江西斯米克的另一销货对象，由于内部销售策略调整，于 2012 年底将货款结清），

2013 年底内部授信政策恢复，江西斯米克应收江西建材的货款有所增长，带动了整体应收账款的上升，江西斯米克对应收账款计提 6.34 万元坏账准备。

其他应收款较 2012 年底大幅减少主要由于应收控股股东上海斯米克的往来款大幅减少，2013 年底其他应收款的主要债务人分别为控股股东上海斯米克（占 50.46%，账龄 1 年以内，往来款）、关联方江西绿能（占 23.43%，账龄 1-2 年，往来款）和关联方上海斯米克建材有限公司（占 24.55%，账龄 1-2 年，股权转让款），江西斯米克对其他应收款均未计提坏账准备。

存货方面，随着主要产品产销量的增长，江西斯米克原材料、在产品 and 产成品均有所上升，2013 年底，原材料、在产品 and 产成品占比分别为 18.25%、5.16%和 76.59%。江西斯米克产品通过控股股东上海斯米克和江西建材销往下游客户，由于上海斯米克和江西建材在 2013 年加大销货给经销商的比重使得产品平均售价下降，且当年江西斯米克存货增幅较大，所以江西斯米克加大了对库存计提跌价准备，2013 年累计计提 712.14 万元（2012 年底为 154.23 万元），占存货账面余额的 2.55%。

2013 年底，随着上海基地生产线全线搬迁至江西基地，江西斯米克固定资产和在建工程均有不同程度的增长，增幅分别为 25.73%和 196.92%。2013 年底，江西斯米克固定资产账面价值 66958.56 万元，主要为房屋建筑物（占 39.49%）和机器设备（占 59.70%）；其中当年由在建工程转入金额为 18895.88 万元，从关联方购入 582.07 万元。2013 年底，江西斯米克在建工程为 4317.16 万元，增长主要源自江西设备安装工程的建设。

2014 年 3 月底，江西斯米克总资产 132483.17 万元，其中流动资产和非流动资产分别占比 42.68%和 57.32%，较 2013 年底变

动不大。流动资产中，应收账款和存货进一步增长（较 2013 年底分别上升 20.85%和 9.64%），其他应收款再次下降（较 2013 年底下降 16.58%）；非流动资产中，各科目相比 2013 年底变动不大。

综上所述，江西斯米克资产以非流动资产为主。2013 年底，流动资产中，应收账款和存货占比较高，流动性有待提高，且关联方往来额度较大；非流动资产以固定资产为主，符合制造企业特征。江西斯米克整体资产质量偏低，资产流动性有待提升。

所有者权益

截至 2013 年底，江西斯米克所有者权益合计 56739.75 万元，较 2012 年底微幅增长 2.33%，以实收资本为主，稳定性较好。2014 年 3 月底为 55809.52 万元，构成变动不大。

负债

截至 2013 年底，江西斯米克负债总额为 73432.03 万元，较 2012 年底增长 16.09%；负债全部为流动负债，主要由于 2012 年底的 1300 万元长期借款和 4990 万元的应付债券（即 2012 年 7 月发行的金额为 5000 万元的江西丰城 2012 年度第一期中小企业集合票据）由于即将到期而被重分类至一年内到期的非流动负债。2013 年底的流动负债以短期借款（占比 38.27%）、应付账款（占比 29.87%）、其他应付款（占比 18.66%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.57%）为主，其中：应付账款同比增长 26.13%，主要系应付材料款的增长；其他应付款同比大幅增长 123.53%，主要系应付上海斯米克陶瓷有限公司机器设备款增加 6149 万元以及暂估工程款增加 3800 万元；一年内到期的非流动负债由于重分类同比增长 109.67%。

2013 年底，江西斯米克全部债务为 36390 万元，同比小幅下降 6.19%，有息债务负担略有减轻；债务全部为短期债务，存在一定短期支付压力；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.41%、

39.07%和 0.00%。

截至 2014 年 3 月底，江西斯米克负债为 76673.66 万元，较上年底小幅下降 4.41%。江西斯米克资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.87%、40.19%和 0.00%，较 2013 年底变动不大。

跟踪期内，江西斯米克债务水平相对适中，有息债务负担略有减轻；由于临近到期，有息债务全部为短期债务，存在一定短期支付压力。

⑤ 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2013 年底，由于流动负债的快速上升，江西斯米克流动比率、速动比率均出现明显的下降，分别为 72.97%和 35.91%，相对较低。2013 年，江西斯米克经营现金流流动负债比为 11.03%，较 2012 年的 14.35%略有降低。考虑到江西斯米克流动资产中应收账款和存货占比较高、且处于上升态势，资产流动性有待提升，江西斯米克短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，受益于利润总额的大幅提升，2013 年江西斯米克 EBITDA 增至 9084.96 万元，同比增长 20.46%，且同期全部债务规模略有下降，全部债务/EBITDA 延续近年来的下降趋势，为 4.01 倍（2012 年为 5.14 倍），EBITDA 对全部债务的保障能力尚可。2013 年江西斯米克 EBITDA 利息倍数也由 2012 年的 2.88 倍增至 3.33 倍，整体看，江西斯米克具备一定长期偿债能力。

⑥ 债券保障能力分析

江西斯米克于 2012 年 7 月 17 日参与发行了总金额为 1.70 亿元，期限为 2 年的江西丰城 2012 年度第一期中小企业集合票据（“12 丰城 SMECN1”），其中江西斯米克发行 5000 万元（以下简称“存续债券”）。存续债券每年付息一次，江西斯米克已于 2013 年 7 月 18 日完成第一次付息。

截至 2013 年底，江西斯米克现金类资产为 7682.85 万元，剔除受限资产后为存续债券

的 1.23 倍；截至 2014 年 3 月底，剔除受限后的现金类资产为存续债券的 0.77 倍；现金类资产对存续债券的覆盖能力出现下滑。2013 年，江西斯米克实现 EBITDA9084.96 万元，为存取债券的 1.82 倍，较 2012 年有所增强（2012 年为 1.51 倍）；经营活动金流入量和现金流量金额分别为存续债券的 11.68 倍和 1.62 倍，均对存续债券具有较好的保障能力。

截至 2014 年 3 月底，江西斯米克未对外提供担保。

截至 2014 年 3 月底，江西斯米克共获得银行授信额度 39500 万元，已使用金额为 36000 万元，未使用额度为 3500 万元，江西斯米克间接融资渠道有待拓宽。

⑦过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（报告编号为：B-201403250026809894），截至 2014 年 3 月 25 日，江西斯米克无未结清的不良信贷信息记录。

⑧抗风险能力

江西斯米克是目前国内中高档建筑陶瓷生产的龙头企业之一，品牌知名度较高，具有先进的生产工艺装备。江西斯米克生产管理体制稳定，收入规模稳定增长，随着上海基地搬迁的实施，江西斯米克高端产品占比加强、产品结构得到优化，成本控制能力加强。但受到陶瓷行业和下游建筑行业景气度的影响，行业竞争加剧，江西斯米克采取调整销售渠道、加大经销商比重的方式，产品均价有所下滑，盈利能力有所弱化。

