

债市聚焦

第 01 期

总第 296 期

2019

政策指南

[金融委支持永续债银行补充资本，中行股东大会已批准 400 亿](#)
[明年地方债有望提前开闸，地方债评级自律规范将出台](#)
[信用保护合约正式发布，中证协牵头纾困民企发债](#)
[沪交所、深交所修订可转债、可交换债业务规则](#)
[财政部印发《地方政府债务信息公开办法》](#)

市场动向

[国内首次将违约债券化解为普通债权案例落地](#)

风险事件

[中弘股份：“16 中弘 01” 债券未能按期偿付](#)
[“15 洛娃 01” 未完成兑付](#)

联合观点

[火电行业研究报告及展望](#)
[中国电影电视剧行业研究报告](#)
[房地产行业国内外信用评级方法的比较与研究](#)
[建筑施工行业研究报告——行业下行压力增大背景下企业加剧分化](#)
[2018 年种植业行业研究报告](#)
[2019 年中国保险行业信用风险展望](#)
[2019 年中国证券行业信用风险展望](#)
[2019 年中国商业银行信用风险展望](#)
[2019 年中国融资租赁行业信用风险展望](#)
[2019 年城投行业信用风险展望](#)
[2019 年中国房地产行业信用风险展望](#)
[2018 年养殖行业信用风险展望](#)
[PPP 项目资产证券化特征分析及前景展望](#)
[山东地炼企业盈利能力主要因素解析及消费税改革对盈利能力的影响](#)



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街
2 号 PICC 大厦 17 层 100022
电话 010-85679696
www.lhratings.com
lianhe@lhratings.com



联合评级官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层 100022
电话 010-85172818
www.unitedratings.com.cn
lh@unitedratings.com.cn

政策指南

金融委支持永续债银行补充资本，中行股东大会已批准 400 亿

12月25日，金融委办公室召开专题会议，研究多渠道支持商业银行补充资本有关问题，推动尽快启动永续债发行。

央行货币政策委员会委员、清华大学金融与发展研究中心主任马骏表示，这意味着以永续债为突破口，启动了新一轮的银行资本补充，这对疏通货币政策传导渠道，加大金融对实体经济支持力度，提振我国的资本市场都有重要意义。

目前，国内银行业还没有发行永续债补充资本金的先例，也没有针对商业银行发行永续债的监管细则或发行指引。

四大行或成为首批永续债发行人。马骏表示，永续债（Perpetual Bond）是一种无固定期限或到期日为机构清算日、具有一定损失吸收能力、且可计入银行其他一级资本的债券。据不完全统计，2016年至今全球发行的其他一级资本（AT1）工具的总规模接近1200亿美元，其中超过80%为永续债。

12月26日下午，中国银行表示，2018年6月末，该行股东大会批准了发行不超过400亿元人民币或等值外币的减记型无固定期限资本债券，正在持续研究有关发行方案。

银行核心一级资本压力

从监管来看，永续债实际上不是一个独立的债券品种，而是由企业债、公司债、中期票据、定向工具、金融债等衍生而来的一项直接融资创新产品，具有无固定期限、利息可递延支付、优化企业报表结构等优点，因此，永续债的发行受到不同监管机构监管。

今年以来，银行面临巨大的补充资本压力，相对于资本充足率，补充一级资本和核心一级资本的压力更大。尤其是今年股市大幅下行，大部分银行仍处于破净状态，上市银行多倾向于原股东定增、发行优先股等补充一级资本。

近期，一系列新的监管规定陆续出台，对系统性重要银行提出新的资本需求。多位业内人士认为，金融委支持银行发行永续债，或与系统重要性银行新规后，大型银行被要求更高的资本与杠杆率要求的总损失吸收能力（TLAC）有关。全球系统重要性银行（G-SIBs）的最低TLAC要求是：2019年起，最低TLAC要求不得低于集团加权风险

资产的 16%，2022 年起不得低于 18%。最低 TLAC 要求不包含巴塞尔协议 III 中缓冲资本要求（逆周期资本、储备资本和对 G-SIBs 的附加资本）。

永续债的四大难题

国内非金融企业在 2013 年发行了第一只永续债，迄今存续规模已接近 1.4 万亿元，但在清偿顺序、发行期限、减记触发及其他法律理清障碍。

今年 3 月，银保监会发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》提出，增加资本工具种类。总结商业银行发行优先股、减记型二级资本债券的实践经验，推动修改有关法律法规，研究完善配套规则，为商业银行发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券、含定期转股条款资本债券和总损失吸收能力债务工具等资本工具创造有利条件。

