

联合

信用 研究

LIANHE CREDIT REASERCH

2015
6

总第92期

主办单位

联合信用管理有限公司
联合资信评估有限公司
联合信用评级有限公司

2015年第三季度宏观经济报告

水泥行业2015年度研究报告

项目收益债券信用分析要点

招行发行持续购买型资产证券化产品 交易结构设计和信息披露趋于成熟





联合资信评估有限公司

公司概况

联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）是目前中国最专业、最具规模的信用评级机构之一。总部设在北京，股东为联合信用管理有限公司和惠誉信用评级有限公司。联合资信资质齐全，是中国人民银行、国家发展和改革委员会、中国保险监督管理委员会等监管部门认可的信用评级机构，是中国银行间市场交易商协会理事单位。

联合资信拥有一支团结、高效、专业、具有高度责任感的管理团队和专业分析师队伍。公司高管成员大多具有20多年的信用评级从业经验，在业内有广泛的影响；大部分分析师具有国际教育背景，40%以上分析师具有3年以上资信评级从业经验，部分高级分析师具有10年以上的从业经验。

联合资信秉持“专业、责任、创新、坚持”的理念，致力于为投资者、监管部门提供客观、公正、科学的信用评级结果，并服务了一大批国内特大型央企和地方龙头企业，在国内信用评级行业树立了良好的社会形象，赢得了市场参与方的广泛肯定，在历次银行间市场参与者对评级机构的评价活动中名列前茅。

业务范围

主体评级：包括对多边机构、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级。

债项评级：对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级，主要包括：

政府债券：国债、地方政府一般债券、地方政府专项债券等；

非金融企业债务融资工具：企业债券、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据与集合债、项目收益票据与项目收益债、公司债、可转换公司债券、分离交易的可转换公司债券、可交换债券、永续债、优先股等；

金融机构债务融资工具：多边金融机构、商业银行、证券公司、保险公司、财务公司、租赁公司等金融机构发行的金融债券、次级债券、混合资本债券、优先股；上述金融机构发起设立的基础设施债权投资计划、信托产品、理财产品等；

资产支持证券等结构化融资工具：金融及非金融企业发起设立的资产证券化类结构融资产品，如住房抵押贷款支持证券、银行企业贷款支持证券、汽车消费贷款支持证券、商用住房抵押贷款支持证券、不良资产支持证券、企业债权资产支持证券、未来收益支持证券（票据）等。

其他业务：信用风险咨询。



2015年第三季度宏观经济报告

水泥行业2015年度研究报告

项目收益债券信用分析要点

招行发行持续购买型资产证券化产品 交易结构设计和信息披露趋于成熟



编委会（按姓氏笔画顺序排列）

万华伟 马文洛 马新江 王少波 王丽娟
卢志怀 田兵 成斐 朱建红 任红
庄建华 刘文良 刘晖 刘强 严湘
李丹 李国华 李信宏 李振宇 李萌
杨杰 吴金善 张成 张志军 张学群
张莉 张舒平 陈东明 陈静 邵立强
周晓辉 孟悦 贾燕红 高宇欣 郭其阳
黄滨 常丽娟 蒋建国 韩夷 温丽伟
谢凌艳 赖金昌 谭宝坪

编委会主任

王少波

主编

李振宇

本期责任编辑

王柠

编辑部地址

北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦17层

邮编 100022

电话 8610-85679696

传真 8610-85679228

电子版详见公司网站

www.lianheratings.com

内部刊物 仅供参考

版权所有 未经许可不得转载

目录

CONTENTS

2015年第6期

总第92期

2015年12月20日

主办

联合信用管理有限公司

联合资信评估有限公司

联合信用评级有限公司

P01 政策资讯

政策指南

市场动向

P07 债券市场

“居融一期”成功问世 开启农商行RMBS发行序幕

我国债券市场最新发展趋势和对策

企业债发行再放松 市场化进程更进一步

招行发行持续购买型资产证券化产品 交易结构设计和信息披露趋于成熟

P15 宏观研究

2015年第三季度宏观经济报告

P22 行业研究

水泥行业2015年度研究报告

建筑施工行业2015年度研究报告

钢铁行业2015年度研究报告

P33 评级研究

项目收益债券信用分析要点

信用等级调整对债券价格影响的实证分析

地方政府债券信用评级方法

P45 报告选编

P50 市场数据

宏观经济数据

债券市场数据

P52 评级公告

联合资信评估有限公司评级公告

联合信用评级有限公司评级公告

P14 评级小贴士

关于熊猫债券的一些Q&A

政策指南

Policy Guidelines



加快资本市场改革创新 促进创新成长型企业发展

中共中央办公厅、国务院办公厅日前印发《深化科技体制改革实施方案》（以下简称《实施方案》），明确提出“强化资本市场对技术创新的支持，促进创新型、成长型企业加速发展”的方针政策及改革举措。

按照《实施方案》，支持符合条件的创新创业型企业发行公司债券，支持符合条件的企业发行项目收益债，募集资金用于加大创新投入。上市公司发行公司债券已取得一定进展，今后要扩大规模和探索创新。项目收益债是发改委根据有关文件今年重点创新发展的券种，它是以项目收益作为偿债来源的债券品种，属于企业债务，不属于地方政府债务。项目收益债与传统企业债最大的区别是脱离了地方政府隐性担保，不再增加地方政府债务。

（摘自金融时报，2015年10月10日）

住房公积金管理条例：确认允许公积金资产证券化

近日，国务院法制办公布《住房公积金管理条例（修订送审稿）》公开征求意见，明确放宽公积金提取条件，并指出可发行住房公积金个人住房贷款支持证券，或者通过贴息等方式进行融资，以增强资金流动性。值得注意的是，这是住房公积金管理条例发布13年后，首次确认允许公积金资产证券化。

据了解，公积金信贷资产证券化，就是把原本不流通的住房公积金信贷资产以证券化的形式在资本市场出售，置换成流动性后再放款。目前住房公积金存在比较高的余额，经过资产证券化，可以激活住房公积金信贷资产的存量。

（摘自经济参考报，2015年11月23日）

发改委企业债新规落地

12月2日，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》（下称《意见》）显示，发改委对企业债监管模式的改革方向，与今年初交易所推出的公司债新规类似，通过放宽发债主体、简化流程、提高审核效率，以及松绑资金用途等方式，以吸引发债主体。

《意见》规定，地方企业直接向省级发改委提交申报材料，省级发改委5个工作日内向国家发改委转报；申报材料方面，此前省级发改委的预审意见，改为“发行人对土地使用权、采矿权、收费权等与债券偿债直接有关的证明材料进行公示，纳入信用记录事项，并由征信机构出具信用报告。”

《意见》提出，信用建设促进城投公司加强自我约束和市场约束。城投公司应实行市场化、

实体化运营，建立与政府信用的严格隔离。对不具备自我偿债能力的空壳型地方政府融资平台的发债申请不予受理。并严禁政府担保或变相担保行为。市场投资者依据城投公司债券自身信用状况自行承担投资责任。

《意见》还指出，做好企业债券偿债风险分解，鼓励融资性再担保机构承担企业债券再担保业务，进一步分解债券偿债风险；鼓励地方政府通过资金注入、财政补贴等方式，支持新设立的或已有的融资性再担保机构做大做强；并探索发展债券信用保险，鼓励保险公司等机构发展债券违约保险，探索发展信用违约互换，转移和分散担保风险。

（摘自发改委网站，2015年12月3日）

保险业支持重大工程建设指导意见发布

为了引导险资向国家重大工程项目倾斜，保监会联合国家发改委下发《关于保险业支持重大工程建设有关事项的指导意见》（以下简称《意见》），为险资支持国家重大工程铺路，不仅拓宽投资渠道，还计划减免税收。

《意见》明确，将充分发挥保险资金长期投资的独特优势，支持保险机构通过债券、投资基金、基础设施投资计划、资产支持计划等方式参与重大工程投资，进一步拓宽投资空间，创新投资方式，满足重大工程建设融资需求。例如，鼓励险资投资重大工程建设项目债券，发展重大工程投资基金，允许设立股权基金、夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金，支持基础设施、棚户区改造、城镇化建设等；鼓励险资通过债权投资计划、股

权投资计划等试投资基础设施、民生工程等；探索险资参与重大工程银团贷款，降低融资成本。

（摘自北京商报，2015年10月9日）

银行间债市迎来全面松绑 发行的市场化程度提高

交易商协会日前完成了对《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册发行规则》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》等基础性制度文件的修订，其中包括对发行人实行“分层分类管理”和全面放开超短期融资券发行两大关键性内容，发行的市场化程度和效率将进一步提高。

据悉，此次修订后的制度体系首次明确引入了“分层分类管理”理念，其核心在于“信息披露越成熟、投资人认可度越高的发行人，其注册发行将越便利”。具体而言，此前，债券发行人注册发行超短期融资券（SCP）、短期融资券（CP）和中期票据（MTN）等品种的债务融资工具，均需要进行分别的单独注册，并有相应的额度限制。而在新的“分层分类管理”的模式下，交易商协会参考一些相关指标将发行人分为三个类别，对于其中资质较好的第一类发行人，交易商协会鼓励其在注册环节可实现“打包注册”，即发行人可以注册一个“储架发行”的资格（DFI），涵盖上述三个品种，并在其注册有效期内随时自主选择发行融资工具，没有注册额度限制。不过，永续票据、资产支持票据（ABN）、并购债等产品，仍需单独注册。

此次修订中的另一条，即“企业注册超短期融资券，可在注册有效期内自主发行”也引发了市

场的广泛关注。“从扩容的历史来看，此前，AA级别以上的企业已经放开，因此，此次放开主要针对的是资质更低的企业。

（摘自经济参考报，2015年11月2日）

SCP发行主体拓宽至全部非金融企业

日前，中国银行间市场交易商协会通过了《进一步拓宽超短期融资券发行主体范围的工作方案》。

据了解，此次发行主体已经扩容到全部具有法人资格的非金融企业。在发行人条件方面，有以下主要要求：发行人应具备完善的公司治理结构，业务运营合规，信息披露规范，且不存在违法、违规行为；发行人注册发行SCP产品应披露其资金运营内控制度、资金管理模式、短期资金调度应急预案等相关内容。发行人需按照实际需要原则合理匡算其SCP注册规模，注册金额应与短期资金缺口及用途相匹配。

虽然此次拓宽SCP发行主体范围，使具有法人资格的非金融企业均可注册发行SCP产品，但这并非简单取消主体评级等前置标准，而是遵循注册制理念，将“能不能发、能发多少、按什么价格发”都交由市场自行决定，是用更市场化的方式推动SCP发展的最新体现，同时交易商协会还在信息披露、中介机构尽职履责以及机构投资者风险识别与防范方面作了突出要求。第一，强调发行人的充分信息披露。第二，强化中介机构的尽职履责义务。第三，发挥机构投资者的风险识别与防范能力。

（摘自金融时报，2015年11月17日）

市场动向

Market Trends



国内首单公募并购债问世

10月22日，由恒丰银行和南京银行联席主承销的北京海国鑫泰投资控股中心2015年度第一期中期票据在银行间债券市场成功发行。这是全国首单以公募方式发行的直接支付价款的并购债，即真正意义上的并购债。

根据公开披露信息，本次海国鑫泰的公募并购债，简称“15海国鑫泰MTN001”，通过面向承销团成员簿记建档、集中配售方式在全国银行间债券市场公开发行，期限5年，票面利率4.38%，低于定价估值40BP左右，所募集资金用于收购两家标的公司100%股权，此次公募债设计还根据并购付款进度分为两期，每

期各发行5亿元，以提高资金使用效率。

（摘自中国证券网，2015年10月22日）

国内首单公开发行业专项债落地

据悉，2015年盘锦市双台子区经济开发投资有限公司城市停车场建设专项债券（简称“15盘双专项债”）此前已获监管部门批准，10月22日起簿记建档，10月23日开始计息发行，国内首只公开发行业专项债簿记发行。

据主承销商东方花旗证券相关项目负责人介绍，本期债券发行规模为5.5亿元，发行期限为7年（从第3年开始提前偿还本金），发行人为盘锦市双台子区经济开发投资有限公司，采取跨

市场发行，所募集的资金将全部用于盘锦市双台子区停车场建设项目。

（摘自经济参考报，2015年10月22日）

中资金融机构首单绿色债券在伦敦上市

中国农业银行等值10亿美元的绿色债券22日在伦敦证券交易所成功上市。这是中资金融机构发行的首单绿色债券，也是亚洲发行体发行的首单人民币绿色债券。

农行董事长刘士余表示，农行绿色债券成功发行并在伦敦证交所挂牌上市，既是落实中英经济财金对话政策成果的具体体现，也是中英金融机构合作，

为支持绿色产业和应对气候变化采取的实际行动。农行绿色债券为双币种债券，吸引了来自亚洲和欧洲近 140 家投资者的超额认购。

（摘自上海证券报，2015 年 10 月 23 日）

“12 中富 01”于 27 日兑付 剩将近 4 亿元本息

珠海中富实业股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）（简称“12 中富 01”）延迟兑付问题终于有了新的进展。据珠海中富公司透露，“12 中富 01”债将于 27 日兑付剩将近 4 亿元本息。

珠海中富公告称，“12 中富 01”债于 2015 年 5 月 28 日支付了 2014 年 5 月 28 日至 2015 年 5 月 27 日期间的利息人民币 3115.2 万元和本金人民币 2.065 亿元。公司将于 2015 年 10 月 27 日兑付全部逾期本金近 3.8 亿元及 2015 年 5 月 28 日至 2015 年 10 月 27 日期间利息 1438.13 万元。本次兑付全部剩余本金近 3.8 亿元，占本期债券总额 65%；本次兑付后，本期债券全部兑付完毕。本期债券票面利率为 5.28%，逾期利率为年化利率 9%，逾期 5 个月。

（摘自经济参考报，2015 年 10 月 27 日）

陕西获首笔地下综合管廊建设 专项债券

日前，陕西西咸新区沣西新城综合管沟（一期）项目收益专项债券获得国家发改委的核准批复。这是我国第一笔城市地下综合管廊建设专项债券，也是我国首笔私募项目收益债券，是国家发改委首次审批的私募债券。

此次西咸新区沣西新城综合管沟（一期）项目收益专项债券募集规模不超过 5 亿元，发行期限为 10 年，采用固定利率形式。发行人为西咸新区鸿通管廊投资有限公司，陕西省西咸新区沣西新城开发建设（集团）有限公司提供差额补偿和保证担保。所募集资金全部封闭运作，专项用于管廊项目建设，还款来源为管廊租赁费和维护费，债项信用等级 AA。

（摘自中国产经新闻网，2015 年 10 月 28 日）

交银国信发行首单信用卡分期 资产支持证券

11 月 2 日，交元 2015 年第一期信用卡分期资产支持证券正式发行成功。本单系交银国信在获得人民银行首批个人消费类贷款 500 亿元的注册发行额度后，发行的首单以信用卡分期信贷资产为基础资产的证券化产品，也是国内市场上首单个人消费类资产支持证券。

据悉，本期证券交通银行信用卡中心筛选的基础资产池包括了 27 万余名借款人产生的 43.36 万笔信用卡分期资产，单笔消费类贷款资产的平均金额仅为 1.16 万元，资产分散度高，风险特征稳定。基础资产的消费地域则遍布全国 30 个省市区，年收入 20 万以下的借款人占比达到 95.51%。基础资产池的组成及最终高信用等级资产支持证券的构建，凸显了资产证券化产品对海量、高频、高分散度的零售资产盘活的魅力。

（摘自上海证券报，2015 年 10 月 28 日）

项目收益债再突破：非公开发 行支持停车场项目

日前，由银河证券主承销的“2015 年泸州市城市停车场建设项目项目收益专项债券”于 10 月 27 日成功簿记建档发行，该债券以非公开方式在银行间市场向机构投资者发行，发行利率为 5.50%。

“15 泸州停车项目 NPB01”债拟发行金额为 7 亿元，发行总额为 20 亿元，所募集资金全部用于泸州市城市停车场建设项目，并以该项目产生的收益为主要还款来源。据了解，该项目由泸州市基础建设投资有限公司负责实施，泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“兴泸集团”）提供差额补偿和无条件不可撤销的连带责任保证担保。

（摘自中国经济导报，2015 年 10 月 29 日）

京东白条挂牌深交所 为我国 首个互联网金融证券化产品

由华泰证券（上海）资产管理有限公司作为管理人的“京东白条应收账款债权资产支持专项计划”（简称“京东白条专项计划”）28 日在深圳证券交易所成功挂牌转让。

京东白条专项计划募集规模为 8 亿元，存续期限为 24 个月。优先级、次优先级、次级资产支持证券比例为 75:15:10，优先级和次优先级资产支持证券评级分别为 AAA 和 AA-，发行利率分别为 5.1% 和 7.3%。京东白条专项计划是资产证券化业务备案制后深交所发行的首批以互联网应收款为基础资产的资产证券化产品，也是深交所继阿里小贷、中和农

信系列产品后运用资产证券化产品创新服务支持金融创新的又一阶段性成果。

(摘自中国证券网, 2015年10月29日)

发改委: 运用企业债等融资方式推进停车场建设

日前, 国家发改委召开关于推进城市停车场建设的专题协调会。发改委副主任连维良表示, 运用企业债等融资方式推进城市停车场建设。

会议明确, 国家发改委相关司局围绕支持停车场融资做好以下工作: 一是放宽停车场项目发债条件。财金司研究要进一步研究放宽停车场专项债券的条件, 各地可提前组织申报; 二是搞好多种融资方式的结合。要抓住国务院支持停车场建设和债券市场融资利率较低的机遇, 做好专项建设基金和企业债的结合; 三是提高办事效率。财金司要进一步提高效率, 探索支持限购城市、私家车保有量较大城市一次申报、分期发行; 四是持续调研基层反映的突出问题并提出解决建议。基础司牵头建立工作组, 调研停车场建设的法律、政策或实践障碍, 提出解决措施; 五是搞好试点突破。可通过试点突破部分现行体制机制的不合理约束, 探索最优方案。

(摘自新华网, 2015年10月30日)

恒鼎实业近2亿美元违约 称争取半年完成债务重组

恒鼎实业4日晚公告称, 票据于2015年11月4日到期, 恒鼎实业尚未偿还本金额及由2015

年5月4日起根据票据条款按年利率8.625%计算的应计利息总计约为1.9亿美元, 其中本金额约1.83亿美元, 利息790万美元。

恒鼎实业董秘表示, 该高息债券发行的年期为5年, 本金为4亿美元, 恒鼎实业去年已提前赎回了2.17亿美元, 目前, 公司正在积极采取资产处置等措施。

受此影响, 11月5日, 标普将恒鼎实业的长期信用评级从负面“CCC-”下调至“D”。标普预计, 恒鼎实业的未偿付行为将扩展到其大多数债务, 特别是境内银行贷款, 公司已无足够财力偿还。标普还表示, 由于煤炭价格下跌, 需求低迷, 恒鼎实业的业务复苏前景疲弱。

(摘自第一财经日报, 2015年11月5日)

山东山水20亿债券出现违约 系国内首例超短期融资券

山东山水母公司中国山水集团(以下简称“中国山水”)11月11日在港交所发布公告称, 山东山水此前发行的20亿元超短期融资券(“15山水SCP001”)将于今日到期, 但由于无法于该日之前取得足够资金以偿付该期债券, 可以肯定“15山水SCP001”将违约, 它也将成为国内首例出现违约的超短期融资券。但“15山水SCP001”并非首例出现违约的债券, 今年以来, 债券市场发生的违约事件至少已达5起, 其中“12湘鄂债”、“11天威集团MTN2”、“12中富01”、“10英利MTN1”、“10中钢债”相继出现实质违约。

中国山水公告还称, 境内债

务项下的违约将会触发中国山水所订立的其他财务贷款以及在中国订立的其他贷款或担保下的交叉违约。“为降低中国山水在今日发生境内债务项下违约及随后的交叉违约后因债权人诉讼导致不稳定的风险, 董事会决定向开曼群岛大法院提交清盘呈请, 并申请委任临时清算人。”中国山水在公告中表示。

(摘自新华网, 2015年11月12日)

首单公募项目收益票据发行

2015年11月9日, 经中国银行间市场交易商协会注册, 渤海银行独立主承销的湖北省交通投资集团有限公司2015年第一期项目收益票据成功发行, 这是银行间市场首单公募项目收益票据, 亦是银行间市场期限最长的非金融企业债务融资工具。本期票据发行金额共计13亿元, 分为两个品种, 品种一发行期限15+8年期(含权), 发行利率5.4%; 品种二发行期限23年, 发行利率5.45%。

(摘自搜狐财经, 2015年11月13日)

银行间债市开放加速 首只私募完成准入备案

继5月央行取消银行间债券市场债券交易流通审批之后, 7月大幅放开境外央行、国际金融组织和主权财富基金等机构在银行间市场的额度限制和投资范围, 并将审核制改为备案制。近日, 在央行发文获准私募投资基金进入银行间债市后, 首只私募基金暖流稳健1号基金完成银行间债券市场准入备案。

资料显示，暖流稳健1号基金由暖流资产管理股份有限公司募集发行，主要投向银行间债券市场和交易所债券市场各类上市流通的债券。暖流资产成立于2011年，是国内最早从事债券投资的阳光私募基金之一。暖流资产以固定收益投资和资产管理为本，业务范围涵盖投资业务，为国内多家金融机构、国有企业、大中型民营企业、股权投资基金、高净值人群及海外对冲基金提供财富和现金管理服务。

（摘自中证网，2015年11月18日）

当地政府巨额兜底 龙煤债券起死回生

龙煤集团公告获得省政府38亿元资金支持，以助兑付即将到期的两期公募债。黑龙江省政府将以预支资金、退还财政退库补贴的方式给予公司合计38亿元资金，加上公司自筹的23亿元，用于偿还近期到期的两笔总计58亿元公募债券。公司另有两期存续公募债合计24亿元将于2016年到期。

龙煤集团属于典型的持续盈利低迷导致内部现金流枯竭，但依赖外部支持成功兑付的案例。不过公司两期公募债后仍有120亿元短期债务，后期债务偿还仍将取决于滚动融资和外部支持，具有不确定性。公司目前自身经营财务状况仍然糟糕，短期内煤炭行业持续低迷难解，处境仍然艰难，未来偿债仍然有很大不确定性。

（摘自和讯网，2015年11月20日）

问世十年首次升温 熊猫债未来有望超3000亿元

今年下半年以来，熊猫债发行已出现明显升温的迹象。公开资料显示，中国人民银行于2015年9月批复同意汇丰香港和中银香港在银行间市场分别发行10亿元和100亿元人民币金融债券，熊猫债发行主体进一步拓宽至国际商业银行。

2015年11月，招商局（香港）有限公司在银行间市场注册完成30亿元短期融资券，并成功以3.03%的利率发行首期5亿元。此外，加拿大不列颠哥伦比亚省在银行间市场完成注册人民币债券，注册金额为60亿元人民币。截至11月底，境外机构共发行10只熊猫债，发行总额为115亿元。

据国际金融公司（IFC）预期，受到人民币纳入SDR的刺激，熊猫债市场规模未来五年有望超过500亿美元（按现行汇率约合人民币3200亿元）。野村东亚地区利率策略师梁守论认为，这一市场发展空间巨大，而且在当前在岸债券收益率低于离岸的情况下，熊猫债的发展更有助于降低公司融资成本。穆迪也预计熊猫债的发行将会增加，QDII以及QFII等跨境投资渠道的额度将逐步扩大。

（摘自金融时报，2015年12月3日）

债务危机仍未解 “10中钢债”再延期至12月30日

矿业寒冬给国内钢铁矿业公司带来的债务危机仍在发酵。记者从中钢集团内部获悉，此前已

延期2次的“10中钢债”再次将回售登记的截止日期延后到12月30日，延期理由为“各相关方正正在协商有关追加质押担保的方案”。

一位长期从事公司债务重组业务的法律界人士17日亦向21世纪经济报道记者透露，目前中钢集团债务重组工作正在稳步推进。10中钢债只是中钢整体债务中的一小部分。目前中钢债务管理委员会已拿出了一套方案，国资委及银监会等主管部门也正在协商，待方案确定后将上报国务院审批，预计2016年1月会有结果。

（摘自21世纪经济报道，2015年12月17日）

韩国政府30亿人民币债券发行

“大韩民国2015人民币债券”日前在北京金融资产交易所通过银行间债券市场债券集中簿记建档系统完成发行。本期债券发行规模30亿元，期限3年，发行利率3%。该债券成为首只在中国市场成功发行的外国政府人民币主权债券产品，标志着银行间债券市场进一步对外开放。

推动符合条件的境外机构在境内发行人民币债券、扩大境内发行人民币债券的境外主体范围是扩大金融业双向开放、丰富债券市场产品层次、实现发行人多样化的重要举措。此前，国际开发机构、境外非金融企业和境外商业银行已先后在银行间债券市场发行了人民币债券。中国银行间市场交易商协会积极推动进一步扩大境外机构发行人范围，接受韩国政府发行人民币债券注册。

（摘自北京日报，2015年12月17日）

“居融一期”成功问世 开启农商行 RMBS 发行序幕

文 / 联合资信评估有限公司 屈晓灿、汪潇逸



作者简介

屈晓灿，香港城市大学经济学硕士，南开大学管理学与理学双学士，现为结构融资部总经理助理、分析师，主要从事资产证券化产品评级工作。

之后的又一次证券化业务的成功实践，也是首单农商行作为发起机构的 RMBS 产品，拉开了我国农商行进行个人住房抵押贷款资产证券化的序幕。

江南农商行发起 RMBS 的初衷是响应国家盘活存量资产的宏观政策，在资产证券化方面进行新的尝试，通过发行 RMBS 加速回收存量房贷资金，增加住房贷款资金供给，同时实现优化资产负债结构等

继 2015 年 8 月 27 日“居融”系列个人住房抵押贷款资产证券化产品（以下简称“RMBS”）成功注册后，2015 年 9 月 22 日“居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”（以下简称“居融一期”或“本期交易”）在银行间市场成功发行。“居融”系列 RMBS 的发起机构为江苏江南农村商业银行股份有限公司（以下简称“江南农商行”），注册规模总计 50 亿元，计划两年内分期发行。“居融一期”发行规模为 8.48 亿元，其中优先 A 档、优先 B 档及次级档证券依次占比为 78.00%、10.00% 和 12.00%，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对优先 A 档和优先 B 档证券的评级结果分别为 AAA 和 AA。这是江南农商行在发行 2014 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券（CLO）

目的。

从与邮储银行、招商银行、建设银行等大型商业银行发起的 RMBS 的基础资产对比情况来看，本期交易在资产池方面存在以下几个方面的特征：一是发行规模和入池资产笔数最小，这与江南农商行个人房贷业务整体规模尚小有关；二是入池贷款多发放于 2010-2014 年间，账龄较短，加权平均账龄为 2.72 年，尚未度过违约高发期，且加权平均剩余期限较长，为 11.34 年；三是入池贷款绝大部分为一手房贷款，加权平均初始抵押率为 61.92%，处于一般水平；四是入池贷款全部集中于江苏省常州市，地区集中度很高。

作为首次尝试，江南农商行在本期交易结构设计方面并无突破，采用通用的优先/次级、触发机制的内部增级手段；证券设计方面对优先

档证券进行了细分，分出少量优先 A-1 档证券采用固定利率，以降低发行成本，其余优先档证券（包括优先 A-2 档及优先 B 档证券）采用浮动利率，以提高与入池贷款的匹配度，降低利率风险。