总体看，江西斯米克抗风险能力较弱。

（5）结论

综合考虑，联合资信维持江西斯米克陶瓷有限公司 BBB 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

六、增信能力分析

1. 担保条款

长城资产对本期集合票据提供不可撤销的收购承诺，如联合发行人未能在本次集合票据到期兑付本息时，则由长城资产履行收购义务。

2. 担保人担保能力分析

长城资产主体信用状况详见附件 2《中国长城资产管理公司 2013 年主体长期信用评级报告》。

2013 年 7 月 30 日联合资信评定长城资产主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定（本次信用评级结果有效期至 2014 年 7 月 29 日），该评级结论反映了长城资产偿还债务能力极强。

本期集合票据发行额度（1.70 亿元）占 2012 年底长城资产资产总额的 0.16%、所有者权益的 0.78%，所占比例较低；立即偿付本期集合票据对长城资产影响很小。

七、结论

综合考虑，基于长城资产担保的持续有效，联合资信维持“12 丰城 SMECN1”AAA 的信用级别。

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	2014 年 3 月
恒泰塑料	现金类资产(万元)	4997.68	5025.13	5854.02	5620.30
	资产总额(万元)	49434.50	59957.29	63024.28	62855.95
	所有者权益(万元)	32786.86	32786.86	34899.10	35183.02
	短期债务(万元)	13440.00	8697.23	13900.00	13900.00
	全部债务(万元)	13440.00	24938.22	28561.66	28113.15
	主营业务收入(万元)	50364.63	52647.22	50427.08	8816.39
	利润总额(万元)	3381.31	3386.62	2770.68	368.74
	EBITDA(万元)	4383.08	5336.02	4863.79	--
	经营性净现金流(万元)	2187.84	-5263.80	697.30	-81.77
	主营业务利润率(%)	9.14	10.32	9.77	7.74
	净资产收益率(%)	7.99	8.08	6.05	--
	资产负债率(%)	33.68	45.32	44.63	44.03
	全部债务资本化比率(%)	29.07	43.20	45.01	44.42
	流动比率(%)	145.55	303.93	272.75	271.28
	全部债务/EBITDA(倍)	3.07	4.67	5.87	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	8.04	3.97	3.27	--
	经营现金流流动负债比(%)	13.14	-48.16	5.18	--
江西斯克	现金类资产(万元)	9134.75	6875.61	7682.85	7408.12
	资产总额(万元)	100499.65	118698.86	130171.78	132483.17
	所有者权益(万元)	54445.88	55446.44	56739.75	55809.52
	短期债务(万元)	23386.10	32500.00	36390.00	37495.00
	全部债务(万元)	27086.10	38790.00	36390.00	37495.00
	营业收入(万元)	40761.35	45089.63	56269.45	9533.57
	利润总额(万元)	64.98	504.96	1440.14	-930.24
	EBITDA(万元)	5078.60	7541.77	9084.96	--
	经营性净现金流(万元)	798.70	8175.67	8097.04	-63.27
	营业利润率(%)	13.76	19.28	14.38	5.77
	净资产收益率(%)	0.01	0.66	2.28	--
	资产负债率(%)	45.82	53.29	56.41	57.87
	全部债务资本化比率(%)	33.22	41.16	39.07	40.19
	流动比率(%)	90.20	102.99	72.97	73.75
	全部债务/EBITDA(倍)	5.33	5.14	4.01	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	5.52	2.88	3.33	--
	经营现金流流动负债比(%)	1.89	14.35	11.03	--

注：各发行人 2014 年度一季度财务数据未经审计。

附件 2 担保方评级报告

附件 3 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的中国长城资产管理公司 2013 年主体长期信用评级报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一三年七月三十日

信用等级公告

联合[2013] 1178 号

联合资信评估有限公司通过对中国长城资产管理公司主体信用状况进行综合分析和评估，确定

中国长城资产管理公司
主体长期信用等级为 AAA
评级展望为稳定

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月二十三日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

中国长城资产管理公司

2013 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：2013 年 7 月 30 日

主要数据

项 目	2012年末	2011年末	2010年末
商业化资产总额(亿元)	1070.92	535.34	651.97
商业化负债总额(亿元)	852.12	372.78	526.33
所有者权益(亿元)	218.80	162.56	125.64
商业化利润总额(亿元)	49.42	32.41	6.77
商业化净利润(亿元)	45.17	30.80	6.37
资产负债率(%)	79.57	69.63	80.73
平均净资产收益率(%)	23.26	20.16	5.17

分析师

韩夷 张慰

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

中国长城资产管理公司（以下简称“公司”）由财政部于 1999 年出资 100 亿元设立，成立初衷是为了承接并管理中国农业银行剥离的不良资产。经过十多年的发展，公司完成了政策性不良资产处置任务，商业化不良资产处置业务取得了较好成效；同时，公司搭建了涵盖金融租赁、保险、信托、融资担保等业务的综合化经营平台，为未来实现商业化转型奠定了基础。基于长城资产强大的政府背景、不良资产管理方面的专业和综合经营优势及良好的发展前景等因素，联合资信评估有限公司评定中国长城资产管理公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该评级结论反映了中国长城资产管理公司偿还债务能力极强。

优势

1. 公司拥有不良资产管理的专业优势，市场竞争力强，较雄厚的资本实力和广泛的业务网络，为多方位的业务拓展提供了支持；
2. 公司主营业务呈现快速发展，业务规模及盈利水平快速提升；
3. 公司股东背景强大，未来商业化转型过程中将继续获得政府的有力支持；
4. 公司涵盖金融租赁、保险、信托、融资担保等业务的综合化经营平台，初具金融控股集团雏形，为未来发展奠定了基础。

关注

1. 公司股改方案的最终确定和实施存在一定的不确定性；
2. 商业化、多元化经营的转型方向对公司治理、风险控制及人力资源等方面提出更高要求。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国长城资产管理公司（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（2013年7月30日至2014年7月29日），联合资信将对委托人进行定期和不定期跟踪评级。根据跟踪评级的结论，有效期内委托人的信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月三十日



一、公司概况

中国长城资产管理公司（以下简称“公司”）成立于 1999 年 10 月，是经国务院批准成立、具有独立法人资格的国有独资金融企业；注册资本 100 亿元人民币，由财政部全额拨入。

截至 2012 年末，公司在北京设有总部，内设 17 个部门；同时还在全国 4 个直辖市、除青海、宁夏、西藏、台湾之外的 24 个省城市和深圳、大连 2 个计划单列市设有 30 个办事处，负责所辖区域的资产管理、经营和处置等工作。此外，公司拥有长城国兴金融租赁有限公司、长生人寿保险有限公司、长城新盛信托有限公司、长城融资担保有限公司、天津金融资产交易所有限责任公司、长城金桥金融咨询有限公司、长城国富置业有限公司、长城环亚国际投资有限公司、长城国融投资管理有限公司、长城（宁夏）资产经营有限公司等 10 家下属子公司。

公司经营范围：收购并经营境内金融机构不良资产；债务追偿，资产置换、转让与销售；债务重组及企业重组；债权转股权及阶段性持股，资产证券化；资产管理范围内的上市推荐及债券、股票承销；直接投资；发行债券，商业借款；向金融机构借款和向中国人民银行申请再贷款；投资、财务及法律咨询与顾问；资产及项目评估；企业审计与破产清算；经金融监管部门批准的其他业务。

截至 2012 年末，公司商业化业务资产总额 1070.92 亿元，负债总额 852.12 亿元，所有者权益 218.80 亿元。2012 年，公司商业化业务实现营业收入 98.98 亿元，净利润 45.17 亿元。

