

中债信用增进投资股份有限公司

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪企评 [2017]020140】

评级对象:中债信用增进投资股份有限公司

信用等级:AAA

评级展望:稳定

评级时间:2017年7月10日

主要数据及指标

项 目	2014年	2015年	2016年	2017年 一季度
财务数据与指标:				
总资产(亿元)	118.46	160.86	159.36	138.09
股本(亿元)	60.00	60.00	60.00	60.00
股东权益(亿元)	72.43	74.84	77.18	78.23
总负债(亿元)	46.03	86.01	82.19	59.86
增信业务收入(亿元)	7.45	7.51	6.97	1.62
投资收益(亿元)	4.57	6.26	5.59	1.24
净利润(亿元)	3.59	3.13	6.96	1.81
平均资产回报率(%)	3.51	2.24	4.35	-
平均资本回报率(%)	5.03	4.25	9.16	-
流动比率(X)	53.37	33.14	58.68	83.90
资本资产比率(%)	61.14	46.53	48.43	56.65
增信业务:				
增信余额(亿元)	941.15	973.03	936.10	918.00
增信余额/净资产(X)	12.99	13.00	12.13	11.73
累计代偿率(%)	0.00	0.03	0.54	0.52
风险准备金充足率(%)	1.19	1.80	1.98	2.02

注:根据中债信用增进公司经审计的2014-2016年财务报表数,未经审计的2017年一季度财务报表,以及相关期间业务据整理计算。

分析师

刘伟 lw@shxsj.com
艾紫薇 azw@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势/机遇:

- 有力的外部支持。中债信用增进公司为国内首家专业信用增进机构,承担了一定的政策性职能,其战略定位符合国家政策导向,能够获得政府支持。
- 业务发展空间广阔。国内债券市场的稳步发展为中债信用增进公司提供了广阔的发展空间。
- 资本实力较强。中债信用增进公司拥有雄厚的资本实力和良好的股东背景,可为其信用增进业务开展提供有利保障。

主要劣势/风险:

- 宏观经济及债券市场风险。随着中国经济环境的变化与债券市场违约风险的上升,中债信用增进公司风控压力加大。
- 增信行业监管及配套制度有待完善。信用增进行业相关监管制度规范与市场配套机制有待建立和完善,市场认可度有待培育和提升。
- 增信业务集中度较高。中债信用增进公司增信业务行业与客户集中度相对较高,相关行业及客户的信用风险变化将对公司增信业务质量产生一定影响。
- 投资业务风险。随着中债信用增进公司增信业务进入稳定发展阶段,近年来公司扩大了投资业务规模和品种,公司面临的信用及市场风险有所上升。

未来展望

通过对中债信用增进投资股份有限公司主要信用风险要素的分析,新世纪公司认为公司具有极强的债务偿付能力,违约风险极低,并给予公司AAA主体信用等级,评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》，可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日一年内有效。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

中债信用增进投资股份有限公司

信用评级报告

该公司是为贯彻落实中央关于大力发展多层次的资本市场、为中小企业提供多种有效融资途径、切实缓解中小企业融资难等一系列方针政策，由中国银行间市场交易商协会联合中国石油天然气集团公司、国网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，于2009年9月正式发起设立的我国首家专业债券信用增进机构。公司初始注册资本60亿元人民币，2016年，公司并列第一大股东中国石油天然气集团公司将其持有的公司股份全部转让给中国石油集团资本有限责任公司，成立至今公司总股本数未发生改变，股权结构如下表。

该公司主要经营范围为：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；资产投资等。公司具备人民银行核发的银行间市场同业拆借资格、国家外汇管理局核定的10亿美元境外担保资格。

图表 1. 中债信用增进公司股权结构

序号	股东名称	持股金额（万元）	持股比例（%）
1	中国石油集团资本有限责任公司	99,000	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	99,000	16.50
3	中国中化股份有限公司	99,000	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	99,000	16.50
5	首钢总公司	99,000	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	99,000	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	6,000	1.00
合计		600,000	100.00

资料来源：中债信用增进公司（截至2016年3月末）

截至2016年末，该公司经审计的财务报表口径资产总额为159.36亿元，股东权益为77.18亿元；当年实现各项营业收入13.23亿元，其中增信业务收入6.97亿元，投资收益5.59亿元，净利润6.96亿元。截至2017年3月末，该公司未经审计的财务报表口径资产总额为138.09亿元，股东权益为78.23亿元；当期实现各项营业收入3.04亿元，其中增信业务收入1.62亿元，投资收益1.24亿元，净利润1.81亿元。

一、运营环境

2016 年前三季度，我国实行稳健适度宽松的货币政策，央行通过降准、降息持续注入市场流动性；人民币加入 SDR 货币篮子增加人民币资产配置需求；金融监管机构出台一系列政策下调债券发行门槛，提高发行效率。在多种因素推动下，我国债券市场迎来井喷式大发展。2016 年四季度以来，随着金融降杠杆及资金市场利率的上行，债券发行规模阶段性下降。随着宏观经济结构调整及经济增速放缓，债券市场违约事件频发，违约行为趋于常态化也给信用增进行业带来新的机遇与挑战。

2016 年我国债券市场发展迅猛。债券市场增量和存量规模快速扩大，地方政府债务置换有序开展，信用类债券融资规模大幅增加。央行采取降准、降息的货币政策，引导金融市场利率不断下降，各券种收益率持续下行，社会融资成本逐渐降低。在社会融资规模中，债券融资比重节节上升，自 2008 年以来大大超过股票融资规模。债券市场发行与交易制度建设、投资者结构完善及债券品种创新等方面出现亮点，市场发展的广度和深度不断延伸。人民币国际化也迈出新步伐，IMF 将中央结算公司编制的三个月期国债收益率纳入 SDR 利率篮子，国债收益率曲线日益成为人民币资产的重要定价基准。