RMBS 与 CLO、Auto-ABS 等其他资产证券化产品相比，面临基础资产收益率较低、贷款期限长等问题。从本次交易的资产端来看，入池贷款的加权平均利率为 5.78%，处于一般水平，均采用浮动利率，其中 96.09% 的贷款以五年期以上贷款利率为基准进行浮动；从证券端来看，优先档证券中，除优先 A-1 档证券（占比为 5.89%）采用固定利率外，优先 A-2 档证券（占比为 72.11%）及优先 B 档证券（占比为 10.00%）亦均采用以五年期以上贷款利率加基本利差的浮动利率方式，且入池贷款和证券的利率调整方式均为年初调整。因此，本期交易资产端和证券端在利率基准、调整时间等方面的匹配程度较高，因利率政策调整带来的利率风险较小。

受央行连续降息的影响，近期 ABS 产品

的发行利率持续处于低位，一定程度上缓解了 RMBS 产品的利率倒挂问题。从居融一期的发行结果来看，优先 A-1 档证券（预期加权平均期限 0.10 年）、优先 A-2 档证券（预期加权平均期限 3.60 年）及优先 B 档证券（预期加权平均期限 8.84 年）的发行利率依次为 2.98%、4.7% 和 5.5%，投资者热情较高。

居融一期项目从启动到发行历时约 6 个月的时间，其间个人住房抵押贷款注册文出台。注册制下，未来一期居融产品的发行流程将大幅缩短，发起机构的发行动力也将得到鼓舞。截至目前，RMBS 注册发行额度合计达到 2150 亿元，发起机构除江南农商行外，还包括招商银行、中国民生银行、中国建设银行、北京银行等。从联合资信了解到的情况来看，在较低利率的市场行情下，发起机构的热情较高，可以预见未来一段时间内 RMBS 的发行规模将快速增长。本期证券的成功发行为农商行发行 RMBS 产品提供了良好的实践经验，RMBS 发行主体将进一步拓宽。■

企业债发行再放松 市场化进程更进一步

文 / 联合资信评估有限公司 聂逆 王柠

继证监会公司债改革和扩容公司债发行主体、交易商协会松绑银行间发债和放宽超短融发行门槛后，12月2日，发改委正式下发《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》（下称《意见》），较为全面地对企业债发行进行规范，进一步降低企业债发行门槛，推进企业债券发行管理向注册制过渡，同时着力加强风险防范。《意见》的出台有助于推动企业债券的扩容，更好地支持重点领域和重点项目融资。

一、简化企业债审批流程，放宽发行门槛

首先，《意见》简化了企业债券申报、审批程序，规定地方企业直接向省发改委提交企业债申报材料，不再要求提供省发改委的部分预审意见。对于信用优良企业发债，豁免委内复审环节，豁免条件包括：主体或债券信用等级为 AAA 级的债券、由资信状况良好的担保公司（指担保公司主体评级在 AA+ 及以上）提供无条件不可撤

销保证担保的债券和债项级别 AA+ 及以上，使用有效资产进行抵、质押担保的债券。对于创建社会信用体系建设示范城市所属企业发行的债券以及创新品种债券包括“债贷组合”，城市停车场建设、城市地下综合管廊建设、养老产业、战略性新兴产业等专项债券，项目收益债券，可续期债券等，可直接向国家发改委申报发行债券。

《意见》同时进一步降低了发行门槛，债项级别 AA 以上的发债主体（含城投企业）均不受发债数量指标的限制。在募集资金使用上，允许企业适度灵活使用债券资金：允许所有等级的债券使用不超过发债规模 40% 的资金用于补充营运资金；支持债券资金用于项目前期建设；如募集资金投资项目实施确有困难，允许债券资金按程序变更用途。

应当说，这些规定与之前的规定相比有了很多的改进和简化，对于促进企业债的发展，提高制度的竞争力有很大帮助。预计会提高企业发债的积极性，一定程度上会促进企业债发行市场占比的提高。但是，我们也必须看到，《意见》与其他债券管理机制相比，仍没有优势。同时，《意见》对信用等级的使用很强，而且没有相应的其他实质条件，这会导致很多压力转移到评级机构身上，评级机构面临一轮较大的级别提升压力。

二、强化信息披露，加强事中事后监管，完善债券偿债保障机制

《意见》重点强化了信息披露，要求债券发行人为信息披露第一责任人，一并下发《企业债券发行信息披露指引》（下称《指引》），对城投公司的信息披露做出了具体的要求。《指引》规定，在募投项目的盈利性分析上，发行人需要说明项目可研报告中的投资回收期 and 内部收益率；如果在债券存续期内项目收入无法覆盖总投资，原则上发行人应为债券到期偿付提供的增信措施。

《意见》要求省级发改委发挥企业债券事中事后监管责任，做好项目进度检查、重大事项协调、偿债能力监控等；同时，发改委或省级发改委将对企业债券存续期管理实行“双随机”抽查，

检查募集资金使用合规情况。

《意见》鼓励开展债券担保和再担保业务，加强偿债保障机制建设。《意见》提出探索发展债券信用保险和信用违约互换，以转移和分散担保风险。信用违约互换（CDS）是国际上广泛使用的转移信用风险的手段，此次改革提出 CDS 概念，虽未明确细化政策，但仍是防范潜在债务风险的有益探索。预计未来应有相关产品出现，债券信用风险的管理将有新的机制，投资者应高度关注。此外，《意见》要求城投公司市场化运营，明确规定不具备自我偿债能力的空壳型地方政府融资平台的发债申请不予受理，严禁政府担保和变相担保行为。

三、强化中介机构服务 加强问责机制

《意见》还要求强化中介机构如主承销商、评级机构的责任和服务能力。要求评级机构加强跟踪评级、发生重大事项时及时进行级别调整，对于因机构变动、人员流动、机构主办人等因素致使债券工作出现缺失的，将追究相关中介机构甚至机构主办人的责任，对中介结构建档并分类实施奖励或惩戒评价。对评级机构而言，企业债募集资金的使用更宽泛、新建项目增多，创新产品增多，增信措施增多，城投公司与政府关系进一步厘清，这些都给评级机构评判信用风险带来挑战，评级难度加大。《意见》对评级机构切实履行跟踪评级义务提出了更严格要求，“发生影响债券信用评级的重大事件时，应及时调整债券信用级别并予以公开披露”，同时也为评级机构开展跟踪评级做出了更好的制度安排，评级机构应加强并做好跟踪评级工作。

四、城投债发行或将升温 风险判断需理性

企业债券的发行主体以城投公司为主，《意见》对企业债审批流程进行提速和简化，再度降低了城投公司的发债门槛，有望提高城投公司发行企业债券的积极性。自《意见》非正式文件

10月份下发后,11月份企业债券发行量出现明显增多,表明政策的放松确实促进了企业债券发行的增长。宏观经济下行压力下,基建投资热度不减,在“稳增长、促投资”的政策环境下,未来城投公司企业债券发行或将升温,结合发改委在创新品种上的努力,未来城市停车场建设等专项债券和项目收益债券的申报或将增多。

但值得注意的是,在经济下行压力下,部分

企业生存压力加大,今年以来,债券市场违约事件频发,评级下调企业频现,公募市场已发生19起信用事件,已出现多起国企、央企违约,债券市场风险的暴露日益明显。2016年是城投债的到期高峰,《意见》明确城投公司债务与政府信用严格隔离,在推动企业市场化转型的过程中,投资者应当重点关注企业自身的财务状况和偿债能力,以防范风险的发生。■

我国债券市场最新发展趋势和对策

文 / 联合资信评估有限公司 刘艳

近一年来,我国债券市场保持快速发展步伐,在债券发行、国际化发展和信用风险暴露方面出现了很多新形势。在此背景下,投资者、发行人、评级机构都应顺应债市发展趋势,助力债券市场的“新常态”健康发展。

一、债券市场发展新形势

(一) 公司债新规推动其发行量大幅增长

2015年1月份,中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》,将境内公司债券发行主体扩大至所有公司制法人,全面建立非公开发行制度,并取消了公司债券公开发行的保荐制和发审委制度,以简化审核流程。此后4月23日,中国证券业协会发布《非公开发行公司债券备案管理办法》和《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》,明确其负责非公开发行公司债券的事后备案工作,以及对非公开发行公司债券项目承接负面清单进行管理。5月,沪、深交易所先后发布了《公司债券上市预审核工作流程》、《公

司债券上市规则(2015年修订)》、《非公开发行公司债券业务管理暂行办法》以及《关于公开发行公司债券投资者适当性管理相关事项的通知》,对公司债券的预审核、发行上市及相关披露规则进行了较为详细的规范。发行主体的扩容、非公开发行制度的建立、审核流程的简化以及此后的一些列配套措施的刺激效果明显。2015年前10个月,公司债(含私募公司债)共发行516期,合计发行规模为5814.18亿元,发行期数和发行规模同比分别增长32.99%和408.42%,发行规模增幅显著。在交易所市场发行利率保持较低水平的背景下,公司债的发行规模仍将保持较快增长。

(二) 企业债发展速度下降

与公司债显著增长形成鲜明对比的是企业债发行量的萎缩。2014年43号文的出台一度让发改委审批的城投类企业债受到限制。为了发挥企业债支持实体经济发展的作用,今年以来,发改委频频发文放宽企业债的发行门槛,适当调整了企业债发行要求,包括降低资产负债率要求等,并提出鼓励优质企业发债用于重点领域、重点项

目融资，同时还将支持县域企业发行企业债融资。此外，发改委还大力推广专项债券、项目收益债券、可续期债券等创新融资产品，同时加强企业债发行管理和风险管控，以促进企业债的发展。但受制于严格的资质审核和审批周期较长以及公司债大举扩容对于企业债替代作用等因素的影响，企业债发行量下降明显。2015年前10个月，企业债发行期数和发行规模同比分别下降六成左右。为了推动企业债发行，10月，发改委下发《关于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》，再次放松企业债发行要求，包括缩短发债审核周期，精简申报材料，债项级别为AA及以上发债主体（含县域企业）不受发债企业数量指标限制，以及高评级企业豁免复审等六个方面。受益于该项政策，企业债的发行效率将有所提高，或将推动企业债发行量的增长。

（三）超短融对短融的替代作用逐步显现

近年来随着发行超短期融资券的准入条件不断降低，超短融受到越来越多发行人的青睐。2014年，超短融发行家数首次突破三位数，全年发行期数和发行规模也近乎成倍增长，发行规模更是首次突破万亿元大关，超过了一般短融的发行规模。2015年前10个月，超短融市场进一步发展，超短融共发行1176期，合计发行规模为18355.00亿元，发行期数和发行规模分别同比增长241.86%和108.15%；超短融发行规模在短融（包括一般短融和超短融）发行总规模中的占比接近70%，超短融已经成为企业债券融资工具中的第一大券种。11月，交易商协会提出取消超短融“主体评级、累计发行次数以及累计发行金额”等发债门槛，超短融对于短融的替代效应将进一步显现。

（四）资产支持证券在政策推动下实现显著增长

2014年以来，在监管机构大力鼓励、产品发行转为备案制的大背景下，资产支持证券发行

量实现显著增长。2014年11月，银监会和证监会先后明确信贷资产证券化和证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务正式由审批制变更为备案制。2015年4月3日，人民银行宣布对信贷资产支持证券发行实行注册制管理，标志着我国信贷资产证券化产品“银监会备案+央行注册”模式正式确立。4月13日，国务院常务会议决定，新增5000亿元信贷资产证券化试点规模，为资本市场注入了新的活力。此外，由中国银行间市场交易商协会制定的个人汽车贷款和个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露指引（试行）于5月15日发布并开始实施，奠定了信贷资产证券化常规发展的基础。8月25日，保监会印发《资产支持计划业务管理暂行办法》，对保监会主导下的资产证券化业务操作规则加以规定。在一系列政策的推动下，2015年前10个月，银行间和交易所市场共发行资产支持证券825期，合计发行规模为3698.88亿元，发行期数和发行规模分别同比增长217.31%和61.62%，增幅较大，其中交易所资产支持证券发行量增长更加显著。

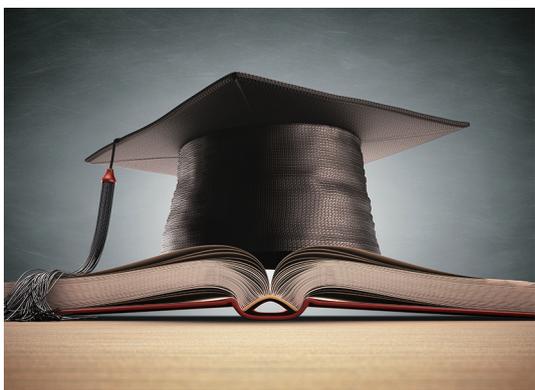
（五）中国债市国际化发展进程加快

2015年以来，熊猫债券发行显著提速。2015年5月，央行发布通知，允许三类机构中的境外人民币清算行和境外参加行开展债券回购交易。7月15日，央行下发《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》，取消了原来的额度限制，相关境外机构投资者可自主决定投资规模，只需备案管理，同时交易品种由只能投资于现券和回购拓展到了借贷、远期以及利率互换等。9月22日，中国央行批准上海汇丰银行和中银香港在中国银行间债市分别发行10亿元和100亿元人民币金融债券，这是国际性商业银行首次获准在银行间债券市场发行熊猫债券。11月2日，招商局集团（香港）有限公司首期5亿元短期融资券在我国银行间债券市场成功发行，这是境外非金融企业在银行间债券市场公开发行的首只熊猫债券。上述机构获准在境内银行间债

券市场发行人民币债券，进一步扩大了境内银行间债券市场发行主体范围，有利于促进境内债券市场扩大对外开放，中国债券市场国际化发展的步伐进一步加快。与此同时，债券市场国际化的发展也为评级行业带来更加广阔的发展空间。

（六）信用风险加速暴露，“刚性兑付”打破将是趋势

今年以来，我国债券市场信用风险逐步暴露，并且逐渐从中小企业扩展到国企和央企。2015年4月21日，由于中国保定天威集团发生巨额亏损，未能按期兑付2011年度第二期中期票据的本年利息，开启了中国首例国企债券违约。此后，“08二重债”、“12二重集MTN1”和“10中钢债”违约，表明违约风险已逐步暴露至中央企业。11月12日，山东山水水泥集团有限公司未按期偿付“15山水SCP001”本金和利息，成为中国首例超短融违约。此外，“12东飞01”、“13沈阳SMECN1”、“12湘鄂债”、“11天威MTN2”、“12中富01”、“10英利MTN1”等债券先后出现本金和利息违约。可以看出，企业的违约风险呈现上升之势。这一方面是由于2015年是偿付高峰期，偿债压力较大；另一方面则是由于部分强周期行业和中小企业本身抗风险能力较弱，经济下行对其负面冲击较大。随着信用风险的深化，债券市场的风险兜底越来越难以为继，打破“刚性兑付”已成为共识，这有助于逐步引导资金的合理配置，强化违约常态化和市场化的预期。长期来看，打破刚性兑付是促进市场健康、良性发展的必然选择。



二、债券市场各方参与者应有新对策

投资者应进一步关注风险。2015年以来，我国央行基准利率多次下调以及股市的大幅波动助推了债券市场走牛，债市火爆行情使众多投资者从中获益，同时债券创新产品的层出不穷，也给投资者提供了更多的可供选择的债券投资标的。但是，随着我国经济增速的放缓，今年以来债市信用风险事件不断发生，打破“刚性兑付”已经成为共识。因此，在这种情况下，投资者应进一步关注债券信用风险的变化，尤其是产能过剩行业、部分强周期行业以及本身抗风险能力较弱的中小企业所发债券，做到合理配置资金，分散投资风险。

对于发行人来说，公司债和超短融的发行主体扩容以及资产支持证券的放量发行，为发行人增添了新的融资渠道，同时债券发行审批逐渐向注册制的转变也为发行人增加了一定的发行便利，减少了融资的时间成本，这些都在一定程度上促进了企业的直接融资。在此背景下，建议债券发行人根据所属行业、自身经营特点和债务结构等方面选择适当的债券品种和期限，合理规划自身总体债务规模和结构，以达到既降低融资成本又能预防和化解自身信用风险。

评级机构应该更专业。目前我国市场上存在评级虚高、评级结果区分度不够（例如短融债项级别一般均为A-1级）、信用风险揭示程度不足等问题。随着债券发行量的不断增长，特别是在未要求必须进行评级的超短融、私募债等产品的快速发展以及风险事件频发的背景下，评级机构要顺应市场的发展，必须要在提高评级方法的科学性、强化评级结果的区分度、揭示和预警信用风险、扩大评级产品种类等方面进行改进。例如针对短融增加A-1+的信用等级符号，以加强短期债券的信用风险区分度；及时发布风险预警公告，加强对风险事件的风险揭示；加大评级质量的检验频率，确保评级结果的准确性和可比性；研究提供不考虑外部支持情况下企业自身偿债能力的财务实力评级或流动性评级等新的评级产品，为投资者提供更多风险参考。■

招行发行持续购买型资产证券化产品 交易结构设计和信息披露趋于成熟

文 / 联合资信评估有限公司 赖金昌



作者简介

赖金昌，北京工商大学经济学硕士，高级分析师，现任公司结构融资部副总经理，公司信用评级委员会委员，持有金融风险管理师（FRM）证书，具有证券从业资格。

异，为招行“车购易”品牌信用卡汽车分期贷款。依托于行业内极强的信用卡业务竞争优势，招行在优质客户营销、业务管理流程、风险控制手段、贷款管理模式以及信息技术系统等方面为信用卡汽车分期业务提供良好的发展基础，业务规模取得较快增长，贷款质量控制良好。

近日，招行和信 2015 年第二期汽车分期贷款资产支持证券在银行间债券市场成功发行，总发行金额 52.74 亿元，其中优先 A 档（含 A1、A2 和 A3 档）、优先 B 档和次级档证券的占比分别为 86.84%、4.80% 和 8.36%，联合资信给予了优先 A 档证券 AAA 和优先 B 档证券 AA 的信用评级。该产品是招行在 2015 年 6 月注册的 300 亿“和信”系列汽车分期贷款证券化额度下发行的第二单，与上期产品相比，本期最大的创新点在于采用持续购买交易结构，通过对持续购买入池资产标准的限定，该交易较好地保证了资产池信用状况的稳定，同时提高了资产池的超额利差水平。从发行结果来看，优先 A 档证券的加权平均利率为 3.89%，优先 B 档证券的利率为 4.1%，均处于正常水平，次级档证券获得 5% 的溢价发行。总的看来，本期交易得到投资者的较高认可，同时也兼顾招行的融资需求和收益留存目的。

从基础资产来看，本期交易与第一期交易无

从交易结构看，本交易设置了

1 年的持续购买期，2 年的摊还期。在持续购买期，受托人将支付完相关税费、机构报酬以及优先档利息之后的剩余回收款用于购买新资产。为了保证资产池信用状况的稳定和维持资产池收益水平，交易文件对可供持续购买资产的入池标准作了限定：如单个城市入池贷款不超过未偿本金余额的 20%、入池贷款中借款人信用评分处于第 1 组的占比不低于 70%、每次持续购买完成后资产池的加权平均年化手续费率（该指标相当于 IRR）不低于 7% 等。为了保障优先档证券的兑付，本交易除了设置“违约事件”和“加速清偿事件”作为触发事件之外，还设置了“提前摊还事件”，即当持续购买期连续 3 个月未购买任何资产，或者某一持续购买日日终，未用于持续购买的本金回收款总额超过前一收款期间期末资产池未偿本金余额的 10% 时，即触发提前摊还事件，提前进入摊还期，以缓释无法充足购买给优先档证券兑付带来的风险。

从信息披露角度看，本交易是银行间交易商

协会 2015 年 9 月发布《个人消费贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》（以下简称《指引》）后发行的首单持续购买型个人消费贷款资产证券化产品。《指引》中对“循环资产”和“持续购买”做了明确的界定，并要求“持续购买”结构交易需披露支撑持续购买的系统说明、保证充足购买率的情况说明、提前结束持续购买期触发条件等信息，并要求披露的历史数据中增加每期还款本金、利息金额和费用金额等信息。从本期交易的信息披露来看，招行对持续购买交易结构的相关重要信息均进行了披露。

持续购买结构比较适用于以期限相对较短，或早偿率较高的个人消费类贷款为基础资产的证券化产品，该结构有助于拉长或固定证券期限，扩大资产池规模，提高收益率水平，能够更好的满足发起人和投资者的需求。与静态池结构相比，持续购买结构需重点解决可供购买资产的充足性、发起人信息系统的完备性、受托人的持续购买管理能力、持续购买资产的入池标准、无法充足购买时的触发事件以及信息披露等方面问题，

以保障交易的顺畅运行，更好地维护优先档投资者的利益。从本期交易来看，持续购买结构产品的交易设计和信息披露均已经趋于成熟，这位后续类似产品的发行提供良好的借鉴意义。

从目前信贷资产证券化发行情况看，由于优质对公贷款的稀缺和资金收益率的下行，银行发行 CLO 动力在下降，而个人消费类贷款具有资产质量良好、收益率较高等优势，银行发行个人消费类贷款资产证券化产品的需求较大。以零售业务在行业内建立了极强竞争优势的招行为例，其在银行间市场注册了“和信”、“和家”、“和享”三个系列，规模合计 1100 亿元，基础资产涵括个人住房抵押贷款、汽车贷款以及个人消费贷款的零售类资产证券化产品，这将为招行零售业务提供良好的融资渠道和资本节约工具，提高业务盈利空间。联合资信为招行所有的公募信贷资产证券化产品提供了评级服务，相信随着交易结构的创新和基础资产范围的扩大，个人消费类资产证券化产品有望迎来较快的发展。■

评级小贴士

关于熊猫债券的一些 Q&A

什么是外国债券？

外国债券 (Foreign Bond) 是指外国借款人 (政府、私人公司或国际金融机构) 所在国与发行市场所在国具有不同的国籍并以发行市场所在国的货币为面值货币发行的债券。这种债券只在一国市场上发行并受该国证券法规制约。例如，扬基债券 (Yankee Bond) 是非美国主体在美国市场上发行的债券，武士债券 (Samurai Bond) 是非日本主体在日本市场上发行的债券，同样，还有英国的猛犬债券 (Bull-dog Bond)、西班牙的斗牛士债券、荷兰的伦勃朗债券，中国的熊猫债券，都是非本国主体在该国发行的债券。

什么是熊猫债券？

熊猫债券指境外机构在中国发行的以人民币计价的债券。发行人有多边机构、主权政府等政府机构、银行等金融机构、非金融企业等。

熊猫债券的监管机构有哪些？

中国人民银行、财政部、发改委、证监会等，银行间市场交易商协会对企业熊猫债的注册发行实行自律管理。

熊猫债券的主要监管法规有哪些？

熊猫债券的监管法规主要包括：人民银行、财政部、发改委、证监会联合发布的《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》（2010 年修订）、人民银行制定的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（2008 年）以及银行间市场交易商协会发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》（2012 年修订）和《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册工作规程》（2013 年修订）。

发行熊猫债券需要进行信用评级吗？

发行熊猫债券应当委托在中国境内注册且具备债券评级资质的评级机构进行信用评级。

2015年第三季度宏观经济报告

○文 / 联合资信评估有限公司 刘艳

一、我国宏观政策环境

(一) 财政政策继续发力，积极发挥稳增长、调结构作用

1. 加快经济顶层设计，构建经济新体制

9月17日，国务院发布《关于构建开放型经济新体制的若干意见》，《意见》提出了构建开放型经济新体制的总体要求和总体目标，并分别就创新外商投资管理体制，建立促进走出去战略的新体制，构建外贸可持续发展新机制等方面作了具体部署。该政策对于优化对外开放区域布局，加快实施“一带一路”战略，拓展国际经济合作，构建开放安全的金融体系，改善营商环境，加强支持保障机制建设等具有重要意义。目前我国已经与8个跨太平洋伙伴关系协定（TPP）成员国签订自由贸易协定（FTA），这在一定程度上对冲了TPP对我国经济的不利影响。

9月13日，中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，为国企改革进行顶层设计。此次新一轮的改革将加快国企改制的进程，能够更加充分地发挥国企在市场经济与社会服务中的功能，从而助力中国市场经济的持续发展。

2. 积极推广PPP模式，充分发挥投资在稳增长中的关键作用

在经济下行压力加大、投资持续疲软之际，9月8日，财政部发布《财政支持稳增长的政策

措施》，要求实施更有力度的财政政策，加大流动性供给，盘活存量资金。9月底，财政部先是推出第二批206个政府和社会资本合作（PPP）示范项目，总投资金额6589亿元，项目数量、投资金额和覆盖范围都较第一批明显扩大；随后成立了1800亿元的PPP融资支持基金，推动PPP顺利落地，使社会投资和政府投资相辅相成，为社会有效投资拓展更大空间。

3. 扩大固定资产加速折旧优惠范围，缓解企业资金压力

9月16日，李克强主持召开国务院常务会议，决定在原有生物药品等6个行业基础上，扩大固定资产加速折旧优惠范围，对轻工、纺织、机械、汽车4个领域重点行业的企业在今年1月1日后新购进的固定资产，允许缩短折旧年限或采取加速折旧方法。同时，对其中小微企业新购进单位价值不超过100万元的研发和生产共用仪器设备，允许一次性计入当期成本费用在税前扣除；超过100万元的，允许缩短折旧年限或采取加速折旧方法。实施这一政策后，预计今年将减税50亿元，有助于缓解企业资金压力、让企业当期能有更宽松的现金用于投资。

4. 地方政府债务实行限额管理，并发挥其对稳增长的促进作用

8月29日，全国人大常委会通过了关于批准《国务院关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案》的决议，2015年地方政府债务

限额锁定 16 万亿元，此次获批的 2015 年 16 万亿元地方政府债务限额，实际就是目前地方政府负有偿还责任的债务。该限额由两块构成，一块是截至 2014 年末的全国地方政府债务余额 15.4 万亿元，一块是今年 3 月全国人大批准的 2015 年地方政府债务新增限额 0.6 万亿元（包括 0.5 亿元的一般债券和 0.1 亿元的专项债券）。此外，8 月末，财政部下达第三批置换债券 1.2 万亿元，至此，今年置换债券额度共计 3.2 万亿元。这一方面规范了地方政府债务管理，降低了政府利息负担，有利于化解政府债务风险；另一方面在经济下行的情况下，也能够促进政府逆周期增加投资，推动经济增长。

（二）货币政策保持宽松，进一步加强宏观审慎管理

1. 央行通过多种货币政策工具增加流动性，支持实体经济的发展

央行继 2015 年 6 月降息降准后不久，于 8 月 25 日和 10 月 24 日再次进行了两次降准降息。截至目前，央行今年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。值得一提的是，自 10 月 24 日起，央行对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限。这意味着金融市场主体可按照市场化的原则自主协商确定各类金融产品定价，标志着我国利率管制基本放开，利率市场化进入新的阶段。同时，自 9 月 15 日起，存款准备金考核制度由现行的时点法改为平均法考核¹，这有利于改善货币政策传导机制，为金融机构管理流动性提供缓冲机制，减少对市场利率的冲击。

在公开市场操作方面，三季度，央行频繁开展了逆回购、短期流动性调节工具（SLO）操作、中期借贷便利（MLF）操作和抵押补充贷款（PSL），分别向市场净投放流动性 350 亿元、3400 亿元、-245 亿元和 1554 亿元，使市场资金流动性保持宽松状态，并扩大了对于“三农”、小微企业的信贷投放。此外，10 月 10 日起信贷

