跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1566 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“14许昌SMECNII001”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十二日

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

河南省许昌市2014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	14 许昌 SMECNII001
发行额度	0.6 亿元
发行时间	2014 年 6 月 25 日
期限	3 年

集合票据发行人及担保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
禹州神龙发制品有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
河南金阳铝业有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
集合票据担保人	**上次评级结果**	**跟踪评级结果**
中债信用增进投资股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定

跟踪评级时间：2016 年 7 月 22 日

分析师

张 丽 历 剑

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http：//www.lhratings.com

评级观点

受国内经济下行压力加大以及中小企业自身制约因素的影响，中小企业发展形势严峻。同时，国家和地方政府对中小企业扶持政策持续推出，着力于缓解中小企业发展困境。

河南省许昌市2014年度第一期区域集优中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）发行人在跟踪期内表现出了较好的抗风险能力，整体经营状况良好。但同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到发行人河南金阳铝业有限公司2015年收入和利润规模同比有所下滑，经营活动净现金流为负；发行人禹州神龙发制品有限公司对外担保比率较高，被担保企业行业较集中，存在或有负债风险。综合考虑，联合资信维持两家发行人主体长期信用等级和评级展望。

本期集合票据采用区域集优模式发行，得到了许昌市政府的大力支持。本期集合票据参与发行主体为许昌市中小企业，行业关联度较低，同时联合资信也关注到本期集合票据参与企业家数少，风险的分散作用有限。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）为本期集合票据提供不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评估有限公司评定，中债增进公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中债增进公司担保实力很强，有效提升了本期集合票据的信用水平。

综合分析，基于中债增进公司担保的持续有效，本期集合票据不能还本付息的风险极低，联合资信维持“14 许昌 SMECNII001”的信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，许昌市经济较快增长，为区域内中小企业的发展提供了较好的外部环境。
2. 本期集合票据采用区域集优模式发行，得到了许昌市政府的大力支持。
3. 中债增进公司为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

关注

1. 受国内经济下行压力加大，以及中小企业自身制约因素的影响，中小企业发展形势严峻。
2. 原铝价格持续下行，对河南金阳铝业有限公司销售收入及利润总额有所影响，其2015年经营活动现金流量净额为负。
3. 本期集合票据发行人禹州神龙发制品有限公司对外担保比率较高，被担保企业行业较集中，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）与河南省许昌市2014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、评级人员与债券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，未因集合票据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集合票据发行人提供，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至到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司《关于河南省许昌市 2014 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、基本情况

河南省许昌市 2014 年度第一期区域集优中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）于 2014 年 6 月 25 日发行，发行总额度 0.60 亿元，期限为 3 年。本期集合票据由许昌市人民政府金融工作办公室组织协调，联合 2 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。本期集合票据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。

“14 许昌 SMECNII001”2015 年度利息已于 2016 年 6 月 26 日支付。

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	禹州神龙发制品有限公司	4000
2	河南金阳铝业有限公司	2000
合计		6000

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”）就本期集合票据存续期限内发行人应偿付的不超过 0.60 亿元本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显

外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

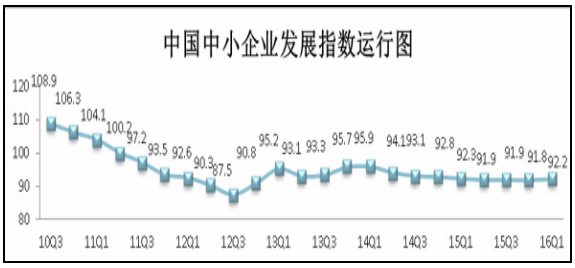
四、行业及区域经济环境

1. 中小企业发展概况

中小微企业作为市场经济的主体，是推动中国经济转型、提质增效的中坚力量。中小企业创造了中国 80%以上的社会就业，60%的 GDP，50%的税收，专利申请数和发明专利拥有数的比例也高达 50%。截至 2015 年底，全国登记注册的中小微企业已超过 1850 万户。

2015 年，国内经济下行压力加大，中小企业发展面临诸多困难和不确定因素，制约中小企业发展的融资难融资贵、税费负担重、生产成本上升、市场需求空间紧缩、招聘技工难、留住人才难等问题仍未改善，加上企业自身的创新能力不强，管理水平不够高，中小微企业经营发展形势严峻。2015 年四季度，中国中小企业发展指数由一季度的 92.3 下降至 91.8。2016 年一季度，中国中小企业发展指数为 92.2，较 2015 年四季度回升 0.4 个点。在当前经济下行压力加大情况下，中小企业发展指数短期持续回升的难度不小。

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，受国内经济下行压力加大，以及中小企业自身制约因素的影响，2014 年一季度以来中小企业发展形势严峻。2016 年国内经济下行压力将继续加大，中小企业面临的困难更加严峻。

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。

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。

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。

2014年9月，财政部和税务总局印发《关于进一步支持小微企业的增值税和营业税政策的通知》（财税〔2014〕71号），规定自2014年10月1日至2015年12月31日，对月销售额2万元至3万元的增值税小规模纳税人和营业税纳税人，暂免征收增值税和营业税，政策范围涵盖小微企业、个体工商户和其他个人。出台这一政策，彰显了国务院在当前经济形势下稳增长、促就业、保民生的决心。

2014年12月，财政部和国家税务总局出台《关于对小微企业免征有关政府性基金的通知》（财税[2014]122号），进一步加大对小微企业的扶持力度，自2015年1月1日起至2017年12月31日，对按月纳税的月销售额或营业额不超过3万元（含3万元），以及按季纳税的季度销售额或营业额不超过9万元（含9万元）的缴纳义务人，免征教育费附加、地方教育附加、水利建设基金、文化事业建设费；自工商登记注册之日起3年内，对安排残疾人就业未达到规定比例、在职职工总数20人以下（含20人）的小微企业，免征残疾人就业保障金。

2015年5月6日，财政部对外发布通知，根据国务院关于促进中小企业健康发展的决策部署，财政部、工业和信息化部、科技部、商务部、工商总局决定，从2015年起开展小微企业创业创新基地城市示范工作，中央财政给予奖励资金支持。这些支持包括对入驻基地的小微企业适当减免经营场地、生产厂房费用等；改进对小微企业的公共服务，并运用大数据、云计算等信息化手段，促进形成服务平台互联互通、资源共享的服务体系；协调落实支持创业就业以及鼓励创新的相关政策措施等。通知称，示范期内，计划单列市及省会城市奖励总额为9亿元，一般城市（含直辖市所属区、县）奖励总额为6亿元。示范期为3年，奖励资金分年拨付。此外，通知表示，将对示范城市实行绩效考核，建立退出机制。对不能按期保质完成示范工作的城市，扣回奖励资金并责其退出示范；对示范工作完成好、成绩突出的城市，按奖励资金规模10%加大奖励。

2016年7月，工信部发布了《促进中小企业发展规划（2016~2020年）》，明确以提升创业创新能力为主线，推动供给侧结构性改革，优化发展环境，促进中小企业发展的指导思想，对促进中小企业持续健康发展具有重要的指导意义。规划从推进创业兴业、提升创新能力、转型升级、拓展内外市场、职能转变等5个方面提出了促进发展的主要任务，并围绕提升中小企业创业创新能力提出了“互联网＋”小微企业专项行动、“专精特新”中小企业培育工程、服务能力建设工程、产业集群发展能力提升工程、中小企业管理能力提升工程、中小企业国际化促进专项行动6大关键工程与专项行动。规划明确提出，将加强组织领导、加大财税支持、加

强融资保障、加强运行监测等5方面的保障措施，突出从财税、融资、服务等方面为促进中小企业发展提供保障。强调要发挥国家中小企业发展基金作用、推进中小企业信用担保体系建设、贯彻落实中小企业促进法、推动建立中小企业维权机制、推动建立和完善中小企业运行监测体系。

近年来，许昌市也出台了多项政策支持中小企业发展，2014年，许昌市出台了《关于多措并举缓解企业融资困难的实施意见》，落实了国务院的指导意见，也为全市企业谋求长远发展、营造良好的金融环境提供了政策支持。意见提到，金融产品创新、将贷款期限放宽到2年、鼓励具备条件的民间资本依法发起设立民营银行、制定相关扶持政策、降低利率、规范企业贷款收费等具体意见，力争从根本上解决中小企业发展的资金瓶颈问题。

2016年7月，许昌市委出台的《中共许昌市委许昌市人民政府关于进一步加快民营经济发展的意见》提到加大对中小民营企业上市培育力度，积极引导和鼓励企业在中小板、创业板发行上市；推动更多创新型、成长型中小微企业到新三板市场挂牌。对上市企业按照《许昌市人民政府办公室关于加大奖励力度鼓励企业上市的通知》（许政办〔2016〕2号）规定予以奖励。支持符合条件的民营企业在银行间债券市场发行短期融资券、中期票据、非公开定向债务融资工具、集合票据等债务融资工具，拓宽资金来源。

总体看，为了应对当前严峻的经济环境，缓解中小企业发展困境，中国政府出台了一系列政策，保证中小企业健康发展。

3. 区域经济发展概况

许昌市位于河南省中部，河南经济强市，“中原五小虎”之一，中原城市群、中原经济区核心城市。许昌市距郑州国际机场 40 公里，107 国道贯穿南北，311 国道横穿东西，“米”字型高速公路网已经构成；京港高铁、京昆高铁、郑合高铁穿境而过；同时在建中的许昌航空客货枢纽港产业园集航空枢纽港核心区、空港商业区、空港商务区、高档生活区四大功能为一体，未来许昌市航空物流将有长足发展。

根据《2015 许昌市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，全年全市生产总值 2170.6 亿元，比上年增长 9.0%。其中，第一产业增加值 169.8 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 1280.8 亿元，增长 8.3%；第三产业增加值 719.9 亿元，增长 12.2%。第一产业增加值占生产总值的比重为 7.8%，第二产业增加值比重为 59.0%，第三产业增加值比重为 33.2%。

2015 年，许昌市公共财政预算收入 138.5 亿元，比上年增长 10.6%。其中，税收收入 100.3 亿元，增长 6.2%，税收收入占公共财政预算收入的比重 72.4%。分级看，市本级公共财政预算收入 43.8 亿元，增长 10.1%；县（市、区）公共财政预算收入 94.7 亿元，增长 10.9%。全市公共财政预算支出 249.5 亿元，增长 12.8%。

总体看，跟踪期内，许昌市经济较快增长，为本期集合票据发行人提供了良好的外部发展环境。

五、发行人主体长期基本情况

跟踪期内，联合资信对本期集合票据的 2 家发行企业的主体长期信用进行了跟踪分析（详见以下各发行人主体长期信用分析），本期集合票据两家发行企业信用基本面未发生根本变化，生产经营及财务状况较为稳定。跟踪期内，两家发行人主体长期信用等级和评级展望未发生调整。

表 2　本期集合票据发行人主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
禹州神龙发制品有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
河南金阳铝业有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定

资料来源：联合资信整理

1. 禹州神龙发制品有限公司

（1） 主体概况

禹州神龙发制品有限公司（以下简称“神龙发制品”）是河南省大型发制品生产企业，神龙发制品创立于 2000 年 6 月，由禹州市神龙发制品有限公司和香港国润中国有限公司共同出资组建，初始注册资本 426 万元；后经多次增资及股权变更，截至 2016 年 3 月底，神龙发制品注册资本为 1755 万元人民币，其中自然人申纪洲持股 75%、申阳持股 25%，神龙发制品实际控制人为第一大股东申纪洲先生。

神龙发制品经营范围：生产人发制品相关产品，销售自产产品，从事非配许可证管理、非专营商品的出口业务。

截至 2016 年 3 月底，神龙发制品本部下设行政部、财务部、采购部、生产部、国贸部等部门。

截至 2015 年底，神龙发制品资产总额为 54937.31 万元，所有者权益 39201.30 万元。2015 年神龙发制品实现主营业务收入为 41933.64 万元，利润总额为 7072.66 万元。

截至 2016 年 3 月底，神龙发制品资产总额为 55662.13 万元，所有者权益 40322.00 万元。2016 年 1～3 月，神龙发制品实现主营业务收入 9088.15 万元，利润总额 1494.27 万元。

神龙发制品注册地址：禹州市滨河路东段。法定代表人：申纪洲。

（2） 管理分析

跟踪期内，神龙发制品在管理体制方面无重大变化。

（3） 经营分析

①经营概况

2015 年，受益于结构调整及销售均价的升高，神龙发制品主营业务收入同比小幅度增长 2.69%，为 41933.64 万元；收入构成基本无变化，工艺发条产品依旧是主要收入来源，2015 年占比 90.99%。2015 年神龙发制品整体毛利率小幅上升 0.01 个百分点，为 21.05%，其中工艺发条毛利率为 21.09%，较 2014 年小幅下降 0.06 个百分点。2016 年 1~3 月，神龙发制品实现主营业务收入 9088.15 万元，占 2015 年的 21.67%，整体毛利率基本保持稳定，为 21.06%。

