

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构及有关人员按照本行业公认的业务标准和道德规范，认真审阅了所出具的中债信用增进投资股份有限公司 2011 年信用评级分析报告，确认该报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

联合资信评估有限公司

二零一一年八月四日



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、本报告中的观点、结论仅供参考,并不构成对投资者的买卖或持有的建议,投资者据此做出的任何投资决策与联合资信无关。

六、本次信用评级结果的有效期为一年,联合资信将对中债信用增进投资股份有限公司进行定期和不定期跟踪评级。

联合资信评估有限公司

二零一一年八月四日

评级业务专用章

信用等级公告

联合[2011] 629 号

联合资信评估有限公司通过对中债信用增进投资股份有限公司主体信用状况进行综合分析和评估，确定

中债信用增进投资股份有限公司
主体信用等级为 AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年八月四日



中债信用增进投资股份有限公司

2011 年信用评级分析报告

评级结果

主体信用等级：AAA

评级时间

2011 年 8 月 4 日

主要数据

项 目	2011 年 3 月	2010 年	2009 年
资产总额(亿元)	71.96	111.37	60.77
负债总额(亿元)	8.28	48.07	0.53
所有者权益(亿元)	63.69	63.30	60.24
营业收入(亿元)	0.62	1.20	0.01
利润总额(亿元)	0.75	2.99	0.31
净利润(亿元)	0.56	2.23	0.23
增信余额(亿元)	313.09	243.49	3.00
卖出保护余额(亿元)	11.30	11.30	-
净资产增信倍数(倍)	5.09	3.98	0.05
净资产增信倍数(倍)	8.27	8.71	0.07
净资产覆盖率(%)	217.61	123.12	-
净资产收益率(%)	3.52	3.61	-

注：①净资产增信倍数=(增信余额+卖出保护余额)/净资产；
②净资产增信倍数=(增信余额+卖出保护余额)/净资产；
③平均净资产收益率=净利润*2/(期初资产总额+期末资产总额)，2011 年 1 季度收益率指标经年化计算得到。

分析师

田 兵

Tel: 010-85679696-8821

E-mail: tianbing@lhratings.com

何 璐

Tel: 010-85679696-8819

E-mail: iris.he@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)

Fax: 010-85679228

Http: //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，其市场定位是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。经过一年多的发展，公司各项制度体系逐步完善，增信业务发展迅速，创新业务取得一定进展，风险管理体系初步搭建。基于公司强大的股东背景和资本实力、高管层较高的专业素质、良好的业务发展前景等因素，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信用等级为 AAA，该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

优势

- 公司资本实力雄厚，股东背景强大；股东有能力和意愿在需要时增加公司资本；
- 公司高管层拥有较高的专业素质，这有助于确保公司较高的运营水平；
- 公司信用增进业务发展快速，且具备较强的创新能力及市场推动力。

关注

- 公司处于发展初期，制度体系及定价方法尚在持续完善过程中；增信业务存在一定的客户集中风险，创新业务的风险控制措施尚待完善；公司投资规模较大，存在一定的信用风险，且对资产流动性形成负面影响；
- 目前，我国尚未出台有关信用增进机构设立和监管的法律法规，信用增进业务中潜在风险的控制有待完善。

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表

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	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、综合部、计划财务部、法律合规部六个部门。目前公司共有员工 85 人，平均年龄 28.5 岁。其中拥有硕士及以上学历的员工比重约 86%。

截至 2011 年 3 月末，公司资产总额 71.96 亿元，负债总额 8.28 亿元，所有者权益 63.69 亿元。2011 年 1-3 月，公司实现营业收入 0.62 亿元，投资收益 0.44 亿元，净利润 0.56 亿元。

二、运营环境

1. 宏观经济概况

“十一五”期间，我国有效应对国际金融危机的冲击，经济整体保持平稳较快发展（见表 2），国内生产总值年均增长 11.2%，2010 年

国内生产总值达到 39.8 万亿元。

表 2 宏观经济主要指标表

项目	2010年	2009年	2008年	2007年	2006年
GDP 增长率(%)	10.3	9.2	9.6	14.2	12.7
CPI 增长率(%)	3.3	-0.7	5.9	4.8	1.5
M2 增长率(%)	18.95	27.7	17.8	16.7	16.9