上述“无固定期限资本债券”，即是永续债，但永续债目前仍需要明确多项监管问题。关于风险资本占用，一位银行业内人士表示，当前，投资银行次级债是按照 100% 计提风险资本，永续债可能比次级债会低一些。另一银行业内人士表示，银行永续债最大的投资方可能是银行表外理财资金或保险资金，不太可能银行自营资金互相买，凭空消耗银行资本金。实际上，银行二级资本债，很多也是理财资金购买。

从清偿顺序上，从境外银行经验看，永续债和优先股是平级，都排在二级资本债之后。

马鲲鹏认为，巴塞尔 III 出台后海外银行发行的其他一级资本工具更为标准，条款更有借鉴意义，均具备可延迟或取消派息、可减记或可转股等典型特征。2010 年前汇丰和德意志银行发行的不合格工具因存在“可转换为优先股”“不可转股或减记”“计入负债而非权益”等条款，过渡期后将不再被确认为其他一级资本。

（摘自 21 世纪经济报道，辛继召、张奇，2018 年 12 月 27 日）

[返回目录](#)

明年地方债有望提前开闸，地方债评级自律规范将出台

12 月 26 日，记者从中国国债协会、中央国债登记结算公司、上海证券交易所联合举办的政府债研讨会上了解到，部分省市初步计划于明年 1 月份启动地方债发行，时间较往年提前，相关工作正在筹备中。地方债市场各项制度将进一步完善，一系列涉及信用评级、信息披露的规范措施正在路上。国债协会人士透露，将尽快出台地方政府债券

信用评级业务自律规范指引，正在研究统一信用评级的关键量化指标及其权重、制定最低信息披露要求。

发行更快：提前+提量

一位地方财政部门人士表示，明年地方政府债发行时间有望提前，但具体发行额度和时间还要等财政部批复。从今年发行情况来看，上半年地方债发行冷清，8月、9月份新增地方债券集中“爆发”。业内人士指出，如果明年部分新增地方政府债能提前启动，有望加快明年地方债整体发行节奏，并利于地方财政平稳运行。

财政部数据显示，今年1月至10月，累计新增专项债券13207亿元，占当年新增专项债务限额13500亿元的98%。今年11月，财政部就提前下达了2019年中央对地方均衡性转移支付的通知，将2019年均衡性转移支付1.335万亿元资金，提前分配给河北、山西等26个省（区市）。

从规模上看，明年地方债也有望迎来扩容。中央国债登记结算有限责任公司总经理陈刚明也在会上指出，地方债要完善单期规模管理，加大专项债券集合发行力度，缩短年初发行空档期。同时，地方债也存在适度、必要增长的空间。

国债协会已着手制定地方政府债券信用评级业务自律规范指引，并有望尽快出台。同时，将研究统一关键量化指标及其权重，提高评级结果的可比度，并研究制定最低信息披露要求，提升市场透明度。会上亦有评级机构人士表示，未来将探索在适度范围内，披露地方债的基础信用评级。

交易更活跃：提升二级市场流动性

2018年下半年以来，地方债流动性水平有所改善，但也存在不小提升的空间。提升流动性将成为接下来政府债券市场高质量发展的重要发力点。

陈刚明表示，要持续拓展投资者基础，推广地方债柜台业务，拓展面向中小机构及个人投资者的销售渠道，尤其是鼓励发行人所在区域内的个人投资者购买；继续拓宽地方债使用渠道，适度降低政策性操作中的折扣率；研究地方债投资的资本计提降低规则，提高机构配置需求。

促进交易活跃度，则要实现政府债投资者的多元化。“目前政府债的主流投资者是银行，需要推进非银金融机构、金融产品、一般法人机构和个人投资者参与。”上海证券交易所副总经理刘绍统表示，地方债投资者扩容要与筹资扩容同步推进，从而提升一级市场的发行定价市场化和二级市场的流动性。

刘绍统表示，交易所下一步要大力拓展政府债投资者范围、提升其参与度。同时，完善政府债交易结算机制。根据投资者交易需求，完善债券交易结算机制，开发交易型产品，包括 ETF 等。同时加强做市制度实施和支持，提升二级市场流动性。

（摘自上海证券报，金嘉捷，2018 年 12 月 27 日）

[返回目录](#)