注册地址：北京市西城区月坛北街 2 号
法定代表人：郑万春

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

（1）国际经济环境

金融危机爆发以来，为尽早实现经济复苏，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。新兴市场国家在出台经济刺激政策后，经济恢复势头领先于欧美国家，新兴市场国家保持了一定经济增长水平，但面临着通货膨胀的压力。欧债危机爆发以来，通过国际救助机构的帮助以及危机国家实施的一系列紧缩和改革措施，欧洲金融系统性风险已大幅下降，但仍未完全消除，欧洲国家仍面临内需疲软、就业形势恶化、公共和私营部门债务过高等问题，实体经济投资者和消费者信心不足，经济增长缺乏动力。金融危机以来，美国采取了四轮量化宽松货币政策，在一定程度上缓解了通货紧缩的压力，经济增长有所恢复，但其就业市场形势并未好转，并且受财政悬崖预期的影响，美国未来经济形势依然存在一定不确定性。

（2）国内经济环境

在金融危机期间，中国经济在以政府投资和宽松的货币政策为主的经济刺激政策推动下，经济增长率保持在 9% 以上，在应对外部市场冲击和恢复经济增长方面效果明显。然而经济刺激政策的实施导致了通货膨胀不断攀升和经济结构矛盾加剧。2012 年疲弱的外需环境及国内生产成本的上涨，导致我国外贸进出口总额增速下降明显，同时也极大地影响了国内实体经济的发展。2012 年央行两次下调存款准备金率和两次降息，以及持续的逆回购操作，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。据初步统计，2012 年在固定资产投资增长的拉动下，全年 GDP 增长 7.8%，较 2011 年下降 1.4 个百分点，

增速放缓。

表 1 宏观经济主要指标表

单位: %/亿美元

项 目	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
GDP 增长率	7.8	9.2	10.3	9.2	9.6
CPI 增长率	2.6	5.4	3.3	-0.7	5.9
PPI 增长率	-1.7	6.0	5.5	-5.4	6.9
M2 增长率	13.8	13.6	19.0	27.7	17.8
固定资产投资增长率	20.6	23.8	23.8	30.1	25.5
社会消费品零售总额增长率	14.3	17.1	18.3	15.5	22.7
进出口总额增长率	6.2	22.5	34.7	-13.9	17.8
进出口贸易差额	2311	1551	1831	1961	2955

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。2013 年, 中国经济正处在转换和寻求新平衡的关键时期, 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. 行业分析

(1) 行业概况

1999 年, 我国政府为化解银行体系积累的巨大不良资产风险, 由财政部出资成立了长城、信达、华融、东方四家金融资产管理公司, 以发行债券及再贷款的方式, 分别购入中国农业银行、中国建设银行、中国工商银行、中国银行等国有商业银行剥离的政策性不良贷款, 并管理和处置由此形成的资产。

自成立以来, 资产管理公司以最大限度保全资产、减少损失为主要经营目标, 较好地实现了化解金融风险、保全国家资产、推动国企改革的宗旨。经过多年的经营, 资产管理公司在不良资产管理方面形成了技术、人才、网络及资源等方面的优势, 但同时也面临新的市场形势: 第一, 商业银行不良贷款余额及比率均呈下降趋势, 但不良贷款存量仍较大, 截至 2012

年末, 商业银行不良贷款余额 0.49 万亿元, 不良贷款率为 0.95%。作为金融不良资产市场的主要参与者, 资产管理公司在不良资产管理业务方面仍存在较大的市场空间。第二, 商业银行作为金融不良资产市场的主要供给者, 对不良资产的把控及自我消化能力不断增强, 资产管理公司只有充分发挥自身优势, 进一步强化不良资产处置回收能力, 才能确保商业银行提供不良资产的意愿。第三, 不良资产市场主体趋于多元化。在四家资产管理公司经营不良资产的同时, 各类市场主体也积极参与到不良资产市场中来, 如国资委系统的资产经营机构、中国建银投资公司、汇达资产托管公司及地方政府设立的资产处置机构等。市场主体的多元化使资产管理公司面临日益加剧的市场竞争。第四, 在经历国际金融危机的冲击后, 国内经济增速放缓, 这给不良资产市场带来一定机遇。在未来一段时间内, 处置不良资产仍将是资产管理公司的主业。

2007 年, 四家金融资产管理公司完成政策性不良资产的处置任务, 标志着资产管理公司的发展进入了新的阶段。2007 年中央金融工作会议明确提出, 资产管理公司要转型为“自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束”的“业务有特色、运作规范化”的综合性非银行金融服务企业。这为金融资产管理公司的转型奠定了政策基础。为适应内外部环境变化的需要,

实现可持续发展，各资产管理公司开始探索商业化的转型道路。2007 年以来，四大资产管理公司除接受财政部委托处置部分国有银行损失类贷款之外，陆续开始进行商业化收购不良贷款，同时有选择地对不良资产进行投资，在提高不良资产处置率的同时，各资产管理公司相继进入了证券、保险、信托、金融租赁、信用评级等业务领域，为实现转型奠定了基础。然而，资产管理公司在相关政策及法律、产权改造和治理结构、经营理念及人才队伍等方面还存在一定问题。

国家“十二五”规划指出，要促进金融资产管理公司商业化转型，积极稳妥推进金融业综合经营试点，建立健全系统性金融风险防范预警体系、评估体系和处置机制。这些为金融资产管理公司的改革发展提供了新的机遇。目前，信达资产管理公司和华融资产管理公司已经完成股改，长城资产管理公司已向监管部门上报了股改请示和初步方案，近日财政部已正式批复同意公司启动股改方案研究及股改准备工作，东方资产管理公司的股改研究还在稳步推进中。

（2）政策与监管

资产管理公司在组建及经营运作过程中，得到了相关政策的支持。成立之初，资产管理公司作为处置国有银行不良资产的政策性工具，国家对其设定了十年的生存期。处置政策性不良资产的任务完成后，国家对资产管理公司提出了转型的要求，这体现了政府对资产管理公司存在意义的认可。资产管理公司在转型过程中将继续得到来自政府的大力支持。

金融资产管理公司成立之初，国务院制定了《金融资产管理公司条例》（以下简称“条例”），为金融资产管理公司的运行提供了制度保证，赋予了免缴在收购国有银行不良贷款和承接、处置因收购国有银行不良资产活动中的税收等扶持性政策，有效支持了金融资产管理公司对国有银行不良贷款的依法处置。然而目前看来，《条例》的一些规定已经不能适应资产

管理公司改革与发展的需要，如资产管理公司的职能定位、设定的业务范围等等，同时资产管理公司的一些业务品种还缺乏明确的法律依据。未来，资产管理公司转型方案的出台有望促进相关法规的完善。

