



信用等级通知书

信评委函字 [2011] 64号

中债信用增进投资股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司2011年综合财务实力信用等级为AAA，有效期一年。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一一年八月四日

2011年中债信用增进投资股份有限公司综合财务实力信用评级报告

综合财务实力信用等级 AAA

评级展望 稳定

概况数据

(金额单位: 人民币百万元)

中债公司	2009	2010	2011.03
交易性金融资产	0.00	1.64	75.13
可供出售金融资产	896.66	5,114.55	4,673.67
持有至到期投资	2,900.00	823.36	1,519.24
资产合计	6,077.28	11,136.69	7,196.17
负债合计	52.94	4,807.05	827.57
股本	6,000.00	6,000.00	6,000.00
所有者权益合计	6,024.34	6,329.63	6,368.60
增信业务余额	300.00	24,349.00	31,309.00
信用增进业务收入	0.85	120.38	62.43
总投资收益(含利息收入)	39.41	294.06	57.41
净利润	23.09	222.86	55.90
净资产放大倍数(X)	0.05	3.85	4.92
高流动性资产/总资产(%)	51.65	90.84	77.15

资料来源: 中债公司、中诚信国际

注: 1.本报告所引用的数据来源于公司提供的经信永中和会计师事务所有限责任公司审计的2010年财务报告以及公司未经审计的2011年1季度财务数据。

2.本报告中所引用数据除特别说明外,均为中诚信国际统计口径,特此说明。

分析师

徐超

chxu@ccxi.com.cn

黄灿

chuang@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2011年08月04日

基本观点

中诚信国际评定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”)2011年综合财务实力信用等级为AAA。本等级是中诚信国际基于对宏观经济、行业环境以及中债公司财务实力的综合评估之上确定的,肯定了中债公司清晰的发展战略、强大的股东背景、雄厚的资本实力、良好的公司治理以及初步建立的谨慎的风险管理架构和增信业务质量控制制度。评级同时反映了中债公司面临的诸多挑战,包括长期业务及盈利模式仍有待探索;创新行业面临监管真空;且增信业务重心由高信用等级向下转移,对公司经营和风险管理能力提出更高的挑战。

由于经营历史较短,中债公司盈利能力、风险偏好、风险管理政策及程序仍有待检验。中诚信国际将对公司的业务运营以及财务表现进行动态监控,以确认其趋势及对公司信用等级的影响。

评级展望

中债公司2011年综合财务实力信用等级的展望为稳定。

信用优势

- 承担一定政策性职能,增信业务获得政府支持的可能性较大。
- 资本实力雄厚,股东背景强大,具有较强的支持意愿和能力;
- 分散的股权结构和良好的公司治理;
- 全面风险管理架构初步建立,风险管理框架逐步完善;
- 银行间债券市场平台的良好发展提供了广泛的客户群体和广阔的发展前景;
- 启动信用风险缓释工具的创新工作,首批信用风险缓释合约和凭证的上市交易,为公司缓释风险提供的新的手段和方法;
- 目前增信业务杠杆率仍处于较低水平,资本覆盖充分。

信用挑战

- 长期业务及盈利模式有待探索;
- 创新业务面临监管真空,且信用风险缓释创新产品的推广还有赖于市场环境和配套机制的进一步完善和建立,未来发展具有较大不确定性;
- 公司增信业务重心由高信用等级向低信用等级转移,对风险管理提出更高的挑战;
- 经营历史较短,盈利能力、风险偏好、风险管理政策及程序有待检验。

可能导致评级下调的因素

- 股东支持力度下降;
- 增信组合质量的显著恶化;
- 核心资本覆盖预期损失的能力大幅下滑;
- 风险管理能力不足以支持业务的持续发展。

公司概况

中债公司成立于 2009 年 9 月 21 日，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以及中国银行间市场交易商协会（以下称“协会”）等七方共同出资设立，注册资本为 60 亿元人民币。其中前六名股东分别出资 9.9 亿元、各持有 16.5% 的股份，中国银行间市场交易商协会出资 6,000 万元，持有 1% 的股份。

