

中债信用增进投资股份有限公司

2011 年度信用评级报告

大公报 SD[2011]203 号

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

受评主体: 中债信用增进投资股份有限公司

注册资本: 60.00 亿元。

主营业务: 信用增进

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债公司”或“公司”)主要为发债企业提供信用增进服务及相关业务。评级结果反映了公司在资本规模、股东支持、业务发展等方面的优势,同时也反映了公司增信业务客户集中度略高等不利因素。综合分析,中债公司具有极强的增信代偿能力。

预计未来 1~2 年,随着公司治理和风险管理体系等各项基础建设的逐步完善,以及信用增进业务和创新业务的逐步拓展,中债公司的营业收入将能够保持较快速度的增长,综合竞争力将进一步增强。大公国际对中债公司的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 我国债券市场的快速发展以及庞大的信用资产规模为公司的业务发展提供了重要的市场基础;
- 雄厚的资本实力、强有力的股东及外部支持有助于公司形成较强的抗风险能力;
- 作为国内唯一一家专业债券信用增进公司,公司增信业务发展较快,竞争优势明显;
- 公司盈利水平稳步上升,未来公司盈利能力有望逐步增强。

主要风险/挑战

- 国内对于专业信用增进公司和信用衍生产品的监管尚处于空白,未来监管法规的出台对公司业务发展的影响具有一定的不确定性;
- 公司增信业务的客户集中度略高;
- 增信业务重心的下移将对公司的经营管理和风险管控能力提出更高要求。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2011.3	2010	2009
总资产	71.96	111.37	60.77
净资产	63.69	63.30	60.24
实收资本	60.00	60.00	60.00
营业收入	0.62	1.20	0.01
投资收益	0.44	2.92	0.18
净利润	0.56	2.23	0.23
增信余额	313.09	243.49	3.00
增信放大比例(倍)	4.92	3.85	0.05
准备金覆盖率(%)	0.18	0.15	0.09
增信代偿率(%)	0.00	0.00	0.00
净资产收益率(%)	3.52	3.61	-
总资产收益率(%)	2.44	2.59	-

注:财务数据基于中债公司提供的 2009~2010 年年报和 2011 年一季报,其中 2011 年一季报未经审计,2011 年一季度净资产收益率和总资产收益率为年化数据

分析员: 张文彬 梁晶 李长林

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传真: 010-84583355

Email: rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司

二〇一一年八月四日

企业概况

中债公司成立于 2009 年 9 月，由中国石油天然气集团公司、英大国际控股集团有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、中银投资资产管理有限公司和中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）共同发起设立，是我国首家全国性专业债券信用增进机构，注册资本为 60.00 亿元。除交易商协会持有 1.00% 的公司股份外，其余六家机构均为大型国企，综合实力很强，各持有公司 16.50% 的股份（见表 1）。

序号	股东名称	股数	占比
1	中国石油天然气集团公司	990,000,000	16.50
2	英大国际控股集团有限公司	990,000,000	16.50
3	中国中化股份有限公司	990,000,000	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	990,000,000	16.50
5	首钢总公司	990,000,000	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	990,000,000	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	60,000,000	1.00
合 计		6,000,000,000	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

中债公司的主要业务为通过商业化运作，为中小企业及信用级别较低企业的债券发行提供增信服务。另外，公司经营范围还包括：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。

截至 2010 年末，公司总资产为 111.37 亿元，所有者权益为 63.30 亿元。2010 年公司实现增信业务收入 1.20 亿元，净利润 2.23 亿元。

截至 2011 年 3 月末，公司总资产为 71.96 亿元，所有者权益为 63.69 亿元。2011 年 1~3 月，公司实现增信业务收入 0.62 亿元，净利润 0.56 亿元。¹

运营环境

中国经济平稳较快发展的势头进一步巩固，但经济增长仍面临一些不确定因素，中小企业生存环境仍处于不稳定状态

2010 年中国经济继续朝着宏观调控的预期方向发展，经济平稳较快发展的势头进一步巩固。消费平稳较快增长，投资结构有所改善，

¹ 中债公司 2009 年和 2010 年财务报表经信永中和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；2011 年一季度财务报表未经审计。



对外贸易继续恢复,消费、投资、出口拉动经济增长的协调性增强。2010年实现国内生产总值 397,983 亿元,同比增长 10.3%;2010 年一至四季度,CPI 涨幅逐季提升。2011 年上半年,我国实现国内生产总值 204,459 亿元,同比增长 9.6%;CPI 同比上涨 5.4%,继续保持上升趋势。

但当前国内外环境依然复杂,经济运行中仍存在一些不确定性因素,国内企业尤其是中小企业的生存环境仍处于不稳定状态。首先,从国内来看,为遏制通胀,国内货币政策持续收紧,这有可能进一步加剧中小企业贷款难的问题。与大型企业相比,中小企业的直接融资渠道较少,对银行贷款的依赖更大。而货币政策的收紧直接减少了商业银行贷款的投放额度,商业银行的放贷会更加谨慎,议价能力也会有所提升。中小企业即使能够获得银行信贷,也将付出更高的成本。从外部环境来看,世界经济复苏的基础仍比较脆弱,贸易保护主义抬头。而出口型中小企业的创新能力相对较弱,更多地依靠低价占领海外市场,从而成为反倾销等贸易保护案件针对的重点对象。在国内劳动力成本上升和国外贸易保护主义抬头的双重压力下,出口型中小企业的盈利能力将会受到一定的影响。