信用保护合约正式发布，中证协牵头纾困民企发债

12 月 27 日，为拓宽民营企业融资途径、缓解民营企业融资难，中国证券业协会会同中国证券投资基金业协会、中国期货业协会、上海证券交易所、深圳证券交易所发布《中国证券期货市场衍生品交易主协议（信用保护合约专用版）》（下称《主协议（合约版）》），通过市场化衍生金融工具，增进民营企业信用，降低民营企业融资成本，支持民营企业融资。

信用保护合约是由交易双方一对一协商达成的创新性金融衍生品。在约定期内，合约卖方替合约买方承担合约中参考实体、特定债务种类及其他具备债务特征的债务的相关信用风险，同时定期按照约定向合约买方收取保护费用；当发生信用事件或违约事件时，合约卖方按合同条款对合约买方进行赔偿。民营企业可作为信用保护合约的参考实体，其发行的债券亦可成为合约的标的债务。债券市场中存在投资意愿、但希望规避违约风险的投资者可以选择同资本实力雄厚、风控管理专业的合约创设机构协商，使信用保护合约的产品设计满足自身风险偏好需求。

本次发布的《主协议（合约版）》是在原 SAC 主协议框架下，根据信用保护合约交易特点，专门制定的用于规范信用保护合约交易参与者行为的标准合同文件。主协议共十四条，从协议的构成、单一协议及效力等级、净额支付、违约事件及其处理、终止事件及其处理、终止净额计算、利息、赔偿和费用的计算以及法律及争议解决机制等方面做出标准化安排，同时在破产情形、终止事件处理、信用事件争议处理、支付货币等方面形成创新性设计，进一步明确信用保护合约交易双方的权利和义务，维护交易双方的合法权益。

（摘自证券日报，侯捷宁，2018 年 12 月 28 日）

[返回目录](#)

沪交所、深交所修订可转债、可交换债业务规则

12月28日，上海证券交易所修订并发布了《上海证券交易所上市公司可转换公司债券发行实施细则》。当日，深交所对《可转换公司债券业务实施细则》、《上市公司可转换公司债券发行上市业务办理指南》和《可交换公司债券发行上市业务办理指南》进行了修订，将可转换公司债券和可交换公司债券多账户申购改为单账户申购，并优化可转债发行上市业务，进一步落实《证券发行与承销管理办法》相关规定。上述规则自2018年12月28日起施行。

深交所介绍，目前，可转债和可交换债发行实施信用申购。为了提高投资者网上信用申购的公平性，确保网上信用申购违规惩戒机制执行的合理性，有效约束投资者网上申购获得配售后不缴款的失信行为，本次修订明确了投资者参与可转债、可交换债网上申购只能使用一个证券账户。

此外，为了提高可转债产品的市场吸引力，提高发行成功率，深交所对可转债发行上市业务流程进行了优化，并进一步缩短了可转债发行结束至上市的时间间隔。

上交所发布的实施细则明确，投资者参与可转债网上申购只能使用一个证券账户。同一投资者使用多个证券账户参与同一只可转债申购的，以及投资者使用同一证券账户多次参与同一只可转债申购的，以该投资者的第一笔申购为有效申购，其余申购均为无效申购。确认多个证券账户为同一投资者持有的原则为证券账户注册资料中的“账户持有人名称”“有效身份证明文件号码”均相同。

因使用多个证券账户申购同一只可转债，以同一证券账户多次申购同一只可转债，或者因申购量超过申购限额，导致相关申购无效的，由投资者自行承担相关责任。

（摘自证券日报，姜楠、朱宝琛，2018年12月29日）

[返回目录](#)

财政部印发《地方政府债务信息公开办法》

按照《国务院办公厅关于印发2018年政务公开工作要点的通知》（国办发〔2018〕23号）有关要求，为依法规范地方政府债务管理，增强地方政府债务信息透明度，严格防范地方政府债务风险，近日，财政部印发了《地方政府债务信息公开办法》（以下简称《办法》）。

《办法》明确了地方政府债务预决算信息公开、地方政府债券信息公开等要求，强化信息公开监督等。主要内容：一是明确预决算地方政府债务信息公开要求。要求地方结合预决算公开工作，随同预算、调整预算、决算一并公开本地区、本级及所属地区地方政府债务限额及余额，债券发行、安排使用及还本付息等信息。二是规范地方政府债券信息公开内容。明确并细化了地方政府债券发行安排、发行信息、存续期及重大事项信息公开内容。其中，发行地方政府债券应当公开主要经济社会发展指标、财政、债务、债券以及项目等信息，特别强调发行专项债券应当严格披露预期收益和融资平衡方案等相关项目信息；地方政府债券存续期内应当公开债券资金使用、项目实施情况等信息以及可能影响债券偿付等的重大事项等。此外，《办法》还要求各地公开本地区政府债务管理制度规定、违法违规举债担保问责结果等。三是强化监督机制。明确将地方政府债务信息公开情况纳入地方政府债务绩效评价范围，财政部驻各地财政监察专员办事处对地方政府债务信息公开履行日常监督职能。