表 3 神龙发制品主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

产品	2014 年度			2015 年度			2016 年 1~3 月		
	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
工艺发条	3.69	90.31	21.15	3.81	90.99	21.09	0.82	90.54	21.09
化纤发条	0.22	5.51	19.95	0.20	4.72	20.16	0.04	4.58	20.15
假发头套	0.17	4.18	19.96	0.18	4.29	21.25	0.05	4.88	21.18
合 计	**4.08**	**100.00**	**21.04**	**4.19**	**100**	**21.05**	**0.91**	**100**	**21.06**

资料来源：神龙发制品提供

②原材料采购

神龙发制品生产所需的原材料主要为毛发和化纤丝。2015 年，神龙发制品毛发采购量同比基本持平，为 448245 公斤；同期，受产品结构调整影响，神龙发制品化纤丝采购量降幅较大，同比下降 36.24%，为 52600 公斤。采购价格方面，毛发、化纤丝均小幅上涨，毛发采购价格由 2014 年的 712 元/公斤上升至 720 元/公斤；化纤丝采购均价小幅上涨至 41.50 元/公斤。神龙发制品主要根据订单及市场行情变化进行原材料采购，采购价格以市价结算为主，结款方式为现款现货，跟踪期内，采购区域和主要供应商无变化。

表 4 神龙发制品近年原材料采购情况

采购状况		2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
毛发	采购数量（公斤）	448450	448245	92380
	采购均价（元/公斤）	712	720	725

	采购总价（万元）	31923.9	32273.63	6697.55
化纤丝	采购数量（公斤）	82500	52600	13500
	采购均价（元/公斤）	41.12	41.50	41.50
	采购总价（万元）	339.24	218.29	56.03

资料来源：神龙发制品提供

③生产经营

总体看 2015 年，受产品结构调整影响，神龙发制品化纤发条产量有所下降，各产品年生产量为：工艺发 454 万条，同比增长 2.25%；化纤发 66 万条，同比下降 12.00%，男女假发 24 万套，同比增长 4.35%。

设备购置方面，2015 年，神龙发制品添置 1 台平机；2016 年一季度，添置 3 台三连机，设备主要是用于生产头套和发条。

产品结构方面，为适应市场需求（化纤发条透气性差，市场需求下降）同时优化产品结构，2015 年神龙发制品工艺发条和发套产量小幅上升，化纤发条占比下降较大，工艺发条仍然是其主要产品。2015 年，神龙发制品工艺发条、化纤发条和发套产量占比分别为 83.46%、12.13%和 4.41%。2016 年第一季度，化纤发条占比继续下降至 11.96%，工艺发条和发套产量占比分别为 82.91%和 5.13%。2016 年 1～3 月，工艺发条、化纤发条和发套产量分别占 2015 年产量 21.37%、21.21%和 25.00%（第一季度为销售淡季）。

表 5　神龙发制品近年主要产品生产情况

产品		2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
工艺发条	产量（万条）	444	454	97
	占比	81.92%	83.46%	82.91%
	产能利用率	88.80%	90.80%	19.40%
化纤发条	产量（万条）	75	66	14
	占比	13.84%	12.13%	11.96%
	产能利用率	50.00%	44%	9.33%
发套	产量（万套）	23	24	6
	占比	4.24%	4.41%	5.13%
	产能利用率	57.50%	60%	15%
产品产量合计		542	544	117

资料来源：神龙发制品提供

④产品销售

2015 年，神龙发制品工艺发条、化纤发条和发套销量分别同比变动 2.25%、-12.00%和 4.35%，同时产销率为 100%；销售均价方面，工艺发条销售均价较 2014 年上升 1 元，发套、化纤发条销售均价无变化；销售额方面，工艺发条和发套的销售额分别同比增长 3.47%、5.39%，化纤发条的销售额同比下降 12.04%。2016 年 1～3 月，神龙发制品工艺发条、化纤发条和发套销量分别占 2015 年总销量的 21.37%、21.21%和 25.00%；工艺发条、发套平均销售价格较 2015 年上升 0.5 元，化纤发条平均销售价格无变化。

表 6　神龙发制品近年主要产品销售情况

产品		2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
工艺发条	销量(万条)	444	454	97
	平均价格（元）	83	84	84.5
	销售额（万元）	36876	38155	8228
化纤发条	销量(万条)	75	66	14
	平均价格（元）	30	30	30
	销售额（万元）	2251	1980	417
发套	销量(万条)	23	24	6
	平均价格（元）	75	75	75.5
	销售额（万元）	1707	1799	443

资料来源：神龙发制品提供

神龙发制品产品全部出口，直接与客户建立合作关系，将产品销往欧洲、美国、非洲等地。从出口区域来看，2015 年神龙发制品在欧洲、美洲、非洲的销售额分别占出口总额的 26.00%、29.00%、45.00%，受欧美经济影响，全球经济依然不振，欧洲市场实现销售收入 10902.75 万元，同比下降 6.00%；美洲市场实现销售收入 12160.75 万元，同比上升 5.00%；为确保销售收入稳定增长，神龙发制品加大非洲市场的开发力度，2015 年 8 月在中非刚果金投资 1000 多万元设立销售公司，并在已有产品的基础上，丰富产品的品种，2015 年非洲市场实现销售收入 18870.14 万元，同比上升 1%。

销售结算方式方面，2015 年，神龙发制品信用证结算占比 20%；预付定金 30%类客户占比 10%；收到 50%货款发货类客户占比 10%。长期合作的优质客户给予约 90 天的账期。

⑤在建项目及未来发展

截至 2016 年 3 月底，神龙发制品无大型在建项目和投资计划。

未来，神龙发制品计划加大美国市场的开发力度，布局美国和英国海外仓，降低物流成本，同时提升产品在当地的知名度。同时神龙发制品计划发展电子商务，首先通过和阿里巴巴国际站、阿里巴巴速卖通合作，筹建电子商务平台，依托于电子商务平台在海外建立自己的团队，尤其是售后服务团队，最终建立自己的商城。

总体看，跟踪期内，神龙发制品生产经营平稳发展，销售收入和利润总额有所增长。

（4） 财务分析

神龙发制品 2013~2015 年财务数据经河南豫永信联合会计师事务所审计并出具标准无保留意见审计结论，其财务报表按照《企业会计准则》（旧版）规定编制。2016 年 1～3 月财务报表未经审计。

①盈利能力

2015 年，受益于产品结构的调整和产品均价的增加，神龙发制品主营业务收入同比增长 2.69%，为 41933.64 万元。同期，主营业务成本为 33105.95 万元，同比增长 2.67%，增幅略低于主营业务收入增幅。受此影响，2015 年神龙发制品主营业务利润率较 2014 年相比小幅增加 0.16 个百分点至 20.80%。

期间费用方面，2015 年，神龙发制品财务费用为 921.53 万元，同比下降 41.50%；同期营业费用和管理费用分别同比变动 38.86%、-4.59%，分别为 148.68 万元、583.44 万元；2015 年期间费用占主营业务收入的 3.94%，较 2014 年减少 1.68 个百分点。跟踪期内，神龙发制品期间费用控制能力有所提高。

受收入增加以及成本控制能力增强影响，2015 年，神龙发制品利润总额较 2014 年增长 15.21%至 7072.66 万元。

从盈利指标看，2015 年神龙发制品总资本收益率和净资产收益率同比分别变动 0.88 个百分点和-0.05 个百分点，分别为 12.13%和 13.53%，神龙发制品整体盈利能力较为稳定。

2016 年 1～3 月，神龙发制品实现主营业务收入 9088.15 万元，同比增长 1.60%；实现利润总额 1494.27 万元，同比增长 17.07%；主营业务利润率 21.06%，较 2015 年提升 0.26 个百分点。

总体看，跟踪期内，神龙发制品主营业务收入及利润规模有所增长，期间费用控制能力较强，整体盈利能力较稳定。

②现金流及保障

经营活动方面，2015 年神龙发制品经营活动现金流入量主要由销售商品提供劳务收到的现金构成，2015 年销售商品、提供劳务收到的现金为 42144.68 万元，同比增长 2.48%；现金收入比为 100.50%，现金收入质量较好。经营活动现金流出量主要由购买商品接受劳务支付的现金构成，2015 年购买商品、接受劳务支付的现金为 34771.36 万元，同比降低 2.50%，神龙发制品 2015 年经营活动现金流量净额为 4207.54 万元。

2015 年，神龙发制品投资活动全部体现为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，2015 年投资活动现金流量净额为-69.54 万元。

2015 年，神龙发制品筹资活动流入主要表现为借款收到的现金 12434.58 万元；筹资活动产生的现金流出主要为偿还债务支付的现金，2015 年筹资活动产生的现金流金额为-4001.50 万元。

2016 年 1～3 月，神龙发制品经营活动产生的现金流量净额 95.27 万元；投资活动和筹资活动现金流量净额分别是-20.26 万元、-429.74 万元。

总体看，跟踪期内，神龙发制品经营活动现金流可以覆盖投资需求；根据发展计划，神龙发制品未来投资支出不大，筹资压力相对较小。

③资本及债务结构

资产

截至2015年底，神龙发制品资产总额为54937.31万元，较2014年增长5.47%，其中流动资产合计占71.98%，神龙发制品资产结构以流动资产为主。

截至2015年底，神龙发制品流动资产合计39543.82万元，较2014年增长8.78%，增长主要来自存货净额（原材料）的增加。

截至2015年底，神龙发制品货币资金为939.45万元，较2014年增长17.00%；截至2015年底，神龙发制品存货净额33875.14万元，同比增长14.65%；其中原材料32779.59万元（占96.77%），由于原材料毛发产品价格近年来一直处于上涨通道，故神龙发制品增加了原材料库存，并且未计提存货跌价准备。

截至2015年底，公司应收账款4626.04万元，同比下降4.36%，均为一年内的应收账款。

截至 2015 年底，神龙发制品固定资产原值合计 9431.03 万元，主要由房屋建筑物（占比 60.41%）和机械设备（占比 31.14%）构成；神龙发制品固定资产净值 7841.71 万元，同比增长 3.27%, 主要是新厂区投入使用，固定资产成新率 83.15%。

截至2016年3月底，神龙发制品资产总额为55662.13万元，较2015年增长1.32%，资产构成与各科目较2015年底相比变化不大。

整体看，跟踪期内，神龙发制品资产规模保持增长，资产构成以流动资产为主，存货占比较大，整体资产流动性一般。

所有者权益

跟踪期内，神龙发制品所有者权益保持增长，2015 年底所有者权益合计 39201.30 万元，同比增长 15.65%，增加主要来自于未分配利润的增长。构成方面，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 4.48%、20.10%、1.31%、74.12%。

截至 2016 年 3 月底，神龙发制品所有者权益合计 40322.00 万元，较 2015 年增长 2.86%，增加全部来自于未分配利润。

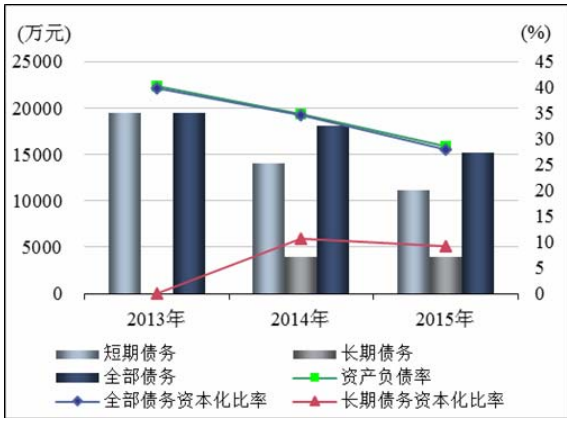
总体看，跟踪期内，神龙发制品所有者权益规模持续增长，但所有者权益稳定较弱。

负债

截至 2015 年底，神龙发制品负债总额为 15736.02 万元，同比降低 13.50%，主要是短期借款的下降。神龙发制品负债中，非流动负债为应付本期集合票据 4000.00 万元，其余全部为流动负债。跟踪期内，神龙发制品不断偿还短期借款，截至 2015 年底，神龙发制品短期借款余额 11147.33 万元，同比下降 20.55%，占流动负债的 94.98%。