截至 2011 年一季度末，中债公司资产合计 71.96 亿元，同期增信业务余额为 313.09 亿元，净资产放大倍数为 4.92 倍。

外部运营环境

宏观经济金融环境

受全球金融危机的冲击和中国经济自身调整影响，2008 年中国经济增长明显放缓，第四季度 GDP 同比增长仅为 6.6%，环比下滑 3.2 个百分点。为抵御金融危机的不利影响，防止经济增长下滑，2008 年底中央政府推出 4 万亿经济刺激计划，固定资产投资从 2008 年四季度的 25.50% 大幅上升至 2009 年二季度的 33.50%。受此推动，2009 年中国经济在全球率先复苏，GDP 实现强劲反转，2009 年四季度 GDP 同比增长达到 12.10%，经济出现过热迹象，以政府投资拉动的经济增长不可持续，且暴露出产能过剩、投资效率低下、产业结构扭曲等粗放型经济增长方式的诸多弊端。2010 年中央政府把工作重点从“保增长”放到转变经济发展方式、调整经济结构上来，2010 年 GDP 同比增长有所下降，为 10.6%。当前，世界经济复苏的基础仍然脆弱，中国经济转型任重道远，未来国内经济增长仍面临较大不确定性。

为防止通货膨胀势头抬升，缓解银行体系大量的流动性问题，2010 年 10 月以来，央行五次加息并多次上调存款准备金率，释放了抑制物价上涨、应对通胀压力的信号，货币政策由危机管理逐步走向稳健。但目前通胀势头仍然没有得到有效抑制，

资产价格和消费物价指数持续攀升，2011 年 6 月全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨 6.4%，管理通胀预期的形势仍十分严峻。当前欧洲主权债务危机尚未平息，美国由于经济复苏放缓采取二次量化宽松政策，从而使央行货币政策调整空间受到一定制约。未来货币政策的取向一方面需观察国际经济的走势，另一方面还需考察实体经济对国内经济放缓程度的承受能力。

增信业务发展趋势

近几年国内资本市场的不断壮大为债券增信业务提供了广阔的发展空间。国家“十二五”规划中提出要“进一步深化金融体制改革，构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架”、“加快多层次资本市场体系建设，显著提高直接融资比重。积极发展债券市场，稳步发展场外交易市场和期货市场”，对改善融资结构、推动债券市场发展提供了有力的政策支持。2011 年货币政策回归稳健，信贷超高速扩张的态势将得到改观，银行信贷投放趋于谨慎，而缓释信贷系统性风险和改善企业融资渠道需要增加直接融资。另一方面，近几年来企业、地方政府和其他机构对债券市场的认识不断增强，也有利于债券市场规模的平稳增长，为信用增进和投资业务的发展带来更多机遇。与此同时，债券市场的发展需要更为丰富的债券形式、品种和期限，低信用等级企业、中小企业进入债券市场融资，以及资产证券化、非公开定向发行等方式逐步引入，为信用增进业务的进一步拓展奠定了良好的基础。在信用缓释方面，随着债券市场规模快速扩大和发行主体多元化，增量债券信用等级分布中枢逐渐下移、信用风险特征不断显现，债市整体风险加大，包括银行等市场参与者主动风险管理的需求不断增长，为信用缓释等金融工具提供了良好的发展空间。

但另一方面，2011 年以来在经济形势变动和政策调整的环境下，债券融资成本上升，发行人的发行意愿减弱，流动性偏紧也使得机构投资者收缩投资规模和调整投资策略，债券市场供求均受到一定抑制，信用增进业务扩张面临一定压力。同时一些信用等级较低、高负债经营的行业以及城投类债券

存在一定的系统性风险，债项个体违约概率增大，对信用增进业务的风险管理能力提出了更高的要求。在信用缓释工具方面，目前该类创新业务的估值定价、交易机制、会计核算、法律关系等方面还没有完全明确，中央清算、拍卖结算、履约保证等基础机制尚未健全，监管部门和市场成员对信用风险分散分担机制建立的迫切性认识尚不统一，该类业务短期内仍难有较大发展。