下一步，按照党中央、国务院决策部署，财政部将督促地方落实地方政府债务信息公开要求，稳步推进地方政府债务信息“阳光化”，更好地发挥社会公众对地方政府举债融资的监督作用，坚决打好防范化解重大风险的攻坚战。

（摘自财政部网站，2018年12月29日）

[返回目录](#)

市场动向

国内首次将违约债券化解为普通债权案例落地

12月26日，内蒙古博源控股集团有限公司（以下简称“博源集团”）发布公告称，该公司已经违约的30亿元债券，已全部由中国信达收购。双方已经达成一致意见，不再通过托管机关兑付，双方签署了《逾期债券注销框架协议》，向上交所和中债登申请存续债券注销。

12月24日，中央国债登记结算有限责任公司完成了“12博源MTN1”的注销。12月25日，银行间市场清算所股份有限公司完成了“13博源MTN001”“16博源SCP001”的注销。

博源集团是内蒙古自治区一家以“能源·化工”为核心的大型民营企业集团。其核心主业为化工行业细分行业纯碱和小苏打。上述三只债券：“12 博源 MTN1”是博源集团 2012 年 11 月 19 日发行，金额 11 亿；“13 博源 MTN001”于 2013 年 7 月 16 日发行，金额为 8 亿元；“16 博源 SCP001”于 2016 年 3 月 7 日发行，金额为 11 亿元。

2016 年开始，博源集团在公开市场发行的债券陆续违约，引起当地政府、金融机构、企业职工等高度关注。当时中金研究团队认为，受行业景气下行、天然气化工供气不足以及期间费用高企的影响，该公司主业盈利持续亏损，盈利依赖于转让股权获取的投资收益。

博源集团出现违约后，中国信达介入，本次化解工作历时近两年，2017 年 3 月起，中国信达组织内蒙古分公司、中润发展、信达证券等旗下分支机构对博源集团进行深入分析、研判。通过综合分析，认为博源集团主营业务符合国家政策导向，因多种原因导致核心资产的价格阶段性低于真实的内在价值，中短期出现了流动性困难，需要通过实质性重组的方式才能摆脱困境。

2017 年 11 月开始，中国信达以违约债券为切入点，介入博源集团债务违约的化解工作，收购了博源集团在银行间市场发行的 30 亿元债券，部分债券通过非交易过户的方式完成交割过户。

信达方面表示，为配合债券收购，推动整体债权的重组，中国信达围绕博源集团金融债权进行了债权整理和整合，收购了部分博源集团其他金融债权，后续积极推动博源集团信用环境修复，推进博源集团整体债务重组，帮助企业度过了最困难的一段时间。随着企业主业天然碱业务市场回暖，煤炭行情探底回升，博源集团进入良性运营轨道。

违约债券收购业务存在一个制度上、技术上的难题，就是违约后的债券无法办理交易过户。因此，双方只能签署收购协议来完成违约债券收购，却不能在证券登记机构办理债券过户，随之而来的不确定性就会增加，收购方的风险很大。在与监管机构反复沟通、设计后，最终形成了以非交易过户的形式完成违约债券登记过户的一套创新交易模式，对金融机构帮助民营企业脱困、支持实体企业发展提供了新的思路。

博源项目是国内首次将违约债券转化为普通债权，保留债券所有权利的范例。中国信达方面称，与博源集团共同申请注销债券，以非现金兑付方式注销银行间市场发行的债券，通过协议方式确保债权债务关系继续有效存续。将债券转化为普通债权，不仅有

利于后续债权的处置推进，还能够大幅提升企业在公开市场的融资能力，缓解企业资金压力，使企业经营发展进入良性循环。

（摘自经济观察网，胡艳明，2018年12月30日）

[返回目录](#)

风险事件

中弘股份：“16中弘01”债券未能按期偿付

根据2018年12月19日召开的中弘控股股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）2018年第二次债券持有人会议的决议，12月26日为“16中弘01”的提前到期日。12月27日，中弘股份发布公告称，“16中弘01”债券未能按期偿付提前至12月26日到期本息，构成实质违约。