作为信用增进机构的主要客户,中小企业的生产经营和盈利水平处于不稳定状态将在一定程度上增加信用增进机构的代偿风险。同时,资本市场的波动也会对信用增进机构的投资收益带来不利影响。这些不确定性因素对我国信用增进机构的风险管理能力提出了更高的要求,国内信用增进机构在提升盈利水平和降低业务风险等方面仍面临一定的压力。

债券市场的快速发展为债券信用增进业务的拓展创造了较为有利的环境;但目前我国对专业信用增进机构的监管尚处空白,未来监管法规的出台对信用增进机构业务发展的影响具有一定的不确定性

债券市场的快速发展为债券信用增进业务的拓展创造了有利的环境。2010 年,银行间债券市场全年发行量达到 9.51 万亿元,同比增长 9.96%,而从发行次数来看,2010 年累计发行债券 1,167 次,同比增长 24.81%;其中,信用类债券的发行只数 847 只,占发行总只数的 72.58%。2009 年 11 月 12 日,中国银行间市场交易商协会发布《银行间债券市场中小非金融企业集合票据业务指引》,支持中小企业发行集合票据,同月中小企业集合票据首次成功发行,这为信用增进机构提供了新的利润增长点。2010 年,银行间债券市场中小企业集合票据成功发行 19 只,发行量达到 46.57 亿元。截至 2010 年末,所有已发行的中小企业集合票据均有增信措施。

从发行主体信用等级分布看,债券发行主体整体信用级别较高,但也出现了部分较低级别的债券。在 2010 年发行企业债的 157 家主体中,主体信用等级主要集中在 AA-级和 AA 级。其中 AA 级 83 家,AA-级 39 家,两信用等级发债主体家数占总数的 77.71%。在低级别方面,

A+级发行 3 只，A 级及以下未发行。而在 2010 年发行中期票据的 168 家企业中，主体信用等级为 AA 级的 41 家，AA+级的 57 家，AAA 级的 62 家。与 2009 年相比，高信用等级客户占比下降，发行主体更加多样化，信用等级也更加分散。

整体而言，债券市场的快速发展为增信机构在债券增信业务上的拓展和风险控制创造了有利环境。目前，我国对专业信用增进机构设立和监管的法律法规仍处空白，对于信用增进业务中潜在风险的控制尚缺乏有效的规范。作为我国首家也是唯一一家专业债券信用增进机构，公司的经营和管理风险的技术、方法和模式有望为行业规范及相关监管法规的出台提供依据。这将有利于完善银行间市场基础制度建设，促进整个信用增进行业的健康发展。但未来监管法规的出台也将给信用增进机构的业务发展带来一定的不确定性。

我国庞大的信用资产规模在对信用风险衍生工具提出迫切需求的同时，也为信用风险衍生工具业务发展提供了重要的市场基础；但信用风险衍生工具的监管目前仍基本处于空白

近年来，我国银行信贷资产和债券市场发展迅速，信用衍生产品领域却基本处于空白状态。目前我国的金融机构主要通过信用等级分类、授信制度及信贷资产转让等传统的静态方式来管理信用风险，缺乏主动的动态管理方法，更没有通过市场转移信用风险的金融工具。庞大的信用资产规模迫切需要有效的风险转移、对冲工具，从而促进信用风险在不同金融领域与金融市场的有效配置，降低宏观经济体系的系统性风险。同时，信用衍生产品的引入也有利于扩大直接债务融资市场的投资者范围，为中小企业等低信用等级发行主体通过债券市场直接融资创造条件。

我国庞大的信用资产规模为信用衍生品发展提供了重要市场基础。截至 2011 年 6 月末，商业银行人民币贷款余额达 51.40 万亿元，2011 年上半年新增人民币贷款 4.17 万亿元。2005 年以来，在人民银行及相关金融监管部门的大力推动下，银行间债券市场特别是信用债券市场发展迅速，目前已成为亚洲最大的信用债券市场。截至 2011 年 6 月末，信用债券¹托管量已达到 4.74 万亿元，现货市场的容量足以在一定程度上保证信用衍生品市场的流动性和效率。未来信用衍生品市场的逐步发展将为中债公司业务创新提供广阔的发展空间。

从监管方面来看，目前还缺少信用风险衍生工具的定价、交易机制、会计核算、结算等方面的监管法规，监管基本处于空白。信用风险衍生工具的法律地位还没有完全明确，投资者和监管部门对信用风险衍生工具的认可还需要一定的时间。

¹ 信用债券含商业银行债券、非银行金融机构债券、企业债券、短期融资券、资产支持证券、中期票据和集合票据，数据来自中国债券网 www.chinabond.com.cn。