按照相关规定，金融资产管理公司主要由银监会负责监管，涉及其监管范围以外的金融业务，由证监会、保监会等相关业务主管部门监管，财政部负责财务监管。财政部出台了《资产管理公司有关业务风险管理办法》，对资产管理公司的投资、委托代理及商业化收购等业务的风险管理提出了明确要求，并通过落实处置回收目标考核责任制，有效促进了不良资产的处置回收；修订了《资产处置管理办法》，对资产管理公司在商业化转型阶段的资产处置行为进行规范，以确保资产处置收益最大化。2011 年上半年，银监会出台了《金融资产管理公司并表监管指引（试行）》，该指引将最低资本与杠杆率管理、集团内部交易、大额风险暴露管理、流动性风险管理作为并表监管的主要内容。目前，各家金融资产管理公司已不同程度地进入多个金融领域，在现行分业监管的体制下，多头监管的局面不可避免。从实际监管情况来看，目前对资产管理公司的监管以银监会为主。相关监管部门需分工协作，形成监管合力，以加强对金融资产管理公司的监管。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司注册资本为 100 亿元，由财政部全额拨入。成立之初，公司作为处置中国农业银行不良资产的主体，国家对其设定了十年的生存期。处置政策性不良资产任务完成后，国家对包括公司在内的四家金融资产管理公司提出了转型要求，公司未来商业化转型过程中将继续获得政府的有力支持。

公司作为国有独资金融企业，未设立股东会及监事会。财政部代行股东职权，享有审议、

修改公司章程，增减注册资本等重大事项的决议权。公司高级管理人员共 14 人，均具有丰富的金融行业从业经验，这有助于加强公司的经营管理。公司实行总裁负责制，总裁为公司法定代表人，负责公司的日常经营和管理，制定并组织实施公司经营方针、发展规划和年度经营计划等职权；副总裁及总裁助理协助分管各条线管理工作。根据国务院 2000 年颁发的《金融资产管理公司条例》，公司总裁、副总裁由国务院任命。

公司总部是公司的经营管理中心、资金调度中心和决策指挥中心，高管层下设经营决策委员会、薪酬委员会、风险管理（审计）委员会、业务审核委员会、资金财务审查委员会，负责重大经营决策、财务支出、资产处置、金融服务、投资和资产评估决策等事项。总部设有 17 个业务部门，在各自的职责范围内行使相应的职能。公司实行“一级法人、授权经营”的管理体制，办事处不具有独立法人资格，根据公司授权开展业务经营活动。

总体看，作为国有独资金融企业，公司的治理结构符合现阶段公司运营的实际需要。随着公司商业化转型的逐步开展，公司的治理架构有望进一步完善。

2. 内部控制

近年来，公司积极推进内部管理体制变革，不断推进 ISO9001 质量管理体系及风险管理体系，升级换代和改进工作，加大内部审计与合规监察力度，逐步形成了三级内控监督体系。

近年来，根据业务及职能的不同，公司按照前中后台的管理模式调整部门设置，不断压缩总部审议决策机构，进一步明确决策责任，使总部条线管理职能更加清晰。公司为了规范和完善公司治理结构，强化公司对分支机构（各地办事处）及子公司的统一管理，达到集中决策与适当分权的合理平衡，满足公司和谐、高效管理的需要，实行了两级审核、三级决策的授权管理体制。两级，即办事处（子公司）、公

司总部均独立自成一级审核机构，在权限范围内独立完成事项审核工作，对所审核事项负责。三级，即公司总裁、经授权的分管副总裁、经授权的总经理在权限范围内具有决策权，独立完成决策并对所决策事项负责。

公司在各办事处推行经营目标责任制，以增强办事处的自主经营意识。公司建立了遵循市场化、绩效化的激励机制，将员工工资与资产处置额、回收率和变现率等指标挂钩，初步形成了责权利相统一的激励约束机制。同时，公司通过开展自查自纠工作规范业务经营活动。公司建立风险总监制度，对办事处派出风险总监，风险总监对办事处开展商业化业务进行审核签字，对总公司负责，该项重要的组织机制，在强化办事情风险约束，防控经营损失、促进办事处风险管理和完善公司内部控制等方面发挥了积极作用。

根据集团化经营的需要，公司不断完善会计政策和会计核算体系，推进新会计准则的全面贯彻实施；完善统计报表体系，加强对各类股权投资的监测，优化效益管理与成本分摊体系，提高其辅助决策能力。为了促进财务管理水平的提高，公司制定了财务管理审计指南，由总部和办事处两级监察审计部门对分支机构的财务管理和经济业务情况进行审查监督。公司出台了商业化业务审计的规章制度和指导意见，内部审计工作力度逐步加强。

近年来，公司持续推进信息系统功能模块的整合和优化，启动以“云计算”技术为基础的集团信息化建设，已完成“综合经营管理系统”新业务升级的各项工作，实现了系统办公、业务运营、财务核算、客户管理的全面信息化，信息技术服务和信息安全管理体系运行继续保持较好水平。

总体看，为了适应公司商业化转型的发展需求，公司内控制度和激励约束机制逐步完善，综合信息管理平台已初步建成。

3. 发展战略

公司自成立以来，在收购、管理和处置国有商业银行划转的不良贷款，化解金融风险，推动国有企业改革和发展等方面发挥了积极作用。随着政策性不良资产处置任务的完成，公司将进一步加快商业化转型发展步伐，积极创造条件实施财务重组，通过引进战略投资者进行股份制改造，构筑现代金融服务企业。目前公司已正式向国家有关部门上报了股改请示和初步方案，近日财政部已正式批复同意公司启动股改方案研究及股改准备工作。

公司将在国家政策支持下，坚持商业化、市场化转型的大方向，坚持“化解金融风险，提升资产价值，服务经济发展”为使命，将公司建设成为以不良资产经营管理为主业，以重点服务中小企业为特色，以多种综合金融服务为手段的现代金融服务企业；通过缩小与同业先进公司的差距，推进金融平台建设，尽快具备进行股份制改造的条件，力争发展成为功能多元化、特色鲜明、品牌一流的金融资产服务商。

未来五年，公司的发展模式是，通过完善公司治理结构，建立现代金融企业制度，优化业务结构和组织结构，构建集团总部职能部门、总部事业部、办事处和子公司各司其责、相互配合和支持、边界清晰、协调发展的事业型金融控股公司。公司以现有业务条线、事业部和办事处为基础，以推进和管控子公司牌照业务发展为支撑，形成以资产管理为主的四大条线业务和子公司金融业务、中间业务和辅助业务的综合经营，子公司层面的严格分业经营格局，促使集团总部真正成为以经营四大条线业务为事业，以管控所有子公司为职能的事业型金融控股公司。

总体看，近年来公司稳步推进商业化转型进程，构建综合化经营平台，这符合公司的发展战略。公司的股东背景强大，未来商业化转型过程中将继续获得政府的有力支持，这将有助于其未来业务发展和战略目标的推进。

四、主要业务经营分析

公司主营不良资产管理与处置业务，并通过下属全资和控股子公司开展金融租赁、保险、信托、融资担保、金融资产交易和中小企业金融服务等业务。公司结合长期战略目标，牢牢把握“以资产经营管理为核心，以重点服务中小企业为特色，以多种综合金融服务为手段”的市场定位，全面推进各类业务拓展，初步形成了以“资产管理、财务投资、中间服务和平台公司”4大类的集团化综合经营业务体系。

1. 不良资产管理与处置业务

公司设立资产经营事业部，专门负责不良资产收购、经营管理与处置、委托资产管理业务、中小企业融资顾问业务等。公司不良资产管理与处置业务包括政策性不良资产处置业务、准政策性不良资产处置业务和商业化不良资产处置业务。不良资产主要包括债权、股权和物权，公司通过清收、债转股、资产重组以及挂牌出售等方式实现现金回收和国有资产保值增值。