市场定位及战略规划

中债公司成立的宗旨是为中小企业和低信用等级企业提供直接债务融资信用增进服务，并制定了创办信用衍生产品的规划，从而完善我国债券市场基础设施建设，建立市场化的风险分担机制，支持国家发展、做大债券市场。

根据以上宗旨，中债公司力争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。第一阶段，公司将集中力量落实国务院支持中小企业发展的精神，探索中小企业直接融资的路径，为中小企业和部分低信用等级的大型企业提供信用增进服务；第二阶段，随着债券市场的发展和公司内部风险控制机制的完善，在扩大服务对象和服务范围的同时，将为部分结构性金融产品提供增信；第三阶段，公司将根据市场发展需要，创办信用衍生产品，为基础信用产品剥离风险提供渠道，推动信用衍生产品市场发展；第四阶段是发展信用风险组合与分割金融产品，通过风险收益的重组，将风险分割成若干等级，为市场提供投资策略、风险对冲和主动风险管理的工具。

市场定位方面，公司在成立初期重点选择了一批规模大、信用等级高的客户开展业务，使得业务规模在短时间内迅速扩大。2010年下半年以来，公司根据自身定位，即使调整了业务策略，将目标客户的重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户企业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企业全面拓展。在

2010年发行项目中，评级在AA-及以下的中低信用等级项目占项目总数和信用增进金额的46%和25%；信用增进债券种类更加丰富，从最初的短期融资券、中期票据和集合票据扩充到了企业债、金融债、可选择信用增进票据和贷款风险缓释合约等品种。

公司治理及组织架构

中债公司自成立之初就搭建了较为完善的公司治理架构并规范运作，成立了股东大会、董事会和监事会。董事会现有董事9名，其中设董事长1名，由中国银行间市场交易商协会提名全体董事过半数选举产生，股东董事6名，高管董事1名，职工董事1名。监事会成员3名，其中股东监事2名，职工监事1名。

目前公司初步构建了符合内部控制要求、前中后台清晰的组织管理架构。在董事会下设战略与投资管理委员会、审计与风险管理委员会、预算与薪酬管理委员会，分别负责各项重大事项和制度的审议及执行情况的监督，并向董事会直接汇报。高级管理层设置了总裁、执行副总裁、风险总监、营运总监、财务总监、投资总监、总法律顾问和董事会秘书，均由经验丰富的资深专业人士担任，由董事会进行任免和考核。前台业务运营层面设置了业务营运部、投资部，中后台设立了风险管理部、计划财务部、综合部、法律合规部，目前主要管理人员和岗位人员已基本到岗。2010年以来，公司进一步完善公司治理结构，落实股东大会、董事会、监事会的“三会”建设，加强和平衡“前、中、后”台部门建设，并不断修订和完善各项规章制度和流程设计，草拟和发布包括“三会”制度、综合管理、业务和投资管理、风险管理、财务管理等50余项制度办法，为公司各项工作的有序开展提供了保障。

风险管理

为确保运营的规范性，中债公司自成立之初就建立了全面风险管理架构。董事会负责审批全面风险管理的战略和政策，确定公司可以承受的风险水

平，并监控和评价全面风险管理的全面性、有效性以及高级管理层在全面风险管理方面的履职情况。监事会负责监督董事会和高级管理层在全面风险管理方面的履职情况。高级管理层负责制定和定期审查全面风险管理的政策、程序及具体的操作规程，监督全面风险管理政策和程序的执行，建立恰当的组织结构和信息系统来有效地识别、计量、监测和控制各项业务所承担的各类风险，确保足够的人力、物力等资源投入全面风险管理，建立重大事件、突发事件的应对机制并组织落实。风险管理部门负责制订相应制度，明确相关部门的风险管理职责和业务流程。在日常业务运作中，业务部门、风险管理部门和后台支持部门以及合规检查部门在各自职责范围内识别、评估和控制风险，从而构成抵御风险的三道防线。在制度建设上，公司已经形成了以《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》、《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。