注：数据来源于国家统计局及中国人民银行。

2010 年，面对更加复杂的世界经济格局，我国宏观经济保持了回稳向好的态势，全年国内生产总值同比增长 10.3%，增幅有所回升。与应对金融危机初期相比，我国经济增长的动力结构发生了积极变化，市场驱动的投资、消费和出口共同拉动经济增长的格局初步形成。但适度宽松货币政策和积极财政政策在实施近两年后，国内流动性过剩的问题显现，通货膨胀压力显著。同时，美国新一轮的量化宽松货币政策导致全球流动性泛滥趋势进一步增强，我国面临着巨大的资本流入压力。根据经济的变化，央行于 2010 年采取了六次上调存款准备金率、两次加息的货币政策调整，显示货币政策加速回归“稳健”。

2011 年，我国经济步入“十二五”开局之年，世界经济复苏的不稳定性和不确定性以及通胀压力等挑战，都显示我国宏观经济平稳运行将面临复杂形势。中央经济工作会议对 2011 年宏观经济政策的基本取向为“积极稳健、审慎灵活”，冀望通过灵活的政策组合实现调控目标。

2. 行业发展概况

随着经济的增长，我国债券市场较快发展，近年来债券发行规模总体呈持续增长态势（见图 1）。其中，涵盖企业债、中期票据、短期融资券、集合票据等品种的非金融企业债务融资工具发行量增长快速，发行规模及占比大致呈上升趋势（见图 2）。债券市场作为企业直接融资渠道的作用日益显现。

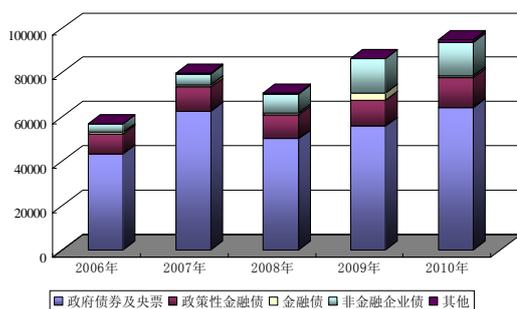


图1 近年来债券发行规模及构成 单位: 亿元
注: 数据来自中国债券信息网。

从非金融企业债务融资工具的发行情况来看, 主体的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, 增信成为低信用等级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

我国目前尚未出台有关专业信用增进机构设立和监管的法律法规, 信用增进业务中潜在风险的控制有待完善。作为首家专业债券信用增进机构, 公司的经营实践活动将为相关监管法规的出台提供重要参考。未来, 信用增进行业管理办法的出台将为该行业规范发展奠定基础。

三、法人治理结构与内部控制

1. 股权结构及公司治理

公司注册资本 60 亿元, 股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的银行间市场成员组成。公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到了股东的大力支持。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。同时, 公司股东还承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。

公司按照市场化模式运作。公司初步搭建了由股东会、董事会和监事会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, 股东会由董事会依法召集。近年来, 公司股东大会先后就股东大会、董事会及监事会议事规则、授权董事会进行对外股权投资等议案进行了审议。

公司董事会由 9 名董事组成。其中, 交易商协会提名 2 名董事候选人, 其余 6 家股东各提名 1 名董事候选人, 经由股东会选举产生该 8 名董事; 另设 1 名职工董事, 由职工通过民主选举产生。公司尚未实行独立董事制度。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，分别在相应授权范围内开展工作。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、高管聘任方案等多项议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、会计政策及会计核算办法等多项基本管理制度。

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。公司尚未执行独立监事制度。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执行公务的行为进行监督等职权。监事会每 6 个月至少召开 1 次会议。公司监事会相继审议通过监事会议事规则、选举监事长等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，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，并接受董事会的指导和监事会的监督。2010 年 9 月，水汝庆先生被聘任为公司总裁。公司总裁下设采购委员会、招聘委员会、投资决策委员会、风险管理委员会、授信审批委员会 5 个专门委员会。除总裁外，公司高管层设有执行副总裁、营运总监、投资总监、风险总监、财务总监、总法律顾问、董事会秘书各 1 名，由总裁提名、经董事会通过后任命，分别承担相应的管理职能。公司注重高水平的专业团队建设，高管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，这有助于确保公司运营具备较高的专业化水平。