债务指标方面，2015 年神龙发制品全部债务同比降低 15.99%，为 15147.33 万元。受益于净资产的稳定增长和有息债务的下降，2015 年神龙发制品资产负债比率、长期资本化比率和全部债务资本化比率均有所下降，分别为 28.64%、9.26%和 27.87%，较 2014 年底相比分别下降 6.28 个百分点、1.29 个百分点和 6.85 个百分点。

图 2　近年来神龙发制品债务情况



资料来源：神龙发制品财务报表

截至 2016 年 3 月底，神龙发制品负债和全部债务分别为 15340.13 万元和 14874.00 万元，分别较 2015 年底降低 2.52%和 1.80%，主要系

神龙发制品偿还短期借款所致。同期，神龙发制品资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 27.56%、9.02%和 26.95%，债务负担较 2015 年底小幅度降低。

总体看，跟踪期内，神龙发制品负债规模小幅下降，债务负担较轻，有息债务大部分来自于短期借款。

④偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，神龙发制品流动比率和速动比率分别为 336.94%和 48.30%，同比分别上升 80.77 和 0.33 个百分点。2016 年 3 月底上述指标持续上升，分别为 355.82%和 55.03%。2015 年，神龙发制品经营现金流动负债比为 35.85%。总体看，神龙发制品短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015 年神龙发制品 EBITDA 为 8773.34 万元，EBITDA 利息倍数为 6.80 倍，较上年有所上升；同期，受益于有息债务的下降，神龙发制品全部债务/EBITDA 倍数为 1.73 倍，较上年同期有一定幅度的下降。总体看，神龙发制品 EBITDA 对全部债务及利息的保障能力较好。

⑤债券保障能力分析

2014年神龙发制品参与发行“14许昌SMECNII001”，募集资金4000.00万元，发行期限3年。截至2016年3月底，募集资金已按计划使用完毕。

2015年，神龙发制品EBITDA为8773.34万元，是“14许昌SMECNII001”发债额度的2.19倍；2015年经营活动现金流入量为41933.64万元，为“14许昌SMECNII001”发债额度的10.48倍；2015年经营活动现金流净额为4207.54万元，为“14许昌SMECNII001”发债额度的1.05倍。神龙发制品的EBITDA和经营活动现金流量对“14许昌SMECNII001”发债额度保障程度较好。

截至 2016 年 3 月底，神龙发制品对外担保 9586 万元，担保期限均在 1 年以内，担保比率为 23.77%，担保比率较高。目前，被担保企业生产经营正常，对发制品企业的担保额度占对外担保总额的 58.42%，行业集中度高。公司存在一定或有负债风险。

表 7　2016 年 3 月底对外担保情况表（单位：万元）

序号	被担保单位	担保金额	担保期限
1	禹州市国泰建工科技有限公司	1386	2015-12-04~2016-11-26
	禹州市国泰建工科技有限公司	1000	2015-11-19~2016-11-19
2	禹州市思源实业有限公司	600	2015-12-01~2016-11-30
3	许昌骏泰商贸有限公司	200	2015-07-28~2016-07-28
	许昌骏泰商贸有限公司	800	2015-09-08~2016-09-08
4	河南瑞美真发股份有限公司	2900	2016-01-18~2016-09-18
	河南瑞美真发股份有限公司	2700	2015-08-31~2016-08-31
	合计	9586	--

资料来源：神龙发制品提供

截至 2016 年 3 月底，神龙发制品共获银行授信额度 1.35 亿元，未使用授信额度 0.54 亿元，神龙发制品具备间接融资渠道。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G1041108110504500A），截至 2016 年 4 月 27 日，神龙发制品已还清的债务信息中有 3 笔关注类贷款。根据中国农业银行禹州市支行出具的《关于禹州神龙发制品有限公司贷款分类形态说明》，由于银行系统原因，神龙发制品在该行发生 3 笔贷款被分类为关注，神龙发制品自与该行建立信用关系以来，无逾期、无欠息，偿还本息及时。总体看，神龙发制品过往债务履约情况好。

⑦抗风险能力

神龙发制品是专业从事发制品生产和销售的民营企业，地处全国最大的发制品集散地，经过多年发展，购销渠道畅通。跟踪期内，神龙发制品收入、利润规模保持增长，期间费用控制能力较强，整体盈利能力保持稳定；负债规模有所下降，整体债务负担较轻。总体看，神龙发制品整体抗风险能力一般。

（6）结论

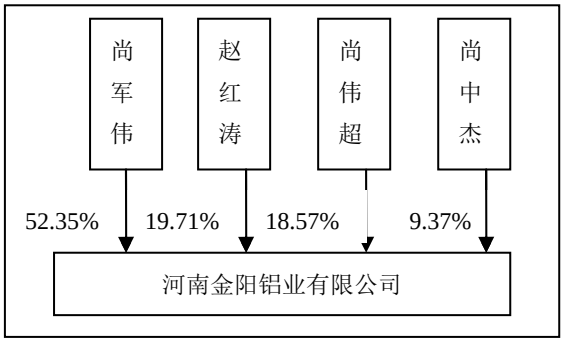
综合考虑，联合资信维持禹州神龙发制品有限公司BBB的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

2. 河南金阳铝业有限公司

（1）主体概况

河南金阳铝业有限公司（以下简称“金阳铝业”）于 2002 年 11 月 7 日在河南省长葛市工商管理局注册成立，初始注册资本 80 万元，由尚午央、尚军伟、冀喜梅、尚现忠 4 位自然人以货币出资。经过 2004 年 11 月、2006 年 3 月、2006 年 6 月和 2009 年 4 月四次增资和股东变更，截至 2016 年 3 月底，金阳铝业注册资本 7000 万元，自然人尚军伟、赵红涛、尚伟超、尚中杰均以货币资金出资，分别持股 52.35%、19.71%、18.57%、9.37%，金阳铝业实际控制人为第一大股东尚军伟先生。

图 3　金阳铝业股权结构图



资料来源：金阳铝业提供

金阳铝业经营范围：铝板、不锈钢制品、铜制品、铝合金加工销售；经营炉料（以上涉及及专项审批的凭批准手续经营）；从事货物和技术进出口业务（国家法律法规规定应经审批方可经营或禁止的货物和技术除外）。目前金阳铝业以生产和销售铝铸轧卷、铝板、铝带、铝箔为主。

截至2016年3月底，金阳铝业下设综合部、财务部、销售部、供应部、生产技术部、设备保障部 6 个职能部门。

截至2015年底，金阳铝业资产总额65978.52万元，所有者权益合计44856.60万元；2015年实现营业收入110896.36万元，利润总额4441.85万元。

截至 2016 年 3 月底，金阳铝业资产总额71198.97 万元，所有者权益合计 45745.92 万元；2016 年 1～3 月，实现营业收入 24714.03 万元，利润总额 1119.10 万元。

金阳铝业注册地址：河南省长葛市大周镇新尚庄村；法定代表人：尚军伟。

（2）管理层变动情况

跟踪期内，金阳铝业在管理制度和高管人员方面无重大变化。

（3）经营分析

①经营概况

金阳铝业是利用铝锭和再生铝（废铝）生产高精度铝板带箔的铝加工企业。受行业景气度下行，铝产品下游需求不旺盛、价格持续下跌影响，2015 年金阳铝业实现营业收入110896.36 万元，较 2014 年小幅下降 1.69%，但降幅低于同期铝产品销售均价降幅，主要系是公司增加了产品的产销量所致。

从收入构成来看，铝板和铝带箔一直是金阳铝业收入的主要来源，2015 年，铝板和铝带、箔销售收入占金阳铝业营业收入的比重分别为33.11%和 66.89%。

从毛利率来看，由于主要产品铝板、铝带箔是通过铸轧卷的压延、轧制而成，加工过程较简单，使得金阳铝业整体毛利率较低。受产品销售价格下降影响，公司利润空间受到挤压，2015 年为 6.67%，较上年下降 1.24 个百分点。分产品来看，铝板 2015 年毛利率为 5.42%，较上年减少 0.90 个百分点；铝带、箔，毛利率为 7.28%，较上年减少 1.40 个百分点。

2016 年 1~3 月，金阳铝业实现营业收入24714.03 万元，较上年同期下降 11.01%；同期，金阳铝业综合毛利率为 7.66%（2015 年同期为 6.64%），较 2015 年有所回升。

总体看，跟踪期内，受行业景气度持续下行影响，金阳铝业营业收入有所下降，毛利率

波动下降。

表 8　金阳铝业营业收入构成及毛利率（单位：万元，%）

产品	2014 年度			2015 年度			2016 年 1~3 月		
	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
铝板	36098.61	32.72	6.32	36717.65	33.11	5.42	6514.24	26.36	6.00
铝带、箔	75897.39	67.28	8.68	74178.71	66.89	7.28	18199.79	73.64	8.26
合　计	**112806.00**	**100.00**	**7.91**	**110896.36**	**100.00**	**6.67**	**24714.03**	**100.00**	**7.66**

资料来源：金阳铝业提供

②原材料采购

金阳铝业生产所需的原材料主要是铝锭和废铝，另外需要少量的合金（锰剂、铁剂、 铜剂等）。2015 年，铝锭和废铝采购成本分别占总采购成本的 58.63%和 41.37%，废铝采购量占比较 2014 年有所上升。

金阳铝业实行“以销定产、以产定采”的采购模式，对铝锭和废铝进行集中采购，一方面可保证原材料质量，另一方面规模化采购可适当降低采购成本，同时在货源紧张的情况下，可获得优先购买权。

对于铝锭的采购，金阳铝业与具有一定规模和经济实力的铝锭供应商签订了长期采购协议，铝锭采购渠道畅通；对于废铝的采购，受益于公司所在地大周镇是长江以北最大的废旧金属集散地、国家循环经济试点园区、国家“城市矿产”示范基地，废旧资源充足，每年废铝交易量大约为 90 万吨，有效保证了金阳铝业的废铝供应。2015 年，金阳铝业前五大供应商分别为陕西恒康铝业有限公司、巩义鑫隆商贸有限公司、长葛市广源废旧金属有限公司、巩义市济华物资贸易有限公司、河南淅川铝业集团有限公司，向前五大供应商的采购额合计占金阳铝业采购总额的 69.95%，集中度很高。

金阳铝业的采购定价方式在跟踪期内无变化。铝锭定价方式：主要以提货当天上海长江有色金属现货铝价格为基础；废铝定价方式：以上海长江有色金属现货价格为基础下浮 1500-2000 元/吨。采购结算方式根据采购合同约定，废铝一般采用现汇方式结算，铝锭采用现汇或承兑加现汇等方式履行付款。

表 9　近年来金阳铝业采购情况

原材料	采购量（万吨）		
	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
铝锭	4.47	4.24	1.05
废铝	2.61	2.78	0.71
原材料	**采购价格（不含税）（元/吨）**		
	2014 年	**2015 年**	**2016 年 1-3 月**
铝锭	11423.59	10411.54	9412.50
废铝	10226.57	9280.02	8094.87

资料来源：金阳铝业提供

从采购量来看，2015 年金阳铝业采购总量为 7.02 万吨，较 2014 年略有下降，降幅为 0.84%。其中，铝锭采购量为 4.24 万吨，较 2014 年下降 5.15%；废铝采购量为 2.78 万吨，同比上升 6.51%。2016 年 1~3 月铝锭和废铝的采购量分别是 2015 年全年的 24.76%和 25.54%。从采购价格来看，2015 年铝锭和废铝的采购均价分别为 10411.54 元/吨、9280.02 元/吨，同比分别下降 8.86%和 9.26%，2016 第一季度铝锭和废铝的采购均价延续了 2015 年向下趋势。

总体看，金阳铝业采购策略清晰，采购渠道畅通。跟踪期内，原材料采购总量略有下降，采购价格持续走低。

③生产与销售

截至 2016 年 3 月底，金阳铝业铸轧卷、铝板和铝带、箔的年生产能力分别为 7.20 万吨、5.00 万吨和 7.00 万吨。

表 10　近年来金阳铝业生产情况（单位：万吨）

产品		2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
铸轧卷	产能	7.20	7.20	1.80
	产量	6.59	6.88	1.73
铝板	产能	5.00	5.00	1.25
	产量	2.80	3.01	0.63
铝带、箔	产能	7.00	7.00	1.75
	产量	5.37	5.61	1.58

资料来源：金阳铝业提供

跟踪期内，金阳铝业的生产情况无大的变动，铸轧卷全部用于铝材产品的坯料，金阳铝业根据订单安排生产，同时加强内部管理。2015 年，铸轧卷、铝板和铝带箔的产量分别为 6.88 万吨、3.01 万吨和 5.61 万吨。2015 年，金阳铝业铸轧卷、铝板、铝带箔产量较 2014 年分别上升 4.40%、7.50%和 4.47%；同期，上述产品的产能利用率分别为 98.29%、60.20%和 80.14%，其中铝板和铝带箔的产能利用率较低，但较 2014 年有所提高。2016 年 1~3 月，铸轧卷、铝板和铝带箔的产量分别是 2015 年全年的 25.15%、20.93%和 28.16%。

