

联合 信用研究

2013年银行间债券市场 违约率与信用等级迁移报告

2013年中期票据市场及利差分析报告

2013年交易所债券市场研究报告

评级行业步入违约率约束时代





联合资信评估有限公司

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）是目前中国最专业的信用评级机构之一，成立于2000年7月，总部设在北京，注册资本3000万元，股东为联合信用管理有限公司和惠誉信用评级有限公司。主要业务领域包括：资本市场信用评级，信用风险咨询。

联合资质齐全，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分析师队伍，致力于为投资者提供客观、公正、科学的信用评级结果，得到监管部门的肯定和认可，并服务了一大批国内特大型央企和地方龙头企业，树立了良好的社会形象，赢得了市场参与各方的广泛肯定，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：对金融及非金融企业主体开展的评级。

债项评级：对金融及非金融企业主体发行的各种证券开展的评级，主要包括：

非金融企业债务融资工具：企业债券、短期融资券、中期票据，集合短期融资券、集合中期票据和集合企业债券以及资产管理公司设立的基础设施债权投资计划等；

金融机构债务融资工具：商业银行、证券公司、财务公司、保险公司等各类金融机构发行的短期融资券、金融债券、次级债券、混合资本债券、优先股等；

结构化融资工具：金融及非金融企业发起设立的结构融资产品，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、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、信托产品等。



2014年第2期 总第82期

2014年4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

编委会 (按姓氏笔画顺序排列)

丁继平 万华伟 马文洛 马新疆
王少波 任红 刘小平 刘化普
刘文良 刘强 刘静 庄建华
朱建红 吴金善 张成 张志军
张学群 张莉 张舒平 李广聪
李丹 李振宇 李萌 杨杰
邵立强 陈东明 陈静 周晓辉
施小纯 郭其阳 高宇欣 常丽娟
黄滨 蒋建国 韩夷 谭劲

编委会主任

王少波

主编

李振宇

本期责任编辑

聂逆

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

内部刊物 仅供参考

版权所有 未经许可不得转载

政策资讯

政策指南

- 01 央行下发《关于商业银行理财产品进入银行间债券市场的有关事项的通知》
- 01 央行：支持新型家庭农场探索公开或私募发债融资
- 02 证监会启动内设机构调整 新增公司债券部等四部门
- 02 人民银行召开2014年征信工作会议
- 02 证监会发布优先股试点管理办法 三类公司可发行
- 02 国务院确定六大措施促资本市场发展

市场动向

- 03 小贷公司资产证券化产品扩容在即
- 03 重庆股份转让中心发行今年首单私募债
- 03 中债登定义城投债及划分标准，拟建相关收益率曲线
- 04 债市地雷引爆 10家机构深陷士达炭素近8亿债务漩涡
- 05 债市迎史上首次违约：超日债8980万利息无法兑付
- 05 全国首只创投债券发行
- 05 证监会调统券商债券持仓 多家资管已清仓低评级债
- 05 债市对外开放获实质进展 境外非金融企业正式发债
- 06 发改委：迄今未发现企业债到期兑付风险
- 06 信用卡资产证券化终落地 招行首发81亿
- 06 超日债违约继续发酵：64家企业发债计划遇阻
- 06 天威债或步超日债后尘 国资股东是否兜底是关键

研究报告

- 07 2013年银行间债券市场违约率与信用等级迁移报告
- 14 2013年中期票据市场及利差分析报告
- 21 2013年企业债券市场与利差分析报告
- 25 2013年交易所债券市场研究报告

评级小贴士

- 20 资产证券化的基本作用

热点评论

- 30 评级行业步入违约率约束时代
- 31 超日债违约标志债券市场发展新起点
- 33 互联网金融对银行业的影响
- 35 《商业银行流动性风险管理办法》解读



报告选编

- 37 上海陆家嘴（集团）有限公司
- 38 广西贺州投资集团有限公司
- 39 永泰能源股份有限公司
- 40 中银国际证券有限责任公司
- 41 招商银行股份有限公司
- 42 广东省粤科金融集团有限公司
- 43 深圳市特发集团有限公司
- 44 厦门国际银行股份有限公司
- 45 云南建工集团有限公司
- 46 内蒙古包钢钢联股份有限公司

市场数据

- 47 宏观经济数据
- 47 债券市场数据

评级公告

- 49 联合资信评估有限公司评级公告
- 54 联合信用评级有限公司评级公告

2013年，在国内经济继续保持弱复苏态势、利率市场化加速推进的大政策背景下，随着债市风暴、市场流动性问题的出现，我国银行间债券市场增速放缓。总体看，2013年我国银行间市场整体信用风险整体可控，但信用风险依然不能忽视，特别是中小企业信用风险值得关注。

P07

日前，“11超日债”未能按时付息，成为我国债券市场首次发生的正式、公开、严格意义上的债券违约事件。从一定意义上说，打破“零违约”的神话，一直是评级机构所期望的，因为只有发生违约才能统计违约率，而只有违约率的存在才能体现信用评级的真实价值。

P30

随着阿里、新浪、腾讯等互联网巨头对金融业的逐步渗透，互联网金融迅速成为了市场的热点。互联网金融以其便捷、高效、贴近市场的服务满足了互联网时代消费者对金融服务的需求，并对传统的银行业务产生了冲击。结合目前互联网金融特点，本文将分析互联网金融的兴起将对传统银行业可能产生的影响。

P33

政策资讯

Policy Guidelines 政策指南



> 央行下发《关于商业银行理财产品进入银行间债券市场的有关事项的通知》

央行近日向 16 家商业银行下发《关于商业银行理财产品进入银行间债券市场的有关事项的通知》（以下简称《通知》），不仅成为银行理财产品得以重返银行间债市的标志，更为重要的是，央行首次发布的此项关于银行理财产品投资债券市场的规定细则，对于整顿银行理财资金池运作模式及利益输送问题具有重要的指导意义。

根据《通知》，符合要求的管理人可以申请在银行间债券市场开设理财产品债券账户。条件包括必须熟悉

银行间债券市场的相关法律和制度；并且具有专门的理财投资管理部门，并与自营部门的资产、人员、制度等完全分离，以及业务操作中前、中、后的完全分离；交易前台、风险控制、清算结算后台完全分离；同时按照成本可算、风险可控、信息充分披露的原则开展理财投资管理业务，实现每只理财产品与所投资资产（标的物）的对应，实现单独管理、建账和核算等。

（摘自金融时报，2014 年 2 月 18 日）

> 央行：支持新型家庭农场探索公开或私募发债融资

央行网站 2 月 21 日发布《中国人民银行关于做好家庭农场等新型农业经营主体金融服务的指导意见》指出，支持符合条件的银行发行金融债券专项用于“三农”贷款，加强对募集资金用途的后续监督管理，有效增加新型农业经营主体信贷资金来源。鼓励支持金融机构选择涉农贷款开展信贷资产证券化试点，盘活存量资金，支持家庭农场等新型农业经营主体发展。

意见强调，人民银行各分支机构要积极推动当地政府出台对家庭农场等新型农业经营主体贷款的风险奖补政策，鼓励有条件的地区由政府出资设立融资性担保公司或在现有融资性担保公司中拿出专项额度，为新型农业经营主体提供贷款担保服务。

（摘自大智慧阿思达克通讯社，2014 年 2 月 21 日）

> 证监会启动内设机构调整 新增公司债券部等四部门

中国证监会内设机构及职能调整正式启幕。证监会将在现有基础上，将8个职能部门合并为4个，同时新设4个部门，总体保持编制总数、内设部门总数不变。其中，将现发行监管部、创业板发行监管部合并为发行监管部；上市公司监管一部、上市公司监管二部合并为上市公司监管部；期货监管一部、期货监管二部合并为

期货监管部；机构监管部、基金监管部合并为证券投资基金监管部。同时，证监会将新设立公司债券监管部、创新业务监管部、私募基金监管部、打击非法证券期货活动局（清理整顿各类交易场所办公室）4个部门。

（摘自上海证券报，2014年2月22日）

> 人民银行召开2014年征信工作会议

人民银行2014年征信工作会议日前在北京召开。人民银行副行长潘功胜要求，2014年要着力开展以下几方面工作：第一，以更加市场化的方式推动我国征信业发展，推进社会信用信息系统建设，深入推进小微企业和农村信用体系建设。第二，加强征信业管理，促进征信市场发展。第三，深入推进评级管理方式改革。按照

转变政府职能的要求，将监管重心更多地放到事中、事后监测上，建立评级机构分类管理机制，发挥市场自律机制作用。全面推广小贷公司和融资性担保公司信用评级。第四，提升金融信用信息基础数据库服务水平。第五，跟踪市场动态，加强研究工作。

（摘自央行网站，2014年2月27日）

> 证监会发布优先股试点管理办法 三类公司可发行

中国证监会今日召开新闻发布会，正式发布《优先股试点管理办法》（下称《办法》）。

《办法》主要内容包括：一是上市公司可以发行优先股，非上市公众公司可以非公开发行优先股。二是三类上市公司可以公开发行优先股：其普通股为上证50指数成份股；以公开发行优先股作为支付手段收购或吸收合并其他上市公司；以减少注册资本为目的回购普通股的，可以公开发行优先股作为支付手段，或者在回购方案实施完毕后，可公开发行不超过回购减资总额的优

先股。三是上市公司发行优先股，可以申请一次核准分次发行。四是公司非公开发行优先股仅向本办法规定的合格投资者发行，每次发行对象不得超过200人，且相同条款的优先股的发行对象累计不得超过200人。五是优先股交易或转让环节的投资者适当性标准应当与发行环节保持一致；非公开发行的相同条款优先股经交易或转让后，投资者不得超过200人。

（摘自上海证券报，2014年3月21日）

> 国务院确定六大措施促资本市场发展

国务院总理李克强3月25日主持召开国务院常务会议，提出健全多层次资本市场体系。会议确定，要规范发展债券市场，发展适合不同投资者群体的多样化债券品种，促进债券跨市场顺畅流转，强化信用监管。要培育私募市场，对依法合规的私募发行不设行政审批，

鼓励和引导创业投资基金支持中小微企业，创新科技金融产品和服务，促进战略性新兴产业发展。要促进中介机构创新发展。放宽业务准入，壮大专业机构投资者，促进互联网金融健康发展，提高证券期货服务业竞争力。

（摘自经济参考报，2014年3月26日）

政策资讯

Market Trends
市场动向

> 小贷公司资产证券化产品扩容在即

证监会1月20日发布的证券公司设立专项资产管理计划的公告显示，邦信小贷和瀚华小贷已于去年底递交发行资产支持证券申请，分别委托东兴证券、银河证券设立专项资产管理计划。证券时报记者获悉，筹备发行资产支持证券的小额贷款公司并不止上述两家小贷公司，还有不少小贷公司也在积极筹备发行资产证券化产

品、拓展资产转让等融资渠道。

据了解，一些地方监管部门也在尝试允许设立小额再贷款公司解决小贷公司的融资难题，甚至有的地方已经逐步放宽小贷公司融资比例不超过50%的规定。

（摘自证券时报，2014年2月7日）

> 重庆股份转让中心发行今年首单私募债

2月，重庆股份转让中心（OTC）宣布，今年首只私募债——重庆市涪陵区商汇小额贷款有限公司（商汇小贷）私募债发行完毕，发行规模4000万元，期限为1年，票面年利率8.5%，这是继去年9月金信小贷公司私募债发行后，重庆OTC的第二单私募债。

本次商汇小贷私募债券由重庆新宏域资本管理有限

公司承销发行，由瀚华担保提供全额（本息合计）无条件不可撤销连带责任保证担保，募集资金全部用于补充公司营运资金，发放小额贷款，支持中小微企业和“三农”经济的发展。

（摘自重庆商报，2014年2月13日）

> 中债登定义城投债及划分标准，拟建相关收益率曲线

中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中债登”）2月25日发布城投债定义及划分标准称，为未来潜在地建立一组中债城投债收益率曲线做铺垫。

一份来自中债登的未公开文件显示，其所称“地方政府投融资平台公司”是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政

府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。

中债登于2月24日发布公告称，现考虑在银行间企业债曲线（2）类线基础上，建立一组中债城投债收益率曲线，关于曲线的划分标准需进一步探讨。

文件显示，城投债发行人原则上应满足发行人为地方国有企业、发行人的主营业务应包含但不限于公益性或准公益性项目两个标准，其中公益性项目是指为社会公共利益服务、不以盈利为目的，资金来源主要为财政补贴，且不能或不宜通过市场化方式运作的政府投资项目。公益性项目包含但不限于城市开发、基础设施建设项目、土地开发项目、公益性住房项目、公益性事业等

四类。

准公益性项目是指为社会公共利益服务，虽不以盈利为目的但可产生较稳定的经营性收入的政府投资项目，包括但不限于公共服务项目、公共交通建设运营项目等两类。

文件并称，从事公益性项目的发行人，其发行的债券可直接认定为城投债；从事准公益性项目，但不从事任何公益性项目的发行人，如其经营性指标满足以下2个条件任意之一，则其发行的债券可被认可为城投债：一是自身现金流无法完全覆盖债务本息，二是比较依赖地方政府财政性补贴。

（摘自大智慧财经，2014年2月25日）

> 债市地雷引爆 10家机构深陷士达炭素近8亿债务漩涡

2月27日，据记者了解，四川广汉士达炭素股份有限公司（以下简称“士达炭素”）目前已经被10家债权人机构告上法庭，涉及贷款金额共计7.85亿元，相关案件将在今年3月集中开庭。另外这些债权人还查封了该公司经营性资产，导致其正常生产经营被迫中断。

2013年4月23日，士达炭素作为四川省2013年度第一期中小企业集合票据发行人之一，从债市募集1.2亿元，期限三年。然而在债券发行仅7个月后，这家企业的基本面就发生重大转变。2013年11月士达炭素的

债务危机开始发酵，当时两家贷款银行因为土地抵押登记分歧对其提起诉讼前保全，相应抵押物被法院查封，进而引起其他金融机构连锁反应。截至2013年底，金融机构查封其资产账面净值合计89480万元，还出现1.09亿元的贷款本金、635.84万元的利息逾期。

2014年4月25日，士达炭素将迎来首个付息日。一旦无法正常付息，中债信用增进公司将要提供全额不可撤销连带责任保证担保。

（摘自21世纪经济报道，2014年2月28日）



> 债市迎史上首次违约：超日债 8980 万利息无法兑付

中国债市终于迎来首单实质性违约。3月4日晚间，上海超日太阳能科技股份有限公司公告称，因公司流动性危机尚未化解，无法按时支付2011年公司债券（“11超日债”）利息。

11超日债的第二期利息原定付息日为2014年3月

7日，利息金额共计人民币8980万元。但4日晚间公告称，限于流动性危机并未解除，公司付息资金仅落实400万，不足应付利息金额的5%。

（摘自第一财经日报，2014年3月5日）

> 全国首只创投债券发行

3月7日，2014年湖南高新创业投资集团有限公司的公司债券正式公开发售，发行规模4.1亿元，募集资金全部用于创业投资基金企业和小微企业股权投资。这是继《国家发展改革委关于加强小微企业融资服务支持小微企业发展的指导意见》颁布之后，全国发行的首只创投债券，是贯彻落实金融支持小微企业发展的重要举措。

“14高新创投债”发行人是湖南高新创业投资集团

有限公司，该公司是湖南省政府独家出资组建的国有创投企业，注册资本20亿元，是湖南省股权投资协会的会长单位，一直位于中国创投先进行列。其中2013年入选中国创业投资机构20强，位居12位。“14高新创投债”主承销商财富证券有限责任公司是湖南省内唯一国有控股的规范类券商。

（摘自上海证券报，2014年3月7日）

> 证监会调统券商债券持仓 多家资管已清仓低评级债

超日风波正影响着监管层的举措。3月12日，券商固收人士透露，由证监会管理的中证资本市场运行统计监测中心（下称中证监测）已要求各家券商上报其自营账户及资管账户所持有的评级在AA以下的信用债持仓情况。而这也意味着，监管层或已提高了对超日债违约所可能产生的关联影响的警戒。

而据记者统计发现，虽有部分券商保有相应持仓比例，但多数券商资管已在去年对该类债券进行减持，这也意味着，超日风波所引发的信用债风险重估对机构影响或较为有限。

（摘自21世纪经济报道，2014年3月13日）

> 债市对外开放获实质进展 境外非金融企业正式发债

3月14日，德国戴姆勒股份公司首期5亿元定向债务融资工具（“14戴姆勒PPN001”）已成功簿记建档，发行期限为1年，发行利率为5.2%，标志着境外非金融企业正式成为我国债券市场的发行主体。“14戴姆勒PPN001”不仅成为我国首只境外非金融企业发行的人民

币债务融资工具，也是今年交易商协会正式建立非金融企业债务融资工具集中簿记建档系统后，首例通过北京金融资产交易所系统成功簿记建档发行的债券。

（摘自上海证券报，2014年3月17日）

> 发改委：迄今未发现企业债到期兑付风险

中国证券报记者3月20日从国家发改委召开的企业债券兑付工作座谈会上获悉，今年约1000亿元到期和回售的企业债券中，已有200亿完成兑付工作。根据各省排查，迄今未发现剩余兑付和回售债券存在偿债风险。

据发改委统计，今年需到期兑付企业债共838亿元，

涉及回售企业债共1388亿元，预计涉及回售债券实际兑付比例较低，估计全年企业债到期和回售的规模约1000亿元。截至目前，各地已完成约200亿元企业债到期兑付，迄今未出现一起企业债偿债违约现象。从座谈会反映情况来看，今年企业债出现偿债风险可能性很低。

（摘自中国证券报，2014年3月21日）

> 信用卡资产证券化终落地 招行首发81亿

近日，招行将招标发行2014年第一、二期的信贷资产证券化信托资产支持证券，共计153.89亿元规模。其中，第一期产品（下称“招行一期”）是国内首款基于信用卡应收账款的资产证券化产品，发行总规模约81.09亿元。

招行一期发行招标书显示，其资产主要是招行个人信用卡下面的汽车分期信贷资产。该资产支持证券的发行总规模约81.09亿元，分为优先A档、优先B档和高收益档资产支持证券，各自占比分别为81%、11%和8%。

（摘自第一财经日报，2014年3月21日）

> 超日债违约继续发酵：64家企业发债计划遇阻

“11超日债”引发了债券市场的“巨震”，不少企业的原定发债因此“搁置”或改变进程。根据中国货币网的统计，截至3月26日，已经有48家企业推迟债券发行计划，包括上市公司和非上市公司，还有16家企业取消了发债计划。经梳理发现，上述变更发债计划的64家企业多为民营企业，发债类型包括短期融资券、中期

票据和企业债券，其中，28家为短期融资券，34家为中期票据，2家为企业债券。至于这些企业延迟发债或取消发债的原因，不少企业表示，是因为市场动荡，在协商利率区间内债券需求认购不足，决定择时重新发行，而也有企业在公告中明确表示是受“11超日债”的影响。

（摘自第一财经日报，2014年3月27日）

> 天威债或步超日债后尘 国资股东是否兜底是关键

2014年3月19日，保定天威保变电气股份有限公司（以下简称“天威”）发布“11天威债”暂停上市的公告，公司2011年发行的公司债券自2014年3月21日起暂停上市，债券简称由“11天威债”更名为“天债暂停”。市场担心天威债会否成为继“超日债”违约后的公司债。

国企股东是否兜底是决定天威债是否违约的关键。公司在2013年3月14日公布了关于“11天威债”将按

期支付债券利息的提示性公告，因此，短期的利息支付应该不会出现问题。但是后续天威债是否发生违约，还要看企业盈利能力是否能够得到改善，和股东的支持情况。和上海超日民企背景不同的是，天威具有国有企业股东背景，其实际控制人是兵装集团。

（摘自上海证券报，2014年3月28日）

研究报告

Research Report

2013 年银行间债券市场 违约率与信用等级迁移报告

联合资信评估有限公司 聂 逆



2013年，在国内经济继续保持弱复苏态势、利率市场化加速推进的大政策背景下，随着债市风暴、市场流动性问题的出现，我国银行间债券市场增速放缓。从信用风险角度看，相较上年，2013年银行间债券市场暴露出的信用风险事件较少，没有债券发生违约，债券违约率依然为零；债券发行人违约事件发生5起，发行人主体违约率为0.23%¹。从信用等级调整情况看，2013年银行间债券市场发行人主体信用评级的稳定性较上年有所上升，信用等级调整仍呈现整体调升趋势，但调升趋势有所减缓，主要表现为信用等级调升率下降至4.87%，信用等级调降率上升至1.88%，调降家数由上年的33家上升至56家，列入评级观察名单的发行人家数也有明显增加。对于评级展望的调整，2013年评级展望调整率有所下降，但相比信用等级调整，评级展望调整数量依然较少。

总体看，2013年我国银行间市场整体信用风险整体可控，但信用风险依然不能忽视，特别是中小企业

信用风险值得关注。评级机构虽然加大了评级调降力度，但评级调整仍以调升为主，评级调整逆周期现象犹存，信用评级的准确性和连续性仍有待改善。

一、违约率统计

2013年4月下旬开始，国务院多部委针对银行间债市开展联合“打黑”行动，对债券市场进行了整顿。债市的相关监管部门在债券发行、交易及其他监管环节也不断更新设计，在提升效率的同时，加强了风险防范力度。受此影响，2013年我国银行间债券市场整体信用状况良好，整体信用风险可控。但2013年我国银行间债券市

¹ 本文统计样本为短期融资券、中期票据、企业债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券、集合票据和资产支持证券以及其发行主体。

场仍发生了多起中小企业信用风险事件，中小企业信用风险值得关注。

我们对违约的定义分为债券违约和发行人主体违约，具体的判定标准见附录。2013年我国银行间债券市场发生的违约事件主要表现为两种情况²，一是债券发行人未能履行募集说明书中偿债保障条款约定，二是债券发行人其他债务发生违约。事件概况及判定结果如下：

1、2013年下半年，作为上海杨浦中小企业2011年度第一期集合票据³的联合发行人之一，上海同捷科技股份有限公司，依照募集说明书偿付安排，应在到期兑付日前3个月（2013年10月23日）和到期兑付日前1个月（节假日顺延至2013年12月23日），分别将10%和20%的应付本金合计3000万元存入偿

债专户，但其因现金流紧张、短期偿债压力大而未能履行合约。

2、上海浦东新区2011年度第一期“张江科技型中小企业”集合票据⁴的联合发行人之一，上海莱必泰数控机床股份有限公司，按照募集说明书偿付安排，应在到期兑付日前120个自然日（2013年10月28日）、前90个自然日（2013年11月27日）和前60个自然日（2013年12月27日），分别将不低于应付本金和当期应付利息之和的20%、40%和60%的资金存入偿债资金账户，但也未能履行合约。

根据违约定义，由于上述两期债券在2013年尚未到期，并且皆具有担保，因此可判定这两期债券在2013年未发生违约。上述提及的两家债务人在2013年未能按照合约规定及时将应偿付资金存入偿债专

表1 2012-2013年银行间债券市场发行人主体违约率统计

发行人主体级别	2012年			2013年		
	期初发行人数量(家)	违约发行人数量(家)	违约率(%)	期初发行人数量(家)	违约发行人数量(家)	违约率(%)
AAA	209	0	0.00	283	0	0.00
AA+	229	0	0.00	339	0	0.00
AA	411	1	0.24	751	0	0.00
AA-	269	1	0.37	395	0	0.00
A+	67	0	0.00	81	0	0.00
A	27	0	0.00	21	0	0.00
A-	38	0	0.00	43	2	4.65
BBB+	47	1	2.13	51	1	1.96
BBB	52	3	5.77	103	1	0.97
BBB-	52	0	0.00	72	1	1.39
BB+	15	1	6.67	26	0	0.00
BB	3	0	0.00	3	0	0.00
B	0	0	0.00	1	0	0.00
B-	0	0	0.00	1	0	0.00
CC	0	0	0.00	1	0	0.00
总计	1419	7	0.49	2171	5	0.23