资产质押再贷款在 9 省市推广，进一步促进实体经济的发展。

2. 取消存贷比减轻对银行放贷能力的束缚，但短期内释放的资金有限

8 月 29 日，全国人大常委会表决通过关于修改《中华人民共和国商业银行法》的决定，删除 75% 存贷比监管指标，于 2015 年 10 月 1 日起施行。未来的银行业流动性监管指标将由巴塞尔协议 III 中的流动资金覆盖率（LCR）和净稳定资金比率（NSFR）代替。随着稳增长政策实施步伐的加快，实体经济的资金需求将加快，取消银行存贷比限制，可以减轻后期对银行放贷能力的束缚，同时也有助于使此前银行受制于存贷比的压力而将部分信贷转移至表外的风险逐步显性化，并且避免由此产生的通道费用，从而有助于降低实体经济的融资成本。但是，由于银行信贷投放还受到资本充足水平、风险偏好、行业投向指引、信贷需求状况等因素的影响，因此这一措施短期所释放的资金有限。

3. 完善中间价报价机制，加强远期售汇宏观审慎管理

8 月 11 日，中国人民银行宣布即日起完善人民币汇率中间价报价机制：做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。当日人民币兑美元中间价（6.2298 元）较上日贬值约 2%，跌幅创 2013 年 4 月 25 日来新低。此次完善人民币兑美元汇率中间价报价，一方面有助于发挥市场供求在汇率形成机制中的决定性作用，使汇率市场化改革再进一步；另一方面，在经济增速不断下滑的背景下，主动释放贬值压力有利于刺激出口，促进我国经济增长。

同时，为完善宏观审慎管理框架，防范宏观金融风险，8 月 31 日，央行对银行发布《中国人民银行关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知》，从 2015 年 10 月 15 日起，对开展远期售

¹ 存款准备金考核设每日下限，即维持期内每日营业终了时，金融机构按法人存入的存款准备金日终余额与准备金考核基数之比，可以低于法定存款准备金率，但幅度应在 1 个（含）百分点以内。

汇业务的金融机构（含财务公司）收取外汇风险准备金，准备金率暂定为 20%。此举是在资本出现异常流动的情况下，所采取的逆周期宏观审慎的临时性措施，旨在通过提高银行远期售汇成本，增加客户跨境套利成本和难度，抑制了投机盘操作，有利于远期汇率更合理真实地反映实际需求，促进金融机构稳健经营。

（三）国务院常务会议政策集中四大方面，助力国家经济新常态

从 2015 年第三季度的国务院常务会议政策来看，我国政府目前关注的重点仍然主要集中在以下几个方面：一是继续加强简政放权，二是推进新型城镇化建设，三是支持小微企业发展，加大降税清费力度，四是进一步扩大内需、优化结构。在上述政策的推进中，我国三季度经济进一步向新常态发展。

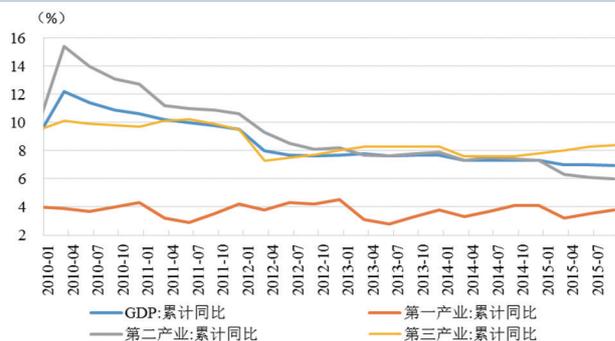
二、我国经济运行情况

在国际金融市场震荡、总体需求疲软的背景下，2015 年前三季度我国推行稳增长政策的力度不断加大，2015 年 1-9 月份，我国国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，是全球金融危机之后首次跌破 7%，第二产业增加值增速进一步放缓。具体来看，我国固定资产投资增速继续下滑、消费需求较为平稳、进出口低迷。同时，9 月，全国居民消费价格指数（CPI）重回“1 时代”，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 5.9%，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国整体经济仍然疲弱。

（一）工业增加值增幅继续放缓，服务业稳增长作用持续增强

2015 年 1-9 月份，我国国内生产总值（GDP）48.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，是全球金融危机之后首次跌破 7%，这主要归因于第二产业增加值增速继续放缓，但第三产业增长较快，表

图 1 GDP 和各产业累计同比增速



资料来源：国家统计局

明我国产业结构调整的持续推进。

从第一产业来看，2015 年 1-9 月份，第一产业增加值 3.9 万亿元，同比实际增长 3.8%，增速较 1-6 月上升 0.3 个百分点，较上年同期略有下降；第一产业对 GDP 增长的贡献度为 4.5%，较 1-6 月提升 1.1 个百分点，但较上年同期略有回落。总体来说，我国农业发展较为平稳。

从第二产业来看，2015 年 1-9 月份，第二产业增加值 19.8 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 1-6 月和上年同期分别下降 0.1 和 1.4 个百分点；第二产业对 GDP 增长的贡献度为 36.8%，较 1-6 月和上年同期分别回落 3.1 和 8.4 个百分点，拉低 GDP 增速。2015 年 1-9 月，规模以上工业增加值同比实际增长 6.2%，较 1-6 月和上年同期分别回落 0.1 和 2.3 个百分点，增幅继续放缓。

从第三产业来看，2015 年 1-9 月份，第三产业增加值 25.1 万亿元，同比实际增长 8.4%，增速较 1-6 月和上年同期分别上升 0.1 和 0.8 个百分点；第三产业对 GDP 增长的贡献度为 58.8%，较 1-6 月和上年同期分别提升 2.1 和 8.9 个百分点；第三产业增加值占 GDP 的比重为 51.4%，创历史同期新高，其稳增长作用持续增强，显示出我国产业格局由工业主导逐渐向服务业主导转变。

（二）固定资产投资环比增速有所放缓，成为 GDP 增速回落的主要拖累

2015 年 1-9 月份，全国固定资产投资（不含

农户) 39.5 万亿元, 同比名义增长 10.3% (扣除价格因素实际增长 12%), 增速较 1-8 月份回落 0.6 个百分点, 其中基础设施投资增幅较快, 制造业和地产投资增速创新低。固定资产投资相当于 GDP 的比例一直在 80% 左右, 1-9 月份, 固定资产投资增速回落, 是 GDP 增速回落的主要原因。

房地产开发投资是投资三大构成部分之一, 而住宅投资占房地产开发投资的比重接近 7 成。今年以来, 监管层出台了“3.30 房贷新政”、“营业税免征期限 5 年改 2 年”、“鼓励公积金异地贷款”和“降低首付比例”等房地产利好政策以带动购房需求, 促进房地产投资。虽然房地产销售出现恢复迹象, 但仍以去库存为主, 对房地产投资的带动不明显。1-9 月份, 全国房地产开发投资 7.1 万亿元, 名义增长 2.6%, 增幅较 1-8 月份和上年同期分别下降 0.9 和 9.9 个百分点, 房地产投资下降成为投资增速下滑的主要原因。

制造业方面, 受全球经济总体走弱、产能过剩矛盾依然突出、工业品出厂价格持续下降、工业企业利润下降的影响, 1-9 月份, 制造业固定资产投资 13.1 万亿元, 增长 8.3%, 增速较 1-8 月份和上年同期分别回落 0.6 个和 5.5 个百分点, 显示制造业企业投资意愿仍然不足。

基础设施投资方面, 7 月 8 日, 国务院常务会议提出进一步抓好重大项目落实, 确定各级政府将已收回沉淀和违规资金 2500 多亿元统筹用于急需领域, 国务院将 239 亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目, 对闲置土地处置不力的收回年度新增建设用地指标等政策。在国家稳增长政策频出的背景下, 1-9 月份, 基础设施投资 9.1 万亿元, 同比增长 18.1%, 增幅较上年同期下降 2.9 个百分点, 较 1-8 月份上升 0.2 个百分点, 基础设施投资增幅环比回升, 在一定程度上对冲了房地产投资和制造业投资增速放缓的影响。

(三) 社会消费品零售总额有所回升, 对经济增长构成支撑

2015 年 1-9 月份, 社会消费品零售总额 21.6

万亿元, 同比实际增长 10.5%, 增幅较 1-8 月份略有上升。其中, 限额以上单位消费品零售额 10.1 万亿元, 同比实际增长 7.5%。9 月份, 社会消费品零售总额 2.5 万亿元, 同比名义增速为 10.9%, 连续 2 个月有所回升, 同比实际增速由 8 月的 10.4% 提升至 10.8% (以下除特殊说明外均为名义增长), 对经济增长构成支撑。其中, 限额以上单位消费品零售额 1.3 万亿元, 增长 8.2%。9 月份社会消费品零售总额有所回升, 一是受到中秋和国庆双节的效应影响; 二是居民人均可支配收入带动消费增长, 2015 年 1-9 月份, 全国城镇居民人均可支配收入 23512 元, 同比实际增长 6.8%, 较上半年提升了 0.10 个百分点; 三是 8 月底降准降息对消费增长有一定的促进作用。

(四) 进、出口双下降, 使 GDP 数据承压

2015 年 1-9 月份, 我国进出口总值 2.9 万亿美元, 同比下降 8.1%, 增速较 1-8 个月下降 0.5 个百分点。其中, 出口 1.7 万亿美元, 同比下降 1.9%; 进口 1.2 万亿美元, 同比下降 15.3%; 进、出口降速分别较 1-8 个月扩大了 0.3 和 0.7 个百分点。从行业来看, 在出口方面, 机电产品出口保持增长, 1-9 月份, 机电产品出口额同比增长 1.2%, 占出口总额的 57.1%, 是当前拉动中国出口增长的主要力量; 受劳动力成本上涨、汇率波动等因素影响, 纺织品、服装、箱包、鞋类、玩具、家具、塑料制品等 7 大类传统劳动密集型产品出口额同比下降 2.3%, 占出口总额的 21.1%。在进口方面, 大宗商品价格下跌和国内需求疲软是导致进口下降的主要原因。2015 年 1-9 月份累计贸易顺差为 4241 亿美元, 贸易顺差维持高位。

9 月份, 我国进出口总值 3508 亿美元, 同比下降 11.4%, 增速较 1-8 个月下降 2.3 个百分点。其中出口 2056 亿美元, 下降 3.7%; 进口 1452 亿美元, 同比下降 20.4%。9 月份, 我国进口跌幅进一步扩大, 并且是连续第 11 个月出现负值, 显示需求依然疲软; 出口连续第三个月出现同比下降, 但较 8 月份跌幅收窄 1.8 个百分点, 出口环比有所改善, 一方面是由于“8.11 汇改”

导致人民币实际有效汇率有所下降以及欧洲和美国经济的复苏，另一方面可能与国内一系列稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地有关。9月份，我国进、出口双下降，仍令GDP数据承压。

（五）CPI重回“1时代”，经济下行压力仍较大

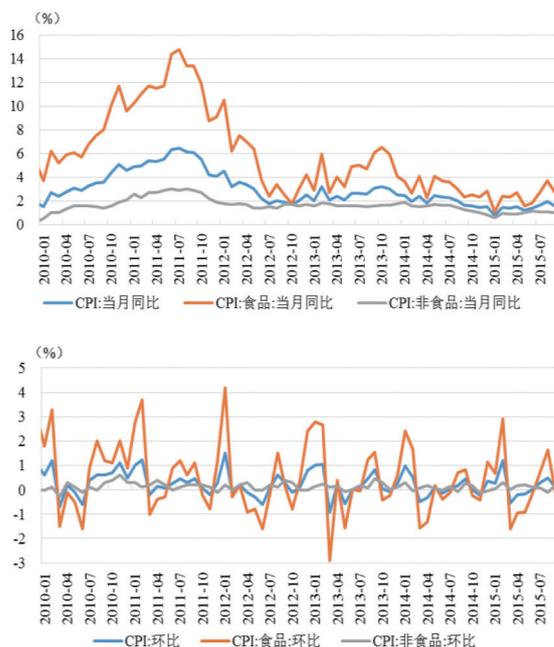
2015年1-9月份全国居民消费价格指数（CPI）比上年同期上涨1.4%。9月份，CPI同比上涨1.6%，较8月份2%的涨幅明显回落。其中，食品价格上涨2.7%，非食品价格上涨1.0%；消费品价格上涨1.4%，服务价格上涨2.1%，同比涨幅较上月均有回落。9月份，CPI环比上涨0.1%。其中，食品价格下降0.1%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格持平，服务价格上涨0.3%，食品和消费品环比涨幅有所下降。今年以来，我国CPI涨幅连续多月位于2%以下，但8月份涨幅上升到2.0%，9月份CPI重回到“1时代”。这主要是因为食品价格如猪肉价格环比涨幅大幅缩窄，其它鲜果和鲜菜价格环比回落所致。除了受消费品价格波动影响外，也显示内需增长仍未全面回暖，当前经济下行压力较大。

（六）PPI降幅有所缩窄，PPIRM降幅继续扩大

2015年1-9月份全国工业生产者出厂价格指数（PPI）比上年同期下降5.0%，降幅较1-8月继续扩大0.1个百分点。9月份，PPI同比下降5.9%，与上月略有缩窄，PPI已经连续43个月负增长。9月份PPI跌幅仍较大，主要是由于需求不振、大宗商品价格下跌叠加国内产能过剩等情况依然存在，显示经济整体态势仍比较较弱。

2015年1-9月份全国工业生产者购进价格指数（PPIRM）比上年同期下降5.9%，降幅较1-8月的5.7%继续扩大。9月份，PPIRM同比下降6.8%，与上月下降6.6%继续扩大，PPIRM已经连续42个月负增长，显示输入型通缩压力目前

图2 CPI同比（上图）和环比（下图）走势



资料来源：国家统计局

依然较大。

（七）制造业PMI微幅回升，非制造业继续保持平稳增长

2015年9月份，中国制造业采购经理指数（制造业PMI）为49.8%，比上月微升0.1个百分点，在连续两个月回落后出现微幅回升。在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数（52.3%）、新订单指数（50.2）和供应商配送时间指数（50.8）高于临界点，且均比上月有所上升，表明制造业生产继续保持增长且增速加快，制造业市场需求有所改善，制造业原材料供应商交货时间持续加快；从业人员指数（47.9）与上月持平，仍位于临界点以下，表明制造业企业用工量继续减少；原材料库存指数（47.5）已连续3个月回落，9月继续环比下降0.8个百分点，继续低于临界点，表明去库存进程延续。9月PMI仍在荣枯线以下，表明当前制造业形势难言好转，下行的压力仍然较大。

2015年9月份，中国非制造业商务活动指数（非制造业PMI）为53.4%，与上月持平，表

明非制造业继续保持平稳增长，市场信心稳定。分行业来看，服务业商务活动指数为 53.0%，比上月上升 0.4 个百分点，表明服务业业务总量增速有所加快；建筑业商务活动指数为 55.2%，比上月回落 2.6 个百分点，表明建筑业业务总量总体保持增长，增速有所放缓。

三、我国金融运行情况

截至 2015 年 9 月末，我国 M2 增速继续高于年初设定的 12% 的增速目标，社会融资规模和新增人民币贷款呈增长趋势，贷款结构继续改善，利率水平明显回落。

（一）货币投放保持较高增幅，助力经济增长

截至 2015 年 9 月末，我国广义货币（M2）余额 136.0 万亿元，同比增长 13.1%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年末高 0.9 个百分点，连续 3 个月高于年初设定的 12% 的增速目标，表明货币政策的宽松取向。狭义货币（M1）余额 36.4 万亿元，同比增长 11.4%，为 2013 年 5 月来的最高值，增速分别比上月末和上年末分别高 2.1 个和 8.2 个百分点。在 M1 增速上升、M2 增速下降的作用下，M2 与 M1 增速“剪刀差”缺口延续了 6 个月以来的环比缩小趋势，由 8 月末的 4.0% 减少至 9 月末的 1.7%，表明企业活动升温以及活期向定期存款的转移减少。本季度，较高的货币投放增速使市场流动性仍然较为宽松，有助于拉低社会融资成本，推动经济增长。

（二）社会融资规模和新增人民币贷款呈增长趋势，资金需求出现回暖迹象

截至 2015 年 9 月末，社会融资规模存量为 134.7 万亿元，同比增长 12.5%，增速较 6 月末的 11.9% 有所提升。9 月份，社会融资规模增量为 1.3 万亿元，分别比上月和上年同期多增 2172 亿元和 2145 亿元，连续 3 个月高速增长，9 月份同比增速达 14.7%，其中委托贷款和企业债券

融资增幅较大。三季度以来，社会融资规模增速回升，资金需求出现回暖迹象。

截至 2015 年 9 月末，金融机构人民币贷款余额 92.1 万亿元，同比增长 15.4%，增速与上月末持平，比上年末高 1.7 个百分点。9 月份，金融机构新增人民币贷款 1.1 万亿，比 8 月多增 2404 亿元，同比增幅为 22.5%。其中，住户部门中长期贷款增加 3256 亿元，为今年 2 月以来的峰值，这意味着在监管层放松房地产市场调控后，购房需求有所改善。

（三）流动性充足带动利率回落，引导资金成本下降

本季度，央行继续通过多种货币政策工具增加流动性。在此背景下，市场利率普遍呈现下降趋势。具体来看，本季度，7 天银行间债券回购加权平均利率（R007）自 2014 年起波动回落，本年初略有回升后，一直呈现下降趋势，本季度 2.48% 的平均利率水平较上季度（2.50%）和上年同期（3.54%）有不同程度的下降；1 年期、5 年期和 5 年期以上贷款基准利率自 2014 年 11 月至本季度末，已连续降息 5 次，截至 9 月末分别降至 4.60%、5.00% 和 5.15% 的较低水平；1 年期银行间固定利率国债到期收益率自 2014 年 1 月达到峰值后有所回落，之后走势趋于平坦，上季度出现明显下降，但在本季度初有所回升，之后保持平稳走势，本季度 2.27% 的平均利率水平较上季度（2.41%）和上年同期（3.72%）均有下降；5 年期、10 年期和 30 年期银行间固定利率国债到期收益率均值均延续了 2014 年的下降趋势，本季度末分别降至 3.17%、3.43% 和 3.91% 的较低水平。

四、我国宏观经济预测

2015 年四季度，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，加强宏观审慎管理。央行将继续采用多种货币政策工具，维持流动性稳定。9 月份 CPI 的回落也为货币政策进一步宽松提供了一定的空间。M2 有望继续保持较快增

长，预计全年增速13%左右。但美联储加息的不确定性或将对我国四季度资本流出产生影响。在稳增长、保民生的大方向下，积极的财政政策将继续发挥“稳增长、调结构”的重要作用。此外，十八届五中全会于10月26-29日召开，布局“十三五规划”，未来将陆续在国企、财税、金融、司法、民生、党建等领域集中推出一批改革方案。在中国经济增速下行的背景下，“财政发力+货币宽松”的组合拳有望持续。随着一系列稳增长、调结构措施效果的显现，我国产业结构调整将继续推进，第三产业将逐步成为GDP增长的主要动力。预计2015年和2016年GDP同比增长分别为6.9%和6.7%左右。

从投资来看，在经济下行压力加大、投资持续疲软之际，我国稳增长、促投资不断加码。房地产开发投资方面，9月30日发布的《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》提出，拓宽贷款资金筹集渠道，有条件的城市要积极推行住房公积金个人住房贷款资产证券化业务，未来或将促进房地产市场的发展。制造业方面，9月14日，国务院印发《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，适度调低有利于增加有效投资行业领域的项目资本金比例，但产能过剩行业要继续执行原有的最低资本金比例，坚决遏制产能盲目扩张，有助于进一步优化制造业产业结构；9月28日，工信部等六部委联合发布了《关于促进旅游装备制造业发展的实施意见》，加快推动我国旅游装备制造业发展，有助于推动我国装备制造产业结构升级、培育新的经济增长点。基础设施建设方面，9月份财政部第二批PPP示范项目、国家层面PPP融资支持基金的推出以及近期专项金融债的持续发行，都会促进PPP项目和基建项目投资的顺利开展；10月15日，国家发展和改革委员会公布了8个基础设施建设批复项目，包括两条铁路建设项目、三条高速公路建设项目、两座公路大桥建设项目和一项航道整治工程，项目估算投资总额达到953.2亿元。整体来看，在财政政策的带动下，预计四季度基建投资增速将继续提升，制造业投资意愿仍然偏弱，房地产政策利好对于投资的边际效应趋弱，四季度固定资产投资增速将会持平或略有上

升，推动GDP增速企稳。

从消费来看，一是四季度电商促销将促进互联网消费继续保持较快增长；二是居民人均可支配收入增长将继续带动消费增长；三是房地产市场的销售回暖将进一步拉动家具类、建筑及装潢材料类消费、家居类商品的消费；四是国家对低排量汽车的税收优惠政策和对新能源汽车不限行、限购，将有效推振汽车消费；五是7月28日国务院常务会议发布的《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》明确要求，各级政府要把落实职工带薪休假列入议事日程，并且要有具体的实施细则和落实方案；鼓励各地结合民族节日错峰休假；鼓励弹性作息，将有助于刺激旅游消费意愿。预计四季度社会消费品零售总额仍会延续回升态势，但在经济尚未回暖的背景下，消费回升的空间有限，四季度消费将保持10%左右的增长，对我国经济增速形成支撑。

从对外贸易来看，近期由美国主导的跨太平洋伙伴关系协定（TPP）已达成基本协议，旨在促进亚太地区的贸易自由化，中国被排除在之外。但目前我国已经与8个TPP成员国签订自由贸易协定（FTA），并在加快推进“一带一路”建设，一定程度上可对冲TPP的不利影响。未来我国扩大开放进程将会提速，如推进亚太自贸区建设，加快RCEP、中欧自贸区、中美BIT等多边、双边自贸协议谈判进程，并加快上海、福建、广东、天津等自贸区建设，推进“一带一路”战略，长期来看，将为经济增长带来新的红利。但四季度在全球需求疲弱的背景下，整体低迷的外贸现状很难改变，预计四季度出口继续弱势，全年增速可能低至负值，拖累GDP增速回升。

此外，预计四季度食品价格反弹将带动CPI有所回升，全年平均涨幅将在2%左右；PPI持续下行空间不大，预计四季度跌幅将保持与三季度大致相当的水平。最新公布的10月份中国制造业采购经理指数为49.8%，与9月持平，连续3个月位于50%的临界点下方，显示制造业市场需求继续减弱；非制造业商务活动指数为53.1%，仍处于临界点以上，表明非制造业总体增长平稳，市场需求有所增加，预计四季度制造业仍将延续弱势运行。■

水泥行业 2015 年度研究报告

○ 文 / 联合资信评估有限公司 刘秀秀



作者简介

刘秀秀，天津大学管理科学与工程硕士，现为公司工商企业部分析师，主要从事非金融企业债券产品评级。

来固定资产投资有望企稳回升，但项目投资落地存在一定的滞后性，需求基本面难以迅速改善；行业供给端新增产能减少，但产能供给总量过剩严重，行业资产周转率下降的态势仍存在，行业整体寄望于供给侧改革推动落后产能的淘汰，或会侧重于淘汰低标号水泥，但 32.5 水泥产量占比较高，其淘汰历程将较为漫长。

一、行业分析概要

2015 年以来，中国宏观经济减速压力加大，基础设施建设投资增速和房地产投资增速双双下滑，全国水泥需求下降。为抢占区域份额，水泥行业竞争激烈，部分区域自律、竞合效果较差，水泥售价不断走低，行业整体盈利能力大幅下降，且“南强北弱”态势显著。

从企业经营及财务情况来看，水泥企业收入和利润规模同比显著下滑，剔除非经常性损益影响，部分水泥企业主营业务亏损严重；短期债务占比较高，靠自身经营现金流难以实现正常周转，对外部融资需求较大。同时，由于行业区域性较强，区域供需形势呈现明显差异，进而对不同区域的水泥企业经营效益影响程度不同。随着山水水泥信用债违约事件爆发，部分企业流动性风险加剧，应严防资金链断裂风险。

展望 2016 年水泥行业，行业需求端政策支撑较多、货币政策较为宽松，随着国务院明确下调重点领域固定资产投资的项目资本金比例，未

二、信用分析

截至 2015 年 9 月底，存续期内的水泥发债企业（含所有公募信用债品种）共 24 家，虽然考虑到安徽海螺集团有限责任公司在水泥行业内的重要地位，但由于其已无存续期内债券，无法获取其 2014 年以来的财务数据，所以本文未将其列入样本进行统计分析。以下分析基于存续期内 24 家水泥发债企业相关数据。

从级别分布来看，水泥行业具有重资产、产品同质化、销售半径明显等特点，故而企业经营规模、产业链协同性、区域竞争实力等因素成为衡量企业信用基本面的重要因素，水泥行业发行人主体级别分布在资产规模、收入及利润规模、水泥产能、区域地位、股东实力等方面也表现出明显的差异化。

企业性质方面，24 家水泥行业发行人中，16 家为央企及其下属企业，或地方国资委下属企业，6 家为民营企业，2 家为外资企业。其中，主体长期信用等级为 AAA 的水泥行业发行人全部为央企及其下属企业；主体长期信用等级为 AA+ 的水泥行业发行人除华新水泥股份有限公

表 1 存续期内水泥发债企业 2014 年和 2015 年 1~9 月主要财务指标对比情况
(单位: 家、亿元、%)

主体信用等级	主体数量	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	经营性净现金流	资产负债率	营业利润率
2014 年主要指标								
AAA	4	1563.02	386.49	753.51	47.76	85.03	73.61	21.82
AA ⁺	7	602.91	160.83	230.22	17.70	20.86	70.89	23.49
AA	12	199.55	72.70	64.03	5.16	3.38	55.01	21.73
CC	1	327.33	146.01	154.40	12.16	23.79	55.39	20.14
行业平均值	24	549.77	153.76	231.18	16.21	22.94	62.76	22.19
2015 年 1~9 月主要指标								
AAA	4	1630.35	389.93	480.64	13.33	35.43	74.19	19.84
AA ⁺	7	616.74	156.45	136.45	0.93	12.26	72.32	18.88
AA	11	178.51	61.43	37.32	0.21	3.58	55.96	17.19
CC	1	335.09	141.11	85.61	-6.27	17.22	57.89	10.55
行业平均值	23	571.18	150.94	146.69	2.43	12.35	64.19	17.88

资料来源: 联合资信整理

注: 1. 上表中各指标系根据各类级别发债企业算数平均值计算而得;

2. 主体数量为合计数;

3. 因天瑞集团股份有限公司尚未公布 2015 年三季报, 计算 2015 年 1~9 月数据时将其剔除;

4. 大公国际对天瑞集团水泥有限公司主体评级为 AA, 鹏元资信对其评级为 AA+, 本报告将其列入 AA 级别进行分析。

司为外资企业、红狮控股集团有限公司为民营企业外, 均为央企下属子公司或地方国资委下属企业, 多在各自区域内受政府支持力度大, 规模实力较强, 技术水平先进。

2015 年以来, 水泥企业财务情况方面, 综合考虑表 1 和表 2, 趋势如下: (1) 企业的债务负担指标随着主体长期信用等级的下降而有所降低 (AAA 和 AA+ 企业债务指标均值相差不大, AA 企业债务指标均值有所下降), 主体长期信用等级高的企业在近年来积极扩张的同时增添了较重的债务负担, 且高位运行, 但随着水泥行业产能过剩严重, 新建水泥生产线减少, 整体来看, 2015 年水泥企业债务负担较 2014 年底变动不大, 仅小幅上升。(2) 2014 年, 利润总额表现为亏损的水泥发债企业 3 家, 分别为冀东发展集团有限责任公司、唐山冀东水泥股份有限公司和新疆青松建材化工 (集团) 股份有限公司; 2015 年 1~9 月, 虽然煤炭成本压力进一步减缓, 但受水泥产量和价格同比下滑以及增值税退税政策变动影响, 大部分企业利润总额占 2014 年全年比重大幅下降, 均未超过 75%, 且 2014 年利