营运价值

公司信用增进业务发展迅速，规模不断扩大，投资收益在公司收入构成中占比较高

目前，公司的主要业务是债券信用增进业务，即为外部评级在 BBB 级（含）以上的企业发行的短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券等直接债务融资产品提供信用增进服务。信用增进业务收入和投资收益是公司收入的主要来源（见表 2）。

表 2 2009~2010 年及 2011 年 1~3 月公司收入主要构成（单位：百万元，%）

项目	2011 年 1~3 月		2010 年		2009 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
信用增进业务收入	62.43	55.32	120.38	29.08	0.85	2.11
利息净收入	6.15	5.45	1.81	0.44	21.04	52.26
投资收益	44.27	39.23	291.76	70.48	18.37	45.63
合计	112.85	100.00	413.95	100.00	40.26	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司信用增进业务发展迅速。截至 2011 年 3 月末，公司增信项目共有 34 个，涉及 58 家企业，增信金额 313.09 亿元。其中，中期票据 18 只，增信金额 232.00 亿元，占同期增信金额的 74.10%（见表 3）。随着信用增进业务逐渐步入正轨、规模不断扩大，公司的增信业务收入增长迅速。2011 年 1~3 月，公司实现信用增进业务收入 6,243 万元，远高于 2010 年同期的 1,499 万元。

表 3 2010 年末和 2011 年 3 月末公司增信项目种类分布情况（单位：亿元，%，只）

品种	2011 年 3 月末			2010 年末		
	增信金额	占比	债券数量	增信金额	占比	债券数量
短期融资券	33	10.54	4	7.00	2.87	1
中期票据	232.00	74.10	18	202.00	82.96	15
中小企业集合票据	20.49	6.54	7	20.49	8.42	7
企业债	13.00	4.15	1	-	-	-
可选择信用增进票据	14	4.47	3	14.00	5.75	3
人民币理财计划	0.60	0.19	1	-	-	-
合计	313.09	100.00	34	243.49	100.00	26

数据来源：根据公司提供资料整理

公司经营时间较短，投资收益在公司收入结构中仍占有较高的比例。2010 年公司的投资收益达到 29,176 万元，在 2010 年各项收入合计中占比为 70.48%。公司投资资产主要为债券投资，截至 2010 年末，公司债券投资占到投资资产的 80.20%（见表 4）。

表 4 2010 年末及 2011 年 3 月末公司投资资产分布（单位：百万元，%）

项目	2011 年 3 月末		2010 年末	
	金额	占比	金额	占比
交易性金融资产	75.13	1.20	1.64	0.03
其中：交易性债券投资	74.03	1.18	0.58	0.01
其他	1.10	0.02	1.06	0.02
可供出售金融资产	4,673.67	74.56	5,114.55	86.11
其中：可供出售债券	3,949.46	63.01	4,371.06	73.59
权益类投资	724.21	11.55	743.49	12.52
持有至到期投资	1,519.24	24.24	823.36	13.86
其中：信托产品	581.38	9.28	381.38	6.42
银行理财产品	550.00	8.77	50.00	0.84
债券投资	387.85	6.19	391.97	6.60
合计	6,268.03	100.00	5,939.55	100.00

注：投资资产为交易性金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资三项合计

数据来源：根据公司提供资料计算、整理

从债券投资的品种来看，公司债券投资主要投资于中期票据、短期融资券、政策性金融债和企业债，以中期票据为主。截至 2011 年 3 月末，中期票据占到公司债券投资资产的 61.36%，比 2010 年末下降了 2.49 个百分点。公司投资于企业债的比重不高，仅占全部债券投资的 15.14%，比 2010 年末下降了 0.36 个百分点；其中 55.23% 的企业债为城投债，占全部债券资产比重仅为 8.36%。2011 年，公司还大幅增加对政策性金融债的投资，截至 2011 年 3 月末，政策性金融债占到全部债券投资的 16.08%（见图 1）。

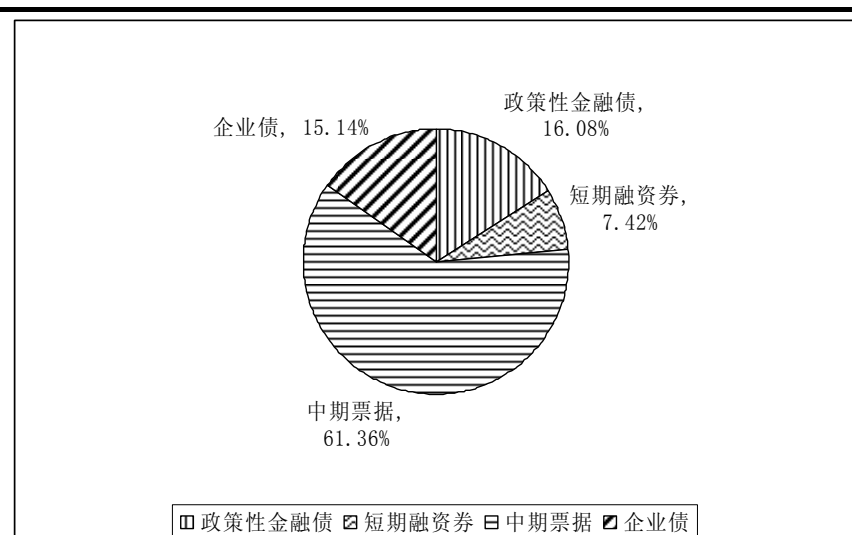


图 1 2011 年 3 月末中债公司债券投资品种分布

数据来源：根据公司提供资料整理

随着投资业务的迅速发展，公司资金利用效率提高，利息净收入由 2009 年的 2,104 万元降低到 2010 年的 181 万元。预计未来随着公司信用增进业务的不断拓展与创新，利息净收入的占比将继续保持在较低水平。