表 11　近年来金阳铝业销售情况（单位：万吨，元/吨）

销量	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
铝板	2.78	3.02	0.59
铝带、箔	5.34	5.63	1.53
平均价格（含税）	**2014 年**	**2015 年**	**2016 年 1-3 月**
铝板	15299.48	14225.05	12918.08
铝带、箔	16629.34	15415.46	13917.49

资料来源：金阳铝业提供

销售方面，金阳铝业的销售区域集中在中原地区、华东地区、华南地区、华北地区，其中，华南、华东地区占比较大，约占总销量的2/3以上。金阳铝业的客户群体主要是印刷版、铝塑板、瓶盖、电子元器件、包装产品等制造商，以及合金板经销商。金阳铝业通过经销商销售产品的比重30%，70%以上的产品直接销售给厂家。

跟踪期内，金阳铝业产品销售仍然采取“铝锭价格+加工费”的定价原则，加工费根据产品性能和市场供求等因素确定。对于印刷铝版基等高附加值、高精度产品的加工费标准，金阳铝业有较强的定价能力；对于普通板带箔材的加工费标准，主要根据市场价确定。从销售结算方式来看，一般以现汇为主，如果承兑结算，需要支付承兑到期前的贴现利息。

2015年，金阳铝业铝板和铝带、箔的销量分别为3.02万吨和5.63万吨，分别同比增长8.63%和5.43%，金阳铝业产销率达到100%；从销售价格来看，2015年铝板和铝带箔的销售均价分别为14225.05元/吨、15415.46元/吨，较2014年销售均价分别下降7.02%和7.30%，以上两种产品的平均销售价格与铝锭的市场价格波动趋势基本一致。2016年1~3月，铝板、铝带箔的销量分别是2015年全年的19.54%和27.18%；销售价格较2015年进一步下滑。

目前，金阳铝业在华东和华南地区设有两个办事处，主要负责市场拓展业务；金阳铝业客户较稳定，2015年前五大客户分别为东莞昌盛铝业有限公司、嘉兴佳源多彩铝业有限公司、苏州多彩铝业有限责任公司、银邦金属复合材料股份有限公司、鑫合顶饰(临沂)有限公司，以上客户与公司合作年限均较长，销售额占总销售额的比重为43.30%，销售集中度较高。

总体看，跟踪期内，金阳铝业产能保持稳定，产品总产销量有所增长，但销售价格持续走低；金阳铝业销售渠道畅通，产品产销率高。

④未来发展

未来，金阳铝业仍将以铝加工为主业，引入“互联网+制造行业”模式，实现生产系统的智能分析和决策优化，以提升自身的创新力和生产力，促进经济转型升级和结构优化。

（4）募集资金使用情况

金阳铝业参与发行了“14 许昌 SMECNII001”，发行额度 2000 万元，期限为 3 年。其中，1000 万元用于归还银行贷款（归还中信银行郑州分行 500 万元，浦发银行许昌分

行 500 万元），优化债务结构；1000 万元用于补充公司营运资金，购买原材料铝锭。目前，募集资金 2000 万元已按规定全部投入使用。

（5）财务分析

金阳铝业提供的 2015 年度财务报表已经郑州众信会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。金阳铝业 2016 年第一季度财务数据未经审计。

截至 2015 年底，金阳铝业资产总额 65978.52万元，所有者权益合计44856.60万元；2015年实现营业收入110896.36万元，利润总额4441.85万元。

截至 2016 年 3 月底，金阳铝业资产总额 71198.97 万元，所有者权益合计 45745.92 万元；2016 年 1～3 月，实现营业收入 24714.03 万元，利润总额 1119.10 万元。

① 盈利能力

跟踪期内，受铝产品价格下跌影响，2015 年金阳铝业实现营业收入 110896.36 万元，同比下降 1.69%；同期营业成本为 103509.57 万元，同比下降 0.36%，低于营业收入降幅；受此影响，金阳铝业营业利润率有所下降，2015 年为 6.58%，较上年降低 1.24 个百分点。

2015 年，金阳铝业的期间费用为 2854.71 万元，同比上升 1.44%，其中，财务费用和销售费用分别同比增长 0.64%和 4.55%，管理费用同比下降 3.81%；同期，金阳铝业期间费用占营业收入的比重为 2.57%，较上年同期小幅增长了 0.08 个百分点，主要是公司财务费用的增长所致。总体看，金阳铝业期间费用控制能力强。

2015 年，金阳铝业实现利润总额和净利润分别为 4441.85 万元和 3331.38 万元，同比均下降 26.00%。从盈利指标看，2015 年金阳铝业总资本收益率为 7.43%，较 2014 年下降 1.10 个百分点；净资产收益率为 7.43%，较 2014 年下降 2.42 个百分点。

2016 年 1～3 月，金阳铝业实现营业收入 24714.03 万元，同比下降 11.01%，利润总额 1119.10 万元，同比增长 1.69%，营业利润率为 7.58%，较 2015 年增加 1.00 个百分点。

总体看，跟踪期内，受铝产品销售价格下降影响，金阳铝业营业收入有所下滑，且整体盈利能力有所下降。

②现金流及保障

从经营活动看，2015年金阳铝业经营活动现金流入量为129847.28万元，同比下降0.65%，全部为销售商品、提供劳务收到的现金；2015年金阳铝业购买商品、接受劳务支付的现金较上年增长4.67%（主要因金阳铝业增加了现金支付比例），为127082.90万元，受此影响，2015年公司经营活动产生的现金流净额由正转负，为-1845.01万元。2015年现金收入比为117.09%，金阳铝业收入实现质量较好。

从投资活动来看，2015年金阳铝业现金流净额为-203.56万元，全部为购建固定资产和无形资产支付的现金。

筹资活动方面，2015年金阳铝业筹资活动现金流入量为12685.22万元，同比下降39.13%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出量为16449.35万元，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。同期，金阳铝业筹资活动现金流量净额为-3764.13万元。

2016年1～3月，金阳铝业经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为4336.04万元、-56.86万元和93.20万元。

总体看，跟踪期内，金阳铝业收入实现质量较好，经营活动产生的现金流净额大幅减小，但投资方面支出较小，对外融资压力较小。

③资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，资产总额 65978.52 万元，同比下降 9.18%，主要系货币资金和固定资产下降所致，其中，流动资产占 88.30%，非流动资产占 11.70%，流动资产占比较 2014 年略有提高。

截至 2015 年底，金阳铝业流动资产合计 58256.65 万元，较上年下降 6.72%，主要来自货币资金减少；流动资产构成以货币资金（占 11.87%）、应收票据（占 15.38%）、应收账款（占 14.89%）和存货（占 46.00%）为主。

截至 2015 年底，金阳铝业货币资金为 6915.31 万元，同比下降 45.67%，其中银行存款占比 99.47%。

截至 2015 年底，金阳铝业应收票据合计 8961.56 万元，全部为银行承兑汇票，同比增长 2.20%，主要因为销售商品收到的银行承兑汇票增加所致。

截至 2015 年底，金阳铝业应收账款为 8676.73 万元，较 2014 年下降 3.25%，账龄全部在 1 年以内；前五名债务人单位合计欠款 4302.91 万元，占比为 49.59%，集中度较高。金阳铝业未计提坏账准备。

截至 2015 年底，金阳铝业其他应收款为 3605.51 万元 ，同比增长 18.91%，主要为长葛市金财公有资产经营有限公司向金阳铝业的借款 1500 万元，金阳铝业采购部经理购买原材料用款 835.87 万元（未收到发票，未报账），以及日常往来款项。

截至 2015 年底，金阳铝业存货为 26799.98 万元，同比增加 1.65%，其中由原材料（占 52.18%）、库存商品（占 21.54%）和生产成本（26.28%）构成。原材料主要为铝锭和废铝，产成品为铝压延产品，公司未计提存货跌价准备，存在一定存货跌价风险。

非流动资产方面，截至 2015 年底，金阳铝业非流动资产合计 7721.86 万元，由固定资产（占 95.68%）和无形资产（占 4.32%）构成。截至 2015 年底，金阳铝业固定资产原值 18499.81 万元，金阳铝业累计提取折旧 11111.12 万元，固定资产账面价值为 7388.56 万元。

截至 2016 年 3 月底，金阳铝业资产总额为 71198.97 万元，较 2015 年底增长 7.91%，主要来自货币资金的增长。资产结构中流动资产和非流动资产分别占 89.39%和 10.61%，流动资产占比进一步上升。

跟踪期内，金阳铝业资产规模波动上升，流动资产在资产中的比重较高，流动资产以存货为主，资产流动性一般；非流动资产以固定资产为主。整体看，金阳铝业资产质量一般。

负债和所有者权益

截至 2015 年底，金阳铝业所有者权益合计 44856.60 万元，同比增长 8.15%，主要来自未分配利润的增长；其中，实收资本占 15.61%、资本公积占 4.34%、盈余公积占 8.39%、未分配利润占 71.66%。截至 2016 年 3 月底，金阳铝业所有者权益合计为 45745.92 万元，较 2015 年底增长 1.98%，主要来自未分配利润的进一步增长。总体看，金阳铝业所有者权益稳定性较差。

截至 2015 年底，金阳铝业负债合计 21121.92 万元，同比下降 28.36%，其中，流动负债占比 90.53%。流动负债主要由短期借款、应付票据构成，分别占 55.70%、36.08%；其中，短期借款为 10651.07 万元，同比下降 18.30%；应付票据 6900.00 万元，全部为银行承兑汇票，同比下降 46.09%，系增加现金结算所致。金阳铝业非流动负债全部为应付债券，截至 2015 年底为 2000.00 万元，同比无变化。

截至 2016 年 3 月底，金阳铝业负债总额为 25453.05 万元，较上年底增长 22.65%，主要来自应付票据的增加。

截至 2015 年底，金阳铝业全部债务总额 19551.07 万元，同比下降 29.76%，系应付票据和短期借款下降所致。其中，除 2000 万的应付债券为长期债务，其余全部为短期债务。截至 2016 年 3 月底，金阳铝业全部债务为 23766.15 万元，较 2015 年底增长 21.56%，其中短期债占 89.77%。

从债务指标来看，2015 年底金阳铝业全部债务资本化比率和资产负债率分别为 30.36%和 32.01%，同比分别减少 9.81 和 9.54 个百分点。截至 2016 年 3 月底，金阳铝业全部债务资本化比率和资产负债率分别为 34.19%和

35.75%，指标值较 2015 年底有所上升。

总体看，跟踪期内，金阳铝业所有者权益持续增长，但稳定性较弱；有息债务规模有所减少，金阳铝业债务负担较轻。

④偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，金阳铝业的流动比率和速动比率分别为 304.66%和 164.51%，同比分别上升 77.40 和 33.19 个百分点。2016 年 3 月底上述指标有所下降，分别为 271.38%和 152.17%。2015 年，金阳铝业经营现金流净额为负，对流动负债无保障能力。总体看，金阳铝业短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015 年金阳铝业 EBITDA 为 6879.11 万元，EBITDA 利息倍数为 4.74 倍，均较上年有所下降；同期，受益于有息债务的下降，金阳铝业全部债务/EBITDA 倍数为 2.84 倍，较上年同期有一定幅度的下降。总体看，金阳铝业 EBITDA 对全部债务及利息的保障能力较好。

截至2016年3月底，金阳铝业对外担保金额760.00万元，担保比率为1.66%，担保比率低。被担保的企业是长葛市润阳铝业有限公司（下称“润阳铝业”），截至2016年3月底，润阳铝业资产总额18732.07万元，所有者权益16961.72万元，资产负债率为9.45%；2016年1～3月润阳铝业实现营业收入6828.72万元，利润总额255.87万元。总体看，被担保企业债务负担轻，金阳铝业或有负债风险较小。

⑤债券保障能力分析

金阳铝业于2014年6月26日参与发行了总金额为6000万元，期限为3年的区域集优中小企业集合票据（“14许昌SMECNII001”），其中，金阳铝业发行2000万元（以下简称“本期集合票据”）。本期集合票据每年付息一次，到期一次还本。