随着金融市场各项改革和发展措施稳步推进，产品创新不断深化，市场制度逐步完善，金融市场对于降低社会融资成本、促进实体经济发展的作用得以进一步发挥。根据央行统计数据，2016 年我国债券市场发行规模显著增长，交易活跃度持续提高，参与主体结构进一步丰富。全年发行各类债券规模达 36.1 万亿元，较去年同期增长 54.2%，增速较去年同期降低 42.4 个百分点。其中，银行间债券市场发行债券 32.2 万亿元，同比增长 53.8%。2016 年 12 月末，债券市场托管余额为 63.7 万亿元，其中银行间债券市场托管余额为 56.3 万亿元。2016 年，财政部国债发行 2.9 万亿元，地方政府债券发行 6 万亿元，国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行发行债券 3.4 万亿元，政府支持机构发行债券 2250 亿元，商业银行等金融机构发行金融债券 1.3 万亿元，信贷资产支持证券发行 3838.1 亿元，同业存单发行 513 万亿元。公司信用类债券发行 8.2 万亿元，同比增长 16.5%，增速较上年下降 19.8 个百分点。

2016 年前三季度，货币市场利率窄幅震荡，10 月下旬开始货币市场利率加快上行。2016 年 12 月，银行间货币市场质押式回购月加权平均利率为 2.56%，较上年同期上升 61 个基点。2016 年以来，企业融资成本有

所上升，年末 5 年期 AAA 级、AA+级和 AA 级企业债券收益率较上年末分别上行 65 个、44 个和 24 个基点。公司信用类债券方面，短期、中高等级公司信用类债券与国开行金融债券的信用利差扩大，中长期公司信用类债券的信用利差有所收窄，且不同等级公司信用类债券信用利差出现分化，3 年期 AAA 级、AA 级、A 级票据与同期限国开行金融债券信用利差较去年末分别收窄 4 个、44 个、27 个基点。

在监管方面，金融改革逐步推进，监管机构多管齐下，围绕化解地方政府债务、下放行政审批权限、促进金融市场发展等目标出台了一系列政策。2015 年 1 月 15 日证监会发布新规《公司债券发行与交易管理办法》，放宽了公司债发行主体及发行规模条件，并将原来的审批制改为备案制。12 月，发改委下发《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》（发改办财金[2015]3127 号），放松了企业债发行要求，对债项信用等级为 AAA 级的债券可豁免复审环节、提交发改委直接核准，鼓励开展债券再担保业务，并将此作为进一步分解债券偿债风险的措施。交易商协会《发行注册规则》、《注册工作规程》、《信息披露表格体系》及 PPN 投资者机制变化、SCP 发行主体扩容等内容已经多次征求市场各方意见，交易商协会所辖债券注册、备案流程有望进一步提速。总体来看，监管机构政策新规出台将助推债券市场发展，为该公司带来更多的业务机会。

受益于公司债券发行主体的扩大和备案制的实行，加之 2016 年持续下行的市场利率环境，极大降低了企业融资成本和效率，交易所债券市场发行迎来了井喷式的大发展，全年交易所市场共发行公司债 2561 只，发行额共计 24625.92 亿元，较 2014 年提升 138.28%。2016 年，中期票据和定向融资工具发行量有所萎缩，随着年末企业债券和 PPN 发行审批或备案环节流程进一步优化，未来该类债券发行规模有望回升。2016 年四季度以来，随着金融降杠杆及资金市场利率的上行，债券发行规模出现阶段性下降。

图表 2. 2014-2016 年信用债主要券种发行情况（单位：只，亿元）

	2014 年		2015 年		2016 年	
	发行只数	发行额	发行只数	发行额	发行只数	发行额
企业债	584	6971.98	302	3421.02	440	5129.80
公司债	586	1445.62	1402	10334.95	2561	24625.92
中期票据	720	9780.70	924	12769.46	825	10352.00
定向工具	1204	5648.08	1118	8852.95	644	5273.65

资料来源：WIND

2012 年以来，信用增进行业规范化进程加快。交易商协会于 2012

年3月1日第三届常务理事会第一次会议上审议通过了《银行间市场信用增进业务自律规则》，规范银行间市场信用增进业务，并设立了《信用增进业务规范》和《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准，由中国人民银行发布实施。行业会计核算标准化体系也已相应完善，2012年财政部发布《企业会计准则解释第5号》，将“企业发行信用风险缓释工具会计处理相关内容”列入其中。

随着信用增进行业相关标准的不断制定完善，该行业的相关法律政策环境正在逐步形成。目前，信用增进行业的外部环境仍有待进一步优化，尤其是该行业监管制度有待继续建立和完善，以提升信用增进服务行业的规范化和风险控制的有效性。由于信用增进行业处于发展初期，金融市场对该行业的认可度和接受度有待逐步培育。另外，投资者风险容忍度的增加，也在一定程度上制约了该公司的业务扩张和市场影响力。

然而，伴随着债券市场规模的迅速扩大和宏观经济下行压力不断增大，债券市场总体信用风险显著升高，发债企业和债项的评级调整增多，信用债市场风险事件迭发，债券刚性兑付不断被打破。2016年，全市场共有79支债券发生违约，涉及发债主体34个¹，信用违约逐渐进入常态化。一方面，市场对债券信用风险认识的加强为增信业务的拓展带来了较好的契机，另一方面，亦使信用增进公司在业务开展过程中承受了更大的风险控制压力。

二、内部管理

该公司基本建立了较为完善的法人治理结构。公司成立以来，各部门各司其职，分工协作，运行有效，促进了各项工作的顺利开展。

自成立以来，随着各项业务逐步开展，该公司不断健全治理结构，设立了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等3个不同层面的专业委员会，为决策提供支持。经营管理层实行总裁负责制，并构建了符合内部控制管理要求的前、中、后台组织管理架构。公司设有增信业务一部、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、审计部和综合部等9个部门。公司组织架构健全，并通过制度化管理，设置制定、执行、预算规划和资产负债管理四小组，实现资产运营政策制定环节与执行环节相隔离，从而明晰了各部门及各岗位之间的分工和权责。