雄厚的资本规模、强有力的股东及外部支持有利于公司业务的迅速拓展，同时也为公司抵御风险创造了良好的条件

雄厚的资本金为中债公司抵御未来可能发生的各种损失提供了重要保障。中债公司是国内资本实力最雄厚的专业信用增进机构，截至 2011 年 3 月末，公司注册资本高达 60 亿元。除交易商协会外，中债公司主要股东均为大型国企，资金实力雄厚，有能力也有意愿在公司发展需要时进一步补充资本。

作为国内实力最雄厚的专业信用增进机构，中债公司的发展还得到了国内银行的授信支持。截至 2011 年 3 月末，中债公司已获得工商银行、光大银行、中信银行、交通银行、江苏银行、招商银行、农业银行、民生银行和兴业银行等共计 420 亿元的授信额度。

总体来看，公司雄厚的资本规模、良好的国有股东背景和强有力的外部支持有利于公司业务的迅速拓展，同时也为公司抵御风险创造了良好的条件。

公司增信业务发展空间广阔，市场竞争优势明显

中债公司的成立是为了贯彻落实中央关于大力发展多层次的资本市场，满足我国发展直接债务融资工具和解决低信用级别发行主体特别是中小企业融资困境的市场需求。自 2009 年 11 月《银行间债券市场中小非金融企业集合票据业务指引》发布以来，我国中小企业集合票据市场发展迅速，需要信用增进的中小企业债券规模不断上升，为公司增信业务的开展提供了广阔的市场空间。2009 年，中债公司成立后的首单业务即为银行间市场中小企业集合票据的分层增信业务。

中债公司具有增信后债券发行利率较低、客户资源充足、资本实力雄厚、股东及政策支持等明显的市场竞争优势。截至 2011 年 3 月末，中债公司共为 33 只债券提供增信。其中，在中小企业集合票据方面，2010 年全年共发行了 19 只中小企业集合票据，中债公司为其中的 5 只提供增信。

2011 年 6 月，中债公司和常州市人民政府、人民银行常州市中心支行签署了《区域集优债务融资合作框架协议》。区域集优债务融资模式的实施将能够降低中小企业融资成本、提高中小企业发债效率和规模。作为该项创新业务的倡导者和率先实践者，中债公司在中小企业债务融资方面的领导地位有望得到进一步强化。

中债公司还在业务实践中不断进行产品创新，提升服务能力。随着公司信用增进业务的顺利开展与不断夯实，公司还将以债券信用增进业务为基础，开展如配套提供财务/融资顾问、管理咨询、短期资金

融通等一系列与信用增进业务相关的全方位服务，为我国债券市场的稳定发展发挥重要作用。

作为我国债券市场风险管理工具创新的引领者，中债公司致力于推动我国债券市场信用风险分散分担机制的完善

作为我国债券市场风险管理工具创新的引领者，中债公司致力于推动我国债券市场信用风险分散分担机制的完善，促进我国债券市场风险专业管理模式创新。

公司自成立以来，遵循着从基础产品到衍生产品、从简单产品到结构化产品的思路，通过产品创新实践逐步推进我国金融市场的信用风险分散分担机制的完善。2010年7月，公司成功推出了可选择信用增进票据（中债 I 号），实现了信用风险定价和分担的显性化、市场化。产品推出后获得了市场的广泛认可，目前已成功运用到公司的多个增信项目中。2010年11月，中债公司又根据交易商协会发布的《信用风险缓释工具试点业务指引》推出了贷款信用风险缓释合约（中债 II 号）、债券信用风险缓释合约（中债 III 号）和债券信用风险缓释凭证（中债 IV 号）三款产品。信用风险缓释工具的推出为债券市场增加了一种更为灵活、更具流动性的信用增进方式，实现了信用风险在不同风险偏好的投资者之间的转移，改变了过去只能通过质押、担保等流动性较差的方式获得信用增进的状况，对于完善我国金融市场信用风险分散分担机制建设、促进我国金融体系的稳定和金融市场的健康发展具有重要意义。

截至 2011 年 3 月末，公司持有的合约和凭证类缓释工具共计 17 只，名义金额 16.8 亿元。其中，公司提供保护的 12 只，名义本金 11.3 亿元（见表 5）；买入保护类 5 只，名义本金 5.5 亿元。目前，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例较小，违约风险较小。