注：1. 发行人统计样本为当年年初具有主体信用级别的短期融资券、中期票据、企业债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体；发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限，发行人主体级别为当年年初级别；当发行人具有双评级或多评级且级别不同时，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；

2. 发行人主体违约率 = 当年发生违约的发行人家数 / 期初发行人家数。

资料来源：联合资信整理。

² 我们通过查看发行人发布的重大事项公告、主体信用等级被大幅下调或列入评级观察名单的公告、债券市场价格出现大幅下跌及市场普遍关注的风险事件的新闻资料，统计出违约风险事件，并根据我们的违约定义进行债券违约和发行人主体违约判定。

³ 上海杨浦中小企业2011年第一期集合票据（债券简称“11杨浦 SMECN1”），发行金额3.35亿元，期限3年，到期兑付日为2014年1月21日，由中国投融资担保有限公司提供担保。

⁴ 上海浦东新区2011年度第一期“张江科技型中小企业”集合票据（债券简称“11张江 SMECN1”），发行金额7亿元，期限3年，到期兑付日为2014年2月25日，由上海市再担保有限公司提供担保。

用账户，未履行偿债保障条款内容，构成发行人主体违约。

3、常州市 2011 年度第一期中小企业集合票据⁵的联合发行人之一，顶呱呱彩棉服饰有限公司，在 2012 年发生担保代偿事件后，2013 年公司经营情况仍然未见好转，营业收入同比大幅下降并出现亏损，截至 2013 年 7 月 10 日，公司共有 7 笔共计 9800 万元的未结清不良信贷和剩余 8 笔余额合计 4427664.59 元的欠息记录。

另一家联合发行人之一，苏州旺达纸业股份有限公司，2013 年由于产能过剩、生产成本增加，公司已全面停产，造成偿债资金不足。由于涉及欠款 75 万元，公司被金坛市荣盛建材厂起诉，并被列入全国失信被执行人名单。然而，2013 年 11 月 29 日，该债券如期兑付，上述两家企业未发生担保代偿事件。

4、四川省 2013 年度第一期中小企业集合票据⁶的联合发行人之一，四川广汉士达碳素股份有限公司，自 2013 年 11 月以来，涉及多家贷款机构诉前保全、法院查封资产等重大事项，生产经营被中断。公司及其子公司 2013 年 12 月欠付利息金额合计 635.84 万元，截至 2013 年 12 月末，公司被贷款机构查封的资产账面净值合计 89480 万元，除此之外，还有公司持有的其两家子公司的股权被查封冻结。

根据违约定义，上述两期中小企业集合票据在 2013 年也未发生违约。但根据交叉违约的定义标准，上述提及的三家债务人在 2013 年均发生了其他债务违约，偿债能力明显不足，构成发行人主体违约。

基于上述违约判定标准，2013 年我国银行间债券市场的债券违约率为 0（2012 年按宽松标准统计的债券违约率为 0，按严格标准统计的债券违约率为 0.17%）⁷，发行人主体违约率为 0.23%，低于上年的 0.49%。各级别违约率情况见表 1。

与国际债券市场相比（国际债券市场情况见附表 1），2013 年我国银行间债券市场的违约率较低，但发生发行人主体违约的全是投资级发行人，而国际三大评级机构所评的发行人主体发生违约的几乎都是投

机级别发行人，说明我国银行间债券发行人主体评级的准确性不足。

二、信用等级迁移统计

（一）信用等级调整情况⁸

1. 发行人主体信用等级分布情况

2013 年，我国银行间债券市场发行人主体信用等级分布更加宽泛（参见附图 1），但信用等级主要还是集中在投资级别（BBB- 级及以上级别），投资级别数量占评级总数量的 98.52%，与上年大致相同。其中，AA- 级及以上级别数量占评级总数量的 62.99%，占比较上年有所上升。

2. 发行人主体信用等级调升趋势有所减缓，评级稳定性有所改善

2013 年，我国银行间债券市场发行人主体信用等级调升率为 4.87%，调降率为 1.88%，分别较上年下降 0.91 个百分点和上升 0.54 个百分点，信用等级波动性比率为 6.74%，较上年下降 0.39 个百分点。2013 年我国银行间市场共有 21 家债券发行主体被评级机构列入评级观察名单，较上年的 9 家大幅增加⁹；截至 2013 年末，尚有 7 家发行人主体评级尚未撤出评级观察名单，其余发行人主体评级在撤出观察名单后，有 3 家发行人主体信用级别被下调，1 家发行人评级展望被下调，10 家发行人主体信用级别及展望未调整。整体看，2013 年银行间债券市场发行人主体信用等级仍呈现调升态势，但调升趋势有所减缓，调降率有所上升，信用等级的波动性有所降低，评级稳定性有所加强。

在样本量较多的信用级别中，AA- 级及以上级别的调升率均有所下降，调降率均有所上升，特别是 AAA 级别出现了调降，反映出较高信用级别的发行主体的整体信用状况有所下降；A- 级及以上级别均呈调升态势，BBB+ 级及以下级别均呈调降态势，且 A-

⁵常州市 2011 年度第一期中小企业集合票据（债券简称“11 常州中小 SMECNH001”），发行金额 4.6 亿元，期限 2 年，到期兑付日为 2013 年 11 月 29 日，由中债信用增进投资股份有限公司提供担保。

⁶四川省 2013 年度第一期中小企业集合票据（债券简称“13 四川 SMECN1”），发行金额 3.2 亿元，期限 3 年，到期兑付日为 2016 年 4 月 25 日，由中债信用增进投资股份有限公司提供担保。

⁷债券统计样本为当年年初具有债项信用等级的债券，债券违约率 = 当年发生违约的债券期数 / 年初债券期数。

⁸信用等级调整统计包括当年存续完整年度、年内新发和年内到期的债券的发行人主体信用等级调整，包括等级多调和回调；当发行人主体具有双评级或多评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被计数多次。年内新发债券的发行人主体信用等级统计以发行日为期初，发行时的信用等级为期初等级。年内到期债券的发行人主体信用等级统计以到期日为期末，到期时的信用等级为期末等级。

⁹数据来源于中国货币网和中国债券信息网。

表 2 2012-2013 年银行间债券市场发行主体信用级别调整统计

主体信用级别	2012 年				2013 年			
	期初样本 (个)	调升率 (%)	调降率 (%)	波动性比率 (%)	期初样本 (个)	调升率 (%)	调降率 (%)	波动性比率 (%)
AAA	293	NA	0.00	0.00	348	NA	0.57	0.57
AA+	347	4.32	0.58	4.90	436	2.75	1.38	4.13
AA	780	4.36	0.26	4.62	1093	3.11	0.91	4.03
AA-	508	11.22	0.20	11.42	590	10.85	1.19	12.03
A+	144	14.58	0.69	15.28	126	11.11	0.00	11.11
A	35	8.57	11.43	20.00	25	12.00	4.00	16.00
A-	50	2.00	4.00	6.00	49	18.37	12.24	30.61
BBB+	70	1.43	11.43	12.86	62	3.23	12.90	16.13
BBB	112	1.79	7.14	8.93	120	4.17	5.83	10.00
BBB-	82	7.32	4.88	12.20	87	1.15	5.75	6.90
BB+	29	3.45	3.45	6.90	33	3.03	12.12	15.15
BB	4	25.00	0.00	25.00	8	0.00	0.00	0.00
B	1	0.00	0.00	0.00	1	0.00	0.00	0.00
B-	0	NA	NA	NA	1	0.00	0.00	0.00
CC	0	NA	NA	NA	1	0.00	0.00	0.00
总计	2455	5.78	1.34	7.13	2980	4.87	1.88	6.74

注：调升（或调降）率 = 信用等级调升（或调降）数量 / 期初评级总数量；波动性比率 = (评级上调数量 + 评级下调数量) / 期初评级总数量；NA 表示不适用。

资料来源：联合资信整理

级及下级别的波动性有所上升，反映出较低信用等级发行人的信用状况变动较大，特别是 A- 级别的波动性比率由上年度的 6.00% 大幅上升至 30.61%，其调升率和调降率均有明显变化。

出现上述现象的原因主要为两个方面：一是，2013 年宏观经济形势整体上由下行转为稳定向好，部分行业景气度有所回升，但产能过剩行业仍然经营困难，特别是中小企业（发行人主体级别为 A- 级及以下级别）易受宏观经济和行业景气度的影响，信用状况变化较大；二是，2013 年 1 月银行间市场交易商协会发布了《非金融企业债务融资工具信用评级业务自律指引》，加强了对评级机构的审查和监管力度，使评级机构的评级行为更趋客观、谨慎，跟踪评级和评级调整的及时性和连续性状况有所改善。

与国际债券市场相比，2013 年我国银行间债券市场的上调率和下调率均较低，但我们通过对比国内、外各信用级别调整情况发现，我国银行间债券市场投资级发行人主体的信用等级的评级调整率偏高，特别

是上调率偏高。

（二）信用等级迁移矩阵¹⁰

1. 信用等级迁移范围更宽，迁移方向更趋多元化，但信用等级调整仍以调升为主

从发行人主体信用等级一年期迁移情况看，从 2013 年年初至年末，A- 级迁移率最高，超过 40%；其次为 A 级、BBB+ 级和 BB+ 级，迁移率超过 20%；AA- 级、A+ 级、BBB 级和 BBB- 级的迁移率超过 10%。从迁移范围看，A- 级及以下级别的迁移范围（如有调整）均在 3 个子级以上，迁移范围相对较宽。

从发行人主体信用等级三年期迁移情况看，从 2011 年年初至 2013 年年末，有一半以上的 A+ 级、AA- 级和 A 级发生了迁移，迁移率分别高达 68.18%、61.74% 和 53.85%，BBB+ 级和 BBB- 级的迁移率达到或超过 40%，A- 级、BB+ 级和 AA+ 级的

¹⁰ 信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法，即只对期初和期末均有效的发行人主体信用等级从期初到期末的变动情况进行统计，不包括期间新发债券和债券在期间到期的发行主体的级别统计，亦不考虑期间等级多调和等级回调的情况；发行人主体信用等级有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限。

2013 年银行间债券市场违约率与信用等级迁移报告

表 3 2013 年银行间债券市场发行主体信用等级一年期迁移矩阵 (单位 %)

期初 \ 期末	样本数 (个)	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	CC
AAA	278	99.28	0.72	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AA+	321	3.43	94.70	1.87	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AA	700	-	3.43	95.14	1.43	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AA-	318	-	-	16.35	82.39	0.94	-	-	-	-	-	-	-	0.31	-	-	-
A+	43	-	-	-	11.63	88.37	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A	15	-	-	-	-	20.00	73.33	6.67	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A-	32	-	-	-	-	6.25	15.63	59.38	15.63	-	-	-	-	-	-	-	3.13
BBB+	32	-	-	-	-	-	-	6.25	78.13	9.38	3.13	-	-	-	-	3.13	-
BBB	86	-	-	-	-	-	-	-	5.81	87.21	2.33	3.49	1.16	-	-	-	-
BBB-	55	-	-	-	-	-	-	-	-	1.82	89.09	5.45	3.64	-	-	-	-
BB+	23	-	-	-	-	-	-	-	-	4.35	-	78.26	17.39	-	-	-	-
BB	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-
BB-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B+	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-
CC	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

资料来源：联合资信整理

表 4 2011-2013 年银行间债券市场发行主体信用等级三年期迁移矩阵 (单位 %)

期初 \ 期末	样本数 (个)	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B-	CC
AAA	195	99.49	0.51	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AA+	130	26.92	70.00	1.54	1.54	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AA	219	0.46	27.40	70.32	1.83	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AA-	115	-	5.22	55.65	38.26	-	-	-	-	-	-	-	-	0.87	-	-
A+	22	-	-	18.18	50.00	31.82	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A	13	-	-	-	23.08	15.38	46.15	7.69	7.69	-	-	-	-	-	-	-
A-	9	-	-	-	-	11.11	11.11	66.67	11.11	-	-	-	-	-	-	-
BBB+	14	-	-	-	-	-	-	7.14	57.14	14.29	7.14	-	7.14	-	-	7.14
BBB	10	-	-	-	-	-	-	-	80.00	10.00	10.00	-	-	-	-	-
BBB-	10	-	-	-	-	-	-	10.00	10.00	-	60.00	10.00	-	-	10.00	-
BB+	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33.33	66.67	-	-	-	-
BB	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BB-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CC	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：联合资信整理

表 5 2013 年发行人主体信用等级发生大跨度评级调整情况

发行人名称	期初级别	展望	期末级别	展望	调整时间	期间调整情况
中冶纸业集团有限公司	AA-	稳定	BB-	稳定	2013-07-03	无
赛维 LDK 太阳能有限公司	BBB+	负面	B+	负面	2013-09-16	无
上海同捷科技股份有限公司	A-	观望	B	负面	2013-12-23	2013/7/11 A-(观望)调整为 A-(负面)

资料来源：联合资信整理

表 6 2012-2013 年发行人主体评级展望调整统计

2012 年			2013 年		
样本数 (个)	调升率 (%)	调降率 (%)	样本数 (个)	调升率 (%)	调降率 (%)
2407	0.71	1.79	2914	0.41	1.61

注：1. 评级展望调整统计包括所有所发债券在年内存续的发行人主体评级展望，包括展望多次调整和回调的情况；2. “观望”仅为一家评级机构的评级展望类型，故表格中剔除这一类型，统计样本中亦不包括无展望的样本。3. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面则视为调升，反之视为调降。

资料来源：联合资信整理

迁移率达到或超过 30%，BBB 级和 AA 级的迁移率在 20% 或以上，AAA 级的迁移率较低，仅为 0.51%。从迁移范围看，AA- 级、A 级、BBB+ 级和 BBB- 级的迁移范围超过 4 个子级以上，迁移范围相对较宽。从迁移方向看，A- 级及以上级别的调升率较高，呈现明显的调升趋势，其中 A+ 级和 AA- 级呈单调调升，调升率分别高达 68.18% 和 60.87%。在宏观经济下行、市场景气度不佳的背景下，近三年评级机构对对较高信用等级主体的级别调整表现出逆周期现象，评级行为需要进一步谨慎化。

2. 仍存在大跨度评级调整现象¹¹

从 2013 年发行主体信用等级一年期迁移矩阵来看，2013 年共有 3 个发行人主体信用等级发生大跨度评级调整（见表 5），大跨度评级调整率为 0.16%，大跨度评级调整率与上年相同。大跨度评级调整的发生，反映上述 3 家发行人主体信用评级的准确性和稳定性较差，评级调整活动不及时、不连续。

（三）评级展望调整情况¹²

1. 评级展望调整率有所下降

2013 年期初，银行间市场债券发行人主体信用等级展望为正面的数量为 35 个，展望为稳定的数量为 2857 个，展望为负面的为 64 个，展望为观望¹³的数量为 13 个，无展望的数量为 11 个。到期末，发行人主体信用评级展望为正面的数量为 25 个，展望为稳定的数量为 2814 个，展望为负面的数量为 117 个，展望为观望的数量为 7 个，无展望的数量为 15 个。剔除无展望、展望为观望、期初至期末信用等级和展望均发生变化的样本，2013 年评级展望共发生 12 次调升和 47 次调降（包括展望多调和回调），调升率和调降率分别为 0.41% 和 1.61%，调升率和调降率均较上年度有所下降。相比信用等级调整，2013 年发行人主体信用评级展望的调整比率较低，表明评级机构对受评对象信用状况的变化主要以信用级别调整进行评价和揭示。

2. 评级展望调整质量有所改善

2013 年共有 2 家发行人主体信用等级与展望发生多次调整，多调数量较上年有所减少。这 2 家发行人主体的评级展望调整后 6 个月内，其信用等级均向评级展望调整方向发生了调整，未出现评级展望调整与级别调整趋势相悖或评级展望回调的现象，评级展望与信用等级调整的连续性较好。

¹¹ 大跨度评级调整指在统计期内（通常为一年）评级调整不连续，发生间隔三个或三个以上子级调整。如：企业 E 在时间 t 的信用评级为 AA，在时间 t+1 时的评级下调至 A-，信用等级调整未经过 AA-、A+ 和 A，评级调整发生大跨度改变。大跨度评级调整率 = 发生大跨度评级调整的数量 / 评级总数量。

¹² 评级展望调整统计基于信用等级调整统计的样本，即包括年内存续、新发和到期的债券的发行人主体的评级展望统计。年内新发债券的发行人主体评级展望统计以发行日期为初，发行时的评级展望为期初展望。年内到期债券的发行人主体评级展望统计以到期日期为末，到期时的评级展望为期末展望。

¹³ “观望”是上海新世纪资信评估投资服务有限公司的评级展望类型，指依据现有信息，主体信用级别既有可能调升也有可能调降。

附录：

1. 债券违约定义：

(1) 以宽松的违约定义标准衡量

联合资信认为宽松的债券违约定义标准是：债券未能如期兑付且在宽限期内（通常 1-2 个工作日）未及时调整的情况视为债券违约。

(2) 以严格的违约定义标准衡量

根据国际上通行的债券违约定义和我国银行间债券市场对违约事件的定义，联合资信认为的严格的违约定义标准是，债务人发生下列任何一种情况均视其发行的债券违约：一是债务人未能按照合约规定支付或延期支付借款本金和 / 或利息，包括在宽限期内的延期支付；二是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显地帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形

包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；三是债务人申请破产或进入破产清算程序，被接管，被停业或关闭；四是债务人不能清偿到期债务并且资产不足以清偿全部债务，明显缺乏清偿能力或书面承认其无力偿还到期债务；五是债务人的其他金融债务发生违约，如对商业银行的实质性信贷债务逾期 90 天以上。但是如果债券具有担保，在债务人发生上述三、四或五的情况时，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券不被视为违约。

2. 发行人主体违约定义：

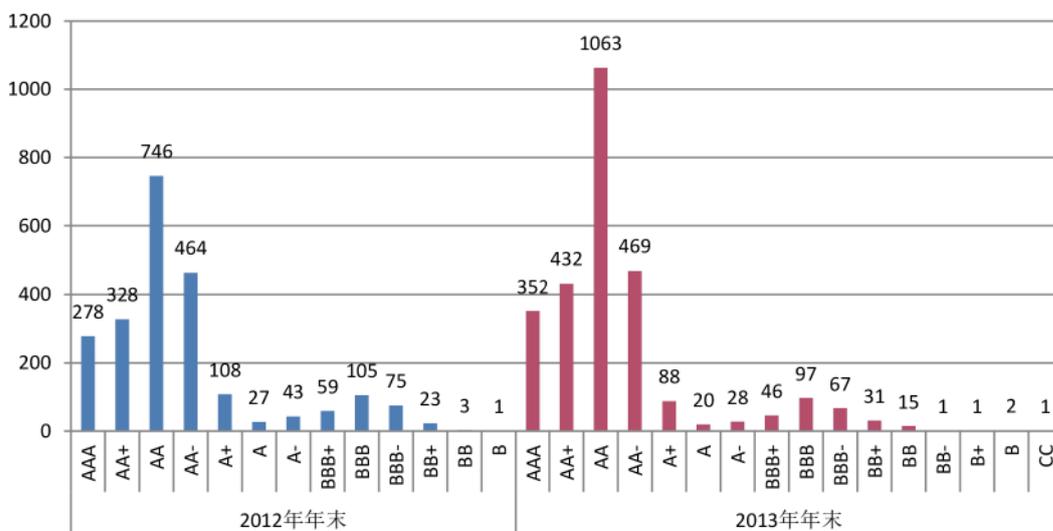
如果从发行人主体信用质量的角度考虑，我们认为债务人发生上述严格的债券违约定义中的任何一种情况，可判定为债务人主体发生违约。

附表 1 2013 年国际三大评级机构全球企业评级表现

	标普	穆迪	惠誉
违约率 (%)	0.93	0.46	0.49
上调率 (%)	11.46	6.86	7.04
下调率 (%)	9.31	10.51	9.74

注：1. 统计对象为三大评级机构给予长期评级的全球范围的债券发行企业，包括非金融企业和金融企业；信用评级调整只统计长期信用评级；2. 统计方法采用 Cohort 法，违约率计算方法按发行人家数计算。

资料来源：ESMA



资料来源：联合资信整理

附图 1 2012-2013 年银行间债券市场发行主体信用等级分布

2013 年中期票据市场及利差分析报告

联合资信评估有限公司 伦杭 李丹



一、中期票据发行市场情况¹

1. 中票发行市场环境

(1) 债市整顿对债券发行市场影响较大

2013 年 4 月下旬开始，国务院多部委针对银行间债市开展联合“打黑”行动，对债券市场进行了整顿。债市的相关监管部门在债券发行、交易及其他监管环节也不断更新设计。至 11 月，中共中央公布十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，“发展并规范债券市场，提高直接融资比重。”债券市场整体规范化发展被纳入中央顶层决策。债券市场的持续整顿对债券发行市场产生了较大影响。

(2) 发行成本上升使得中长期债券发行量下降

2013 年 1-5 月，资本市场资金面较为宽松，市场流动性较好，债券发行成本处于较低水平，各

类债券发行量大幅增加。从 2013 年 6 月下旬开始，银行出现了“钱荒”，市场资金面开始收窄，市场流动性严重紧张，债券发行成本陡然上升。2013 年下半年，债券市场发行成本较上半年有显著上升，特别是第四季度，市场流动性再次出现严重紧张，债券发行成本上升至全年最高水平。面对较高的融资成本压力，2013 年下半年，企业在债务配置上多青睐选择滚动发行短期债券和分期发行中长期债券的融资方式，使得中长期债券的发行量明显下降。2013 年，短期融资券发行量有所增加，中期票据、企业债券和金融债券的发行量均有所下降。

(3) 2013 年债券市场相关政策的出台对中票的发行影响较大

2013 年 3 月，为了控制信贷资产、信托贷款和委托债权等商业银行非标债权资产业务的迅速增长，银监会出台了《中国银监会关于规范商业银行理财业务投

¹ 中期票据以下简称“中票”，统计期间以中票的起息日为准。

资运作有关问题的通知》，使得中票的需求量在 4、5 月份显著增加。进入第三季度，监管层对城投债的审批趋严，国家开始对地方政府进行债务审计，使得城投类信用债的发行量大幅减少，进一步导致中票的发行量缩减。2013 年 6 月 17 日起，中票登记托管业务由此前的中央国债登记结算有限责任公司（中债登）转移到银行间市场清算所股份有限公司（上清所）办理。此项业务的转移反映了央行加强银行间债券市场的规范管理，同时使二者在分工上更加明确，中债登专注于国债、央票和金融债，而上清所负责企业类信用债券业务。

2. 中票发行主体家数、发行期数与发行规模

本年度，银行间债券市场共有 442 家² 发行主体共发行中票（含集合票据）³，541 期，发行规模共计 7024.73 亿元，较上年分别下降 9.80%、11.17% 和 17.58%；平均单笔发行规模由上年的 14.00 亿元下降至 12.99 亿元，降幅为 7.29%。剔除集合票据，本年度共有 415 家发行主体共发行中票 510 期，发行规模达 6958.34 亿元，较上年分别下降 7.57%、9.57% 和 17.39%。集合票据方面，共有 90 家⁴ 中小企业参与发行集合票据 31 期，发行规模为 66.39 亿元，发行家数、期数和规模均较上年下降 30% 左右，降幅明显。

截至本年度末，银行间债券市场存续中票共 1803 期，存续中票总额达 29030.30 亿元。

2013 年 1 月，国内首只 15 年期中票发行，也是迄今为止发行期限最长的中票；2013 年 5 月，浙江省杭州市 2013 年第一期区域集优中小企业非公开定向票据发行，这是全国首只采用非公开定向方式发行的中小企业集合票据；2013 年 12 月，国内首只永续中