由于成立时间较短，公司治理处于持续规范过程中，部分专门委员会议事规则尚待制定，股东大会、董事会及监事会对公司经营活动的指导作用尚待进一步加强。

2. 战略规划

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。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的大型企业债务融资工具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完善，公司将通过适当扩大增进服务范围、创新信用增进手段等方式扩大服务范围，逐步实现多方式全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

经过两年来的发展，公司短期规划得到了有效落实，增信业务规模快速上升，逐步树立起良好的市场形象，积累了较丰富的项目和客户资源，创新业务取得突破性进展。公司制定了 2011 年经营计划，将以创新推动各项工作发展，从做大市场规模、细化风险管理、加强产品研发、加快基础建设等入手，推动中长期规划逐步落实。然而，公司以业务创新为主的中长期发展规划在一定程度上依赖于债券市场及相关法律法规的进一步完善，尚需在实践过程中逐步明确。

3. 组织架构及内部控制

公司设立了业务营运部、投资部、风险管理部、综合部、计划财务部、法律合规部六个职能部门。为确保各项业务规范有序开展，公司建章立制工作进程加快。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；规定了涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内控制度。公司风险管理部负责统一管理公司运营过程中所面临的各种风险。

公司目前内部信息的处理依靠手工完成，这对内部控制带来一定的风险隐患。公司需加快 IT 系统建设步伐，为实现长足发展提供有效

的科技保障。

为满足业务的快速发展对人力资源的需求，公司于 2010 年公开招聘部分专业人员，于 2011 年录取 30 余名国内外知名高校硕士以上学历的应届毕业生。目前公司约 86% 以上员工拥有硕士及以上学历，员工整体专业素质较高。公司建立了较为完善的薪酬体系，并着手研究制定适合自身业务特点的绩效考核和晋升机制，为储备和选拔人才奠定基础。在强化自身人员队伍建设外，公司还建立了外部专家库机制，目前已经聘请了部分专业人士作为公司高级顾问，为创新业务的开展积蓄力量。

总的看来，公司初步搭建了内部控制体系，制度建设尚待进一步加强，内审及稽核体系待逐步建立。

四、风险管理分析

1. 风险管理体系

公司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管理，制定相应的制度，并向风险总监报告工作。

公司初步形成以《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。

公司在信用增进业务风险管理方面实行风险平行作业和专家审批相结合的管理模式。指派风险经理参与信用增进项目的实地调研与考察，并撰写《风险评价分析报告》，对项目风险进行分析和评判，为业务审批会提供决策参考意见。公司增信业务实行有权审批人会议审批

制度，就客户特征、风险缓释措施、信用增进期限和费率等内容进行审议。公司优先考虑高新技术企业、环保节能企业以及属于国家鼓励支持行业的中小企业，不涉及房地产开发类企业。公司在增信后管理制度建设方面尚待加强。

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多层次投资业务管理体系，根据可承受的整体风险水平，设定了多维的风险限额指标，并监控执行，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。

公司对信用风险缓释工具业务实行分类管理与信用增进业务、投资业务相结合的风险管理模式。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有针对性的风险额度，并采取相应的管理措施。

结合未来业务拓展的需要，为提高组合风险的识别和管理能力，公司拟定了《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 4 个管理制度。以上制度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成管理。公司在资本覆盖率、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的计算中，充分认可信用衍生品的风险缓释作用，形成涵盖信用衍生产品的风险管理体系。

总体看，公司结合业务特点逐步制定并完善各项风险管理办法，基本搭建起全面风险管理架构。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观察。同时，作为首家信用增进公司，公司在运营中面临一定的法律风险。未来公司还将致力于推动信用增进行业相关法律规范的