对1999年从中国农业银行接收的不良资产的处置是公司的政策性不良资产处置业务，该类资产处置业务单独进行会计核算。通过对政策性不良资产的处置，公司成功支持了中国农业银行的改革，具备了处置金融不良资产的专业能力。公司政策性不良资产收购原值3458.58亿元，其中债权类原值3399.96亿元，政策性债转股58.62亿元。经过十多年的处置工作，公司完成了国家赋予的“化解金融风险，支持国有银行和国企改革，最大限度保全资产、减少损失”的历史使命。2012年末，公司存量历史不良资产剩余本金702.40亿元，剩余购入价367.46亿元。

2005年，中国工商银行将其约4600亿元的不良贷款捆绑成若干个不良资产包，向四大金融资产管理公司公开招标，公司以696亿元的收购成本（资金全部来自央行再贷款）收购

了其中原值为 2569.90 亿元的不良资产。由于该项业务带有一定的政策性，因此将其列为准政策性不良资产处置业务。截至 2012 年末，公司准政策性资产已累计处置本金 2522 亿元，本金处置率 98.1%，剩余本金 47.9 亿元，基本完成整体退出工作。

2006 年，公司政策性不良资产基本处置完毕后，公司开始进行商业化不良资产收购与处置业务，商业化不良资产处置业务由公司自负盈亏。公司商业化不良资产业务重点面向四大国有银行、股份制商业银行、城市商业银行和农村商业银行（农村信用联社）等金融机构的不良资产包。近年来，公司通过在不良资产收购、管理和经营运作技术方面的不断创新，逐步提升了不良资产收购和处置能力，强化了以不良资产为主业的核心竞争力，并依托这些专业技术创新发展各类衍生业务。2011 年 4 月起，商业化收购项目的收购方案全部由总部审批，办事处具体实施。在商业化的业务制度建设上，公司要求严格遵守监管机构的发文和公司 ISO9001 体系文件，规范拓展市场范围和业务操作过程，强化风险管理意识。

近三年，公司不良资产管理业务快速发展。不良资产收购处置规模不断扩大，范围不断拓宽，方式不断创新，从银行类金融机构扩展至非银行金融机构，从收购后追偿和转让扩展到重组、追加投资并提升价值，从“事后处置”的即期收购扩展到“事前防范”的远期收购。公司累计处置商业化不良资产本金 324.42 亿元、本金处置率 31.59%；处置购入价 157.63 亿元、购入价处置率 30.02%；回收现金 188.56 亿元、现金回收率 58.12%；应收账款余额 15.84 亿元；剩余本金 702.4 亿元，剩余购入价 367.46 亿元；2012 年末，实现处置收益 38.83 亿元，对公司全年收入的贡献率为 39.23%。

不良资产是市场经济的产物，宏观经济的周期性波动导致不良资产产生，资产管理公司凭借稀缺牌照和专业优势，在不良资产处置方面具有较大的市场空间。

2. 资金及投资银行业务

公司设立资金营运事业部和投资（投行）事业部，主要负责公司资金及投资银行业务，目前已成为资产经营事业部以外的两大利润中心。

公司资金营运事业部的业务主要包括公司资金营运管理、统一内部资金调度，开展资金结算、对外融资、系统外短期资金市场交易及债券交易。受资金业务资格的限制，公司资金业务主要包括国债投资、定期存款以及协议存款、购买集合资金信托和银行理财产品等，目的在于保证公司的流动性，并提高资金短期收益。

投资（投行）事业部主要负责财务性投资、固定收益投资及投资银行业务。财务性投资业务主要以固定收益类投资和股权投资项目为主体，不断创新产品种类和运作模式，实现了财务性投资从无至有，盈利能力逐步显现。截至 2012 年末，公司资本金项下已实施财务性投资项目共计 110 个，投资余额合计 161.31 亿元，其中：固定收益类投资项目 67 个，投资余额 108.96 亿元；股权投资类项目(含 34 支上市公司股票)共计 40 个，账面余额合计 49.12 亿元；其他债（物）权项目 3 个，投资余额合计 3.23 亿元；2012 年末，实现投资收益 12.59 亿元，对公司全年收入的贡献为 12.72%。

3. 中间业务

目前公司主要开展的中间业务包括中小企业财务顾问及不良资产收购综合服务业务、中小企业集合票据（债券）收购承诺与资产管理服务业务、财务顾问业务以及代理业务等；中间业务的目标客户为“十二五”国家战略性新兴产业发展规划确定的 7 类产业、生产制造类企业、采矿业、基础设施及房地产等 11 大行业；客户质量整体良好，除极个别项目出现逾期风险外，尚无项目出现损失风险。在中间业务定价方面，公司依据客户行业确定基准费率，根据客户信用等级、融资期限和抵质押率确定项

目的风险系数，然后根据影响产品价格的内外因素确定内外部因素修正系数，最终确定定价费率。

近几年，公司中间业务快速增长，特别是为中小企业提供综合金融服务的创新业务在系统内广泛推广，截至 2012 年末，成功实现中小企业三项创新业务项目 35 个，涉及金额 81.4 亿元。近三年，公司中间业务净收入分别实现 1.58 亿元、8.76 亿元和 19.54 亿元，中间业务收入发展势头良好，贡献率逐步提高。

4. 下属平台公司业务

目前，公司拥有长城国兴金融租赁有限公司、长生人寿保险有限公司、长城新盛信托有限公司、长城融资担保有限公司、天津金融资产交易所有限责任公司、长城金桥金融咨询有限公司、长城国富置业有限公司、长城环亚国际投资有限公司、长城国融投资管理有限公司、长城（宁夏）资产经营有限公司等 10 家下属子公司。公司在保持不良资产经营管理优势的同时，依托下属平台公司，开展金融租赁、保险、信托、融资担保、金融资产交易和中小企业金融服务等业务。强大的政府背景，将有助于公司建立综合性的金融服务平台，公司的多功能综合金融业务将产生较明显的协同效应和竞争优势。

在下属平台公司的管理方面，公司按照“以股东行权操作规范为指引，以平台公司章程为核心，以三会一层为构架”的母公司管控思路，通过建章立制、规范行权等措施，厘清不同股权结构下的“三会一层”职责边界，进一步深化完善母子公司管控体系，促进平台公司规范运作，提升平台公司管控水平。近年来，公司各下属子公司业务专业程度逐步提升，盈利能力逐渐增强，截至 2012 年末，10 家平台公司资产总额 326.41 亿元，负债 258.80 亿元，所有者权益 67.60 亿元，实现利润总额 13.56 亿元，净利润 10.52 亿元。

总体看，公司综合化金融服务平台初步建

立，但平台子公司有待进一步整合，其他金融业务形成具有特色的优势业务尚需一定时间，公司对综合化金融服务平台的管理能力也有待检验。

五、风险管理分析

公司在经营过程中主要面临信用风险、估值和定价风险，此外公司还面临合规风险、法律风险及操作风险等。

公司设立风险管理（审计）委员会，提高公司风险管理水平和内部审计监督水平。公司风险管理部门主要包括战略发展部、机构协同部、业务审核部、人力资源部、计划财务部、法律事务部、合规风险部、评估业务部、监察审计部、信息技术部等。公司风险管理执行双线同期报告制度，办事处业务部门同时向总部业务管理部门和办事处风险管理部门汇报项目风险数据录入及风险状况分析情况。总部业务部门、办事处风险管理部门汇总分析本业务条线、本办事处风险状况，向总部合规风险部报告。总部合规风险部汇总分析公司整体风险状况，向公司风险（审计）委员会汇报。