（摘自新浪财经，2018年12月27日）

[返回目录](#)

“15洛娃01”未完成兑付

根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司于2018年12月6日出具的《债券回售资金付款通知书》，“15洛娃01”回售金额为999998000元。洛娃集团应于2018年12月28日支付“15洛娃01”回售款及手续费、2017年12月28日至2018年12月27日期间的利息及手续费合计1058048999.9元。洛娃集团无法在规定时间内足额募集资金并支付“15洛娃01”本息。

（摘自Wind，2018年12月28日）

[返回目录](#)

联合观点

火电行业研究报告及展望

改革开放以来，中国电力总装机容量呈近指数增长，但受电力需求波动和电源结构调整政策影响，投资增速放缓，地区分化依然明显。基于全国装机容量和全社会用电需求的持续提升，发电量持续增加；随着水电、核电、风电及并网光伏装机量上升，火电发电量占比波动下降。与此同时，用电需求上升，设备利用率水平波动回升；电网建设不断完善，推动电力资源合理分配；能效水平不断提高，污染排放大幅下降。

煤炭成本在煤电总成本中占比较高，其供给稳定性系下游电厂稳定发电的保障因素之一；同时煤价波动对煤电企业盈利水平影响大。由于近期煤炭供给侧改革带动落后产能退出，煤炭供需结构调整导致煤价快速提升且持续高位盘整，煤电企业发电成本快速提升，同时由于上网电价偏低，煤电企业盈利能力明显下滑。

目前电力行业集中度较高，一二梯队主要为“五大四小”。五大发电集团在火电行业中占据绝对优势，各省属区域性电力集团也具有较强的竞争能力；考虑到火电行业对于资源、技术、人员等的较高要求，预计未来具备较强竞争实力的火电企业规模将继续保持优势地位、竞争实力有望进一步加强，火电行业竞争格局将保持稳定。

展望 2019 年，电力企业受到的影响将主要体现在下述几方面：（1）发电量方面，目前电力行业整体偏向于供过于求，电力装机规模大，因此机组发电效率略显不足，固定成本偏高。（2）电价方面，煤电上网电价随煤炭波动而有所调整，由于前期煤炭低位盘整，煤电价格随之下调，2017 年以来煤炭价格快速回升，电价调整频次及幅度不及煤价上涨幅度，导致煤电企业经营成本快速提升。（3）经营能力方面，电力企业上网电价整体呈现下降趋势，特别是煤炭价格持续高位盘整，对煤电企业盈利能力负面影响较大。目前，国家虽政策引导煤炭价格回落以及鼓励煤炭、电力企业签订长协合同，但成本下降不明显，因此，在煤炭高成本影响下，预计 2018~2019 年煤电企业盈利水平将保持或略低于 2017 年水平。（4）现金流方面，由于电力企业客户主要为电网，通常次月结算，火电企业现金流较有保障。

从企业信用风险来看，电力行业涉及国计民生，电力行业整体信用风险偏小，同时由于现金流回款较好，整体经营风险偏小。但同时必须注意受电源结构调整政策以及环

保政策影响，部分机组利用效率低、规模小、环保不达标、生产及建设成本高的火电企业，资金需求高、融资压力大、对政策敏感性强，相对信用风险偏高。

整体看，近期火电行业受煤炭成本提升影响，盈利能力有所下降，但受益于电力销售稳定的现金流回款，该行业 2019 年展望为稳定。

查看全文请点击 <http://news.hexun.com/2018-12-25/195664468.html>

（摘自和讯新闻，联合评级工商二部供稿，2018 年 12 月 26 日）

[返回目录](#)

中国电影电视剧行业研究报告

网络自制剧的迅速发展对传统影视企业造成巨大冲击，大量传统影视制片人和资本“入网”，精品内容高溢价性持续体现。在经济增速逐渐趋缓的大背景下，影视娱乐产业成为拉动经济增长的重要推动力。随着如腾讯、阿里巴巴、万达电影等集团型企业向娱乐传媒行业扩张及大量社会资本的流入，未来行业竞争加剧，预期行业内龙头企业将逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和专题优势的中型娱乐传媒企业也将获得一定的生存空间。