¹ 资料来源：WIND

在制度建设方面，截至 2016 年末，该公司完成了包含公司治理、综合管理、信用增进业务、投资业务、风险管理、财务、法律合规等 7 大类共 108 项制度、管理办法或操作规程，初步建立起权责明确、分工合理、协调高效、全面覆盖的制度流程体系，为公司的稳步健康发展奠定了坚实的制度基础。

人员方面，截至 2017 年 3 月末，该公司共有员工 110 人，平均年龄 32 岁。绝大多数为硕士及以上学历，涉及经济金融、金融工程、金融信息工程、保险精算、数理统计、应用数学、财务、法律、管理等专业。公司管理层人员多来自于各金融机构，普遍具有较为丰富的相关行业经营及管理经验，风险管理经验丰富。公司员工综合素质较高，为公司逐步完善风险管理体系和进一步拓展业务奠定了良好的基础。

三、业务与战略

该公司定位为债券市场信用增进及风险管理服务提供商，增信业务以金融产品增信为主。近年来增信业务规模已趋于平稳，公司计划在保证安全性、流动性和代偿能力不受影响的基础上，稳步扩大投资业务收入占比。

（一）发展战略

该公司作为市场上首家专业信用增进机构，其设立满足了我国发展直接债务融资工具、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，顺应了建立银行间债券市场风险分担机制、进行专业风险管理的发展趋势，提供了扩展市场发展空间、进行产品和制度创新的重要契机。从 2009 年 9 月成立之初开始，公司定位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。

该公司业务发展初期主要为 BBB 级及以上中小企业及 AA+ 级企业债务融资工具发行提供信用增进服务，开展中小企业区域集优信用增进业务。2014 年，公司将区域集优业务的工作重心由地级市上升到省级，并加强了与地方政府的风险共担机制，同时适时将业务重心向政府投融资平台转移，以降低业务风险。2015 年，为防范中小企业集合票据信用风险，公司对存量项目进行了全面梳理和排查，暂停了中小企业类增信

项目以降低整体风险。同时在城投债监管政策收紧的情况下，公司大力开展项目收益票据的信用增进业务，拓展资产证券化业务。2016年，公司继续压降集合票据增信业务规模，积极处置该类业务风险事件，同时加强与政府合作的项目增信业务，在业务创新上，不断拓宽增信业务合作领域。由于增信业务规模已经进入成熟稳定期，公司逐步向投资业务转型发展。

该公司的发展规划符合国家政策导向，并顺应了宏观经济走势。同时，公司的成立对保持我国直接债务融资市场可持续发展具有现实意义，有利于逐步完善我国金融市场信用风险分散分担机制，为规范地发展信用衍生品市场提供支持。

（二）业务运营

1、增信业务

该公司增信业务分为基础类信用增进业务、区域集优信用增进业务、创新型信用增进业务和境外业务，其中基础类信用增进业务涵盖了短期融资券、中期票据、企业债、保障房定向融资工具及非标准化债权资产等；区域集优信用增进业务包括区域集优中小企业集合票据及区域集优定向融资工具；创新型信用增进业务包括可选择信用增进合约（中债合约 I 号）、贷款信用风险缓释合约增信服务（中债合约 II 号）、信用风险缓释合约（中债合约 III 号）、信用风险缓释凭证（中债合约 IV 号）以及投资交易型信用增进业务。

该公司增信业务经历了 2009-2015 年的快速发展期，2015 年至今的成熟稳定期两个阶段。近年来，公司增信业务规模趋于稳定。2016 年增信业务余额首次呈现下降趋势。截至 2016 年末，公司存量信用增进服务项目 76 个，增信余额 936.10 亿元，余额较上年末减少 3.80%。2016 年公司新增发行增信项目 19 个，金额 272.70 亿元。

图表 3. 中债信用增进公司信用增进业务增长情况。

项 目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
增信余额 (亿元)	682.58	898.58	941.15	973.03	936.10	918.00

资料来源：中债信用增进公司提供

近年来，该公司根据宏观经济形势的变化，采取品种、行业、地区分散，降低风险较高领域风险暴露敞口等策略，业务结构进一步优化。从存量业务结构看，截至 2017 年 3 月末，公司增信业务增信余额占比较

高的产品为以保障房和小城镇项目为主的非公开定向债务融资工具（PPN）、一般企业债及公司债产品，占比分别为 29.93%、35.48%和 16.45%。2015 年以来，随着区域集优项目风险的集中暴露，公司持续压降该类增信业务规模，截至 2017 年 3 月末，公司区域集优项目增进余额为 2.50 亿元，较 2016 年 3 月末下降 26.34 亿元，同比占比为 0.27%，同比继续下降 2.53 个百分点。

图表 4. 中债信用增进公司增信业务规模（责任期内）

项目类型	项目数量 (个)	企业数 (个)	金额 (亿元)	占比 (%)
非金融企业债:	37	29	398.30	43.39
中期票据(MTN)	6	5	56	6.10
超短期融资券(SCP)	3	3	40	4.36
非公开定向债务融资工具(PPN)	19	10	274.8	29.93
其中：一般企业 PPN	7	5	38.8	4.23
保障房项目 PPN	4	2	76	8.28
小城镇项目 PPN	8	3	160	17.43
项目收益票据 (PRN)	5	4	25	2.72
区域集优项目	4	7	2.5	0.27
企业债:	28	32	337.7	36.79
一般企业债	26	24	325.7	35.48
集合企业债	2	8	12	1.31
公司债	9	7	151	16.45
金融债	1	1	10	1.09
信托	1	1	5	0.54
保险债权计划	1	1	16	1.74
合计	77	71	918.00	100