表 5 2011 年 3 月末公司信用风险缓释工具卖出保护头寸情况（单位：亿元）

标的债务	标的实体	标的债务/实体 信用等级	卖出保护 名义额	标的债务 发行总额
贷款（合约）	-		4.50	
中期票据（合约）	-	AAA/AAA	3.00	
10 联通 MTN2	中国联通	AAA/AAA	1.30	120.00
10 联通 CP02	中国联通	A-1/AAA	1.00	80.00
09 清控 MTN1	清华控股	AA+/AA+	1.00	10.00
10 赣粤 CP03	江西赣粤高速	A-1/AA+	0.50	10.00
合计			11.30	

数据来源：根据公司提供资料计算、整理

未来，随着产品交易的逐步开展，中债公司将研究向市场提供信用风险缓释工具的报价服务，并在提供参考报价服务的基础上逐步发

展成为双边报价机构。同时，中债公司将研发和推出信用风险缓释工具指数，开展信用风险组合和分割产品的研究和开发，使中债公司经营和管理信用风险的技术、方法和模式在信用风险缓释工具市场中发挥示范作用，成为我国金融市场尤其是债券市场的探索者和引领者。

风险管理

中债公司建立了较为完善的风险管理组织架构，为公司全面控制业务风险提供了基础保障，并结合自身业务特点，持续完善多层次的风险管理体系

中债公司较为完善的风险管理组织架构为公司全面控制业务风险提供了基础保障。目前，公司已经搭建起包括董事会、监事会和高级管理层在内的风险管理架构，建立了包括业务部门、风险管理部门和合规检查部门在内的三道防线来抵御风险。公司严格按照各项制度办法开展日常风险管理工作，并结合自身的业务特点采取了一些有针对性的风险控制手段。

对增信业务，公司采取“平行作业”和有权审批人会议审批制度。在风险平行作业过程中，风险经理进行实地调研，并撰写独立的风险评价报告，充分揭示项目的风险状况。有权审批人由包括公司总裁、执行副总裁和风险总监在内的审批牵头人和审批专家组成，每次审批会议包括至少 5 名随机产生的审批人，2/3 以上同意项目方可通过。公司计划未来设立专职审批人岗位，专职从事业务审批工作。在风险缓释措施方面，公司会根据内部评级的结果对增信项目采取抵质押等风险缓释措施。同时，公司采取定期的跟踪评价、现场考察、专项调查和不定期发布风险预警提示书等多种形式，持续跟进增信后风险管理。

对投资业务，公司围绕风险防控制订了投资业务管理办法、风险监控管理、业务估值、风险限额方案等管理制度，采取“限额管控”、“估值审定”及“风险预警”等手段对投资交易业务的范畴、决策、授权、限额、监测、报告等环节作了明确规定，规范投资业务运作，有效控制了投资和交易的各种风险。

在信用风险缓释工具创新产品推出之后，公司发布了信用风险缓释工具业务管理办法、业务风险管理办法、业务限额方案、估值定价方案、会计核算等管理办法，有效规范操作流程，防控业务风险。

2010 年，公司还拟制了风险分类、准备金计提和资本覆盖等管理制度，在增信业务和投资业务风险细分的基础上计算准备金和资本占用程度，并通过资本占用限额有效控制公司各项业务的风险水平，提高风险管理的精细化水平和组合管理能力。同时，公司启动了客户信用内部评级建设工作，为增信业务和投资业务的信用风险识别和评判提供了重要依据。

公司增信业务的期限均较为集中，未来 2~3 年到期项目较多

从增信对象的期限来看，多数标的债券的发行期限仍集中在 3 年和 5 年（见表 6），截至 2011 年 3 月末，合计占增信总额的 71.35%。但一年期及以下标的债券的占比有所增长。

表 6 2010 年末和 2011 年 3 月末公司增信项目发行期限分布情况（单位：亿元，%，只）

发行期限	2011 年 3 月末			2010 年末		
	增信金额	占比	债券数量	增信金额	占比	债券数量
半年	8.60	2.75	2	-	-	-
1 年	38.70	12.36	7	20.70	8.50	5
2 年	7.40	2.36	1	7.40	3.04	1
3 年	142.39	45.48	15	112.39	46.16	12
5 年	81.00	25.87	7	81.00	33.27	7
7 年	22.00	7.03	1	22.00	9.03	1
10 年	13.00	4.15	1	-	-	-
合计	313.09	100.00	34	243.49	100.00	26

数据来源：根据公司提供资料整理

从增信项目的剩余期限来看，未来 2~3 年到期项目较多（见表 7）。

表 7 2010 年末和 2011 年 3 月末公司增信项目剩余期限分布情况（单位：亿元，%）

剩余期限	2011 年 3 月末		2010 年末	
	增信金额	占比	增信金额	占比
半年	26.60	8.50	7.00	2.87
半年~1 年	20.70	6.61	13.70	5.63
1~2 年	47.40	15.14	10.40	4.27
2~3 年	102.39	32.70	109.39	44.93
3~5 年	81.00	25.87	81.00	33.27
5 年以上	35.00	11.18	22.00	9.04
合计	313.09	100.00	243.49	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司增信对象信用质量较高，但增信业务重心的下移将对公司的经营管理和风险管控能力提出更高要求