政策方面，2018 年以来，伴随“票补取消”的预期，电影行业将进入充分竞争态势，同时企业收入规模将受到一定影响。国家相关政策赋予影视行业相关增值税减免和政府补助在逐年下降，对影视行业利润水平造成一定影响。影视行业，在受到诸多导向性的政策限制的同时，更是迎来了多项利好，影视行业将向着内容精品化、优良化的方向发展。在最新的行业政策的引导和鼓励下，未来影视行业有望持续保持健康良好的发展态势。从影视行业发债企业整体信用水平来看，近三年影视行业发债企业经营效率有所下降；盈利能力一般；偿债能力一般；整体信用水平较为稳定。

总体看，影视行业近年发展态势较好，随着新媒体迅速发展，中国影视剧进入多媒体传播时代，网络剧发展成为电视剧制作公司新的利润增长点。影视行业将向着内容精品化、优良化的方向发展。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/KO2PhD2lFdrVWfvUxhiitg>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商二部供稿，2018 年 12 月 26 日）

[返回目录](#)

房地产行业国内外信用评级方法的比较与研究

近年，房地产行业调控政策频出，房地产企业的融资渠道受限，引起市场对房地产企业债券和房企信用资质普遍关注。此外，随着我国债券市场对外开放的步伐逐步加快，中国债券市场也将吸引更多的国外资本和投资者参与，但由于我国评级机构尚处于成长阶段，相关评级体系的建设以及评级方法的制定与国外主流评级机构相比仍存在一定差距。本文分别对国外评级机构以及国内评级机构关于房地产开发公司的评级方法进行横向对比梳理，重点对国际评级机构的评级方法进行综合比较与分析，在此基础上对国内评级机构的评级方法要素进行了简要归纳，最后总结得出国内评级机构可以从国际评级机构对房地产相关实体的评级方法中可以获得的启示与借鉴。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181226/150614811.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级工商二部供稿，2018年12月26日）

[返回目录](#)

建筑施工行业研究报告——行业下行压力增大背景下企业加剧分化

2018年以来，建筑施工行业整体延续增长态势，其国民经济支柱产业的地位稳固。但作为强周期行业，持续下行的固定资产投资增速给该行业的增长带来压力。两大下游产业中房地产行业整体增速维持在较高水平，但销售乏力扔给投资高增速的可持续性带来压力；基建投资增速下滑明显。

企业层面，2018年前三季度，行业内发债企业整体经营业绩保持增长。央企及大型国企凭借其资质全、管理及技术水平高、融资能力强等多方面的优势，在规模、项目承接和盈利方面等方面与中小型建筑施工企业进一步分化。PPP项目的参与在给企业带来业务增长空间的同时，也对企业资金周转、债务期限调整形成挑战。

“稳增长、防风险”仍为未来几年经济工作首要任务。虽固定资产投资增速持续回落、房地产行业下行压力加大，但西部基建“补短板”、“乡村振兴战略”等政策的出台，配合积极的财政政策，给建筑业增长带来空间。短期内，固定资产投资增速的趋势性放缓给行业增长带来压力，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，随着“一带一路”、“稳投资”等利好政策的逐步落实以及PPP项目的规范化，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用，建筑业下游需求量在中长

期内仍将保持稳定。

查看全文请点击 <http://news.hexun.com/2018-12-27/195687989.html>

（摘自和讯新闻，联合资信公用事业一部供稿，2018年12月27日）

[返回目录](#)

2018年种植业行业研究报告

种植业作为国家基础性产业，行业整体发展较稳定。截至2017年底，种植业资产规模和负债规模与上年基本持平，资产结构变动不大，资产质量一般，除北大荒集团外整体债务负担仍较轻，偿债能力虽有所增强，但仍处于一般水平；2017年，种植业盈利水平较上年有所改善，对政府补助存在较大依赖。随着土地确权以及土地流转政策以及政府鼓励农业规模化经营政策深入实施，未来种植业资产规模和收入规模有望进一步扩大，种植业企业经营效率有望进一步提升；受益于土地确权和土地流转政策，种植业企业未来融资能力或将进一步增强。