建立，为实现长足发展寻求法律保障。

2. 业务发展状况及风险管理水平

增信业务

自成立以来，为迅速做大做强、扩大影响，公司通过多种渠道积极营销，与一批规模较大、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模增长快速。2010年下半年，随着业务规模的扩大和经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户的中心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型从集中于大型国有企业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。

2010年7月，公司推出可选择信用增进票据，即中债I号。投资者在买入票据的同时可

选择买入保护。若票据到期、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2011年3月末，公司共发行该类票据4支，合计增信余额22亿元。

截至2011年3月末，公司共为34个已完成发行的项目提供了增信服务(见表3)，项目的包括4支短期融资券、18支中期票据、7支中小企业集合票据、1支企业债、3支可选择信用增进票据和1项人民币理财计划，增信余额合计313.09亿元，较2010年末增长28.58%，是公司净资产的4.92倍。

表3 增信业务项目种类分布情况

项目种类	2011年3月末			2010年末		
	增信金额 (亿元)	占比 (%)	项目数量 (个)	增信金额 (亿元)	占比 (%)	项目数量 (个)
短期融资券	33.00	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	14.00	4.47	3	14.00	5.75	3
人民币理财产品	0.60	0.19	1	-	-	-
合计	313.09	100.00	34	243.49	100.00	26

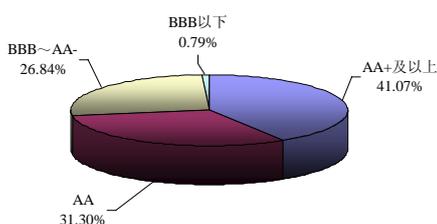


图2 增信主体外部评级分布情况

注：中小企业集合票据项目按照各参与企业主体评级分别统计。

截至2011年3月末，公司已生效的增信项目中，增信主体外部评级为AA及以上的项目增信余额占72.37%，较2010年末下降4.43个百分点；主体外部评级在AA-及以下的增信主

体个数占总增信主体个数的70.69%，较2010年末下降3.82个百分点(见图2)。少数中小企业集合票据项目增信对象的主体外部评级低于BBB，主体外部评级在BBB以下的发行主体增信余额占0.79%。总体看，公司增信对象主体评级有所下移，但仍以高信用等级主体为主。

截至2011年3月末，公司已生效的增信项目共涉及58家企业，从增信余额的行业分布来看，前五大行业依次为交通运输设备制造，黑色金属冶炼及压延加工业，装卸搬运和其他运输服务业，通讯设备、计算机及其他电子设备制造业，有色金属冶炼及压延加工业。第一大行业增信余额占17.24%，前五大行业增信余额合计占46.33%，存在一定的行业集中风险。单

一最大客户增信余额 25 亿元，是净资产的 39.25%；最大五家客户增信余额合计 103 亿元，是净资产的 1.62 倍，客户集中风险较高。从到期期限分布上看，公司已生效的增信项目以 2-3 年和 3-5 年之间到期为主，分别占增进余额的 32.70% 和 25.87%，到期期限较为集中。

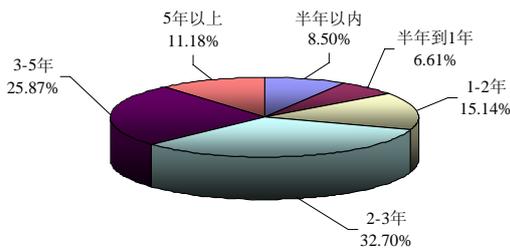


图 3 增信业务到期期限分布情况

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 2011 年 3 月末，公司提供增信业务对象的企业风险分类全部为正常，其中正常稳定类企业 46 家，增信余额合计 271.80 亿元，占总增信余额的 86.81%；正常关注类企业 12 家，增信余额合计 41.29 亿元，占总增信余额的 13.19%。

总体看来，公司增信业务规模增长快速，增信对象以高信用等级主体为主，整体信用风险不大，但客户集中风险较高，且到期期限较为集中。

信用风险缓释工具业务

在传统增信业务快速增长的同时，公司结合战略导向，注重产品创新，并具备较强的创新能力及市场推动力。公司是目前经交易商协会认定的 40 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 28 家信用风险缓释凭证创设机构之一。