润总额亏损的 3 家企业在 2015 年前三季度亏损加剧, 同时, 2015 年 1~9 月, 利润总额亏损企业新增新疆天山水泥股份有限公司、吉林亚泰 (集团) 股份有限公司、四川双马水泥股份有限公司和山东山水水泥集团有限公司, 其中, 山东山水水泥集团有限公司 2014 年时主体长期信用等级为 AA+, 2015 年以来由于山水水泥控制权纷争导致其业务和财务风险增加, 流动性风险骤增, 各类债务不能如期兑付的风险极大, 中诚信国际不断下调其主体长期信用等级, 2015 年 11 月 11 日, 将其下调至 CC, 2015 年 11 月 12 日到期的“15 山水 SCP001”未能按期足额偿付, 成为水泥行业首家债券违约的企业, 此事件或将导致金融机构对产能本已严重过剩的水泥企业信贷收紧, 并影响水泥企业发债等直接融资, 目前部分水泥企业短期债务占比较大, 依赖短期融资现象严重, 应严防资金链断裂等流动性风险; 此外, 剔除股票以及其他资产的公允价值变动收益和投资收益影响, 部分水泥企业主营业务亏损将更为严重。

(3) 受近年来水泥生产线在建项目减少影响, 水泥发债企业对流动资金需求增加, 带动流动负

债规模上升，流动比率多处于 100% 以下的低位水平；截至 2015 年 9 月底，主体长期信用等级为 AAA 的企业流动比率较 2014 年底变动不大，其他级别企业总体呈现小幅下降趋势；同时，2015 年 1~9 月，除 AA 级别企业经营活动现金净流量均值较 2014 年变动较小外，其他级别企业均较 2014 年显著下滑，但 AA 级别企业经营活动净现金流均值近两年一直处于较低水平，仅超过 3 亿元，显示各等级水泥发债企业经营活动压力增大，经营活动现金流对短期债务的覆盖程度降低，水泥发债企业短期偿债能力整体较弱。

从长期偿债能力来看，2015 年以来，水泥行业内发债企业均处于微利或亏损状态，且有息债务规模总体呈现增长趋势，整体偿债能力有所弱化；

(4) 政府推出的环保政策、标准逐渐升高以及错峰生产政策的逐步常态化将造成水泥企业未来资金需求加大、产能利用率下降，其偿债压力存在进一步上升的可能。

总体来看，2015 年以来，水泥行业新建生产线减少，中国水泥发债企业债务负担较 2014 年底变动不大，但流动负债占比上升，短期偿债压力增大，且山水水泥债券违约凸显水泥行业流

表 2 2015 年 1~9 月水泥发债企业财务情况 (单位: 亿元、%)

主体级别	发债企业	2015 年 1~9 月利润总额	占 2014 年利润总额比重	EBITDA	流动比率
AAA	南方水泥有限公司	6.37	17.51	30.92	56.76
	中国中材股份有限公司	10.39	50.27	24.23	82.60
	中国中材集团有限公司	12.06	65.42	12.37	89.19
	中国建材股份有限公司	24.48	21.19	105.10	56.91
AA ⁺	冀东发展集团有限责任公司	-13.90	897.14	1.98	64.03
	唐山冀东水泥股份有限公司	-9.79	546.31	0.92	49.97
	中国联合水泥集团有限公司	0.95	3.69	20.98	62.62
	华新水泥股份有限公司	3.19	15.99	8.42	71.24
	红狮控股集团有限公司	7.52	36.58	17.33	73.87
	北京金隅股份有限公司	16.62	43.71	26.25	133.18
	西南水泥有限公司	1.95	8.48	21.36	31.48
AA	天瑞集团水泥有限公司	4.02	52.10	15.75	110.51
	新疆天山水泥股份有限公司	-4.25	-134.86	0.34	46.64
	中材水泥有限责任公司	2.10	39.38	3.74	36.49
	吉林亚泰(集团)股份有限公司	-0.87	-23.73	9.25	91.85
	四川峨胜水泥集团股份有限公司	1.95	40.57	2.30	165.98
	甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	0.72	10.36	2.72	77.82
	宁夏建材集团股份有限公司	0.74	16.97	1.57	94.67
	四川双马水泥股份有限公司	-0.86	-41.80	-0.14	45.32
	北方水泥有限公司	1.33	13.48	9.57	42.07
	尧柏特种水泥集团有限公司	1.66	44.29	2.74	110.15
	新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	-4.24	422.05	-2.23	72.56
	CC	山东山水水泥集团有限公司	-6.27	-51.61	-1.47

资料来源: 联合资信整理

注: 1. 上表中各指标系根据各类级别发债企业算数平均值计算而得, 同等级各企业的排名不分先后;

2. 公司 EBITDA 由 Wind 资讯披露数据计算, 与公司实际 EBITDA 存在一定误差。

动性压力；虽然煤炭价格的持续下行使成本端压力缓解，水泥行业需求同比下滑及增值税退税政策改革导致企业利润总额大幅下降，考虑到非付现的折旧成本，经营活动仍可表现为净流入，但公司利润和现金流对债务保障能力弱化。考虑到水泥行业产能过剩问题仍较为严峻、区域竞争较为激烈、负债水平高位运行、偿债能力仍有待改善等因素，行业整体信用品质差。

三、行业展望

展望 2016 年水泥行业，从行业需求来看，2015 年以来，“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、地下综合管廊建设和改造等利好政策频出，但其投资落地仍存在一定的滞后性，基建项目投资进展慢于预期，对水泥行业支撑作用低于预期，部分区域水泥价格在 2015 年 9、10 月份虽然呈现小幅上涨，但属于区域季节性需求上升及行业自律引致的补涨；此外，尽管 2015 年以来央行货币宽松政策较为宽松，但房地产投资增速在快速下行通道中，三、四线城市库存高企、去化缓慢、分化严重。总体来看，水泥行业需求基本面显著性改善仍有待时日。

从行业供给来看，2015 年西南、内蒙、江西等地已投产部分产能，加之 2015 年水泥企业盈利普遍下滑态势显著，部分企业推迟、放缓在建产能施工进度，2016 年新增产能同比增速将保持继续下滑；即使新增产能减少，目前水泥企业自身盈利下滑、债务负担较重、产能利用率严重不足，难以出现大规模的并购重组来消化过剩产能；而在 2015 年 11 月 10 日的中央财经领导小组会议上，习近平总书记表示“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率”，这是中央首度提出供给侧改革的概念，意味着在外需不足、内需潜力和空间有限的情况下，今后经济发展的着力点将从原本的重需求逐步转变为供给需求共同发力，未来中国经济将更加注重效益质量，转变经济发展模式。对于水泥行业，引导过剩产能供给侧减量和加大供给侧结构性调整或会成为供给侧改革的着力点，其一，产能供给侧减量方面，中

国一直致力于淘汰水泥行业落后产能，严控新增产能，近年来着重进行落后产能的等量或减量置换，中小落后产能虽得到逐步淘汰，但由于目前大型水泥企业自身经营压力较大，大规模的并购潮难以迅速出现，大型水泥企业水泥产能过剩现象仍较为严重；其二，供给侧结构性调整方面，或会逐步侧重于取消 32.5 标号水泥，取消 32.5 标号水泥将减少外卖至粉磨站的熟料，因此间接地限制了来自水泥粉磨站的水泥产量，且 42.5 水泥所用熟料占比较高，低标号水泥的取消可将压缩熟料产能，同时，国家新出台的增值税退税政策改革，也意在鼓励高标号水泥生产。总体来看，水泥产品改革或会成为供给侧改革的着力点，然而，中国水泥产量中 32.5 强度等级复合硅酸盐水泥约占 50%，对水泥企业收入及利润贡献较大，且广泛应用于农村水泥市场，取消 32.5 复合水泥历程将较为漫长。

从水泥企业财务表现及融资环境来看，部分水泥企业 2015 年亏损已开始逐步蚕食未分配利润，甚至少许企业未分配利润已为负值；虽然水泥企业现金流目前仍为正值，但布局的下游混凝土板块应收账款严重，收入实现质量较差；部分水泥企业短期债务占比较高，靠自身经营活动现金流难以实现正常周转，对外部融资需求较高，随着山水水泥信用债违约事件爆发，部分企业资金链断裂风险增大。

总体来看，预计中国水泥行业短期内仍整体将继续处于下行周期，企业经营风险加大；但由于行业区域性较强，区域供需形势呈现明显差异，进而对不同区域的水泥企业经营效益影响程度不同，行业内南北区域分化现象严重。水泥行业的长期发展取决于行业去产能化的力度和推进速度，整体来看，水泥行业信用风险有所分化且态势愈加显著。受益于区域内基础设施建设加速推进、较好地执行限产保价及平滑盈利曲线的企业，能够在行业景气度低迷周期中保持相对稳健的经营态势；而区域竞争激烈，价格持续低迷，且受环保成本上升压力影响大的企业，盈利前景堪忧，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。

建筑施工行业 2015 年度研究报告

○ 文 / 联合资信评估有限公司 焦洁



作者简介

焦洁，格拉斯哥大学金融管理学硕士，现为公司工商企业部分析师，主要从事工商企业债券评级。

一、行业分析概要

建筑施工行业与宏观经济运行密切相关，具有显著的周期性。国内固定资产投资增速自2010年出现显著下滑，因建筑施工占固定资产投资完成额的占重较高，造成其目前处于周期下行通道。

建筑施工行业受国家政策及资金面影响大，行业技术门槛较低，市场竞争激烈，企业管理水平对盈利能力影响大。行业内企业普遍存在利润水平偏低，应收款项及存货占比大、垫资施工对资金占用明显、周转压力大和整体负债水平较高等问题。

目前，行业内发债企业中，央企及大型国企凭借其资质全、管理及技术水平高、签约与融资能力强等多方面的优势，整体信用水平明显高于民营企业。部分建筑施工企业通过产业链整合，采用BT、BOT、PPP及其他资本运营方式承接项目等途径，逐步推进行业内的转型升级及结构

性调整。

进入2015年，“稳增长”成为全年经济工作首要任务。虽固定资产投资大幅回落、建筑业新签合同额出现负增长，但公路、铁路、水利水电等基建项目仍存在较大投资空间。短期内，宏观经济增速放缓，加之建筑施工行业举债经营的特性，资金周转压力加大。从中长期看，经济转型也孕育新的机遇。PPP的实施有望缓解政府和企业的资金压力，从资金端解决需求问题；随着“一带一路”等利好政策的逐步落实，建筑施工行业未来在转型中仍有结构性发展的机遇。

未来建筑施工行业内企业的经营状况及信用水平将出现分化，具备良好的资质、能够持续获取订单、参与政策支持的基础项目的企业，其未来发展及信用基本面将得到支撑。

二、行业现状

（一）行业需求

1. 房屋建设领域

2015年房地产开发投资增速继续回落，商品房销售明显回暖。虽然2015年上半年稳定住房消费的政策利好不断释放，但房产开发企业主要以去库存为主而非投资，房地产开发投资增速惯性下降，拖累宏观经济增速，下半年在一二线城市房地产市场回暖的带动下，房地产开发投资或将触底缓慢回升，但不会出现大幅反弹。

2015 年以来，房产企业拿地态度相对谨慎，1~9 月房地产企业土地购置面积及土地成交价款同比均大幅下降，市场表现为整体成交低迷。从资金结构来看，2015 年 1~9 月在宽松的货币政策下，国内贷款降幅有所收窄，自筹资金同比增幅有所回落。在楼市回暖情况下，其他资金同比转为正增长，其中定金及预收款及个人按揭贷款增幅继续扩大。

2. 公共建设领域

公路建设

在 2011 年交通运输部发布《交通运输“十二五”发展规划》中指出，2015 年底，中国公路总里程将达到 450 万公里。据交通运输部透露，2015 年上半年公路建设完成投资 6469 亿元，同比增长 10.2%；水运建设完成投资 648 亿元，增长 1.9%。分区域看，东、中、西部地区分别完成公路水路固定资产投资 2315 亿元、1698 亿元和 3175 亿元，分别增长 5.3%、16.9% 和 9.0%。

铁路建设

随着“一带一路”和中国装备“出海”等重大战略的陆续启动，中国铁路投资将迎来重大机遇。未来几年，中央政府将以用好铁路发展基金为抓手，深化铁路投融资改革，2015 年我国将加快实施走出去战略，鼓励企业参与境外基础设施建设和产能合作，推动铁路等中国装备走向世界。预计 2015 年年底全国铁路营业里程将达到 12 万公里。中国铁路总公司表示，2015 年中国铁路加快建设，铁路各项建设任务顺利推进，年内可以实现全国铁路投资和建设目标。

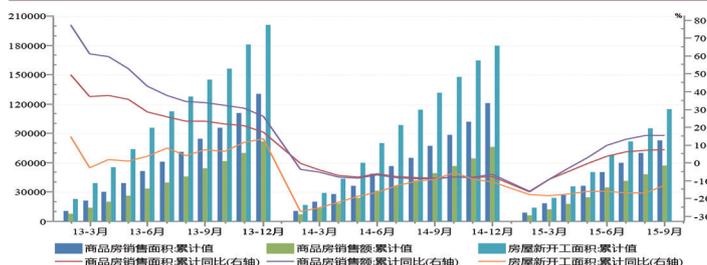
水利建设

2011 年及 2012 年的《关于加快税立法改革发展的决定》及《水利发展规划（2011~2015）》

水电建设

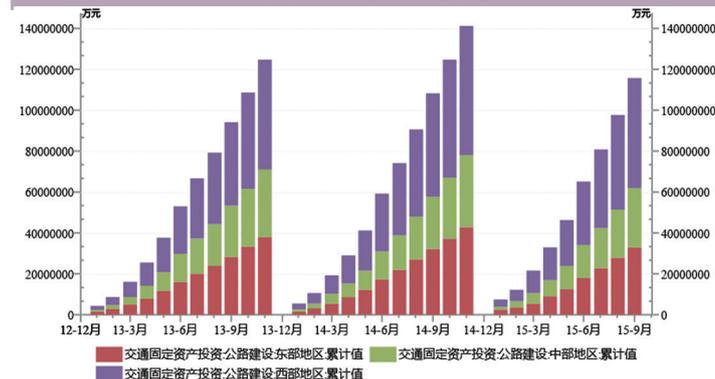
目前全球水电装机容量约 10 亿千瓦，截至

图 1 房地产行业相关指标 (单位: 万平方米、亿元、%)



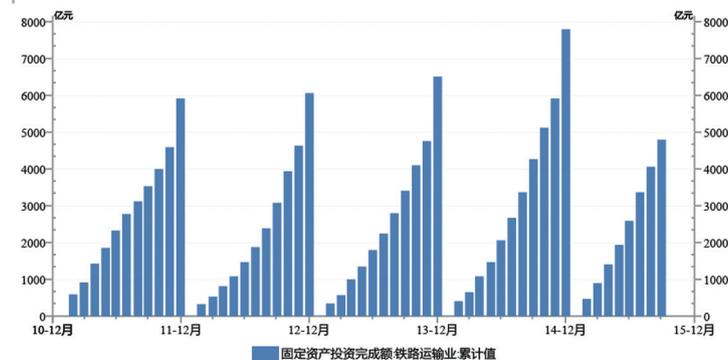
资料来源: 国家统计局、Wind 资讯

图 2 公路投资建设情况 (单位: 万元)



资料来源: 交通运输部、Wind 资讯

图 3 铁路固定资产投资建设情况 (单位: 亿元)



资料来源: 交通运输部、Wind 资讯

的出台为“十二五”期间全国水利建设提供了政策支持；此外，2014 年底，财政部在水利资金政策上给予大力支持，推动了水利项目的建设发展。2015 年 1~10 月，在建水利工程完成中央水利建设投资计划 2666.2 亿元，较上年同期增长 67.2%。

2014年底，中国水电总装机容量突破3亿千瓦，约占全球水电装机总量的四分之一；全球装机容量前10名的水电站中，中国占5座，全球70万千瓦及以上的巨型水电机组，半数以上由中国三峡集团管理运营。2014年，水电行业在政策层面（水电项目审批权大力度下放、抽水蓄能电站实行两部制电价等）、大型项目投产方面（三峡工程整体竣工验收启动等）等多方面得到深远发展。

3. 海外项目拓展

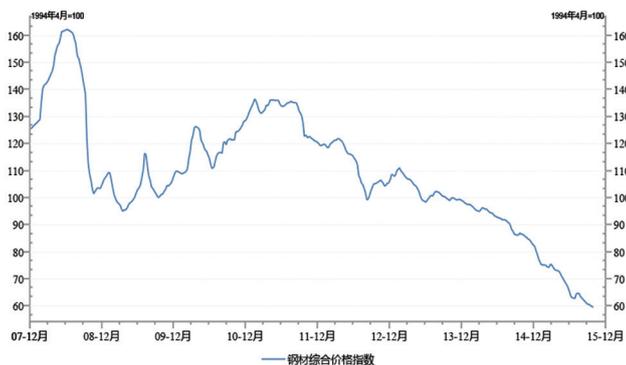
国内的房地产行业景气度下降，建筑行业正在积极的开拓一条全新的发展道路。目前诸多国内行业巨头加入了海外竞争中，使得海外建筑业的发展竞争也逐渐呈现出白热化的趋势；同时海外市场存在着政治、经济、文化、法律等多方面的风险；近两年，中国建筑及中铁建分别遭遇开发商申请破产、项目陷入烂尾和当地政府单方面违约等事件，对中国建筑企业海外市场影响力及公司利润造成不良影响。大型央企海外项目受阻为中国建筑企业拓展海外市场提出警示。

（二）上游原材料发

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。钢材和水泥价格波动下降，有利于建筑企业的成本节约和改善盈利能力。

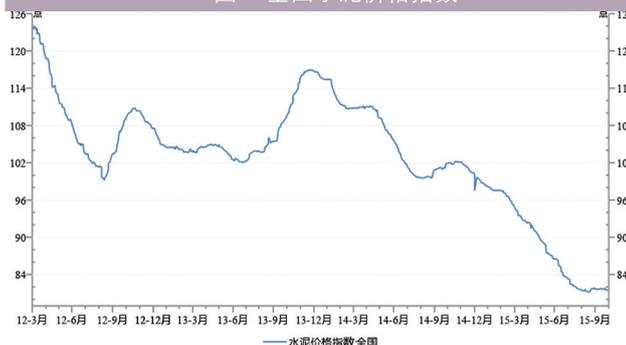
近年来，钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行，钢铁行业景气度持续减弱，短期内难以改善。进入2014年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；2015年四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且12月份又有向下回调。2015年1~10月，煤炭价格的大幅下滑，未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，2015年10月全国水泥均价降至283.00元/吨。

图4 中钢协钢铁价格指数



资料来源：中国钢铁工业协会、Wind 资讯

图5 全国水泥价格指数



资料来源：中国水泥网、Wind 资讯

（三）行业竞争

目前，中国建筑市场存在四类主要参与者：五大央企、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。大型央企以其资质齐全、管理规范、全国分布广等优势，在行业内市场占有率高于地方国企及民营企业。截至2015年6月底，全国共有建筑业企业75582个，行业总体竞争仍较激烈。

（四）财务表现

收入规模小幅增长，利润水平偏低：根据国家统计局统计，2015年上半年中国建筑业企业总收入及利润总额均较上年同期有所增长，但增幅大幅回落。2015年1~6月，中国建筑业企业总收入6.69万亿元，同比增长3.47%，实现利润总额2093亿元，同比增长6.25%，但增速分别较2014年同期大幅下降，收窄面较大。2015年6月底，全行业平均值建筑业产值利润率为2.90%。

应收款项及存货占比大，资金占用明显，资金周转压力大：建筑施工工业企业资产中流动资产占比大，主要集中在货币资金、存货和应收款项科目；近年来，建筑施工企业垫资施工、项目结算后延、汇款滞后等显现较为普遍，因此建筑施工企业产生了大规模的应收款项，对企业资金占用明显，导致企业资金周转压力大。2015 年前三季度上市建筑企业的综合存货周转率为 5.15，同比下降 0.73 个百分点。

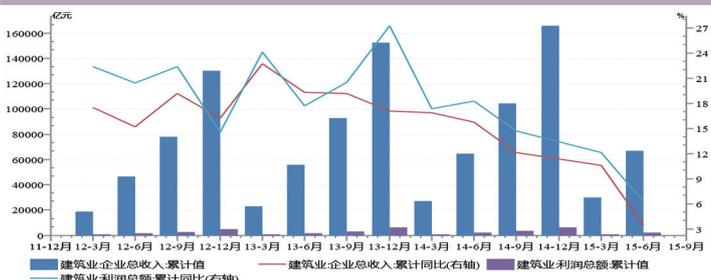
短期债务规模较大，整体负债水平较高：2014 年，存续期内建筑施工发债企业短期债务平均值为 133.96 亿元，占全部债务的 48.18%，同期，存续期内建筑施工发债企业现金类资产及经营性净现金流规模均较小，对短期债务的保障能力较低。根据国资委统计，2012~2014 年中国建筑全行业流动比率平均值分别为 67%、59% 和 62%，呈波动下降趋势，短期偿债能力一般，存在一定的短期支付压力。

三、行业展望

中国经济处于转型期，单纯依靠投资拉动型的增长不能适应中国经济的战略转型需要；在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓，行业景气度低。2015 年前三季度全国建筑业总产值增速为国家公布建筑业总产值数据 24 年来最低增幅。短期内，宏观经济增速放缓，固定资产投资还没有明显企稳回升的迹象，建筑工程行业需求端下滑的趋势难以迅速扭转，加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，资金周转压力显著加大，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程产值持续下滑，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用，以铁路、轨道交通、水利、水电环保等为主的基建项目会加速推进。具体看，“一带一路”战略将依托沿线基础设施的互通互联，对

图 6 2012~2015 年前三季度建筑施工企业财务数据 (单位: 亿元、%)



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

沿线贸易和生产要素进行优化配置，进而拉动公路建设的投资总量，未来中国公路建设需求仍将维持在较高水平；近年来，中国政府落实多项政策推动铁路建设发展，预计铁路“十三五”规划出台后，中国铁路建设投资仍将维持在较大规模，有助于拉动建筑施工行业需求；根据水利部的安排，引江济淮、滇中引水等水利工程项目正在加快前期工作，有望在十三五期间动工，预计“十三五”期间重大水利项目建设在促进经济发展方面将发挥更大的作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

财务表现方面，建筑施工行业上游原材料主要为钢铁和水泥，2015 年中国的钢铁水泥消费量开始下降，标志着材料能源消费的峰值开始出现。预计 2016 年，煤炭、水泥及钢铁价格仍有下行空间，建筑行业的原材料成本有望降低，对保持行业整体盈利能力起到一定积极作用。但在地产及地方融资受限的背景下，建筑施工企业客观上起到了下游行业加杠杆的作用，资产负债率逐年增长，债务负担加重。但受建筑业总产值达历史新低且新签合同额负增长的影响，未来建筑业负债水平继续大幅增长的可能性较低，但垫资施工的特点决定应收账款仍将限制建筑企业的流动性。

综合来看，受经济下行影响，短期内建筑施工行业面临诸多挑战，行业产值增速将有所下滑。但随着利好政策的逐步落实、产业链整合及 PPP 模式的推广，行业内企业有望实现转型升级及结构性调整。行业内企业的经营状况及信用水平将出现分化，具备良好的资质、能够持续获取订单、参与政策支持的基础项目的企业，其未来发展及信用基本面将得到支撑。■

钢铁行业 2015 年度研究报告

文 / 联合资信评估有限公司 盛东巍 张小平 潘云峰



作者简介

盛东巍，德保罗大学计算金融学硕士，现为工商企业部分析师，主要从事钢铁、化工、城投等行业及企业信用评级工作。

一、行业分析概要

钢铁工业是国民经济的重要基础产业，是国家经济水平和综合国力的重要标志，钢铁行业的发展直接影响着与其相关的建筑、机械、造船、汽车、家电及军工等行业领域。目前，中国拥有超过 500 家国营及民营钢铁企业，其中河北钢铁、宝钢集团、武钢集团、沙钢集团和鞍钢集团位居全球钢铁企业前 10 强，中国粗钢产量已连续多年位居世界第一。

然而，2012 年以来中国钢铁行业饱受产能过剩、产业集中度低、行业无序竞争等问题的困扰，钢铁行业逐步进入周期性低谷。进入 2015 年，国内经济增长步伐进一步放缓，下游需求不振导致钢材价格大幅下跌，钢铁企业呈现大面积

亏损，粗钢产量近二十年来首次出现负增长，钢铁行业形势异常严峻。与此同时，中国政府通过出台政策法规及指导意见，加快落后产能淘汰，引导钢铁企业重组或整合，细化污染物排放和能耗指标要求，并鼓励钢铁企业进行产业结构优化升级，以适应经济低速增长的新常态。

展望 2016 年，中国钢铁行业面临的严峻形势仍难有改观，政策引导对行业供需矛盾的改善存在一定滞后，国有企业体制决定了钢铁企业重组或整合难以在短期内迅速完成；而粗钢产量下降对缓解钢材价格下跌压力的作用有限，国内经济增速或将进一步减缓，预计钢铁企业仍将维持亏损或微利的经营状况，行业去产能压力较大，高成本的企业将逐步退出市场，行业展望为负面。

二、信用分析

截至 2015 年 11 月底，中国钢铁行业中具备有效主体长期信用评级的钢铁企业共 50 家，其中特钢企业 7 家。从信用等级分布看，有 13 家钢铁企业被评定为 AAA（含 1 家特钢企业），13 家钢铁企业被评定为 AA+（含 1 家特钢企业），15 家钢铁企业被评定为 AA（含 4 家特钢企业），

表 1 截至 2015 年 11 月底钢铁企业信用等级分布情况

信用等级	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	合计
普钢企业	12	12	11	7	1	43
特钢企业	1	1	4	1	--	7
合计	13	13	15	8	1	50

资料来源：联合资信整理

8 家钢铁企业被评定为 AA-（含 1 家特钢企业），1 家钢铁企业被评定为 A+。

从发债钢铁企业看，其所有制结构绝大部分为国有企业，并且往往是地方经济的重要支撑，且钢铁企业具有资本密集、重资产的特点，这决定了资产和经营规模对企业主体信用等级具有决定性作用，一方面，经营规模大的企业在产业链完整度、产品认可度、技术实力等方面具备一定优势，自身具有较强的抗风险能力；另一方面，

由于钢铁企业在地方经济中的支撑作用，规模大的企业在面临危机时往往容易得到地方政府的支持。从现有钢铁企业评级样本看，主体信用等级与钢铁产量、资产规模和营业收入规模有很强的正相关性。

从钢铁企业主要财务指标上看，业内企业表现出资产及收入规模大、盈利能力弱以及负债水平高的行业特点。2014 年，全部 50 家钢铁企业中有 12 家企业亏损，12 家企业营业利润率低于