票发行，发行规模为 10 亿元，前 5 个计息年度的票面利率为 6.60%，该利率首次采取以银行间固定利率国债到期收益率为基准利率，是对十八届三中全会《决定》中提出“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”的实质性推进；2013 年 12 月，国内首只以美元计价的中票发行，发行规模 2 亿美元，发行期限 3 年，票面利率 3.35%。不同类型中票的相继推出使得企业可运用的债务融资工具不断丰富，同时也促进了债券市场的发展壮大。

与上年相比，本年度中票的发行主体家数、发行期数和发行规模均有不同程度的下降，主要是受下半年债券市场整体呈现资金趋紧、利率呈上升态势等环境的影响，中票发行利率上升，发行成本增加，导致潜在的发行主体缩减发行规模或延期发行或选择其他发行成本较低的融资途径，其中发行成本的上升对于集合票据的影响最大。

3. 中票发行规模分布

从发行规模区间分布情况看，按发行期数统计，本年度中票发行额为 5 亿元以内的中票发行期数最多，占总发行期数的 40.67%。本年度中票发行期数仍然呈现随着发行规模的增大而减少格局，其中发行规模在 50~100 亿元和 100 亿元以上的中票发行期数降幅较大。

4. 中票发行期限

从发行期限来看，本年度发行的中票仍以 3 年期和 5 年期为主，发行期数分别为 222 期和 262 期，占总发行期数的 41.04% 和 48.43%；发行规模分别为 2057.56 亿元和 3560.70 亿元，占发行总额的 29.29%

表 1 2012~2013 年中票发行基本情况

项目	2012 年			2013 年					
	期数 (期)	规模 (亿元)	家数 (家)	期数 (期)	期数同比 (%)	规模 (亿元)	规模同比 (%)	家数 (家)	家数同比 (%)
中期票据	564	8423.30	449	510	-9.57	6958.34	-17.39	415	-7.57
集合票据	45	100.00	140	31	-31.11	66.39	-33.61	90	-35.71
合计	609	8523.3	490	541	-11.17	7024.73	-17.58	442	-9.80

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理。

² 1 期集合票据按 1 家主体计算；

³ 除以下 5、8 和 10 小节外，其余小节中提到的中票也均包含集合票据；

⁴ 按实际集合票据的发行主体统计。

和 50.69%。7 年期及以下各期限中票均有发行；与上年相比，2 年期和 10 年期中票的发行数量和规模下降明显，特殊期限中票⁵的发行数量和规模增长明显。本年度我国银行间债券市场首次发行 15 年期中票，且发行主体全部为地方国有企业。

5. 中票发行主体企业性质

与上年相比，本年度中票的发行企业仍主要以中央和地方国有企业为主，二者合计的发行期数、发行规模和发行家数分别占本年度总发行期数、发行规模和发行家数的 78.43%、88.75% 和 78.55%，占比较上年均有不同程度的下降。

与国有企业中票发行情况相反，本年度集体企业、民营企业和其他企业⁶所发中票的发行期数、发行规模和发行家数与上年相比均有不同程度的上升，其中民营企业的发行期数和发行家数较上年分别增加 25.49% 和 26.19%，发行规模同比增长 6.7%，民营企业所发中票呈现多期小额发行的特征。除此之外，集体企业所发中票的规模和期数增幅也较大。而中外合资企业的发行期数、发行规模和发行家数较上年均有所下降，分别下降 38.10%、38.11% 和 26.67%，可能与部分中外合资企业转换融资方式有关（比如选择短期融资方式，中外合资企业本年度短期融资券发行期数和发行规模较上年分别上升 172.73% 和 117.50%）。

6. 中票担保情况

本年度采用外部担保方式发行中票的共有 45 期，担保总额为 160.19 亿元，较上年分别减少 35.71% 和 45.16%；其中集合票据为 31 期，且增信方式均为不可撤销连带责任担保。对中票进行担保的担保人的主体信用等级均在 AA+ 级以上，且以 AAA 级为主。

此外，与上年集合票据的信用等级涵盖 AAA~A- 级有所不同，本年度集合票据的债项级别全部为 AAA 级，主要是因为本年度只有一家主体级别为 AAA 级的担保主体（中债信用增进投资股份有限公司）担保的集合票据有发行。

7. 中票承销情况⁷

本年度，共有 27 家主承销商参与承销中票发行，较上年新增 3 家，分别为国泰君安证券、华泰证券和中信建投证券，其中有 229 期中票采用了联合主承销商的方式发行，与上年相比增加 6.02%。受发行规模和发行期数整体下降的影响，本年度各承销商的承销规模和承销期数普遍有不同程度的下降。

按承销期数统计，中信银行以承销 57 期中票位居首位，其次分别为中国工商银行、中国建设银行、国家开发银行和上海浦东发展银行，前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 43.99%，占比较上年的 39.33% 有小幅上升。与上年相比，中信银行、中国建设银行和国家开发银行一直保持在前五位，中国工商银行和浦东发展银行取代中国民生银行和兴业银行进入前五位。

按承销规模统计，中国工商银行以承销 796.96 亿元中票位居首位，其次分别为中国建设银行、国家开发银行、中国农业银行和中国银行，前五位承销商的承销总额占总承销规模的 50.20%，占比较上年的 48.23% 有略微上升，且排名前五位承销商与上年相比无变化，名次有所变动。

本年度承销额度超过 100 亿元（含）的承销商共 16 家，与上年保持一致，合计承销规模达 6720.51 亿元，占总承销额度的 95.82%，占比较上年下降了 0.33 个百分点。

8. 中票发行主体新增企业

本年度共有 275 家企业首次发行中票共 334 期，合计发行规模达 3424.08 亿元，较上年依次分别减少了 13.79%、14.36% 和 1.77%；首次发行中票的企业家数占本年度发行中票企业总家数的 62.22%，该占比较上年的 65.10% 有所下降。新增企业主要分布于制造业、综合类及建筑业；企业性质仍以地方国有企业和民营企业为主；企业主体信用级别集中在 AA 级和 AA+ 级，分别占总新增企业家数的 56.00%、21.82%。

⁵ 特殊期限中票即包含投资人回售选择权或发行人赎回选择权条款的中票。

⁶ 其他企业为上述所列企业类型以外的企业。

⁷ 对于此节所统计的联合承销中票，每个承销商承销的中票期数和规模的权重均为 50%。

9. 中票发行主体地区分布

本年度中票的发行主体仍集中在江苏、北京、浙江、广东、上海等省市，各地区发行主体家数占总发行主体家数的比例分别为 11.76%、10.63%、9.05%、7.47%、5.43%。由于北京的央企和大型国有企业较为集中，北京地区所发中票的规模（2351.50 亿元）和期数（67 期）仍均位列全国首位，且远超过其他地区；江苏、浙江、广东、上海地区经济发达、企业集中，所发中票的规模和期数也排名全国前列。与上年相比，江苏超过北京成为发行主体家数分布最多的地区，重庆地区发行主体家数较上年明显增加，增长 130.00% 从而进入前八名。而北京、山东、四川、安徽和湖北地区所发中票的规模和期数降幅明显；天津、重庆、辽宁、陕西、新疆、江西和甘肃地区由于基数太低，所发中票的规模和期数增幅明显；广东、浙江、上海和福建经济发达地区所发中票的规模和期数变化不明显。

10. 中票信用等级分布

（1）中票债项信用等级分布

从中票发行情况看，本年度所发行中票的信用等级仍都在 AA- 级及以上，信用等级较高；集合票据的信用等级全部为 AAA 级。

按照发行期数统计，AA 级中票的发行期数仍最

多，占总发行期数的 44.71%，且远超过其他级别中票的发行期数。按照发行规模统计，AAA 级中票的发行规模仍最大，占总发行规模的 55.65%。

与上年相比，本年度 AA 级中票的发行期数和发行规模均有小幅增长，其他各级别中票的发行期数和发行规模均有所下降，其中 AA+ 级中票的发行期数下降幅度最大（32.73%），发行规模下降幅度（31.12%）仅次于 AA- 级中票的发行规模下降幅度（34.61%）。

（2）中票发行主体信用等级分布

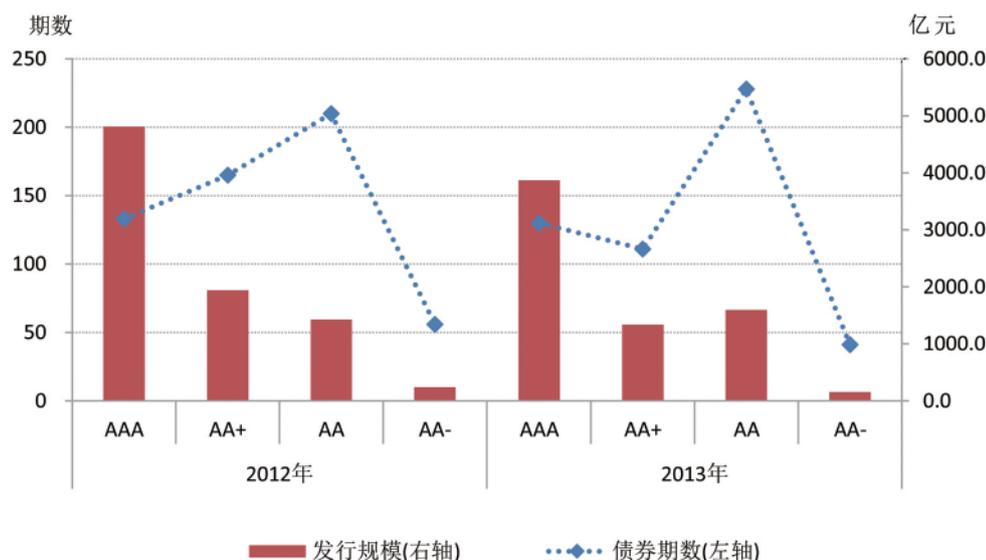
本年度中票发行主体信用等级分布与中票债项信用等级分布类似，本年度中票发行主体的信用等级分布于 AAA~A+ 之间，但主要集中在 AA 级以上。本年度中票发行主体信用等级分布变化情况也与中票债项信用等级分布变化情况类似，除 AAA 级发行主体的中票发行期数、AA+ 级发行主体的中票发行期数和发行规模有所增加外，其他各级别主体的中票发行期数和发行规模均较上年有所减少。

11. 中票发行利率

本年度发行的 541 期中票中，有 526 期采用固定利率发行，15 期采用浮动利率（包括累进利率）发行。采用固定利率发行的中票期数占总期数的比例为 97.23%，与上年相比占比变化不大，反映出市场对固定利率品种有一定的偏好。

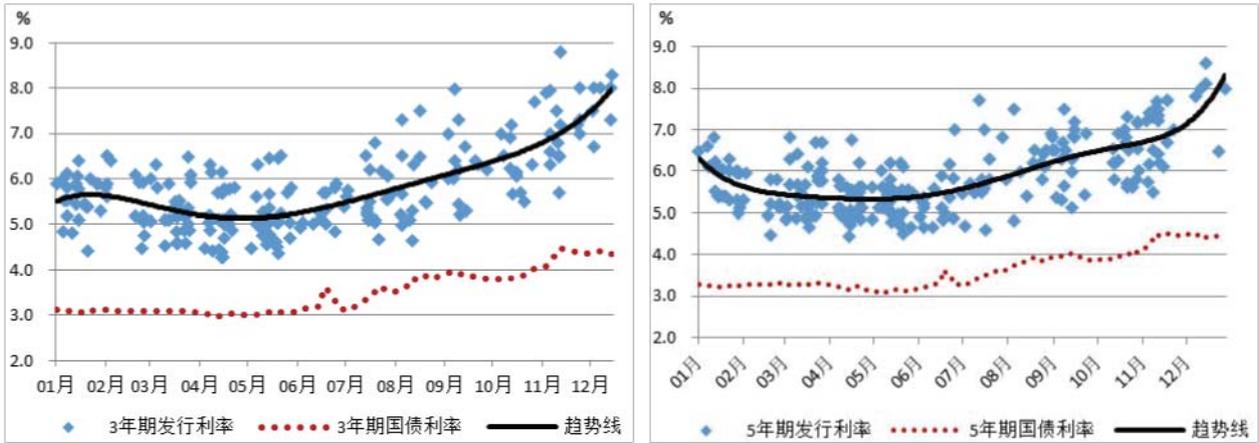
采用固定利率发行的中票中，5 年期品种合计 264 期，占 50.19%，3 年期品种合计 221 期（含 26 期集合票据），占 42.02%，表明上述两类品种的期限结构设置受市场认可程度较高，能够有效反应中票市场的基本走势，以下中票利率分析主要针对上述两类品种进行。

从图 2 可以看出，本年度国债利率呈现先平稳波动后大幅上升趋势，中票发行利率走势与国债利率走势基本一



资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理。

图 1 2012~2013 年中票发行基本情况

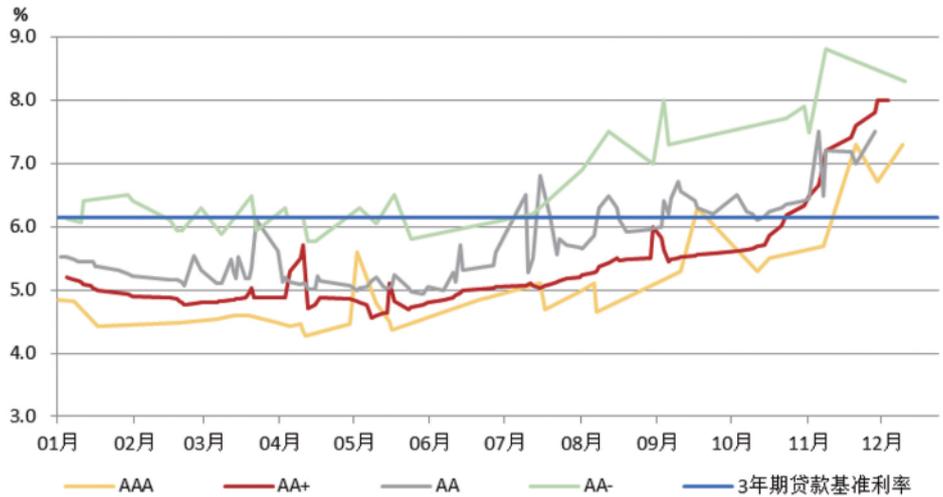


注：国债利率指银行间固定利率国债到期收益率，以下同。
资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

图 2 2013 年 3 年期和 5 年期中票发行利率走势图

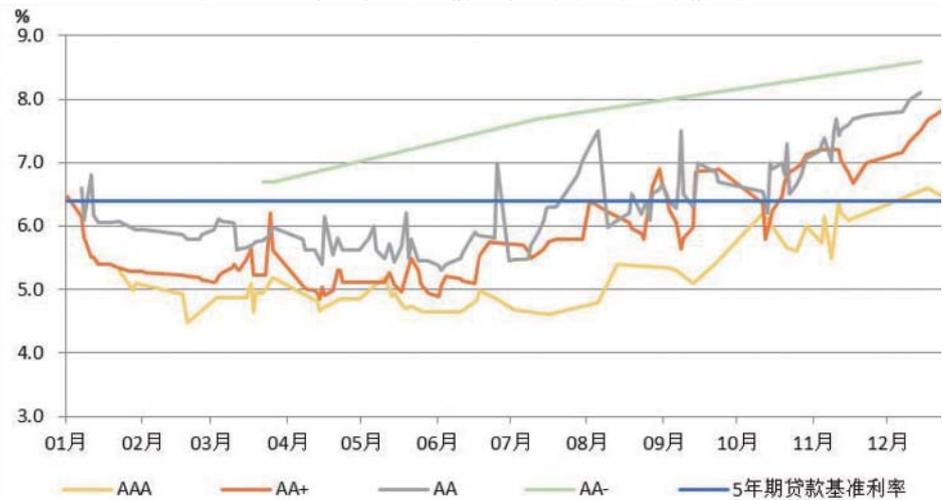
致。2013 年 1~5 月上旬，银行间市场资金面较为宽松，国债利率平稳波动，中票发行利率不断下行，在 5 月份左右下降到最低值。5 月中旬开始，银行间市场资金面不断趋紧，尤其在 6 月份，银行间市场资金面突然大幅收紧，国债利率急速上升，中票发行利率开始上升，之后银行间市场流动性仍然偏紧，国债利率和中票发行利率呈现不断上升趋势。进入 11 月，国债利率开始在高位徘徊，进入 12 月中下旬，受年末效应、央行暂停逆回购操作、财政放款投放速度减缓以及利率市场化的不断深入等因素的影响，银行间市场资金面再次出现了极度紧张的局面，中票发行利率继续呈上升趋势。

从图 3 及图 4 可以看出，3 年期及 5 年期不同信用等级的中票的发行利率有明显区分，即中票的信用等级越低，中票的发行利率普遍越高。从融资成



资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

图 3 2013 年 3 年期不同信用等级中票发行利率情况图



资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

图 4 2013 年 5 年期不同信用等级中票发行利率情况图

本来，本年度 AA- 级中票的发行利率普遍高于同期贷款基准利率。1~6 月中旬，AAA 级和 AA+ 级中票的发行利率显著低于同期贷款基准利率，AA 级中票的发行利率普遍低于同期贷款基准利率，显示出中票的融资成本优势。从 6 月下旬开始，AA 级、AA+ 级以及 AAA 级中票的发行利率依次逐渐高于同期贷款基准利率。进入 12 月中下旬，社会融资成本整体上行，企业实际贷款利率已超过贷款基准利率，中票的发行利率也均显著高于同期贷款基准利率。

12. 2014 年中票市场展望

从宏观经济基本面看，3 月份发布的政府工作报告指出，2014 年国家经济增长目标预计为 7.5% 左右，增速与上年大致相同，整体经济运行将稳中向好。2014 年，国家将继续实行稳健的货币政策和积极的财政政策，保持宏观经济政策连续性和稳定性，加快转方式调结构促升级，持续推进各项改革，这将确保宏观经济基本面较好。

从市场资金面看，在经历了 2013 年市场资金紧缺的事件后，商业银行等机构对于资金的运用将更加谨慎，商业银行非标准化债权资产业务可能会被进一步监管，银行间市场资金面预计整体将保持较为宽松。但考虑到美国将逐渐退出 QE3 以及利率市场化推进等因素的影响，融资成本短期波动性较大仍将存在。

从债券市场环境看，2014 年债券市场的监管基调为规范化发展，监管部门将继续加强监管力度，促进债券市场稳定发展。近期出现的“11 超日债”违约事件使市场对信用风险的防范意识将有所加强，较低信用等级发行人发行债券的难度可能仍较大，较高信用等级债券将更受青睐，或将造成债券发行成本显著分化。

近期银行间市场交易商协会拟放宽省级以下城投类企业发债条件，对发行主体所在地方的行政级别没有限制，同时不设通道限制。这一政策对中票未来的发展将是利好。

综合以上各种因素，预计 2014 年中票发行量有可能恢复并呈小幅增长趋势。

二、中票利差分析

在本年度发行的 541 期中票中，剔除集合票据 31 期、浮动利率中票 15 期、其他非关键期限中票 38 期，剩余中票共计 457 期（其中 3 年期中票 195 期，5 年

期中票 262 期）为中票信用评级表现分析样本。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 459 期中票作为分析样本。

1. 信用等级与利差关系

从表 2 可以看出，本年度发行的中票的信用等级、发行期限与发行利差的关系主要体现在以下方面：一是在相同期限下，中票的信用等级与中票利率、利差之间的反向关系显著，即中票的信用等级越低，平均发行利率和利差的均值越高；二是随着中票的信用等级不断降低，各级别中票的利差的级差不断增加，表明随着中票信用等级的下降，投资者对中票所要求的风险溢价有更高的要求；三是相同信用等级中票的发行期限越长，平均发行利率和利差的均值越高。

为进一步研究中票的信用等级对利差的影响程度，本文通过方差分析法进行检验，以确定中票信用等级对利差影响的显著性以及各信用等级间的差异化。从结果看，2013 年所发 3 年期和 5 年期各级别中票的发行利差存在显著性差异，说明中票的债项评级对中票的定价表现出良好的区分度。

2. 利差变化情况

与上年相比，本年度 3 年期和 5 年期各信用等级中票的利差均值均有不同程度的收窄；其中 3 年期各信用等级中票的利差收窄幅度较大，级别从高到低均下降了 50 个 BP 以上，5 年期 AA+ 和 AA 级中票的利差收窄幅度较大，分别下降了 25.59 和 23.73 个 BP。本年度上半年利差收窄幅度大于下半年利差收窄幅度，可能与下半年银行间市场资金面较上半年银行间市场资金面紧张有关。



表 2 2013 年各级别中票对应的利差情况

期限	债项信用等级	样本 (个)	利率 (%)		利差 (基点)			
			区间	均值	均值	级差	标准差	偏离系数
3	AAA	33	4.28~7.30	5.02	160.92	NA	48.88	0.30
	AA+	32	4.56~8.00	5.32	189.79	28.87	52.47	0.28
	AA	94	4.87~7.50	5.63	224.08	34.30	32.52	0.15
	AA-	36	5.65~8.80	6.63	323.66	99.58	42.21	0.13
5	AAA	63	4.44~6.48	5.12	159.90	NA	25.80	0.16
	AA+	70	4.85~8.00	5.53	211.92	52.02	38.74	0.18
	AA	125	5.30~8.10	6.22	270.10	58.17	39.96	0.15
	AA-	4	6.70~8.60	7.43	381.03	110.93	47.58	0.12

资料来源: Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

表 3 2012~2013 年中票利差变化情况

债项级别	3 年期中票利差均值 (BP)		5 年期中票利差均值 (BP)	
	2012 年	2013 年	2012 年	2013 年
AAA	213.74	152.90	169.89	160.69
AA+	242.92	188.28	240.68	215.09
AA	290.07	223.73	294.16	270.43
AA-	396.43	323.66	388.82	381.03

资料来源: Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

评级小贴士

资产证券化的基本作用

按照性质不同, 资产证券化的发起人主要有两类机构, 一是金融机构, 二是非金融企业。

对金融机构的作用

第一, 缓解资本充足率的压力。通过资产证券化, 金融机构可以将既有的风险资产出售或转移, 从而减少风险资产, 提高资本充足率。

第二, 为金融机构融资提供新的渠道, 提高资产的流动性。资产证券化可以将金融机构既有的流动性较差的资产 (如中长期贷款) 出售或变现, 从而快速融入资金, 获得新的资金融通渠道, 并提高了金融机构资产的流动性。

第三, 资产证券化可以更好促进相关监管指标的达标。一般来说, 通过银行信贷资产的证券化, 转让贷款可有效降低存贷比, 更好满足监管要求。

第四, 获得利润。一是通过在资产证券化工作中提供服务, 可以获得的中间业务收入, 如托管收入、资产管理收入等。二是可以获得一定的套利。如通过资产支

持证券的交易, 获取资本利得; 通过证券化中的交易, 获得风险溢价, 如持有次级证券来获得高收益等。

对非金融企业的作用

第一, 以适当的资产为支撑, 提高证券的信用等级, 降低融资成本, 增加融资渠道。一般来说, 非金融企业可以通过资本市场或信贷市场来进行债务融资。在资本市场进行债务融资, 其成本与企业的信用等级相关度很高。如果企业信用等级较低, 可能就面临较高的融资成本, 甚至无法获得融资。