2010 年 11 月，公司首次发行中债 II 号、中债 III 号、中债 IV 号创新产品。中债 II 号和中债 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 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。公司将中债 II 号产品纳入增信业务流程进行风险控制

制；将中债 III 号产品归入投资业务范畴，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 2011 年 3 月末，公司持有的合约和凭证两类信用风险缓释工具合计 17 只，名义本金总计 16.80 亿元，交易对手均为全国性股份制商业银行。其中，提供保护类 12 只，名义本金 11.30 亿元；买入保护类 5 只，名义本金 5.50 亿元。

对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 2011 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（见表 4）。总体看，公司卖出保护的标的实体违约风险较小。

表 4 信用风险缓释工具卖出保护净头寸概况

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 (亿元)	标的债务发行总额 (亿元)
贷款	-	-	4.50	-
中期票据	-	AAA/AAA	3.00	-
10 联通 MIN2	中国联合网络通信有限公司	AAA/AAA	1.30	120.00
10 联通 CPO2	中国联合网络通信有限公司	A-1/AAA	1.00	80.00
09 清控 MIN1	清控控股有限公司	AA+/AA+	1.00	10.00
10 赣粤 CPO3	江西赣粤高速公路股份有限公司	A-1/AA+	0.50	10.00
合计			11.30	-

为拓宽信用风险缓释工具交易渠道，公司在网站上设置报价模块，提供双边报价，并与部分知名咨询平台合作，建立了信用风险缓释工具报价页面及信息发布平台。在促成一定交易量的同时，公司的市场影响力得到提升。

目前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。公司初步制定了信用风险衍

生产品的会计核算办法,但其合理性尚待检验。基于以上因素,公司信用风险缓释工具业务在短期内不会出现规模化发展。

截至目前,公司信用增进及信用风险缓释产品均未发生代偿。但公司处于业务快速发展阶段,同时也是风险积累阶段,这将使公司的风险管理水平面临考验。

投资业务

公司投资业务的定位是实现公司自有资产的保值增值,为信用增进业务的开展提供资金支持。2010年初,公司本着“立足于银行间债券市场、利息收入与资本利得并重”的投资策略完成建仓配置,以收益率较高的信用债作为主要配置品种,长期债券比重较高。2010年年中,在通胀显现、加息预期强烈、市场波动加剧的情况下,公司适当增加部分浮息和短久期配置,降低投资杠杆,扩大利息收入规模,并尝试介入权益类和信托类投资。2011年,结合加息周期、债券市场偏空的行情,公司计划采取“收息策略为主,波段操作为辅”的投资策略,通过降低债券市场持仓规模和调整结构来降低利率风险。公司分设资本金投资组合和负债投资组合进行管理,将资本金投资组合规模设定在57亿元左右,将负债投资组合规模设定在资本金投资组合的1.30倍以内。杠杆的放大在一定程度上加大了公司投资业务的风险。

截至2011年3月末,公司投资规模64.53亿元,其中债券面额合计43.80亿元,其他投资包括股票、信托、信用风险缓释工具投资等。债券投资以债项外部评级在AA⁺及以上的债券为主,占债券投资的81.28%。浮动利率债券比重较2010年末大幅提高,五年期以上长期债券比重下降,债券投资组合的利率风险水平有所下降。

五、财务分析

公司提供了2009~2010年度财务报告及2011年1季度财务报表。其中,2009~2010年度财务报告经信永中和会计师事务所审计,出具的审计意见为标准无保留;2011年1季度财务报表未经审计。

1. 财务概况

截至2010年末,公司资产总额111.37亿元,负债总额48.07亿元,所有者权益63.30亿元。2010年,公司实现营业收入1.20亿元,投资收益2.92亿元,净利润2.23亿元。

截至2011年3月末,公司资产总额71.96亿元,负债总额8.28亿元,所有者权益63.69亿元。2011年1-3月,公司实现营业收入0.62亿元,投资收益0.44亿元,净利润0.56亿元。

2. 资本结构

公司目前的资金来源以资本金为主,并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,资本实力较强。公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本。