资料来源：中债信用增进公司提供（截至 2017 年 3 月末）

作为我国首家信用增进机构，该公司早期即推出投资交易型信用增进产品，然而受制于市场环境的影响，公司该部分业务发展缓慢。随着银行间市场交易商协会发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据等四类产品的业务指引，我国正式推出了中国版 CDS 和 CLN 产品。2016 年我国信用风险缓释工具市场逐步得到认可，同时，包括公司在内的 10 家机构开展了 15 笔信用违约互换交易，名义本金总计 3 亿元。截至 2016 年底，公司共开展了 6 笔信用风险缓释工具交易，名义本金 6000 万元，全部为信用违约互换交易，其中，买入保护 4 笔，卖出保护 2 笔。

区域集优信用增进业务是该公司在交易商协会统一部署下，依托地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的企业，引入政府专项风险缓释措施安排如建立中小企业偿债基金，由公司提供信用增进服务，联合

中介机构支持中小企业在银行间市场进行直接融资。2014年，受宏观经济环境下行影响，许多中小企业由于自身抗风险能力较弱出现债券信用风险事件，因此，公司对该类业务严格控制准入，基本无新增业务。2015年区域集优业务的工作重点是将存量的中小企业集合票据平稳着陆。2016年，区域集优业务存量规模占比很小，公司为该类业务累计代偿6.19亿元。公司对所有中小企业集合票据进行了全面的梳理，直接划分到责任人，临近偿债期限，公司将与主承销商一同提前排查风险，关注企业的还款来源及还款计划。

2016年，该公司不断拓宽增进业务合作领域，与晋商信用增进公司合作，对同煤集团20亿元超短融提供增信服务；完成哈银租赁20亿元金融债增信项目首期10亿元发行；完成首单保险债权计划增信业务-长江养老-上海地产三林棚户户区改造债权投资计划；完成首单专项债券增信项目-南昌城市建设投资发展有限公司管廊专项债券；完成首单超短期融资券增信项目-大同煤矿集团有限责任公司2016年度第三期超短期融资券。

该公司积极探索永续中票等创新产品的增信机会。2016年，公司统计研究了永续中票的市场现状和含权条款，撰写了《关于永续产品市场现状和增信需求的专项汇报》，目前苏州汾湖投资集团有限公司永续中票项目顺利出函，多个项目正在洽谈推进过程中。

整体而言，2016年以来该公司不断拓宽增进业务合作领域，公司产品结构持续拓宽，收益结构进一步优化。尽管在债券市场中商业银行或证券公司作为债券发行的主承销商仍然占有支配地位，但金融市场对增信行业的认可度和接受度逐步提升，随着债券市场信用风险分散分担机制的不断完善建立，公司未来将拥有更大话语权。

2、投资业务

该公司的投资业务旨在保证投资资金的安全性、投资资产的流动性和代偿能力不受影响的基础上，实现本金的保值增值。截至2016年末，公司投资规模为122.48亿元，较2015年末减少7.32%。基于对2016年市场收益率走势不确定性提高的预判，公司债券投资配置规模较2015年有所下降，债券投资业务杠杆水平下降。同时对权益类资产投资的限额上调至10.0亿元，2016年末股票投资2.18亿元，较年初增加1.89亿元，较上年大幅提高651.72%。公司增信业务规模保持平稳，2017年以来，公司积极调整业务结构，董事会年度考核中首次将增信业务收入占营业收入的比重由不低于60%调整为不低于50%，对投资业务收入的要求相

应提高。

图表 5. 中债信用增进公司投资资产配置情况 (单位: 亿元, %)

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
存款	2.27	2.32	2.48	1.88	2.17	1.77
债券	94.66	96.66	119.90	90.72	111.72	91.21
信托	1.00	1.02	9.49	7.18	6.41	5.23
股票	-	0.00	0.29	0.22	2.18	1.78
投资规模	97.94	100.00	132.16	100.00	122.48	100.00

资料来源: 中债信用增进公司经审计的 2014-2016 年财务报表

注: 投资规模=存放同业存款+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+应收款项类投资。

债券投资方面, 2016 年该公司投资组合经历了 3、4 月市场信用违约频发和 11、12 月收益率大幅上行两次冲击, 公司债券持仓公允价值浮亏一度大幅增加至 1.40 亿元。公司将部分债券转入持有至到期账户稳定收息资产规模, 择机减持部分债券等手段降低债券投资组合敏感性, 截至 2016 年末公司债券投资组合公允价值浮亏仍较大。公司 2016 年债券投资主动去杠杆操作。从投资业务收益情况看, 2016 年公司实现投资业务收益 4.57 亿元, 投资业务收益率 3.59%, 同比有所下降。投资收益主要来源于可供出售金融资产下的收益, 占比 87.15%。2016 年由于债券市场波动较大, 公司交易性金融资产产生的公允价值变动损益及可供出售金融资产公允价值变动产生的其他综合收益分别为 -0.20 亿元和 -1.84 元。2016 年, 综合投资业务收益率为 2.14%, 较 2015 年下降了 5.22 个百分点。

图表 6. 中债信用增进公司投资业务收益情况 (单位: 亿元, %)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
投资净收益 (亿元)	4.57	6.26	5.59
公允价值变动净收益 (亿元)	0.27	0.13	-0.20
利息净收入 (亿元)	-0.41	-0.99	-0.83
投资业务收益 (亿元)	4.43	5.40	4.57
投资业务收益率 (%)	5.13	4.69	3.59
可供出售金融资产公允价值变动净额 (亿元)	2.09	3.07	-1.84
综合投资业务收益 (亿元)	6.52	8.47	2.73
综合投资业务收益率 (%)	7.55	7.36	2.14

资料来源: 中债信用增进公司经审计的 2014-2016 年财务报表

注 1: 投资业务收益=投资净收益+公允价值变动净收益+利息净收入

注 2: 综合投资业务收益=投资业务收益+可供出售金融资产公允价值变动净额

注 3: (综合) 投资业务收益率=(综合) 投资业务收益*200/(期初投资规模+期末投资规模)