在信用增进业务风险管理方面，公司实行风险平行作业和专家会议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，并在风险平行作业掌握第一手材料的基础上撰写《风险评价分析报告》，对项目风险进行独立的分析和评断，为业务审批会提供决策参考意见；实行有权审批人会议审批制度，对每笔信用增进业务的客户特征、风险缓释措施、信用增进期限和信用增进费率等进行审议，公司总裁具有一票否决权。同时，对可增信债项的风险敞口采取相应的核心资本扣减政策，以确保增信组合质量得到有效控制。此外，公司加强风险管理基础设施和信息化建设，已着手研究建立增信业务定价机制及内部信用评级系统。为更好地管理增信组合风险，公司设置了风险缓释措施合格标准、信用增进业务集中度等整体业务指标和单一业务比例、风险分类等单笔业务指标。

投资业务风险管理方面，公司实行风险限额和

交易授权相结合的管理模式。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，明确规定了投资交易业务的范畴、决策、授权、估值、限额、监测以及报告等各个环节，根据公司可承受的整体风险水平，设定多维的风险限额目标，并监控执行，明确各分类、分级授权和转授权，实现投资业务授权体系的有效运转，提高决策效率。与此同时，公司规定投资的未评级债券余额（国债、央票除外）不得超过债券投资总额的 10%，本币和外币债券投资的单一行业集中度均不得高于 30%，且单一发行体债券投资总持有余额不得超过发行体未清偿债券总量的 30%。股权投资方面，公司允许股权投资于具有超 AAA 信用评级的大型国有企业，但基本原则是不直接承担股票及其衍生产品的价格风险。

在信用风险缓释工具业务风险管理方面，公司实行分类管理并与信用增进业务、投资业务紧密结合的管理模式，根据公司经营风险特性逐步探索形成了完整的主动风险管理体系。公司根据不同业务类型的特点，从套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等角度对不同产品、不同交易目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。同时公司在准备金、资本覆盖等组合风险管理工具的应用上，充分考虑了创新产品在风险对冲方面的作用，为公司从单一业务层面风险管理向组合层面风险管理、实施经营中的主动风险管理奠定了基础。

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 个组合性管理制度，分别解决了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的标准等问题，使风险管理的工具从单笔业务层面延伸到了组合层面，为信用增进行业经营和风险管理规则制定奠定了参考基础。此外公司信用风险缓释工具设置了套期保值效果认定指标、信

用风险水平杠杆指标及利差敏感度等指标。

为更好地监测风险，公司建立了风险预警和风险报告制度。公司定期发布投资业务风险监控半月报，按季发布《风险状况分析报告》，对公司目前开展的各项业务以及整体运营情况进行了风险状况分析。

整体来看，目前中债公司已经建立起一套以准备金计提和资本覆盖管理体系为核心，以实现全面动态风险管理为目标的风险管理体系，组合层面的风险管理工具统筹考虑增信业务、投资业务和创新业务；风险管理分别覆盖预期与非预期损失，形成有效相互补充；并且充分考虑了创新业务对现有业务的风险对冲情形。目前的风险管理体系为下一步提升精细化风险管理水平和完善全面风险管理框架奠定了良好的基础。

业务运营

中债公司的业务主要包括信用增进业务、投资业务、信用风险缓释工具业务三类。自成立以来，公司通过积极营销使各项业务稳步推进，风险状况总体良好。

信用增进业务

信用增进业务是公司最为核心的业务。自成立以来，公司以为增信对象提供完整的金融服务为目标，坚持常规业务和创新业务共同发展，在积极拓展债券增信业务的同时，探索研究信用增进及资产委托管理、财务咨询、短期资金融通等信用增进业务的派生产品，增加业务的附加值。

2010 年全年公司提供增信服务的项目总数为 25 个，涉及企业 43 家，生效的增信金额 240.49 亿元。其中，可选择信用增进型票据（中债 I 号）3 个，合计生效增信金额 14 亿元。2011 年第一季度，公司提供增信服务的项目 8 个，涉及企业 7 家，生效的增信金额为 69.6 亿元。截至 2011 年一季度末，公司提供增信服务的项目 34 个，实际生效的增信金额为 313.09 亿元，为净资产的 4.92 倍，占用资本额度 9.8113 亿元，增信业务杠杆率仍处于较低水平，资本覆盖较为充分。截至一季度末公司增信业