2010年,公司通过卖出回购融入资金的力度加大,负债规模大幅上升(见表5);2011年1季度,考虑到市场利率上升因素,公司压缩了卖出回购金融资产款项,负债规模明显减小。公司目前按照当年增信业务收入的30%计提未到期责任准备。截至2011年3月末,公司共计提增信责任准备金0.63亿元,占同期增信余额的0.20%。

截至2011年3月末,公司资产负债比为11.50%,较2010年末的43.16%明显下降。

为拓宽资金来源,公司积极争取银行授信。截至2011年3月末,公司共获得10家银行合计425亿元的授信额度,且暂未使用。

表 5 公司负债构成情况表

项目	2011年3月末		2010年末		2009年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
卖出回购金融资产款	5.90	71.29	45.80	95.28	-	-
预收账款	0.57	6.91	0.45	0.94	0.14	26.73
其他应付款	0.01	0.10	0.02	0.04	0.24	45.81
增信责任准备	0.63	7.56	0.36	0.76	0.00	0.48
其他	1.17	14.14	1.43	2.99	0.14	26.98
合计	8.28	100.00	48.07	100.00	0.53	100.00

总体看，公司资金来源充足，负债规模波动较大。

3. 资金运用与资产质量

公司于2010年初步完成投资建仓，货币资金规模及比重逐步减少，投资资产规模呈上升趋势，买入返售金融资产呈现出一定的波动性（见表6）。

表 6 公司资产构成情况表

项目	2011年3月末		2010年末		2009年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	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	-	-
投资资产	62.68	87.10	59.40	53.33	37.97	62.47
其中：交易性金融资产	0.75	1.04	0.02	0.01	-	-
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
其他资产	1.25	1.73	1.96	1.76	0.39	0.63
合计	71.96	100.00	111.37	100.00	60.77	100.00

公司买入返售金融资产以债券为主要标的。2010年末，买入返售金融资产余额为44.33亿元，占资产总额的39.80%。2011年1季度，公司压缩了买入返售金融资产规模，季末余额为7.08亿元，占资产总额的比重下降至9.83%。

公司投资资产主要由可供出售金融资产和持有至到期投资组成，交易性金融资产占比较小。2010年末，公司投资资产余额59.40亿元，占资产总额的53.33%。公司投资资产中债券投资账面余额47.64亿元。其中，可供出售债券余额43.71亿元，修正久期为1.71年；持有至到期债券投资余额3.92亿元，修正久期为3.99年。公司以短融、中票及企业债等收益率较高的债券为主要投资对象，以上三者分别占债券

投资的20.65%、63.85%和15.50%。从债项的外部评级分布情况来看，AA⁺及以上债券余额合计占76.20%。公司债券投资存在一定的信用风险。

除债券投资外，2010年末公司可供出售权益性投资余额7.44亿元，浮盈22.50%；可供出售信托投资余额3.81亿元；购买的其他金融机构创设的信用风险缓释产品账面余额105.79万元，划归为交易性金融资产中，依据公司设定的估值模型，确认其浮盈约45%；持有至到期银行理财产品余额0.50亿元。

2011年1季度，公司根据市场行情变化进一步调整投资策略，适量压缩可供出售金融资产规模，增加部分持有到期投资，季末投资资

产规模较年初有所增加。同期，由于负债减少导致资产规模明显下降，2011年3月末，公司投资资产占资产总额的比重提高至87.10%。

总体看来，公司投资规模较大，以高收益类债券为主要投资对象，风险相对较大，且对资产的流动性产生一定影响。此外，利率处于上升通道的市场行情给公司投资业务的收益水平带来一定压力。

4. 经营效率及盈利能力

公司收入主要来自增信业务收入、投资收益、利息净收入及公允价值变动收益四个方面。

对增信业务的定价，公司参考债券市场不同信用级别主体的发行利差，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。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。2010年，公司实现营业收入1.20亿元；2011年1-3月实现营业收入0.62亿元，相当于2010年的51.67%，增长势头良好。

随着投资规模的持续扩大，公司投资收益明显提高。2010年，公司实现投资收益2.92亿元，是当年最主要的收入来源。2010年下半年以来利率的上升对公司投资收益带来一定的负面影响。2011年1-3月，公司实现投资收益0.44亿元，是2010年投资收益的15.07%。

