

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1477 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“12杭州 SMECNII001”信用等级为AAA。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

浙江省杭州市2012年度第一期区域集优 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	12 杭州 SMECNII001
发行额度	5 亿元
发行时间	2012 年 12 月 24 日
期限	3 年

主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
杭州东方文化园旅业集团有限公司	A+/稳定	A/稳定
浙江华欣新材料股份有限公司	BBB/稳定	BBB-/负面
浙江联达化纤有限公司	BBB+/稳定	BBB-/负面
集合票据担保人	主体长期信用等级	
中债信用增进投资股份有限公司	AAA	

跟踪评级时间：2014 年 7 月 30 日

分析师

李小建 赵楠 周天 靳晓龙

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。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。

跟踪期内，杭州东方文化园旅业集团有限公司（以下简称“东方文化园”）收入、利润保持较快增长，资本公积大幅增加，所有者权益的稳定性提升，抗风险能力进一步增强，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）将其主体长期信用等级由 A⁺调整为 A，评级展望为稳定；浙江华欣新材料股份有限公司（以下简称“华欣新材料”）受行业景气度下滑影响，收入规模下降，盈利能力下滑，债务负担加重，整体抗风险能力下降，联合资信将华欣新材料主体长期信用等级由 BBB 调整为 BBB⁻，评级展望由稳定调整为负面；浙江联达化纤有限公司（以下简称“联达化纤”）债务负担加重，对外担保规模大，担保比率高，存在或有负债风险，联合资信维持联达化纤主体长期信用等级为 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“中债增进公司”）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，中债增进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。本期集合票据采用区域集优模式发行，得到了政府的大力支持，发展基金的设立对发行人偿债风险提供保障。

综合分析，“12 杭州 SMECNII001”不能按期还本付息的风险很低，联合资信维持“12 杭州 SMECNII001”信用等级为 AAA。

优势

1. 中债增进公司担保实力很强，其担保对本期集合票据信用水平提升作用大。
2. 本期集合票据采用区域集优模式发行，得到了政府的大力支持，发展基金的设立对发行人偿债风险提供保障。
3. 东方文化园收入、利润保持较快增长，资本公积大幅增加，所有者权益的稳定性提升，抗风险能力进一步增强。

关注

1. 本期集合票据的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。
2. 跟踪期内，受行业景气度下滑影响，华欣新材料盈利能力下降，债务负担加重。
3. 跟踪期内，联达化纤债务负担加重，对外担保规模大，担保比率高，存在或有负债风险。

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）与浙江省杭州市 2012 年度第一期区域集优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 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司《关于浙江省杭州市 2012 年度第一期区域集优中小企业集合票据的跟踪评级安排》进行本次定期跟踪评级。

二、本期集合票据基本情况

“12 杭州 SMECNII001”由杭州市人民政府委托杭州市人民政府金融办公室牵头组织，联合 3 家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。“12 杭州 SMECNII001”于 2012 年 12 月 24 日发行，发行总额为人民币 5 亿元（集合票据发行人和发行额度见表 1），期限为 3 年，采用固定利率支付方式付息。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“12 杭州 SMECNII001”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“12 杭州 SMECNII001”发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

表 1 “12 杭州 SMECNII001”发行人及发债额度

债券发行人		发债额度（亿元）
1	杭州东方文化园旅业集团有限公司	2.00
2	浙江华欣新材料股份有限公司	2.00
3	浙江联达化纤有限公司	1.00
合计		5.00

资料来源：联合资信整理

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）就“12 杭州 SMECNII001”存续期限内发行人应偿付的 5.00 亿元本金及其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。中债增进公司的责任以“12 杭州 SMECNII001”的实际募集资金额及相应票面利息为限。

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，贷款基准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、行业及区域经济环境

1. 中小企业发展概况

中小企业是国民经济和社会发展的重要组成部分，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。

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

从外部发展环境看，自改革开放以来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的快速发展。但值得注意的是，有别于大型企业，中小企业

一般业务结构相对单一，难以实行多元化经营，经营风险相对集中，一定程度上加大了企业的经营风险，其对宏观经济环境有着更强的敏感性。

2011 年以来，原材料价格上涨、劳动力成本上升、国际市场动荡不定的多重压力以及融资更加艰难等因素，使国内中小企业步履维艰。主要表现为：

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

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

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

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

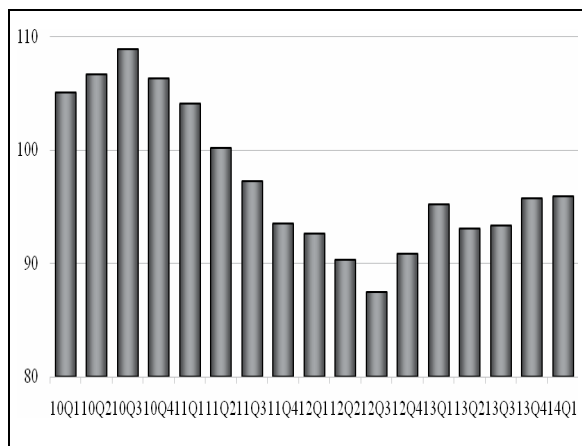
五是企业面临用工缺口。近年来，企业结构性“用工荒”已经从珠三角、长三角等经济发达地区波及主要的内陆省份，招工难已由地区性、季节性难题，演变为普遍性、常态化的难题。

六是一些资源消耗高、环境污染大的中小企业面临十分紧迫的调整转型升级压力，部分

中小企业基础差，管理粗放，创新能力不强，难以适应经济形势变化和转型升级步伐加快的要求，不少中小企业处于不转型难生存、想转型没能力的窘迫境地。

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

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。

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。

银监会近日下发《关于2014年小微企业金融服务工作的指导意见》，明确要求银行业金融机构单列年度小微企业信贷计划，即表示“单列信贷计划，确保实现两个不低于目标，即小微企业贷款增速不低于各项贷款平均增速、增量不低于上年同期水平”，并要求适度提高小微企业不良贷款容忍度。

2014年4月，税务总局发布《关于扩大小型微利企业减半征收企业所得税范围有关问题的公告》（国家税务总局公告2014年第23号），将核定征收小微企业纳入享受所得税优惠征税范围，明确了小微企业减半征税管理方式、预缴

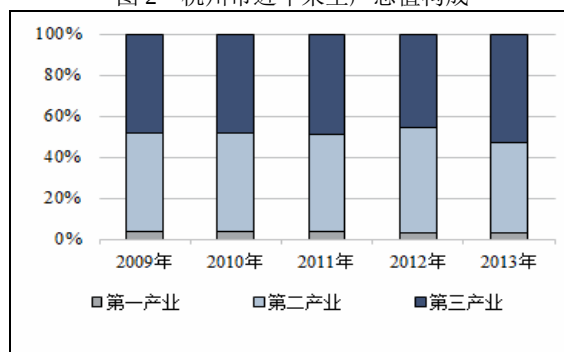
办法、汇算清缴、政策衔接等内容。

3. 区域经济发展概况

(1) 杭州市经济运行情况

杭州市是浙江省省会和经济、文化、科教中心，是长江三角洲中心城市之一，也是国家历史文化名城和重要的风景旅游城市。杭州市经济一直保持快速发展，全市生产总值连续18年实现两位数增长。

图2 杭州市近年来生产总值构成



资料来源：杭州市统计局

根据2013年杭州市国民经济和社会发展统计公报数据，2013年杭州市实现地区生产总值（GDP）8343.52亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%。其中：第一产业增加值265.42亿元，第二产业增加值3661.98亿元，第三产业增加值4416.12亿元，分别增长1.5%、7.4%和9.0%。三次产业结构由上年的3.3：45.8：50.9调整为2013年的3.2：43.9：52.9。

(2) 区域政策环境

2013年9月，浙江省出台《关于促进小微企业转型升级为规模以上企业的意见》（浙政办[2013]118号），该意见提出：以科学发展观为指导，以提升小微企业发展质量和效益为中心，以现有年主营业务收入500—2000万元规模以下的小微企业为重点，尊重市场主体意愿，加强分类指导和服务，通过积极培育扶持一批、改造提升一批、引导促进一批，全面完成3年培育10000家“小升规”企业的目标任务。主要通过加大税费政策扶持、加大财政资金支持、强化融资支持和加强公共服务等方面提供支持。

2013年11月,杭州市政府办公厅颁发《关于支持中小企业发债融资有关工作的通知》(杭政办函[2013]181号),旨在进一步鼓励、引导杭州市中小企业在银行间债券市场发行区域集优债(中小企业集合票据)、短期融资券、中期票据和在证券交易所债券市场发行中小企业私募债,优化企业债务结构,降低企业融资成本,助推中小企业发展。对于中小企业,给予适当补贴,2013-2015年期间,中小企业发行债务融资工具且实际发债额度单户单次不超过3亿元的,给予适当补贴。其中:发行短期融资券、中期票据的,按发行金额的0.1%给予费用补贴,单次补贴金额的最高上限分别为20万元和30万元;发行中小企业私募债的,按发行金额的0.2%给予费用补贴,单次补贴金额的最高上限为40万元;两家以上中小企业集合式发行区域集优债(中小企业集合票据),且未由财政性基金提供增信的,按各自发行金额的0.25%给予费用补贴,单户单次补贴金额的最高上限为50万元。

总体看,浙江省及杭州市一系列中小企业发展促进措施及政策的颁布实施,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

表2 各发行人主体长期信用等级

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
杭州东方文化园旅业集团有限公司	A/稳定	A/稳定
浙江华欣新材料股份有限公司	BBB/稳定	BBB/负面
浙江联达化纤有限公司	BBB/稳定	BBB/负面

资料来源:联合资信整理

跟踪期内,联合资信对“12杭州 SMECNII001”的3家发行人的主体长期信用进行了跟踪分析(详见以下各发行人主体长期信用分析)。跟踪期内,杭州东方文化园旅业集团有限公司(以下简称“东方文化园”)收入、利润保持较快增长,资本公积大幅增加,所有者权益的稳定性提升,抗风险能力进一步增强,