从增信对象的信用质量来看，增信对象信用质量较高。截至 2011 年 3 月末，主体级别在 AA 及以上的项目增信金额占比达到 72.37%（见表 8），较 2010 年末下降了 4.43 个百分点。由于公司处于业务发展初期，出于控制业务风险的考虑，公司采取了比较谨慎的业务拓展策略。未来，随着公司运营经验的丰富和风险控制能力的增强，公司的增信业务重心将会逐步向更多的较低级别主体转移。尽管增信业务重心的下移符合公司的发展战略和定位，也有利于公司拓展客户群和提升定价能力，但也对公司的经营管理和风险管控能力提出了更高的要求。

表 8 2010 年末和 2011 年 3 月末公司增信项目主体评级分布情况（单位：亿元，%）

主体级别	2011 年 3 月末			2010 年末		
	增信金额	占比	主体数量	增信金额	占比	主体数量
AA+	128.60	41.07	9	97.00	39.84	6
AA	98.00	31.30	8	90.00	36.96	7
BBB~AA-	84.02	26.84	34	54.02	22.19	31
BBB 以下	2.47	0.79	7	2.47	1.01	7
合计	313.09	100.00	58	243.49	100.00	51

注：中小企业集合票据项目按各参与主体的评级分别统计

数据来源：根据公司提供资料整理

客户集中度风险略高，但考虑到公司资产规模的扩大以及未来可能的增资计划，公司的客户集中度水平仍有可能降低

从增信对象的客户分布情况来看，截至 2011 年 3 月末，增信金额与其净资产的比例超出 30% 的项目有 3 个，分别是中国重型汽车集团有限公司、中国诚通控股集团有限公司和中国普天信息产业股份有限公司的中期票据项目，增信金额分别占到公司净资产的 39.26%、34.54% 和 31.40%（见表 9）。与 2010 年末相比，由于公司净资产有所增长，前三大客户增信金额占净资产的比重均有所降低。

表 9 2011 年 3 月末公司前十大增信客户情况（单位：亿元，%）

序号	客户名称	主体评级	增信金额	增信金额/净资产	风险缓释措施
1	中国重型汽车集团有限公司	AA+	25.00	39.26	无
2	中国诚通控股集团有限公司	AA+	22.00	34.54	无
3	中国普天信息产业股份有限公司	AA	20.00	31.40	保证担保
4	广西投资集团有限公司	AA+	18.00	28.26	无
5	奇瑞汽车股份有限公司	AA	18.00	28.26	无
6	山东魏桥创业集团公司	AA-	18.00	28.26	股权质押
7	中国中材股份有限公司	AA+	17.00	26.69	无
8	本溪北营钢铁(集团)股份有限公司	AA-	15.00	23.55	股权质押
9	安徽省投资集团有限公司	AA+	13.00	20.41	无
10	中国恒天集团有限公司	AA+	13.00	20.41	保证担保
	合计		179.00	281.07	

数据来源：根据公司提供资料计算、整理

尽管公司目前增信业务的客户集中度风险略高，但目前集中度较高的业务均发生在 2010 年 9 月末之前，2010 年 9 月末以后的增信业务的增信金额均控制在净资产的 30% 以内。同时，考虑到公司资产规模的扩大以及未来可能的增资计划，公司的客户集中度水平仍有可能进一步降低。

公司增信业务的行业分布比较分散，有助于降低风险

从增信对象的行业分布情况来看，截至 2011 年 3 月末，增信客户的第一大行业为交通运输设备制造业，占比为 17.24%（见表 10）。其余增信客户的行业分布比较分散，有助于分散行业风险。

表 10 2011 年 3 月末公司增信客户主要行业分布情况（单位：亿元，%）

序号	行业名称	增信金额	占比
1	交通运输设备制造业	53.98	17.24
2	黑色金属冶炼及压延加工业	25.00	7.98
3	装卸搬运和其他运输服务业	23.03	7.36
4	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	22.37	7.14
5	有色金属冶炼及压延加工业	20.70	6.61
6	纺织业	19.15	6.12
7	通用设备制造业	19.09	6.10
8	电力、热力的生产和供应业	18.00	5.75
9	非金属矿物制造业	17.50	5.59
10	专用设备制造业	13.86	4.43
合计		232.68	74.32

数据来源：根据公司提供资料计算、整理

公司增信客户全部为正常类客户，同时公司根据相关规定计提了相应的准备，有助于公司增强抵御风险的能力

截至 2011 年 3 月末，公司的增信客户全部为正常类客户。其中正常稳定类客户 46 家，增信金额 271.80 亿元，占比为 86.81%；正常关注类客户为 12 家，增信金额 41.29 亿元，占比为 13.19%。

在风险准备金计提方面，公司在 2010 年按照增信业务收入的 30% 笼统计提风险准备金。截至 2010 年末，公司计提的增信责任准备为 3,631 万元，准备金覆盖率为 0.15%。从 2011 年开始，公司实行新的准备金计提办法。公司计提的准备金分为一般风险准备和专项风险准备，其中一般风险准备按照增信责任余额的 0.15% 计提，而专项风险准备则按每笔业务损失的程度计提。截至 2011 年 3 月末，公司计提的一般风险准备为 4,757 万元，专项风险准备为 1,498 万元，合计 6,255 万元，准备金覆盖率为 0.18%。