注 4: 2016 年公允价值变动净收益已扣除投资性房地产公允价值变动损益

权益类投资方面，2016年该公司加大了权益类投资规模，公司权益类投资业务主要包括二级市场股票投资，一级半市场定向增发，股权投资等。在投资策略上，由于公司对二级市场股票投资未定业务考核指标，公司目前股票投资以蓝筹股，寻求市场上具有价值投资的稳定分红公司为主。在股权投资上，公司出资1.5亿参股上海票据交易所。公司同时参与房地产投资，将自有固定资产转为投资性房地产，对外提供租赁业务。

四、风险管理

作为全国首家专业债券信用增进机构，中债信用增进公司围绕风险资产的优化配置、风险资产的监控管理机制、风险资产的对冲与转移机制，建立并不断完善适应信用增进行业特点的经营风险下的全面风险管理体系。

该公司成立六年多来，始终致力于完善经营风险下全面风险管理体系的建立。具体表现在五个方面：一是构建全面覆盖公司业务、多层次的风险管理制度体系。二是根据宏观和产业形势，从行业、区域、产品等多角度对经营策略和风险管理政策动态调整，指导公司整体业务经营。三是建立风险监控预警体系，设置专职团队对已经发行项目进行风险监控、预警与风险处置。四是打造形成以内部评级、风险估值定价、准备金和资本管理、风险缓释转移机制为核心的风险管理技术体系，实现对风险的准确识别、计量、精细化组合管理及有效分散、转移。五是倡导并培育全员、全业务、全流程的风险管理文化。

在风险管理组织架构方面，该公司构建起了以董事会风险管理专业委员会为最高风险决策机构，以专业审批人业务审批会为项目审批机构，三道风险防线相互协调、相互配合的风险管理全流程框架体系。在具体业务条线方面，建立了风险管理的三道防线：业务部门是抵御风险的第一道防线，负责本部门内现存或将出现的所有风险，建立了合理的流程有效地识别、评估和控制风险；风险管理、法律合规、财务等运营支持部门是抵御风险的第二道防线，负责制定相应制度，明确相关部门的防线管理职责和业务流程，识别、评估和平衡所有风险；内审职能部门是抵御风险的第三道防线，对公司内部控制体系的完整性和执行有效性进行独立测试和评估，提出改善经营管理、加强风险防控的建议。三道防线相互协调配合，形成了公司的重大风险决策、风险资产配置、风险资产管理的组织支撑。

1、 增信业务风险

信用风险是该公司增信业务面临的主要风险。在增信业务开展业务过程中，公司以全面风险管理体系为指导原则，建立了一整套业务审批流程及审批授权机制。公司业务审批流程分为：前期业务部门尽调，中期风险与规划管理部门审核，项目上报审批会审批，最后报公司总裁专题会或董事长办公会最终审定四个阶段。

项目发行前，公司对增信项目定期重新审视风险，对企业的经营情况、财务数据及重大事项等及时更新信息，出具补充报告或及时终止；项目发行后，对项目进行日常监控，同时进行定期现场和非现场检查，按季度对增信项目进行风险分类，及时判断项目中存在的风险，做好对策。对于风险较大的项目，采取立项后业务部门、风险部门的平行作业机制。业务经理在立项阶段即通知风险部门，由业务部门、风险部门一同进行项目尽职调查、独立撰写评价报告等。对创新业务项目，还会联合法律合规部门，三条线一同独立开展项目实施工作。

在客户信用风险评估方面，该公司自主开发了涵盖模型体系、管理体系、应用体系在内的公司客户内部评级框架体系。模型体系方面，根据客户特征、所属行业、地域、产品等风险特征的差异，研发了9大行业信用评级模型，包括定性模块、定量模块。其中，定性模块是基于专家判断的评级过程；定量模块是在优选样本数据基础之上，建立逻辑回归等数理统计模型，筛选出能够良好揭示客户违约风险的宏观经济指标以及反映客户盈利、偿债、成长、运营能力的财务指标，并确定各指标的权重，以此量化风险和评级方法。评级流程方面，包括尽职调查、初始评级、评级复查、评级复核、评级审定、评级重检等，根据风险特征实现对客户的分类管理。

为全面、动态地反映增信业务的状况以及对于存续项目根据风险差异性实施更为精细化的管理，2014年该公司根据增信业务出现代偿、损失的可能性，将增信业务原有的四大类五级分类进一步切分为四大类七级分类，并按季度对未到期项目进行风险分类。截至2017年3月末，公司增信余额918.00亿元中，正常稳定类企业共61家，增信余额856.20亿元，占比93.27%；正常关注类企业共6家，增信金额37.80亿元，占比4.12%；可疑类企业2家，增信金额24亿元，占比2.61%；无次级类和损失类企业。

在风险准备金计提方面，该公司遵循谨慎性、客观性、及时性、重要性和动态计提的原则，按季计提信用增进及投资业务准备金。2014

年，公司对风险准备金计提方案进行了进一步的差异化处理，大幅提高了低评级项目的一般准备和专项准备的计提比例，使其对项目的风险敏感度进一步提高，致使 2014 年末准备金余额明显上升。2014-2016 年各年末和 2017 年 3 月末，公司增信业务计提的准备金余额分别为 11.18 亿元、17.51 亿元、18.49 亿元和 18.55 亿元。公司计提的风险准备金对已发生代偿和存量可疑类项目有较高水平覆盖。因开展的业务以违约风险较低的高信用等级债券为主，对非预期损失的应对能力较强。

2016 年末，该公司增信余额为 936.10 亿元，公司计划增信业务规模不超过 1500 亿元。从增信标的债券发行人信用等级构成来看，2016 年末及 2017 年 3 月末，公司主体评级为 AA 及以上的债券增信金额占比分别为 94.84%和 95.06%，评级为 AA 以下级别企业和全部集合票据的增信主体均向公司提供了全额覆盖其信用风险敞口的风险缓释措施。风险缓释措施主要包括通过抵质押、反担保承诺、准备金等多种形式。