表 2 各信用等级钢铁企业主要财务指标概况（均值）

信用等级	普钢									
	钢材产量 (万吨)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业利润率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)	全部债务 / EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
2014 年										
AAA	2494.67	2090.45	680.03	1498.77	8.19	9.72	65.57	57.07	9.72	6.38
AA ⁺	1163.22	852.62	236.06	671.26	1.85	7.31	72.14	62.84	12.31	3.31
AA	772.37	378.18	83.05	289.88	1.79	5.78	75.74	66.56	8.10	1.88
AA ⁻	620.33	286.86	65.21	196.44	4.22	7.42	70.05	61.94	6.36	3.93
2015 年 9 月										
AAA	--	2194.59	694.05	915.16	-1.82	8.63	66.66	58.35	--	--
AA ⁺	--	887.97	270.86	416.16	-15.77	2.81	69.57	60.20	--	--
AA	--	501.06	90.30	204.25	-10.75	5.36	78.00	70.04	--	--
AA ⁻	--	212.78	44.37	95.77	-9.56	-1.37	70.13	63.06	--	--
信用等级	特钢									
	钢材产量 (万吨)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业利润率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)	全部债务 / EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
2014 年										
AAA	1004.57	763.06	259.51	867.66	3.06	7.77	65.99	60.47	7.87	4.56
AA ⁺	476.00	196.49	88.30	228.56	9.85	13.54	55.06	45.11	3.06	7.34
AA	176.01	266.38	54.65	110.81	2.18	15.60	72.06	64.90	7.89	2.84
AA ⁻	42.00	29.99	19.17	60.31	0.07	2.37	36.10	26.62	3.38	4.62
2015 年 9 月										
AAA	--	765.74	251.40	520.02	-8.16	7.91	67.17	63.04	--	--
AA ⁺	--	191.90	96.38	142.71	9.55	15.60	49.77	40.67	--	--
AA	--	278.08	52.28	67.47	-2.00	8.84	71.70	65.01	--	--
AA ⁻	--	31.86	19.05	37.01	-0.11	2.12	40.19	35.44	--	--

资料来源：联合资信整理

注：为保证数据可比性，已剔除数据显著异常样本，钢材产量未包含新疆金特和江苏联峰；截至本报告出具日，新疆金特、江苏联峰和南钢联合未公布 2015 年前三季度财务报表，2015 年前三季度财务数据未包含此三家企业。

5%，40家企业净资产收益率低于5%，16家企业全部债务资本化比率高于70%；2015年前三季度，全部47家钢铁企业中有29家企业亏损，22家企业营业利润率低于5%，17家企业全部债务资本化比率高于70%，行业面临的经营压力正逐步加大。具体来看，普钢企业由于样本数量较多，其信用等级分布与财务指标反映的企业规模对应关系强，而特钢企业相比普钢企业呈现出盈利能力稍强、资产规模偏小的特征。

从信用等级迁移趋势来看，2014年7月以来各评级机构对钢铁企业信用等级（含展望）的调整涉及9家企业，其中向下调整信用等级或评级展望的有5家，向上调整信用等级或评级展望的有4家，行业信用风险分化逐步显现。

三、行业展望

2015年对于中国钢铁行业来讲是极为困难的一年，宏观经济增速持续减缓，下游需求进一步弱化，钢材价格快速下滑，导致钢铁企业大面积亏损，行业形势异常严峻。与此同时，行业内产能过剩矛盾依旧显著，粗钢产量虽有下滑，但难抵消费终端需求不足，加之产业集中度低、中低端产品同质化严重以及淘汰落后产能效果不明显等问题仍未能得到有效改善，使钢铁行业整体面临很大的经营压力。

目前中国政府祭出类似于2008年“保增长”

的“4万亿”经济刺激政策的可能性很低，而且通过政府投资拉动下游需求也不利于钢铁行业健康发展，预计中国政府更多将采用出台政策法规的方式加以引导。从政府近期出台的指导意见不难看出，加快落后产能淘汰，并制定产能置换方案，实施等量或减量置换等将是“十三五”期间的首要任务。现阶段中国钢铁行业较适宜实现行业整合，甚至是进入深层次的调整优化，行业需要解决跨区域、跨所有制的重组障碍，实现国内钢铁产能向优势企业和地区集中，在完善退出机制的同时提高产业集中度，打造具备国际竞争力的超大型钢铁企业集团。当前国内经济进入新常态，钢铁产业结构需要不断优化升级，钢铁产品结构由中低端向高端及精细化转变，钢铁企业开始尝试结合电子商务平台“互联网+”的概念完善产销供应链，钢铁行业及企业转型升级将进入快速通道。

展望2016年，中国钢铁行业面临的严峻形势仍难有改观，政策引导对行业供需矛盾的改善存在一定滞后，国有企业体制决定了钢铁企业重组或整合难以在短期内迅速完成；而粗钢产量下降对缓解钢材价格下跌压力的作用有限，国内经济增速或将进一步减缓，预计钢铁企业仍将维持亏损或微利的经营状况，行业去产能压力较大，高成本的企业将逐步退出市场，行业展望为负面。未来需重点关注短期流动性差、债务负担重、产品同质化高、存在停产现象的钢铁企业信用风险。

表3 2014年7月以来钢铁行业信用等级调整情况

发行人	调整前级别	调整后级别	级别调整时间	评级机构
本溪北营钢铁（集团）股份有限公司	AA/ 稳定	AA/ 负面	2014-07-18	联合资信
攀钢集团有限公司	AA+/ 稳定	AA/ 稳定	2014-11-06	中诚信国际
南京钢铁股份有限公司	AA/ 负面	AA/ 稳定	2015-02-28	上海新世纪
攀钢集团有限公司	AA/ 稳定	AA/ 负面	2015-05-05	中诚信国际
南京钢铁联合有限公司	AA-/ 负面	AA-/ 稳定	2015-06-17	上海新世纪
内蒙古包钢钢联股份有限公司	AA+/ 稳定	AAA/ 稳定	2015-06-26	联合评级
江阴兴澄特种钢铁有限公司	AA/ 稳定	AA+/ 稳定	2015-07-28	联合资信
新疆金特钢铁股份有限公司	AA/ 稳定	A+/ 负面	2015-11-17	鹏元资信
宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	AA+/ 稳定	AA+/ 负面	2015-11-24	中诚信国际
宝钢集团广东韶钢钢铁有限公司	AA/ 稳定	AA/ 负面	2015-11-27	中诚信国际

资料来源：联合资信整理

项目收益债券信用分析要点

○文 / 联合资信评估有限公司 陈静 车驰

项目收益债券，是由项目实施主体或其实际控制人发行的，与特定项目相联系的，债券募集资金用于特定项目的投资与建设，债券的本息偿还资金完全或主要来源于项目建成后运营收益的企业债券。

一、与普通企业债券相比，项目收益债券自身信用风险特征较为明显

（一）发行主体不同

项目收益债券发行主体为项目实施主体或其实际控制人。项目实施主体设立时间相对较短，而普通企业债券发行主体运营时间一般超过3年（或者追溯调整后达到3年），且运营相对成熟。与成熟企业相比，项目公司风险相对较大，尤其体现在建设阶段和运营阶段。项目建设阶段中最大的风险是项目无法如期完工的风险；运营阶段中最大的风险是完工后不能达产、或因技术和设备等问题导致产品不达标、下游客户实力变化、或者经营环境发生变化等风险，结果使经营阶段产生的现金流不能达到预期水平。

（二）偿债资金来源不同

在无外部担保的情况下，项目收益债券的偿债来源为项目自身收入，但债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额在当期还本付息日前20个工作日不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人按约定在5个工作日内补足偿债资金专户

余额与应付债券本息的差额部分。而普通企业债券偿债来源较为多元化，即使在募投项目未来收益作为普通企业债券主要还款来源的情况下，在募投项目收益尚未达到预期时，公司还可调剂其他资金予以偿还债务。

（三）债权人对于募投项目的监控程度及信息披露要求不同

由于项目收益债券偿债来源单一，在条款设计上会要求监管方对项目的现金流入流出实行较为严格的控制，设立项目收入归集专户，项目运营期间所有收入必须全部进入项目收入归集专户。而普通企业债券受到此方面的约束相对较少。

二、基于项目收益债券和普通企业债券在信用风险特征上的差异，在评级过程中，应该侧重如下因素

（一）项目可行性分析

主要考察项目前期准备情况，相关批文的完备性，以支持未来运营的长期稳定性。其主要重点考察要点包括：

1. 项目合法合规性

重点考察项目相关批复和许可文件。

2. 项目合理性

重点考察项目所处行业的发展前景、相关的

产业政策以及可能获取的支持程度；同时还要重点考查项目可行性研究报告，尤其是可行性研究报告中设定的相关假设条件、相关经济效益和社会效益评价指标，以及提供可行性研究报告机构的专业资质和实力。

（二）项目资本结构

重点关注项目建设期的资金构成情况，项目资金除去依赖银行贷款、公开发行债券等外部债券融资工具外，项目资本金及股权资本的来源是亟需关注的对象。其主要重点考察要点包括：

1. 初始资本金到位情况

初始资本金以及筹建过程中相关股东承诺的（或按工程进度追缴的）自有资本金到位情况，项目建设期的债务压力显著高于稳定运营期。

2. 后续资金的筹集情况

债券发行是否可以满足项目后续所有建设期资金需求，尽量避免再融资尤其是债务融资需求。

（三）项目自身风险，即建设风险和运营风险

1. 建设风险

项目无法如期完工的风险，这是决定项目能否正常运营以及产生预期现金流的重要因素。对于建设风险需要重点考察的因素，包括：

① 项目施工技术难度及项目方的管理经验

重点考查项目建设周期，相关项目技术成熟性，项目管理方的相关经验等方面。

② 项目建设方和设备供应商实力

在项目收益债券发行前，若项目公司尚未确定项目建设方和设备供应商，则需重点考查招标投标制度和要求；若已经确定项目建设方和设备供应商，则需要重点考查项目建设方/设备供应商技术实力、资金实力等因素，同时还要重点考查项目方与项目建设方/设备供应商签订的合同，通过分析合同相关条款，来判断合同合规性、风险分担机制等风险因素。

2. 运营风险

项目竣工后能否顺利运转，是决定项目现金流能否达到预期水平最直接的因素，也是衡量项目收益债券还本付息偿债资金来源稳定性和保障程度的关键因素。对于运营风险需要重点考查的方面包括：

① 试运营阶段风险

重点考查竣工验收后试运行时间、相关经济和技术指标、项目质量的考核是否符合预期。

② 正式运营阶段风险

对于基建项目，需要重点考查现金流形成机制、项目公司产品供应的稳定性及成本定价机制、下游需求可能的变化及售价定价机制和回款保障情况。对于产业项目，需要重点考查上游原料供应的保障程度及成本变化情况；生产技术的成熟性、适应性、配套性，尤其是需要重点考查项目公司的母公司是否有采取相同技术水平的相关项目运营经验，以及在生产过程中项目公司对于生产运营资金的保障情况；下游客户对产品消化能力、需求的持续性、价格的变化情况、下游客户实力尤其是对于销售回款周期及金额的保障能力；产业项目，需要重点考查原料供应合同、产品销售合同等重要合同的合规及风险分担机制可能产生的信用风险。

③ 经营环境风险

由于项目所处的产业政策、法律环境、宏观经济、自然环境等外部环境变化而导致项目提前终止、项目信用风险因素发生变化，从而导致项目债务偿还能力受到重大影响。因此在评级时也需要关注此类风险。

（四）现金流是判断项目收益债券偿还能力的直接因素，应重点分析如下要素

1. 现金流预测

应重点考查现金流预测的假设条件、第三方专业机构出具的现金流预测情况、第三方机构的专业资质实力。针对现金流预测，评级机构应对其预测的合理性进行判断，同时要结合上述关于项目建设阶段和运营阶段的风险，对现金流预测进行压力测试及敏感性分析。

2. 现金流对项目收益债券的保障程度

结合经营现金流预测情况（综合考虑由专业机构出具的现金流预测，以及由评级机构基于压力测试与调整后的现金流预测）及项目收益债券还本付息的相关条款，计算项目收益债券存续期内经营现金流总额和经营现金流净额对于项目收益债券利息和本金的保障倍数，从而判断经营现金流对项目收益债券还本付息的保障程度及可能存在的流动性风险。基于项目公司现金流的相关特点，即在建设阶段，项目自身并不产生经营现金流，评级机构应重点关注建设阶段项目收益债券偿债资金来源的合理性及保障程度；项目运营阶段，经营现金流对于项目收益债券本息保障是否存在流动性风险，以及保障倍数情况。若存在覆盖倍数不足或者流动性风险，应考虑是否存在相关的偿债补足机制。

3. 现金流是否闭合

在整个项目收益债券存续阶段，项目建设和运营阶段的现金流除了项目资本金和项目收益债券募集的资金外，是否还有其他的非经营性现金流入，尤其是其他债务资金的流入，若存在，需要关注其他债务资金的偿还顺序安排可能导致的现金流出带来的风险。此外，还需要重点关注经营现金流入设置的归集和管理机制，是否能够采取措施有效控制项目产生的经营现金流，从而对项目收益债券的还本付息提供充分保障。

（五）监管及信息披露风险

重点关注资金监管流程完备性，信息披露的完整、及时性，项目资产管理等细节要素。应重点分析如下要点：

1. 资金监管流程及信息披露

应重点考查项目现金流是否有监管行监管，项目收益是否设置有效的隔离机制以保证其独立性；对其资金使用情况是否有信息披露，在资金使用不符合当初约定时，有无设置相关的触发机制和解决措施。

2. 项目资产管理

一方面对于项目公司而言，企业的资产主要为项目所对应的资产，尤其要关注该类资产的抵押情况。另一方面，如若项目公司为非独立法人，项目公司与母公司之间是否存在资金混同、专项资金挪用等系列风险。

（六）增信措施及交易各方的职责界定

关注要点在于外部增信措施的设立、保障措施条款的完善程度；交易各方的职责界定及法律责任的确立。应重点分析以下要素：

1. 外部增信措施

项目收益债券设置有差额补偿机制，债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额在当期还本付息日前 20 个工作日不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人按约定在 5 个工作日内补足偿债资金专户余额与应付债券本息的差额部分。在设置完善的差额补偿机制基础上，项目收益债券也可以同时增加外部担保，对项目收益债券还本付息提供无条件不可撤销连带责任保证担保。当偿债资金专户内的余额无法足额还本付息、差额补偿人也无法按时补足差额时，由担保人在还本付息日前 10 个工作日将差额部分划入偿债资金专户。

2. 增信措施的效力

增信效力的强弱，除与差额补偿人和担保人自身的信用风险相关外；还应考察项目所属方与增信主体的相关性；同时应重点关注差额补偿合同与担保合同签订的法律效力以及相关责任人的违约责任及惩罚力度。

3. 交易各方的尽职履责

重点关注出具的法律意见书，以及相关各方责任的界定及其尽职履责的能力。■

信用等级调整对债券价格影响的实证分析

文 / 联合资信评估有限公司 余雷 林青 李为峰

2015年，在中国经济下行压力较大的背景下，债券市场信用主体风险分化加剧，评级机构对债券信用等级调整的数量较上年有大幅增长，对债券级别的下调力度也有所增大，跨级别下调的债券数量出现明显增多，信用等级调整受到投资者越来越多的关注。本文采用事件研究法建立模型，通过计算债券的平均异常到期收益率（AAR）以及债券的累积平均异常到期收益率（CAAR），来实证分析2014-2015年度我国债券市场中债券信用等级变化对债券价格的影响。

分析结果表明：第一，2014-2015年度，债券级别和债券发行主体评级展望的调整均在债券市场上引起了显著的价格反应，市场对于信用等级调整的认可度较高；第二，与债券级别上调的情况相比，债券级别下调在债券市场引起的价格反应更加及时，主要是由于投资者对下行风险更加敏感；第三，与债券信用等级调整相比，发行人主体评级展望调整对债券价格或收益率的影响较小，说明了市场对评级展望调整的反应不如对信用等级调整反应剧烈；第四，与2013-2014年度相比，2014-2015年度债券市场对债券级别变动的反应更及时和显著，体现了投资者对信用评级结果的认可度有所提高。

一、样本选取

本文统计样本为2014年10月1日至2015年9月30日期间我国债券市场上债项级别或债券发行主体评级展望发生调整（评级展望调整仅考虑主体信用等级未变而展望发生变化的情况）的中长期债券，包括中期票据、企业债、公司债和商业银行金融债券。我们剔除了统计期间（-160, +60）¹内无交易或未起息或已兑付的债券、可续期债券、含有提前还款条款的债券以及债券到期收益率与银行间国债到期收益率在95%置信水平下不显著的债券。债项级别发生调整的最终统计样本共180只，其中级别上调债券的最终样本为150只（其中有146只债券级别上调1个子级，4只债券级别上调2个或以上子级），级别下调债券的最终样本为30只（其中有20只债券级别下调1个子级，10只债券级别下调2个或以上子级）。债券发行主体评级展望发生调整的最终统计样本共63只，其中主体评级展望上调和下调²债券的最终样本分别为27只和36只。

¹信用等级变动日期为第0天，（-160, +60）为信用等级调整日的前160天至后60天；估计窗口为（-160, -61），用来估计债券到期收益率；事件窗口为（-60, +60），用来计算债券的AAR和CAAR。

²发行主体评级展望发生调整的最终统计样本中，主体评级展望上调包括评级展望由负面调整至稳定和由稳定调整至正面，主体评级展望下调包括评级展望由稳定调整至负面和由正面调整至稳定。

二、实证分析

(一) 债券级别调整分析

1. 债券级别上调分析

债券级别上调时的债券平均异常到期收益率 (AAR) 和累积平均异常到期收益率 (CAAR) 如图 1 所示, 其中债券级别上调 1 个子级和上调 2 个子级 (含) 以上的 CAAR 分别标注为 CAAR1 和 CAAR2。从图 1 可以看出, AAR 在债券级别上调前 10 天出现明显下降, 之前在 0 上下波动, 在债券级别上调 15 天后, AAR 下降速度进一步加快; CAAR1 在债券级别上调前 20 天开始逐渐下降, 并在债券级别上调 15 天后降幅有所加大。该结果表明债券市场在信用等级上调前已出现价格反应, 评级机构的信用等级调整相对滞后, 但在信用等级上调 1 个子级后, 债券市场的价格反应有所加剧, 市场对信用等级上调认可度较高。

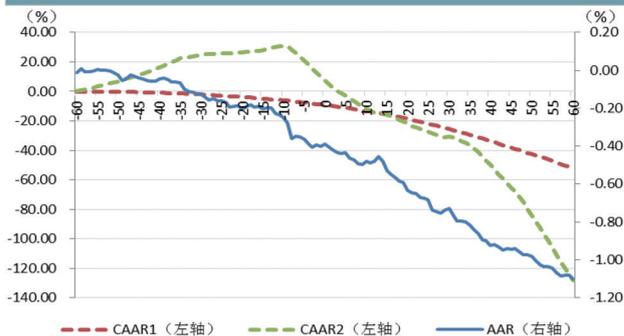
CAAR2 在债券级别上调前 10 天开始大幅下降, 在债券级别上调 35 天后下降幅度快速增加。从该结果可以看出, 债券市场对债券级别上调 2 个子级 (含) 以上所产生的价格反应较上调 1 个子级略有滞后, 但价格反应更加显著。

为检验债券级别上调对债券价格影响的显著性, 我们对 AAR 和 CAAR 分别进行了 T 检验。从检验结果可以看出, 债券级别上调前 33 天起 AAR 开始显著, (-30, +60) 之间的各时间区间 CAAR 均显著, 说明在信用等级上调前, 市场对债券价格 (收益率) 已出现显著反应, 信用等级上调活动与市场走势较为一致, 符合市场预期。

2. 债券级别下调分析

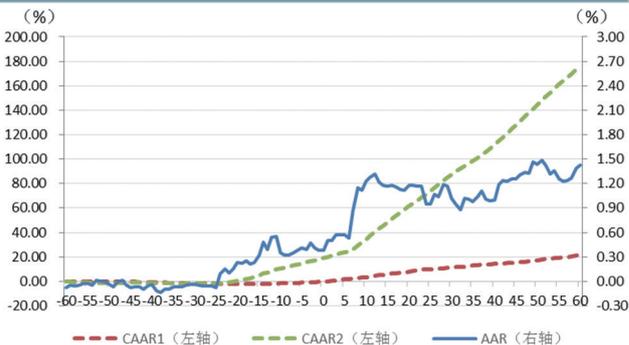
债券级别下调时的 AAR 和 CAAR 如图 2, 其中债券级别下调 1 个子级和下调 2 个子级 (含) 以上的 CAAR 分别标注为 CAAR1 和 CAAR2。可以看出, AAR 自债券级别下调前 24 天后开始保持为正, 之前围绕 0 上下波动, 在债券级别下调后第 7 天至第 12 天, AAR 陡升约 8 个基

图 1 债券级别上调时 AAR 与 CAAR 走势



数据来源: WIND 资讯、联合资信整理

图 2 债券级别下调时的 AAR 和 CAAR 走势



数据来源: WIND 资讯、联合资信整理

点, 之后呈现小幅震荡上行态势。AAR 的突然上升主要由于“11 蒙奈伦”被评级机构下调级别触发上交所风险警示通知, 被冠以 ST 帽子, 导致债券价格大幅下降、到期收益率出现暴涨; CAAR1 在债券级别下调 5 天后开始明显上升。该结果表明债券市场对债券级别下调 1 个子级产生显著的价格反应, 在债券级别调整后, 债券价格迅速开始下降、债券到期收益率开始上升。

从图 2 可以看到, 在债券级别调整前 25 天 CAAR2 开始出现明显上升, 在债券级别调整后 5 天 CAAR2 的上升幅度进一步加大。结果显示, 市场对信用风险较高的债券在其被降级之前就有所识别, 评级机构对于该类债券的信用风险揭示相对滞后, 但信用等级的下调进一步加剧了该类债券价格的下降或收益率上升, 市场对于信用等级下调整体上较为认可。

根据显著性检验结果, ARR 在债券级别下调后第 9 天首次出现显著, 之后多次出现显著并在债券级别下调第 40 天后一直显著; CAAR 在

债券级别下调后的多个时间区间显著。从检验结果可以看出，债券级别下调后债券市场表现出显著的价格反应，债券级别下调对债券的市场价格具有一定指导作用，投资者对债券信用等级下调认可度较高。

整体来看，债券级别的上调或下调均在债券市场上引起了显著的价格反应，市场对于债券级别调整的认可度较高。对于债券级别发生上调的债券，债券市场在其级别调整之前已有所识别，债券级别上调后债券价格上升或收益率下降有所加剧；对于债券级别下调 1 个子级的债券，债券市场在其级别下调后产生了及时、显著的价格反应，而对于发生跨级别下调的债券，市场在其降级之前已识别风险，产生价格反应，评级机构对于该类债券的信用风险揭示相对滞后，在级别下调后债券市场所产生的价格反应进一步加剧。与债券级别上调的情况相比，债券级别下调在债券市场引起的价格反应更加及时，主要是由于投资者对下行风险更加敏感。

（二）评级展望调整分析

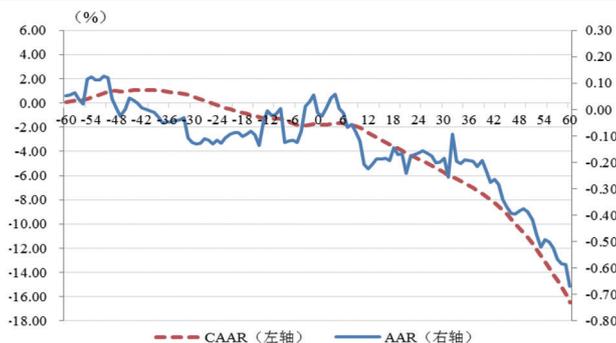
1. 评级展望上调分析

债券发行主体评级展望上调时的债券平均异常到期收益率（AAR）和累积平均异常到期收益率（CAAR）如图 3。可以看出，AAR 自债券发行主体的评级展望上调后 5 天开始保持为负，之前一直在 0 上下波动；CAAR 在债券发行主体的评级展望上调前 5 天之前一直在 0 上下波动，随后趋于平稳，在债券发行主体的评级展望上调 6 天后开始明显下降，说明债券发行主体的评级展望上调 6 天后，债券价格开始有所上升、债券到期收益率开始下降，市场对债券发行主体的评级展望上调反应迅速。

2. 评级展望下调分析

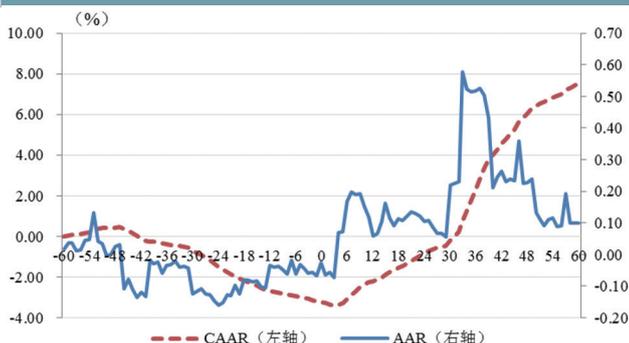
债券发行主体评级展望下调时的债券的 AAR 和 CAAR 如图 4。可以看出，AAR 在债券发行主体评级展望下调 5 天后开始基本保持为正，之前均围绕 0 上下波动；CAAR 在债券发行

图 3 债券发行主体的评级展望上调时 AAR 与 CAAR 走势



数据来源：WIND 资讯、联合资信整理

图 4 债券发行主体的评级展望下调时的 AAR 和 CAAR 走势



数据来源：WIND 资讯、联合资信整理

主体评级展望下调前一直呈下降趋势，但在债券发行主体评级展望下调 5 天后止跌回升。该结果说明当债券发行主体的评级展望下调时，市场及时做出反映，债券价格迅速开始下降、债券到期收益率开始上升。

总体看，债券发行主体的评级展望上调或下调均引起了债券的价格或收益率的明显变化，但由于样本数量较少的原因，我们对上述变化的 T 检验结果均不显著。与债券信用等级调整相比，债券发行主体评级展望调整对债券价格或收益率的影响较小，说明了市场对评级展望调整的反应不如对信用等级调整反应剧烈，但市场对债券发行主体的评级展望调整仍较为认可。■

地方政府债券信用评级方法

○文 / 联合资信评估有限公司 陈静 黄滨 陈东明

一、地方政府债券信用评级理念

1. 本评级方法适用于地方政府信用发行（即无增信措施）的地方政府债券的信用评级。地方政府债券信用等级不高于所在国家主权信用等级。

2. 地方政府债券信用评级是对地方政府债务如约还本付息能力和偿还意愿的评价。

3. 地方政府债券信用评级采用定性分析和定量分析相结合的方法，以定性分析为主，定量分析是定性分析的重要参考。从本质上讲，信用评级是一种建立在客观基础上的定性判断。

4. 决定并公布被评对象的信用等级后，应进行跟踪评级，并及时做出是否变更被评对象信用

等级的决定。

5. 信用评级机构在评级过程中，必须坚持独立、客观和公正的原则。

6. 地方政府债券信用评级结果首先可为投资者对地方政府信用风险或债项风险评价提供参考，其次可为融资方、监管部门、上级财政等对地方政府信用风险管理提供依据。

7. 联合资信对地方政府债券进行评级，采取首先考虑地方政府独立偿债的前提下的信用水平，再考虑其得到上级政府支持的可能性及程度。

二、信用等级设置和含义

地方政府债券信用等级设置采用三等九级

表 1 地方政府债券信用等级设置及含义

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	基本不能偿还债务。
C	不能偿还债务。

制，AAA级可用“-”符号进行微调，表示信用等级略低于本等级；AA级至B级可用“+”或“-”符号进行微调，表示信用等级略高于或低于本等级。

三、地方政府债券信用评级要素

联合资信在进行地方政府债券信用评级时，首先考察地方政府独立偿债前提下的信用水平（地方政府财政实力评级），再考察其得到上级政府支持的可能性及程度（政府支持评价），最后结合地方政府财政实力评级以及上级政府支持评价确定地方政府的债券信用等级。