第二, 企业可以采用更灵活的融资设计。主要包括融资规模可以比较灵活, 在期限上也可以灵活设计。

第三, 提高资产的流动性。虽然企业对于流动性的需求没有银行等金融机构那样严格和苛刻, 但保持必要的流动性仍是企业的基本要求。

第四, 获得利润。在一定条件下, 企业可以将资产证券化而获得合理的资产估价, 甚至获得更高的估价, 从而获得利润。

2013 年企业债券市场与利差分析报告

联合资信评估有限公司 聂逆 刘艳 李丹

一、企业债券发行市场情况¹

1. 2013 年企业债券监管政策调整较大，在提高企业债券发行效率的同时，加强了风险防范力度

2013 年 4 月，发改委出台了《关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》，对企业债券实行“加快和简化审核类”、“从严审核类”以及“适当控制规模和节奏类”三类分类管理，简化了国家重点支持项目和信用等级较高、偿债措施较为完善及列入信用建设试点的发债申请程序，严格限制募集资金用于产能过剩、高污染、高耗能等国家产业政策限制领域和企业信用等级较低、负债率高、债券余额较大或运作不规范、资产不实、偿债措施较弱的发债申请。之后 5 月发改委又下发了《关于对企业债发行申请部分企业进行专项核查工作的通知》，对部分申请“从严审核类”和“适当控制规模和节奏类”企业债券发行的企业进行了专项核查。2013 年



8 月，发改委发布了《关于进一步改进企业债券发行工作的通知》，决定将地方企业申请发行企业债券预审工作委托省级发展改革部门负责，并制定《关于省级发展改革部门开展企业债券预审工作有关问题的意见》和《关于进一步规范企业债券发行行为及贯彻廉政建设各项要求的意见》。同月，发改委又颁布了《关于企业债券融资支持棚户区改造有关问题的通知》，对于专项用于棚户区改造项目的发债申请，在相关手续齐备、偿债措施完善的基础上，按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。

2013 年，发改委对企业债券的监管政策进行调整后，对企业债券发行人的资质要求更为严格，具有较低信用等级企业发行人发行企业债券的难度加大。

2. 企业债券发行量下降明显

2013 年，我国债券市场共有 356 家企业发行了 373 期企业债券²，发行总额为 4748.3 亿元，发行家数、发行期数和发行总额较上年分别减少 21.93%、22.13% 和 26.77%，降幅明显。监管部门对企业债券发行的分类审核和专项核查以及下半年银行间债券市场资金面趋紧、发行成本上升导致企业债券发行量明显下降。与中期票据的发行情况相比，2013 年企业债券的发行家数、发行期数和发行总额的下降幅度均超过中期票据。

截至 2013 年末，我国债券市场存续的企业债券共 1601 期，存续企业债券余额 23303.53 亿元，分别较上年同期增加 27.06% 和 21.23%。

¹ 本文不包含集合债券的统计分析。

² 企业债券存在跨市发行，即在银行间市场和交易所市场同时发行，跨市发行的同一只企业债券按一期统计。

表 1 企业债券与中期票据发行基本情况表

项目	企业债券			中期票据		
	2012 年	2013 年	同比增长 (%)	2012 年	2013 年	同比增长 (%)
发行期数 (期)	479	373	-22.13	564	510	-9.57
发行规模 (亿元)	6484.50	4748.30	-26.77	8423.30	6958.30	-17.39
发行家数 (家)	456	356	-21.93	449	415	-7.57

注：统计期以债券的起息日为准。
资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

3. 企业债券发行规模分布

从企业债券的发行规模来看，2013 年发行的企业债券的发行规模仍然主要集中在 5~20 亿元区间内，但该规模的企业债券发行期数、在发行总期数中的占比以及平均单笔发行规模均较上年有所减少和下降。5 亿元以下规模企业债券的发行期数较上年有所增加，在企业债券发行总期数中的占比有较大幅度上升，主要是由于随着债券市场的扩容，企业债券新增发行主体企业规模较小，债券单笔发行规模较小。

4. 企业债券信用等级分布

从主体和债项信用等级分布情况看，2013 年企业债券的信用等级分布情况与上年大致相同，均介于 AA- 至 AAA 级之间，其中 AA 级的占比仍然最大。

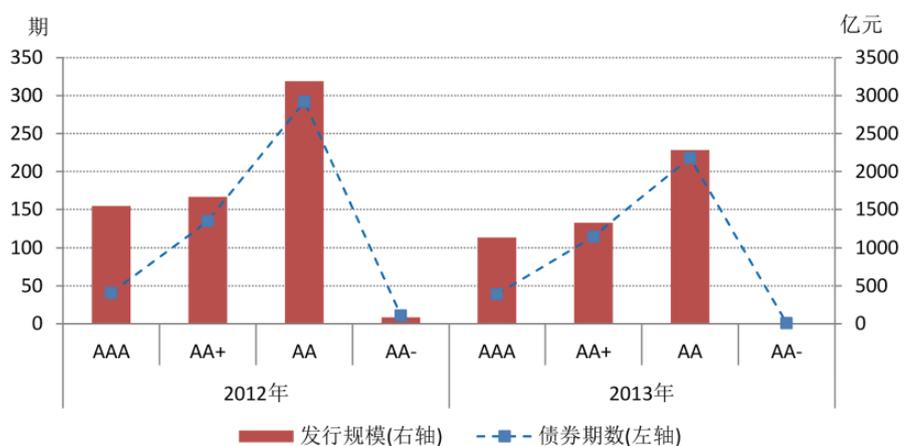
在主体信用等级分布方面，2013 年，AA 级发债企业家数在所有发债企业家数中的占比为 63.76%，占比较上年略有上升，AA 级发债企业在企业债券发行企业中的主流地位进一步提升。AAA 级发债企业家数占比较上年也略有上升，AA+ 级和 AA- 级发债企业家数占比较上年有所下降。

受发行审批政策趋严和发行成本上升的综合因素影响，2013 年较低信用等级企业发行企业债券较为困难，一些较低信用等级企业通过采用担保方式进行信用增信，从而导致 2013 年所发企业债券的整体信用等级有所提升。

2013 年，AAA 级和 AA+ 级企业债券的发行期数在企业债券发行总期数中的占比较上年略有上升，占比分别为 10.46% 和 30.83%；AA 级和 AA- 级企业债券发行期数在发行总期数中的占比较上年有所下降，分别为 58.45% 和 0.27%；尤其是 AA- 级的企业债券由上年的 11 期下降至 1 期。从发行规模看，各级别分布情况与上年基本相同，其中，AA 级企业债券发行规模占企业债券发行规模总额的 48.07%，占比最大。

5. 企业债券发行期限分布

从发行期限来看，企业债券的发行期限仍主要集中在 7 年期，其发行期数与发行规模分别占企业债券发行总期数与发行规模总额的 76.14% 与 71.03%，占比较上年均有所上升。其他期限类型中，3 年期和 15 年期企业债券的发行期数和发行规模占比较上年均有所上升，其余期限的企业债券的发行期数和发行规模占比均有所下降。



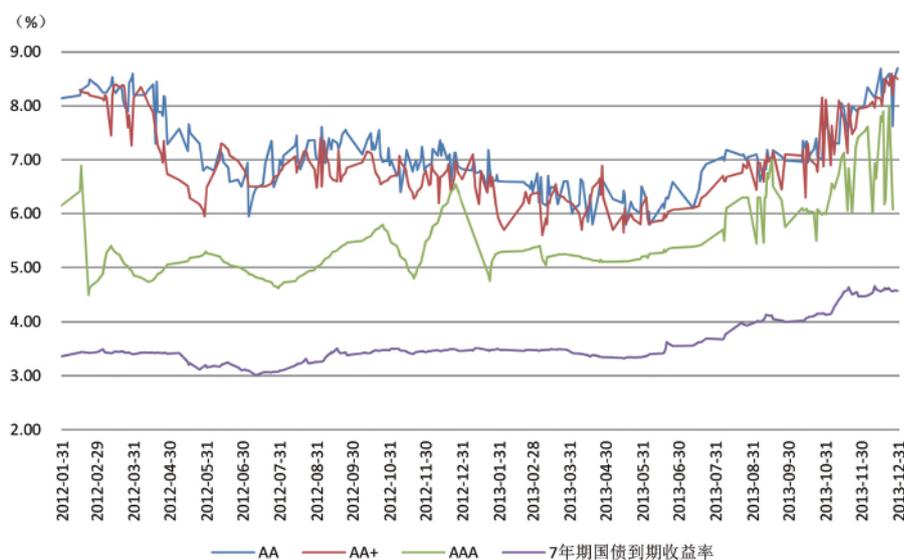
资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理。

图 1 企业债券信用等级分布情况

6. 企业债券发行利率

2013 年发行的企业债券依旧多采用固定利率发行，只有 2 期企业债券采用浮动利率发行，发行额合计 33 亿元。2013 年发行的企业债券中共有 58 期企业债券含有选择权，在企业债券发行总期数中的占比达 15.55%，占比较上年下降了近 6 个百分点。

按选择权之前的期限统计，2013 年发行的企业债券的发行期限主要为 3 年期、5 年期和 7 年期，发行利率区间分别为 4.88%~8.99%、5.00%~7.31% 和 4.75%~8.70%，利率区间较上年明显扩大。以发行数量最多的 259 期 7 年期企业债券作为样本，从图 2 可以看出，7 年期企业债券的发行利率曲线存在以下明显特征：一是 2013 年上半年企业债券发行利率持续 2012 年走低趋势，但下半年开始陡然持续走高；二是 2013 年第四季度企业债券的利率波动幅度明显较大；三是 AA+ 级和 AA 级企业债券发行利率曲线存在重叠的现象依然较多。



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理。

图 2 2012-2013 年 7 年期企业债券发行利率情况

7. 企业债券发行主体所有制性质

从发行主体所有制性质来看，2013 年地方国有企业依然是发行企业债券的主要企业类型，所发企业债券的期数和规模分别占企业债券总发行期数和规模总额的 92.49% 和 87.14%，占比较上年均有所上升，企业类型较为集中。中央国有企业和民营企业所发企业债券的期数和规模占比较上年均有小幅下降。另外，

2013 年发行的企业债券的发行主体类型还新增加了外商独资企业，共计发行了 3 期企业债券，发行规模合计 40 亿元。外商独资企业的加入，使得企业债券发行人类型更加丰富，但由于企业债券带有较强的政策导向性，因此国有企业在企业债券发行人中的比重始终会很大。

8. 企业债券担保情况分析

企业债券的增信方式主要包括外部担保、股权质押、土地使用权抵押、房屋产权抵押、组合担保等。2013 年，有担保的企业债券发行期数共计 134 期，发行规模为 1381.5 亿元，分别占企业债券总发行期数和规模的 35.92% 和 29.09%，占比与上年均略有上升。在有担保的企业债券中，81 期采用外部担保、53 期采用抵质押的方式进行了增信，分别占有担保企业债券总期数的 60.45% 和 39.55%。与上年相比，采用外部担保方式增信的企业债券的占比略有小幅上升。

9. 企业债券发行主体地区分布分析

从企业债券的发行主体所在地区来看，2013 年，由于大型国企集中的优势，北京地区所发企业债券的发行规模达 586.5 亿元，发行规模位居首位。江苏省依靠地区经济活跃、企业数量较多、集中等优势，所发企业债券的发行期数达 50 期，发行期数排名全国第一。与上年相比，北京、江苏、浙江和山东地区所发行的企业债券规模和期数仍保

持在全国前列；天津地区由于加大了城市基础设施建设投资和滨海新区的建设投入，其所发企业债券期数和规模均有大幅增加，分别较上年增加 85.71% 和 210.00%，其发行规模越居全国前五名；山西、陕西、广东等地区的企业债券发行规模也有较大幅度增加；贵州、云南、辽宁等地区的企业债券发行规模有较大幅度下降。

10. 企业债券发行主体新增企业分析

2013年，共有251家企业首次发行企业债券265期，合计发行规模3330.80亿元，首次发行企业债券的企业家数占企业债券总发行家数的74.44%，占比较上年有小幅上升。2013年新增企业债券发行企业仍以地方国有企业为主。

11. 2014年企业债券市场展望

除中票报告中对宏观经济基本面、市场资金面、和债券市场整体环境的分析外，单从企业债券市场环境看，2014年是十八届三中全会全面经济布局的第一个实施年，各地区城镇化的推进、城市基础设施的建设和棚户区的改造等项目融资的需求将加大，加之国家发改委将企业债券的审核权下放至各省级发改委，企业债券发行效率将有所提高，企业债券发行将带有更明显的区域性和行业性特征。与此同时，企业债券发行的统一规范问题仍有待考验。另外，日前银行间市场交易商协会拟放宽省级以下城投类企业发债条件，中票对企业债券可能造成分流效应。预计2014年企业债券的发行量将大致与2013年持平或略有增加。

二、企业债券利差分析³

为了尽量保证利差检验前提条件的一致性，我们对含有选择权的企业债券的期限进行了调整，按选择权之前的期限进行统计（例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为3年）。调整后，2013年发行的企业债券期限主要为3年期、5年期和7年期。通过表2我们可以看到：各期限企业债券的发行利率均值和利差均值与债项信用等级呈现反向关系，即信用等级越高，利差均值越小，反映信用评级对企业债券的发行定价和利差影响较大；相同信用等级的企业债券，利差均值没有与期限呈现明显的正向关系，说明流动性因素对利差影响较大，但也可能是受样本量较少因素影响。受市场流动性影响，2013年企业债券利差总体上较上年有所扩大。以样本量最多的7年期企业债券的利差来看，2013年上半年，企业债券利差波动较为平稳，但下半年市场流动性趋紧，利差波动有所加剧。

对全样本企业债券和7年期企业债券的利差分别进行显著性检验，结果显示，在95%的置信水平下，各信用等级的企业债券的利差差异均显著，即信用等级越高，利差越小，反映出信用等级对企业债券的利差区分能力较强。

表2 2013年主要期限企业债券的利差分析统计情况表

期限	债项信用等级	样本数(个)	利差(基点)			
			均值	级差	标准差	偏离系数
3	AAA	1	176.90	NA	NA	NA
	AA+	8	290.75	113.85	70.20	0.24
	AA	10	307.57	16.82	122.66	0.40
5	AAA	5	209.71	NA	40.59	0.19
	AA+	15	260.87	51.16	60.53	0.23
	AA	20	318.77	57.90	45.34	0.14
7	AAA	18	203.14	NA	59.66	0.29
	AA+	79	294.16	91.02	43.21	0.15
	AA	162	310.22	16.07	35.11	0.11

注：1. 本表仅列出发行期限为3年、5年和7年的企业债券，其他期限的企业债券由于样本量过小，故未列出；2. 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“3+2”，则期限为3年；3. 级差为本信用等级的发行利差均值减去比该信用等级高一个子级的发行利差均值，偏离系数为标准差与均值的比；4. NA表示不适用。

资料来源：中国债券信息网、Wind资讯、联合资信整理

³ 本小节数据样本剔除2期采用浮动利率发行的企业债券，对剩余样本数共371期的企业债券进行利差检验分析。企业债券发行利差为企业债券发行利率与当期同期限银行间固定利率国债到期收益率的差。

2013 年交易所 债券市场研究报告

联合信用评级有限公司 何苗苗



一、监管层持续出台利好政策鼓励债券融资，年度发行总量增速放缓

在传统的公司债、中小企业私募债业务发展的基础上，2013 年证监会继续推行产品创新，证券公司债、中小企业集合私募债、中小企业可交换债、资产证券化产品等创新业务品种不断涌现，带动相关新评级业务也不断增加。两大交易所陆续出台文件提升部分债券交易流动性，债券市场互联互通措施进一步深化；保监会、财政部等相关部门也陆续出台了相关政策利好债券融资，上述均有望促进交易所债券市场的进一步扩容。

2013 年，交易所债券市场共发行各类债券产品合计 428 期，同比增长

表 1 2013 年交易所债券市场相关政策法规

监管部门	发布时间	文件名称 / 内容	备注
证监会	2013 年 3 月	《证券公司资产证券化业务管理规定》	对相关业务主体、基础资产和专项计划、资产支持证券发行与流通转让等进行了规定与说明。
上交所	2013 年 3 月	《关于为证券公司次级债券提供转让服务的通知》	为更大规模的次级债券在上交所挂牌转让预留了空间，以后在上海证券交易所进行转让的次级债券发行人不限于证券公司。
深交所	2013 年 6 月	《关于开展中小企业可交换私募债券试点业务有关事项的通知》	持有上市公司限售股的中小企业可以通过发行此类债券，并约定在限售股解禁后换股，通过这种方式提前兑现这部分金融资产。
深交所	2013 年 7 月	《深圳证券交易所交易规则 (2013 年修订)》	对大宗交易制度进行了优化完善，并明确债券 ETF 实行当日回转交易，即当日买入的债券 ETF 份额当日可以卖出，ETF 交易流动性进一步提升。
证监会、银监会	2013 年 8 月	《关于商业银行发行公司债券补充资本的指导意见》	上市的商业银行、发行境外上市外资股的境内商业银行、申请在境内首次公开发行股票的在审商业银行可发行包含减记条款的公司债券
财政部	2013 年 12 月	《关于国有金融企业发行可转换公司债券有关事宜的通知》	国有金融企业发行可转换公司债券，发行主体应当为境内外上市公司。

数据来源：巨潮资讯网、财政部网站等。

表 2 2013 年交易所债券产品发行情况统计

种类	汇总数据	2013 年	2012 年	同比变化 (%)
汇总	规模 (亿元)	3468.28	2,63.88	20.31
	总期数 (期)	428	273	36.21
	主体家数 (家)	352	233	33.81
	单笔发行规模 (亿元)	8.10	10.12	-24.88
公司债	规模 (亿元)	2,36.45	2,07.50	1.14
	总期数 (期)	131	187	-42.75
	主体家数 (家)	104	151	-45.19
	平均单笔发行规模 (亿元)	19.36	13.41	30.74
可转债	规模 (亿元)	544.81	163.55	69.98
	总期数 (期)	8	5	37.50
	主体家数 (家)	8	5	37.50
	平均单笔发行规模 (亿元)	68.10	32.71	51.97
中小企业私募债	规模 (亿元)	313.04	92.83	70.35
	总期数 (期)	260	82	68.46
	主体家数 (家)	236	78	66.95
	平均单笔发行规模 (亿元)	1.20	1.13	6.15
ABS	规模 (亿元)	73.98	17.5	76.34
	总期数 (期)	29	5	82.76
	原始权益人家数 (家)	4	1	75.00
	平均单笔发行规模 (亿元)	2.55	3.5	-37.20

注：此处公司债产品包括证券公司债。
数据来源：中国债券信息网、上海清算所网站、巨潮资讯、wind 资讯。

36.21%，增速较上年大幅下降；发行金额 3468.28 亿元，增速由上年的 62.04% 下降至 20.31%。其中，发行公司债 131 期，发行额度合计 2536.45 亿元；可转换债 8 期，发行额度合计 544.81 亿元；中小企业私募债 260 期，合计 313.04 亿元；资产证券化 (ABS) 产品 29 期，合计 73.98 亿元。从发行量和发行额度上看，中小企业私募债和资产证券化 (ABS) 产品大幅增长。

二、公司债券发行和评级分析

从 2013 年公司债发行主体情况来看 (不包括证券公司债)，发行企业尽管仍以国有独资及控股企业为主 (共计发行 55 期)，但民营企业发行期数 (共计 39 期) 占比较上年继续提高，在发行总期数的占比中达到 41%。公司债产品发行期限从 3 年到 15 年不等，但 5 年期占比最大，占公司债总发行期数的 69%。

从发行额度上看，2013 年公司债发行额度中 5 亿元至 10 亿元的期数占比为 36%，成为发行规模中占

比最大、最为集中的区间。此外，发行规模小于 5 亿元的发行期数达到了 25 期，占比为 27%，整体来看中小型上市企业在发行额度上占比有所提高。国有独资及控股企业发行规模仍占总发行额度的主要比重 (发行总额占比达到了 76%)，其中仅中石油发行的 2 期共 200 亿元公司债就已占全年发行总额的 15%。

从 2013 年公司债发行主体行业分布来看，发行人主要为工业企业，其中机械设备、电子设备、电气装备、电力、纺织服装等行业在期数和家数占比上名列前茅。受 2013 年经济缓慢增长的带动，周期性较强的机械装备、纺织服装和需求旺盛的电子装备行业融资期数和家数增长较快。

2013 年公司债发行人有所减少，全年共有 82 家上市公司发行了公司债，发行家数较上年同比减少了 43.84%。从发行人级别分布情况来看，主体级别分布在 A+ 级 ~AAA 级之间，自 2010 年来首次出现了 A+ 级别的发行人，级别分布较 2012 年进一步宽泛。其中，AA 级企业有 41 家，占比达到了 50%，份额占比依旧最大。

受主体信用基本面的限制，加之前期创业板公司债发行利率较高，在多元融资渠道存在的情况下，2013 年创业板公司债发行出现停滞，部分原已发布了发行公告的发行人纷纷停止公司债的发行，全年无创业板公司债发行。

从债项级别分布情况看，除“13 围海债”债项信用级别为 AA- 级外，2013 年发行的公司债信用级别均在 AA 级以上。2013 年发行的 94 期公司债产品中，AA 级的债项级别占比最大（期数占比为 38.30%），AAA 级的债项级别占比次之（期数占比为 37.23%）；AA+ 级及以上信用级别产品较上年占比进一步扩大，由 2012 年的 54.14% 上升至 60.64%，反映出债券市场形势不好的情况下，投资者对高级别债券投资的要求进一步提升。

从 2013 年公司债发行利率走势情况看，受资金面因素、债券投资需求、投资者风险预期等因素影响，整体发行利率呈现前低后高的趋势，其间 2~4 月份处于全年利率低点，6 月份之后调整提升。受下半年资金面趋紧预期影响，公司债发行利率节节攀升，至年底达到最高。以样本量最丰富的 5 年期公司债发行利

率为例，在 AA 级债项级别水平下，1~3 月份发行利率基本分布在 5.5%~5.9% 区间内，四月份之后平均发行利率上升至 6% 左右，七、八月份无公司债发行，10 月份之后的发行利率受市场因素影响骤然上升，年底发行的“13 盛屯债”发行利率达到了年度最高的 8%。

从 2013 年公司债产品的发行定价情况看，公司债的发行利率较好地体现了信用等级、债券期限和流动性的差异。从发行的 3 年、5 年、7 年和 10 年期公司债券统计情况看，以 AAA 级的利差均值和标准差水平较其他级别最低；利差随着期限延长和级别的降低而呈逐渐扩大态势。但值得注意的是，3 年期和 7 年期的 AA+ 级公司债的平均发行利率均较同期的 AA 级高，其原因除时间窗口因素外（如年中及年底的资金面紧张），投资者对债券信用级别的认可度不足可能也是形成这一现象的原因。

2013 年发行的 94 期公司债中，有 42 期提供了担保，占比为 45%。担保措施种类主要为第三方信用担保，大多由发行人控股股东或实际控制人提供担保。从担保增级效果上看，国有独资及控股企业中，除原主体为 AAA 的发行人外，多数的发行人控股股东的

表 3 2013 年公司债主体级别分布及变化情况

级别	主体家数	家数同比变化 (%)	家数占比 (%)	占比同比变化 (%)
AAA	22	-8.33	26.83	10.39
AA+	11	-64.52	13.41	-7.82
AA	41	-48.10	50.00	-4.11
AA-	7	-41.67	8.54	0.32
A+	1	-	1.22	1.22
合计	82	-43.84	100	-

数据来源：巨潮资讯网、wind 资讯。

表 4 2013 年公司债债项级别分布及变化情况

级别	期数	期数同比变化 (%)	期数占比 (%)	占比同比变化 (%)
AAA	35	-32.69	37.23	8.50
AA+	22	-52.17	23.40	-2.01
AA	36	-55.56	38.30	-6.45
AA-	1	-50.00	1.06	-0.04
合计	94	-48.07	100	-