1. 信用风险

信用风险是公司不良资产处置业务和投资业务面临的重要风险。公司制定风险总量限额制度，构建全面风险管理体系，首先要根据公司目标制定全面风险管理策略，并分解落实到公司各个层级，通过明确公司风险管理策略，确定最高管理层的风险偏好和容忍度，并将之传递到中间层面和微观层面的目标设定过程中。同时，公司规范业务流程控制，已建立符合 ISO9001 标准的内部控制体系，并于 2008 年之后逐年获得中国质量认证中心（CQC）认证通过。该体系通过将公司风险管理策略和风险识别、风险评估、风险控制与处理等风险管理活动固化到公司业务的各个流程和管理程序之中，形成标准化的系列制度文件，从而提高

公司管理效率。在监测报告体系方面，公司结合银监会《金融资产管理公司并表监管指引（试行）》非现场监管报表指标体系具体要求，出台《风险监测与评价规范》，通过细化各经营单位风险总量的识别，计量、监测、评价程序和要求，定期形成风险报告，动态监测公司风险指标持续符合外部监管要求，并准确反映各经营单位的风险水平。公司相关的经济资本管理制度，通过经济资本与资产模型、效益与质量三挂钩，以持续优化资产结构、调整资源配置、增强创利能力。另外，公司各项减值准备制度、资产风险分类制度、风险总监制度以及相应的风险信息披露制度，都在一定程度上改善了信用风险的管理水平。

2. 估值和定价风险

估值和定价风险是公司主营业务面临的重要风险。公司专门成立了评估业务部，负责制定各类资产的处置定价指导办法，建立估值技术模型系统，选聘评估中介机构，协助业务部门控制估值和定价风险。评估业务部完成了金融不良资产估值模型建立和软件开发工作，该模型可应用于批量估算资产包价值、预测可回收价值，并以此为基础考虑成本和利润，推算收购价值，从而有效降低资产收购业务的估值定价风险。在商业化不良资产收购项目投标过程中，公司结合内部估值、律师事务所评估和

资产评估机构评估三方结果提出报价区间，以提高估值定价的科学性。

近年来，公司风险管理水平不断提高，随着业务的快速发展和多元化经营的推进，公司需要进一步完善风险管理体系，强化风险管理技术。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2010-2012 年度商业化业务的合并财务报表。其中，2010-2011 年合并财务报表经大华会计师事务所审计，2012 年合并财务报表经立信会计师事务所审计，会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告。

2011 年开始，公司制定了工行包业务与商业化业务分账核算的政策，因此 2011 年和 2012 年公司商业化业务的统计口径是公司开展的除政策性、工行包之外的业务，而 2010 年商业化业务的合并范围包括工行包资产。公司对影响较小或计划处置的子公司未纳入合并报表范围。

截至 2012 年末，公司商业化业务资产总额 1070.92 亿元，负债总额 852.12 亿元，所有者权益 218.80 亿元。2012 年，公司商业化业务实现营业收入 98.98 亿元，净利润 45.17 亿元。

2. 资产质量

表2 公司资产构成情况 单位：亿元

项 目	2012年末		2011年末		2010年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	161.18	15.05	82.58	15.43	69.33	10.63
应收款项	376.38	35.15	192.44	35.95	84.31	12.93
投资资产	472.30	44.10	232.92	43.51	458.33	70.30
其中：待处置贷款	373.33	34.86	141.37	26.41	234.00	35.89
其他类资产	61.06	5.70	27.40	5.12	40.00	6.14
合 计	1070.92	100.00	535.34	100.00	651.97	100.00

2010-2012 年末，公司资产规模保持快速增长。2012 年末，主要受货币资金、应收款项和

投资资产规模增长推动。2012 年末，公司商业化业务资产总额为 1070.92 亿元，较上年末增

长 100.04%，主要由于负债规模的增长所致。资产构成以货币资金、应收款项、投资资产为主（见表 2）。

公司应收款项由应收票据、应收账款、其他应收款、预付账款及长期应收款构成。截至 2012 年末，应收款项总额 376.38 亿元，资产减值准备余额 6.08 亿元。其中，长期应收款 220.84 亿元，主要是下属长城国兴金融租赁有限公司的应收融资租赁款；应收账款 16.97 亿元，主要是不良资产应收款和债权处置应收款；其他应收款 140.45 亿元，主要是暂付银行包款项、业务往来款、股权投资款。公司约 92% 的应收款项账龄在 1 年以内，约 88% 的其他应收款账龄在 1 年以内。

公司的投资资产包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资和投资性房地产。近年来，投资资产占资产总额的比重有明显下降。2012 年末，公司投资资产余额 472.30 亿元，占资产总额的 44.10%。公司将收购的商业银行不良债权纳入可供出售金融资产科目核算。2012 年末，可供出售金融资产余额为 423.13 亿元，其中待处置贷款 373.33 亿元，资产减值准备余额为 3.86 亿元。

近年来，公司的长期股权投资规模基本保持稳定，2012 年末公司长期股权投资余额 27.43 亿元，资产减值准备余额 3.38 亿元。

2012 年末，公司持有至到期投资余额 12.86 亿元，投资品种主要是国债及项目投资，公司对持有至到期投资未计提减值准备。

总体上看，公司资产状态与公司管理不良资产的经营性质相符，公司相关资产减值准备的充足程度仍需进一步提高。

3. 负债来源

2010-2012 年，公司负债规模呈现波动性上升趋势。2012 年末，公司商业化业务负债总额为 852.12 亿元，较上年末增长 128.59%（见表 3），这主要是由于借款规模大幅上升所致。公

司的负债主要由借款、应付款项、应付利息等构成，负债规模增长较快。

表 3 公司负债结构表 单位：亿元/%

项 目	2012年末		2011年末		2010年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
借款	757.11	88.85	311.84	83.65	430.88	81.87
应付款项	74.14	8.70	24.81	6.66	22.27	4.23
应付利息	1.33	0.16	0.31	0.08	49.03	9.32
其他类负债	19.54	2.29	35.82	9.61	24.15	4.59
合 计	852.12	100.00	372.78	100.00	526.33	100.00

近年来，公司借款规模占负债总额的比重保持在 80% 以上，是公司最主要的负债来源，占比有逐年上升的趋势。公司的借款包括短期借款和长期借款。2012 年末，公司借款余额为 757.11 亿元，其中短期借款余额 456.71 亿元，长期借款余额 300.40 亿元，大部分是母公司的信用借款。从公司自身的借款渠道来看，公司目前从工商银行、农业银行、交通银行、招商银行等银行获得的授信额度合计约 2059 亿元，银行融资渠道通畅。

公司的应付款项包括应付票据、应付账款、预收账款、其他应付款。截至 2012 年末，应付款项余额 74.14 亿元，占负债总额的 8.70%，其中 95% 以上的应付款项账龄在 1 年以内。