尽管目前所有增信对象均未发生违约，但考虑到公司仍处于业务拓展初期，业务风险尚未暴露出来，公司的风险管理水平尚待时间检验。

公司债券投资以高等级信用债券为主，同时公司积极采取措施应对加息预期，有助于公司降低债券投资的信用风险和市场风险

债券投资以高等级信用债券为主，面临的信用风险相对较小。考虑到宏观经济中的不确定性因素对国内企业的信用状况可能带来一定



的不利影响，公司的债券投资比较谨慎，主要投资于高信用等级债券。截至 2010 年末，公司债券投资中 AA+及以上的债券占到 76.20%。截至 2011 年 3 月末，债券投资中 AA+及以上的债券的占比进一步上升到 81.28%。

从 2010 年下半年开始，加息预期日渐强烈。考虑到债券投资在公司投资业务中占比较高，为应对加息对债券投资带来的不利影响，公司采取了降低债券投资比重、增加浮息债占比等一系列措施。截至 2011 年 3 月末，债券投资的占比下降到 70.38%。在浮息债的投资方面，截至 2011 年 3 月末，公司持有的浮动利率债券占比达到 40.24%，浮息债的期限以 1~2 年为主。

财务分析

公司资产中投资资产占比较高，负债规模较小

2010 年公司资产增长较快。截至 2010 年，公司总资产达到 111.37 亿元，同比增长了 83.25%。但公司资产的增长主要来自于 2010 年四季度买入返售金融资产的大幅增长，2011 年 3 月末公司资产规模又回落到 71.96 亿元。公司资产主要由货币资金、买入返售金融资产、可供出售金融资产和持有至到期资产构成，投资资产在总资产中占比较高。截至 2011 年 3 月末，可供出售金融资产和持有至到期投资占总资产的比重为 86.06%（见表 11）。另一方面，出于提升资金利用效率的考虑，货币资金占比有所下降，从 2009 年末的 36.89%下降到 2011 年 3 月末的 1.33%，削弱了公司资产的流动性。

表 11 2009~2010 年及 2011 年 3 月末公司资产主要构成（单位：亿元，%）

项目	2011 年 3 月末		2010 年末		2009 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.96	1.33	5.68	5.10	22.42	36.89
买入返售金融资产	7.08	9.83	44.33	39.80	0.00	0.00
可供出售金融资产	46.74	64.95	51.15	45.93	8.97	14.75
持有至到期投资	15.19	21.11	8.23	7.39	29.00	47.72
合计	69.96	97.22	109.39	98.22	60.39	99.37
资产总计	71.96	100.00	111.37	100.00	60.77	100.00
流动资产	9.59	13.32	51.51	46.25	22.73	37.40

数据来源：根据公司提供资料整理

除去 2010 年四季度卖出回购金融资产大幅增长导致 2010 年末负债大幅增加外，公司负债规模处于较低水平。截至 2011 年 3 月末，公司负债总额为 8.28 亿元，负债规模相对较小。公司负债主要由卖出回购金融资产构成，截至 2011 年 3 月末，卖出回购金融资产占负债总额的 71.29%。

总体来看，目前公司负债规模不大，增信项目也集中在未来 2~3 年到期，并且公司保留了一定比例的流动资产，短期内公司面临的流动性风险不大。2011 年 5 月 19 日，中国人民银行批准公司进入全国银行间同业拆借市场，从事人民币同业拆借业务，这有助于增强公司应对短期流动性风险的能力。

公司盈利水平稳步上升，未来随着公司业务的逐步开拓与不断创新，盈利能力有望逐步增强

随着公司增信业务的逐步开展，公司的净利润稳步上升。2010 年公司实现增信业务收入 1.20 亿元，净利润 2.23 亿元，总资产收益率和净资产收益率分别为 2.59% 和 3.61%。2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 6,243.47 万元，同比增长 316.46%；实现净利润 5,590.00 万元，同比增长 102.40%。预计未来随着公司增信业务的不断夯实，信用风险缓释工具产品市场的逐步开拓，以及信用衍生产品的不断创新，公司业务收入将稳步上升，盈利能力也有望逐步增强。

公司信用增进业务放大比例较小，资本充足状况较好且有望保持较好水平

公司目前的信用增进业务放大比例较小。截至 2011 年 3 月末，公司增信放大比例仅为 4.92 倍（见表 12），当前信用增进业务放大比例较小。公司强大的股东背景有助于满足公司长期业务发展需要，公司的资本充足状况有望保持较好水平。

表 12 2009 年~2010 年及 2011 年 3 月末公司增信放大比例情况及资本情况（单位：亿元）

项目	2011 年 3 月末	2010 年末	2009 年末
增信放大比例（倍）	4.92	3.85	0.05
实收资本	60.00	60.00	60.00
净资产	63.69	63.30	60.24