数据来源：巨潮资讯网、wind 资讯。

担保有一定增级效果，但部分上市公司作为主要经营体的担保人担保增级效果并不明显。民营企业方面，除采用传统的股东担保措施外，部分民营企业还采取股权质押、资产抵押、第三方专业担保公司担保等措施。

三、年度公司债评级迁移分析

从主体评级方面来看，2013年1月1日至2013年12月31日，我国存续公司债发行主体共计361家，信用级别变动共23次，占发行主体总数的6.37%，调整频率明显高于上年。其中信用级别（不含展望）上调4次，信用级别（不含展望）下调19次，级别下调次数远多于级别上调；评级展望上调次数为2次，下调次数为24次，下调次数远多于上调情况。2013年公司债主体级别及展望调整变动次数创历史最高，上述调整多在跟踪评级结果密集发布的4~6月份进行。

从债项评级方面来看，2013年1月1日至2013年12月31日，我国存续公司债券共计476期，信用级别变动共28次，占存续债券的5.88%。其中信用级别上调5次，信用级别下调23次，下调次数明显高于下调的次数，主要源自发行主体或担保人信用级别的下调。

从上述主体及债项级别调整情况看，存在如下特点：

(1) 主体评级由AA级调降到AA-级和债项级别由AA+级调降到AA级的调整次数最多，分别占相应主体及债项调整总数的52%和43%，主要与该类债券发行人基数较大有很大的关系，同时还与债券市场投资者通常将AA级作为债券投资标准的水岭有较大关系。

(2) 受2013年宏观经济增速放缓，部分行业产能严重过剩，行业景气度下行趋势明显，发行人盈利能力和偿债能力不断弱化，信用风险逐渐暴露。2013年主体级别（含展望）调整主要分布在钢铁、化工、机械、光伏、造纸、煤炭、有色金属、造船和航运等，其中“11超日债”因持续亏损，已经出现实质性违约，其主体及债项级别先后两次被下调。

(3) 主体级别调升主要来自于企业增信因素、国有企业资产重组或相关抗周期行业业绩提升（如天士力）等，其中主体级别由AA级调升至AA+级次数较多，达到了2期；债项级别提升主要来自于AA级到AA+级的提升（共4期），主要源自主体和担保方级别的提升。

(4) AAA级企业未出现级别变动情况，仅出现过为数不多的展望下调（如柳工机械和中国一重），主要源自行业基本面的变化对企业信用状况形成了不利影响。可转债方面，2013年存量的可转债中，债项级别均未发生变化。

2014年，随着前期发行的公司债、中小企业私募债相继进入兑付期和回售期，在外部经济环境尚未得到实质改观的情况下，发行人信用风险会逐步释放，部分企业将面临兑付困难的情况，评级机构执业风险也将进一步加大。

四、可转债发行依旧低迷

可转债中，8家发行主体中有5家来自于国有独资及控股企业，除“泰尔转债”发行期限为5年外，其他7家发行的债券发行期限为6年。除“民生转债”（200亿元）和“平安转债”（260亿元）发行额度较大外，其余发行额度多分布于10~26亿元区间。

受股票市场行情震荡的影响，2013年可转换公司债券发行仍较为低迷，全年共有8家企业发行了8期可转换公司债，除“泰尔转债”、“民生转债”外，其余6期均于股票市场行情较好的2013年下半年发行。可转债发行主体中，除“泰尔转债”、“东华转债”和“华天转债”外，其余发行人均来自于国内的大型国有企业，主体级别均在AA+级以上。发行的8期可转债中，除“泰尔转债”由实际控制人提供股份质押和保证的担保外，其余均未有担保措施。

由于大多数转债附有赎回条款，偿债压力相对小于同等条件下的公司债，2013年发行的8期可转债中，债项级别均在AA级以上。

五、中小企业私募债发行主体以中小民营企业为主

目前中小企业私募债发行尚无权威的公开披露信息统计，根据wind披露的私募债发行情况，2013年沪深两大交易所所有236家企业发行了260期私募债产品。目前由于发行主体主要来自于中小企业，发行额度较小，区间多分布在5000万元至3.5亿元之间；私募债的发行期限均为1~3年，利率普遍较一般公司债产品高，年利率多分布在8%~10%之间，最高年利率甚至达到了14%（“12浙浦百债”）。虽然没有公开披露的主体及债项级别，但根据各评级机构的反馈

情况，大部分发行私募债的中小企业主体级别分布在 BBB 级 ~A+ 级区间内，整体抗风险能力较弱。2013 年 8 月在上海证券交易发行的“12 江南债”成为私募债产品出现以来首个终止交易的私募债。虽然该私募债尚有一年才到期，但由于所有认购者均选择回售，发行人只能提前到期兑付。2014 年 3 月末，“13 中森债”发行人徐州中森通浩新型板材有限公司出现了利息违约，而担保方曾拒绝为该笔债券承担代偿责任，市场担心该笔债券的违约或将成为私募债市场中的首例违约案例。

六、证券公司债券融资开闸，信用评级均处于较高水平

自 2013 年 3 月招商证券首次于上海证券交易所发行公司债以来，截至 2013 年底，共有 22 家券商在交易所发行了 37 期公司债或次级债产品，发行额度达到 1174.60 亿元。鉴于证券公司普遍信用状况良好，所发行的债券产品级别（有评级）均在 AA 级以上，其中次级债产品由于其偿付顺序相对劣后，次级债信用评级相对低于主体级别。从发行利率上看，证券公司债发行利率较普通公司债要略低。

七、资产证券化产品报备较多，但成功发行量有限

虽然 2013 年以来证监会大力推行资产证券化等创新产品，券商在 IPO 暂缓的大背景下也报备了不少资产证券化产品，但是 2013 年在交易所发行成功的证券公司资产证券化产品合计 29 期（涉及四家原始权益人），分别为隧道股份 BOT 项目专项资产管理计划（3 期）、华能澜沧江第二期水电上网收费权专项资产管理计划（6 期）、东证资管 - 阿里巴巴专项资产管理计划（15 期）和汇元一期专项资产管理计划等（5 期），优先级产品信用级别均为 AAA 级。截至 2013 年末，在证监会接收的资产证券化业务已达到 35 期，正式受理的业务达到 14 期。

八、2014 年交易所债券市场展望

2014 年，证监会将加快完成修订《公司债券发行试点办法》，进一步扩大发行主体范围、简化公开发行审核流程，建立健全非公开发行机制，着力推进多

层次债券市场建设。产品方面，证监会将积极扩大中小企业私募债试点地域范围和主体范围，拟引入“新三板”挂牌公司发行中小企业私募债券；修订《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》，加快开展可交换债券试点；重点发展应收账款证券化等企业资产证券化业务。证监会还将配合有关部门落实信贷资产证券化产品在交易所上市交易安排，推进企业资产和信贷资产证券化业务统筹发展。市场互通方面，2014 年证监会将继续会同有关部门积极推进政策性金融债在交易所市场发行上市。依托公司信用类债券部际协调机制，证监会继续推动商业银行跨市场投资、符合投资者适当性要求的债券品种跨市场交易，推进登记结算机构间业务标准和技术体系的协调兼容，继续提高转托管效率。

整体来看，未来债券市场统一市场化定价将是顺势所趋，两大交易场所的互联互通将进一步深化，创新产品的扩容将继续激发交易所债券市场的活力。在债券市场不断成熟发展的大环境下，信用债券的违约风险将不断显现，业内评级机构也面临着较大挑战。预计 2014 年以公司债产品为代表的交易所债券市场仍会维持蓬勃向好态势，业内评级机构也面临着前所未有的发展机遇。



评级行业 步入违约率约束时代

联合资信评估有限公司 李振宇

日前，“11超日债”未能按时付息，成为我国债券市场首次发生的正式、公开、严格意义上的债券违约事件。从一定意义上说，打破“零违约”的神话，一直是评级机构所期望的，因为只有发生违约才能统计违约率，而只有违约率的存在才能体现信用评级的真实价值。因此，首例超日债违约事件的发生将对我国评级行业产生重大影响。

首先，评级机构需提高和加强评级水平。此次违约事件的发生，意味着债券市场刚性兑付被打破，风险兜底不再是政府、银行、承销商的唯一选择；随着中低信用等级企业不断进入债券市场，未来债券违约事件将不断出现并逐步呈现常态化。因此，评级机构必须要为市场提供更加客观、真实的评级报告。评级机构应更加重视行业、企业等基本面的分析，在信用等级决定因素中对政府支持的考虑应适当减弱；应更加重视跟踪分析的投入，提高跟踪分析的质量，提高跟踪分析的敏感度和及时性。这也正是近年来我国评级监管部门要求评级机构重点加强的工作之一。

其次，评级机构需“洁身自好”。债券违约是评级机构的“杀手锏”，但也可能是评级机构的“致命伤”。随着债券违约事件的常态化，评级机构将面临更大的经营风险和生存压力。一旦发生债券违约事件，必然会导致投资者的质疑和监管的必要审查，评级机构在债券违约事件中的表现会被聚焦和检视，评级机构曝光率和曝光度明显提高；如果评级结果出现重大偏差或评级行为不当，评级机构很容易成为众矢之的，甚至受到投资者起诉，评级机构将承担较大的声誉成本以及法律和经济成本。因此，评级机构应更加客观、审慎、合规地开展评级活动，更加重视评级方法研究和评级流程控制，同时要建立危机处理预案。

最后，违约率检验机制将真正发挥作用。我国信用评级行业违约率检验机制将逐步建立，评级结果与违约率开始相关联，市场可以通过违约率对评级机构的行为进行约束，市场对评级机构的正向激励约束机制作用将逐步发挥。从国际评级行业的发展经验来看，违约率检验机制是对评级行业进行评级质量检验的最有效方法和工具，也是对评级行业的

最有效市场约束机制。评级机构违约率统计的完善，将使信用评级的价值和认可度逐渐增强，评级机构的公信力将逐渐培育和切实提高，对目前我国评级行业级别竞争、评级虚高等不良行为形成内在的制约。

应该说，“零违约”被打破，对未来评级行业工作提出更高的要求，评级行业将面临更严格的评价和检验机制。但是从长远来看，这也有助于评级行业的长足健康发展。违约事件的出现，将加深债券投资者对风险的认识，提升投资者对信用评级的需求，信用评级揭示、预警风险的真实价值将进一步显现，评级行业的业务范围也将不断扩大。



超日债违约 标志债券市场发展新起点

联合资信评估有限公司 李丹 聂逆

近期，上海超日太阳能科技股份有限公司（以下简称“上海超日”）发布无法在3月7日全部兑付“11超日债”第二期利息的公告。根据联合资信《2012年违约事件为债券市场敲响风险警钟》一文中最严格的违约定义，此次“11超日债”不能按时付息事件可认定为我国公募债券市场上首例债券违约事件。因此，我国债券市场第一次正式、公开、实质性的债券违约事件发生。这一违约事件的发生为我国债券市场敲响了风险警钟，标志着我国债券市场迎来新的发展起点，债券市场将进入一个新的历史发展阶段，具有里程碑、拐点等重大意义。

首例实质性债券违约，偶然还是必然？

市场对此次“11超日债”违约应该是早有预期的，但也抱着幻想。早在去年“11超日债”第一期兑息时，市场就对“11超日债”是否会发生兑息违约而倍加关注，最终上海超日以变卖海外资产兑付了第一期利息。随后公司主体和“11超日债”的信用等级被信用评级机构双双下调至CCC级。在此后的一年中上海超日经营状况没有得到改善，市场对“11超日债”触发信用风险的预期始终较大。由于宏观经济下行、行业景气度低

迷以及经营管理不善等因素，上海超日从2011年起连年亏损，根据近日披露的业绩快报显示，上海超日归属上市公司净利润为亏损13.3亿。因2011~2013年连续三年亏损，*ST超日股票和“11超日债”将有可能在年报披露后暂停上市。上海超日依靠自身实力已经无法偿还其所有债务，发生债务违约几乎是必然的。

然而，近年发生了多起信用风险事件，但最终都没有发生实质性债券违约，因而市场仍在猜测债券违约是否会发生，是否继续演绎神话。因此，当上海超日发布无法兑付利息的公告时，“11超日债”违约事件便成为了一个不在市场预期中的预期。这实际上是因为市场对信用风险暴露的忽视已趋向常态化，一时还难以适应。根据最新消息，上海超日高管称，“这次违约完全是个意外，本来这次付息是和另一家公司包括相关政府部门协商好了的，相关付息方案都已经做好了，只是因为对方在4日早上突然变卦，我们才不得不违约。”因此，在一定意义上讲，超日债券违约具有一定的偶然性。

虽然超日债的违约有一定的偶然因素，但债券市场发生违约事件是必然的，这是市场经济规律的必然结果。信用风险的存在是市场经济发展的客观规律，在市场经济中，企业面临多重风险，经营失败和困难是自然现象；在债券市场中，行业、企业等因素导致的企业债务偿还困难是必然的；政府、银行、承销商等不可能一直兜底风险，否则债券市场就很难健康发展；没有违约事件的发生，就无法在市场中确立风险意识，无法合理风险定价、难以建立健全违约事件处置机制，债券市场就难以成熟，其发展也会受到极大的制约。

风险兜底不再会是唯一选择

这一违约事件表明，较长时期存在的政府兜底风险的惯例被打破。我国债券市场的发展是随着改革开放逐步发展起来的，地方政府出于维护国有企业声誉、维护地区金融、信用环境、保持地区就业稳定以及经济成本的衡量等原因，在较长时期内都对债券的风险采取了兜底的做法。但是，这次违约事件的出现，将对地方政府有很大的启示，风险兜底并不是唯一的选择，风险暴露出来的成本可能更低。

在政府风险兜底可选择的前提下，随着债券市场的不断扩容，中低信用等级发行人的加入，债券发行主体的整体信用等级由最初的较高等级逐渐向下迁移，这必将使得投资者面临更多的实际的违约风险。在宏观经济、行业景气程度较低的情况下，产能过剩行业及经营管理较差的企业面临的信用风险将上升。因此，未来我国债券市场发生违约事件的概率在提高，债券违约事件将逐

步常态化。

未来债券市场将更健康

随着对本次违约事件的讨论、思考，债券市场的投资者对风险的认识将会更深刻。债券违约已经现实存在，应理性认识违约的存在，应更加重视风险与收益的权衡。因此，债券市场的风险偏好可能会发生一定的改变，一段时期内债券市场信用风险利差可能会增大。但从长远来看，本次违约事件对建立市场化的定价估值体系、完善市场风险分散分担机制、提高信用评级的实际价值均具有积极意义。

随着市场接受债券违约，对违约风险能够更好定价，我国债券市场将迎来更大的发展空间，而不是相反。在能够识别风险、合理对风险定价的基础上，高收益债将更易被各方接受，其发展就具有了一定基础；同时，我国进入债券市场的潜在门槛应该进一步降低。因此，债券市场违约机制的建立将促进我国债券市场更健康、更快地发展。



互联网金融对银行业的影响

联合资信评估有限公司 杨杰



自20世纪末以来,互联网行业快速发展,从最初资讯传播的平台发展到电子商务平台。互联网最大优势在于信息传递的及时性、便捷性、多样性、打破了地域限制,而享受互联网便利性的成本也低。作为金融市场中介的金融机构在互联网趋势下也将面临挑战。

国内银行家们早已意识到互联网对金融行业提出的挑战。这些年,国内商业银行将信息化管理和网络银行业务提升至战略层面,并都在利用信息技术对内部的组织架构、业务单元以及客户关系进行重构,旨在借助信息技术提高服务效率,降低营业成本。在信息及互联网技术的应用,银行虚拟的服务网络逐步建立,网络银行已成为银行服务客户的重要的渠道,并且网络银行对实体分支网点的柜台业务实现了很高的替代率。这使得客户足不出户便可享受银行的金融服务。目前网

络银行基本可以取代银行柜台服务。网络银行的发展对商业银行改善客户交易体验、提高服务效率,节省服务成本具有重要作用。

在网络银行业务对柜台业务替代率大幅上升之际,商业银行遭到了外部互联网金融公司的冲击。2013年,支付宝与天弘基金联合推出与货币基金挂钩的余额宝。余额宝设计思路是针对在淘宝上购物的客户群。余额宝依托淘宝购物平台结合了网络购物、网络支付和货币基金投资的功能。余额宝以“高流动性、高于活期存款利率的收益、低风险”的特点受到市场的关注,其规模也在短时间内快速上升。新浪、腾讯、百度、京东等互联网巨头开始宣布进军金融业,互联网络金融成为2013年市场一大焦点。本文将就互联网金融兴起对传统银行业产生哪些影响进行简要分析。

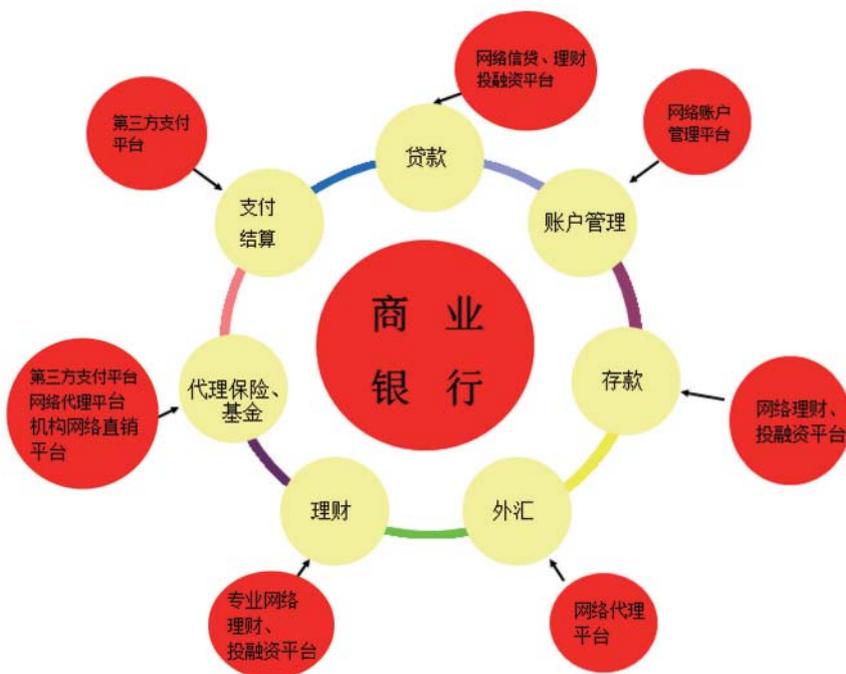
对负债的影响

余额宝规模的大幅增长首先对银行的活期储蓄存款产生冲击。由于余额宝针对的是支付宝客户用于交易的沉淀资金,余额宝将支付宝账户与货币基金账户联结后,保持了原有的支付便利,还可以获得高于活期存款的投资收益,因而出现了银行存款向余额宝转移的现象,这在一定程度上影响了银行存款基础。作为一向以“存款立行”的商业银行而言,余额宝对存款的冲击是不容忽视的。从余额宝所挂钩的货币基金资产配置看,其投向主要是银行协议存款。因此,银行的储蓄存款转变为了批发性负债——同业存款。由于银行存款利率目前受到

管制，而同业存款利率是市场化的利率并高于同期限的存款利率，这导致了银行负债成本以及利率风险管理的压力上升。

对理财业务的影响

在余额宝大规模上升同时，网络投资理财平台也快速增长，网络信贷也有大起之势，比如陆金所、人人贷、拍拍贷等网站。这些网站为投资者提供融资项目需求信息或理财服务。网络投资理财平台收入主要来源是手续费或担保费，而非利差，因此网络投资理财平台发布的都是小额的高收益产品，其收益率一般在7%以上。与银行理财产品相比，此类产品具有投资门槛低、收益较高的特点。以陆金所为例，陆金所是平安集团旗下的网络投资理财平台，该平台目前发布的3年期稳盈-安e贷投资产品的预期年化收益率为8.40-8.61%，还款方式为每月等额本息，每月回款还可以自动购买平安大华基金管理公司的货币基金（陆金宝）；同时该平台提供项目转让服务，投资者可以在持有期满60天后将持有的投资项目全部或部分进行转让（支付一定的转让费用）。此外，陆金所同时提供财富汇或彩虹理财项目，该类理财项目目前预期年化收益率在7.5%左右（一次性还本付息）。平安集团旗下的平安担保公司对投资项目的本息提供全额担保。从陆金所提供的产品特点看，该产品相较于银行理财产品具有收益较高、流动性较好的优势，考虑到平安担保公司提供担保，该产品的信用风险有较好的保障。此外，由于回款账户与货币基金产品关联，这可以有效降低了投资者的再投资风险。因此，该产品对银行的理财客户具有较强的吸引力，银行理财业务将受到影响。



对代理业务的影响

商业银行凭借其覆盖面广的营业网点以及丰富的客户群的优势成为保险、基金、证券、信托等金融产品主要的代销渠道。借助于网络平台，消费者还可以通过网络银行服务购买金融产品。随着网络理财平台发展以及专业网络代销平台的出现，保险公司、基金公司、证券公司以及信托公司将逐步拓展与网络平台公司合作，商业银行渠道优势将可能受到冲击。

对银行业绩的影响

随着互联网金融的发展，商业银行的存贷款、理财、代理业务等领域将受到银行体系外互联网金融平台的挑战，加之利率市场化的推进，商业银行利差收益以及非利息收入将受到影响。



《商业银行流动性风险管理办法》解读

联合资信评估有限公司 赖金昌

2014年2月，银监会出台了《商业银行流动性风险管理办法》（以下简称《办法》），此次《办法》的出台，既是满足国际银行业监管趋势的外在要求，也是应对国内商业银行流动性风险压力上升，加强和提升国内银行监管水平的内在要求。本文将《办法》与2009年银监会出台的《商业银行流动性风险管理指引》（以下简称《指引》）以及商业银行流动性管理的其他规定进行比较，总结《办法》的主要变化和关注点，解读其对商业银行业务经营和风险管理的影



响。根据其经营战略、业务特点、财务实力、融资能力、总体风险偏好及市场影响力等因素确定流动性风险偏好，明确其在正常和压力情景下愿意并能够承受的流动性风险水平。“流动性风险偏好”的表述一方面表明银监会将流动性管理的责任下放到商业银行，明确商业银行管理层的流动性风险管理责任，这将提高商业银行管理层控制流动性风险的主动性；另一方面，“流动性风险偏好”的提法实际上赋予银行更大的流动性管理空间，银行可以根据自身的特点、战略规划等选择不同的流动性风险偏好，但前提是必须满足最低的流动性监管要求。

完善流动性风险定义

《办法》所称流动性风险是指商业银行无法以合理成本及时获得充足资金，用于偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的其他资金需求的风险。相比《指引》中对流动性风险的定义，《办法》删去了“有清偿能力”的前提，删去了“应对资产增长”的目的，对流动性风险的定义更为严谨。

引入“流动性风险偏好”提法

《办法》要求商业银行应当

强化流动性风险考核与成本

《办法》要求商业银行在内部定价以及考核激励等相关制度中充分考虑流动性风险因素，在考核分支机构或主要业务条线经风险调整的收益时应当纳入流动性风险成本，防止因过度追求业务扩张和短期利润而放松流动性风险管理。目前，许多商业银行已经采用经风险调整的资本收益率（RAROC）指标实现将风险纳入收益考核，流动性风险纳入考核的原理应该与其一致。在流动性风险考核体系建立之后，商业银行对长期贷款和债券、低信用等级债券以及信托等资产的配置将承担更高的流动性成本，这将对商业银行的业务结构和资产配置产生较大的影响。

更新流动性风险情景或事件范围

《办法》列出了共15条商业银行可参考的流动性风险情景或事件，其中9条是新增内容，是银监会根据近年来发生的风险事件和银行业的现状进行经验总结后作出的更新调整。压力情景或事件是风险管理中非常重要的部分，全面、准确的情景或事件设定对