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)将其主体长期信用等级由A⁻调整为A,评级展望为稳定;浙江华欣新材料股份有限公司(以下简称“华欣新材料”)受行业景气度下滑影响,收入规模下降,盈利能力下滑,债务负担加重,整体抗风险能力下降,联合资信将华欣新材料主体长期信用等级由BBB调整为BBB⁻,评级展望调整为负面;浙江联达化纤有限公司(以下简称“联达化纤”)债务负担加重,对外担保规模大,担保比率高,存在或有负债风险,联合资信维持联达化纤主体长期信用等级为BBB⁻,评级展望调整为负面。

1. 杭州东方文化园旅业集团有限公司

(1) 主体概况

杭州东方文化园旅业集团(以下简称“公司”或“东方文化园”)有限公司是由浙江中强建工集团有限公司、浙江广通房地产集团有限公司、杭州市城市建设综合开发总公司和香港陈国忠先生共同出资组建的中外合资企业,经浙江省人民政府批准,于2000年1月11日取得外经贸浙府字[2000]9699号中华人民共和国台港澳侨投资企业批准证书,并于2000年1月18日取得国家工商行政管理局核发的企合浙杭总字第00300号《中华人民共和国企业法人营业执照》,注册资金3600万元。后经数次股权转让和股本扩充,截至2014年3月底,东方文化园注册资本为8200万元,股权结构为徐关祥出资820万元、持股比例为10%,徐关兴出资4100万元、持股比例为50%,徐利尧出资1640万元,持股比例为20%,徐红娟出资1640万元、持股比例为20%。截止至2014年3月底,徐关兴直接持有东方文化园50%的股权,是东方文化园的控股股东和实际控制人。

东方文化园经营范围为:实业投资,室内外园林艺术、人文景观游览服务;生产加工红豆杉茶杯、酒杯、牙签、筷子、收藏盒、保健枕、靠垫(限分支机构经营)。

截至2014年3月底,东方文化园下属子公

司 13 家，参股公司 1 家，关联方 5 家。其中相对于 2013 年底减少一家是因为 2013 年 11 月，子公司桐庐海博大酒店有限公司合并到子公司杭州东方文化园桐庐旅业开发有限公司（以下简称“桐庐旅业”），目前，桐庐旅业的注册资本为 11000 万元，股本结构为：东方文化园出资 9900 万元，持股 90%，洪吾德出资 1100 万元，持股 10%。

东方文化园注册地址：杭州市萧山区义桥镇东方文化园；法定代表人：徐关兴。

（2）管理分析

跟踪期内东方文化园法人治理结构，管理制度以及管理层并无变化情况。

（3）政府支持

在财政补助方面，2011 年~2014 年一季度，东方文化园分别获得财政补助和政府奖励 214.43 万元、268.87 万元、239.68 万元以及 317.65 万元（主要系杭州市旅游西进、旅游综合体、旅游项目投资等方面的补助）。

（4）经营分析

2013 年，东方文化园主营业务收入合计 150291.75 万元，较 2012 年增长 55.27%，其主要原因是公司商品贸易业务收入增加以及商品房销售在 2013 年确认 1.80 亿元收入。从收入结构来看，2013 年收入结构有所变化，商品贸易的收入比重加大。其中商品贸易一直是公司的最主要业务，2013 年销售收入占 54.26%，较上年增长 3.14 个百分点；文化旅游占 26.26%，

较上年减少了 10.79 个百分点；市场经营开发占 6.94%，其他业务占比 12.53%，其他业务收入占比大幅上升的原因是 2013 年有 1.80 亿元的商品房销售确认收入。2014 年 1~3 月，东方文化园实现主营业务收入 25991.17 万元，文化旅游占 36.10%，占比继续下降；商品贸易收入占比略下降至 53.07%。

毛利率方面，2013 年东方文化园主营业务毛利率 34.92%，较上年下降 9.21 个百分点。2011~2013 年，文化旅游板块的毛利率均保持在 80% 以上，市场经营开发板块的毛利率随着商铺出租率的增加而连年上升，商品贸易板块的毛利率则表现比较稳定，始终保持在 10.50% 以上。近三年，东方文化园整体毛利率维持在 30% 以上。2013 年，主营业务的毛利率则由于商品贸易板块收入占比的增加以及其他业务板块的毛利率下降而继续下降。2013 年，东方文化园整体毛利率 34.92%，文化旅游、商品贸易、市场经营开发的毛利率分别为 80.31%、10.93% 和 81.13%，文化旅游板块是公司利润的最大来源。

2014 年 1~3 月，东方文化园实现主营业务收入 25991.17 万元，是 2013 年全年 19.66%；毛利率方面，整体毛利率的水平保持在一个稳定的水平，除其他业务外各个板块毛利率变化不大。2014 年 1~3 月，东方文化园毛利率较 2013 年增长了 9.34 个百分点，其原因是其他业务收入中毛利率较低商品房销售部分未确认收入。

表 3 2011 年~2014 年一季度东方文化园经营情况（单位：万元）

业务板块	主营业务收入				主营业务毛利率			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
文化旅游	27551.63	35859.57	39461.56	9381.93	81.58%	80.77%	80.31%	82.08%
市场经营开发	10042.82	10164.95	10430.15	2392.68	70.29%	75.62%	81.13%	82.41%
商品贸易	34363.86	49490.03	81562.71	13792.73	10.54%	10.70%	10.93%	10.96%
其他业务	1100.92	1281.92	18837.33	423.83	67.12%	59.98%	17.55%	75.29%
合计	73059.23	96796.47	150291.75	25991.17	46.40%	44.13%	34.92%	44.26%

资料来源：东方文化园提供

2013 年, 东方文化园文化旅游板块的收入占主营业务收入的26.26%。目前, 文化旅游板块的收入主要为东方文化园景区收入(含东方文化园门票、寺庙、康乐中心、水世界等)以及酒店收入(含客房、餐饮等)。2013年收入同比增长了10.04%。2013年, 文化旅游板块的收入为39461.56万元, 其中景区和酒店分别占26.23%和73.77%, 文化旅游的毛利率则相对保持稳定, 维持在80%以上, 其中景区和酒店的毛利率均保持稳定。2014年1~3月, 文化旅游板块收入9381.93万元, 是2013年全年的23.77%, 毛利率上升了1.77个百分点, 主要是酒店毛利率有所上升导致。

从景区游客量上看, 2013年, 杭州东方文化园散客和团队游客量分别为21486人次和1220145人次, 同比减少18.86%和1.63%, 总体同比减少1.97%, 游客主要以团队游客为主。2014年一季度, 散客和团队游客量分别同比增加了50.78%和11.31%, 总体上同比增加了14.14%。

表 4 2011~2014 年 1~3 月景区游客量

(单位: 人次)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
散客	26379	26479	21486	15698
团队	1209665	1240137	1220145	56982
合计	1236044	1266616	1241631	72680

资料来源: 东方文化园提供

东方文化园负责市场开发经营的实体是杭州杨岐投资有限公司, 杭州杨岐投资有限公司主要负责经营开发和建设的市场杭州玖宝精品服装城。2013 年, 市场经营开发板块的收入变化不大, 其毛利率同比增长了 5.51%, 其原因主要是由于服装城近几年的结构调整(商铺结构调整导致商铺数量以及出租率的增加以及服装城四楼于2013 年业态调整为精品展厅)造成的市场经营成本不断下降所致, 2013 年市场经营板块营业成本同比下降 20.58%, 2013 年服装城在结构调整后商铺数量和出租率均有所上升。2014 年 1~3 月服

装城收入占 2013 年全年的 22.94%, 经营状况良好。截至 2014 年 3 月底, 服装城的毛利率较 2013 年全年上升了 1.28 个百分点。

2013 年商品贸易销售收入同比增长了 64.81%, 达到 81562.71 万元。其主要原因是东方文化园逐年增加建筑材料的销售, 同时食用植物油市场板块的复苏所致。从毛利率来看 2013 年, 商品贸易的毛利率为 10.93%, 同比小幅上升。2014 年 1~3 月, 东方文化园商品销售收入是 13792.73 万元, 为 2013 年全年的 16.91%。其毛利率有所上升了 0.03 个百分点, 达到 10.96%。

东方文化园房地产板块主要是由奇景家苑和唐郡项目构成, 分别由杭州百年坊房地产开发有限公司与杭州东方文化园桐庐旅业开发有限公司开发。百年坊房地产开发公司的“奇景家园”项目于2014年6月交房, 尚余16套排屋约5000平米在销售中。桐庐旅业开发有限公司的“唐郡”项目已进入收尾阶段, 一期23套于2014年6月可以交付, 二期正在进行道路、绿化的施工, 预计到2014年12月底完工。商品房销售收入2013年底为1.80亿元, 较2012年0.03亿元大幅增加。

东方文化园目前无在建项目, 但由于东方文化园太虚湖酒店大型会务、会展较多, 现有客房满足不了需求, 东方文化园未来计划再扩建700间客房, 一个大型会议厅, 预计投资3.00亿元, 目前正在筹划前期审批工作, 此项目预计2015年投入2.20亿元, 2016年投入0.80亿元。

总体看, 跟踪期内, 东方文化园文化旅游收入保持平稳增长, 得益于商品贸易大幅增长和房地产业务确认收入, 东方文化园整体收入实现较大幅度增长。

(5) 财务分析

东方文化园提供的 2013 年财务报表已经由浙江中际会计师事务所有限公司审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。2014 年一季度财务数据未经审计。

i. 盈利能力

东方文化园 2013 年实现主营业务收入

150291.75 万元，较上年上升了 55.27%，主要系商品贸易销售收入大幅增加所致。2014 年 1~3 月，东方文化园实现营业收入 25991.17 万元，较上年同期上升 6.56%。