务风险准备金余额为 6,255 万元，目前没有增信对象发生违约，代偿率为 0。

从标的债券类型看，公司增信业务的标的债券涵盖了中期票据、中小企业集合票据和短期融资券等非金融企业债务融资工具。从数量和金额上看，中期票据占比最高，共 18 支，涉及金额 232 亿元；中小企业集合票据 7 支，增信金额为 20.49 亿元；短期融资券 4 支，增信金额为 33 亿元。此外公司增信业务项目还包括可选择信用增进型票据 3 个，合计生效增信金额 14 亿元，占总增信金额的 4.47%。

表 1：2011 年一季度末增信业务标的债券种类分布

（金额单位：亿元）

种类	增信金额	占比	项目个数
短期融资券	33	10.54%	4 个
中期票据	232	74.10%	18 个
中小企业集合票据	20.49	6.54%	7 个
企业债	13	4.15%	1 个
可选择信用增进票据	14	4.47%	3 个
人民币理财计划	0.6	0.19%	1 个
合计	313.09	100.00%	34 个

资料来源：中债公司

从期限分布上看，已完成发行的标的债券发行期限 0.5-10 年不等，主要分布在 3 年期和 5 年期上，其中 3 年期债券占比 45.48%，5 年期债券占比 25.87%，中小企业集合票据项目均为 1-3 年期项目（表 2）。

表 2：2011 年一季度末增信业务标的债券期限分布情况

（金额单位：亿元）

期限	增信金额	占比	项目个数
半年	8.6	2.75%	2 个
1 年	38.7	12.36%	7 个
2 年	7.4	2.36%	1 个
3 年	142.39	45.48%	15 个
5 年	81	25.87%	7 个
7 年	22	7.03%	1 个
10 年	13	4.15%	1 个
合计	313.09	100.00%	34 个

资料来源：中债公司

从标的债券发行人主体评级看，截至 2010 年一季度末，公司增信业务的标的债券发行人主体评

级在 AA 以上（含 AA）的项目增信金额占比为 72.37%，较 2010 年末下降了 4.43%；主体评级在 AA-以下（含 AA-）增信主体个数占总增信主体个数的 70.69%，较 2010 年末下降了 3.82%。少数中小企业集合票据项目增信对象的主体评级低于 BBB，主体评级在 BBB 以下的发行主体增信金额占比 0.79%（表 3）。

表 3：2011 年一季度末增信业务标的债券发行人级别分布

（金额单位：亿元）

主体评级	增信金额	占比	项目个数
AA ⁺ 以上	128.6	41.07%	9 个
AA	98	31.30%	8 个
BBB~AA ⁻	84.02	26.84%	34 个
BBB 以下	2.47	0.79%	7 个
合计	313.09	100.00%	58 个

注：中小企业集合票据项目按各参与企业主体评级分别统计；

资料来源：中债公司

除中小企业集合票据外，公司增信标的债券发行人经营范围较为广泛，主要集中在汽车制造、建筑业、煤炭开采、电力和有色金属等行业。

投资和信用风险缓释工具业务

投资业务方面，在保证资本金安全、满足日常流动性需求的前提下，公司本着兼顾安全性和收益性的原则展开投资业务，通过平衡使用资产配置策略和交易策略，对资产组合比例规模进行限定，与增信业务形成的风险组合相协调，以期实现风险的分散和对冲。截至 2011 年一季度末，公司投资资产为 64.53 亿元，其中债券面额总计为 43.80 亿元，其他投资 20.5 亿元。

从债券种类看，截至 2011 年一季度末，公司持有债券的品种以中期票据、政策性金融债和企业债为主，占比分别为 61.36%、16.08% 和 15.14%，短期融资券占比为 7.42% 左右。所持债券发行人主体评级最低为 AA⁻，其中 AA⁺以上债券面额占比为 81.28%，信用风险较低。

为了有效抵御加息预期下收益率上行的风险，公司在债券投资中增加了浮动利率品种，截至 2011 年一季度末，公司持有的固定利率和浮动利率债券占比分别为 59.76% 和 40.24%，浮动利率债券占比