由于投资规模持续扩大、资金利用率提高，利息净收入对公司收入的贡献度下降。2010年，根据相关文件规定，公司获得0.20亿元的政府补助，对当年的收入形成正面影响。根据公司设定的估值模型，2011年1-3月，公司买入和卖出的信用风险缓释产品公允价值变动0.07亿元，对当期收益形成一定的正面影响。

公司营业费用以人员经费、计提增信责任准备、租赁费用为主。公司计划加快员工队伍建设、并设立异地分支机构，预计未来几年经营成本将大幅增长。

表7 公司收入支出情况表

项目	2011年1-3月	2010年	2009年
营业收入(亿元)	0.62	1.20	0.01
投资收益(亿元)	0.44	2.92	0.18
公允价值变动收益(亿元)	0.07	-	-
营业外收入(亿元)	-	0.24	-
管理费用(亿元)	0.41	1.26	0.09
净利润(亿元)	0.56	2.23	0.23
平均净资产收益率(%)	3.52	3.61	-
平均资产收益率(%)	2.44	2.59	-

2010年，公司实现净利润2.23亿元，平均净资产收益率及平均资产收益率分别为3.61%和2.59%。2011年1-3月，公司经年化的净资产收益率和资产收益率较2010年略有下降，主要是投资收益出现下滑所致。

5. 资本充足率及代偿能力

公司目前面临的风险主要是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。

从期末现金及现金等价物余额来看，近年来，公司现金保有量趋紧，但仍保持了较好的流动性（见表8）。

表8 公司现金流量情况表

项目	2011年1-3月	2010年	2009年
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	0.25	0.61	0.39
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	34.97	-60.57	-37.96
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	-39.95	43.22	60.00
现金及现金等价物净增加额(亿元)	-4.73	-16.74	22.42
期末现金及现金等价物余额(亿元)	0.96	5.68	22.42

根据公司2011年3月末的资产状况，估算出公司净资本39.25亿元，净资本比率为

61.63%。公司净资产增信倍数和净资本增信倍数分别为 5.09 倍和 8.27 倍（见表 9）。经测算，截至 2011 年 3 月末，在一定的置信水平下，公司净资本覆盖率为 217.61%，较 2010 年末有所提高，这主要得益于风险资产规模的下降及增信业务结构的改善。公司目前资本充足。公司处于成长期，增信及信用衍生工具业务的快速发展都将使公司放大倍数进一步提高。基于公司股东较强的财务实力和明确的增资意愿，预计公司未来几年资本充足性应能保持在较好水平。

表 9 公司资本充足性指标表

项目	2011年1-3月末	2010年末	2009年末
增信余额(亿元)	313.09	243.49	3.00
卖出保护余额(亿元)	11.30	11.30	-
净资产(亿元)	63.69	63.30	60.24
净资本(亿元)	39.25	28.92	42.67
净资产增信倍数(倍)	5.09	3.98	0.05
净资本增信倍数(倍)	8.27	8.71	0.07
净资产比率(%)	61.63	45.70	70.83
净资本覆盖率(%)	217.61	123.12	-