截至2015年底，金阳铝业现金类资产为15876.87万元，为本期集合票据的7.94倍；截至2016年3月底，金阳铝业现金类资产为19870.98万元，为本期集合票据的9.94倍。2015年金阳铝业EBITDA为6879.11万元，为本期集合票据的3.44倍；2015年金阳铝业经营活动现金流入量为129847.28万元，为本期集合票据的64.92倍。2015年金阳铝业经营活动现金净流量为负，对本期集合票据无保障能力。总体看，金阳铝业现金类资产、EBITDA以及经营活动现金流入量对本期集合票据的保障能力好。

截至 2016 年 3 月底，金阳铝业共获得各家商业银行授信额度总量为 14500.00 万元，较 2015 年同期减少 3000.00 万元，其中尚未使用的额度为 1234.00 万元，金阳铝业具备间接融资渠道但有待扩宽。

⑥过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1041108200002730V），截至 2016 年 6 月 22 日，金阳铝业无未结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

（6）抗风险能力

金阳铝业地处“国家城市矿产”示范基地，外部经营环境较好，采购销售渠道畅通。跟踪期内，金阳铝业资产规模稳定增长，营业收入小幅下降，整体盈利能力一般。总体看，金阳铝业整体抗风险能力一般。

（7）结论

综合考虑，联合资信维持金阳铝业的主体长期信用等级为 BBB，评级展望为稳定。

六、增信能力分析

中债增进公司就本期集合票据存续期限内发行人应偿付的不超过 0.60 亿元本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证。中债增进公司的信用增进责任项下的本金及利息以本期票据的实际募集金额及相应票面利息为准。

在本期集合票据存续期内，如果发行人未按照本期集合票据募集说明书的要求将本期票据当期应付本息足额偿还票据持有人，则中债

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

保证期间为本期票据存续期及本期票据兑付日起两年。票据持有人在本保证期间内未要求中债增进公司承担信用增进函规定的责任，则中债增进公司将免除相关责任。

集合票据持有人依法将所持有的本期票据转让和出质给第三人的，中债增进公司将继续对随后获得本期票据的受让人或质权人承担信用增进函规定的责任。

经联合资信评估有限公司评定，中债增进公司主体长期信用等级为AAA，该评级结论反映了中债增进公司的综合代偿能力极强。中债增进公司主体长期信用评级报告见附件。

七、结论

综合考虑，基于中债增进公司担保的持续有效，本期集合票据不能还本付息的风险极低，联合资信维持“14 许昌 SMECNII001”的信用等级为 AAA。

附件 1　集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
神龙发制品	现金类资产(万元)	1449.35	802.95	939.45	584.72
	资产总额(万元)	48947.85	52087.75	54937.31	55662.13
	所有者权益(万元)	29292.54	33896.80	39201.30	40322.00
	短期债务(万元)	19415.89	14030.32	11147.33	10874.00
	全部债务(万元)	19415.89	18030.32	15147.33	14874.00
	主营业务收入(万元)	38525.67	40833.63	41933.64	9088.15
	利润总额(万元)	5580.27	6139.01	7072.66	1494.27
	EBITDA(万元)	7097.05	7706.03	8773.34	--
	经营性净现金流(万元)	-1415.07	2233.79	4207.54	95.27
	营业利润率(%)	20.63	20.64	20.80	21.06
	净资产收益率(%)	15.24	13.58	13.53	--
	资产负债率(%)	40.16	34.92	28.64	27.56
	全部债务资本化比率(%)	39.86	34.72	27.87	26.95
	流动比率(%)	169.64	256.17	336.94	355.82
	全部债务/EBITDA(倍)	2.74	2.34	1.73	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	5.58	5.97	6.80	--
金阳铝业	现金类资产(万元)	17441.53	21496.43	15876.87	19870.98
	资产总额(万元)	60315.18	70957.31	65978.52	71198.97
	所有者权益(万元)	36855.35	41475.21	44856.60	45745.92
	短期债务(万元)	19336.44	25836.20	17551.07	21766.15
	全部债务(万元)	19336.44	27836.20	19551.07	23766.15
	主营业务收入(万元)	117965.69	112806.00	110896.36	24714.03
	利润总额(万元)	7150.53	6002.48	4441.85	1119.10
	EBITDA(万元)	9589.07	8415.92	6879.11	--
	经营性净现金流(万元)	6077.52	3987.68	-1845.01	4336.04
	营业利润率(%)	8.30	7.82	6.58	7.58
	净资产收益率(%)	14.55	10.85	7.43	--
	资产负债率(%)	38.90	41.55	32.01	35.75
	全部债务资本化比率(%)	34.41	40.16	30.36	34.19
	流动比率(%)	217.24	227.26	304.66	271.38
	全部债务/EBITDA(倍)	2.02	3.31	2.84	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	7.53	5.97	4.74	--

注：各发行人 2016 年一季度财务数据未经审计。

附件 2　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

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。

附件 3　中债信用增进投资股份有限公司
2015 年主体长期信用评级报

中债信用增进投资股份有限公司
2016 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

2016 年 7 月 3 日

主要数据

项　目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产总额(亿元)	148.45	160.86	118.46	86.22
负债总额(亿元)	72.07	86.01	46.03	15.96
所有者权益(亿元)	76.39	74.84	72.43	70.26
增信余额(亿元)	1028.55	973.03	941.15	898.58
净资本覆盖率(%)	83.55	83.28	95.24	103.02
项　目	**2016 年 1-3 月**	**2015 年**	**2014 年**	**2013 年**
营业收入(亿元)	3.55	13.95	12.36	15.79
利润总额(亿元)	2.45	4.11	4.77	9.39
净利润(亿元)	1.84	3.13	3.59	7.19
平均资产收益率(%)	-	2.24	3.51	7.57
平均净资产收益率(%)	-	4.25	5.03	10.15

注：2016 年一季度财务数据未经审计

资料来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理。

分析师

刘 睿　陈绪童

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。经过近年来的经营实践，公司初期发展规划得到落实，与信用增进行业相适应的全面风险管理体系逐步建立健全；增信业务基础不断夯实，增信业务规模增长较快。另一方面，现阶段国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求。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必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，信用增进业务保持较快增长。

关注

- 公司单笔增信业务金额较高，行业集中度较高，存在一定的业务集中风险；
- 国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求；
- 由于信用增进业务增速放缓以及准备金计提规模的增加，公司盈利面临压力。

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（2016 年 7 月 3 日至 2017 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。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月三日

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。截至 2015 年末，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，业务方面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**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

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。

公司内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、投资业务二部、风险与规划管理部、法律合规部、财务部、综合部八个部门。截至 2016 年 3 月末，公司共有员工 103 人，绝大多数为硕士及以上学历。

截至 2015 年末，公司资产总额 160.86 亿元，负债总额 86.01 亿元，所有者权益 74.84 亿元；增信余额 973.03 亿元。2015 年，公司实现营业收入 13.95 亿元，其中增信业务收入 7.51 亿元；净利润 3.13 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司资产总额 148.45 亿元，负债总额 72.07 亿元，所有者权益 76.39 亿元；增信余额 1028.55 亿元。2016 年一季度，公司实现营业收入 3.55 亿元，其中增信业务收入 2.23 亿元；净利润 1.84 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。近年来，世界经济在温和复苏中进一步分化调整，发达经济体经济运行分化加剧，发展中经济体增长放缓；货币政策措施分化严重，国际金融市场动荡加剧；世界经济复苏依旧艰难曲折。

美国经济增长内生动力持续增强，政府去杠杆逐步放缓，美国国会通过的财政拨款预算法案，进一步拓展了美国财政空间，减轻了财政减支对经济增长的消极影响。随着美国经济形势的好转，2014 年 10 月，美国完全退出量化宽松，同时明确下一步政策重点将转向加息。美国政策的转变可能引发国际资本流动的微妙变化，加剧国际金融市场的不确定性，也给新兴经济体带来挑战。欧债危机爆发以来，欧盟采取了欧洲稳定机制、宽松货币政策、加持主权债务等举措，经济开始驶入复苏轨道，2014 年欧盟实现了正增长，但仍然没有摆脱低迷状态，失业率居高不下，内需疲软，通货膨胀率持续走低，公共和私营部门债务过高等，都将是欧洲经济复苏面临的严峻问题。在“安倍经济学”指导下，日本政府开始推行以“量化和质化宽松货币政策(QQE)、灵活的财政政策、结构性改革”作为核心的经济增长战略，日本经济在短期内强劲反弹，但受内在增长动力不足和消费税上调的影响，经济增速明显放缓，安倍经济学对日本经济的长远影响有待观察。

随着美国政策重点的转变，国际金融市场动荡的风险将会增大，部分新兴经济体面临较

大的资金外流和货币贬值压力。除动荡的外部金融环境外，新兴经济体内部也正面临各种结构性问题的挑战，使得新兴经济体的脆弱性更为突出，经济下行风险仍然存在。

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，以及持续的进行逆回购操作，保证了市场的流动性，全年货币供给保持平稳增长，保障了实体经济的平稳发展。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态势。2014年，我国经济发展进入“新常态”，政府将稳增长和调结构并重，创新宏观调控的思路和方式，简政放权，定向调控，保证了国民经济在新常态下的平稳运行。2015年，我国经济结构持续优化，消费对经济增长的贡献度逐步提升，成为经济增长的首要拉动因素。同时，与改善民生密切相关的就业与居民收入指标表现良好，化解产能过剩和节能减排也取得一定进展。但受到制造业持续产能过剩、需求不足，以及房地产市场调整带动房地产投资下行等因素的影响，我国投资增长乏力，是拖累当前经济增长的主要原因。此外，企业经营依然困难，融资瓶颈约束明显，也对经济增长造成一定的负面影响。经初步核算，2015年，我国GDP增长率为6.9%，同比下降0.5个百分点；CPI增长率为1.4%，同比下降0.6个百分点，创近年来新低（见表2）。

表2　宏观经济主要指标　　单位：%/亿美元

项　目	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年
GDP增长率	6.9	7.4	7.7	7.8	9.2
CPI增长率	1.4	2.0	2.6	2.6	5.4
PPI增长率	-5.2	-1.9	-1.9	-1.7	6.0
M2增长率	13.3	12.2	13.6	13.8	13.6
固定资产投资增长率	10.0	15.7	19.3	20.6	23.8
社会消费品零售总额增长率	10.7	10.9	13.1	14.3	17.1
进出口总额增长率	-7.0	2.3	7.6	6.2	22.5
进出口贸易差额	36865	23489	2592	2311	1551

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind资讯。联合资信整理

注：2014年和2015年进出口贸易差额的单位为亿元。

目前，我国处于经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期，三期叠加的结果是较大的经济下行压力。在经济发展新常态下，如何打造经济增长的新引擎，调整经济结构，优化资源配置，增强可持续发展的动力是国内经济面临的重要挑战。2015年以来，我国经济运行的国际环境总体趋好，世界经济将继续保持复苏态势，但主要发达经济体宏观政策调整、地缘政治冲突等也带来了一些风险和不确定性。国内基本面和改革因素仍可支撑经济增长，政府定向调控政策效应逐步释放，加大简政放权、允许民间资本创办金融机构以及加大推动市场化、财税体制等多领域改革等，对经济增长潜力的提高作用将在未来一段时间逐步显现，对经济增长具有正面作用，我国经济整体将保持平稳发展。

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，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。

从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使得为资本市场提供外部信用增级服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2009 年 9 月，公司作为国内首家专业债券信用增进机构成立，这对于发展直接融资市场，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，公司还承担着建立银行间债券市场风险分担机制、进行风险专业化管理模式创新的重任。

2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(以下简称“《指引》”)。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。

3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律依据缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。作为首家专业债券信用增进机构，公司致力于推动行业准则及监管办法的出台，并取得了积极进展。2012 年 8 月，《信用增进机构管理规范》、《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012 年 11 月，财政部发布了《企业会计准则解释第 5 号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。同年，由公司参与起草的《中国银行间市场信用增进业务自律管理规则》已由交易商协会理事会审议通过，将择期发布。信用增进行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司注册资本 60 亿元，股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的企业组成，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，搭建了由股东大会、董事会、监事会及高级管理层组成的公司治理架构。股东大会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东大会会议由董事会依法召集。近年来，公司按照相关要求召集召开股东大会，审议通过了年度审计报告、财务预算、选举董监事等议案，确保各股东对重大事项的知情权、参与权和表决权。

2015 年，公司董事会进行了换届，新一届董事会由 9 名董事组成，包括非职工董事 8 名和职工董事 1 名。公司董事长由交易商协会提名，经全体董事选举产生。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和审

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，有助于董事会进行合理决策。近年来，公司董事会先后审议了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、年度财务预决算等议案，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，并对综合经营、投资策略、重大采购项目及重大人事任免等重要事项进行了决策。各专门委员会能够在相应职权范围内履行职责，较好地发挥了各自职能。