较上年末提高了约 18.11 个百分点。此外，公司还逐步减少长期品种规模，截至一季度末，公司 5 年期以上长期债券品种比重下降，一定程度地抵御了收益率继续上行的市场风险。

在信用风险缓释工具业务上，公司于 2010 年成立了创新工作小组，并启动了信用风险缓释工具的创新工作。截至目前，公司已创设 4 款信用衍生产品，分别为可选择信用增进合约（中债 I 号）、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）。2011 年一季度，公司持有的合约和凭证两类信用风险缓释工具 17 只，名义本金合计 16.8 亿元，标的债务涉及贷款、短期融资券和中期票据等资产，交易对手均为全国性商业银行。其中提供保护类 12 只，名义本金 11.3 亿元，买入保护类 5 只，名义本金 5.5 亿元（表 4）。

表 4：2011 年一季度末信用风险缓释工具业务头寸情况

产品类型	交易方向	标的债务	名义本金（亿元）
中债 II 号	卖出合约	-	4.5
中债 III 号	卖出合约	-	3.0
	买入合约	-	2.0
中债 IV 号	创设凭证	10 联通 MTN2	1.3
	创设凭证	10 联通 CP02	1.0
	创设凭证	09 清控 MTN1	1.0
	创设凭证	10 赣粤 CP03	0.5
	买入凭证	-	3.5

资料来源：中债公司

从提供信用保护的头寸来看，2011 年一季度末公司卖出保护净头寸为 11.3 亿元，公司主要承担的是标的债务的违约风险。由于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比例较小，信用保护期限较短，公司实际承担的信用风险较小（表 5）。

表 5：2011 年一季度末信用风险缓释工具卖出保护净头寸

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）	-	-	4.5 亿	-
中期票据（合约）	-	AAA/AAA	3 亿	-
10 联通 MTN2	中国联合网络通信有限公司	AAA/AAA	1.3 亿	120 亿

10 联通 CP02	中国联合网络通信有限公司	A-1/AAA	1 亿	80 亿
09 清控 MTN1	清华控股有限公司	AA+/AA+	1 亿	10 亿
10 赣粤 CP03	江西赣粤高速公路股份有限公司	A-1/AA+	0.5 亿	10 亿
合计			11.3 亿	

资料来源：中债公司

总体来看，根据市场发展的需要不断设计出新的、符合市场实际发展需要的产品方案，为债券市场投资者通过市场化的方式便利地分离并交易信用风险开辟了新的途径；同时对金融市场而言，这些创新产品的引入不仅能够提高金融市场的运行效率，也有利于促进信用风险价格的发现机制，完善信用风险分担机制。更为重要的是，为债券市场增加了一种更为灵活、更加具有流动性的信用增进方式，为发行主体信用等级的拓宽和投资者群体的多样化创造了前提条件，从而对破解中小企业融资困境、拓宽中小企业直接债务融资渠道起到了积极的促进作用。不过，目前来看，上述信用风险缓释工具产品的推广还有赖于市场环境和配套机制的进一步完善和建立。

财务状况

以下关于公司财务状况的分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所有限责任公司审计的 2009 和 2010 年财务报告以及公司未经审计的 2011 年一季度财务数据。

盈利能力

由于 2009 年中债公司开展业务时间较短，当年公司已实现增信业务收入为 85 万元。随着 2010 年以来增信业务的拓展，公司主营业务收入快速增长，当年完成已实现增信业务收入 1.20 亿元。投资收益方面，由于资本金规模庞大，公司开展了债券投资等其他投资业务，使公司获得了较为良好的投资收益。2009 年已实现投资收益 1,837 万元，2010 年公司已实现和未实现投资收益合计 2.92 亿元，2011 年一季度公司已实现和未实现投资收益合计为 5,126 万元。在业务拓展初期，较好的投资收益