注：①净资产增信倍数=(增信余额+卖出保护余额)/净资产；
②净资本增信倍数=(增信余额+卖出保护余额)/净资本。

附录 1 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：人民币万元

资产	2011年3月末	2010年末	2009年末	负债和所有者权益	2011年3月末	2010年末	2009年末
流动资产：				流动负债：			
货币资金	9564.51	56816.96	224204.16	短期借款			
交易性金融资产	7512.56	163.84		交易性金融负债	98.65	280.44	
应收票据				应付票据			
应收账款		91.06		应付账款			
买入返售金融资产	70770.93	443250.06		卖出回购金融资产款	59000.00	458025.09	
预付账款	126.01	104.63		预收账款	5715.37	4524.10	1415.00
应收股利				应付职工薪酬	3758.61	3759.11	157.50
应收利息	7432.11	14254.94	2792.86	应交税费	2390.94	3877.25	530.98
其他应收款	449.94	385.73	317.29	应付利息		771.65	
存货				应付股利			
一年内到期的非流动资产				其他应付款	84.01	175.57	2425.05
其他流动资产				一年内到期的非流动负债			
流动资产合计	95856.07	515067.23	227314.31	其他流动负债			
非流动资产：				流动负债合计	71047.58	471413.21	4528.53
可供出售金融资产	467366.73	511455.27	89666.29	非流动负债：			
持有至到期投资	151923.58	82335.61	290000.00	长期借款			
长期应收款				应付债券			
长期股权投资				长期应付款			
投资性房地产				增信责任准备	6255.00	3631.14	25.50
固定资产	850.38	919.61	335.03	预计负债			
在建工程				递延所得税负债	5454.16	5660.95	739.79
工程物资				其他非流动负债			
固定资产清理				非流动负债合计	11709.16	9292.08	765.29
生产性生物资产				负债合计	82756.73	480705.29	5293.82
油气资产				所有者权益：			
无形资产		4.52		股本	600000.00	600000.00	600000.00
开发支出				资本公积	6297.10	8368.52	124.72
商誉				减：库存股			
长期待摊费用	660.78	734.21		盈余公积	2497.82	2459.48	230.93
递延所得税资产	2959.27	3152.18	412.16	一般风险准备			
其他非流动资产				未分配利润	28065.15	22135.32	2078.33
非流动资产合计	623760.74	598601.39	380413.48	所有者权益合计	636860.08	632963.32	602433.97
资产总计	719616.81	1113668.61	607727.79	负债和所有者合计	719616.81	1113668.61	607727.79

附录 2 利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2011 年 1-3 月	2010 年度	2009 年度
一、营业收入	6243.48	12038.42	85.00
减：营业成本			
营业税金及附加	394.56	1368.32	4.68
销售费用			
管理费用	4136.32	12649.59	935.97
财务费用	-614.73	-181.83	-2103.74
资产减值损失			
其 他			
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	699.10	48.46	
投资收益（损失以“-”号填列）	4426.90	29175.74	1836.96
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	7453.33	27426.54	3085.05
加：营业外收入		2425.05	
减：营业外支出			
其中：非流动资产处置损失			
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	7453.33	29851.59	3085.05
减：所得税费用	1863.33	7566.04	775.80
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	5590.00	22285.54	2309.25

附录3 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：人民币万元

项 目	2011年1-3月	2010年度	2009年度
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	7003.96	15324.02	1500.00
收到的税费返还		4.40	
收到其他与经营活动有关的现金	345.07	2353.31	3388.77
经营活动现金流入小计	7349.03	17681.73	4888.77
购买商品、接受劳务支付的现金	672.78	198.27	798.29
支付给职工以及为职工支付的现金	640.62	2235.01	201.00
支付的各项税费	3517.89	6429.35	1.00
支付其他与经营活动有关的现金	0.89	2706.01	35.68
经营活动现金流出小计	4831.38	11568.64	1035.97
经营活动产生的现金流量净额	2517.65	6113.09	3852.80
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	1128976.41	3650240.73	100000.00
取得投资收益收到的现金	11117.36	19751.01	189.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额			
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计	1140093.77	3669991.74	100189.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	111.05	1555.46	337.92
投资支付的现金	790285.76	4269866.67	479500.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金		4315.22	
投资活动现金流出小计	790396.80	4275737.34	479837.92
投资活动产生的现金流量净额	349696.97	-605745.61	-379648.63
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金			600000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金			
取得借款收到的现金	896990.00	2371546.61	
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	896990.00	2371546.61	600000.00
偿还债务支付的现金	1295015.09	1938697.52	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1441.98	603.78	
其中：子公司支付少数股东的股利、利润			
支付其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流出小计	1296457.07	1939301.30	-
筹资活动产生的现金流量净额	-399467.07	432245.31	600000.00
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	-47252.45	-167387.20	224204.16
加：期初现金及现金等价物余额	56816.96	224204.16	
六、期末现金及现金等价物余额	9564.51	56816.96	224204.16

附录 4 金融机构主体长期信用等级设置及其含义

联合资信金融机构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。