提高风险压力测试的有效性和风险管理的预见性具有重大的意义。新增的情景或事件包括负债波动性增加、负债集中度上升、负债期限下降、期限的错配程度增加、盈利水平下降以及财务状况恶化等，说明银监会关注到利率市场化进程加快带来负债结构变化、商业银行期限错配上升等问题对流动性风险带来的压力。

提高融资管理要求

《办法》要求商业银行提高融资来源的多元化和稳定性，关注金融市场的波动对融资的影响，加强融资抵（质）押品的管理。从近年来商业银行的负债结构来看，同业负债占比上升明显，商业银行融资来源对同业资金市场的依赖度提高。由于同业资金市场资金价格市场化程度较高，价格波动较大，且主要以短期融资为主，因此，负债结构的变化对商业银行融资管理提出更高的要求。在此背景下，银监会提高融资管理的要求有助于约束商业银行过度依赖同业资金市场融资，防范出现系统性风险。

引入“潜在流动性需求”概念

《办法》引入“潜在流动性需求”这一新概念，要求商业银行合理评估银行承兑汇票等表外业务、为防范声誉风险而承担的超出合同的义务以及客户的信用水平变化等所带来的潜在流动性需求。近年来，商业银行出现通过表内业务转表外的方式规避贷款额度、存贷比以及资本充足率等方面的限制，表外业务规模明显增长，这导致商业银行的隐性风险上升。因此，对商业银行提出潜在流动性需求的监管要求，表明监管关注表外业务存在的风险，如承销

债券中发行失败需提供的信用便利、出于声誉风险考虑对理财产品承担刚性兑付等方面引发的流动性需求。

新增流动性覆盖率、同业市场负债比例指标

《办法》新增流动性覆盖率作为三大流动性风险监管指标之一（另两个为存贷比和流动性比例），新增了同业市场负债比例作为流动性风险监测参考指标。由于巴塞尔委员会正在修订净稳定资金比例相关标准，因此《办法》暂时未引入净稳定资金比例。同业市场负债比例的含义是指从同业融入资金占总负债的比重。近年来商业银行同业负债占比上升明显，期限错配程度增加，银监会引入该指标意在监控同业负债占比上升对商业银行负债稳定性的影响。

流动性覆盖率的引入是《办法》的重点和亮点之一，流动性覆盖率指标的基本含义是在一定的压力水平下，商业银行30天内可快速变现资产应该满足未来30天现金净流出的需求。如果该指标达到100%的要求，那么基本可以认为，商业银行拥有足够的流动性资产应付短期流动性危机，或者能够争取足够的时间处理流动性危机。流动性覆盖率的计算方法可以简单从合格优质资产、现金流出和现金流入三方面理解。总体看，《办法》中流动性覆盖率指标的计算公式比较精细，考虑因素比较全面，对合格优质资产、现金流入和现金流出考虑项的折算率设定较为严苛，因此该指标的引入对监控商业银行流动性风险是非常好的量化补充；但另外一个角度看，流动性覆盖率的计算方法相对比较复杂，尤其是对合格优质资产的计算方法相对较难理解，较为严苛的指标设计对商业银行的达标带来一定的压力。

对债券市场和评级行业的影响

《办法》中存在多条涉及持有债券的信用评级和商业银行主体信用等级的规定，主要分为三种情况：一是把商业银行主体信用等级下调作为流动性风险情景或事件之一；二是在计算合规优质资产时，按照所持债券信用评级的高低区别设定折算率；三是当债券作为融资和借贷业务的抵（质）押品时，按照债券的信用等级区别设定现金流预测的折算率。

商业银行是类公众公司，是重要的信用机构，因此其风险和信用状况受到广泛关注。《办法》专门提到商业银行的信用等级的变动是重要的压力测试事件，是对评级行业的高度肯定和认可。评级机构一方面要积极为商业银行提供评级服务，另一方面也要采取谨慎的态度对待商业银行的评级活动，关注评级变化对金融市场的影响。

《办法》规定按照所持债券信用评级的高低区别设定折算率、按照债券的信用等级区别设定现金流预测的折算率，这是对外部评级的充分重视和支持，也符合基本的市场规律。同时，这也是对评级机构信用级的考验，有可能对评级机构的信用政策带来一定的压力。评级机构应坚持自身的独立客观公正的原则，为监管提供更好的评级支持。根据《办法》，持有高信用等级的债券不仅有助于提高商业银行合格优质资产规模，还有助于降低现金流预测的规模，因此，随着流动性覆盖率指标的执行，商业银行对债券品种的投资偏好将有所改变，利率债券或高信用等级债券将更受青睐，而低信用等级债券的需求有可能下降。

上海陆家嘴（集团）有限公司

2014年度16亿元公司债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-02-25
 发行规模：16亿元
 期限：5年
 利率：5.79%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AAA
 评级展望：稳定
 本期债券信用等级：AAA
 评级时间：2014年1月17日
 分析师：黄滨 程晨

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年
资产总额（亿元）	398.99	472.99	580.12
所有者权益（含少数股东权益）（亿元）	201.59	209.07	226.13
长期债务（亿元）	20.38	23.89	61.03
全部债务（亿元）	71.39	102.37	146.92
营业总收入（亿元）	41.07	62.41	57.70
利润总额（亿元）	24.13	12.05	20.26
EBITDA（亿元）	28.32	14.83	30.51
经营性净现金流（亿元）	-8.43	17.11	16.17
营业利润率（%）	51.27	21.25	41.71
净资产收益率（%）	9.47	4.73	6.83
资产负债率（%）	49.47	55.80	61.02
全部债务资本化比率（%）	26.15	32.87	39.38
流动比率（%）	127.71	110.30	109.05
全部债务/EBITDA（倍）	2.52	6.90	4.82
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.77	0.93	1.91

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）的评级反映了上海陆家嘴（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为上海市浦东新区国资委下属国有独资大型企业集团之一，在区域垄断性、品牌影响力、多元化经营、盈利能力等方面具备的显著优势。同时，联合资信也关注到公司房地产业务受宏观调控和经济周期波动影响较大，公司资产周转期较长、经营活动现金净流量波动较大、营运资金平衡压力大等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

公司在巩固和加强商业地产核心主导地位的同时，不断做大做强金融和旅游会展产业，未来将形成新的收入和利润增长点。公司主导开发的前滩地区位置稀缺，未来随着项目的推进和土地陆续出让，公司有望迎来新一轮发展机遇。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期公司债券保障能力强。同时公司为本期债券设立专项偿债资金监管账户并分期偿还本金，一定程度上有助于降低债券本息集中偿付压力。综合分析，本期公司债券整体偿付风险很低。

优势

- 公司作为陆家嘴金融贸易区土地一级开发和基础设施建设主

体，业务具有明显的区位优势，受浦东新区政府支持力度大。

- 公司商业地产业务凭借品牌优势和较强的项目运作能力保持了快速发展态势，品牌优势显著，行业地位突出。

- 公司金融板块业务规模扩张迅速，目前已具有一定规模，有效分散了经营风险。

- 公司主导开发的前滩地区位置稀缺，预期收益好，资产质量高，公司持续发展具有良好的保障。

- 公司经营活动现金流入量对本期公司债券保障能力强。

- 公司针对本期债券的偿还设立了专项偿债资金专户，对本期债券有一定的保障作用。同时分期偿付机制的设立有助于降低未来公司集中偿付的资金压力。

关注

- 房地产行业受国家宏观政策和经济周期性影响较大，目前房地产宏观调控显著影响房企的销售和回款进度。

- 公司资产中存货偏多，存货

主要由房产开发项目和土地为主，资产周转期较长。

- 公司业务规模不断扩张，有息债务规模快速增长。

- 公司未来投资支出规模大，对外融资压力上升。

主体概况

上海陆家嘴（集团）有限公司前身为上海市陆家嘴金融贸易区开发公司，成立于1990年8月29日。截至2012年底，公司注册资本235730.57万元，浦东新区国资委持有公司100%的股权，是公司的实际控制人。

截至2012年底，公司拥有全资、控股及参股企业57家。

截至2012年底，公司资产总额580.12亿元，负债总额353.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）226.13亿元。2012年公司实现营业总收入57.70亿元，实现营业收入53.50亿元，利润总额20.26亿元。

公司注册地址：浦东新区浦东大道981号；法定代表人：杨小明。

广西贺州投资集团有限公司 2014度第一期短期融资券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-02-27
发行规模：3亿元
期限：365天
利率：5.64%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：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
评级时间：2013年7月23日
分析师：高利鹏 胡鑫

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
现金类资产(亿元)	5.76	6.91	7.15	6.79
资产总额(亿元)	41.41	56.25	84.47	88.16
所有者权益(亿元)	15.42	22.48	36.13	36.66
短期债务(亿元)	10.05	18.42	18.01	20.38
全部债务(亿元)	23.29	28.89	38.85	40.33
营业收入(亿元)	22.47	24.42	45.56	9.62
利润总额(亿元)	1.06	1.81	0.79	0.11
EBITDA(亿元)	3.82	4.63	4.15	--
经营性净现金流(亿元)	4.40	4.21	2.02	-0.46
净资产收益率(%)	4.01	6.82	1.41	--
资产负债率(%)	62.76	60.03	57.23	58.41
速动比率(%)	92.51	60.43	95.19	84.32
EBITDA利息倍数(倍)	2.67	2.95	2.09	--
经营现金流流动负债比(%)	35.14	19.34	8.49	--
现金偿债倍数(倍)	1.92	2.30	2.38	2.26

注：公司2013年一季度财务数据未经审计。

评级观点

经联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)评定,广西贺州投资集团有限公司(以下简称“公司”)拟发行的2014年度第一期短期融资券的信用等级为A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

优势

- 公司是电力行业中“厂网合一”、网架覆盖面最宽最完整、以110KV输电线路环网运行的地方电力企业,具有一定的垄断性。
- 公司现金类资产和经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力强。
- 公司可供出售金融资产规模较大,变现能力较强。

关注

- 公司近年盈利能力有所下降。
- 有息债务规模增长较快。

主体概况

广西贺州投资集团有限公司是贺州市人民政府于2010年6月8日批准成立的国有独资有限责任公司,其前身是贺州市电业公司,

创建于1974年。目前公司注册资本金2亿元人民币。公司定位为贺州市重大产业集聚建设平台和重大工业项目的实施主体。投资项目以工业为主,同时兼营工业园开发、房地产、证券等方面的业务。

公司经营范围为电力等重大基础设施投资开发,电子及电子元器件、铝产业产品投资开发,房地产、房屋出租,证券、旅游及酒店投资经营,工业园区开发建设,能源贸易等。

截至2012年底纳入合并报表

范围的一级子公司4家。

截至2012年底,公司合并资产总额84.47亿元,所有者权益36.13亿元。2012年公司实现营业收入45.56亿元,利润总额0.79亿元。

截至2013年3月底,公司合并资产总额88.16亿元,所有者权益36.66亿元。2013年1~3月,公司实现营业收入9.62亿元,利润总额0.11亿元。

公司注册地址:广西贺州市建设中路89号11、12、13楼;法定代表人:宋洪洲。



永泰能源股份有限公司

2014年度第一期短期融资券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-03-13
 发行规模：20亿元
 期限：365天
 利率：7.50%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：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
 评级时间：2013年11月8日
 分析师：钟睿 郭畅

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年9月
现金类资产(亿元)	15.88	18.18	25.44	26.58
资产总额(亿元)	40.62	146.49	425.69	480.81
所有者权益(亿元)	7.88	36.99	171.12	171.99
短期债务(亿元)	18.79	48.62	100.44	123.79
全部债务(亿元)	28.14	93.80	201.63	278.27
营业收入(亿元)	27.95	20.62	77.18	73.11
利润总额(亿元)	2.44	5.27	17.03	8.60
EBITDA(亿元)	4.58	11.57	34.08	--
经营性净现金流(亿元)	3.73	4.03	19.75	10.87
净资产收益率(%)	20.60	9.00	6.97	--
资产负债率(%)	80.59	74.75	59.80	64.23
速动比率(%)	97.99	125.29	105.91	131.49
EBITDA利息倍数(倍)	5.04	2.35	2.37	--
经营现金流动负债比(%)	16.93	6.38	14.55	--
现金偿债倍数(倍)	0.79	0.91	1.27	1.33

注：1.2013年三季度财务数据未经审计；2.公司2012年合并报表范围变化较大，与前两年财务数据可比性不强；3.2011~2013年9月，现金类资产为剔除受限资金数值；4.长期债务中包含计入长期应付款中的融资租赁款。

评级观点

经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，永泰能源股份有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2014年度第一期短期融资券的信用等级为A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合分析，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

优势

- 公司具有煤炭资源兼并重组整合主体资格，使得公司在获取煤炭资源方面具有较强的优势。
- 公司煤质品种良好，煤炭主业竞争力较强，公司营业收入和利润总额快速增长。
- 公司资产质量较好，经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力较好。

关注

- 公司债务负担较重，短期债务规模较大。
- 公司现金类资产中，受限规模较大，短期支付压力较大。

主体概况

永泰能源股份有限公司是经泰安市体改委1988年11月6日以泰经改发（1988）96号文批准，以泰安润滑油调配厂作为发起人，

改组为泰安鲁润股份有限公司。1998年5月13日，公司在上海证券交易所挂牌上市，注册资本5260.68万元。

公司于2011年3月16日至2011年3月22日以非公开发行股票的方式向7名特定投资者发行了人民币普通股（A股）8000万股，共募集资金18亿元；于2012年2月17日至2月28日期间以非公开发行股票的方式向6名特定投资者发行了31612.90万股人民币普通股（A股），发行募集资金总额49亿元。

截至2013年9月底，公司总股本17.68亿股，永泰控股集团有限公司为公司第一大股东，持股比例40.88%，公司实际控制人为王广西、郭天舒夫妇。

截至2013年9月底，公司下设办公室、人力资源部、经营管理部、项目发展部、财务管理部、融资部、生产技术部、安全监察部、销售管理部、机电管理部、证券事务部等11个职能部门，以及华瀛山西能源投资有限公司、山西

康伟集团有限公司等11个控股子公司。

截至2012年底，公司（合并）资产总额425.69亿元，所有者权益（含少数股东权益）171.12亿元；2012年，公司合并口径实现营业收入77.18亿元，利润总额17.03亿元。

截至2013年9月底，公司（合并）资产总额480.81亿元，所有者权益（含少数股东权益85.08亿元）171.99亿元；2013年1~9月，公司合并口径实现营业收入73.11亿元，利润总额8.60亿元。

公司注册地址：山西省晋中市灵石县翠峰镇新建街南110号；法定代表人：王金余。



中银国际证券有限责任公司 2014年度第一期短期融资券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间: 2014-03-17
发行规模: 20亿元
期限: 91天
利率: 4.80%

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级结果: 发行人主体长期信用等级: AAA
评级展望: 稳定
短期融资券信用等级: A-1
评级时间: 2014年3月6日
分析师: 杨杰 赖金昌

财务数据

项目	2013年6月末	2012年末	2011年末	2010年末
资产总额(亿元)	165.16	141.04	140.76	169.34
自有资产(亿元)	95.86	73.40	66.32	50.54
自有负债(亿元)	45.09	24.74	21.06	9.00
总债务(亿元)	31.79	21.29	18.16	0.00
股东权益(亿元)	50.77	48.67	45.26	41.54
净资本(亿元)	52.16	51.29	47.84	30.82
自有资产负债率(%)	47.04	33.70	31.76	17.80
净资本/净资产(%)	102.66	105.00	105.10	73.90
净资本/自有负债(%)	154.13	206.00	227.60	346.70
净资本/各项风险资本准备之和(%)	929.08	1090.30	517.10	222.10
项目	2013年1~6月	2012年	2011年	2010年
营业收入(亿元)	7.04	14.14	14.11	23.86
净利润(亿元)	2.36	3.59	3.69	8.54
EBITDA(亿元)	-	6.97	6.37	12.56
营业费用率(%)	52.00	61.70	60.02	49.07
平均资产收益率(%)	3.09	2.55	2.38	5.00
平均净资产收益率(%)	9.50	7.65	8.51	21.75
总债务/EBITDA(倍)	-	3.06	2.85	0.00
EBITDA利息倍数(倍)	-	4.48	7.77	18.53

注: 1. 净资本、净资产/净资产、净资本/自有负债以及净资本/各项风险资本准备之和指标为母公司口径; 2. 2013年上半年盈利指标经简单年化计算得到。

评级观点

基于对中银国际证券有限责任公司(以下简称“公司”)主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估, 联合资信评估有限公司确定中银国际证券有限责任公司拟发行的2014年度第一期短期融资券信用等级为A-1。该结论表明公司本期短期融资券的违约风险极低, 安全性高。

优势

- 公司投资银行业务具有较强的同业竞争优势, 债券自营业务业绩良好;
- 公司自有负债规模较小, 财务杠杆水平较低, 偿债压力较小;
- 中国银行强大的品牌、客户及渠道等优势将为公司提供良好的业务发展机遇。

关注

- 营业收入与盈利有所下降, 盈利能力待提高;
- 创新业务较快发展对公司内部控制、风险管理、资金补充等方面提出更高要求;
- 需关注经济周期波动、国内股票市场持续低迷及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响。

主体概况

中银国际证券有限责任公司由中银国际控股有限公司于2001年联合中国石油天然气集团公司等5家公司发起成立, 注册资本15亿元。2013年, 公司引进7家新股东, 新增注册资本4.79亿元, 募集资金23亿元。截至本报告出具日, 公司实收资本为19.79亿元, 公司第一大股东为中银国际控股有限公司。

截至2013年6月末, 公司在全国设有33家营业部, 其中上海市4家, 北京市2家, 武汉市2家, 其余分布于深圳、广州、成都、哈尔滨等城市; 设有1家分公司(北京分公司), 2家全资子公司(中银国际期货有限责任公司和中银国际投资有限责任公司); 公司员工人数2654人。

截至2012年末, 公司资产总额141.04亿元, 其中客户资金存款57.38亿元; 负债总额92.37亿元, 其中代理买卖证券款67.63亿元; 所有者权益48.67亿元; 母公司净资本51.29亿元。2012年, 公司实现营业收入14.14亿元, 净利润3.59亿元。

截至2013年6月末, 公司资产总额165.16亿元, 其中客户资金存款58.44亿元; 负债总额114.40亿元, 其中代理买卖证券款(含信用交易代理买卖证券款)69.31亿元; 所有者权益50.77亿元; 母公司净资本52.16亿元。2013年上半年, 公司实现营业收入7.04亿元, 净利润2.36亿元。

注册地址: 中国上海市浦东银城中路200号中银大厦39层;
法定代表人: 许刚。

招商银行2014年第一期信贷资产证券化信托 资产支持证券信用评级报告

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：单位：万元/%

证券名称	金额	总量占比	利率类型	信用级别
优先 A 档	656800.00	81.00	浮动利率	AAA
优先 B 档	89200.00	11.00	浮动利率	AA
高收益档	64910.04	8.00	-	NR
合计	810910.04	100.00	-	-

注：1.NR 表示无评级。2. 高收益档证券即为次级证券。

评级时间：2014年3月7日

分析师：杨帆 吕臻 谢晴晴

交易概览

信托财产初始起算日：2014年2月1日 0:00

证券法定到期日：2019年1月26日

交易类型：静态现金流型 ABS

载体形式：特殊目的信托

入池资产：招商银行股份有限公司 810910.04 万元个人汽车分期消费贷款

信用提升机制：优先 / 次级结构和触发机制

流动性提升机制：本金分账户和收入分账户交叉互补

发起机构 / 贷款服务机构：招商银行股份有限公司

受托机构 / 发行人：华润深国投信托有限公司

联席主承销商：招商证券股份有限公司、中信证券股份有限公司、中国国际金融有限公司

评级观点

联合资信对本期交易所涉及的入池资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约能力及操作风险等因素进行了考量，并在进行资产池信用分析与现金流分析的基础上确定本期债券的评级结果为：优先 A 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券信用等级为 AA；高收益档资产支持证券未予评级。

上述优先 A 档证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势

- 本期交易入池资产均为正常类汽车分期贷款，资产信用质量良好。
- 本期交易入池资产分布在超过 35 个地区，入池资产分散性很好。
- 本期交易汽车分期贷款手续费率总体水平较高，预计存在较

高的超额利差，能够对优先级资产支持证券提供良好的信用支持。

- 本期交易入池贷款的提前偿还对超额利差的影响很小，早偿风险很小。

- 本金分账户与收入分账户交叉互补交易结构的设置为优先级资产支持证券提供了一定的流动性支持和信用支持；“加速清偿事件”与“违约事件”等触发机制为优先级证券的偿付提供了进一步的保障。

- 本期交易的发起机构招商银行股份有限公司开展信用卡汽车分期贷款业务的流程、风险控制和信息系统比较完善，具有较丰富的信贷资产证券化交易经验，能更好地为本期交易提供服务。

关注及风险缓释

- 本期交易只设置了条件内部流动性支持，未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。

风险缓释：本期交易设计了本金分账户和收入分账户的交叉互补机制，联合资信对各档证券的现金流进行了压力测试，压力测试表明该交叉互补机制能够有效缓解流动性风险。

- 高收益档资产支持证券设有一定的期间收益，可能会在一定

程度上减弱超额利差为优先级资产支持证券提供的信用支持。

风险缓释：联合资信对优先级证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经考虑了由于超额利差的信用支持水平降低而可能引发的优先级证券违约风险。

- 本期交易入池资产中，73.06% 的汽车分期贷款为信用类免抵押贷款，所购汽车未进行抵押登记，可能在一定程度上影响违约贷款的回收。

风险缓释：招商银行信用卡中心制定了较为完善的汽车分期贷款业务申请审核流程与管理办法，对于汽车分期免抵押资格的审核较为严格，信用类贷款客户信用质量较高，违约风险较小。联合资信在违约率及现金流测算时考虑了免抵押对入池资产的影响，评级结果已经反映了该风险。

- 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，加上我国汽车贷款的历史不长，数据基础不充分，定量分析时采用的相关假设或参数估计可能存在偏差。

风险缓释：联合资信在现金流模型中，通过提高违约率、降低回收率、延长处置回收时间等手段，反复测试资产支持证券对借款人违约的承受能力，尽可能地减小因假设或估计偏差而低估风险。

广东省粤科金融集团有限公司 2014年度10亿元公司债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-03-25
发行规模：10亿元
期限：5+5年
利率：7.30%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AA+
评级时间：2014年2月12日
分析师：黄滨 程晨 史延

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年
资产总额(亿元)	30.99	27.56	34.70
所有者权益(亿元)	24.31	21.31	26.68
长期债务(亿元)	-	-	0.16
全部债务(亿元)	0.32	0.42	0.60
营业总收入(亿元)	1.62	1.63	1.33
利润总额(亿元)	2.60	2.44	1.81
EBITDA(亿元)	2.80	2.63	1.98
经营性净现金流(亿元)	-0.52	-0.91	-0.93
营业利润率(%)	30.69	33.35	35.68
净资产收益率(%)	9.36	9.01	5.55
资产负债率(%)	21.55	22.66	23.11
全部债务资本化比率(%)	1.30	1.93	2.19
流动比率(%)	295.92	297.32	573.26
全部债务/EBITDA(倍)	0.11	0.16	0.30
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.28	0.26	0.20

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对广东省粤科金融集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为广东省人民政府直属的金融控股集团,在资金规模、股东背景、项目储备等方面具备明显的竞争优势。近年来,公司投资规模逐年扩大,经营情况良好。同时,联合资信也关注到,创投行业风险较高、近年来公司投资收益波动下降、公司投资项目区域集中度高等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

未来,随着股东支持资金的逐步到位以及人才引入计划的落实,公司的投资能力将进一步提高;依托广东省科技厅的项目资源支持,公司未来投资规模将进一步扩大,公司盈利能力将进一步增强,对公司偿债能力形成有力支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