公司的应付利息为短期借款和长期借款的应付利息及长期应付款等。截至 2012 年末，公司应付利息余额 1.33 亿元，占负债总额的 0.16%。

2010-2012 年，公司资产负债率维持在较高水平，2012 年末，公司的资产负债率为 79.57%。

总体看，公司的负债结构比较稳定，银行融资渠道通畅，公司的债务负担明显上升。

4. 经营效率与盈利能力分析

公司的营业收入主要来源于主营业务净收入、中间业务净收益及投资收益。2010-2012 年，公司商业化业务营业收入水平呈增长态势（见表 4）。

表 4 公司收入及成本情况表 单位:亿元/%

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入	98.98	43.81	32.57
其中:主营业务净收入	57.66	19.33	23.69
中间业务净收入	19.54	8.76	1.58
投资收益	12.59	12.40	5.77
公允价值变动收益	4.30	-0.13	-0.74
营业支出	49.85	14.56	26.19
其中:业务及管理费	13.63	9.30	14.93
资产减值损失	13.29	2.61	7.87
营业税金及附加	5.20	1.74	0.72
利息净支出	15.71	5.87	0
净利润	45.17	30.80	6.37
成本收入比	13.77	21.23	45.85
平均净资产收益率	23.26	20.16	5.17

注: 成本收入比=业务及管理费用/营业收入 × 100%

平均净资产收益率=净利润/[(期初净资产总额+期末净资产总额) /2] × 100%

公司的主营业务净收入主要是资产经营管理业务净收益, 另有部分融资租赁收入等, 各项业务的盈利能力快速增长。近年来, 公司积极开展不良资产范围内的委托代理、财务顾问、增信、咨询及证券承销等业务, 中间业务净收入呈现快速增长的趋势。公司的投资收益包括金融资产投资收益及长期股权投资收益, 近年来投资收益水平保持快速增长, 成为公司收入的重要来源之一。

公司计提资产减值准备的范围包括应收账款、投资资产、固定资产、无形资产、抵债资产等。近年来, 公司资产减值损失计提的力度不一, 对当年盈利水平形成一定的影响。2012 年, 公司资产减值损失为 13.29 亿元, 较上年增长 409.20%, 增幅较大, 主要由于计提可供出售的金融资产及长期股权投资减值准备增加所致。公司商业化业务在税收方面享受国家优惠政策, 一定程度上减轻了税务负担。公司的利息净支出主要是偿还贷款利息。

2010 年、2011 年和 2012 年, 公司分别实现商业化业务净利润 6.37 亿元、30.80 亿元和 45.17 亿元。公司收益率水平提升较快, 盈利能

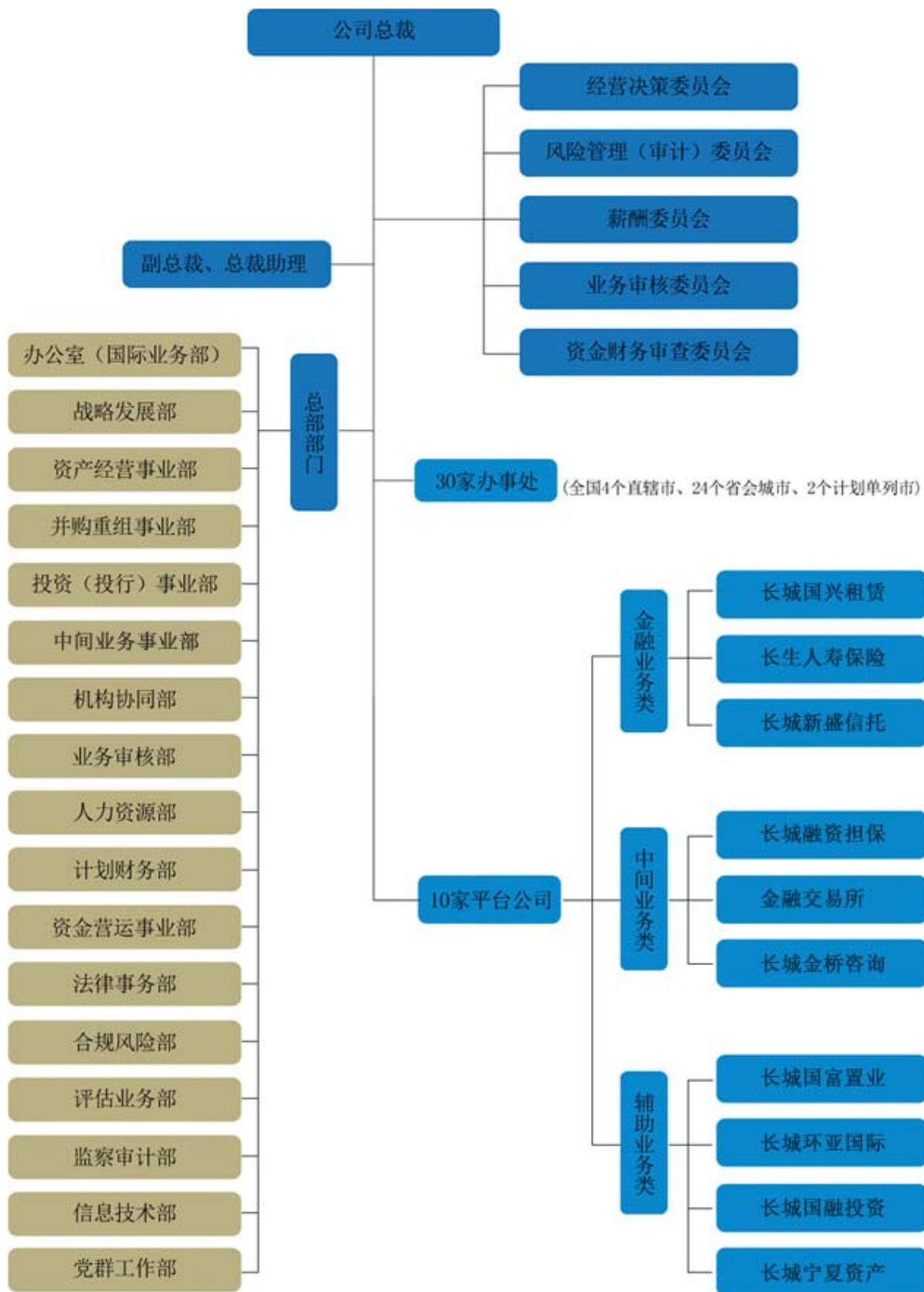
力强。

总体看, 近年来公司净利润快速增长, 平均净资产收益率大幅上升, 公司盈利明显增强。

七、评级展望

近年来, 公司在完成政策性不良资产处置任务的同时, 商业化不良资产处置业务取得了较好成效; 资金及投资银行业务发展较快, 盈利能力强; 中间业务逐渐丰富, 收入发展势头良好; 目前, 公司搭建了涵盖金融租赁、保险、信托、融资担保等业务的综合化经营平台, 为未来实现商业化转型奠定了基础。基于公司强大的政府背景、不良资产管理方面的专业和综合经营优势及良好的发展前景等因素, 联合资信认为, 在未来一段时期内中国长城资产管理公司的信用水平将保持稳定。