联合资信对地方政府债券的评级，主要采用定性和定量相结合的方式，包括地方政府财政实力评级和政府支持评价两大部分。

第一，地方政府财政实力评级，主要包括经济实力、财政实力、政府治理、政府债务及偿还能力四个重要一级评级指标。

第二，政府支持评价，主要包括上级政府支持的可能性和支持的程度。

（一）地方政府财政实力评级

1. 经济实力

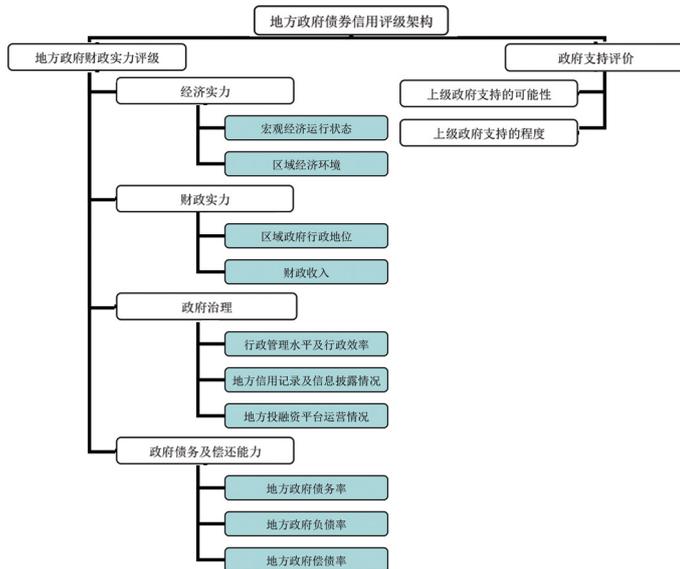
（1）宏观经济运行状态

主要对整个国家宏观经济风险度进行评判，包括经济情况及周期性和宏观政策。国家宏观经济情况反映了经济增长和投资、消费及出口“三驾马车”的变化趋势，是各地区经济发展的外部大环境，对各地区经济发展产生直接的影响进而影响各地方政府的财政收入，经济发展的周期性对不同地区、地区内不同产业影响程度也不同。一般要考察一个完整的经济周期，并分析目前经济发展状况所处的阶段，同时要分析投资、消费和出口对经济发展的贡献度及发展变化趋势以及通货膨胀情况、就业情况等。

（2）区域经济发展

区域地位

图1 地方政府债券信用评级架构



区域地位是指该地区在国家经济发展战略中的定位，该指标可以衡量国家对地区经济发展的各项优惠政策以及当地政府得到中央或上级政府支持的力度，包括在国家或区域发展规划中的作用、区域经济地理位置（比如所属的经济圈）、相关的发展政策等。

资源禀赋

资源禀赋指的是自然资源、环境生态等对地区发展有重要决定作用的因素，其中自然资源包括水资源、煤炭、石油、天然气、黑色金属、有色金属、非金属等矿产资源，当地土地资源及供应状况等；环境生态主要包括生态保护和环境污染等状况。

地区经济发展情况

主要分析区域经济最近3-5年的GDP及增长情况，人均GDP等。人均GDP、城镇居民可支配收入可以反映一个地方经济发展和社会富裕程度。

经济结构

主要分析产业结构、行业集中度、优势支柱产业布局。不同的产业结构决定了经济发展质量和财政收入水平。从产业结构来看，第三产业对财政收入贡献度高，而第一产业对财政收入的贡献度低，因此第三产业占比越高，该地区经济创税能力越强；从行业集中度和经济多元化来看，

地区经济和财政来源集聚于单一产业或少数大型企业，将面临较大的财政风险，而集中度较低，多样化程度较高的产业结构和企业构成将有利于分散财政风险。此外，区域内新兴产业、创新型产业、资源节约型产业、政策支持型产业主导的产业布局，优势支柱产业多，将为地方经济持续稳定高效增长提供保障。

区域开放程度

主要分析对国外市场依存度以及与国内其他地区经济关联度、地方保护主义倾向等。如一个地区外向型出口企业多，则受国际经济发展波动性影响就大。如一个地区招商力度大，吸引国内外投资以及承接产业转移的规模就大，相应的将促进地区经济发展。较为典型的是沿海经济特区和开放城市的设立。另外，一个地区如能获得中央企业、发达地区对口经济支援的外部经济增长动能，将大大推进区域内各产业发展，促进经济较快增长。还有如一个地区地方保护主义倾向明显，短期内可能对当地企业发展提供一定庇护，但长期内将不利其竞争力的提升，同时阻碍外部资源包括资本的流入，影响当地经济持续稳定增长。2013年7月上海自由贸易试验区的设立为取消关税和非关税壁垒，取消市场准入限制，开放投资提供了新的发展方向。

城镇化程度

城镇化程度反映了地区发展水平、发展潜力以及未来基础设施建设规模。城镇化程度高，反映地区整体发展状况良好。城镇化程度较低，意味未来在基础设施建设方面的规模较大，一方面大规模的基础设施建设将促进地区经济增长，另外一方面也将给地区带来较大规模的投资支出和政府债务压力。而城镇化较高的地区，经济和财力发展较为稳定，未来投资支出和政府债务压力相对较小。

2. 财政实力

(1) 区域政府行政地位

主要分析当地政府行政级别以及所属级别中的相对位序。目前中国实行中央、省、市、县、镇/乡5级行政体制，由于“国家实行一级政府一级预算”，相应地，中国财政也实行五级财政体制。《预算法》划分了中央和地方财政的收支范围，而省级及省以下各级财政收支范围由省府明确，或由省政府授权下级财政决定，如省管县，其在财政预算、决算、转移支付、专项资金补助、资金调度、债务管理等方面，由省级财政直接对县级财政。一般而言，地方政府行政级别越高，财政收支自由调节的空间就越大。

(2) 地方财政收支运行情况

地方财政收入决定了财政实力，直接关系到本级政府的信用水平。地方财政收入以公共财政预算收入为主，包括税收收入和其他收入，公共财政预算收入具有较强的稳定性；基金预算收入中的土地出让收入是地方政府的重要收入来源，但受土地市场的影响稳定性较差；预算外收入占比较小，并且其收入范围将随着财政体制改革的推进不断缩小。

公共财政预算收入

公共财政预算收入中的税收收入有国家法律作保障，随着地方经济的发展将稳定增长，该部分收入是财政收入中最可靠的部分。非税收入虽然也会随经济增长而增长，但该部分收入取决于政府的政策法规，具有一定的不确定性。因此，税收收入/公共财政预算收入是衡量财政收入稳定性的重要指标。非税收入主要有行政性收费收入、国有资产经营收益、专项收入等，主要取决于地区经济发展水平和地方政府的财政政策。对于非税收入，应对其收入的稳定性和增长性作分析。

基金预算收入

除了各项有专门用途的专项基金收入外，还应包括土地出让收入。土地出让收入是目前地方



政府进行基础设施建设的主要资金来源，对地方政府债务的偿还有重要意义。首先关注地区土地资源，大量的商住用地，是一项资源优势。由于土地资源有限，因此滩涂地、盐碱地等未开发用地从长期角度来看，也是一项资源优势。由于土地出让收入受国家土地政策和地区土地房地产市场的影响较大，因此需要关注地区可供出让的土地储备、政府土地出让计划、地区土地供求形势、土地和房地产价格以及国家土地政策的变化趋势等，由此预测土地出让收入的变化趋势。如果土地出让收入的数据难以获得，也可以将基金预算收入作为替代的参考指标。

转移支付

对于经济发展较为落后的中西部地区，上级转移支付在本级财政收入中占有较大比重。首先对一般性（或财力性）转移支付和专项转移支付的构成和增长情况进行分析。一般情况下，上级转移支付不会出现大幅变动，但仍应关注上级财政状况和财政政策对转移支付的变化趋势以及这种变化对当地财政状况的影响。

财政支出

目前我国各地经济均呈现快速增长态势，大规模的基础设施建设、社会保障体系的完善、环境治理和节能减排的推进等都需要大量的财政投入，因此即使在经济发达、财政实力较强的东部地区，也面临一定的财政支出压力。根据我国财政量入为出的原则，财政支出与财政收入要保持合理平衡。但由于各地区经济发展水平和各级政府财政支出分配的差异，财政支出结构有很大不同，直接影响政府的信用水平。

地方财政支出包括公共财政预算支出、基金预算支出和预算外支出，分别与公共财政预算收入、基金预算收入和预算外收入保持平衡，因此地方财政支出分析的重点是公共财政预算支出和基金预算支出的结构。公共财政预算支出包括一般预算支出、上解和补助下级支出。其中一般预算支出是主要分析对象。为了全面衡量地方政府的信用能力，需要将一般预算支出、基金预算支出和预算外支出中投资性支出的总额，即实际的投资性总支出，以及投资性总支出/财政总支出作为衡量政府偿债能力和支出弹性的重要指标。

可自由支配的财政实力

地方政府在扣除刚性支出和当年需偿还的政府性债务后，可以自由支配的财力情况。财政结余/可支配财力情况代表了政府财政收支是否平衡，反映了政府对财政资源的控制能力。

未来财政预算情况

主要衡量地方政府的预算方案和资本支出计划的匹配性，分析地方政府的预算方案和资本支出计划。对预算方案的分析主要关注预测收入、预测支出和相关经济假设的合理性和谨慎程度。资本支出计划分析应考虑已列入规划中的投资项目和相应的资金来源。

预算执行情况需要加以关注。对比分析地方政府年初的财政预算和年末的财政决算差异。两者差异越小，反映地方政府对财政收入的预测能力和财政支出的控制能力越强，财政管理水平也越高。如果两者出现较大的差异，需要具体分析其原因。

3. 政府治理

（1）政府管理水平

政府管理水平对地区社会经济稳定发展，应对危机，防止道德风险，保障债务偿还意愿影响重大。政府治理水平主要分析领导素质及相对稳定性、行政组织机构和管理效率、政府债务管理情况等。

领导人的学历、经历、以往业绩和社会评价是影响政府治理水平重要因素，高素质领导能制定合乎地方实情的发展战略和保障战略的有效执行，并可能更容易获得上级支持，还能在一定程度上避免道德风险。领导人频繁非正常变动将难以保障地方发展战略的稳定性和一致性，加大地区信用风险。应关注地方政府人员的自律性，最近几年有无出现重要领导或系统官员因经济问题或其它重大问题“落马”的情况。

精简高效的行政组织机构能保障地方发展战略执行力，同时降低政府行政性费用支出。主要考察政府机关人员占总人口比重，行政费用支出占财政支出比重，“三公”支出在行政费用支出中占比以及预算管理相关制度及执行情况，政府债务管理相关制度和预警机制及执行情况，重大

基础设施项目建设招投标、质量、成本、进度控制以及后期跟踪管理办法及执行情况，行政审批效率等。

地方政府债务管理制度完善性和执行情况，对于化解地方政府债务风险具有重要影响。重点分析内容包括债务的决定权、审批权、决策流程；债务和偿债管理办法完善性（比如设立债务举借、偿还、使用和管理等方面管理制度的债务预警制度、偿债准备金制度）；债务年度预决算情况；地方政府债务的审计报告及其存在的问题是否及时采取改善措施。

（2）地方信用记录及信息披露情况

地方政府信用记录是反映地方政府偿还意愿的最直接的体现。主要关注近期内地方政府是否有重大信用违约记录、到期债务偿还情况、对外承诺和担保的严谨性、合法性以及到期执行情况、签订的相关合同的执行情况（比如与平台企业的代建协议和 BT 协议）。

地方信用记录的透明度和信息披露的及时性、财政收支或者资产负债表情况是否经过审计等合规性判断，有助于真实反映和衡量地方政府的偿债实力。十八届三中全会指出，要“编制全国和地方资产负债表”，“建立透明规范的城市建设投融资机制，允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道”，“建立规范合理的中央和地方政府债务管理及风险预警机制”。按照此思路，加强信息披露将有助于进行地方投融资平台的监督管理，使地方债务的监控做到事前控制和事后监督。

（3）地方投融资平台经营状况

地方投融资平台企业运营情况从另一侧面反映地方政府对其管理情况和政府对其支持的诚信度情况。

4. 政府债务及偿还能力

按照债务承担责任划分，目前地方政府债务由政府负有偿还责任的债务，以及债务人出现债务偿还困难时政府需履行担保责任的债务（以下

简称政府负有担保责任的债务），和债务人出现债务偿还困难时政府可能承担一定救助责任的债务（以下简称政府可能承担一定救助责任的债务）¹三部分组成。

目前中国正处于经济快速发展阶段，为解决基础设施建设等发展瓶颈，需要大量的资金投入，债务比例应当适当高于已进入稳定发展阶段的西方国家。同时，对未来发展前景的看好也为高负债比例提供了良好的支持，在考虑债务规模以及债务增长率时，要考虑债务利率、经济增长率以及债务资金使用效率和对隐性债务和或有债务的化解能力。

地方政府债务风险受债务规模、债务期限结构、地方政府的财力和资金周转能力等因素影响较大。

（1）地方政府债务负担

地方政府负债率

负债率主要反映地方经济总规模对政府债务的承载能力及地方政府的风险程度，或地方经济增长对政府举债的依赖程度。指标值越大，说明风险越高；反之亦然。

此外，还可以辅以直接债务/GDP、担保债务/GDP 等指标综合考察地方政府债务负担的情况。

（2）地方政府偿债能力

① 地方政府整体偿债能力

债务率反映地方政府通过动用当期财政收入满足偿债需求的能力，该指标是对地方政府整体偿债能力的度量。

此外，还可以辅以逾期债务率、政府外债与 GDP 的比率等指标综合考察地方政府整体偿债能力。

② 地方政府当期偿债能力

在地方政府债务负担可控、整体偿债能力适宜的背景下，若因债务结构不合理，年度还款额分布不均，就会形成所谓的“偿债高峰”，一旦超出地方政府能力负担限度，也可能导致地方政府短期偿债面临一定的支付压力。反之，若地方政府尽管债务总量较大，但还款期限较长，年度

¹ 政府负有偿还责任的债务是指需由财政资金偿还的债务，属政府债务；政府负有担保责任的债务是指由政府提供担保，当某个被担保人无力偿还时，政府需承担连带责任的债务；政府可能承担一定救助责任的债务是指政府不负有法律偿还责任，但当债务人出现偿债困难时，政府可能需给予一定救助的债务。后两类债务均应由债务人以自身收入偿还，正常情况下无需政府承担偿债责任，属政府或有债务。以上三类债务不能简单相加。

还款额分布均匀，实际上并不会带来很大的还款压力，地方政府短期支付压力仍可供。

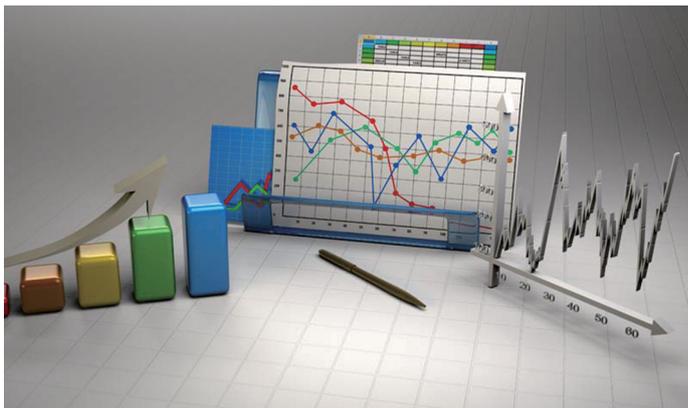
地方政府偿债率

偿债率反映地方政府当期财政收入中用于偿还债务本息的比重，将地方政府借款需求同偿债能力挂钩，可以有效遏制其扩大债务规模的冲动，同时能够在较大程度上避免地方政府出现债务危机时对中央政府的“倒逼”行为。

此外，还可以辅以地方政府利息支出率指标综合考察地方政府当期偿债能力。

地方政府可变现资产。地方政府资源禀赋（比如矿产、土地等）、参控股的国有股权。一方面这些资源可以为政府带来持续的财政收入（资源税、土地出让收入、国有资产收益），而财政收入在衡量政府偿还能力中已予以考量；另一方面这些资源可以在政府出现债务危机时，可通过一次性变现相关资产来获取货币资产，作为债务偿还的补充来源，缓解其流动性风险。

再融资能力。外部融资的便利程度对地方政府债务流动性风险也具有重要影响。如地区融资能力强，融资渠道多样化，其抗风险能力较相对较强。



（二）政府支持评价

主要分析上级政府支持的可能性和上级政府支持的程度。

1. 上级政府支持的可能性

上级政府支持的可能性，即地区获得上级政府支持可能性便利程度。如地区在全局发展中政治、经济地位特殊，其出现违约对全局影响大，其获得上级政府支持的可能性就大。

2. 上级政府支持的程度

上级政府支持的程度，即本级政府获取上级政府支持的历史执行情况和未来支持的持续性。历史执行情况主要考察在特殊情况下（例如政治需求、自然灾害、重大的基础设施项目资本支出、在影响地方政府财政收支平衡的长期严重的经济衰退时期），本级政府出现债务危机时，是否获得过上级政府的偿债支持。未来支持的持续性，主要考察上级政府对本级政府偿债支持方式和程序的合法、有效性，以及由此产生的偿债支持的持续性。

四、综合结论

联合资信采用专家经验和数理统计分析相结合的方法确定地方政府债券评级模型的指标和具体指标的评价标准，依据数理统计分析方法初步

确定各指标权重，并依据专家经验对权重进行了适当微调。

评级模型是评级方法在操作层面的数量化实现工具，评级模型的建立可以减少评级过程中的主观判断因素，提高评级结果的客

观性、统一性和准确性，但评级模型不可能涵盖影响涉及政府信用水平的所有因素和指标，其使用存在一定的局限性，对于一些特殊区域、采取特殊政策的地方政府可能存在评级模型处理结果和政府实际信用风险差异显著的情况，因此，评级模型只是级别确定的辅助工具。联合资信重视评级模型在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖评级模型处理结果确定受评政府的信用等级。在参考评级模型处理结果的基础上，联合资信还将考虑影响政府信用品质的其他考虑因素，并依据信用评审委员会投票结果最终确定地方政府债券的信用等级。■

大秦铁路股份有限公司2015年度第一期短期融资券信用评级信息

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期短期融资券信用等级：A-1

评级机构：联合资信评估有限公司

评级时间：2015年10月30日

分析师：董征 卜彦花

发行时间：2015年11月27日

发行规模：40亿元

期限：365天

利率：3.25%

- 优势** ◇ 公司是承担中国“西煤东运”战略任务规模最大的煤炭运输企业，在全国铁路煤炭运输中战略地位显著。
- ◇ 公司现金类资产和经营活动现金流对本期短期融资券的保障能力强。

- 关注** ◇ 煤炭等大宗货物需求下滑，结构性过剩短期内难以改善，运输市场竞争加剧。

项目	2012年	2013年	2014年	2015年9月
现金类资产(亿元)	77.62	87.97	96.78	117.97
资产总额(亿元)	1003.88	1039.55	1063.34	1080.92
所有者权益(亿元)	703.47	772.68	839.98	880.58
短期债务(亿元)	39.94	74.94	49.98	50.03
全部债务(亿元)	164.60	131.65	80.11	61.26
营业收入(亿元)	459.62	513.43	539.71	404.05
利润总额(亿元)	147.01	160.71	180.69	145.76
EBITDA(亿元)	200.73	216.83	236.37	--
经营性净现金流(亿元)	129.16	147.60	173.13	128.09
净资产收益率(%)	16.35	16.43	16.89	--
资产负债率(%)	29.92	25.67	21.01	18.53
速动比率(%)	72.55	65.18	78.79	100.42
EBITDA利息倍数(倍)	23.30	27.96	35.83	--
经营现金流动负债比(%)	79.07	75.12	92.39	--
现金偿债倍数(倍)	1.94	2.20	2.42	2.95

注：公司2015年3季度财务数据未经审计。

上海振华重工(集团)股份有限公司2015年度第一期短期融资券信用评级信息

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期短期融资券信用等级：A-1

评级机构：联合资信评估有限公司

评级时间：2015年7月17日

分析师：马栋 刘哲 高利鹏

发行时间：2015年11月11日

发行规模：20亿元

期限：366天

利率：3.50%

- 优势** ◇ 公司在港口机械行业市场份额持续处于全球领先地位。
- ◇ 公司在产能规模、码头岸线以及自备整机运输船队等方面竞争优势突出。
- ◇ 公司技术研发实力较强，装备制造水平较高，技术优势明显。
- ◇ 公司经营性现金流入量对本期短期融资券的保障能力强。

- 关注** ◇ 全球经济复苏缓慢，全球港口机械市场景气度低位徘徊。
- ◇ 非经常性损益对公司利润影响大。
- ◇ 公司存货存在一定的跌价风险。
- ◇ 公司经营性净现金流持续弱化。

项目	2012年	2013年	2014年	2015年3月
现金类资产(亿元)	55.22	39.71	35.29	36.18
资产总额(亿元)	467.80	491.55	561.45	520.53
所有者权益(亿元)	144.17	147.14	149.61	148.99
短期债务(亿元)	165.86	202.53	252.28	229.32
全部债务(亿元)	254.44	261.64	315.18	295.14
营业收入(亿元)	182.55	232.02	250.69	43.06
利润总额(亿元)	-11.71	1.20	1.63	0.58
EBITDA(亿元)	9.19	22.91	28.86	--
经营性净现金流(亿元)	30.66	9.39	-8.73	-14.11
净资产收益率(%)	-7.62	0.91	0.99	--
资产负债率(%)	69.18	70.07	73.35	71.38
速动比率(%)	78.70	73.79	67.12	62.54
EBITDA利息倍数(倍)	0.91	2.14	1.86	--
经营现金流动负债比(%)	13.19	3.32	-2.54	--
现金偿债倍数(倍)	1.23	1.73	1.07	--

注：2015年1季度财务数据未经审计；现金偿债倍数的计算已剔除受限制的货币资金。

中国石油天然气集团公司2015年度第一期中期票据信用评级信息

主体长期信用等级: AAA	评级机构: 联合资信评估有限公司	发行时间: 2015年11月5日
评级展望: 稳定	评级时间: 2015年10月21日	发行规模: 200亿元
本期中期票据信用等级: AAA	分析师: 侯煜明 王冰 李嘉	期限: 3年 利率: 3.28%

优势

- ◇ 公司经营的外部环境良好。
- ◇ 公司在企业规模、行业地位、经营规模等方面具有明显优势, 抗风险能力极强。
- ◇ 公司油气资源储备规模大, 上游业务经营优势明显。
- ◇ 公司资产质量好, 债务负担轻, 整体盈利能力强, 收入实现质量高。
- ◇ 公司经营活动现金流量以及 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度很强。

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额 (亿元)	34094.20	37593.08	39383.71	38855.65
所有者权益 (亿元)	18641.11	20570.25	22554.09	22617.52
长期债务 (亿元)	4103.50	4242.89	4030.82	4128.65
全部债务 (亿元)	5326.63	6040.62	5735.84	5903.89
营业总收入 (亿元)	26834.80	27593.03	27299.56	4749.96
利润总额 (亿元)	1839.00	1880.27	1734.10	122.17
EBITDA (亿元)	3908.48	4115.98	4129.28	--
经营性净现金流 (亿元)	2657.01	3025.47	3470.69	-221.83
营业利润率 (%)	14.86	14.80	14.89	12.76
净资产收益率 (%)	7.47	6.85	5.49	--
资产负债率 (%)	45.32	45.28	42.73	41.79
全部债务资本化比率 (%)	22.22	22.70	20.28	20.70
流动比率 (%)	98.43	92.06	93.27	96.90
全部债务/EBITDA (倍)	1.36	1.47	1.39	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.12	16.85	16.71	--
EBITDA/ 本期发债额度 (倍)	19.54	20.58	20.65	--

注: 1. 2012 年执行旧会计准则, 2014 年起执行新会计准则; 2013 年财务数据为 2014 年审计报告期初数; 2. 2015 年一季度财务数据未经审计。

关注

- ◇ 石油石化行业发展与国民经济景气度相关性大。
- ◇ 近年来公司原油储量增长趋缓。
- ◇ 2014 年国际原油价格大幅下行, 在一定程度上影响公司原油开采业务盈利能力。
- ◇ 公司于 2015 年 3 月 17 日发布公告称, 公司总经理廖永远涉嫌严重违纪违法, 正在接受组织调查。

中国化工集团公司2015年度第二期中期票据信用评级信息

主体长期信用等级: AAA	评级机构: 联合资信评估有限公司	发行时间: 2015年11月2日
评级展望: 稳定	评级时间: 2015年10月13日	发行规模: 30亿元
本期中期票据信用等级: AAA	分析师: 盛东巍 张钰	期限: 5年 利率: 4.08%

优势

- ◇ 公司在化工新材料、氯碱化工、农用化工、橡胶轮胎等细分市场拥有显著的科研、技术优势。
- ◇ 公司产品涉及化工行业多项领域, 多元化经营有利于分散市场风险。
- ◇ 公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障程度高。

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额 (亿元)	2674.20	2725.11	2720.72	2706.92
所有者权益 (亿元)	404.44	418.88	504.23	515.53
长期债务 (亿元)	700.81	674.00	628.72	652.50
全部债务 (亿元)	1680.73	1650.98	1608.82	1588.27
营业收入 (亿元)	2016.95	2440.36	2576.31	467.74
利润总额 (亿元)	5.81	6.20	20.12	6.22
EBITDA (亿元)	183.00	187.78	201.91	--
经营性净现金流 (亿元)	117.51	110.66	115.58	25.86
营业利润率 (%)	11.98	10.08	11.43	15.26
净资产收益率 (%)	-3.60	-2.30	0.45	--
资产负债率 (%)	84.88	84.63	81.47	80.96
全部债务资本化比率 (%)	80.60	79.76	76.14	75.50
流动比率 (%)	76.76	82.11	87.93	91.76
全部债务/EBITDA (倍)	9.18	8.79	7.97	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.91	1.82	2.06	--
EBITDA/ 本期发债额度 (倍)	6.10	6.26	6.73	--

注: 2015 年 1 季度财务数据未经审计; 其他流动负债及长期应付款中有息债务部分分别计入短期债务和长期债务核算。

关注

- ◇ 国内化工行业产能过剩压力大, 公司面临一定的经营压力。
- ◇ 2014 年 3 季度以来, 国际原油价格大幅波动对公司石油化工及炼化板块经营业绩影响大。
- ◇ 公司债务负担重, 短期偿付压力大。
- ◇ 公司对外担保比率较高且担保金额集中度较高, 存在一定或有负债风险。

2015年江苏江南农村商业银行股份有限公司二级资本债券信用评级信息

主体长期信用等级: AA+	评级机构: 联合资信评估有限公司	发行时间: 2015年11月27日
二级资本债券信用等级: AA	评级时间: 2015年7月9日	发行规模: 27亿元
评级展望: 稳定	分析师: 秦永庆 高龙	期限: 5+5年
		利率: 4.88%

- 优势** ◇ 在常州地区营业网点数量相对较多, 覆盖区域较广, 存贷款市场占有率在常州地区同业中位居第一, 竞争优势明显;
- ◇ 小微企业业务发展势头良好;
- ◇ 定期存款占比较高, 负债稳定性较好;
- ◇ 资本内生能力较强, 资本较充足。