2015 年，公司监事会进行了换届，新一届监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事，尚未实施外部监事制度。公司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、年度工作报告等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，高级管理层设总裁 1 名，风险总监、投资总监、总法律顾问、营运总监各 1 名。公司高管人员由总裁提名，经董事会通过后任命。公司总裁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。公司注重专业团队建设，高级管理层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，具备较高的专业化营运水平。

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。

总体看，公司持续规范治理架构，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

公司构建了符合内部控制管理要求的前、中、后台组织管理架构，内设增信业务一部、增信业务二部、投资业务一部、投资业务二部、风险与规划管理部、法律合规部、财务部、综合部八个部门（见附录 2），各部门职责分工明确。2015 年，公司制定了《内部控制制度及流程梳理完善工作方案》，要求各条线以现有规章制度为基础，以风险管理为导向，结合实际工作，对公司现有管理制度和业务流程进行了梳理；同时，公司理清了各条线工作程序，加强了对操作风险点的控制，内部控制管理水平不断提升。

为确保各项业务规范有序开展，公司按年度制定风险管理指引，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，公司内控体系逐步完善。

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。同时，公司出台了薪酬管理办法，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，较好地发挥了激励约束作用。

总体看，公司搭建了职责分工明确、条线清晰的组织管理架构，逐步完善风险管理体系及内控体系，内控管理水平有所提升。

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级别企业债

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2015年末，公司增信业务规模累计1798.12亿元，提供信用增进服务的项目累计249个，创新业务实现突破，市场影响力逐步增强。

2016年，面临债券市场改革进程的深化和监管政策的不断变革，以及复杂多变的市场环境和持续加剧的信用风险，公司将采取以下措施实现经营目标：一是严控风险，通过加强日常风险管理工作、完善风险指引框架体系和风险管理制度、构建资产负债管理框架体系和加大风险管理核心技术研发力度等举措进一步提升风险管理整体水平；二是强化市场营销，通过加强与主承销商、股东单位及其下属公司的合作，有针对性的推进区域营销等手段巩固信用增进业务的领先地位；三是优化公司资产配置，在做好固定收益类业务的基础上，加强权益类、信托类等产品的投资，增加投资收益，稳步提升投资盈利水平；四是加强创新研究工作力度，拓展业务发展空间，通过与信托公司开展合作、担任财务顾问等间接方式开展资产管理业务；五是持续推进内控合规工作，提高全员合规意识；六是进一步夯实管理基础，提升内部管理水平。

总体看，公司具备较强的市场推动力，初期发展战略得到了落实，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

公司目前的信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务以及境外业务三个板块。

1. 基础增信业务

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、公司债、定向融资工具等债券类产品以及银行理财产品、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	2015年末		2014年末		2013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	**973.03**	**101**	**929.15**	**112**	**886.58**	**120**
其中：短期融资券	-	-	3.00	1	44.30	7
中期票据	74.00	8	182.20	18	225.22	23
企业债	229.50	19	161.50	14	108.00	8
公司债	178.00	8	108.00	4	88.00	3
集合票据	6.00	3	12.08	6	27.82	14
区域集优	56.12	31	89.82	42	102.26	45
定向融资工具	391.80	25	321.00	18	191.00	7
信托计划	5.00	1	15.00	3	83.00	11
资产管理计划	12.61	2	15.00	1	15.00	1
委托债权投资计划	-	-	16.55	3	2.00	1
项目收益票据	10.00	3	5.00	2	-	-
次级债	10.00	1				
创新型信用增信业务	-	-	**3.00**	**1**	**3.00**	**1**

其中：中债合约Ⅰ号	-	-	3.00	1	3.00	1
境外业务	**-**	**-**	**9.00**	**1**	**9.00**	**1**
合 计	**973.03**	**101**	**941.15**	**114**	**898.58**	**122**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

结合战略规划，公司业务发展以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模持续稳步增长（见表 3）。2015 年，公司新增基础增信项目 25 个，增信金额 291.36 亿元。截至 2015 年末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 101 个，较上年末略有减少；增信余额 973.03 亿元，较上年末增长 3.39%，其中企业债、公司债及定向融资工具业务规模增幅明显。

近年来，公司中期票据增信业务逐年下降，但企业债及公司债增信业务规模呈上升趋势。整体看，公司中期票据、企业债及公司债信用增信业务规模较大，占基础增信业务规模的比重维持在 50%左右。

公司定向融资工具包括保障房私募债、小城镇项目定向债务融资工具、私募可转债以及非公开定向债务融资工具。近年来，公司保障房私募债信用增进业务规模有所波动，2015 年末尚在增信责任期内增信项目 12 个，增信余额 250.00 亿元，较上年末有所减少。2014 年，公司将天津市开发东丽区军粮城示范镇、津南区咸水沽示范镇、蓟县新城等六区县示范小城镇项目作为合作契机，推出了小城镇项目非公开定向债务融资工具信用增进服务，并拟与天津市人民政府探讨签署全面战略合作框架协议，在“十二五”期间进行后续综合金融业务合作。截至 2015 年末，公司小城镇增信项目 6 个，增信金额 114.00 亿元，较上年末增幅明显。公司根据发行人需求、投资人意向以及政策导向持续推动私募可转债增信业务发展，2015 年末私募可转债增信项目 1 个，增信金额 0.2 亿元。此外，2015 年，公司首单加强型增信项目“铁汉生态第一期及第二期非公开定向债务融资工具”成功发行，募集金额 5.00 亿元。截至 2015 年末，公司尚在增信责任期内非公开定向债务融资工具增信项目 5 个，增信余额 26.80 亿元。总体看，公司定向融资工具增信项目规模较大，近年来增信业务规模增幅明显。该类项目主要与地方政府融资平台合作，公司对合作的融资平台主体资质要求较为严格，大部分在 AA 级以上。此外，为防范局部平台债务违约的风险，公司根据不同地区、不同平台的风险差异性，建立了一系列筛选条件，差异化准入。

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。近年来，由于中小企业信用风险逐渐暴露，公司针对此类项目持续收缩区域杠杆规模。截至 2015 年末，公司尚在增信责任期内区域集优增信项目 31 个，涉及企业 84 家，增信余额合计 56.12 亿元，较上年末减少 37.52%。

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，为公司提供了业务开展机会。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、资产管理等理财类增信业务。截至 2015 年末，公司尚在增信责任期内信托计划增信项目 1 个，增信余额 5.00 亿元；资产管理计划增信项目 2 个，增信余额 12.61 亿元。

2014 年，公司提供增信服务的银行间市场首单项目收益票据成功发行，首期募集资金 5 亿元。截至 2015 年末，公司尚在增信责任期内项目收益票据增信项目 3 个，增信余额 10.00 亿元。

近年来，公司不断加强与股东单位的合作。

2015 年，公司为股东单位下属公司发行的 5 年期 10 亿元次级债提供了增信服务。

2015 年，公司研究并推动保险债权计划增信业务，由公司提供增信服务的“长江养老—上海地产债券投资计划”在保险资产管理协会注册，未来公司将加大与保险资产管理公司合作，推动该类业务的发展。

2016 年以来，公司进一步加大主承销商关系管理，构建多元化营销，并加强与政府机构的合作，基础增信业务持续发展。2016 年第一季度，公司新增基础增信项目 7 个，增信金额 119.00 亿元；截至 2016 年 3 月末，公司尚在增信责任期内基础增信项目 94 个，增信余额 1028.55 亿元。

总体看，公司基础增信业务稳步发展，创新业务品种不断推出，为公司确立了市场地位，扩大了公司的收入来源。

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。截至 2016 年 3 月末，上述产品的增信责任已到期。

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。公司 2015 年未发生 CRM 交易，未来开展 CRM 交易的主要业务模式主要有：一是通过信用风险缓释工具的创设和交易释放、转移公司已有的信用风险，实现公司资本金的循环利用，达到建立风险分担机制、起到市场风险枢纽的作用；二是通过信用风险缓释工具的创设对信用增进业务进行有效补充，适时将信用风险缓释工具的创设和交易与债券发行（包括公募和私募）结合起来，使其成为新的信用增进方式。另外，未来公司将推动在交易商协会 CRM“2+N”的产品框架下创新发展简单性、基础性的信用衍生产品；同时，结合资产证券化市场发展状况，探索信用衍生工具在资产证券化产品中的应用和发展。

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。截至 2016 年 3 月末，上述产品的增信责任已到期。

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、高级管理层与业务条线组成的风险管理组织架构。董事会负责确定公司整体风险偏好、制定重大风险政策以及审定基本风险制度和准备金计提及资本管理政策，并承担风险管理的最终责任；监事会负责监督董事会和经营管理层在风险管理方面的履职情况；高级管理层负责制定和审查公司风险管理政策和操作流程。公司建立了以业务部门为前台，风险与规划管理部为中台，法律合规部、财务部和综合部为后台的三道风险防线，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程。风险与规划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，开发各类风险管理系统和技术，加强对风险因素的识别、计量、评估和定价能力，实现对风险的精细化和定量化管理。

公司建立了以《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》和《信用风险缓释工具业务管理办法》等各项业务管理办法为支撑，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，覆盖了各项主营业务。2015 年，公司对各类别风险管理制度及流程进行了梳理，完成了《业务审批委员会议事规则（实行）》、《投资业务风险监控管理办法》、《投资业务估值管理办法》、《信用增进业务审批操作规程》以及《信用增进业务管理办法》等制度的修订工作。

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。2015 年，公司发布了新的业务开展风险指引，对各类新业务的风险准入与开展起到较好的引导作用。

公司自主开发了涵盖模型体系、管理体系、应用体系的客户内部评级体系，制定了《公司客户信用评级工作管理办法（试行）》，并界定了相关部门在内部评级工作过程中的职责。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”，建立逻辑回归等数理统计模型，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和风险预测解释能力，为公司对客户风险的一致性判断提供了参考指标。评级流程方面，公司相关业务流程及决策机制较为清晰，为内部评级工作的效率提供了良好的保证。

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。2015 年，针对宏观经济增速放缓、企业融资环境持续紧张以及中小企业违约风险逐渐暴露的情况，公司持续加强存续期内中小企业信用风险事件处置工作，化解了多起信用风险事件，保障了公司的稳定运营。

近年来，公司通过对相关规章制度的修订

与完善，不断规范审批方式、审批内容、组织程序和审批结论等方面内容，审批流程不断完善。2015 年以来公司的业务审批流程为：增信业务部门对增信业务展开尽职调查，风险与规划管理部对业务部门上报的合规材料进行合规性审查，审查合规后撰写风险评价报告提交业务审批会。信用增进业务审批会议实行有权审批人投票表决制，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 7 名审批人，其中审批牵头人 1 名、独立审批委员 2 名，审批牵头人负责主持会议并有一票否决权。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，由风险与规划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审定（审议）。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，同时审批会议实行回避制度。

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。近年来，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》等管理制度并适时进行修订。

在风险分类办法方面，公司将原有的四大类五级分类进一步细化为四大类七级分类，加强对存续项目的精细化管理，便于根据风险差异性，采取不同措施。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。近年来，公司对风险准备金计提方案进行了调整和优化：对一般准备进行了差异化处理，将企业评级划分为三个档次，采用不同的一般准备计提比例，大幅提高了低评级项目的计提比例；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，以增强公司对风险的抵御能力。

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，计量并监控各项业务的风险资本要求。公司建立了资本占用额度监测管理机制，由风险与规划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，并向总裁专题会报告。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。由于近年来系统性风险上升，公司正在修订《资本充足率管理办法》，计划提高业务的资本扣减比例，从而提高资本占用的审慎水平，增强对非预期风险的覆盖率。

公司主要通过衡量和评估现金流缺口进行流动性风险管理：一是研究制定流动性风险压力测试方案，通过现金流分析法，分析各类现金流支出给公司带来的流动性压力；二是建立公司增信业务代偿规模损失分布机制，考量公

司在代偿压力增加、现金流缺口增大的情景下，面临的流动性风险状况。为应对未来可能面临的流动性压力，公司通过提高优质资产流动性储备、合理安排投资方案以及制定应急资金计划等方面提高流动性管理水平。同时，公司以流动性风险管理为基础，研究建立资产负债管理体系，确保公司持续稳健发展。

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项业务指标，监测和分析风险管理状况。总体看，公司风险管理体系逐步完善，风险管理水平有所提升。