图表 7. 中债信用增信公司增信标的债券发行人信用等级情况（单位：亿元，%）

级别	2016 年末			2017 年 3 月末		
	金额	企业数量	占比	金额	企业数量	占比
AAA	105	5	11.22	105	5	11.44
AA+	322.2	19	34.42	320.5	20	34.91
AA	460.6	27	49.20	447.2	27	48.72
AA-	30	3	3.20	30	3	3.27
AA-以下	18.3	16	1.95	15.29	16	1.67
合计	936.10	70	100.00	918.00	71	100.00

资料来源：中债信用增进公司（截至 2017 年 3 月末）

截至 2017 年 3 月末，该公司项目兑付期各年分布较为平均，期限配置相对合理。

图表 8. 中债信用增进公司增信项目到期期限分布情况

到期日	项目数量	企业数量	增信金额(亿元)	金额占比(%)
1 年(含)以内	26	33	146.3	15.94
1-2 年	33	35	193.2	21.05
2-3 年	34	38	212.33	23.13
3-5 年	33	28	231.21	25.19
5 年以上	22	19	134.96	14.70
总计	-	-	918.00	100.00

资料来源：中债信用增进公司（截至 2017 年 3 月末）

从增信业务集中度来看，2017 年 3 月末该公司前十大项目增信金额合计 246.30 亿元，占当期期末公司增信业务余额的 26.83%，客户集

中度较上年末有所下降，但仍偏高。

图表 9. 中债信用增进公司前十大项目概况 (亿元, %)

序号	项目名称	增信金额	行业	反担保措施	金额占比
1	温州市名城建设投资集团有限公司 2014 年度第一期非公开定向债务融资工具	36.0	保障房	信用	3.92
2	2013 年安信证券股份有限公司债券	36.0	金融	信用	3.92
3	天津东方财信投资集团有限公司 2016 年度第一期非公开定向债务融资工具	25.0	城投	融资发展基金	2.72
4	天津东方财信投资集团有限公司 2015 年度第一期非公开定向债务融资工具	25.0	城投	融资发展基金	2.72
5	邦信资产管理有限公司 2015 年非公开发行公司债券 (第二期)	22.3	金融	信用	2.43
6	天津津南城市建设投资有限公司 2016 年度第一期非公开定向债务融资工具	21.0	城投	融资发展基金	2.29
7	天津津南城市建设投资有限公司 2015 年度第一期非公开定向债务融资工具	21.0	城投	融资发展基金	2.29
8	大同煤矿集团有限责任公司 2016 年度第三期超短期融资券	20.0	采矿业	保证	2.18
9	华融证券股份有限公司 2014 年公司债券	20.0	金融	信用	2.18
10	2014 年东兴证券股份有限公司债券	20.0	金融	信用	2.18
	合计	246.3			26.83

资料来源：中债信用增进公司 (截至 2017 年 3 月末)

从行业分布来看，截至 2017 年 3 月末，该公司增信业务金额占比为 5% 以上的行业有保障房项目、政府投融资平台、金融行业、采矿业，金额占比分别为 9.59%、60.51%、17.54%、5.88%，公司对政府投融资平台及保障房项目的增信集中度相对较高，相关政策变更及行业信用变化将会对公司增信质量产生较大影响。公司债券增信业务重点覆盖基础设施建设、金融、保障房建设、采矿、房地产等行业，符合国家产业发展政策导向，支持关系国计民生的行业及项目建设。

此外，该公司还从管理办法、操作规程、应急预案等各个层面，对出现重大突发事件后的代偿、清偿、追讨等不同情形下的工作流程、工作方式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内，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、内外部沟通、资金头寸准备、资产保全、追偿清偿、诉讼等工作。

2014 年之前，该公司未发生客户违约、展期、法院诉讼等情况。2015 年以来，受宏观经济下行影响，中小企业信用风险逐步暴露，公司违约项目主要为区域集优中小企业集合票据。2015 年，由客户违约导致的代偿项目一笔，代偿金额为 0.29 亿元，该笔项目已全额回收。2016 年，由于客户违约导致的代偿项目共 11 笔，均为中小企业集合票据项目，代偿金额

累计 5.80 亿元。其中已全额回收项目 2 笔，回收金额 1.14 亿元。目前，公司共有 3 笔代偿项目法院已判决，部分代偿款已回收；2 笔代偿项目法院已开庭审理；4 笔代偿项目仍处在追偿中，已收回部分款项。随着区域集优中小企业集合票据业务的平稳落地，该类业务后续代偿压力较小。但在市场信用风险事件频发，债券违约常态化的环境下，公司未来的风控压力仍不容忽视，积极防控和化解存量业务风险是公司在未来几年所面临的重要挑战。此外，2016 年末公司与增信业务相关的发放贷款及垫款余额为 1.49 亿元。

综合而言，该公司风险管理精细化程度在逐步提升过程中，公司整体运营风险相对可控。但债券市场信用风险不断上升，公司风险管理能力仍需逐步接受市场检验。

2、 投资业务风险

从资产配置结构来看，该公司 90% 以上的投资资产投放于债券市场。2016 年新增了权益类投资，公司股票投资的投资策略为寻找市场上具有稳定分红的回报率较高的蓝筹股长期持有，该投资策略决定了公司股票投资风险相对可控。

截至 2017 年 3 月末，公司投资的债券面值为 78.18 亿元，品种涵盖了政府债券、金融债券、短期融资券、中期票据、集合票据和企业债券等。公司政策性银行债规模较大，2016 年及 2017 年末，分别为 48.50 亿元和 30.60 亿元，占比为 48.78% 和 39.14%。

图表 10. 中债信用增进公司债券投资品种分布情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年 3 月末		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
国债	3.00	3.84	4.90	4.93
地方政府债	0.50	0.64	0.50	0.50
政策性银行债	30.60	39.14	48.50	48.78
利率债合计	34.10	43.62	53.90	54.21
AAA	36.20	46.30	33.50	33.69
AA ⁺	7.01	8.97	11.01	11.07
AA	0.42	0.54	0.32	0.32
A ⁺	0.25	0.32	0.50	0.50
C	0.20	0.26	0.20	0.20
信用债合计	44.08	56.38	45.53	45.79
总计	78.18	100.00	99.43	100.00