展望未来，**农产品结构方面**，随着我国对全国种植业结构实施调整，预计未来玉米播种面积可能进一步少，大豆、杂粮杂豆、优质小麦及稻谷面积可能增加，种植结构有望进一步优化。**农产品价格方面**，受稻谷和小麦库存较高影响，预计短期内稻谷和小麦最低收购价可能继续维持低位；受临时收储政策取消的影响，玉米、大豆和棉花的市场化价格机制进一步完善，未来整体有望保持稳定。**行业政策方面**，在国家政策支持、科技发展以及管理水平提高等因素影响下，预计未来，我国主要农产品仍将整体实现增产，但同时部分农产品仍将存在供过于求、价格形成机制不完善、国内自给率不高等矛盾；预计未来农业政策将继续围绕供给侧改革、种植业结构调整、市场价格机制以及补贴政策的完善等方面展开。**行业集中度方面**，随着国家推动实施土地流转政策，土地流转规模将进一步增加，行业内有实力的企业将扩大土地面积和经营规模，行业集中度可能有所提高。**企业盈利能力方面**，受煤炭价格增长影响，化肥价格可能仍将处于较高水平，人工成本也将进一步增加，而主要农产品价格增长动力不足，种植业成本压力将有所加大，行业内企业盈利能力仍将处于较弱水平，但大型种植业企业有望凭借其规模效应和机械化水平抵消部分成本，盈利能力可能增强。**行业内企业信用水平方面**，大型龙头企业凭借政策优势以及自身实力将不断扩大土地面积和经营规模，同时龙头企业多元化的产品结构和较长的产业链有利于降低成本影响，仍将呈现较高的信用水平；实力较弱企

业受自身实力影响，没有足够资金流转更多土地面积，无法扩大经营规模，同时在上游成本较高以及产品销售价格上涨动力不足的双重压力下，盈利能力可能进一步削弱，信用水平下行压力较大。整体看，行业内企业信用水平分化可能进一步加剧。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181228/150623470.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级工商四部供稿，2018年12月27日）

[返回目录](#)

2019年中国保险行业信用风险展望

2018年，我国保险公司境内新发债务规模大幅回升，行业整体信用级别较高且保持稳定；保险业严监管态势持续，银保监会成立，混业监管对行业呈长期正面影响；监管行政处罚力度加大，监管环境趋严促进保险行业健康发展；车险三次费改落地，规范销售中介费用，成本端结构深化调整，利好龙头企业；财险市场规模稳健增长，2018年保费增速企稳，市场集中度稳步上升；人身险监管成效显著，行业回归保障本源转型效果显现，人身险市场集中度有所回升，行业进入分化期，大养老大健康产业加速发展，税收递延型养老保险试点正式启动；行业整体偿付能力充足，整体风险维持较低水平；保险资金投资规模持续扩大，投资端仍面临多重风险。2019年，预计监管环境将维持偏紧态势，坚持引导保险行业回归保障本源；车险费改进一步深化，人身险公司产品结构、渠道转型将持续；投资端仍需关注保险公司投资业绩的波动，以及流动性风险、资产负债不匹配风险和系统性风险的放大；保险行业整体维持较低风险水平。

行业展望：稳定。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181228/150623250.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级金融机构部供稿，2018年12月27日）

[返回目录](#)

2019年中国证券行业信用风险展望

2018年以来证券行业延续“强监管”态势，引导证券公司规范经营和业务转型；10月以来，多项资本市场利好政策的推出有利于改善证券公司经营环境，股质押业务风险或有所缓解。2018年1~9月证券公司业绩延续下滑趋势，传统业务盈利承压，信用业务

风险暴露，主动管理能力为资管业务盈利关键因素；资本市场开放带来新的挑战，证券公司业绩低迷推动行业加速转型，证券行业“强者恒强”的局面凸显。

2018年以来，在金融去杠杆以及证券市场低迷的环境下，证券公司发行债务融资工具规模有所降低且利差呈扩大趋势；发债主体级别集中在AAA级和AA+级，行业整体信用水平较高。受市场环境低迷和此前证券公司密集补充净资本影响，2018年证券公司资本补充情况较之前有所放缓，行业杠杆水平保持稳定，流动性水平较好，行业整体风险可控。

2019年，中美贸易战引发的国际形势复杂化、我国经济下行压力较大以及资本市场振幅加剧、市场信心短期内难以恢复等不利因素依然存在，证券公司盈利仍具有较大不确定性；但证券公司资本实力保持平稳，行业整体信用水平仍将保持稳定。若市场或政策出现超预期的不利情况，关注受市场影响较大、资本实力较弱且股东背景一般的中小证券公司信用风险将加大的情况。

行业展望：稳定。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181228/150623441.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级金融机构部供稿，2018年12月27日）

[返回目录](#)

2019年中国商业银行信用风险展望

2018年商业银行发行债券金额同比增加5.54%，70家商业银行主体级别被上调，14家商业银行主体级别被下调，较去年商业银行信用级别整体稳定，被下调级别的银行多数为农商行且不良贷款率处于行业高位，拨备覆盖率低于行业监管标准，资产质量和风控能力处于较弱水平、盈利能力持续下降。