数据来源：根据公司提供资料计算、整理

评级展望

作为国内首家也是目前唯一一家专业信用增加机构，中债公司成立以来各项业务发展迅速，逐步确立了债券信用增进方面的领导地位。中债公司还积极开展业务创新，推出了中债 I-IV 四款创新产品，完善了国内债券市场的信用分散机制。中债公司积极完善公司的经营管理和风险控制体系，风险管理水平稳步提升，增信项目信用质量良好。

未来 1~2 年，中债公司公司治理、风险管理等各项建设将进一步完善，信用增进业务也将稳步拓展，中债公司的盈利水平有望进一步上升，综合竞争实力将进一步增强。大公国际对中债公司的评级展望为稳定。

附件 1 中债公司主要财务数据和指标

单位：人民币万元

项目	2011年3月末 (未经审计)	2010年末	2009年末
资产类			
货币资金	9,565	56,817	224,204
交易性金融资产	7,513	164	0
应收利息	7,432	14,255	2,793
预付账款	126	105	0
其他应收款	450	386	317
买入返售金融资产	70,771	443,250	0
可供出售金融资产	467,367	511,455	89,666
持有至到期投资	151,924	82,336	290,000
固定资产净额	850	920	335
长期待摊费用	661	734	0
递延所得税资产	2,959	3,152	412
资产总计	719,617	1,113,669	607,728
负债类			
交易性金融负债	99	280	0
卖出回购金融资产款	59,000	458,025	0
预收账款	5,715	4,524	1,415
应付职工薪酬	3,759	3,759	158
应交税费	2,391	3,877	531
应付利息	0	772	0
其他应付款	84	176	2,425
增信责任准备	6,255	3,631	26
递延所得税负债	5,454	5,661	740
负债合计	82,757	480,705	5,294
权益类			
股本	600,000	600,000	600,000
资本公积	6,297	8,369	125
盈余公积	2,498	2,459	231
未分配利润	28,065	22,135	2,078
所有者权益合计	636,860	632,963	602,434

附件 1 中债公司主要财务数据和指标（续表 1）

单位：人民币万元

项目	2011 年 1~3 月 (未经审计)	2010 年	2009 年
损益类			
营业收入	6,243	12,038	85
营业税金及附加	395	1,368	5
销售及管理费用	4,136	12,650	936
财务费用	-615	-182	-2,104
公允价值变动收益	699	48	0
投资收益	4,427	29,176	1,837
营业利润	7,453	27,427	3,085
营业外收入	0	2,425	0
利润总额	7,453	29,852	3,085
所得税费用	1,863	7,566	776
净利润	5,590	22,286	2,309
现金流量类			
经营活动产生的现金流量净额	2,518	6,113	3,853
投资活动产生的现金流量净额	349,697	-605,746	-379,649
筹资活动产生的现金流量净额	-399,467	432,245	600,000
现金及现金等价物净增加额	-47,252	-167,387	224,204
期末现金及现金等价物余额	9,565	56,817	224,204

附件 1 中债公司主要财务数据和指标（续表 2）

单位：%

项目	2011 年 1~3 月 (未经审计)	2010 年	2009 年
主要财务指标			
增信放大比例	4.92	3.85	0.05
流动资产占比	13.32	46.25	37.40
货币资金占比	1.33	5.10	36.89
增信业务收入占比	55.32	29.08	2.11
投资收益占比	39.23	70.48	45.63
准备金覆盖率	0.18	0.15	0.09
增信代偿率	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	3.52	3.61	-
总资产收益率	2.44	2.59	-

注：2011 年 1~3 月净资产收益率和总资产收益率为年化数据

附件 2 主要指标计算公式

- 1、增信放大比例=增信余额/净资产
- 2、增信代偿率=（同期）代偿支出/（同期）已解除增信额×100%
- 3、总资产收益率=（同期）净利润/平均总资产×100%
- 4、净资产收益率=（同期）净利润/平均净资产×100%
- 5、准备金覆盖率=计提的各项准备金/增信总额×100%
- 6、增信业务收入比重=（同期）增信业务收入/（同期）总收入×100%

附件 3 信用评级的等级符号和定义

信用等级的设置采用三等九级，符号表示分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。等级含义如下：

AAA 级：代偿能力最强，绩效管理和风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，绩效管理和风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，绩效管理和风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，绩效管理和风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，绩效管理和风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，绩效管理和风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

注：除 **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，但不包括 **AAA+**。

附件 4 跟踪评级安排

大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公国际”）将对中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“受评主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公国际将持续关注受评主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及受评主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映受评主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公国际将在本评级报告正式出具起每年出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：不定期跟踪自本评级报告出具之日起进行。大公国际将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公国际的跟踪评级报告和评级结果将对受评主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如受评主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公国际将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至受评主体提供所需评级资料。

大公国际信用评级报告声明

为便于报告使用者正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公国际”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公国际及其评级分析师、评审人员与受评主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、本报告的评级结论是大公国际依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因受评主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

三、本报告引用的受评对象资料主要由受评主体提供，大公国际对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

四、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有、或卖出等投资建议。

五、在本报告信用等级有效期限内，大公国际拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

六、本报告版权属于大公国际所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。