资料来源：中债信用增进公司

从该公司所持债券发行人信用等级来看，2016 年和 2017 年 3 月末，

公司主体债项评级为 AA+及以上的投资额分别为 98.41 亿元和 77.31 亿元，占全部债券投资比重为 98.97%和 98.89%，持有资产的安全性较高。公司持有东北特钢中期票据 0.2 亿元，已全额计提 2000 万跌价准备。2016 年公司主动降低债券投资组合杠杆比例以降低债市波动造成的市场风险，2016 年末，公司卖出回购金融资产款余额为 45.12 亿元，较上年末减少 15.14%。

流动性风险方面，该公司持有的债券资产信用等级较高，安全性较好，且质押比例较低，具有较强的变现能力。此外，中国人民银行 2011 年授权公司进入银行间同业拆借市场，并批准公司获得 6.3 亿元拆借额度，对于公司加强流动性管理能力具有积极作用。

五、盈利能力

近年来该公司增信业务收入趋于平稳，投资收益占比持续提升。未来随着投资业务规模的稳步扩张，公司盈利稳定性易受金融市场波动影响。

受增信业务规模趋于平稳影响，该公司近年来营业收入趋于稳定。2016 年，随着增信业务规模小幅收缩和市场竞争加剧，公司营业收入首度出现下滑。而净利润则由于风险准备金提取的减少，较上年末大幅提升。

该公司利润主要来源于信用增进服务收入及投资业务收益。2016 年公司实现增信业务收入 6.97 亿元，较 2015 年减少 7.21%。公司增信业务收入整体保持平稳，未来增信业务仍将维持在该水平。公司于 2016 年实行业务结构调整，未来将重点转型发展投资业务。受此影响，公司投资业务收益 2016 年实现 6.24 亿元，较 2015 年增长 15.63%，投资业务收益逐年提升。2016 年，债券市场波动较大，公司债券组合公允价值波动出现浮亏，公司适当调整投资策略，增加权益类投资比重。同时，公司 2016 年将固定资产和在建工程科目中的自有房屋转换为以公允价值计量的投资性房地产，增加公允价值变动损益 0.68 亿元。后续该项资产将持续影响公司投资收益及利润情况。2016 年公司实现净利润 6.96 亿元，同比增长 122.49%。

图表 11. 中债信用增进公司盈利情况 (单位: 亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
增信业务收入	7.45	7.51	6.97
投资业务收益	4.43	5.40	6.24
提取风险准备金	4.98	6.33	0.98
净利润	3.59	3.13	6.96

资料来源: 中债信用增进公司经审计的 2014-2016 年财务报表

成本控制方面, 2014-2016 年, 该公司业务及管理费占公司营业总收入比重分别为 20.86%、24.51%和 21.93%。业务及管理费有所波动。近三年公司职工薪酬占业务及管理费的比重均在 60%以上, 由于近年来公司增信业务步入稳定发展阶段, 公司严格控制人员增长和员工费用, 职工薪酬占比逐年下降。

图表 12. 中债增信业务与管理费构成情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
职工薪酬 (%)	69.64	61.65	60.16
折旧与摊销 (%)	2.39	1.10	1.32
其他 (%)	27.97	37.25	38.52
合计 (%)	100.00	100.00	100.00

资料来源: 中债信用增进公司经审计的 2014-2016 年财务报表

总体而言, 该公司增信业务收入趋于平稳。投资方面, 债券市场 2016 年波动较大, 公司债券投资收益面临一定的压力, 公司逐步扩大权益类投资规模, 该部分盈利情况较好, 但其稳定性仍受金融市场波动影响。

六、资本充足性

该公司资本实力雄厚, 成立初期, 公司增信业务的规模持续扩大, 公司股东权益对增信业务余额的覆盖度逐渐下降。近年来, 公司股权权益对增信业务余额覆盖度基本维持平稳。

该公司注册资本 60 亿元, 资本实力雄厚。公司的股东权益构成主要为股本和未分配利润, 预计后续主要通过注资和利润留存的方式补充资本。

图表 13. 中债信用增进公司资本构成情况 (单位: 亿元)

指标	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末
股本	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00
资本公积	0.66	-1.14	0.44	2.73	1.10
盈余公积	1.08	1.80	2.16	2.47	3.17
未分配利润	9.72	9.59	9.83	9.64	12.91

资料来源: 中债信用增进公司

业务开展初期, 随着该公司增信业务的规模扩大, 公司股东权益对增信业务余额的覆盖度呈现逐渐下降趋势, 近年来, 公司增信业务进入成熟稳定期, 公司股东权益对增信业务余额覆盖度基本维持在 8% 左右水平。2014-2016 年各年末及 2017 年 3 月末的覆盖度分别为 7.70%、7.69%、8.24% 和 8.52%。公司 2016 年净利润按照要求计提法定盈余公积后, 继续实现对股东的利润分配 3 亿元。股东较高的分红要求对公司内生资本补充资本实力构成一定影响。公司增进业务规模已经趋于平稳, 持续的股东分红将对公司业务发展形成一定压力。

该公司对资本占用实行额度监测管理机制。公司资本要求按风险类型不同大致分为两大类, 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、信用风险缓释工具业务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承担其市场价格波动或市场收益率变动等市场风险而面临的非预期损失程度。公司规定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。

七、外部支持

该公司股东背景大多为综合实力较强的大型国有控股公司, 能够为该公司未来发展提供有力支持。交易商协会作为股东之一, 在公司业务开展过程中, 能起到指导、监督和支持作用。

该公司由中石油集团等 7 个发起人共同发起组建, 股东背景大多为综合实力较强的大型国有控股公司, 能够为该公司未来发展提供有力支持。此外, 交易商协会作为股东之一, 在公司业务开展过程中, 能起到指导、监督和支持作用。