能够弥补基于资本金放大倍数未被充分利用带来的主营业务收入较少的影响，提升公司整体盈利能力。

在责任准备金计提方面，公司每年按照当年增信业务收入的 30% 计提准备金，2009 年末公司未到期责任准备金余额为 25.5 万元，2010 年公司计提责任准备金 3,606 万元。2011 年公司按照董事会通过的《风险准备金计提管理办法》，按照增信责任余额的 0.15% 计提一般风险准备金，用于弥补尚未识别的可能性损失；按照每笔业务损失的程度计提专项风险准备金，用于弥补专项损失。2010 年一季度公司计提增信责任准备金 2,624 万元，一季度末一般风险准备和专项风险准备分别为 4,757 万和 1,498 万元。由于经营时间较短，同时增信客户信用状况较好，截至目前公司未发生代偿。此外，未来随着公司业务的进一步扩张以及内部管理、信息系统等各方面的完善，公司的管理费用可能会进一步上升。

此外，公司 2010 年获得政府补助 2,425 万元。受上述因素共同影响，2009 和 2010 年公司分别实现净利润 0.23 亿和 2.23 亿元，2011 年一季度公司实现净利润 5,590 万元，同比增长了 102.40%。

综合来看，由于公司开展业务时间较短，资本金放大倍数尚未充分利用，公司的增信业务收入规模较低。但考虑到公司庞大的资金规模和强大的市场地位，未来公司的增信业务收入可能快速增长，推动公司的盈利能力快速提升。但由于公司主要定位于资本市场上的融资增信，增信业务的盈利增长也将受到债券市场增信需求波动的影响。此外，由于公司资本金规模较大，公司的投资收益也至关重要。良好的资金运用和较好的资本市场行情能够为公司实现投资收益带来正面影响，相反，则公司的投资收益会面临一定的压力。

表 6：2009-2011 年一季度公司利润简表
(金额单位：百万元)

	2009	2010	2011Q1
信用增进业务收入	0.85	120.38	62.43
总投资收益（含净利息收入）	39.41	294.06	57.41
销售及营业费用	(9.36)	(126.50)	(41.36)

营业税金及附加	(0.05)	(13.68)	(3.95)
营业外收支净额	0.00	24.25	0.00
所得税费用	(7.76)	(75.66)	(18.63)
净利润	23.09	222.86	55.90
综合收益	24.34	305.29	35.19

资料来源：中债公司、中诚信国际

资本充足性

截至 2011 年一季度末，公司实际生效的增信金额为 313.09 亿元，净资产为 63.69 亿元，净资产放大倍数为 4.92 倍（表 7），增信业务杠杆率仍处于较低水平，资本覆盖充分。

表 7：2009~2011.03 资本充足性指标（金额单位：百万元）

	2009	2010	2011.03
净资产	6,024.34	6,329.63	6,368.60
净资产放大倍数 (X)	0.05	3.85	4.92

资料来源：中债公司、中诚信国际

短期来看，公司资本实力雄厚，但随着公司增信业务规模的快速扩张，未来仍存在进一步充实资本的需求，以提升对预期损失的吸收能力和维持良好的业务拓展能力。

流动性

增信机构的流动性风险主要来源于表内资产和表外或有负债在期限上的错配，流动性压力也通常来源于代偿的集中发生或投资资产流动性的降低。

2010 年末，公司的大多数资产都投资于银行存款、债券及银行理财产品，其中，银行存款、可供出售债券及作为可供出售金融资产持有的其他投资等高流动性资产总额为 101.17 亿元，占总资产的比例为 90.84%。2011 年 3 月末，公司货币资金、交易性金融资产、买入返售金融资产以及可供出售金融资产等高流动性资产占总资产比重分别为 1.33%、1.04%、9.83% 和 64.95%，其中可供出售金融资产中绝大部分为企业债和中期票据，但这部分债券资产在市场发生信用紧缩或危机时，变现能力较差。

总体来看，目前公司尚处于业务发展初期，且资本实力强大，公司流动性状况良好。但公司应进一步建立变现能力强的投资组合及相关应急计划，以应对和防范投资管理中单一大额投资以及增信业务中单一大额客户信用状况变动可能对公司流动性带来的不利影响。