2013 年，东方文化园期间费用为 28244.29 万元，同比上升 17.43%，主要是由于财务费用同比上升 41.27% 所致。2013 年期间费用率为 17.79%，但因为营业收入的大幅上升，期间费用率较上年同期下降了 6.06 个百分点。

2013 年，东方文化园利润总额较上年上升了 24.00%，为 21722.78 万元，利润总额的上升主要系营业收入大幅增加所致。2014 年 1~3 月，利润总额为 5050.99 万元。

从盈利指标来看，2013 年东方文化园营业利润率为 32.66%，较上年下降 9.03 个百分点；总资产收益率和净资产收益率分别为 8.33% 和 8.74%，较上年同期分别上升 0.12 和下降 7.19 个百分点。2014 年 1~3 月，东方文化园营业利润率为 41.66%，仍保持较高水平。

总体看，随着东方文化园文化旅游产业收入稳步增长，商品贸易板块业务的调整以及市场经营开发业务商铺出租率的增加，东方文化园的营业规模逐年扩大，营业收入大幅增长，经营业绩良好。

② 现金流及保障

2013 年东方文化园经营活动产生的现金流入量为 143130.58 万元，同比上升 13.75%，主要系其营业收入的扩大，导致销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。受 2013 年存货金额同比增加影响，2013 年东方文化园购买商品、接受劳务支付的现金较上年增长 24.58%，同时支付各项税费同比增加了 53.49%，导致经营活动现金流出量同比增长 39.84%。2013 年东方文化园经营活动现金净流量为 17802.81 万元，较 2012 年减少 50.83%。2013 年现金收入比为 84.50%，较上年同期大幅下降 28.93 个百分点，主要系 2013 年东方文化园应收类款项较多的商品贸易板块营业收入占比大幅上升所致。

从投资活动来看，2013 年东方文化园现金流

出量为 30644.61 万元，主要为购建固定资产和无形资产支付的现金。近两年东方文化园投资活动产生的现金流量均表现为净流出，且净流出规模较大，2013 年为 -13039.78 万元，较上一年同期下降了 59.75%，其主要原因是收回投资收到的现金大幅增加 15975.00 万元，主要收回长期债权投资收到的现金。

筹资活动方面，2013 年东方文化园筹资活动现金流入规模同比减少了 14.77%，主要为取得借款收到的现金。东方文化园筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，由于偿还债务支付的现金同比大幅增加了 31.37%，筹资活动现金净流量为 -43661.08 万元。

总体看，跟踪期内，东方文化园经营活动获现能力下降，经营活动产生现金能够满足投资活动需求，对外筹资压力小。

③ 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，东方文化园资产总额为 424112.53 万元，其中，流动资产占 29.72%，非流动资产占 70.28%。东方文化园流动资产以货币资金、存货、预付账款和其他应收款为主，东方文化园非流动资产以投资性房地产和固定资产为主。

截至 2013 年底，东方文化园货币资金波动中有所下降，同比减少 60.88%，下降的主要原因是其他货币资金的大幅减少。2013 年底，东方文化园货币资金 25031.79 万元，主要以银行存款为主（占比 74.40%）。

截至 2013 年底，东方文化园应收账款同比增加了 106.21% 至 8414.25 万元。从应收账款账龄情况来看，一年以内的占 91.83%，1~2 年的占 6.69%、2 年以上占 1.47%，东方文化园 2013 年计提坏账准备 39.11 万元，占比 0.46%。账龄分布合理。应收账款中前五大欠款单位欠款占比 73.15%，分别为浙江新农都实业有限公司、益海嘉里（重庆）粮油有限公司、浙江恒天粮食有限公司、杭州嘉纳建材有限公司、杭州滨江房产集团衢州置业有限公司，集中度较高。

截至 2013 年底东方文化园其他应收款为 20797.15 万元，同比上升了 136.98%，主要为应收关联方浙江中强实业有限公司余额 6792.13 万元、杭州百年坊房地产开发有限公司 3126.40 万元以及浙江新农都实业有限公司 3043.17 万元。其他应收款账龄在 1 年以内的占 91.15%，1~2 年的占 6.21%，2~3 年的占 0.22%，3 年以上的占 2.42%，东方文化园计提坏账准备 495.04 万元，占比 2.38%。

截至 2013 年底东方文化园预付款项为 22822.97 万元，同比上升了 366.20%，主要为预付萧山区财政局的土地拍卖款余额 1834.64 万元。其他应收款账龄在 1 年以内的占 95.38%，1~2 年的占 4.03%，2~3 年的占 0.35%，3 年以上的占 0.24%。

截至 2013 年底东方文化园存货为 48503.02 万元，主要由开发成本（占 71.55%）、库存商品（占 20.21%）和开发产品（占 1.88%）构成。存货较上年增长 6.59%，主要是东方文化园开发房地产项目奇景家苑以及东方雨水涧旅游度假区-唐郡项目增加开发成本 2879.65 万元。

截至 2013 年底东方文化园固定资产规模为 79973.57 万元，同比下降 26.21%，主要是房屋及建筑物的减少，杭州杨岐投资有限公司根据董事会决定，将位于杭州德胜东路 3678 号中国四季青服装交易中心 1 幢地上 1 至 4 层用于出租的地产，于 2013 年 12 月 31 日转为公允价值模式计量的投资性房地产核算，转换前该地产分别在固定资产和无形资产核算。

截至 2013 年底，东方文化园投资性房地产同比增加 160944.15 万元，主要是四季青服装交易中心 1 幢地上 1 至 4 层商业地产的增加值。本房产位于杭州市江干区德胜东路 3678 号中国四季青服装交易中心 1 幢 1 至 4 层及地下一层，均为商铺，1-4 层建筑面积为 65518.93 平方米，地下室建筑面积 16209.94 平方米，房屋及其附属物账面原值 34461.13 万元，土地账面原值 14196.17 万元。根据浙江天资产评估有限公司出具的天平评[2013]0248 号资产评估报

告，确认该地产公允价值为 160944.15 万元。

截至 2013 年底，东方文化园在建工程同比下降 25.00%，主要系太虚湖假日酒店建筑投资的减少以及桐庐旅业室外工程的完工所致。截至 2013 年底，东方文化园无形资产同比增加 51.19%，主要系杭州杨岐投资有限公司转投资性房地产核算 14196.17 万元，中国杭州四季青服装发展有限公司退回土地款摘牌款 421.23 万元。同期，注册商标转让减少。

截至 2014 年 3 月底，东方文化园资产总额为 422130.36 万元，其中，流动资产占 29.59%，非流动资产占 70.41%，资本构成变化不大。总体来看，东方文化园资产以非流动资产为主，非流动资产中以投资性房地产和固定资产为主，资产整体质量一般。

所有者权益

截至 2013 年底，东方文化园所有者权益同比增长 130.68%，主要系杭州杨岐投资有限公司期末用于出租的房屋建筑物及土地转换为公允价值模式计量的投资性房地产核算而导致的资本公积增长，截至 2013 年底，东方文化园未分配利润 64706.12 万元，同比增长 31.76%。截至 2014 年 3 月底，东方文化园所有者权益继续增长 2.13%。2014 年 3 月底，股本及资本公积共占所有者权益的 58.44%，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2013 年底，东方文化园负债总额为 233076.75 万元，其中，流动负债占 36.58%，非流动负债占 63.42%。负债总额同比上升 1.39%，同比变化不大，但是负债结构同比变化较大，流动负债比重大幅下降，其中，应付票据同比减少 88.00%，主要原因是应付票据兑付。而非流动负债比重大幅上升，主要是长期应付款及递延所得税负债的增加，长期应付款主要是杭州太虚湖假日酒店有限公司与中国金融租赁有限公司于 2013 年 12 月 23 日签订融资租赁款项；递延所得税负债主要是公允价值计量投资性房地产变动差额，计提预计递延所得税负债 3.06 亿元。受此因素以及

所有者权益大幅增加影响，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 54.96%、33.45% 和 42.34%，分别同比下降 18.56、17.61 和 25.16 个百分点，债务指标明显下降。

截至 2014 年 3 月底，东方文化园负债总额为 227185.16 万元，其中，流动负债占 35.97%，非流动负债占 64.03%。受益于所有者权益的增加，东方文化园资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 53.82%、32.45% 和 41.81%，整体债务负担有所减少。

整体看，东方文化园债务规模稳定，债务负担一般；长期期债务占比高，资金周转压力小，东方文化园所有者权益以资本公积为主，所有者权益构成稳定性一般。

④偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2013 年底，东方文化园流动比率、速动比率均较上年大幅提升，分别为 147.82% 和 90.93%。截至 2014 年 3 月底，上述指标分别为 152.83% 和 94.67%。2013 年，东方文化园经营现金流动负债比为 20.88%，较上年有所下降。经营性现金流对流动负债保障能力有所下降，总体看，东方文化园短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2013 年东方文化园 EBITDA 为 41186.05 万元，较 2012 年下降明显，东方文化园 2013 年全部债务/EBITDA 指标上升至 3.41 倍。东方文化园 2013 年的 EBITDA 利息倍数为 3.78 倍，较上一年下降明显。整体看，东方文化园长期偿债指标有所下降，东方文化园对全部债务保护能力一般。

⑤存续期债券保障能力分析

东方文化园于 2012 年参与发行“12 杭州 SMECNII001”，东方文化园发行 20000 万元，存续债券每年付息一次。

截至 2013 年底，东方文化园现金类资产为 25496.79 万元，为存续债券的 1.28 倍；截至 2014 年 3 月底，东方文化园现金类资产为 24554.38 万元，为存续债券的 1.23 倍；现金类资产对存续债券的保障能力较好。2013 年东方文化园实现 EBITDA 41186.05 万元，为存续债券的 2.06

倍，EBITDA 对存续债券的保障能力较好；2013 年东方文化园经营活动现金流入量为 143130.58 万元，为存续债券的 7.16 倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较好。2013 年东方文化园经营活动现金流量净额为 17802.81，为存续债券的 0.89 倍，经营活动现金净流量对存续债券的保障能力一般。