- 在政策导向、市场环境的支持下,创投行业将迎来发展机遇期。
- 公司是广东省人民政府直属

的金融控股集团,在资金实力、项目储备方面具备明显的竞争优势。

- 公司在以创业投资为主导业务的基础上,全面发展小额贷款、融资担保、融资租赁等辅业,金融产业链逐步完善。

- 近年来,公司投资规模逐年扩大,投资项目质量较好,回报率较高。

- 近年来,公司取得投资收益收到的现金规模较大。

- 公司设置了募集资金使用专户、偿债资金专户和债券利息支出补偿账户,并且中国建设银行股份有限公司广东省分行对本期债券本息提供流动性支持,有助于提高本期债券偿付的安全性。

关注

- 创投行业风险较高,受外部环境影响很大,受此影响近年来公司投资收益波动较大。

- 公司项目主要分布在广东省

内,集中度高。

- 公司本期债券计划发行规模10亿元,对公司现有债务影响较大,债务负担将明显加重。

主体概况

广东省粤科金融集团有限公司原名广东省粤科风险投资集团有限公司,是经广东省人民政府批准设立的国有独资有限责任公司。截至2013年9月底,公司注册资本14亿元,股权全部由广东省人民政府持有,经广东省政府授权,广东省科技厅对公司履行出资人职责。截至2012年底,公司下设二级全资及控股公司9家。

截至2012年底,公司资产总额34.70亿元,所有者权益26.68亿元;2012年公司实现营业收入1.33亿元,利润总额1.81亿元(其中投资收益2.60亿元)。

公司地址:广州市越秀区先烈中路100号;法定代表人:徐永胜。

深圳市特发集团有限公司

2014年度第一期中期票据信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-03-25
发行规模：1亿元
期限：5年
利率：7.50%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA-
评级展望：稳定
担保方主体长期信用等级：AAA
本期中期票据信用等级：AAA
评级时间：2013年8月1日
分析师：车飞 胡鑫

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	60.27	65.60	72.21	75.35
所有者权益(亿元)	31.85	33.78	35.99	38.16
长期债务(亿元)	9.51	4.04	4.10	6.37
全部债务(亿元)	11.62	14.01	18.54	19.56
营业收入(亿元)	22.49	25.15	28.09	5.89
利润总额(亿元)	1.40	1.59	3.15	0.96
EBITDA(亿元)	3.55	3.36	4.84	--
经营性净现金流(亿元)	0.82	0.52	-3.05	-0.72
营业利润率(%)	23.22	24.13	25.39	25.98
净资产收益率(%)	3.31	3.48	6.66	--
资产负债率(%)	47.15	48.51	50.15	49.35
全部债务资本化比率(%)	26.72	29.31	34.00	33.89
流动比率(%)	213.16	139.93	135.95	155.61
全部债务/EBITDA(倍)	3.27	4.16	3.83	--
EBITDA利息倍数(倍)	6.14	5.52	5.65	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.55	3.36	4.84	--

注：公司2013年一季度财务数据未经审计。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对深圳市特发集团有限公司（以下简称“特发集团”或“公司”）的评级反映了公司作为深圳市较早成立的跨行业经营的大型综合性企业集团，整体经营态势向好，资产及收入规模稳步提升，债务水平较低，其多元化的经营模式有利于提升公司的抗风险能力。同时，联合资信也关注到公司下属企业多、管理链条长，部分业务板块资源有待进一步整合、未来对外融资需求较大等因素对其经营发展带来的一定不利影响。

本期中期票据由深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）提供全额不可撤销的连带责任保证担保。联合资信对其信用等级的评定为AAA，评级展望为稳定。深圳投控对本期中期票据的担保将有效的提升债券的偿付能力。

基于对主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

• 近年来受益于中国光缆行业景气度不断攀升以及公司光缆业

务不断延伸的产业链、自身的研发实力以及市场地位优势，公司纤缆制造业保持快速发展趋势。

• 以小梅沙旅游中心和深高俱乐部为代表的旅游业务经营业绩稳定向好，为公司收入及利润规模的增长提供了保证。

• 公司以多元化经营为战略导向，不断涉足新行业，拓展新业务，有望实现新的盈利增长点。

• 公司经营活动现金流入量及现金类资产对本期中期票据的覆盖能力较强。

• 深圳市投资控股有限公司对本期中期票据提供不可撤销的连带责任担保，有效提升了债券的偿付能力。

关注

• 公司下属企业多，管理链条长，有待进一步整合完善。

• 受深圳汽车经销竞争加剧、行业景气度下降等因素影响，跟踪期内，公司商品流通业务板块

经营业绩呈现下滑趋势。

• 公司在建项目和未来投资规模较大，存在一定外部融资需求。

• 公司期间费用较高，整体盈利能力一般。

主体概况

深圳市特发集团有限公司的前身是深圳经济特区发展公司。截至2013年3月底，公司总股本158282万元，其中深圳市国资局、长城资产、东方资产和信达资产分别持有公司43.30%、28.87%、26.03%和1.80%的股权。

截至2013年3月底，公司资产（合并）总计753481.00万元，所有者权益合计381629.72万元（其中包含少数股东权益138704.77万元）。

公司注册地址：深圳市罗湖区人民南路深圳发展中心1栋26层；法定代表人：张俊林。

厦门国际银行股份有限公司

2014年二级资本债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-03-26
 发行规模：30亿元
 期限：5+5年
 利率：6.90%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA+
 二级资本债券信用等级：AA
 评级展望：稳定
 评级时间：2014年3月17日
 分析师：秦永庆 葛成东

财务数据

项目	2013年6月末	2012年末	2011年末	2010年末
资产总额(亿元)	2321.15	2065.65	1050.96	709.02
股东权益(亿元)	112.17	92.04	38.81	33.32
不良贷款率(%)	0.38	0.42	0.25	0.35
拨备覆盖率(%)	420.16	332.90	481.67	252.25
贷款拨备率(%)	1.58	1.41	1.21	0.92
流动性比例(%)	57.45	67.17	64.69	55.52
存贷比(%)	66.91	68.69	73.67	80.19
股东权益/资产总额(%)	4.83	4.46	3.69	4.70
资本充足率(%)	10.25	10.97	11.80	11.63
核心资本充足率(%)	9.48	9.96	10.34	10.64
项目	2013年1-6月	2012年	2011年	2010年
营业收入(亿元)	21.53	26.20	19.16	13.75
净利润(亿元)	8.56	10.02	5.90	5.38
成本收入比(%)	21.62	33.71	39.00	44.46
平均资产收益率(%)	0.78	0.64	0.67	0.91
平均净资产收益率(%)	16.76	15.32	16.37	17.52

注：1. 以上数据均为合并财务报表口径，以人民币为计量单位；2. 2013年上半年财务报表未经审计；3. 2013年1-6月平均资产收益率和平均净资产收益率为年化数据；1-6月资本充足率和核心资本充足率数据按照《商业银行资本管理办法（试行）》测算。

评级观点

随着我国金融市场开放的深化，近年来厦门国际银行发展较快，公司治理及内部控制体系持续完善；凭借灵活的运营机制和较强的创新能力，厦门国际银行主营业务快速发展，逐步形成一定的竞争优势。改制后的厦门国际银行转变为内资性质的城市商业银行，增资扩股后资本实力明显增强，在机构准入和业务经营范围等方面的瓶颈将得到突破，未来一段时间有望保持快速发展。

联合资信评估有限公司评定厦门国际银行股份有限公司主体长期信用等级为AA+，拟发行的2014年二级资本债券（不超过30亿元）信用等级为AA，评级展望为稳定。该评级结论反映了本次二级资本债券违约的风险很低。

优势

- 运营机制灵活，员工整体专业素质较高，“拾遗补缺”的发展战略得到有效发挥，逐步形成差异化的竞争优势；
- 主营业务快速发展，营业收入明显提高；
- 资产质量良好；
- 完成股份制改造，资本实力

明显增强，业务资质将逐步健全，综合竞争力有望提升。

关注

- 业务的快速发展对资本消耗明显，目前资本充足性已显压力；盈利水平待提升；
- 同业负债规模波动明显，对负债结构的稳定性带来一定影响；
- 投资业务增长较快，市场波动对投资资产的潜在影响有待关注；
- 已取得境内居民人民币业务资质，未来零售业务的发展情况待观察；
- 需关注宏观经济增速放缓、经济结构调整以及利率市场化进程逐步推进等因素对商业银行的业务发展、资产质量带来的影响。

主体概况

厦门国际银行股份有限公司由厦门国际银行于2012年12月经过改制而成。厦门国际银行成立于1985年，是我国首家中外合资银行，实际控制人为福建省投资开发集团有限责任公司。

截至2013年6月末，厦门国际银行资产总额2321.15亿元，其中发放贷款及垫款净额748.23亿元；负债总额2208.98亿元，其中存款余额1136.33亿元；股东权益112.17亿元；不良贷款率0.38%，拨备覆盖率420.16%；资本充足率10.25%，核心资本充足率9.48%。2013年1-6月，厦门国际银行实现营业收入21.53亿元，净利润8.56亿元。

注册地址：福建省厦门市鹭江道8-10号国际银行大厦1~6层；法定代表人：翁若同。

云南建工集团有限公司

2014年度第一期中期票据信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-03-26
 发行规模：5亿元
 期限：3+2年
 利率：7.60%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA
 评级展望：稳定
 本期中期票据信用等级：AA
 评级时间：2014年2月20日
 分析师：刘叶婷 焦洁

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年9月
资产总额(亿元)	153.66	215.95	299.31	378.47
所有者权益(亿元)	27.60	44.19	96.58	125.70
长期债务(亿元)	24.10	35.80	41.81	73.01
全部债务(亿元)	52.82	78.58	106.68	154.97
营业收入(亿元)	204.89	242.95	323.06	275.26
利润总额(亿元)	3.07	5.14	7.16	5.14
EBITDA(亿元)	5.26	8.01	11.43	--
经营性净现金流(亿元)	7.49	-8.10	2.45	-2.02
营业利润率(%)	5.38	6.00	5.91	6.21
净资产收益率(%)	8.17	8.80	5.48	--
资产负债率(%)	82.04	79.54	67.73	66.79
全部债务资本化比率(%)	65.68	64.01	52.48	55.21
流动比率(%)	109.82	127.82	160.44	181.46
全部债务/EBITDA(倍)	10.05	9.81	9.34	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	1.05	1.60	2.29	--

注：2013年三季度财务数据未经审计。

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对云南建工集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为云南省国有独资建筑企业,在区域经营环境、专业资质及项目储备等方面具备明显优势。联合资信也关注到,建筑施工行业竞争激烈、原材料价格波动等因素可能对其信用状况产生不利影响。

近年来公司收入及利润规模持续提升,工程承包实力显著增强,施工面积稳步增长,凭借其在云南省建筑行业龙头地位及充足的项目储备,公司未来有望维持稳定的经营及财务状况。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

- 云南省是中国西南对外开放的前沿,近年来,在政策逐步落实与推进下,云南省城镇化建设及对外开放通道建设显著加快,云南省属建筑企业面临良好发展机遇。

- 公司作为云南省国有独资建筑企业,专业资质齐全,区域内

竞争优势明显。

- 公司近期新签合同额快速提高,施工项目储备充足,为业务持续发展提供保障。

- 公司大力发展房地产业务为第二主业,且房地产开发项目为定向销售项目,为公司提供了稳定的利润及现金流。

- 近年来,公司营业收入快速增长;权益规模快速扩大。

- 公司EBITDA及经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高。

关注

- 建筑施工行业竞争激烈,利润空间较小,公司建筑施工业务盈利能力较弱。

- 钢铁水泥等原材料价格波动较大,近期劳务成本有所上升,加大了公司成本控制难度。

- 随着公司在建工程增多,人力和设备资源的分散将增加项目的管理难度,特别是海外工程项目可能面临汇率及政治风险。

- 公司债务规模持续上升,债务负担有所加重。

- 公司经营性净现金流波动大。

主体概况

云南建工集团有限公司原名云南建筑公司,成立于1951年2月。公司为国有独资的建筑施工企业,云南省人民政府国有资产监督管理委员会持有其100%的股权。截至2013年9月底,公司注册资本为178458.12万元。

截至2013年9月底,公司拥有30家全资子公司及5家控股子公司。

截至2013年9月底,公司合并资产总额为378.47亿元,所有者权益合计为125.70亿元(其中少数股东权益16.54亿元);2013年1~9月,公司实现营业收入275.26亿元,利润总额5.14亿元。

公司住所:昆明市东风东路36号;法定代表人:陈文山。

内蒙古包钢钢联股份有限公司 2013年公司债券信用评级分析报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-03-06
发行规模：30亿元
期限：2年
利率：6.45%

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：本期公司债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
评级时间：2013年7月5日
分析师：李晶 欧阳婷

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	420.44	497.33	637.59	732.72
所有者权益(亿元)	126.47	130.21	131.46	193.27
长期债务(亿元)	97.74	94.98	137.11	158.31
全部债务(亿元)	167.48	217.01	301.40	311.52
营业收入(亿元)	405.46	428.15	369.34	90.23
净利润(亿元)	1.97	4.97	2.58	0.94
EBITDA(亿元)	38.40	40.83	45.24	--
经营性净现金流(亿元)	22.37	28.74	54.90	2.47
营业利润率(%)	4.49	6.46	7.19	5.89
净资产收益率(%)	1.57	3.87	1.97	0.58
资产负债率(%)	69.92	73.82	79.38	73.62
全部债务资本化比率(%)	56.97	62.50	69.63	61.71
流动比率(%)	1.04	0.97	0.77	0.80
EBITDA全部债务比(%)	0.23	0.19	0.15	--
EBITDA利息倍数(倍)	3.86	3.43	3.29	--
EBITDA偿债倍数(倍)	0.64	0.68	0.75	--
担保方				
资产总额(亿元)	778.76	998.23	1,231.76	1,301.44
所有者权益合计(亿元)	276.23	336.11	340.13	394.46
营业总收入(亿元)	479.76	588.09	505.17	114.00
净利润(亿元)	18.92	64.11	8.97	0.33
经营性净现金流(亿元)	43.72	66.63	17.13	-1.52
资产负债率(%)	64.53	66.33	72.39	69.69

注：1.发行方和担保方2013年1季度财务报表未经审计；2.发行方和担保方长期债务的核算中均考虑了当期融资租赁的金额；3.担保方2013年一季报未编制现金流量表；4.文中所引用数据均为合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司在行业地位、生产规模、资源保障、区域经济及股东实力等方面的突出优势。联合评级也关注到钢铁行业需求下滑、行业竞争激烈、铁矿石等原材料及钢材价格波动较大和资本支出压力较大等因素对公司经营造成的不利影响。

公司通过定向增发收购大股东资产，将包钢集团巴润矿业有限责任公司100%股权及白云鄂博铁矿西矿采矿权注入上市公司，此举有助于提升公司铁矿石资源自给率，促进产业延伸的一体化整合。联合评级对公司评级展望为稳定。

本期债券由包头钢铁（集团）有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由平安银行股份有限公司佛山分行提供流动性支持贷款承诺。

综合来看，本期债券到期不能偿付本息的风险极低。

优势

- 公司是我国西部地区最大的钢铁类上市公司，是世界最大的钢轨生产基地，是铁道部采购钢轨的定点单位。
- 公司地理位置特殊，资源储量丰富，能够为公司经营提供较好的资源保障。

- 公司地处呼包鄂、呼包银两大经济圈的核心位置，受益于区域建设资金投入增长及相关优惠政策支持。

- 公司控股股东包钢集团通过资产注入和信用担保等多种形式为公司发展提供实质性支持。

关注

- 原材料价格、产品需求量和销售价格的波动给公司经营带来一定压力。

- 钢铁行业竞争比较激烈，行业整体毛利水平不高。

- 公司资本支出压力较大，资产负债率较高。

主体概况

内蒙古包钢钢联股份有限公司是控股股东为包头钢铁（集团）有限责任公司，公司最终控制人为内蒙古自治区人民政府。公司拥有控股及参股子公司7家。

截至2013年3月底，公司合并资产总额732.72亿元，负债合计539.45亿元，所有者权益（含少数股东权益）193.27亿元。2013年1~3月公司实现营业收入90.23亿元，净利润0.94亿元，经营活动产生的现金流量净额2.47亿元，现金及现金等价物净增加额32.25亿元。

公司注册地址：内蒙古包头市昆区河西工业区；法定代表人：周秉利。

2011年~2014年一季度我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2011年	2012年	2013年	2014年一季度	
				数值(亿元)	同比
GDP	9.3	7.7	7.7	128213	7.4
规模以上工业增加值	10.4	10.0	9.7	-	8.7
固定资产投资总额(不含农户)	16.4	19.3	19.2	68322	16.3
社会消费品零售总额	17.2	14.4	11.5	82081	10.9
出口总额	20.3	8.0	7.9	30025	-3.4
进口总额	24.9	4.3	7.3	28997	1.6
CPI	5.4	2.6	2.6	-	2.3
PPI	6.0	-1.7	-1.9	-	-2.0
M2余额	17.3	14.4	13.6	1160700	12.1
社会融资规模	-8.9	22.9	9.7	56000	-9.1
人民币贷款余额	14.4	15.0	14.1	749100	13.9

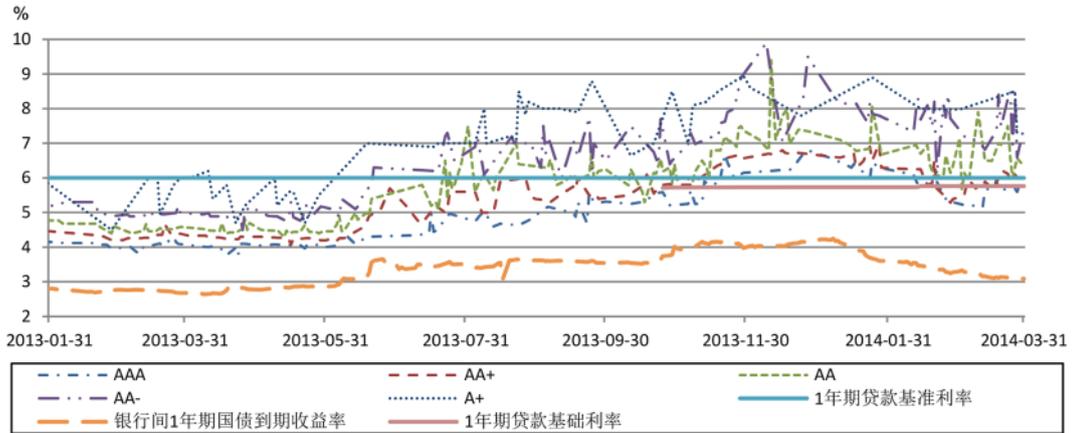
注：前四项同比增长率为扣除价格因素的实际增长率。
资料来源：国家统计局、中国人民银行

2011年~2014年一季度我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2011年	2012年	2013年	2014年一季度	同比(%)	2011年	2012年	2013年	2014年一季度	同比(%)
政府债券	77	77	86	9	0.00	15998	16062	19044	1940	-17.09
央行票据	100	0	20	0	-	14140	0	5362	0	-
政府支持机构债券	8	15	13	0	-	1000	2000	1700	0	-
政策性银行债	113	175	285	115	91.67	19973	21400	19960	6590	34.59
商业银行债券	34	57	35	12	-14.29	3519	3934	1132	446	-6.50
非银行金融机构债	1	14	13	3	-85.71	10	521	309	18	-96.84
证券公司短期融资券	-	16	134	58	152.17	-	561	2996	1024	62.46
资产支持证券及票据	0	34	31	8	100.00	0	250	193	35	-14.43
短期融资券	612	808	860	231	13.24	8032	8159	8325	2589	22.12
超短期融资券	25	125	216	88	69.23	2090	5822	7535	2531	69.26
企业债券	192	479	373	144	-1.37	2471	6485	4748	1695	-21.59
集合企业债	3	5	1	1	-	14	15	4	10	-
中期票据	407	563	508	105	-27.59	7270	8153	6916	1170	-44.30
美元中期票据(亿美元)	0	0	1	0	-	0	0	2	0	-
集合票据	17	45	31	0	-100.00	52	100	66	0	-100.00
公司债	83	181	94	12	-80.00	1291	2465	1362	165	-65.58
可转债	9	5	8	1	-66.67	413	164	545	5	-97.68
非公开定向债务融资工具	32	251	534	239	75.74	919	3813	5668	2099	32.14
合计	1713	2850	3242	1026	38.09	77192	79904	85866	20315	15.95

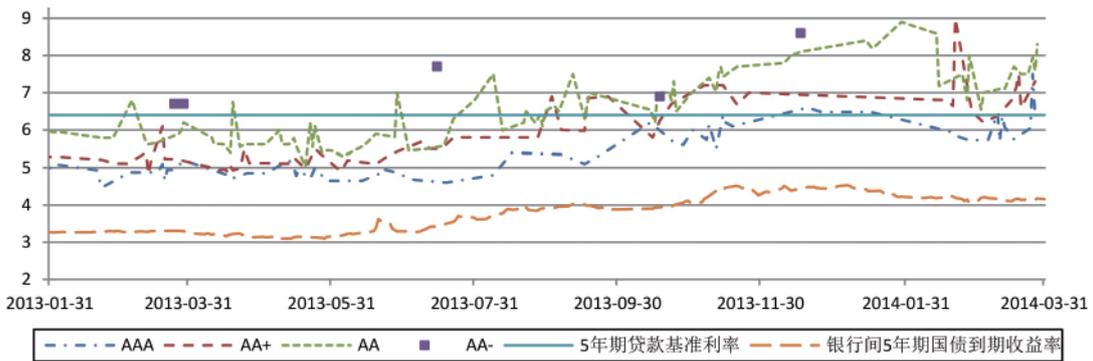
注：1.数据以起息日作为统计口径；2.除“非公开定向债券”外，其他债券品种均为公开发行的债券；3.“政府债券”包括国债和地方政府债；4.“非银行金融机构债”包括保险公司、资产管理公司、证券公司、金融租赁公司和财务公司发行的金融债券，但不包括证券公司短期融资券；5.“证券公司短期融资券”包括中国证券金融股份有限公司发行的短期融资券；6.合计数不包括美元中期票据。
资料来源：中国债券信息网、上海清算所，公司债、可转债数据来源于Wind资讯

1年期短券、5年期中票、7年期企业债债券发行利率走势



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. 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。

图1 1年期短期融资券发行利率走势



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；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。