评级展望

综合上述对中债公司在市场定位、管理与战略、风险管理、财务分析等方面的考察和分析，我们认为中债公司凭借其雄厚的资本实力和强大的股东背景、明确的市场定位和战略规划，以及谨慎的风险控制框架，业务发展前景十分广阔。公司目前开展的中小企业信用增进业务承担了一定的政策性职能，使公司享有潜在的政府支持，在业务结构安排中地方政府信用反担保也降低了公司的经营风险。考虑到中债公司所承担的政策性职能以及央行在贯彻国务院支持中小企业发展精神和推动资本市场发展中肩负的重要使命，中诚信国际已将由此而带来的政府支持因素纳入本次中债公司的综合财务实力信用评级考虑。与此同时，作为新成立公司，中债公司的长期业务及盈利模式仍有待探索；而作为创新行业，公司面临着监管真空，未来发展仍具有一定不确定性，且对公司经营和风险管理能力提出挑战。此外，公司经营历史较短，盈利能力、风险偏好、风险管理政策及程序仍有待检验。

基于以上考虑，我们授予中债公司 2011 年综合财务实力信用等级为 AAA，以反映其极强的代偿能力以及极低的违约风险；评级展望为稳定，表明未来一段时间的信用状况将保持稳定。需要说明的是，为确保中债公司成立初期的增信组合质量以及公司主体信用评级的稳定性，中诚信国际将对公司的增信组合进行动态监控，对所有增信债项的信用情况、增信组合质量、以及公司增信政策执行的有效性进行评估，以确认是否对公司的综合财务实力信用等级产生不利影响。

附一：中债公司主要财务数据及财务指标

人民币百万元	2009	2010	2011.03
资产负债表简表			
货币资金	2,242.04	568.17	95.65
交易性金融资产	0.00	1.64	75.13
可供出售金融资产	896.66	5,114.55	4,673.67
买入返售金融资产	0.00	4,432.50	707.71
持有至到期投资	2,900.00	823.36	1,519.24
现金及投资资产合计	6,038.71	10,940.22	7,071.40
应收利息	27.93	142.55	74.32
固定资产	3.35	9.20	8.50
资产合计	6,077.28	11,136.69	7,196.17
增信责任准备金	0.26	36.31	62.55
卖出回购金融资产	0.00	4,580.25	590.00
负债合计	52.94	4,807.05	827.57
股本	6,000.00	6,000.00	6,000.00
资本公积	1.25	83.69	62.97
盈余公积	23.09	24.59	24.98
所有者权益合计	6,024.34	6,329.63	6,368.60
增信业务组合			
增信业务余额	300.00	24,349.00	31,309.00
利润简表			
信用增进业务收入	0.85	120.38	62.43
总投资收益（含净利息收入）	39.41	294.06	57.41
销售及营业费用	(9.36)	(126.50)	(41.36)
营业税金及附加	(0.05)	(13.68)	(3.95)
营业外收支净额	0.00	24.25	0.00
所得税费用	(7.76)	(75.66)	(18.63)
净利润	23.09	222.86	55.90
综合收益	24.34	305.29	35.19
资本充足性			
净资产	6,024.34	6,329.63	6,368.60
净资产放大倍数（X）	0.05	3.85	4.92
流动性			
高流动性资产/现金及投资资产	51.98	92.47	78.52
高流动性资产/总资产	51.65	90.84	77.15
流动资产/流动负债（X）	50.20	1.09	1.35
高流动性资产/增信业务余额	10.46	0.42	0.18

附二：中债公司主要财务指标计算公式

现金及投资资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期证券+长期股权投资+投资
物业+委托贷款

流动资产=现金及现金等价物+银行存款+存出担保保证金+交易类金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产+应收账
款净额

流动负债=交易性金融负债+卖出回购金融资产+短期债务+存入担保保证金

高流动性资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产

净投资收益=债券利息收入+债券投资收益+基金投资收益+股权投资收益+委托贷款收入+其他投资收益-投资减值准备计
提

净营业收入=增信业务净收入+净投资收益+公允价值变动损益+汇兑损益+补贴收入+其他业务净收入

净资产放大倍数=净增信余额/净资产

附三：综合财务实力信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大
CC	受评公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务

注：[1]除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”号进行微调。

[2]此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。