截至 2014 年 3 月底，东方文化园对外提供的担保余额为 30750 万元，全部为信用担保，担保比率为 15.80%，被担保单位经营正常，对外担保比率较高，存在一定的或有负债风险。截至 2014 年 3 月底，东方文化园分别为浙江省农村发展集团有限公司向工行杭州之江支行借款 19000 万元、浙江新农都实业有限公司向中行萧山汽车城支行借款 11750 万元提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

截至 2014 年 3 月底，东方文化园共获得银行授信额度 162315 万元，已使用金额为 149315 万元，未使用额度为 13000 万元，东方文化园具备间接融资渠道。

⑥过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

⑦抗风险能力

近年来，随着居民收入的不断提高及消费结构的升级，文化旅游等行业近年来实现了较快的发展。但同时，联合资信也关注到旅游行业易受到宏观经济的影响、商品贸易板块油脂价格波动较大等因素对东方文化园的经营造成的不利影响。从中长期来看，随着东方文化园对现有资源的进一步整合，东方文化园产业集聚相应将显现。跟踪期内，公司所有者权益大幅增长使公司的债务指标有所降低，公司财务弹性有所增强，资产结构优化，同时公司各个经营板块收入均有所增加，使公司的抗风险能力有所加强。

(5) 结论

综合考虑，联合资信将东方文化园主体长

期信用等级由A⁻调整为A，评级展望为稳定。

2. 浙江华欣新材料股份有限公司

(1) 主体概况

浙江华欣新材料股份有限公司（以下简称“华欣新材料”）前身系杭州华欣纺织有限公司，由自然人曹阿罗、曹欣建和徐兴娟共同投资组建，于2001年9月11日在杭州市工商行政管理局萧山分局登记注册，注册资本1000万元。后经多次股权转让和增资，截至2014年3月底，华欣新材料注册资本19000万元，其中浙江华新控股集团有限公司出资9680万元，浙江卓景创业投资有限公司出资2000万元，浙江浙商产业投资基金合伙企业出资1500万元，其余注册资本由其他3家公司和5位自然人股东出资。华欣新材料控股股东为浙江华欣控股集团有限公司，华欣新材料实际控制人为曹欣羊先生。

华欣新材料目前经营范围包括：多色系环保纺织新材料的研发，化学纤维、纺织面料的开发、生产、销售，相关技术的咨询服务，经营进出口业务（国家法律法规禁止、限制的除外）。

华欣新材料注册地址：杭州市萧山区河庄街道同一村；法定代表人：曹欣羊。

(2) 管理分析

跟踪期内，华欣新材料组织结构、管理制度及主要高级管理人员无重大变化。

(3) 经营分析

华欣新材料主要生产有色涤纶长丝、聚酯切片和彩艳涤纶绣花线，2012年以来，有色涤纶长丝收入占主营业务收入75%以上。

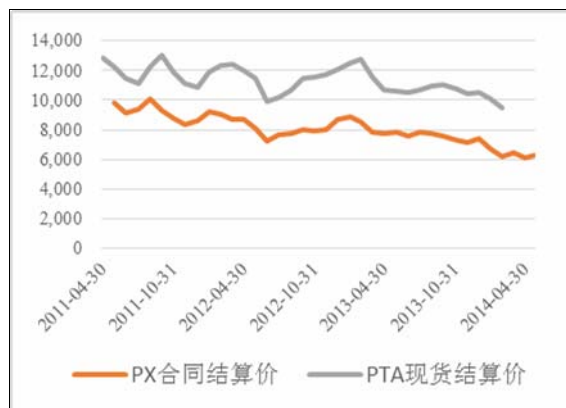
2013年，受市场价格和需求下滑影响，华欣新材料实现主营业务收入29.71亿元，较2012年下降10.40%。其中有色涤纶长丝实现收入25.15亿元，同比小幅增长1.00%；聚酯切片

实现收入2.47亿元，同比大幅下降56.67%；彩艳涤纶绣花线实现收入2.09亿元，同比下降18.36%；其他定制面料业务已于2011年底停产。2013年公司其他业务收入10.00亿元，主要是销售聚合纤维原材料MEG和PTA收入。

从毛利率上看，2013年，华欣新材料实现综合毛利率4.64%，较2012年下降4.35个百分点。2013年华欣新材料各分产品毛利率较2012年均较大的下滑，毛利率下滑的主要是由于各产品平均销售价格均有下降所致。

2014年1~3月，华欣新材料实现主营业务收入4.64亿元，为2013年全年的15.62%，当期实现综合毛利率4.53%，较2013年底小幅下降。从各分产品看，有色涤纶长丝和彩艳涤纶绣花线的毛利率均有所回升，聚酯切片产品的毛利率进一步下降至-5.97%，主要是由于固定成本摊销计入单位成本的金额较高，单位生产成本上升所致。

图3 2011年以来中国PTA、PX现货价格走势



资料来源：WIND 资讯

从采购上看，跟踪期内，华欣新材料供应商变动不大，台北兴业（宁波）有限公司、宁波恒逸贸易有限公司、GREAT WORLD LEADER LTD.、中化国际阿联酋等企业仍是公司主要供应商。华欣新材料前五位供应商合计采购金额占采购总额的71.24%，较2012年上升14.32个百分点，供应商集中度高。

表5 2011~2014年一季度华欣新材料主营业务板块经营情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2011 年			2012 年			2013 年			14 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色涤纶长丝	27.99	68.84	8.42	24.90	75.09	8.53	25.15	84.65	4.06	3.71	79.96	5.39
聚酯切片	10.48	25.76	4.82	5.70	17.19	4.77	2.47	8.31	0.40	0.67	14.44	-5.97
彩艳涤纶绣花线	2.15	5.30	22.87	2.56	7.72	22.82	2.09	7.03	17.22	0.26	5.60	23.08
其他定制面料	0.04	0.10	-107.00									
合计	40.67	100.00	8.14	33.16	100.00	8.99	29.71	100	4.64	4.64	100	4.53

资料来源: 华欣新材料提供

表6 华欣新材料 2013 年主要供应客户

供应商名称	采购原料/商品名称	年采购量(万元)	占总采购量比例
台化兴业(宁波)有限公司	PTA	126404.00	30.16%
GREAT WORLD LEADER LTD.	PTA	60773.19	14.50%
逸盛大化石化有限公司	PTA	57378.57	13.69%
中化国际阿联酋	MEG	33904.90	8.09%
宁波恒逸贸易有限公司	PTA	20106.43	4.80%
合计		298567.09	71.24%

资料来源: 华欣新材料提供

跟踪期内, 华欣新材料聚酯切片产能未发生变化, 产量受下游需求下滑以及华欣新材料产品结构调整影响继续大幅下降, 2013年为28123.03吨, 同比下降57.44%; 有色涤纶长丝产量保持稳定, 2013年为221208.68吨, 同比小幅增长0.46%; 彩艳涤纶绣花线产量同比下降9.36%, 2013年为11759.03吨。2014年1~3月, 华欣新材料聚酯切片、有色涤纶长丝和彩艳涤纶绣花线分别实现产量8777.61吨、37286.52吨

和1813.80吨。其中有色涤纶长丝和彩艳涤纶绣花线产量较低, 主要是由于春节车间停产和由于资金紧张, 部分车间开工率低所致。

华欣新材料产品主要采用直销方式销售, 保持较高的产销率, 2013年, 华欣新材料聚酯切片、有色涤纶长丝和彩艳涤纶绣花线产销率分别为104.91%、101.68%和92.71%。

2013年, 受市场需求下降以及原材料价格回落影响, 华欣新材料主要产品销售价格呈不同程度下降, 其中聚酯切片单位平均价格由8674.30元/吨下降至8379.49元/吨, 同比下降3.40%; 有色涤纶长丝单位平均价格11183.83元/吨, 同比下降2.91%; 彩艳涤纶绣花线单位平均价格19128.68元/吨, 同比下降1.05%。2014年1~3月, 聚酯切片、有色涤纶长丝和彩艳涤纶绣花线单位平均价格分别为7370.99元/吨、9976.56元/吨和17564.53元/吨, 均较2013年均价进一步下降。

表7 华欣新材料主要产品产销情况

(单位: 吨, 吨, %, 元/吨)

产品	项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
聚酯切片	产能	180000.00	180000.00	180000.00	45000.00
	产量	103573.66	66073.75	28123.03	8777.61
	销量	102477.11	65686.02	29504.78	9060.09
	产销率	98.94	99.41	104.91	103.22
	单位平均价格	10224.87	8674.30	8379.49	7370.99
有色涤纶长丝	产量	236900.14	220193.38	221208.68	37286.52
	销量	230705.09	216189.30	224920.68	37175.27
	产销率	97.38	98.18	101.68	99.70
	单位平均价格	12133.55	11518.90	11183.83	9976.56
彩艳涤纶绣花线	产量	12615.97	12974.17	11759.03	1813.80
	销量	10700.92	13218.20	10902.20	1453.95
	产销率	84.82	101.88	92.71	80.16
	单位平均价格	20134.44	19331.00	19128.68	17564.53

资料来源: 华欣新材料提供

总体看, 2013年, 受市场价格和需求下滑影响, 华欣新材料主营业务收入和毛利率水平下降; 2014年一季度公司总体毛利率水平小幅下降。

(4) 募集资金使用情况

华欣新材料 2012 年 12 月 24 日参与发行“12 杭州 SMECNII001”, 募集资金 2 亿元, 期限 3 年, 其中 1 亿元用于补充营运资金, 1 亿元用于偿还银行贷款。目前募集资金已按规划投入使用。

(5) 财务分析

华欣新材料2013年财务报表经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。华欣新材料2014年一季度财务数据未经审计。

截至 2013 年底, 华欣新材料合并资产总额 37.59 亿元, 所有者权益 8.76 亿元; 2013 年, 华欣新材料实现营业收入 39.71 亿元, 利润总额-0.97 亿元。