- 关注** ◇ 贷款行业集中度高, 存在较高的行业集中风险;
- ◇ 不良贷款率处于较高水平, 信贷资产质量存在下行压力;
- ◇ 资产减值损失持续增加, 对盈利水平形成负面影响;
- ◇ 宏观经济增速放缓、经济结构调整以及利率市场化等因素将对商业银行的经营产生一定的压力。

项目	2014年末	2013年末	2012年末
资产总额(亿元)	1949.74	1653.21	1605.87
股东权益(亿元)	125.58	110.20	101.14
不良贷款率(%)	1.77	1.84	1.54
拨备覆盖率(%)	302.37	162.52	211.40
贷款拨备率(%)	3.54	2.92	2.96
流动性比例(%)	46.29	30.02	26.49
存贷比(%)	65.17	66.99	71.17
股东权益/资产总额(%)	6.44	6.67	6.22
资本充足率(%)	12.24	12.38	12.33
核心资本充足率(%)	-	-	11.48
一级资本充足率(%)	10.30	11.51	-
核心一级资本充足率(%)	10.30	11.51	-

项目	2014年	2013年	2012年
营业收入(亿元)	60.15	44.90	45.83
净利润(亿元)	15.92	13.70	20.73
成本收入比(%)	33.79	36.77	32.04
平均资产收益率(%)	0.88	0.84	1.41
平均净资产收益率(%)	13.51	13.04	22.03

注: ① 2013~2014年资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率按照新的《商业银行资本管理办法(试行)》口径计算; 2012年资本充足率、核心资本充足率均按照原《商业银行资本充足率管理办法》口径计算; ② 拨备覆盖率、流动性比例、存贷比、资本充足性指标以及成本收入比均为江南农商行报监管口径数据。

交银金融租赁有限责任公司2015年金融债券信用评级信息

主体长期信用等级: AAA	评级机构: 联合资信评估有限公司	发行时间: 2015年10月16日
金融债券信用等级: AAA	评级时间: 2015年9月11日	发行规模: 40亿元
评级展望: 稳定	分析师: 韩夷 丁倩岩	期限: 3年
		利率: 3.80%

- 优势** ◇ 公司租赁业务快速发展, 在银行系金融租赁公司中具有较高的行业地位和竞争力。
- ◇ 公司资产质量保持良好水平, 净利润稳步增长, 盈利能力强。
- ◇ 公司在客户资源、营销渠道、风险管理、资本金补充等方面得到股东的大力支持。

- 关注** ◇ 公司融资租赁业务面临一定的行业和客户集中风险。
- ◇ 公司的资金来源主要为一年期以内借款, 对外部资金的依赖度较高, 资产负债期限结构存在一定程度的错配。
- ◇ 业务规模的快速增长使公司面临一定的资本补充压力。

项目	2015年6月末	2014年末	2013年末	2012年末
资产总额	1338.20	1138.42	911.96	707.95
应收融资租赁款净额	1084.88	968.78	818.57	627.73
负债总额	1226.95	1035.18	822.42	649.95
股东权益	111.25	103.24	89.54	58.00
不良资产率	0.38	0.44	-	-
拨备覆盖不良融资租赁资产率	438.14	385.85	-	-
拨备覆盖融资租赁资产率	1.65	1.70	1.68	1.27
流动性比例	44.90	192.33	82.21	82.09
股东权益/资产总额	8.31	9.07	9.82	8.19
资本充足率	9.27	9.97	10.96	9.18
核心资本充足率	-	-	-	8.24
一级资本充足率	8.23	8.90	9.76	-
核心一级资本充足率	8.23	8.90	9.76	-

项目	2015年1-6月	2014年	2013年	2012年
营业收入	13.65	21.71	23.84	17.18
净利润	8.01	13.71	11.55	8.51
成本收入比	8.62	11.80	10.27	11.22
平均资产收益率	1.29	1.34	1.43	1.45
平均净资产收益率	14.93	14.22	15.66	15.83

注: ① 2013年、2014年和2015年6月资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率均按照《商业银行资本管理办法(试行)》口径计算; 2012年资本充足率、核心资本充足率按照《商业银行资本充足率管理办法》口径计算; ② 2015年1-6月财务数据未经审计, 平均资产收益率和平均净资产收益率均为简单年化计算的指标。

2015年银川滨河黄河大桥及北京路延伸河西高架桥项目收益债券信用评级信息

本期债券信用等级: AA+	评级机构: 联合资信评估有限公司	发行时间: 2015年11月13日
	评级时间: 2015年5月5日	发行规模: 20亿元
	分析师: 李苏磊 李毅婷	期限: 10+5+5年
		利率: 5.76%

优势 ◇ 近年来银川市区域经济实力和财政实力不断增强, 为公司营造了良好的外部发展环境。

◇ 本期债券设置了差额补偿机制, 显著提升了本期债券还本付息安全性。

◇ 项目公司独立运营, 募集资金封闭管理, 现金流入流出均有严格监管, 可有效防范本期债券的操作风险。

关注 ◇ 施工进度、资金筹措和施工安全等因素对项目如期完工有影响。

◇ 本期债券募投项目预期收入规模的实现可能存在不确定性, 项目收益与还本付息时点匹配度较差。

◇ 本期债券发行额度大, 若持有人全额行使转换权, 项目公司和差额补偿人将面临较大集中支付压力。

项目信息	2015年银川滨河黄河大桥及北京路延伸河西高架桥项目收益债券
募集资金规模	20亿元
发行期限	20年
还本付息方式	本期债券附设第5、10、15个计息年度末项目公司调整票面利率选择权及投资者定向转让选择权, 在债券存续期第5、10、15个计息年度末, 项目公司可在首次发行票面利率基础上上调或下调债券存续期后5个计息年度债券票面利率0~300个基点(含本数), 其中一个基点为0.01%, 并在债券存续期后5个计息年度内固定不变, 投资者有权在债券存续期第5、10、15个计息年度末3次全部或部分转让本期债券给受让人(银川市通联资本投资运营有限公司), 转让净价为本期债券面值。本期债券采用单利按年付息, 不计复利。
信用增级	由银川通联资本投资运营有限公司作为差额补偿人, 对当年项目收费收入不能覆盖债券当期需偿付的本金、利息的差额进行补偿。
项目公司	银川滨河黄河大桥管理有限责任公司

中海地产集团有限公司2015年公司债券信用评级分析信息

主体长期信用等级: AAA	评级机构: 联合信用评级有限公司	发行时间: 2015年11月18日
评级展望: 稳定	评级时间: 2015年8月7日	发行规模: 70/10亿元
本期公司债券信用等级: AAA	分析师: 刘洪涛 刘晓亮	期限: 3+3/5+2年
		利率: 3.40%/3.85%

优势 ◇ 公司在品牌影响力、产品品质和盈利能力等方面居于国内房地产行业领先地位。

◇ 公司建立了成熟高效的采购、经营、销售和管理体系。

◇ 公司土地储备主要位于一二线城市, 质量较高。

◇ 近年来, 公司销售收入保持增长且有望进一步提升。

◇ 公司货币资金规模较大, 有息债务负担较轻, 财务安全性较高。

关注 ◇ 贷房地产业面临全局性调整, 公司受房地产市场调整的影响需持续关注。

◇ 需要关注少数地区房地产市场变化对公司整体经营的影响。

◇ 公司在建项目规模较大, 预计随着公司经营规模的扩大, 对建设开发资金的需求将保持较大规模, 应关注公司现金流与开发资金的匹配情况。

项目	2012年	2013年	2014年	2015年3月
资产总额(亿元)	985.72	1371.77	1755.52	1868.33
所有者权益(亿元)	300.32	376.42	495.96	497.91
长期债务(亿元)	54.90	61.87	65.45	61.58
全部债务(亿元)	64.79	70.69	97.28	103.77
营业收入(亿元)	228.00	336.35	498.81	16.53
净利润(亿元)	69.96	68.25	104.43	3.18
EBITDA(亿元)	96.36	95.34	147.80	--
经营性净现金流(亿元)	42.69	-11.50	94.76	-36.29
营业利润率(%)	32.01	25.73	27.83	60.15
净资产收益率(%)	--	20.17	23.94	0.64
资产负债率(%)	69.53	72.56	71.75	73.35
全部债务资本化比率(%)	17.74	15.81	16.40	17.25
流动比率(倍)	1.38	1.35	1.35	1.33
EBITDA全部债务比(%)	1.49	1.35	1.52	--
EBITDA利息倍数(倍)	18.28	15.99	18.29	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.20	1.19	1.85	--

注: 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 本报告财务数据及指标计算均为合并口径; 一季度指标未年化。

中盈2015年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券信用评级信息

单位：万元/%

资产支持证券名称	金额	金额占比	利率类型	信用评级
优先 A-1 档资产支持证券	160000.00	35.84	固定利率	AAA
优先 A-2 档资产支持证券	100000.00	22.40	浮动利率	AAA
优先 A-3 档资产支持证券	78000.00	17.47	浮动利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	59000.00	13.22	浮动利率	A+
次级档资产支持证券	49390.00	11.06	-	NR
合计	446390.00	100.00	-	-

注：1. NR——未予评级；
2. 总量占比不等于 100% 为四舍五入导致，下同。

评级机构：联合资信评估有限公司
评级时间：2015年10月9日
分析师：屈晓灿 汪潇逸
证券发行日：2015年11月10日

优势

◇ 本交易入池资产均为中国银行股份有限公司发放的正常类贷款，入池资产质量较好。

◇ 本交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，其中优先 A 档资产支持证券获得优先 B 档资产支持证券和次级档资产支持证券 24.28% 的信用支持，优先 B 档资产支持证券获得次级档资产支持证券 11.06% 的信用支持。

◇ 本金账与收益账交叉互补交易结构的设置为优先档资产支持证券提供了较好的流动性支持和信用支持，“加速清偿事件”与“违约事件”等触发机制为优先档证券的偿付提供了进一步的保障。

◇ 本交易的发起机构中国银行股份有限公司开展公司贷款的业务流程规范、风险控制能力强、信息系统完善，且曾成功发起多单资产证券化项目，并作为贷款服务机构为交易提供了良好的服务，具有较为丰富的信贷资产证券化交易经验，能为本期交易提供良好的服务。

◇ 本交易的资金保管机构为招商银行股份有限公司北京分行，招商银行主体信用等级极高，本期信贷资产证券化产品交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险极低。

关注

◇ 本交易未设置内部流动性储备账户，也未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。

风险缓释：本期交易安排了本金账和收益账的交叉互补机制，能有效缓释流动性风险。

项目信息

信托财产初始起算日：2015年7月20日

证券法定到期日：2021年4月26日

交易类型：静态现金流型 CLO

载体形式：特殊目的信托

信托财产：中国银行股份有限公司 446390 万元公司贷款

资产池加权平均信用评级：A+/A

信用提升机制：优先/次级结构、触发机制

发起机构/贷款服务机构：中国银行股份有限公司

受托机构/发行人：华能贵诚信托有限公司

资金保管机构：招商银行股份有限公司北京分行

联席主承销商：中信建投证券股份有限公司、中信证券股份有限公司、中银国际证券有限责任公司

联合资信对各档证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经反映了流动性支持的缺失可能导致的流动性风险。

◇ 入池贷款行业集中度较高，其中水上运输业占 25.49%，煤炭开采和洗选业占 13.42%，土木工程建筑业占 12.55%。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高相应行业的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了行业的集中风险。

◇ 本交易入池贷款中未偿本金余额占比超过 5% 的借款人有 8 名，合计占比为 76.10%，借款人集中度较高，存在较大的集中风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高占比较高的借款人的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了借款人的集中风险。

◇ 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定模型风险。

风险缓释：联合资信通过提高违约率、降低回收率、缩小利差支持、加大处置回收时间等手段，反复测试优先档证券对借款人违约的承受能力，尽量降低模型风险。

◇ 当前全球经济增长缓慢，我国经济增速处于下行区间，贸易出口增速和固定资产投资增速呈下行趋势，地方政府债务规模庞大等宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

风险缓释：联合资信在调整资产池违约模型中的参数时考虑了宏观经济系统性风险导致的入池贷款违约率提高和回收率下降等因素，评级结果反映了上述风险。

2012年~2015年我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2012年	2013年	2014年	2015年1-11月	
				数值(亿元)	同比
GDP	7.7	7.7	7.4	-	-
规模以上工业增加值	10.0	9.7	8.3	-	6.2
固定资产投资总额(不含农户)	20.6	19.6	15.7	497182.15	10.2
社会消费品零售总额	14.3	13.1	12.0	272296.1	10.6
出口总额	7.9	7.9	6.1	20523.0	-3.0
进口总额	4.3	7.3	0.4	15132.0	-15.1
CPI	2.6	2.6	2.0	-	1.4
PPI	-1.7	-1.9	-1.9	-	-5.2
社会融资规模	22.9	9.7	-4.8	134367	-9.0
M2余额	14.4	13.6	12.2	1374000	13.7
人民币贷款余额	15.0	14.1	13.6	987300	14.7

注: 1. GDP和规模以上工业增加值的同比增长率为扣除价格因素的实际增长率, 固定资产投资总额和社会消费品零售总额的同同比增长率为名义增长率; 2. 进出口总额单位为亿美元。

资料来源: 国家统计局、中国人民银行、海关总署、联合资信整理

2012年~2015年1-11月我国债券发行情况

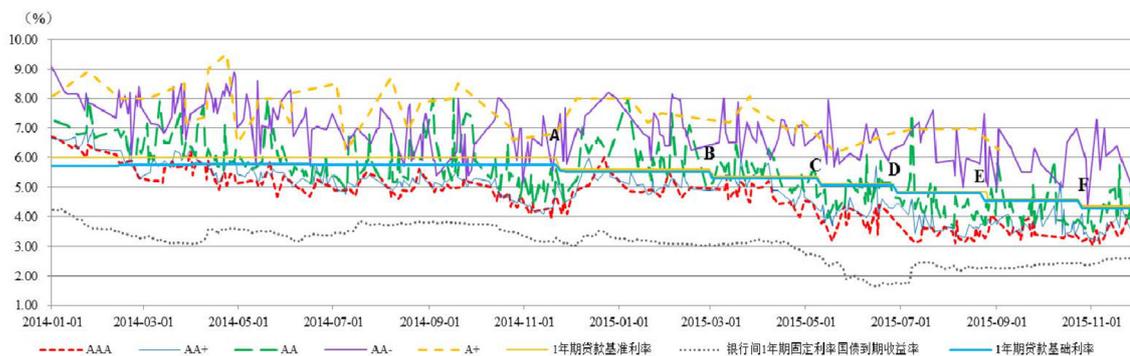
券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2012年	2013年	2014年	2015年1-11月	2015年1-11月同比(%)	2012年	2013年	2014年	2015年1-11月	2015年1-11月同比(%)
政府债	77	86	112	1086	914.95	16062.26	19044.01	20247.35	55524.10	53.20
国债	59	62	69	83	29.69	13562.26	15544.01	16247.35	18,534.88	-42.51
地方政府债	18	24	43	1003	2232.56	2500.00	3500.00	4000.00	36989.22	824.73
央行票据	0	20	0	0	NA	0.00	5362.00	0.00	0.00	NA
金融债	246	333	533	510	3.24	25854.70	21401.30	28440.02	26862.55	1.45
政策性银行债	175	285	426	436	8.19	21400.00	19960.30	22980.52	24256.05	11.50
商业银行债券	57	35	89	53	-31.17	3933.70	1132.00	4402.50	1659.00	-59.20
非银行金融机构债券	12	11	13	21	50.00	421.00	189.00	632.00	947.50	44.22
政府支持机构债券	15	14	16	19	26.67	2000.00	1900.00	2150.00	1650.00	-21.43
企业债券	484	374	583	262	-53.30	6499.31	4752.30	6961.98	2976.84	-55.54
一般企业债	479	373	575	260	-52.98	6484.50	4748.30	6898.50	2961.62	-55.34
集合企业债	5	1	8	2	-75.00	14.81	4.00	63.48	15.22	-76.02
中期票据	563	507	711	822	23.24	8153.30	6716.20	9368.40	11363.40	30.04
美元中期票据(亿美元)	0	1	0	0	NA	0.00	2.00	0.00	0.00	NA
集合票据	45	31	3	2	-33.33	100.02	66.39	4.30	4.26	-0.93
短期融资券	933	1076	1515	2344	64.84	13981.47	15859.80	21517.53	29686.00	50.84
短期融资券	808	860	1072	1038	0.78	8159.47	8324.80	10521.53	9080.50	-8.83
超级短期融资券	125	216	443	1306	233.16	5822.00	7535.00	10996.00	20605.50	111.99
证券公司短期融资券	16	134	257	162	-28.32	561.00	2995.90	4246.90	3326.60	-11.48
资产支持证券(银行间)	0	10	224	311	45.33	0.00	109.06	2793.50	3291.85	40.21
资产支持证券(交易所)	12	29	134	800	620.72	31.80	73.98	427.14	1491.06	368.33
非金融企业资产支持票据	14	18	28	9	-67.86	57.00	48.00	89.20	35.00	-60.76
非公开定向债务融资工具	251	534	1199	1018	-9.75	3813.30	5668.08	10180.16	8211.05	-14.87
公司债	294	358	469	643	51.29	2622.81	1698.535	1407.5286	7671.98	488.50
证券公司债	1	38	106	232	186.42	0.20	1179.60	2497.05	7479.20	314.76
可转债	5	8	13	2	-80.00	163.55	544.81	320.99	84.00	-64.59
可交换债	0	1	5	7	250.00	0.00	2.57	59.76	22.00	41.03
项目收益票据	0	0	3	6	200.00	0.00	0.00	8.00	51.00	920.00
同业存单	0	10	972	4995	546.18	0.00	340.00	8975.6	43895.00	495.23
合计	2956	3582	6883	13230	111.04	79900.72	87764.54	119695.41	203625.89	60.54

注: 1. 发行数据为中国债券信息网站与上海清算所公布的债券发行量合计; 存量数据为中国债券信息网站与上海清算所公布的债券托管量合计; 2. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债, 不包括证券公司债; 3. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 其中“政府支持机构债券”存量期数仅为中国债券信息网站公布的政府支持机构债券的存量期数, 不包括上海清算所公布的政府支持机构债券的存量期数; 4. 美元中期票据以亿美元计, 合计数中不包含美元中期票据; 5. “公司债”不包含证券公司债券; 在两个交易所同时发行的发行人, 则债券发行期数计作2期, 发行规模为两个交易所发行规模的总和; 6. 证券公司债券包括一般债、证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 7. 资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券, 资产支持证券(交易所)指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 8. “资产支持证券(银行间)”存量情况只包括中国债券信息网站公布的资产支持证券, 不包括上海清算所公布的信贷资产支持证券; 9. 由于私募债券尚无权威披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为Wind资讯中截至2015年12月20日已披露的本季度数据, 并会对之前数据进行追溯调整; 10. NA表示不适用。

资料来源: 中国债券信息网站, 上海清算所, 非银行金融机构债券、资产支持证券(交易所)、公司债、证券公司债、可转债、可交换债数据来源于Wind资讯

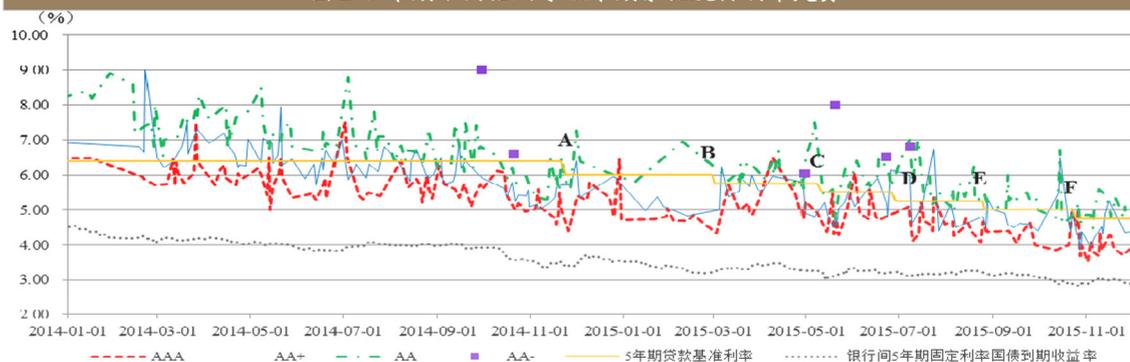
1 年期短融、5 年期中票、7 年期企业债券发行利率走势

图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



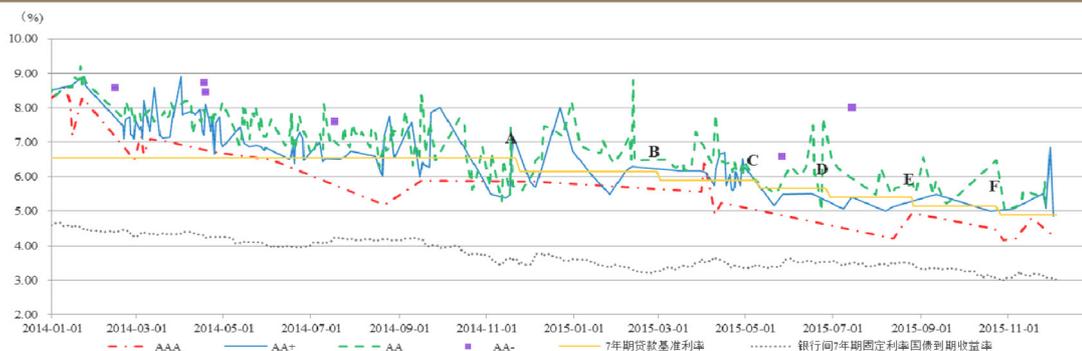
注：1. 由于目前市场上短期融资券的债项级别均为 A-1，图中以债券发行主体的信用等级进行区分；2. A: 2014 年 11 月 22 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.40 个百分点至 5.60%，其他各档次贷款基准利率相应调整；B: 2015 年 3 月 1 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 5.35%，其他各档次贷款基准利率相应调整；C: 2015 年 5 月 10 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 5.10%，其他各档次贷款基准利率相应调整；D: 2015 年 6 月 28 日，中国人民银行下调一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 4.85%，其他各档次贷款基准利率相应调整；E: 2015 年 8 月 26 日，中国人民银行下调一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 4.60%，其他各档次贷款基准利率相应调整。以下同；3. 若同日发行多只具有相同信用等级的债券，当日发行利率取多只债券发行利率的平均值，以下同；4. 图中债券发行利率均为固定利率，不包括发行利率为浮动利率的债券，以下同；5. F: 2015 年 10 月 26 日，中国人民银行下调一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 4.35%，其他各档次贷款基准利率相应调整。以下同；
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、Wind 资讯、联合资信整理，以下同。

图 2 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势



注：如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为 5 年；样本中不包含可续期债券，如期限为“5+N”的债券，以下同。

图 3 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势



联合资信评估有限公司工商企业评级公告

(2015年10月1日至2015年11月30日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
中国铁路总公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-30	AAA	2015-10-12			
	2015年度第二期中期票据	100			AAA	2015-10-12	2015-10-30	5	3.51
中国石油天然气股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-03-10	AAA/ 稳定	2015-05-18			
	2015年度第二期中期票据	200			AAA	2015-03-10	2015-10-09	5	3.85
中信国安集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-28	AA+/ 稳定	2015-07-31			
	2015年度第三期中期票据	30			AA+	2015-07-31	2015-10-13	5+N	5.70
北京能源投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-04-21	AAA/ 稳定	2015-07-23			
	2015年度第一期中期票据	25			AAA	2015-07-23	2015-10-23	3	3.66
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-21	AAA/ 稳定	2015-10-09			
	2015年度第三期短期融资券	10			A-1	2015-10-09	2015-11-25	366天	4.89
深圳能源集团股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-09-24	AAA/ 稳定	2015-10-30			
	2015年度第一期中期票据	60			AAA	2015-09-24	2015-11-27	5	3.90
华侨城集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-03-16	AAA/ 稳定	2015-07-24			
	2015年度第二期中期票据	25			AAA	2015-03-16	2015-11-09	5+N	4.55
陕西延长石油(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-29	AAA/ 稳定	2015-09-16			
	2015年度第三期中期票据	30			AAA	2015-09-16	2015-11-19	3+N	4.50
中国石油天然气集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-12	AAA/ 稳定	2015-10-21			
	2015年度第一期中期票据	200			AAA	2015-10-21	2015-11-05	3	3.28
中国化工集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-21	AAA/ 稳定	2015-10-13			
	2015年度第二期中期票据	30			AAA	2015-10-13	2015-11-02	5	4.08
上海振华重工(集团)股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-30	AA+/ 稳定	2015-07-17			
	2015年度第一期短期融资券	20			A-1	2015-07-17	2015-11-11	366天	3.50
五凌电力有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-29	AA+/ 稳定	2015-09-28			
	2015年度第一期短期融资券	3			A-1	2015-09-28	2015-11-10	366天	3.79
厦门海沧投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-17	AA+/ 稳定	2015-07-30			
	2015年度第一期短期融资券	6			A-1	2015-07-17	2015-11-11	366天	3.78
大秦铁路股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-05-25	AAA/ 稳定	2015-10-30			
	2015年度第一期短期融资券	40			A-1	2015-10-30	2015-11-27	366天	3.25
泰州市城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-30	AA+/ 稳定	2015-07-30			
	2015年度第二期中期票据	5			AA+	2015-06-30	2015-11-10	5+N	5.35
广东物资集团公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-09-24	AA/ 稳定	2015-11-03			
	2015年度第三期中期票据	10			AA	2015-11-03	2015-11-19	3+N	5.49
南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-23	AA+/ 稳定	2015-07-29			
	2015年度第一期短期融资券	14			A-1	2015-07-29	2015-11-05	366天	3.40
陕西煤业化工集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-23	AAA/ 稳定	2015-11-30			
	2015年度第三期中期票据	30			AAA	2015-06-23	2015-10-22	5	4.95
中国中纺集团公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-28	AA+/ 稳定	2015-10-16			
	2015年度第二期短期融资券	10			A-1	2015-10-16	2015-11-10	366天	3.68
湖南省高速公路建设开发总公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-28	AAA/ 稳定	2015-07-31			
	2015年度第二期中期票据	20			AAA	2015-07-31	2015-10-21	5+N	4.92
云南建工集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-25	AA+/ 稳定	2015-07-16			
	2015年度第一期中期票据 (品种一)	15			AA+	2015-07-16	2015-10-19	5+N	5.45
丹东港集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-30	AA/ 稳定	2015-11-10			
	2015年度第二期短期融资券	15			A-1	2015-11-10	2015-11-27	366天	4.56
东方集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-15	AA/ 稳定	2015-09-28			
	2015年度第三期中期票据	7.5			AA	2015-09-28	2015-11-03	3	5.94
大连机床集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-28	AA/ 稳定	2015-09-15			
	2015年度第三期短期融资券	2			A-1	2015-09-15	2015-11-18	366天	6.00