2. 增信业务组合分析

● 增信业务

截至 2016 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 94 个，涉及企业 112 家，增信余额 1028.55 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的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。2015 年，国内宏观经济增速放缓，中小企业违约风险逐渐暴露，公司对产能过剩行业的中小企业严格风险准入，增量业务重新向信用等级较高的客户倾斜，2015 年末公司 AA⁻及以上级别企业客户涉及增信责任余额 887.11 亿元，占全部增信责任余额的 91.17%，较上年末有所提升。截至 2016 年 3 月末，公司 AA⁻及以上企业客户涉及增信责任余额 962.11 亿元，占全部增信责任余额的 93.54%，项目统计见表 4。总体看，公司近年来客户级别有一定上移，增信责任余额以高信用等级企业客户为主。

表 4　2016 年 3 月末公司增信业务级别分布情况

主体级别	增信金额（亿元）	增信金额占比（%）
AA+及以上	361.11	35.11
AA	464.00	45.11
AA-	137.00	13.32
A-及以下	66.44	6.46
合计	**1028.55**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

截至 2016 年 3 月末，公司存续期内的增信项目共涉及 112 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、金融、采矿、房地产行业。其中，第一大行业增信余额占比为 48.22%，前五大行业增信余额合计占 92.61%，存在较高的行业集中风险。从增信余额的客户分布情况来看，公司单一最大客户增信余额 65.00 亿元，占公司净资产的 85.09%，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 219.00 亿元，为公司净资产的 2.74 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)，近年来公司到期期限在 2 年内和 3~5 年的增信业务占比有所下降；2~3 年和 5 年以上的增信业务占比持续上升。总体看，公司增信项目期限分布比较均衡。

表 5　2016 年 3 月末增信业务到期期限分布情况

到期期限	增信金额(亿元)	占比（%）
1 年内	176.64	17.17
1-2 年	97.41	9.47
2-3 年	226.00	21.97
3-5 年	278.50	27.08
5 年以上	250.00	24.31
合计	**1028.55**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

公司根据《信用增进业务风险分类管理办法》对增信对象进行风险分类。截至 2016 年 3 月末，公司增信业务风险分类中 98%以上为正

常项目（见表 6），不良类（含次级、可疑、损失）项目余额 11.40 亿元，占全部增信责任余额的 1.11%，余额及占比均较上年末有所下降。截至 2016 年 3 月末，公司增信业务累计计提风险准备金 17.80 亿元，相当于同期增信余额的 1.73%。

表 6　2016 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	956.55	93.00
正常关注	60.60	5.89
次级	7.60	0.74
可疑	3.80	0.37
损失	-	-
合计	**1028.55**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

为控制增信业务风险，公司采取担保公司担保、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。截至 2016 年 3 月末，公司已发行未到期增信项目中，除主体评级在 AA^+及以上的部分项目未采用反担保措施外，其余项目基本都落实了较充分的风险缓释措施。其中，评级为 AA^-以下级别的企业和集合票据的增信主体都向公司提供了风险敞口全覆盖的风险缓释措施；区域集优项目均由当地政府成立的发展基金提供风险缓释措施。

公司针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相应风险缓释措施。针对中小企业集合票据业务，公司对该类项目实行严格的风险准入，目前无新增业务。区域集优业务项目主体与普通集合票据主体具有基本相同的风险特征，即均为抵御风险能力相对较弱的中小企业，针对此类项目，公司通过引入地方政府设立风险缓释基金，加强了地方政府在区域风险防控与处置中的作用，同时，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。

近年来，为应对重大突发事件，公司要求各部门联动配合、共同参与，采取多种手段处置风险，以充分降低公司损失。公司制定了管理办法、操作制度和应急预案，对发生重大突发事件后的代偿、清偿、追讨等情形下的工作流程、工作方式以及工作内容做出了具体规定；明确在重大突发事件发生时或兑付日前十个工作日前，评估公司代偿可能性，并在此基础上启动应急机制，开展现场风险排查、公开信息披露、资金头寸准备、资产保全、追偿清偿、诉讼等工作，以防范和化解风险。

2015 年，公司发生一笔代偿，代偿金额本息合计 0.29 亿元，已全额收回（见表 7）。2016 年一季度，公司发生两笔代偿，其中一笔代偿金额为 0.64 亿元，目前已全额收回；另一笔代偿金额为 0.37 亿元，主要是关联方贷款发生逾期所致，目前已启动诉讼程序，公司对其采取了企业实际控制人连带责任保证和发展基金反担保的风险缓释措施。

表 7　增信业务代偿率与回收率　单位：亿元/%

项目	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
当期代偿发生额	1.01	0.29	-	-
累计代偿率	0.15	0.03	-	-
累计代偿回收率	71.54	100	-	-

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

总体看，公司近年来客户级别有一定上移，增信责任余额以高信用等级企业发行为主，但国内宏观经济增速放缓导致中小企业违约风险加大，公司的代偿能力和流动性管理水平面临一定压力。公司尚在增信期内客户到期期限分布较均衡，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。2014 年，为控制业务风险，公司发布了《信用风险缓释工具业务管理办法（试行）》以保障业务稳健开展；交易

对手风险方面，公司规定 CRM 交易一律在授信范围内进行；同时，公司在对 CRM 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，公司建立了并不断完善具有信用增进行业特点的全面风险管理体系。公司处于业务快速发展阶段，也是风险积累阶段。考虑到经济处于下行期、信用衍生工具的创新性及杠杆性等因素，公司信用增进业务发生违约、代偿的风险加大，公司风险管理体系对业务的保障程度尚待观察。

六、财务分析

公司提供了 2013~2015 年度财务报告及 2016 年 1 季度财务报表。其中，2013~2015 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；2016 年一季度财务报表未经审计。

1. 资本结构

公司目前资本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。2013~2015 年，公司分别分配现金股利 6.60 亿元、3.00 亿元和 3.00 亿元，近三年公司未分配利润余额基本持平，利润留存对资本补充力度有限。截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益 76.39 亿元，其中股本 60.00 亿元，盈余公积 2.47 亿元，未分配利润 11.48 亿元。未来，公司将采取适度的分红政策来回报股东，并通过利润留存支持业务发展。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、长期借款及增信责任准备金组成(见表 8)。公司卖出回购金融资产标的为债券，2013~2015 年卖出回购金融资产规模持续增加，导致公司负债规模呈上升趋势。

表 8　公司负债结构　　单位：亿元

项 目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
卖出回购金融资产	40.05	53.18	22.13	5.01
预收账款	0.23	0.31	1.36	2.47
长期借款	10.46	10.69	8.37	-
风险准备金	17.80	17.51	11.18	6.20
其他	3.53	4.32	2.99	2.27
负债合计	**72.07**	**86.01**	**46.03**	**15.96**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

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项的风险计提。近年来，国内宏观经济增速放缓，中小企业发生信用风险的可能性大幅提升，公司对风险准备金计提进行了优化并加大了计提力度。截至 2015 年末，公司计提风险准备金余额 17.51 亿元，占同期增信余额的 1.80%，占比较之前年度有所上升。

为拓宽资金来源，公司积极争取银行授信。截至 2015 年末，公司共获得 15 家银行合计 329.75 亿元的授信额度。截至 2015 年末，公司长期借款余额 10.69 亿元，该笔借款为公司办公楼建设专门借款。

近年来，公司负债规模大幅增加，导致杠杆率快速上升，2015 年末公司资产负债率为 53.47%。2016 年一季度，随着卖出回购金融资产规模的下降，公司负债规模有所下降，2016 年 3 月末资产负债率为 48.55%。

总体看，公司资本实力强，近年来利润留存对资本补充力度有限，负债规模和杠杆水平显著上升。

2. 资金运用与资产质量

近年来，公司资产总额快速增长，2015 年末资产总额 160.86 亿元。公司资金主要运用于投资业务，以可供出售金融资产为主的投资资产占资产总额的比例保持在较高水平（见表 9）。

表 9　公司资产结构　　单位：亿元

项 目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
货币资金	0.41	0.39	0.35	0.06
同业资产	4.55	9.68	5.18	1.79
投资资产	116.90	124.48	92.75	72.98
其中：交易性金融资产	5.69	5.72	5.98	6.69
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.04
持有至到期投资	9.26	10.76	20.23	13.50
可供出售金融资产	101.94	108.00	66.54	52.75
其他资产	26.60	26.29	20.15	11.39
合计	**148.45**	**160.86**	**118.46**	**86.22**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

截至 2015 年末，公司投资资产余额 124.48 亿元，占资产总额的 77.40%，投资资产占比较高。其中，交易性金融资产余额 5.72 亿元，持有至到期投资余额 10.76 亿元，交易性金融资产和持有至到期投资标的均为债券。截至 2015 年末，公司可供出售金融资产余额 108.00 亿元，其中债券投资余额 98.22 亿元、信托及资产管理计划投资余额 9.49 亿元、股票投资余额 0.29 亿元，公司可供出售金融资产规模较大，其公允价值变动对其他综合收益有一定影响。

公司以债券为主要投资对象，债券投资品种包括政府债券、政策性金融债券、金融债券、短期融资券、中期票据、集合票据以及企业债券。截至 2015 年末，公司短期融资券、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 36.49%；金融债券占比 51.88%，政策性金融债券占比 7.42%；政府债券占比 4.20%。公司投资的债券外部评级普遍在 AA^-及以上，其中 AA^+及以上债券余额合计占债券投资余额的 99.40%，债券投资的信用风险可控。2014 年公司设立投资二部，侧重对权益和创新类金融工具进行投资，但目前规模较小。

近年来，公司其他资产增幅明显，主要是由于公司购买办公大楼，导致在建工程余额逐年增加。截至 2015 年末，公司在建工程余额 17.94 亿元。

2016 年一季度，公司延续 2015 年的投资策略及投资品种，但受负债规模压缩影响，投资规模较 2015 年末有所下降。

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，投资资产信用风险可控。

3. 经营效率及盈利能力

公司收入主要由增信业务收入和投资收益构成(见表 10)。

表 10　公司收益指标　　单位：亿元/%

项 目	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
增信业务收入	2.23	7.51	7.45	7.37
投资收益	1.31	6.26	4.57	8.51
利息收入	0.03	0.05	0.06	0.05
提取风险准备金	0.29	6.33	4.98	4.13
业务及管理费	0.28	1.85	1.57	1.21
净利润	1.84	3.13	3.59	7.19
平均资产收益率	-	2.24	3.51	7.57
平均净资产收益率	-	4.25	5.03	10.15

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

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，公司增信业务收入基本保持平稳水平，2015 年实现增信业务收入 7.51 亿元，占营业收入的 53.84%。

近年来，公司投资收益有所波动，主要以债券利息收入为主。2015 年，公司实现投资收益 6.26 亿元，占营业收入的 44.88%。近年来，公司可供出售金融资产规模较大，其公允价值变动对公司其他综合收益形成一定影响。

近年来，作为公司增信业务主要客户的中小企业面临的信用风险逐渐暴露，公司加大了拨备力度，提取风险准备金支出呈上升趋势。2015 年，公司提取风险准备金 6.33 亿元。2015 年，公司业务及管理费 1.85 亿元，相当于营业收入的 13.28%，营业费用整体保持在合理范围内。

近年来，受投资风险准备金计提规模上升、

负债规模增长导致的利息支出上升以及投资收益波动等因素影响，公司净利润有所有所下降，2015 年实现净利润 3.13 亿元。2015 年，公司平均资产收益率及平均净资产收益率分别为 2.24%和 4.25%，盈利水平有所下降。

2016 年一季度，公司实现增信业务收入 2.23 亿元，投资收益 1.31 亿元；由于提取风险准备金减少，实现净利润 1.84 亿元，同比有所上升。

总体看，增信业务和投资业务收入是公司主要的收入来源，受提取风险准备金规模增加的影响，近年来公司盈利水平有所下降。

4. 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，公司现金流处于正常水平（见表 11)。

表 11　公司现金流情况　　单位：亿元

项 目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营活动产生的现金流量净额	-0.05	1.90	2.47	3.43
投资活动产生的现金流量净额	13.49	-30.72	-23.57	21.73
筹资活动产生的现金流量净额	-13.75	29.06	21.89	-29.01
现金及现金等价物净增加额	-0.30	0.24	0.78	-3.85
期末现金及现金等价物余额	2.56	2.87	2.63	1.84

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

根据公司 2015 年末的资产状况，估算出公司净资本为 48.62 亿元，受投资资产规模上升影响，公司净资本较上年末有所下降，净资本比率为 64.96%（见表 12）。增信规模的增长使公司净资产增信倍数和净资本增信倍数有所上升；截至 2015 年末，公司净资产增信倍数为 13.00 倍，净资本增信倍数为 20.01 倍。经测算，截至 2015 年末，公司净资本覆盖率为 83.28%，近年来持续下降；2016 年 3 月末，公司净资本覆盖率为 83.55%。公司处于成长阶段，增信业务的持续发展将使公司放大倍数逐步提高，对公司资本充足性的影响需关注。