截至 2014 年 3 月底, 华欣新材料合并资产总额 36.19 亿元, 所有者权益 8.53 亿元; 2014 年 1~3 月, 华欣新材料实现营业收入 6.22 亿元, 利润总额-0.26 亿元。

①盈利能力

2013年华欣新材料实现营业收入39.71亿元, 较2012年增长4.78%。2013年华欣新材料营业成本增长10.58%, 至38.76亿元, 同期华欣新材料营业利润率快速下降至2.32%。2013年, 受成本快速增长影响, 华欣新材料营业利润合计-0.99亿元。

跟踪期内, 华欣新材料期间费用占比由2012年的5.68%下降至2013年的4.97%, 主要为财务费用减少所致。2013年华欣新材料营业外收入804.78万元, 主要为政府补贴、增值税返还和无形资产处置利得。

从盈利指标看, 受成本快速增长影响, 2013年总资本收益率和净资产收益率分别为0.26%和-7.79%, 较上年分别下降4.48个百分点和14.44个百分点。

2014年1~3月, 华欣新材料实现营业收入6.22亿元, 为2013年全年的15.67%, 营业利润率0.99%, 较2013年下降1.33个百分点, 主要是产品销售价格下降所致, 利润总额-0.26亿元。

跟踪期内, 华欣新材料收入小幅增长, 受市场价格下滑影响, 利润总额和各项盈利指标均明显下降, 总体盈利能力下滑。

②现金流及保障

2013年, 华欣新材料销售商品和提供劳务收到的现金为33.72亿元, 同比增长22.62%。2013年经营活动产生的现金流入量为37.18亿元, 同比增长25.38%。2013年华欣新材料现金收入比上升至84.92%, 但仍处于较低水平, 2014年一季度为95.56%, 华欣新材料现金收入比较低, 主要是华欣新材料部分产品销售采用票据结算并背书用于采购所致。2013年, 华欣新材料收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款、政府补贴等。2013年和2014年一季度, 华欣新材料经营活动产生的现金流净额分别为-0.15亿元和0.51亿元。

2013年华欣新材料投资活动现金流入及流出分别为0.32亿元和0.16亿元。2013年投资活动现金流入主要是收回理财产品, 投资活动现金流出全部是购建固定资产等支付的现金, 投资活动现金流量净额为0.16亿元。2014年一季度, 投资活动现金流量净额为-0.01亿元。

筹资活动方面, 2013年华欣新材料筹资活动现金流入及流出分别为34.72亿元和36.78亿元, 与2012年基本持平; 2013年华欣新材料筹资活动现金流入(流出)规模较大, 主要是使用大量短期借款以满足运营资金需求。2014年一季度, 华欣新材料筹资活动流量净额为-0.69亿元。

总体看, 华欣新材料经营活动现金流入、流出量均有所增长, 经营活动现金净流量较小, 投资活动规模下降, 筹资活动主要用以满足运营资金需求。

③资本、债务及所有者权益结构

截至2013年底, 华欣新材料资产总额合计

37.59亿元，较上年下降2.02%，主要是货币资金减少所致。其中，流动资产合计占62.41%，非流动资产合计占37.59%，资产结构与2012年基本持平。

截至2013年底，华欣新材料流动资产合计23.46亿元，较上年下降2.46%，主要是由于货币资金减少所致。

截至2013年底，华欣新材料货币资金8.87亿元，较2012年底减少12.87%，占流动资产的37.81%，华欣新材料货币资金中受限资金（保证金和质押的定期存款）合计8.62亿元；同期，华欣新材料应收票据0.12亿元，较上年下降69.75%。

截至2013年底，华欣新材料应收账款账面价值1.30亿元，较2012年减少12.70%，账龄在1年以内的占87.20%，1-2年的占6.11%，2-3年的占2.89%，3年以上的占3.80%。华欣新材料共计提坏账准备0.14亿元，坏账计提比率9.64%。

截至2013年底，华欣新材料预付款项1.45亿元，较2012年底增长11.21%。预付款主要为预付原材料采购款。华欣新材料其他应收款2.19亿元，较2012年增长48.14%，主要为往来款，其中1年以内的占67.91%，1-2年的占26.76%，计提坏账准备0.19亿元，坏账计提比率为8.10%。

截至2013年底，华欣新材料存货8.05亿元，占流动资产总额的34.31%，其中以原材料（占26.75%）、在产品（占19.45%）和库存商品（占43.45%）为主；存货较2012年小幅下降0.65%，华欣新材料共计提存货跌价准备0.14亿元，计提比率1.66%，计提比例较2012年有明显提高，但考虑到由于PTA、MEG等原材料和聚酯切片等产品近年来价格波动幅度较大，华欣新材料存货跌价准备计提比例较低。

截至2013年底，华欣新材料其他流动资产1.46亿元，为待抵扣的增值税进项税额和银行理财产品。

非流动资产方面，2013年华欣新材料非流动资产合计14.13亿元，较上年减少1.29%，非

流动资产构成与2012年基本相同。截至2013年底，华欣新材料固定资产11.13亿元，较上年减少3.25%。截至2013年底，华欣新材料在建工程1.80亿元，主要为多色系环保纺织新材料工程以及少量在安装设备项目等。

截至2014年3月底，华欣新材料资产总额36.19亿元，较2013年底减少3.73%，其中流动资产合计占61.34%，非流动资产合计占38.66%。流动资产占比下降，主要是由于货币资金减少所致。

截至2013年底，华欣新材料负债总额合计28.83亿元，与2012年基本持平，其中流动负债占90.73%，非流动负债占9.23%。

截至2013年底，华欣新材料流动负债26.17亿元，与2012年持平。其中，短期借款17.73亿元，较上年增长9.44%；应付票据5.13亿元，较上年减少8.96%；应付账款2.33亿元，较上年减少13.19%。

截至2013年底，华欣新材料非流动负债2.66亿元，较上年减少2.56%，包括长期借款0.50亿元、应付债券1.93亿元（12杭州SMECNII001）和其他非流动负债0.23亿元（为多色系环保纺织新材料生产项目专项资金）。

截至2014年3月底，华欣新材料负债总额合计27.66亿元，其中流动负债25.00亿元（占90.38%），非流动负债2.66亿元（占9.62%）。华欣新材料短期借款较上年末有所减少，为16.93亿元，减少4.53%，其他科目变化不大。

跟踪期内，华欣新材料有息债务规模基本稳定，2013年底为25.39亿元，其中短期债务占90.44%，长期债务占9.56%，以短期债务为主；2013年，华欣新材料资产负债率和全部债务资本化比率分别为76.69%和74.34%，分别较2012年底上升1.31个百分点和1.50个百分点；截至2014年3月底，华欣新材料有息债务24.25亿元，较2013年底下降4.49%，主要是由于短期借款的减少所致。2014年3月底，华欣新材料资产负债率和全部债务资本化比率分别为76.44%和73.99%；华欣新材料整体债务负担重。

截至2013年底,华欣新材料所有者权益合计8.76亿元,较2012年减少7.23%,主要是由于未分配利润减少所致。截至2013年底,在归属于母公司的所有者权益中,实收资本占22.02%,资本公积占36.02%,盈余公积占3.53%,未分配利润占38.43%。公司所有者权益稳定性一般。

截至2014年3月底,华欣新材料所有者权益合计8.53亿元,较2013年底下降2.69%,所有者权益构成中,未分配利润较2013年底减少7.11%,其它各项均无变化。

跟踪期内,华欣新材料资产规模小幅下降,资产以流动资产为主,流动资产中货币资金和存货占比较高,但货币资金中受限资金比例很高,资产流动性一般;华欣新材料债务以有息债务为主,债务规模保持稳定,债务负担重。

④偿债能力

从短期偿债指标看,截至2013年底,华欣新材料流动比率和速动比率分别为89.66%和58.90%,较2012年分别下降2.18和2.00个百分点;截至2014年3月底,华欣新材料流动比率和速动比率分别为88.78%和56.67%。2013年,华欣新材料经营现金流动负债比为-0.57%。总体看,华欣新材料负债以短期有息债务为主,货币资金中受限资金占比高,华欣新材料短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看,2013年华欣新材料EBITDA为0.42亿元,较2012年的2.29亿元快速下降。受EBITDA下降影响,2013年,华欣新材料EBITDA利息保护倍数下降至0.55倍,全部债务/EBITDA增长至60.12倍。整体看,华欣新材料长期偿债能力明显减弱。

截至2014年3月底,华欣新材料无对外担保。

截至2014年3月底,华欣新材料共获银行授信总额19.52亿元,未使用额度0.63亿元,具备一定间接融资渠道。

⑤存续债券偿债能力分析

截至2013年底,华欣新材料现金类资产为0.39亿元(已扣除受限资金8.62亿元),是存续

债券的0.20倍,现金类资产对存续债券的保障程度较差;2013年华欣新材料EBITDA为0.42亿元,是存续债券的0.21倍;2013年华欣新材料经营活动产生的现金流入为37.18亿元,为存续债券的18.59倍,华欣新材料经营活动产生的现金流入对存续债券保障程度高。

⑥过往债务履约情况

根据华欣新材料提供《企业信用报告》(机构信用代码:G1033010900171890B),截至2014年6月30日,华欣新材料无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

⑦抗风险能力

基于对华欣新材料经营和财务特点,华欣新材料所处行业发展状况的综合判断,跟踪期内,华欣新材料整体抗风险能力下降。

(5) 结论

基于对华欣新材料经营和财务状况的综合考虑,联合资信将华欣新材料主体长期信用等级由BBB调整为BBB⁻,评级展望由稳定调整为负面。

3. 浙江联达化纤有限公司

(1) 主体概况

浙江联达化纤有限公司(以下简称“联达化纤”)成立于2002年12月2日,原始注册资本5000万元。2003年8月,经杭州市萧山区对外贸易经济合作局萧山外经贸审(2003)116号文和浙江省人民政府颁发的外经贸浙府资浙杭字(2003)02237号批准证书批准,联达化纤通过股权并购方式,由原内资企业变更为合资经营公司。截至2014年3月底,联达化纤注册资本680万美元,其中香港富康国际有限公司持有联达化纤25%的股份,高联兴、高联生、高联岳、高联大分别持有联达化纤22.69%、20.69%、19.37%、9.26%的股份,浙江五联投资管理有限公司持有联达化纤3%的股份。四位自然人股东系兄弟关系,为联达化纤的共同实际控制人。