附录 1 组织结构图



附录 2 商业化业务合并资产负债表

编制单位：中国长城资产管理公司

单位：亿元

项 目	2012 年末	2011 年末	2010 年末
资产：			
货币资金	161.18	82.58	69.33
存放中央银行款项			0.42
拆出资金			
其中：存放系统内款项			
交易性金融资产	11.47	2.77	3.98
*短期投资			
衍生金融资产			
应收款项	376.38	192.44	84.31
应收利息	0.21	0.08	
买入返售金融资产			0.47
发放贷款和垫款	4.60	3.55	1.20
可供出售金融资产	423.13	187.16	402.31
其中：待核销待处置贷款（待认定）	373.33	141.37	387.63
持有至到期投资	12.86	9.69	9.68
*长期债权投资			
长期股权投资	27.43	25.08	33.75
投资性房地产	8.88	10.98	13.61
固定资产	11.71	10.10	13.14
在建工程			1.54
固定资产清理	0.11	0.12	0.01
无形资产	1.02	0.43	0.97
商誉	0.29	0.29	0.81
*合并价差			
长期待摊费用	0.42	0.57	0.49
抵债资产	2.12	0.63	1.65
递延所得税资产	0.01	0.01	0.01
持有待售非流动资产			
其他资产	29.12	8.84	19.29
其中：待核销工行包借款利息损失(待认定)			
资产总计	1070.92	535.34	651.97
负债：			
短期借款	456.71	225.72	16.68
向中央银行借款			386.68
其中：待核销工行包借款本金			
拆入资金			
其中：系统内存放款项			
交易性金融负债			

衍生金融负债			
应付款项	74.14	24.81	22.27
卖出回购金融资产款	2.99	1.44	
吸收存款			
应付职工薪酬	4.20	3.96	4.77
应交税费	3.57	2.07	0.41
应付利息	1.33	0.31	49.03
其中：待核销工行包借款利息			
保险合同准备金	1.38		
预计负债			0.25
应付债券	0.00		
长期借款	300.40	86.12	27.52
*发行长期债券			
递延所得税负债	3.05	0.68	2.47
其他负债	4.33	27.67	16.25
负债合计	852.12	372.78	526.32
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本	100.01	100.01	100.01
国有资本	100.01	100.01	100.01
集体资本			
法人资本			
其中：国有法人资本			
个人资本			
外商资本			
资本公积	7.87	-4.69	5.97
减：库存股			
减：待处置不良贷款损失（政策性业务）			
盈余公积			
一般风险准备	10.74	0.18	
未分配利润	98.34	65.42	16.21
拨入营运资金			
减：拨付营运资金			
外币报表折算差额	-0.08	-0.07	
归属于母公司所有者权益合计	216.89	160.86	122.18
少数股东权益	1.91	1.70	3.46
所有者权益（或股东权益）合计	218.80	162.56	125.64
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1070.92	535.34	651.97

附录 3 商业化业务合并利润表

编制单位：中国长城资产管理公司

单位：亿元

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业收入	98.98	43.81	32.57
（一）主营业务净收入	57.66	19.33	23.69
（二）中间业务净收入	19.45	8.76	1.58
（三）投资收益	12.59	12.40	5.77
（四）公允价值变动收益	4.30	-0.13	-0.74
（五）其他收入	4.98	3.45	2.26
汇兑收益	0.01		
其他业务收入	4.97	3.45	2.26
二、营业支出	49.85	14.56	26.45
（一）营业税金及附加	5.20	1.74	0.72
（二）业务及管理费	13.63	9.30	14.93
（三）资产减值损失	13.29	2.61	7.87
（四）保险业务支出	0.24		
（五）其他业务成本	17.50	0.91	2.67
三、营业利润	49.13	29.25	6.38
加：营业外收入	0.32	3.19	0.72
减：营业外支出	0.03	0.03	0.33
四、利润总额	49.42	32.41	6.77
减：所得税费用	4.25	1.61	0.41
五、净利润	45.17	30.80	6.37
归属于母公司所有者的净利润	45.14	30.68	7.15
少数股东损益	0.03	0.12	-0.78

附录 4 商业化业务合并现金流量表

编制单位：中国长城资产管理公司

单位：亿元

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
一、经营活动产生的现金流量：			
买卖交易性金融资产收到的现金	2.89	0.18	0.99
收取利息、手续费及佣金的现金	43.46	66.74	28.07
拆入资金净增加额			0.00
处置可供出售金融资产收到的现金	146.50	24.83	55.39
其中：处置待处置贷款及取得其利息收到的现金	125.27	22.00	48.37
处置待处置股权及取得其利息收到的现金	0.33	0.84	2.17
处置抵债资产及租赁收到的现金	0.24	0.77	0.79
回购业务资金净增加额	3.24		0.00
收到其他与经营活动有关的现金	182.83	76.06	34.40
经营活动现金流入小计	379.16	168.57	119.64
收购不良资产支付现金净额	328.66	135.00	13.82
支付利息、手续费及佣金的现金	10.09	0.54	46.76
支付给职工以及为职工支付的现金	6.68	5.25	6.64
支付的各项税费	7.10	2.68	2.15
支付其他与经营活动有关的现金	373.83	232.54	37.37
经营活动现金流出小计	726.36	376.01	106.74
经营活动产生的现金流量净额	-347.20	-207.44	12.91
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	7.82	43.19	8.79
取得投资收益收到的现金	2.37	5.36	2.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.37	0.61	0.56
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	1.43	0.16	0.98
收到其他与投资活动有关的现金	0.14	0.31	0.29
其中：总公司收到办事处上划自有资金			0.00
投资活动现金流入小计	12.13	49.63	13.40
投资支付的现金	6.08	69.57	10.82
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1.10	0.94	1.51
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	5.84	0.05
支付其他与投资活动有关的现金	2.88	4.12	0.07
其中：办事处上划自有资金			0.00
投资活动现金流出小计	10.06	80.47	12.46
投资活动产生的现金流量净额	2.07	-30.84	0.95
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	1.71		1.99
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金			0.13
发行债券收到的现金			0.00
借款收到的现金	804.94	374.94	36.65

收到其他与筹资活动有关的现金	2.92	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	809.57	374.95	38.64
偿还债务支付的现金	365.86	101.66	41.45
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	19.95	7.12	6.38
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润			0.03
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.30	0.11	0.12
筹资活动现金流出小计	386.11	108.89	47.95
筹资活动产生的现金流量净额	423.46	266.06	-9.31
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	-0.07	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	78.32	27.71	4.54
加：期初现金及现金等价物余额	82.42	54.45	62.06
六、期末现金及现金等价物余额	160.74	82.16	66.60

附录 5 资产管理公司信用评级的等级设置及其含义

联合资信将资产管理公司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。

中国长城资产管理公司跟踪评级安排

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与中国长城资产管理公司签署的协议，本次信用评级结果的有效期为一年。

中国长城资产管理公司应向联合资信提供跟踪评级所要求的资料。在有效期内，中国长城资产管理公司若发生重大变化，或发生可能对公司信用状况产生较大影响的突发事件，中国长城资产管理公司应在 10 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料，并说明该事项对公司业务发展或财务状况可能产生的影响。

联合资信承诺，在有效期内，联合资信根据中国长城资产管理公司提供的跟踪评级资料进行跟踪评级，并随时据实进行信用等级调整并予公布。如中国长城资产管理公司不能及时向联合资信提供有关跟踪评级资料，联合资信将根据有关情况调整中国长城资产管理公司信用等级，并予以公布；必要时，可公布中国长城资产管理公司的信用等级暂时失效，直至其向联合资信提供有关跟踪评级资料。

联合资信将指派一个联系人及时与中国长城资产管理公司联系，并及时出具有关跟踪评级报告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月三十日