图2 5年期中期票据发行利率走势

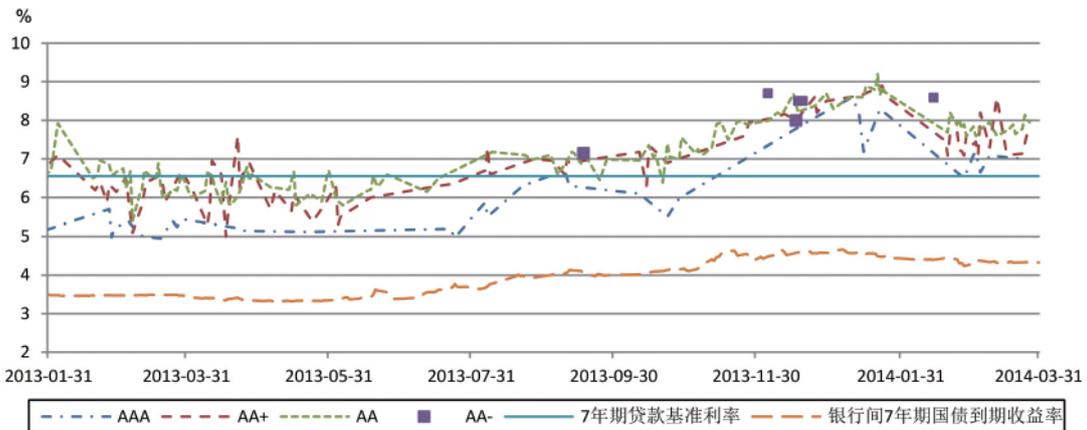


图3 7年期企业债券发行利率走势

联合资信评估有限公司评级公告

(2014年2月1日至2014年3月31日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
北京首都旅游集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-28	AAA/ 稳定	2013-09-06			
	2014年度第一期短期融资券	30			A-1	2013-09-06	2014-03-04	365天	5.20
中国国电集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-20	AAA/ 稳定	2013-11-05			
	2014年度第一期短期融资券	82			A-1	2013-11-05	2014-02-24	365天	5.30
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定		AA+/ 稳定	2013-06-24			
	2014年度第一期中期票据	20			AA+	2013-06-18	2014-02-12	5+5年	7.99
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	2013-07-25	AAA/ 稳定	2014-01-20			
	2014年度第一期短期融资券	5			A-1	2014-01-20	2014-02-10	365天	6.23
南山集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-09-12	AA/ 稳定	2013-12-20			
	2014年度第一期短期融资券	10			A-1	2013-12-20	2014-02-19	365天	6.20
广州汽车集团股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-26	AAA/ 稳定	2013-12-16			
	2014年度第一期短期融资券	10			A-1	2013-12-16	2014-03-11	365天	5.15
广东省广晟资产经营有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-12-11	AAA/ 稳定	2014-02-28			
	2014年度第一期短期融资券	30			A-1	2013-12-11	2014-03-13	365天	5.65
	2014年度第一期中期票据	15			AAA	2014-02-28	2014-03-26	5年	6.40
中国华能集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-02-28	AAA/ 稳定	2014-03-03			
	2014年度第一期短期融资券	40			A-1	2014-03-03	2014-03-24	365天	5.19
	2014年度第一期中期票据	23			AAA	2014-01-28	2014-03-06	7年	5.80
	2014年度第二期中期票据	23			AAA	2014-02-28	2014-03-13	5年	5.75
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-07-25	AAA/ 稳定	2014-01-13			
	2014年度第一期短期融资券	10			A-1	2014-01-13	2014-03-26	365天	5.90
中国普天信息产业股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-11-25	AA+/ 稳定	2014-03-25			
	2014年度第一期短期融资券	20			A-1	2013-11-25	2014-03-19	365天	5.80
中国港中旅集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-07-26	AAA/ 稳定	2013-10-18			
	2014年度第一期中期票据	10			AAA	2013-10-18	2014-03-18	7年	5.99
济南市城市建设投资有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-11-15	AA+/ 稳定	2013-07-05			
	2014年第一期公司债券	16			AA+	2013-07-05	2014-03-20	7年	6.80
福建漳龙实业有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-01-21	AA/ 稳定	2014-03-17			
	2014年度第一期短期融资券	10			A-1	2014-01-21	2014-03-14	365天	6.28
	2014年度第一期中期票据 (品种一)	6			AA	2013-09-29	2014-03-14	3年	6.95
	2014年度第一期中期票据 (品种二)	5			AA	2013-09-29	2014-03-14	5年	7.70
浙江省铁路投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-09-05	AAA/ 稳定	2014-01-26			
	2014年度第一期中期票据	10			AAA	2014-01-26	2014-03-26	3年	6.20
山东省商业集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-09-04	AA+/ 稳定	2014-01-13			
	2014年度第一期短期融资券	15			A-1	2014-01-13	2014-03-07	365天	5.50
中国航天科工集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-07-18	AAA/ 稳定	2014-01-09			
	2014年第一期中期票据	30			AAA	2014-01-09	2014-03-06	5年	5.74
苏州汾湖投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2013-12-27			
	2014年第一期企业债	12			AA	2013-12-27	2014-02-28	7年	7.49
重庆机电控股(集团)公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-29	AA/ 稳定	2014-03-14			
	2014年度第一期中期票据	3			AA	2013-07-29	2014-02-13	3年	7.00
广东温氏食品集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-21	AA/ 稳定	2013-12-11			
	2014年度第一期短期融资券	5			A-1	2013-12-11	2014-02-10	365天	6.95
天津滨海新区建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-11-27	AAA/ 稳定	2013-12-10			
	2014年度第一期中期票据	25			AAA	2013-11-27	2014-02-25	7年	6.30

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
陕西煤化工工业集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-10-12	AAA/ 稳定	2014-02-12			
	2014年度第一期短期融资券	30			A-1	2013-10-11	2014-02-20	365天	5.90
	2014年度第一期中期票据	10			AAA	2014-02-12	2014-03-12	5年	6.55
四川长虹电子集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-27	AA/ 稳定	2014-01-14			
	2014年度第一期中期票据	10			AA	2014-01-14	2014-02-12	5年	7.18
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	2013-08-07	AAA/ 稳定	2014-01-07			
	2014年度第一期短期融资券	20			A-1	2014-01-07	2014-03-28	365天	6.20
广东省广新控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-26	AA/ 稳定	2013-08-08			
	2014年度第一期短期融资券	10			A-1	2013-08-08	2014-03-06	365天	5.93
红豆集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-11-29	AA/ 稳定	2013-12-18			
	2014年度第一期短期融资券	12			A-1	2013-11-29	2014-02-28	365天	6.30
奇瑞汽车股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-26	AA/ 稳定	2013-11-07			
	2014年度第一期短期融资券	20			A-1	2013-11-07	2014-03-13	365天	6.70
云南建工集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-08-14	AA/ 稳定	2014-02-20			
	2014年度第一期中期票据	5			AA	2014-02-20	2014-03-26	3+2年	7.60
安徽省皖北煤电集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-26	AA/ 稳定	2013-08-16			
	2014年度第一期短期融资券	10			A-1	2013-08-16	2014-02-21	365天	6.00
	2014年度第一期中期票据	8			AA	2013-08-16	2014-02-25	5年	6.80
东方集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2014-07-16			
	2014年度第一期短期融资券	5			A-1	2014-07-16	2014-02-27	365天	6.50
广西玉柴机器集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2014-01-06			
	2014年度第一期短期融资券	5			A-1	2014-01-06	2014-03-26	365天	6.25
大连机床集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-11-07	AA-/ 稳定	2013-12-13			
	2014年度第一期短期融资券	6			A-1	2013-12-13	2014-02-12	365天	8.30
江阴澄星实业集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-09-25	AA/ 稳定	2013-11-15			
	2014年度第一期短期融资券	5			A-1	2013-11-15	2014-02-26	365天	6.50
山西煤炭进出口集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-25	AA+/ 稳定	2013-09-30			
	2014年度第一期中期票据	10			AA+	2013-09-30	2014-03-18	5年	7.20
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	2013-07-26	AA+/ 稳定	2014-02-10			
	2014年度第一期短期融资券	5			A-1	2014-02-10	2014-03-31	365天	6.40
深圳市特发集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-06-28	AA-/ 稳定	2013-08-01			
	2014年度第一期中期票据	1			AAA	2013-08-01	2014-03-25	5年	7.50
北京首都农业集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-24	AA+/ 稳定	2014-01-20			
	2014年度第一期短期融资券	7			A-1	2014-01-20	2014-02-24	365天	5.40
同方股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-19	AA+/ 稳定	2013-06-27			
	2014年度第一期中期票据	8			AA+	2013-06-19	2014-03-20	5年	6.60
青海省投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2013-11-15			
	2014年度第一期短期融资券	6			A-1	2013-11-15	2014-03-13	365天	6.68
佛山市公用事业控股有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-25	AA+/ 稳定	2013-09-27			
	2014年度第一期短期融资券	3			A-1	2013-09-27	2014-03-12	365天	5.70
深圳华强集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-29	AA/ 稳定	2014-02-24			
	2014年度第一期短期融资券	20			A-1	2014-02-24	2014-03-21	365天	6.70
中国南方工业集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-14	AAA/ 稳定	2013-09-18			
	2014年度第一期短期融资券	5			A-1	2013-09-18	2014-03-19	365天	5.45
北京京城机电控股有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-28	AA+/ 稳定	2014-01-03			
	2014年度第一期短期融资券	15			A-1	2014-01-03	2014-03-05	365天	5.60
广西铁路投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-11-18	AA+/ 稳定	2014-01-08			
	2014年度第一期中期票据	12			AA+	2014-01-08	2014-03-14	5年	6.80
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-03-04	AAA/ 稳定	2014-02-10			
	2014年度第一期短期融资券	50			A-1	2014-02-10	2014-03-18	365天	5.90
天津药业集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-12-06	AA-/ 稳定	2013-12-25			
	2014年度第一期短期融资券	5.8			A-1	2013-12-25	2014-03-07	365天	6.80
杭州市城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-28	AAA/ 稳定	2013-10-28			
	2014年度第一期中期票据	13			AAA	2013-10-28	2014-03-07	5年	6.45

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
漳州市九龙江建设有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-10-22	AA/ 稳定	2013-10-23			
	2014年度第一期中期票据	3			AA	2013-10-22	2014-03-25	5年	7.30
东营方圆有色金属有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-12-10	AA-/ 稳定	2014-03-12			
	2014年度第一期短期融资券	6	A-1	2013-12-10	A-1	2014-03-12	2014-02-17	365天	7.50
江苏奕淳集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-01-21	AA-/ 稳定	2014-02-27			
	2014年度第一期短期融资券	3.4			A-1	2014-01-21	2014-03-14	365天	8.50
西宁特殊钢集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-01-10	AA/ 负面	2014-03-06			
	2013年度第一期短期融资券	4	A-1	2013-05-03	A-1	2014-03-06	2013-09-04	365天	6.50
	2014年度第一期中期票据	4.7			AA	2014-01-10	2014-03-14	5+2年	9.50
江苏国泰国际集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-24	AA/ 稳定	2013-12-24			
	2014年度第一期短期融资券	3			A-1	2013-12-24	2014-02-18	365天	6.00
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	2013-08-13	AA+/ 稳定	2014-03-10			
	2014年度第一期短期融资券	5			A-1	2013-08-13	2014-02-13	365天	6.00
	2014年度第二期短期融资券	5			A-1	2014-03-10	2014-03-27	365天	5.74
湖南富兴集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-09-27	AA/ 稳定	2013-11-26			
	2014年度第一期中期票据	5			AA	2013-09-27	2014-03-25	5年	8.60
云南省城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-16	AA+/ 稳定	2014-01-24			
	2014年度第一期中期票据	13			AA+	2014-01-24	2014-03-18	2+3年	7.70
山东玉皇化工有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2014-01-15			
	2014年度第一期短期融资券	5			A-1	2014-01-15	2014-02-14	365天	6.95
江苏宏图高科技股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 正面	2013-06-28	AA/ 稳定	2013-12-26			
	2014年度第一期短期融资券	3			A-1	2013-12-26	2014-02-13	365天	6.90
兴源轮胎集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-06-28	AA-/ 稳定	2013-12-12			
	2014年度第一期短期融资券	6			A-1	2013-12-12	2014-02-13	365天	7.69
北京京能清洁能源电力股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-19	AAA/ 稳定	2014-02-13			
	2014年度第一期短期融资券	9			A-1	2014-02-13	2014-03-19	365天	5.70
唐山冀东水泥股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-12-23	AA+/ 稳定	2014-03-13			
	2014年度第一期短期融资券	10	A-1	2013-12-23	A-1	2014-03-13	2014-02-10	365天	6.20
江苏方洋集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-12-05	AA/ 稳定	2013-12-23			
	2014年度第一期短期融资券	5			A-1	2013-12-23	2014-02-19	365天	6.18
中广核风电有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-06	AAA/ 稳定	2014-02-20			
	2014年度第一期短期融资券	10			A-1	2014-02-20	2014-03-21	365天	5.75
绵阳市投资控股(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-12-27	AA/ 稳定	2014-02-17			
	2014年度第一期短期融资券	10			A-1	2014-02-17	2014-03-20	365天	6.60
赣州开发区建设投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-12-27	AA/ 稳定	2014-02-17			
	2014年第一期企业债	10			AA+	2014-02-17	2014-02-19	7年	7.43
	2014年第二期企业债	5			AA+	2014-02-17	2014-02-19	6年	7.40
毕节市开源建设投资(集团)有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-02-19			
	2014年第一期企业债	13			AA	2014-02-19	2014-02-25	7年	7.78
福建省电子信息(集团)有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-10-18			
	2014年度第一期中期票据	4.5			AA	2013-10-18	2014-02-14	5年	6.80
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	2013-08-22			
	2014年度第一期短期融资券	5			A-1	2013-08-22	2014-03-19	365天	6.80
阜阳市城市建设投资有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-03-10	AA/ 稳定	2014-03-19			
	2014年第一期公司债券	8			AA	2014-03-10	2014-03-13	7年	7.60
	2014年第二期公司债券	8			AA	2014-03-19	2014-03-21	7年	7.65
广东省粤科金融集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-02-12			
	2014年第一期公司债券	10			AA+	2014-02-12	2014-03-25	5+5年	7.30
广西贺州投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-07-23			
	2014年度第一期短期融资券	3			A-1	2013-07-23	2014-02-27	365天	5.64
贵阳市水利交通发展投资(集团)有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-03-04			
	2014年第一期公司债券	10			AA	2014-03-04	2014-03-19	10年	8.10

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
湖北宜昌交运集团股份有限 公司	企业主体长期信用				A+/ 稳定	2013-12-16			
	2014 年度第一期短期融资券	2			A-1	2013-12-16	2014-03-27	365 天	7.20
洛娃科技实业集团有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2014-01-24			
	2014 年度第一期短期融资券	5			A-1	2014-01-24	2014-03-26	365 天	8.50
泉州台商投资区开发建设有 限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-02-13			
	2014 年第一期企业债	10			AA+	2014-02-13	2014-02-25	7 年	7.22
上海陆家嘴 (集团) 有限公 司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2014-01-17			
	2014 年第一期企业债	16			AAA	2014-01-17	2014-02-25	5 年	5.79
	2014 年第二期公司债券	10			AAA	2014-01-17	2014-03-11	5 年	5.98
文山城市建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2014-02-20			
	2014 年第一期企业债	10			AA	2014-02-20	2014-02-27	7 年	8.10
湘潭高新集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-01-13			
	2014 年第一期企业债	12			AA	2014-01-13	2014-02-25	7 年	8.16
宣城市国有资产投资有限公 司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-03-12			
	2014 年第一期公司债券	15			AA	2014-03-12	2014-03-27	7 年	7.95
扬州市城建国有资产控股 (集团) 有限责任公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2013-11-29			
	2014 年度第一期中期票据	10			AA+	2013-11-29	2014-03-17	5 年	7.10
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	2013-09-17			
	2014 年第一期企业债	16			AA	2013-09-17	2014-02-28	7 年	7.68
永泰能源股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-11-08			
	2014 年度第一期短期融资券	20			A-1	2013-11-08	2014-03-13	365 天	7.50
福建锦江科技有限公司	企业主体长期信用		A+/ 稳定	2013-08-05	A+/ 负面	2014-03-21			
	2013 年度第一期短期融资券	2	A-1	2013-08-05	A-1	2014-03-21	2013-09-23	365 天	8.80
江苏弘盛建设工程集团有限 公司	企业主体长期信用		A+/ 稳定	2013-06-28	A+/ 负面	2014-03-12			
	2013 年度第一期短期融资券	2	A-1	2013-05-21	A-1	2014-03-12	2013-09-10	365 天	8.50
广州广日集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-05-29	AA/ 稳定	2014-03-18			
	2013 年度第一期短期融资券	2	A-1	2013-05-29	A-1	2014-03-18	2013-09-23	365 天	6.20
厦门银行股份有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-07-24	AA-/ 稳定	2014-02-27			
	2014 年厦门银行股份有限公 司第一期金融债券	10			AA-/ 稳定	2014-02-27	2014-03-20	3 年	6.29
江苏金融租赁有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-07-29	AA-/ 稳定	2014-01-27			
	江苏金融租赁有限公司 2014 年第一期金融债券	1			AAA/ 稳定	2014-01-27	2014-02-18	3 年	6.10
安信证券股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-12-11	AAA/ 稳定	2013-12-11			
	安信证券股份有限公司 2014 年度第一期短期融资券	10			A-1	2013-12-24	2014-03-19	90 天	4.96
东北证券股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2013-10-08	AA+/ 稳定	2014-01-17			
	东北证券股份有限公司 2014 年第一期短期融资券	12			A-1	2014-01-17	2014-02-19	90 天	5.60
西南证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-01-13	AA+/ 稳定	2014-02-25			
	西南证券股份有限公司 2014 年度第三期短期融资券	10			A-1	2014-02-25	2014-03-07	91 天	4.97
东兴证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-02-17	AA+/ 稳定	2014-03-05			
	东兴证券股份有限公司 2014 年第二期短期融资券	6			A-1	2014-02-17	2014-02-21	91 天	5.23
	东兴证券股份有限公司 2014 年第三期短期融资券	6			A-1	2014-03-05	2014-03-13	90 天	4.90
方正证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 列入观 察名单	2013-12-19	AA+/ 稳定	2014-01-28			
	方正证券股份有限公司 2014 年度第二期短期融资券	18			A-1	2014-01-28	2014-02-17	90 天	5.65
华融证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-09-12	AA+/ 稳定	2014-02-24			
	华融证券股份有限公司 2014 年度第一期短期融资券	10			A-1	2014-02-24	2014-03-12	90 天	4.95
重庆三峡银行股份有限公司	主体长期信用				AA-/ 稳定	2014-02-18			
	重庆三峡银行股份有限公司 2014 年第一期金融债券	20			AA-/ 稳定	2014-02-18	2014-02-27	3 年	4.78

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
江苏江南农村商业银行股份有限公司	主体长期信用	10			AA/ 稳定	2014-03-07			
	江苏江南农村商业银行股份有限公司 2014 年二级资本债券				AA-/ 稳定	2014-03-07	2014-03-25	5+5 年	6.90
厦门国际银行股份有限公司	主体长期信用	30			AA+/ 稳定	2014-03-17			
	厦门国际银行股份有限公司 2014 年二级资本债券				AA/ 稳定	2014-03-17	2014-03-26	5+5 年	6.90
上汽通用汽车金融有限责任公司	主体长期信用	15			AAA/ 稳定	2014-02-18			
	上汽通用汽车金融有限责任公司 2014 年第一期金融债券				AAA/ 稳定	2014-02-18	2014-03-03	3 年	5.95
国都证券有限责任公司	主体长期信用	8			AA/ 稳定	2014-01-14			
	国都证券有限责任公司 2014 年度第一期短期融资券				A-1	2014-01-14	2014-02-27	90 天	5.10
中银国际证券有限责任公司	主体长期信用	20			AAA/ 稳定	2014-03-06			
	中银国际证券有限责任公司 2014 年度第一期短期融资券				A-1	2014-03-06	2014-03-17	91 天	4.80

* 注：公告内容仅包括 2014 年 2 月 1 日至 2014 年 3 月 31 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

(2014年2月1日至2014年3月31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			
上海浦东发展 银行股份有限 公司	上海国际信 托有限公司	浦发 2014 年第一期信贷资产 证券化信托资产支持证券优先 A1-1 档	23.55	46.49%	附息式浮动 利率			AAA		2014-02-12	2014-02-21	2018-10-18
		浦发 2014 年第一期信贷资产 证券化信托资产支持证券优先 A1-2 档	20.26	39.99%	附息式浮动 利率			AAA				
		浦发 2014 年第一期信贷资产 证券化信托资产支持证券优先 B 档	2.88	5.69%	附息式浮动 利率			A+				
		浦发 2014 年第一期信贷资产 证券化信托资产支持证券次级 档	3.97	7.83%	无票面利率			NR				
中国银行股份 有限公司	中国金谷国 际信托有限 责任公司	中银 2014 年第一期信贷资产 证券化信托优先 A 档	76.93	81.99%	附息式浮动 利率			AAA		2014-02-17	2014-03-20	2021-01-26
		中银 2014 年第一期信贷资产 证券化信托优先 B 档	8.91	9.50%	附息式浮动 利率			AA				
		中银 2014 年第一期信贷资产 证券化信托次级档	7.99	8.51%	无票面利率			NR				
招商银行股份 有限公司	华润深国投 信托有限公 司	招商银行 2014 年第一期信贷 资产证券化信托优先 A 档	65.68	81.00%	附息式浮动 利率			AAA		2014-03-07	2014-03-21	2019-01-26
		招商银行 2014 年第一期信贷 资产证券化信托优先 B 档	8.92	11.00%	附息式浮动 利率			AA				
		招商银行 2014 年第一期信贷 资产证券化信高收益档	6.49	8.00%	无票面利率			NR				
招商银行股份 有限公司	华润深国投 信托有限公 司	招商银行 2014 年第二期信贷 资产证券化信托优先 A 档	57.67	79.21%	附息式浮动 利率			AAA		2014-03-07	2014-03-21	2018-07-26
		招商银行 2014 年第二期信贷 资产证券化信托优先 B 档	7.28	10.00%	附息式浮动 利率			A+				
		招商银行 2014 年第二期信贷 资产证券化信高收益档	7.85	10.79%	无票面利率			NR				

* 注：公告内容仅包括 2014 年 2 月 1 日至 2014 年 3 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合信用评级有限公司评级公告

(2014年2月1日至2014年3月31日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
深圳欧菲光科技股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014/2/17			
	2014年公司债券	9			AA	2014/2/17	2014/2/24	3年	7.9
浙江久立特材科技股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014/1/28			
	2014年可转换公司债券	4.87			AA	2014/1/28	2014/2/25	6年	第一年 0.50% 第二年 0.70% 第三年 1.00% 第四年 1.30% 第五年 1.70% 第六年 2.10%
铁岭新城投资控股股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-02-17			
	2014年公司债券	10			AA	2014-02-17	2014-03-06	5年	8.45
内蒙古包钢钢联股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2013-07-05			
	2013年公司债券第一期	30			AAA	2013-07-05	2014-03-06	2年	6.45
宁波杉杉股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-04-22	AA/ 稳定	2013-05-27			
	2013年公司债券	7.5			AA	2013-05-27	2014-03-07	5年	7.50
兴业证券股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2013-08-12			
	2013年公司债券第一期 (品种一)	15			AAA	2013-08-12	2014-03-13	5年	6.00
	2013年公司债券第一期 (品种二)	10			AAA	2013-08-12	2014-03-13	7年	6.35

* 注：公告内容仅包括 2014 年 2 月 1 日至 2014 年 3 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。



上海



上海联合信用管理有限公司于2002年10月经上海市工商局核准成立，主要业务包括贷款企业评级、招投标评级、征信调查、合同信用评价、企业社会责任评价等业务。上海联合五次获得由中国人民银行上海分行授予的“上海市信贷市场企业信用评级工作评级机构先进集体”荣誉称号。

公司目前设有评级部、征信部、市场咨询部、综合管理部、财务部等部门，现有员工42人，其中硕士15人，具有3年以上评级及征信工作经验的28人。

联系电话：021-50623768

传真号码：021-50623709

通信地址：上海市浦东新区北张家浜路88号C座402室

邮政编码：200122

邮箱：shlh@lhcis.com

厦门



厦门联合信用管理有限公司于2010年12月经厦门市工商行政管理局核准成立，主要业务包括：借款企业评级、中小企业评级、担保机构评级、招投标评级、政府融资平台评级、集团性公司评级、企业信用管理咨询等业务。

公司目前设有客户受理部（市场部）、综合业务部、评估一部、评估二部、技术科技部等，现有员工29人，其中硕士5人，具有3年以上金融、财会、评级等相关经济工作经验的21人。

联系电话：0592-5182710

传真号码：0592-5182717

通信地址：福建省厦门市思明区后埭溪路28号皇达大厦六楼G座

邮政编码：361004

邮箱：xmlh@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: iccnls@iccchina.com

网址: www.iccnls.com