联达化纤经营范围包括聚酯熔体直纺涤纶

长丝以及化纤织物的生产和销售。

截至2014年3月底,联达化纤下设行政部、人力资源部、销售科、采购科、聚合部、制丝部、财务部等7个职能部门。目前,联达化纤在职员工745人。

联达化纤注册地址:浙江省杭州市萧山区南阳经济开发区;法定代表人:高联岳。

(2) 管理分析

跟踪期内,联达化纤管理体制、架构无重大变化。

(3) 经营分析

①经营概况

联达化纤收入主要来源于生产和销售聚酯切片、涤纶长丝(包括FDY、POY)等聚酯涤纶产品。联达化纤的其他业务主要是对原材料精对苯二甲酸(PTA)和乙二醇(MEG)的贸易(主要是MEG的贸易),其收入占比较小,

影响较小。

2013年,联达化纤实现营业收入20.33亿元,受聚酯涤纶价格下降幅度趋缓的影响,聚酯和涤纶的总体营业收入较2012年下降3.43%,下降幅度大幅收窄。2014年1~3月,联达化纤实现营业收入5.03亿元,占2013年全年的24.73%,较上一年同期大幅增长,其中由于原材料贸易活动的活跃导致其他板块在整体营收中占比大幅增加。从毛利率上看,2013年由于产品价格继续下跌,所以涤纶产品毛利率下降;由于联达化纤对设备进行技术改造,提高了生产效率,聚酯产品毛利率略有上升;由于原材料采购渠道的增加,采购价格的下降,导致贸易活动毛利率有较大幅度上升。2014年一季度,由于原材料价格降幅较大,因此产品毛利率进一步回升。

表8 2011~2014年一季度联达化纤经营情况(单位:万元、%)

产品	2011年		2012年		2013年		2014年1~3月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
聚酯	18607.08	1.49	14495.30	-0.31	15580.5	0.08	5174.96	0.21
涤纶	222368.05	7.77	170373.91	6.31	162956.8	4.46	25215.10	8.5
其他	50232.25	6.81	19708.40	1.5	24723.2	5.54	19880.27	4.99
合计	291207.38	7.20	204577.61	5.38	203260.5	4.26	50270.33	6.26

数据来源:联达化纤提供

②原材料采购

2013年联达化纤前5大供应商是台化兴业(宁波)有限公司、绍兴远东石化有限公司、great world leader ltd、meglobal international fze和宁波泰磊石化有限公司,前5大供应商的采购量占总采购量的86%,采购集中度上升,采购价格通过市场价格和合同优惠折让确定。

从采购量上看,跟踪期内,联达化纤根据自身生产及原材料贸易情况进行原材料的采购,2013年PTA及MEG的采购量较2012年有所波动。

从采购价格上看,跟踪期内,联达化纤对PTA和MEG的平均采购价格延续前两年的下

降趋势,成本不断降低。

表9 联达化纤近年原材料采购情况

(单位:吨、元/吨)

项目	PTA		MEG	
	采购量	采购价格	采购量	采购价格
2011年	202169	10062.23	93972	9432.70
2012年	192305	7180.17	65854	7247.69
2013年	175035	6968.00	71854	7012.00
14年1~3月	66645	5858.00	23634	6284.00

资料来源:联达化纤提供

③生产经营

2013年,联达化纤聚酯切片的产量为

19281 吨,较 2012 年增长 11.89%,涤纶长丝的产量为 184500 吨,与 2012 年基本持平。2014 年一季度联达化纤聚酯切片和涤纶长丝的产量分别为 5851 吨和 41919 吨,分别为 2013 年的 30.35%和 22.72%,较 2013 年同期均有所增长。

从产能利用率上看,2013 年聚酯切片的产能利用率小幅上升,2014 年一季度由于联达化纤调整生产,加大了聚酯切片的生产,因此产能利用率大幅提升;涤纶长丝方面,2013 年其产能利用率仍保持在较高水平。2014 年一季度由于停产检修以及更多的生产了聚酯切片,涤纶长丝的产能利用率有所下降。

表 10 联达化纤近年主要产品生产情况
(单位:吨、%)

项目	聚酯切片			涤纶长丝		
	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率
2011 年	25000	16934	67.74	190000	188839	99.39
2012 年	25000	17232	68.92	190000	184579	97.15
2013 年	25000	19281	77.12	190000	184500	97.11
14 年 1~3 月	6250	5851	93.62	47500	41919	88.25

资料来源:联达化纤提供

④产品销售

跟踪期内,联达化纤产品全部为内销,销售主要采用直销的方式。结算方面,联达化纤采取款到发货的方式(现金+承兑汇票),有利于控制应收账款规模,从而降低了销售回款的风险。

2013 年,联达化纤聚酯涤纶产品的前五大销售商为双双集团有限公司、舟山欣欣化纤有限公司、嘉兴市华磊经纬织造有限公司、杭州萧山红山涤纶有限公司和嘉兴市秀洲新兴纺织有限公司。联达化纤前 5 大客户的销量约占联达化纤总销量的 15.82%,客户集中度仍较低。

从销售价格来看,受宏观经济及化纤行业产能过剩的影响,市场价格持续走低,跟踪期内,联达化纤聚酯切片和涤纶长丝的价格不断

下降。

表 11 联达化纤近年主要产品销售情况
(单位:吨、元/吨)

项目	聚酯切片		涤纶长丝	
	销售量	销售价格	销售量	销售价格
2011 年	17339.20	10731.22	185211.82	12006.15
2012 年	16546.40	8907.85	179491.15	10576.47
2013 年	19087.00	8162.82	180191.76	9043.52
2014 年 1~3 月	5305.60	7083.56	33863.77	7913.41

资料来源:联达化纤提供

从产销率方面来看,2013 年,在不利的经济环境下,联达化纤通过扩展下游销售渠道,保证了产品的销售,产品的产销率均上升。2014 年一季度由于行业不景气,产销率也受到影响,较 2013 年下降。

表 12 联达化纤近年主要产品销售情况
(单位:%)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
聚酯切片产销率	102.39	96.02	98.99	82.54
涤纶长丝产销率	98.08	97.24	97.66	81.87

资料来源:联达化纤提供

⑤未来发展

管理方面,联达化纤将引进先进的现代企业管理模式,提升管理水平和管理效益;研发方面,联达化纤将增加技改和研发投入,开发适合市场需求的新产品,提升产品质量,同时,通过生产流程改造,优化工艺流程和操作流程,减低生产成本,提高生产和经营效益;原料采购方面,积极开拓国际市场,增加供货渠道,降低原材料成本;原材料贸易方面,由于原材料采购渠道的增加,采购价格的下降,联达化纤未来将增大原材料贸易的占比;财务方面,进一步把控财务风险,拓展融资渠道,提高资

金使用效率，降低融资成本。

(5) 财务分析

联达化纤提供的 2013 年财务报表已经由杭州正瑞会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2014 年一季度财务数据未经审计。

截至 2013 年底，联达化纤合并资产总额为 18.06 亿元，所有者权益合计为 6.56 亿元。2013 年，联达化纤实现营业收入 20.33 亿元，利润总额 0.28 亿元。

截至 2014 年 3 月底，联达化纤合并资产总额为 17.83 亿元，所有者权益合计为 6.64 亿元。2014 年 1~3 月，联达化纤实现营业收入 5.03 亿元，利润总额 0.10 亿元。

① 盈利能力

受宏观经济及化纤行业产能过剩的影响，联达化纤主要产品销售价格下滑，联达化纤 2013 年营业收入较 2012 年下降 0.64%，为 20.33 亿元。2014 年一季度，联达化纤实现营业收入 5.03 亿元，为 2013 年的 24.74%。

期间费用方面，2013 年，联达化纤的销售费用、管理费用和财务费用有所降低，分别为 0.01 亿元、0.19 亿元和 0.38 亿元。期间费用占营业收入的 2.86%，较 2012 年下降 2.22 个百分点。

2013 年，联达化纤营业外收入较 2012 年下降 32.47%，为 344.44 万元，主要是保险赔款和罚款收入等。营业外支出较少，为 19.45 万元，主要是滞纳金和罚款。

期间费用的下降，导致 2013 年联达化纤利润总额较 2012 年增长 86.67%，达到 0.28 亿元。2014 年一季度，联达化纤实现利润总额 987.12 万元，为 2013 年全年的 34.65%。

从盈利指标上看，2013 年联达化纤的营业利润率和总资本收益率分别为 4.10 % 和 1.21%，较 2012 年下降 1.51 个和 3.33 个百分点；净资产收益率为 3.26%，较 2012 年增长 1.44 个百分点。2014 年一季度，联达化纤的营业利润率为 6.17%，较 2013 年回升。

整体上看，跟踪期内，联达化纤主营业务

突出，盈利能力受原材料及产品价格波动的影响大，2013 年虽然产品价格下降但由于销售规模的扩大，营业收入与 2012 年基本持平，2014 年以来随着原料价格下跌幅度的扩大，联达化纤盈利能力有所回升。

② 现金流及保障

2013 年，由于受市场环境的影响，联达化纤经营活动现金流入和流出较 2012 年略有下降，但下降幅度明显收窄，其中销售商品、提供劳务收到的现金较 2012 年下降 1.01%，导致经营活动现金流入下降 1.50%，为 22.99 亿元；购买商品、接受劳务支付的现金下降 3.57%，导致联达化纤经营活动现金流出下降 4.41%，为 22.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 0.73 亿元，较 2012 年大幅增长。2013 年，联达化纤现金收入比为 113.13%，较 2012 年下降 0.42 个百分点，现金收入质量仍然较好。