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
景德镇市国有资产经营管理 有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-29	AA/ 稳定	2015-07-23			
	2015 年度第二期中期票据	8			AA	2015-07-23	2015-10-23	5	4.98
云南省工业投资控股集团有限 责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-25	AA+/ 稳定	2015-07-30			
	2015 年度第一期中期票据	4			AA+	2015-06-25	2015-10-20	5	4.63
	2015 年度第二期中期票据	10			AA+	2015-06-25	2015-11-05	5+N	5.38
重庆力帆控股有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-24	AA/ 稳定	2015-07-06			
	2015 年度第一期中期票据	8			AA	2015-07-06	2015-10-15	3	6.00
岳阳林纸股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-06-30	AA/ 负面	2015-09-09			
	2015 年度第二期短期融资券	3			A-1	2015-09-09	2015-10-29	366 天	4.30
厦门翔业集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-03-30	AAA/ 稳定	2015-07-03			
	2015 年度第一期中期票据	4			AAA	2015-07-03	2015-10-28	3	3.50
中国城市建设控股集团有限公 司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-09-23	AA+/ 稳定	2015-10-22			
	2015 年度第二期中期票据	25			AA+	2015-09-23	2015-11-19	5+N	5.35
中铝宁夏能源集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-28	AA/ 稳定	2015-08-18			
	2015 年度第一期短期融资券	6			A-1	2015-08-18	2015-11-13	366 天	3.35
中国兵器工业集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-24	AAA/ 稳定	2015-09-07			
	2015 年度第一期中期票据	9			AAA	2015-09-07	2015-11-24	5	3.70
新疆生产建设兵团建设工程 (集团) 有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-29	AA/ 稳定	2015-07-10			
	2015 年度第一期短期融资券	6			A-1	2015-07-10	2015-11-02	366 天	3.52
杭州市城市建设发展有限公 司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-04-15	AA+/ 稳定	2015-12-11			
	2015 年度第二期中期票据	5			AA+	2015-08-27	2015-10-13	5+2	4.39
江苏国泰国际集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-10	AA/ 稳定	2015-07-21			
	2015 年度第一期中期票据	4			AA	2015-07-10	2015-10-14	3	4.28
中电投贵州金元集团股份有 限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-11	AA+/ 稳定	2015-06-12			
	2015 年度第二期短期融资券	5			A-1	2015-06-12	2015-10-22	366 天	3.83
江阴市国有资产经营有限公 司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-29	AA/ 稳定	2015-08-20			
	2015 年度第二期短期融资券	8			A-1	2015-08-20	2015-11-16	366 天	3.99
湖南富兴集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-11-27	AA/ 稳定	2015-06-05			
	2015 年度第一期中期票据	6			AA	2015-06-05	2015-11-16	3	6.30
嘉兴市城市投资发展集团有 限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-29	AA+/ 稳定	2015-06-26			
	2015 年度第一期短期融资券	5			A-1	2015-06-26	2015-10-16	366 天	3.48
黑龙江北大荒农垦集团总公 司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-06	AAA/ 稳定	2015-10-20			
	2015 年度第一期中期票据	15			AAA	2015-10-20	2015-11-16	3	4.10
	2015 年度第二期中期票据	15			AAA	2015-10-20	2015-11-24	3+N	5.70
天津市地下铁道集团有限公 司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-02	AAA/ 稳定	2015-11-02			
	2015 年公司债券	25			AAA	2015-07-02	2015-10-15	10	4.27
山东玉皇化工有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-24	AA/ 稳定	2015-10-13			
	2015 年度第四期短期融资券	5			A-1	2015-10-13	2015-11-24	366 天	6.00
	2015 年度第一期中期票据	5			AA	2015-05-25	2015-10-13	3	6.80
江苏省金陵建工集团有限公 司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-07-24	AA/ 稳定	2015-08-21			
	2015 年度第一期中期票据	4			AA	2015-08-21	2015-10-23	3	6.20
安徽省投资集团控股有限公 司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-16	AAA/ 稳定	2015-10-13			
	2015 年度第二期短期融资券	10			A-1	2015-10-13	2015-11-17	366 天	3.39
重庆市江北嘴中央商务区投 资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-14	AA+/ 稳定	2015-07-24			
	2015 年度第二期中期票据	6			AA+	2015-07-14	2015-10-21	5+N	5.35
中广核风电有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-13	AAA/ 稳定	2015-09-23			
	2015 年度第二期中期票据	9			AAA	2015-09-23	2015-11-09	5	3.98
步步高投资集团股份有限公 司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-02-27	AA/ 稳定	2015-06-23			
	2015 年度第一期中期票据	7			AA	2015-01-07	2015-10-15	3+N	6.85
宁德市国有资产投资经营有 限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-13	AA/ 稳定	2015-06-30			
	2015 年度第一期短期融资券	3			A-1	2014-11-25	2015-11-25	366 天	3.74
福建省南平市高速公路有限 责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-03-17	AA/ 稳定	2015-08-13			
	2015 年度第二期短期融资券	5			A-1	2015-08-13	2015-10-16	366 天	3.64

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-27	AA/ 稳定	2015-06-19			
	2015年小微企业扶持债券	6			AA	2015-06-19	2015-11-20	3+1	5.59
永泰能源股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 正面	2015-09-21	AA/ 正面	2015-11-04			
	2015年度第一期中期票据	14			AA	2015-09-21	2015-10-21	3+2	6.18
	2015年度第二期中期票据	14			AA	2015-11-04	2015-11-26	3+2	7.50
中国昊华化工集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2014-07-29	AA/ 稳定	2015-09-09			
	2015年度第一期短期融资券	16			A-1	2015-09-09	2015-10-16	366天	3.95
郴州市城市建设投资发展集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-21	AA/ 稳定	2015-06-29			
	2015年度第一期中期票据	11			AA	2015-05-21	2015-11-18	5	4.94
茂名港集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-06-15	AA-/ 稳定	2015-07-29			
	2015年公司债券	6			AA+	2015-06-15	2015-11-03	5+2	5.24
江苏长电科技股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-09-09	AA-/ 稳定	2015-10-13			
	2015年度第二期短期融资券	3			A-1	2015-09-23	2015-10-13	366天	3.73
	2015年度第三期短期融资券	3			A-1	2015-09-09	2015-10-22	366天	3.73
北京空港科技园区股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-03-27	AA-/ 稳定	2015-09-10			
	2015年度第一期短期融资券	3			A-1	2015-09-10	2015-10-28	366天	4.33
上海大屯能源股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-05-25	AA+/ 稳定	2015-08-19			
	2015年度第二期短期融资券	5			A-1	2015-08-19	2015-10-16	366天	3.85
海宁市城市发展投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-09	AA/ 稳定	2015-07-30			
	2015年度第一期中期票据	10			AA	2015-06-09	2015-11-20	5	4.89
上海华信国际集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-21	AA+/ 稳定	2015-05-25			
	2015年度第一期短期融资券	20			A-1	2015-05-25	2015-09-30	366天	4.38
	2015年度第一期中期票据	20			AA+	2015-05-25	2015-10-30	3	5.00
重庆商业投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-19	AA/ 稳定	2015-07-03			
	2015年度第一期中期票据	10			AA	2015-06-19	2015-11-04	5	4.94
金地(集团)股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-30	AAA/ 稳定	2015-09-07			
	2015年度第三期中期票据	10			AAA	2015-06-17	2015-10-27	5	3.98
	2015年度第四期中期票据	10			AAA	2015-06-30	2015-10-27	5	3.98
深圳市百业源投资有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-11-21	AA+/ 稳定	2015-08-12			
	2015年度第二期短期融资券	7			A-1	2015-08-12	2015-10-15	366天	3.50
福州城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-09-14	AA+/ 稳定	2015-09-28			
	2015年度第二期短期融资券	8			A-1	2015-09-14	2015-11-06	366天	3.44
	2015年度第二期中期票据	5			AA+	2015-09-14	2015-11-02	5	3.98
重庆豪江建设开发有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-09-23	AA/ 稳定	2015-10-22			
	2015年度第二期中期票据	7			AA	2015-10-22	2015-11-11	5	5.50
兰州兰石集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-07-30	AA-/ 稳定	2015-09-28			
	2015年度第二期短期融资券	4			A-1	2015-09-28	2015-10-26	366天	4.87
宿迁市经济开发总公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-19	AA/ 稳定	2015-07-03			
	2015年度第一期中期票据	5			AA	2015-06-19	2015-11-13	5	5.15
长春城投建设投资有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-08-18	AA+/ 稳定	2015-10-13			
	2015年度第二期中期票据	20			AA+	2015-10-13	2015-11-09	5	4.59
北方凌云工业集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-10			
	2015年度第一期中期票据	4			AA+	2015-06-10	2015-11-19	3	4.08
渤海租赁股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-08-21			
	2015年度第一期短期融资券	5			A-1	2015-08-21	2015-10-23	366天	3.72
贵阳公路桥梁工程有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-03			
	2015年公司债券	15			AAA	2015-06-03	2015-10-27	7	4.17

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
国电福建电力有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-05			
	2015 年度第一期短期融资券	2			A-1	2015-06-05	2015-10-20	366 天	3.41
国广环球传媒控股有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-03			
	2015 年度第一期短期融资券	3			A-1	2015-06-03	2015-10-27	366 天	3.39
合肥高新股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-20			
	2015 年度第一期短期融资券	3			A-1	2015-07-20	2015-10-14	366 天	3.84
河南平高电气股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-30	AA+/ 稳定	2015-11-30			
	2015 年度第一期短期融资券	3	A-1	2015-06-30	A-1	2015-11-30	2015-10-14	366 天	3.38
淮安市交通控股有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-01			
	2015 年度第一期中期票据	5			AA	2015-06-01	2015-10-12	3+2	4.60
江苏南通二建集团有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2014-11-11			
	2015 年度第一期中期票据	3			AA-	2014-11-11	2015-11-23	3	6.80
江西省陶瓷工业公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-23			
	2015 年企业债券	10			AA	2015-07-23	2015-11-24	7	5.38
内江市兴元实业有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-04-20			
	2015 年小微企业增信集合债券	5			AA	2015-04-20	2015-10-29	3+1	5.80
内蒙古中电物流路港有限责任公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-07-16			
	2015 年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-07-16	2015-11-26	366 天	3.70
沛县城市投资开发有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-30			
	2015 年公司债券	9			AA	2015-06-30	2015-11-09	7	5.20
平顶山市发展投资公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-14			
	2015 年度第一期短期融资券	3			A-1	2015-09-14	2015-11-24	366 天	3.97
萍乡市汇丰投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-22			
	2015 年度第一期中期票据	8			AA	2015-07-22	2015-11-06	5	5.20
泉州市城建国有资产投资有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-11			
	2015 年度第一期中期票据	5			AA+	2015-06-11	2015-10-27	3	3.69
厦门金圆投资集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-06-16			
	2015 年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-06-16	2015-10-20	366 天	3.31
陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-03-17			
	2015 年公司债券	14			AA	2015-03-17	2015-11-26	7	5.15
深圳欧菲光科技股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-15			
	2015 年度第一期中期票据	8			AA	2015-06-15	2015-11-10	3	5.30
无锡太湖国际科技园投资开发有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-29			
	2015 年度第一期中期票据	7.5			AA	2015-09-29	2015-11-24	5	5.10
武汉金融控股(集团)有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-08-19			
	2015 年度第一期短期融资券	9			A-1	2015-08-19	2015-10-16	366 天	3.46
银川滨河黄河大桥管理有限责任公司	企业主体长期信用				AA+	2015-05-05			
	2015 年项目收益债券	20			AA+	2015-05-05	2015-11-13	10+5+5	5.76
中国华录集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-05-28			
	2015 年度第一期中期票据	5			AA+	2015-05-28	2015-11-05	5	4.18
中国华能集团公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-08			
	2015 年度第三期中期票据	15			AAA	2015-09-08	2015-11-23	15	4.39
中国水利水电第十四工程局有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-07-16			
	2015 年度第一期短期融资券	4			A-1	2015-07-16	2015-11-11	366 天	3.64
中文天地出版传媒股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-11			
	2015 年度第二期中期票据	2			AAA	2015-09-11	2015-10-20	3	3.82
重庆市万盛经开区水务资产经营管理有限公司	2015 年项目收益债券	8			AA	2015-07-02	2015-11-24	3+3+4	6.00

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
重庆市永川区兴永建设发展有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-30			
	2015 年度第一期中期票据	10			AA	2015-06-30	2015-11-02	5	5.00
株洲市湘江风光带建设开发有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-04-14			
	2015 年公司债券	15			AA	2015-04-14	2015-11-24	7	5.39
蓬莱市城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2015-03-17			
	2015 年公司债券	9			AA+	2015-03-17	2015-11-24	7	5.51
汉中市城市建设投资开发有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-08-06	AA/ 稳定	2015-10-20			
	2011 年市政项目建设债	8	AA+	2014-08-06	AA+	2015-10-20	2011-03-14	5+2	7.48
河南省中小企业集合债券	2011 年度第一期集合票据	4.9	AA	2014-11-04	AA	2015-11-10	2011-02-16	3+3	7.80
1 河南大用实业有限公司	企业主体长期信用		BB-/ 负面	2014-11-04	BB-/ 稳定	2015-11-10			
2 南阳普康药业有限公司	企业主体长期信用		B+/ 负面	2014-11-04	CCC/ 负面	2015-11-10			
3 河南平原非标准装备股份有限公司	企业主体长期信用		BBB-/ 稳定	2014-11-04	BBB/ 稳定	2015-11-10			
4 河南新乡华宇电磁线有限公司	企业主体长期信用		BB-/ 负面	2014-11-04	B/ 负面	2015-11-10			
5 新乡市起重机械厂有限公司	企业主体长期信用		BBB-/ 负面	2014-11-04	BB/ 负面	2015-11-10			
嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-28	AA+/ 稳定	2015-10-19			
	2011 年企业债券	18	AA	2014-07-29	AA+	2015-07-28	2011-07-05	5+2	6.80
	2014 年度第一期中期票据	5	AA	2014-07-29	AA+	2015-07-28	2014-05-13	5	7.20
	2015 年度第一期中期票据	7	AA	2014-11-13	AA+	2015-10-19	2015-08-12	5	5.38
太仓市水处理有限责任公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-06-20	AA/ 稳定	2015-11-04			
	2014 年度第一期中期票据	2	AA-	2014-06-20	AA	2015-11-04	2014-05-09	3	7.75
	2013 年度第一期中期票据	3	AA-	2014-06-20	AA	2015-11-04	2013-08-16	3	7.50

注：* 公告内容仅包括 2015 年 10 月 1 日至 2015 年 11 月 30 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信评估有限公司金融机构评级公告

(2015年10月1日至2015年11月30日)*

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
温州银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-20	AA/ 稳定	2015-07-22			
	2015 年二级资本债券	15			AA-	2015-07-20	2015-10-26	5+5	5.00
北京银行股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-28	AAA/ 稳定	2015-09-24			
	2015 年金融债券(第一期) (品种一)	100			AAA	2015-09-24	2015-10-21	3	3.70
	2015 年金融债券(第一期) (品种二)	200			AAA	2015-09-24	2015-10-21	5	4.00
厦门银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-18	AA/ 稳定	2015-10-22			
	2015 年二级资本债券	18			AA-	2015-10-22	2015-11-03	5+5	5.00
兴业证券股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-04-13	AAA/ 稳定	2015-04-29			
	2015 年度第三期短期融资券	25			A-1	2015-04-13	2015-11-26	91 天	3.16
华融证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-09-15	AA+/ 稳定	2015-11-13			
	2015 年度第八期短期融资券	12			A-1	2015-11-13	2015-11-26	90 天	3.15
江苏江南农村商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-09	AA+/ 稳定	2015-07-14			
	2015 年二级资本债券	27			AA	2015-07-09	2015-11-27	5+5	4.88
国都证券有限责任公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-10-16	AA+/ 稳定	2015-11-12			
	2015 年度第六期短期融资券	10			A-1	2015-11-12	2015-11-19	91 天	3.20
兴业金融租赁有限责任公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-05-25	AAA/ 稳定	2015-08-07			
	2015 年第二期金融债券	30			AAA	2015-08-07	2015-10-20	3	3.75

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
国开证券有限责任公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-01	AAA/ 稳定	2015-10-16			
	2015年第二期短期融资券	20			A-1	2015-10-16	2015-10-22	90天	3.20
承德银行股份有限公司	主体长期信用				AA-/ 稳定	2015-11-17			
	2015年二级资本债券	10			A+	2015-11-17	2015-11-25	5+5	5.45
交银金融租赁有限责任公司	主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-11			
	2015年金融债券	40			AAA	2015-09-11	2015-10-16	3	3.80

注：* 公告内容仅包括 2015 年 10 月 1 日至 2015 年 11 月 30 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信评估有限公司资产支持证券评级公告

(2015年10月1日至2015年11月30日) *

发起机构 / 贷款服务 机构	受托机构 / 发行人	证券名称	发行额 (亿元)	占比 (%)	发行 利率 (%)	上次评级		最新评级结果		证券发行 日期	证券法定 到期日
						级别	时间	级别	时间		
盛京银行股份 有限公司	华信信托 有限公司	盛世 2015 年第二期信贷资产证券化信托优先 A1 档资产支持证券	15.00	40.54	3.70			AAA	2015-08-17	2015-10-16	2019-10-17
		盛世 2015 年第二期信贷资产证券化信托优先 A2 档资产支持证券	12.16	32.86	1 年期定期存款利率 +2.23			AAA			
		盛世 2015 年第二期信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	4.45	12.03	1 年期定期存款利率 +2.95			A			
		盛世 2015 年第二期信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	5.39	14.57	-			N/R			
北京银行股份 有限公司	华能贵诚 信托有限 公司	京诚 2015 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券 (A-1 级)	1.70	5.69	3.25			AAA	2015-09-18	2015-10-16	2029-09-26
		京诚 2015 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券 (A-2 级)	24.10	81.61	1 年期定期存款利率 +2.35			AAA			
		京诚 2015 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券 (B 级)	2.10	7.02	1 年期定期存款利率 +3.35			AA-			
		京诚 2015 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券 (次级)	2.00	6.68	-						
汉口银行股份 有限公司	北京国际 信托有限 公司	九通 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 A1 级资产支持证券	12.00	44.90	3.40			AAA	2015-08-14	2015-11-05	2020-04-26
		九通 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 A2 级资产支持证券	6.20	23.20	1 年期贷款基准利率 -0.67			AAA			
		九通 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 B 级资产支持证券	4.43	16.58	1 年期贷款基准利率 -0.25			A			
		九通 2015 年第一期信贷资产证券化信托次级资产支持证券	4.10	15.33	-			N/R			
上海农村商业 银行股份有限 公司	上海国际 信托有限 公司	鑫诚 2015 年第一期信贷资产支持证券优先 A1 档资产支持证券	6.00	37.85	3.40			AAA	2015-10-22	2015-11-09	2020-07-26
		鑫诚 2015 年第一期信贷资产支持证券优先 A2 档资产支持证券	4.10	25.87	1 年期定期存款利率 +2.00			AAA			
		鑫诚 2015 年第一期信贷资产支持证券优先 B 档资产支持证券	2.82	17.79	1 年期定期存款利率 +1.89			AA-			
		鑫诚 2015 年第一期信贷资产支持证券次级档资产支持证券	2.93	18.49	-			N/R			

续上表

发起机构/ 贷款服务 机构	受托机构/ 发行人	证券名称	发行额 (亿元)	占比 (%)	发行 利率 (%)	上次评级		最新评级结果		证券发行 日期	证券法定 到期日	
						级别	时间	级别	时间			
中国银行股份有限公司	华能贵诚信托有限公司	中盈 2015 年第一期信贷资产支持证券优先 A1 档资产支持证券	16.00	35.84	3.30			AAA		2015-10-09	2015-11-10	2021-04-26
		中盈 2015 年第一期信贷资产支持证券优先 A2 档资产支持证券	10.00	22.40	一至五年期贷款利率 -1.25			AAA				
		中盈 2015 年第一期信贷资产支持证券优先 A3 档资产支持证券	7.80	17.47	一至五年期贷款利率 -0.95			AAA				
		中盈 2015 年第一期信贷资产支持证券优先 B 档资产支持证券	5.90	13.22	一至五年期贷款利率 +0.23			A+				
		中盈 2015 年第一期信贷资产支持证券次级档资产支持证券	4.94	11.06	-			N/R				
宁波银行股份有限公司	安徽国元信托有限责任公司	永动 2015 年第一期个人消费贷款优先 A 档资产支持证券	16.28	81.40	1 年期贷款基准利率 -0.87			AAA		2015-10-23	2015-11-11	2018-11-26
		永动 2015 年第一期个人消费贷款优先 B 档资产支持证券	2.36	11.80	1 年期贷款基准利率 +0.44			A				
		永动 2015 年第一期个人消费贷款次级档资产支持证券	1.36	6.80	-			N/R				
国家开发银行股份有限公司	中信信托有限公司	2015 年第八期开元信贷资产支持证券优先档	50.00	100.00	1 年期贷款基准利率 +0.05			AAA	2015-10-12	2015-11-03	2023-10-12	
国家开发银行股份有限公司	中信信托有限公司	2015 年第九期开元信贷资产支持证券优先 A-1 档	34.00	25.26	1 年期贷款基准利率 -0.70			AAA		2015-10-21	2015-11-16	2023-10-12
		2015 年第九期开元信贷资产支持证券优先 A-2 档	33.00	24.52	1 年期贷款基准利率 -0.60			AAA				
		2015 年第九期开元信贷资产支持证券优先 A-3 档	44.90	33.36	1 年期贷款基准利率 -0.35			AAA				
		2015 年第九期开元信贷资产支持证券优先 B 档	12.60	9.36	1 年期贷款基准利率 +1.00			AA				
		2015 年第九期开元信贷资产支持证券次级档	10.11	7.51	-			N/R				
招商银行股份有限公司	华润深国投信托有限公司	和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化信托资产支持证券优先 A1 档	2.00	3.79	3.70			AAA		2015-11-06	2015-11-27	2020-08-26
		和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化信托资产支持证券优先 A2 档	12.00	22.75	3.75			AAA				
		和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化信托资产支持证券优先 A3 档	31.80	60.30	3.95			AAA				
		和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化信托资产支持证券优先 B 档	2.53	4.80	4.10			AA				
		和信 2015 年第二期汽车分期资产证券化信托资产支持证券次级档	4.41	8.36	-			N/R				

注：* 公告内容仅包括 2015 年 10 月 1 日至 2015 年 11 月 30 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息；NR 表示未予评级。

联合信用评级有限公司评级公告

(2015年10月1日至2015年11月30日)*

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
金地(集团)股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-10-13			
	2015年公司债券(第一期)	30			AAA	2015-10-13	2015-10-14	7	4.18
海航投资集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-19			
	2015年公司债券	16			AA+	2015-08-19	2015-10-19	3	5.99
北京顺鑫农业股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-24			
	2015年公司债券(第二期)	10			AA	2015-08-24	2015-10-23	5	4.00
上海大名城企业股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-26			
	2015年公司债券(第一期)	16			AA	2015-08-26	2015-11-03	5	6.98
中国石油化工股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-11-12			
	2015年公司债券(第一期) (品种一)	160			AAA	2015-11-12	2015-11-18	3	3.30
	2015年公司债券(第一期) (品种二)	40			AAA	2015-11-12	2015-11-18	5	3.70
中国南方航空股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-10-27			
	2015年公司债券(第一期) (品种一)	30			AAA	2015-10-27	2015-11-19	5	3.63
中国国际贸易中心股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-10-29			
	2014年公司债券(第二期)	4			AA+	2015-10-29	2015-11-24	3	3.88
珠海华发实业股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-08			
	2015年公司债券(第一期)	30			AA	2015-09-08	2015-11-25	5	4.50
中利科技集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-10			
	2015年公司债券	2.5			AA	2015-09-10	2015-11-27	5	6.50
中铁铁龙集装箱物流股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-10-26			
	2013年公司债券(第二期)	6			AA+	2015-10-26	2015-11-27	3	3.77
浙江省国有资本运营有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-07-29			
	2015年公司债券	16			AAA	2015-07-29	2015-10-16	5	3.78
西安建工(集团)有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-13			
	2015年公司债券	10			AA	2015-05-13	2015-10-19	5	4.50
新光控股集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-16			
	2015年公司债券(第二期)	20			AA	2015-07-16	2015-10-21	5	6.50
山东焦化集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-16			
	2015年公司债券(第二期)	15			AA	2015-10-16	2015-11-04	3	6.80
汕头花园集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-04			
	2015年公司债券(第一期)	20			AA	2015-08-04	2015-11-09	5	7.25
东旭集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-31			
	2015年第二期公司债券	20			AA	2015-08-31	2015-11-12	5	7.00
重庆国信投资控股有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-10-12			
	2015年公司债券(第一期) (品种一)	37			AAA	2015-10-12	2015-11-17	3	3.88
	2015年公司债券(第一期) (品种二)	53			AAA	2015-10-12	2015-11-17	7	4.26
中海地产集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-08-07			
	2015年公司债券(品种一)	70			AAA	2015-08-07	2015-11-18	6	3.40
	2015年公司债券(品种二)	10			AAA	2015-08-07	2015-11-18	7	3.85
景德镇市国有资产经营管理有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-08			
	2015年公司债券(第一期)	5			AA	2015-07-08	2015-11-18	7	5.30
新疆华凌工贸(集团)有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-20			
	2015年公司债券(第一期)	12			AA	2015-07-20	2015-11-20	5	6.50
山东玉皇化工有限公司 公开发行业	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-30			
	2015年公司债券(第一期)	5			AA	2015-10-30	2015-11-20	3	6.35
丰汇租赁有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2015-07-24			
	2015年公司债券(第一期)	4			AA-	2015-07-24	2015-11-26	3	7.80
山西国际电力集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-07-10			
	2015年公司债券(第一期)	30			AAA	2015-07-10	2015-11-26	10	4.29
东北证券股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-08-06			
	2015年公司债券	18			AA+	2015-08-06	2015-11-20	5	4.00

注: * 公告内容仅包括 2015 年 10 月 1 日至 2015 年 11 月 30 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。



天津



联合信用管理有限公司天津分公司是于2005年9月经天津市工商行政管理局核准注册成立的专业信用信息服务机构。

天津分公司曾参与多个国内信用管理指导性文件的制定，为包括金融、建筑、汽车、运输、贸易等行业的多家企业提供了信用管理相关服务。目前主要从事担保机构评级、小额贷款公司评级、借款企业评级、招投标企业信誉评价、非标准债权投资业务分析、保理公司评级等，现服务于各监管机构、商业银行、类金融机构以及各类中小企业等。

天津分公司连续四年两类机构评级在天津市场占有率达50%以上，稳居第一，并得到人行天津分行、天津市金融局及区金融办的高度认可，2013年参与修订了《天津市建筑施工企业信用等级评定办法》。

联合信用拥有全部信用评级资质和自主评级技术、征信系统，且随时借鉴国际著名评级机构的评级技术和经验，为企业和投资者提供评级、征信、咨询等全方位的业务服务。

联系电话：022-58356920

传真号码：022-58356989

通讯地址：天津市和平区曲阜道80号

联合信用大厦4层

邮政编码：300042

网 址：www.lhcis.com

邮 箱：lhtj@lhcis.com

深圳



深圳联合信用管理有限公司是联合信用管理有限公司在华南地区设立的专业信用评级机构。公司成立于2007年3月份，是经中国人民银行深圳市中心支行资格确认，业务覆盖“两广”地区的专业信用信息服务机构。

深圳联合的业务范围包括企业主体信用评级、企业信誉评价、区域信用体系建设、担保机构评级、金融机构全面风险管理、项目投资咨询、上市公司内控咨询及其他信息咨询服务，并依托联合信用母公司在华南地区开展相关资本市场评级业务营销。

深圳联合拥有金融法律类高学历管理人员和丰富评级经验的专职信用分析师多名，能为投资者提供独立、客观、公正的信用评级结果，并与国际著名评级机构共同开展多项评级项目合作与日常业务交流。

联系电话：0755-33982355

传真号码：0755-33982350

通讯地址：广东省深圳市福田区竹子林

求是大厦东座1912

邮政编码：518040

邮 箱：szlh@lhcis.com





编辑部地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

Email: lanhe@lhratings.com

网址: www.lhratings.com