该公司的设立推动了我国债券市场信用风险分散分担机制的建立, 公司为中小企业及中低信用等级企业发行直接债务融资工具提供信用增进

服务，支持债券市场的规范化发展。公司战略定位清晰，符合国家政策导向，并承担了一定的政策性职能，公司未来发展获得政府支持的可能性大。

此外，该公司得到了各家银行的信贷支持。截至 2017 年 3 月末，该公司共取得 14 家银行授信规模合计 237 亿元。

八、公司过往债务履约情况

根据公开市场信息、人行征信系统信息、审计报告披露信息、以及该公司提供的信息，该公司不存在违约记录。

九、结论

该公司为国内首家专业信用增进机构，拥有雄厚的资本实力和良好的股东背景，国内债券市场的稳步发展也为其提供了广阔的发展空间。同时，由于公司战略定位符合国家政策导向，能够获得一定的外部支持。值得关注的是，信用增进行业相关监管制度规范与市场配套机制有待建立和完善，市场认可度有待培育和提升。此外，随着我国债券市场信用风险的逐步释放，未来信用违约事件的逐步常态化，公司的业务能力与风控水平需逐步接受市场检验。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起一年）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

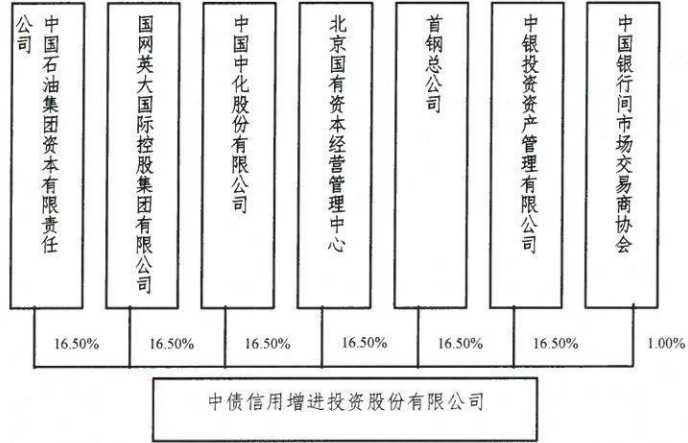
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

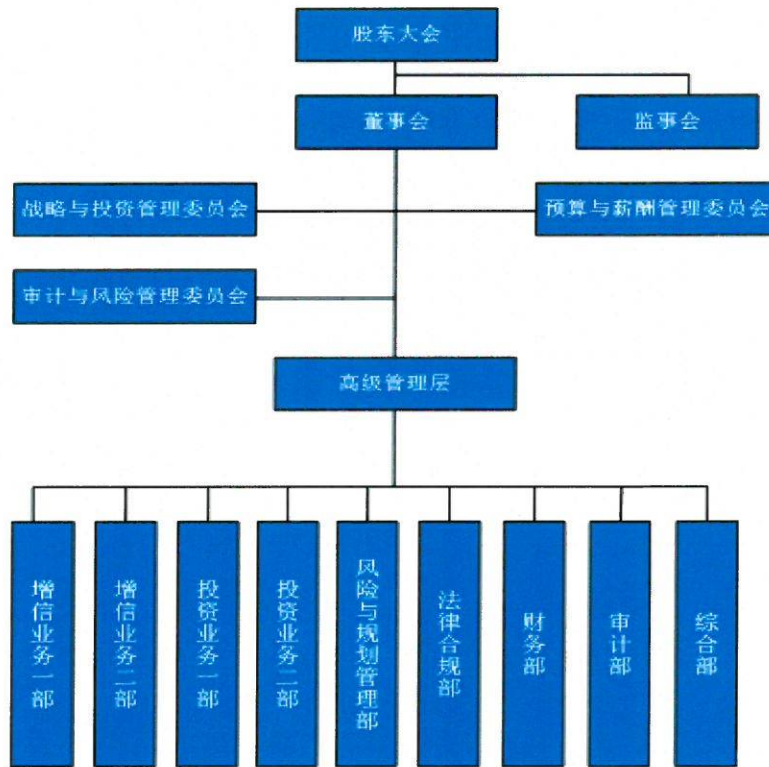
公司股权结构图



注：根据中债信用增进公司提供的资料绘制（截至2016年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据中债信用增进公司提供的资料绘制（截至 2016 年末）

附录三：

主要数据及指标表

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 一季度
财务数据与指标：				
总资产(亿元)	118.46	160.86	159.36	138.09
股本(亿元)	60.00	60.00	60.00	60.00
股东权益(亿元)	72.43	74.84	77.18	78.23
总负债(亿元)	46.03	86.01	82.19	59.86
增信业务收入(亿元)	7.45	7.51	6.97	1.62
投资收益(亿元)	4.57	6.26	5.59	1.24
营业利润(亿元)	4.76	4.11	9.10	2.42
净利润(亿元)	3.59	3.13	6.96	1.81
平均资产回报率(%)	3.51	2.24	4.35	-
平均资本回报率(%)	5.03	4.25	9.16	-
流动比率(%)	53.37	33.14	58.68	83.90
资本资产比率(%)	61.14	46.53	48.43	56.65
基础增信业务：				
增信余额(亿元)	941.15	973.03	936.1	918
累计代偿率(%)	0.00	0.03	0.54	0.52
风险准备金充足率(%)	1.19	1.80	1.98	2.02

注：根据中债信用增进公司经审计的2014-2016年财务报表，未经审计的2017年一季度财务报表，以及相关期间业务数据整理计算。

附录四：

各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
营业利润率	营业利润/(营业总收入+其他经营收益)×100%
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2]×100%
平均资产回报率	净利润/[(上期末总资产+本期末总资产)/2]×100%
流动比率	流动资产/流动负债×100%
资本资产比率	股东权益/总资产×100%
累计代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除增信金额×100%
风险准备金充足率	增信风险准备余额/期末增信余额×100%

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	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 级	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 级	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 级	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
投 机 级	BB 级	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 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。