投资活动方面，2013 年，联达化纤仍然没有投资收入，投资活动现金流出为 809.04 万元，全部是购建固定资产、无形资产等支付的现金。联达化纤经营活动产生的现金流量可以支撑投资活动对资金的需求。

筹资活动方面，2013 年，联达化纤筹资活动现金流入为短期借款收到的 0.42 亿元资金，筹资活动现金流出 0.45 亿元，用于偿付利息。

2014 年一季度，联达化纤经营活动产生的现金流量净额为 0.37 亿元，无投资活动现金流，筹资活动为 336.10 万元的利息支出。

总体看，跟踪期内，联达化纤经营活动产生的现金流量明显改善，经营活动产生的现金流量可以满足投资活动对资金的需求。

③ 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，联达化纤资产总额为 18.06 亿元，较 2012 年底增长 9.14%，其中流动资产占 88.15%，非流动资产占 11.85%。联达化纤资产以流动资产为主，资产流动性较好。流动资产主要由货币资金（占 33.63%）、应收票据（占 18.75%）、预付款项（占 19.60%）和存货（占

28.02%)构成。非流动资产由固定资产(占78.78%)和无形资产(占21.22%)构成。

截至2013年底,由于联达化纤积极开展原材料贸易,货币资金增加0.62亿元;由于联达化纤销售政策的调整,应收票据同比增长30.33%,达到2.98亿元,主要是银行承兑汇票。同期,联达化纤根据对原料价格的预判锁定未来一段时间内原材料采购价格,相应预付款项同比增长29.11%,达到3.12亿元,从账龄上看,99.60%为1年以内,1~2年的占0.40%;存货方面变化不大,较上年底增长2.22%,达到4.46亿元,由原材料(占50.32%)和库存商品(占49.68%)构成。

跟踪期内,联达化纤非流动资产较稳定,固定资产主要受折旧影响较2012年底下降6.57%,无形资产变化不大。

截至2014年3月底,联达化纤资产总额为17.83亿元,较2013年底下降1.28%,主要是预付款项下降所致,联达化纤资产中流动资产占88.29%,非流动资产占11.71%。

总体来看,联达化纤资产以流动资产为主,其中以货币资金、预付款项和存货为主,联达化纤资产流动性较好,整体资产质量较好。

所有者权益

截至2013年底,联达化纤所有者权益为6.56亿元,较2012年底增长3.36%,其中股本占8.58%、资本公积占28.15%、盈余公积占4.09%、未分配利润占59.19%。

截至2014年3月底,联达化纤所有者权益为6.64亿元,较2013年底增长1.13%,其中股本占8.48%、资本公积占27.83%、盈余公积占4.04%、未分配利润占59.65%。

总体看,联达化纤所有者权益以未分配利润和资本公积为主,所有者权益稳定性较弱。

负债

截至2013年底,联达化纤负债总额为11.50亿元,较2012年增长12.73%,其中流动负债占91.30%,非流动负债占8.70%。

截至2013年底,联达化纤流动负债主要

由短期借款(占32.01%)和应付票据(占64.07%)构成。其中短期借款为3.36亿元,较2012年底增长14.44%,应付票据为6.72亿元,较2012年增长24.29%。2013年联达化纤非流动负债1亿元为应付债券(是已发行集优中小企业集合票据的待偿还金额),受以上因素的影响,截至2013年底,联达化纤的资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率略有上升,分别为63.66%、13.22%和62.81%。

截至2014年3月底,联达化纤负债总额为11.19亿元,其中,流动负债占91.06%,非流动负债占8.94%。联达化纤资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率和分别为62.77%、13.09%和62.07%,较2013年底分别下降0.89个、0.13个和0.74个百分点。

总体看,跟踪期内联达化纤债务负担略有增加。

④偿债能力

从短期偿债能力上看,截至2013年底,联达化纤流动比率略有下降,速动比率略有增长,分别为151.68%和109.17%。截至2014年3月底,联达化纤流动比率和速动比率分别为154.46%和114.15%,较2013年底分别上升2.78个和4.98个百分点。2013年,联达化纤经营性现金流动负债比率大幅提升至6.96%。总体看,联达化纤短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看,2013年联达化纤EBITDA为1.14亿元,较2012年下降2.05%,2013年全部债务/EBITDA指标上升至9.76倍,EBITDA利息倍数2.55倍,较上一年有所增长。总体看联达化纤对全部债务保护能力仍较弱。

联达化纤对外担保比率高,存在或有负债风险。截至2014年3月底,联达化纤对关联公司的担保余额为8.94亿元,担保比率134.70%。其中杭州汉盛实业有限公司3.89亿元、浙江联达控股集团有限公司1.35亿元、杭州锦月控股有限公司2.5亿元,杭州汉腾化纤有限公司1.2亿元,杭州汉盛实业有限公司、浙江联达控股集团有限公司和杭州锦月控股有限公司与联达

化纤之间均存在互保关系。根据被担保公司的财务数据，被担保公司目前经营正常。

截至 2014 年 3 月底，联达化纤合并范围内获得银行的授信额度为 19.95 亿元，已使用 6.80 亿元，联达化纤具备间接融资渠道。

⑤ 存续债券保障能力分析

联达化纤于 2012 年 12 月 24 日参与发行了总金额为 5 亿元，期限为 3 年的“12 杭州 SEMCNII001”，其中联达化纤发行 1 亿元（以下简称“存续债券”）。存续债券每年付息一次。

截至 2014 年 3 月底，联达化纤现金类资产（剔除受限部分后）为 6.07 亿元，为存续债券的 6.07 倍；现金类资产对存续债券的保障能力较好。2013 年联达化纤实现 EBITDA 1.14 亿元，为存续债券的 1.14 倍，EBITDA 对存续债券的保障能力一般；2013 年联达化纤经营活动现金流入量为 22.99 亿元，为存续债券的 22.99 倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力好。2013 年联达化纤经营活动现金流量净额为 0.73 亿元，对存续债券的保障能力较弱。

⑥ 过往债务履约情况

根据联达化纤贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1033010900677970F），截至 2014 年 7 月 3 日，联达化纤无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

⑦ 抗风险能力

聚酯涤纶行业竞争压力加大以及原材料及产品价格波动频繁等问题突出，对下游纺织服装企业市场需求依赖性较强。跟踪期内，受宏观经济影响，聚酯涤纶产品的市场价格持续走低。

联达化纤作为专业的聚酯涤纶生产商，在生产规模和工艺水平上具备一定的竞争优势；未来联达化纤提升管理水平，加大对差异化、高附加值产品的开发、优化工艺流程和操作流程以降低成本以及加强原材料贸易，将有助于提升联达化纤综合竞争力。

联达化纤整体资产质量良好，债务负担趋

重；联达化纤主营业务突出，但盈利能力和现金获取能力受市场环境的影响较大；跟踪期内，联达化纤短期偿债能力尚可，对长期债务保障能力仍较弱。

基于以上分析，联合资信认为联达化纤整体抗风险能力一般。

（6）结论

综合考虑，联合资信维持浙江联达化纤有限公司 BBB 的主体长期信用等级，评级展望由稳定调整为负面。

六、增信能力分析

1. 担保条款

中债信用增进投资股份有限公司就本期票据存续期限内发行人应偿付的 5.00 亿元本金和其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。

在本期票据存续期内，如果发行人未按照本期票据募集说明书的要求将本期当期应付本息支付投资人，则中债信用增进投资股份有限公司在本期票据兑付日代发行人偿付本期票据当期应付利息。

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

本期票据的集合票据持有人依法将所持有的本期票据转让和出资给第三人的，中债信用增进投资股份有限公司将继续承担担保函规定的责任。

2. 担保人担保能力分析

联合资信评估有限公司评定中债增进公司主体信用等级为 AAA（详见附件 2）。

3. 政府支持

本期集合票据为浙江省杭州市通过区域集

优模式发行的票据，其最大的特点是“政府资金支持、中介机构让利、工作流程集优”，由杭州市人民政府委托杭州市人民政府金融办公室牵头组织，人民银行分支机构全程参与，共同联合各中介机构建立“统一认可的业务标准、统一行动的工作机制、统一执行的审批流程”。

杭州市人民政府设立了资金规模为1.00亿元的中小企业直接债务融资发展基金（以下简称“发展基金”）。发展基金将由杭州市人民政府、人民银行杭州市中心支行、中债信用增进投资股份有限公司与杭州银行股份有限公司共同监管。

同时，杭州市人民政府、人行杭州市中支、中债信用增进投资股份有限公司、杭州银行共同签订了基金监管协议，四方约定：

（1）发展基金由杭州市人民政府出资设立，基金规模最高为1.00亿元。目前，1.00亿元的发展基金已全部到位。

（2）发展基金以专户形式在杭州银行股份有限公司设立，并由杭州市人民政府金融办、人民银行杭州支行、中债信用增进投资股份有限公司、杭州银行股份有限公司四方共同监管。

（3）发展基金仅能用于因发行人违约时，中债信用增进投资股份有限公司履行信用增进责任而实际代偿的每期票据本金、实际代偿的票面利息。基金累计划付规模上限为基金项下债务融资工具累计发行额的5%。