表 12　公司资本充足性指标　　单位：亿元/%

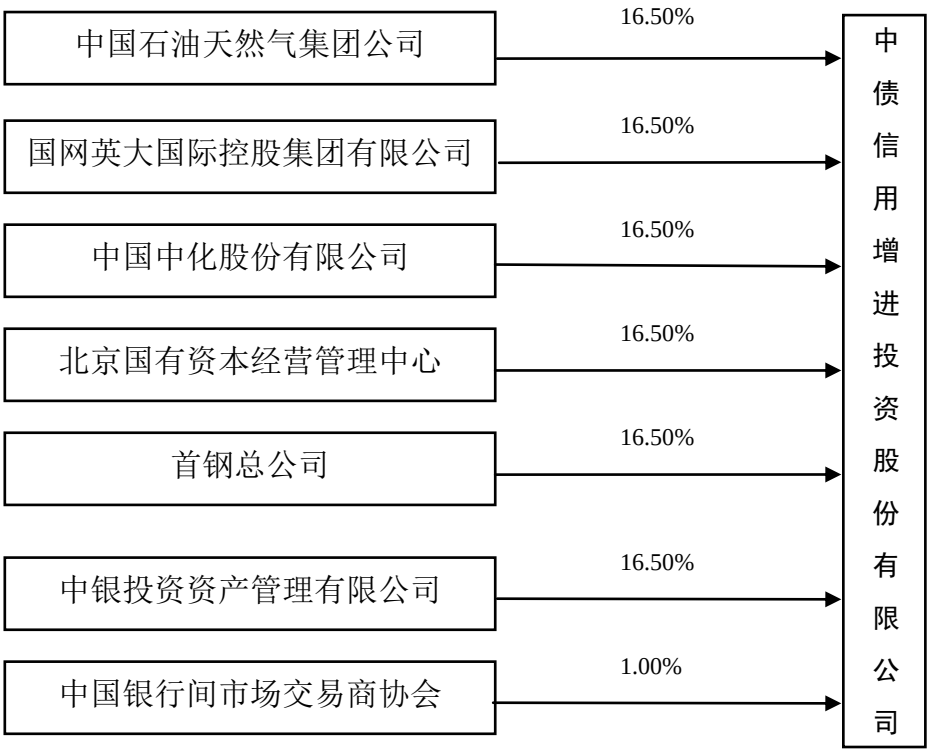
项 目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
增信余额	1028.55	973.03	941.15	898.58
净资产	76.39	74.84	72.43	70.26
净资本	51.56	48.62	53.78	55.54
净资产增信倍数	13.47	13.00	12.99	12.79
净资本增信倍数	19.95	20.01	17.50	16.18
净资本比率	67.50	64.96	74.25	79.05
净资本覆盖率	83.55	83.28	95.24	103.02

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

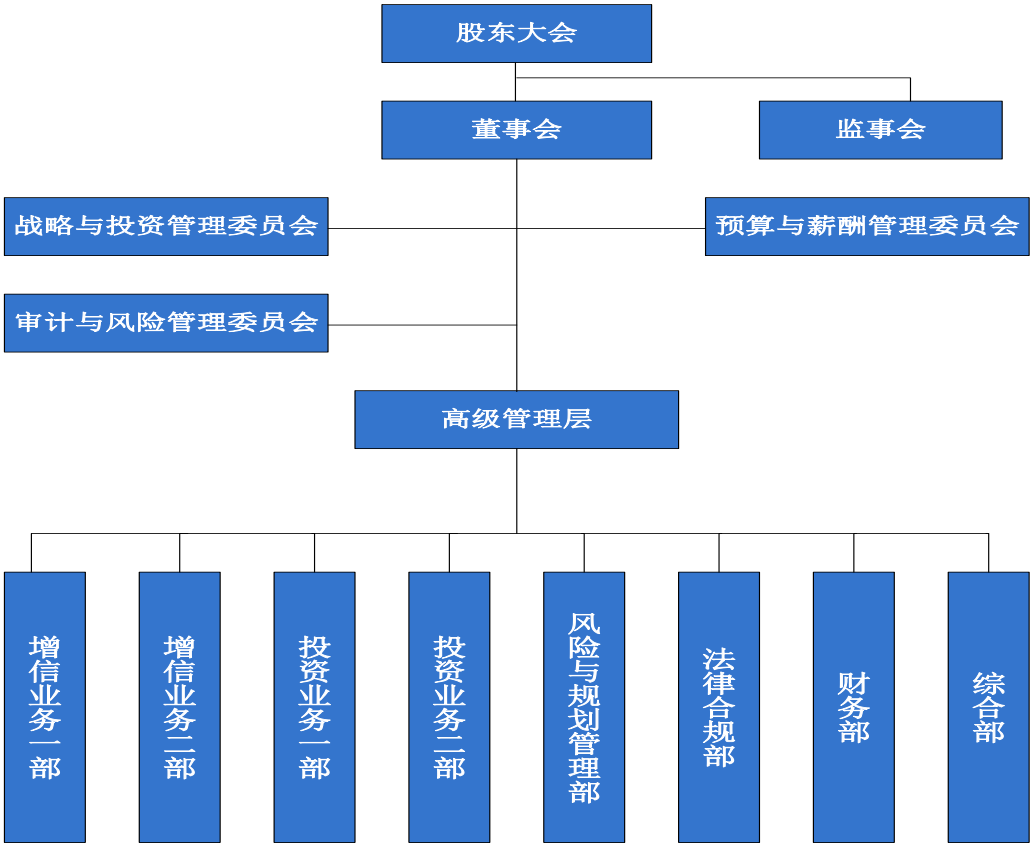
七、评级展望

作为国内首家信用增进机构，经过近年来的经营实践，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。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。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。目前宏观经济增速放缓，中小企业违约风险上升，这对公司的代偿能力和流动性管理水平提出更高要求。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


中国石油天然气集团公司
16.50%
国网英大国际控股集团有限公司
16.50%
中国中化股份有限公司
16.50%
北京国有资本经营管理中心
16.50%
首钢总公司
16.50%
中银投资资产管理有限公司
16.50%
中国银行间市场交易商协会
1.00%
中债信用增进投资股份有限公司

附录 2　组织架构图


股东大会
董事会
监事会
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
高级管理层
增信业务一部
增信业务二部
投资业务一部
投资业务二部
风险与规划管理部
法律合规部
财务部
综合部

附录 3　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：亿元

项　目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
货币资金	0.41	0.39	0.35	0.06
存放同业款项	2.15	2.48	2.27	1.79
拆出资金	-	2.00	-	-
交易性金融资产	5.69	5.72	5.98	6.69
衍生金融资产	-	-	-	0.04
买入返售金融资产	2.40	5.20	2.91	-
应收账款	-	0.02	0.02	-
应收股利	0.37	-	-	-
应收利息	2.68	2.91	2.40	1.79
其他应收款	0.06	0.06	0.06	0.05
预付账款	0.10	0.07	0.05	0.04
流动资产合计	**13.86**	**18.85**	**14.05**	**10.46**
持有至到期投资	9.26	10.76	20.23	13.50
可供出售金融资产	101.94	108.00	66.54	52.75
固定资产	0.57	0.57	0.03	0.06
在建工程	18.06	17.94	14.48	7.17
无形资产	0.02	0.02	0.03	0.03
长期待摊费用	0.02	0.01	0.01	0.01
递延所得税资产	4.72	4.72	3.10	2.24
非流动资产合计	**134.59**	**142.01**	**104.41**	**75.75**
资产总计	**148.45**	**160.86**	**118.46**	**86.22**
卖出回购金融资产款	40.05	53.18	22.13	5.01
预收账款	0.23	0.31	1.36	2.47
应付职工薪酬	1.05	1.39	1.29	1.00
应交税费	1.42	1.87	1.51	1.24
应付利息	0.02	0.03	0.02	0.00
其他应付款	0.09	0.08	0.01	0.01
流动负债合计	42.86	56.87	26.32	9.75
长期借款	10.46	10.69	8.37	-
风险准备金	17.80	17.51	11.18	6.20
递延所得税负债	0.95	0.95	0.15	0.01
非流动负债合计	**29.21**	**29.15**	**19.71**	**6.21**
负债合计	**72.07**	**86.01**	**46.03**	**15.96**
股本	60.00	60.00	60.00	60.00
其他综合收益	2.43	2.73	0.45	-1.14
盈余公积	2.47	2.47	2.16	1.80
未分配利润	11.48	9.64	9.83	9.59
所有者权益合计	**76.39**	**74.84**	**72.43**	**70.26**
负债和所有者权益总计	**148.45**	**160.86**	**118.46**	**86.22**

附录 4　利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司　　单位：亿元

项　目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业收入	**3.55**	**13.95**	**12.36**	**15.79**
主营业务收入	2.23	7.51	7.45	7.37
利息收入	0.03	0.05	0.06	0.05
投资收益（损失以“-”号填列）	1.31	6.26	4.57	8.51
公允价值变动收益	-0.02	0.13	0.27	-0.14
其他业务收入	-	-	0.00	0.01
二、营业成本	**1.10**	**9.84**	**7.59**	**6.48**
主营业务成本	-	0.15	0.04	0.04
提取风险准备金	0.29	6.33	4.98	4.13
利息支出	0.26	1.04	0.47	0.40
营业税金及附加	0.13	0.47	0.46	0.71
业务及管理费	0.28	1.85	1.57	1.21
资产减值损失	0.14	-0.01	0.08	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	**2.45**	**4.11**	**4.76**	**9.31**
加：营业外收入	0.00	0.00	0.01	0.07
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	**2.45**	**4.11**	**4.77**	**9.39**
减：所得税费用	0.61	0.98	1.18	2.20
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	**1.84**	**3.13**	**3.59**	**7.19**
其他综合收益的税后净额	-0.30	2.29	1.58	-1.80
六、综合收益总额	**1.54**	**5.41**	**5.17**	**5.39**

附录 5　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：亿元

项　目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、经营活动产生的现金流量				
提供增信服务取得的现金	2.17	6.46	6.34	8.46
收到增信合同代偿的现金	0.64	0.29	-	-
收到其他与经营活动有关现金	0.01	0.87	0.11	0.18
经营活动现金流入小计	**2.81**	**7.62**	**6.44**	**8.64**
支付增信合同赔付等款项现金	1.01	0.29	-	-
支付给职工以及为职工支付现金	0.52	1.03	0.78	0.62
支付的各项税费	1.20	2.85	2.61	4.13
支付其他与经营活动有关现金	0.14	1.55	0.58	0.46
经营活动现金流出小计	**2.86**	**5.72**	**3.97**	**5.21**
经营活动产生的现金流量净额	**-0.05**	**1.90**	**2.47**	**3.43**
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资收到的现金	47.35	72.60	45.86	26.25
取得投资收益收到的现金	1.58	5.80	4.56	8.37
收到买入返售金融资产现金款	89.56	74.39	30.58	19.80
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	-	0.00	-
收到其他与投资活动有关现金	0.00	-	0.00	0.07
投资活动现金流入小计	**138.49**	**152.80**	**80.99**	**54.49**
投资支付的现金	32.59	103.14	63.90	21.59
支付买入返售金融资产现金款	92.40	76.68	33.49	5.78
构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.01	3.70	7.17	5.39
支付其他与投资活动有关现金	-	-	-	0.01
投资活动现金流出小计	**125.00**	**183.52**	**104.57**	**32.76**
投资活动产生的现金流量净额	**13.49**	**-30.72**	**-23.57**	**21.73**
三、筹资活动产生的现金流量				
取得借款收到的现金	48.38	340.14	18.77	122.40
收到卖出回购金融资产现金款	1244.41	3813.14	860.26	935.44
筹资活动现金流流入小计	**1292.79**	**4153.28**	**879.04**	**1057.84**
偿还债务支付的现金	48.61	337.82	10.40	122.40
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.39	4.30	3.60	7.03
支付卖出回购金融资产现金款	1257.53	3782.09	843.15	957.42
筹资活动现金流出小计	**1306.54**	**4124.21**	**857.15**	**1086.85**
筹资活动产生的现金流量净额	**-13.75**	**29.06**	**21.89**	**-29.01**
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	**-0.30**	**0.24**	**0.78**	**-3.85**
加：期初现金及现金等价物余额	2.87	2.63	1.84	5.70
六、期末现金及现金等价物余额	**2.56**	**2.87**	**2.63**	**1.84**

附录 6　主要财务指标及计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
累计代偿率	累计增信代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/增信代偿额
净资本	经调整的资产－经调整的负债
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)×100%
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
净资产增信倍数	增信余额/净资产
净资本增信倍数	增信余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/增信业务组合风险价值×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。