本期集合票据采用区域绩优模式发行，得到了政府的大力支持，发展基金的设立对发行人偿债风险提供保障。

七、结论

综合考虑，联合资信维持“12 杭州 SMECNII001”AAA 的信用等级。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
东方文化园	现金类资产(亿元)	3.94	6.50	2.55	2.46
	资产总额(亿元)	25.68	31.27	42.41	42.21
	所有者权益(亿元)	6.97	8.28	19.10	19.49
	短期债务(亿元)	5.72	8.56	4.43	4.64
	全部债务(亿元)	11.49	17.19	14.03	14.00
	营业收入(亿元)	7.31	9.68	15.03	2.60
	利润总额 (亿元)	1.43	1.75	2.17	0.51
	EBITDA(亿元)	2.64	5.90	4.12	--
	经营性净现金流(亿元)	6.39	3.62	1.78	1.42
	营业利润率(%)	43.95	41.69	32.66	41.66
	净资产收益率(%)	15.99	15.93	8.74	--
	资产负债率(%)	72.86	73.52	54.96	53.82
	全部债务资本化比率(%)	62.24	67.50	42.34	41.81
	流动比率(%)	84.90	90.25	147.82	152.83
	全部债务/EBITDA(倍)	4.36	2.91	3.41	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	4.57	7.69	3.78	--
	经营现金流动负债比(%)	59.33	25.50	20.88	--
华欣新材料	现金类资产(亿元)	7.02	10.60	9.01	7.53
	资产总额(亿元)	32.37	38.37	37.59	36.19
	所有者权益(亿元)	8.82	9.45	8.76	8.53
	短期债务(亿元)	18.33	22.84	22.96	21.82
	全部债务(亿元)	19.93	25.33	25.39	24.25
	营业收入(亿元)	41.51	37.91	39.71	6.22
	利润总额 (亿元)	1.61	0.74	-0.97	-0.26
	EBITDA(亿元)	2.29	2.29	0.42	--
	经营性净现金流(亿元)	-2.83	-1.07	-0.15	0.51
	营业利润率(%)	7.86	7.38	2.32	0.99
	净资产收益率(%)	16.47	6.65	-7.79	--
	资产负债率(%)	72.76	75.38	76.69	76.44
	全部债务资本化比率(%)	69.33	72.84	74.34	73.99
	流动比率(%)	92.51	91.84	89.66	88.78
	全部债务/EBITDA(倍)	8.70	11.05	60.12	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	2.89	2.00	0.55	--
	经营现金流动负债比(%)	-13.05	-4.08	-0.57	--
联达化纤	现金类资产(亿元)	6.39	7.02	8.34	8.97
	资产总额(亿元)	13.75	16.55	18.06	17.83

	所有者权益(亿元)	6.23	6.35	6.56	6.64
	短期债务(亿元)	6.13	8.35	10.08	9.86
	全部债务(亿元)	6.13	9.35	11.08	10.86
	营业收入(亿元)	29.12	20.46	20.33	5.03
	利润总额 (亿元)	1.03	0.15	0.28	0.10
	EBITDA(亿元)	1.95	1.16	1.14	--
	经营性净现金流(亿元)	-1.92	0.05	0.73	0.37
	营业利润率(%)	7.01	5.61	4.10	6.17
	净资产收益率(%)	12.35	1.82	3.26	--
	资产负债率(%)	54.67	61.63	63.66	62.77
	全部债务资本化比率(%)	49.58	59.55	62.81	62.07
	流动比率(%)	152.02	155.24	151.68	154.46
	全部债务/EBITDA(倍)	3.15	8.06	9.76	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	3.63	1.94	2.55	--
	经营现金流动负债比(%)	-25.52	0.58	6.96	--

注：各发行人 2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 2 担保方主体长期信用等级

附件 3 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。

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

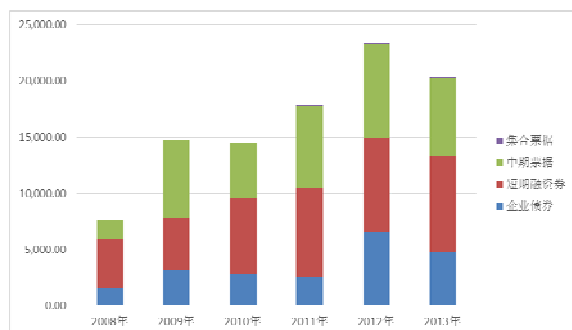
资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

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。

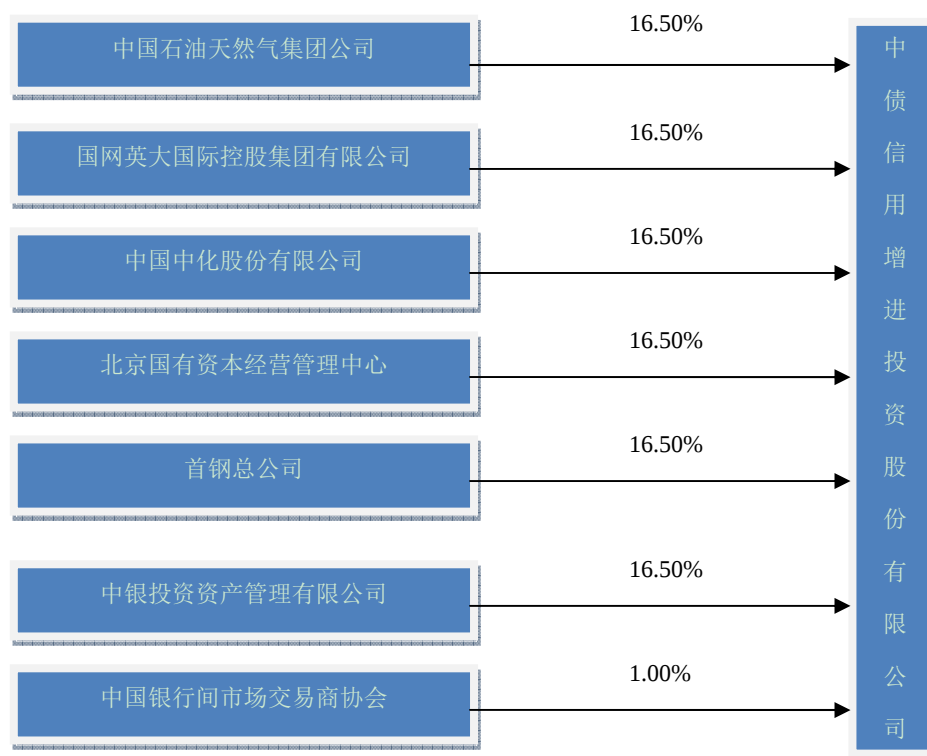
表 11 公司资本充足性指标 单位：亿元/%

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

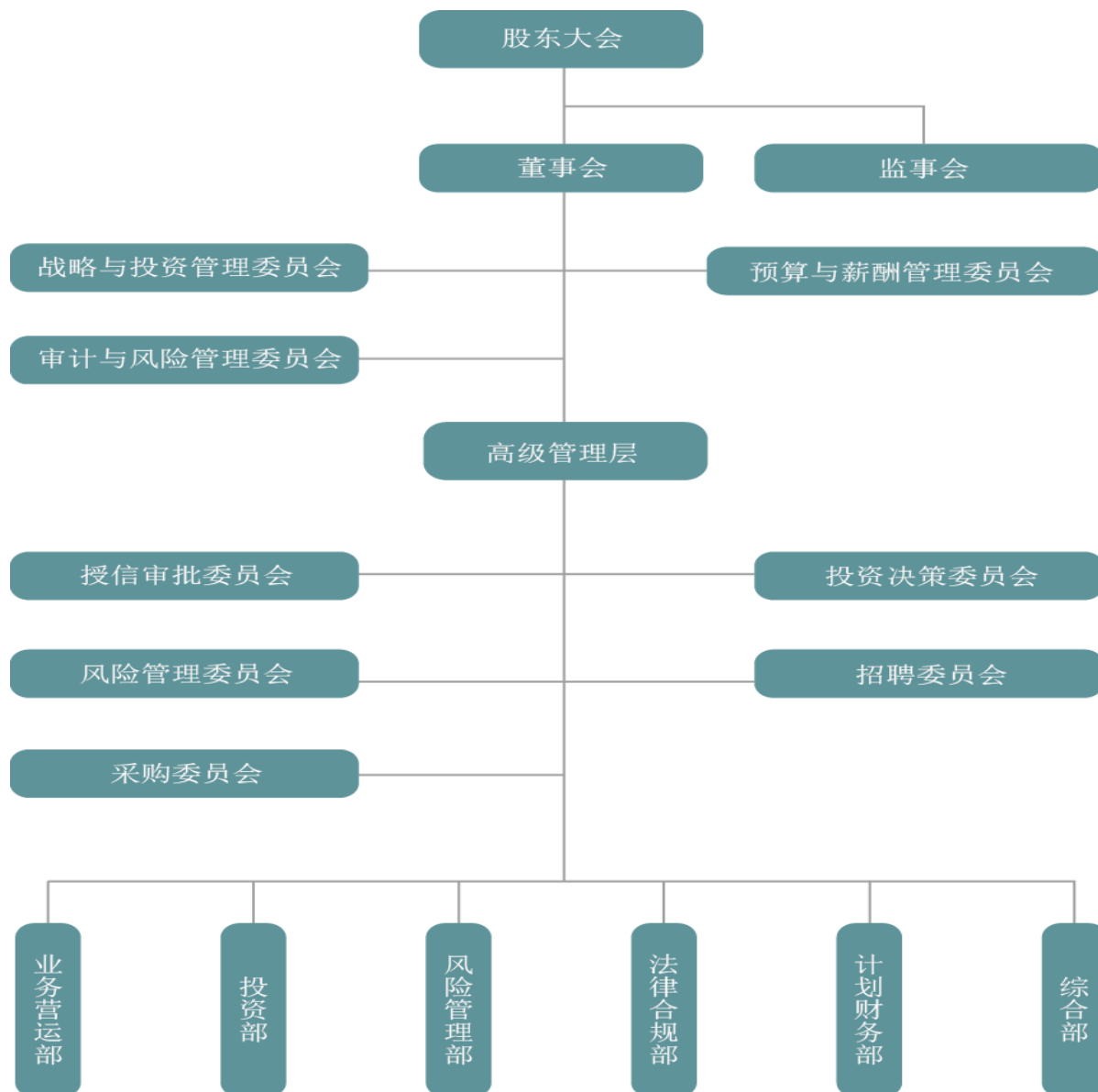
七、评级展望

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。