2018上半年商业银行政策发布保持“严监管”态势，下半年表现为“宽信用”；随着《商业银行理财子公司管理办法》发布，有利于行业规范发展政策逐一落地。2018年商业银行告别高增长状态，资产和负债增速持续下滑；其中，五大国有商业银行表现相对稳健，城商行和农村金融机构资产规模增速进一步下滑，股份制银行有所企稳，但增速仍处于低点。金融机构新增贷款规模有所提高，但票据冲量明显；企业存款增长乏力，新增存款主要依靠居民和非银行业金融机构拉动。资产质量方面，农商行不良贷款的加速暴露带动行业不良贷款率的持续上行，商业银行整体资产质量承压，同时风险抵

补能力持续加强。商业银行通过多种方式补充净资本，资本充足水平稳中有升，但商业银行资本充足水平表现有所分化。利润增长整体稳定，但盈利能力有所下降；行业息差延续回升，股份制银行净息差改善最为显著。

2019 年央行将延续“宽信用”政策，预计 2019 年商业银行资产增速与 M2 保持一致，大型商业银行将保持增速稳定，中小银行受监管政策等影响主动调整业务结构，增速较去年变化不大。商业银行资产质量将进一步承压，城商行和农商行不良贷款率将进一步升高，未来不排除经济欠发达地区个别农商行出现不良率徒增的情况。受监管下调拨备覆盖率容忍度影响，中小银行在保证监管达标的前提下降低拨备覆盖率以保证银行利润的正常增速。预计 2019 年整体商业银行利润增长保持稳定，部分中小型商业银行受政策约束，利润增长空间有限。资本方面，大型商业银行资本补充压力较小，中小银行资本补充仍具有压力。

行业展望：稳定。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181229/150634477.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级金融机构部供稿，2018 年 12 月 28 日）

[返回目录](#)

2019 年中国融资租赁行业信用风险展望

2018 年以来融资租赁公司主体信用等级上调 6 家、下调 2 家，股东支持及企业自身的稳健经营在对融资租赁企业信用风险判断中起着至关重要的作用。

2018 年上半年信用环境趋紧、风险事件频发，下半年起信用环境有所放宽。随着监管趋严及融资难度增加，融资租赁行业内业务规模增速放缓，但大多龙头企业仍保持了增长趋势，行业内竞争趋于两极分化。

非金融租赁公司对于银行借款的依赖度保持稳定，对于关联方借款的依赖度下降，而对于债券融资的依赖程度则保持上升态势；金融租赁公司融资渠道结构较为稳定，2018 年大规模发行金融债券，但融资余额仍以银行借款为主。2018 年上半年，融资租赁公司主要融资渠道的成本延续了上升的趋势，下半年融资端压力有所缓和。

2018 年以来融资租赁公司的资产质量表现没有显著下降，金融租赁公司资产质量相比融资租赁公司资产质量更为承压，但实体经济没有明确触底信号，未来资产质量仍然

面临一定的压力。融资租赁公司的盈利能力保持稳定；资产减值损失对于净利润的侵蚀情况有所好转。

2019 年预计结构性“宽信用”仍将持续，融资租赁行业融资难度有望温和下降，行业发展保持两极分化的趋势；存量业务中高风险行业占比高的融资租赁公司仍将面临较大信用风险；监管配套文件有望陆续出台，但短时间内难以完全统一，强监管对行业总体抗风险能力有一定积极影响。

行业展望：稳定。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/DbILaweV3W8Ydm62RBU0Cw>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级金融机构部供稿，2018 年 12 月 28 日）

[返回目录](#)

2019 年城投行业信用风险展望

2018 年以来，政策环境整体上呈“先紧后松”，上半年，在加强地方政府债务管理、严控隐性债务的总基调下，监管政策延续了打好“防风险”攻坚战和金融强监管的路线，城投相关融资政策环境也延续了 2017 年的趋紧态势，下半年随着国内外政治经济形势的变化，相关政策有所调整，整体转向宽松，但因政策执行与落实具有滞后性，城投企业面临融资环境并未明显改善。纵观全年，城投企业仍面临融资渠道受限、再融资不畅的问题，并暴露出一定风险。

2018 年 1~11 月，城投债发行规模较上年同期有所增长，区域分化特征仍较显著，江苏省发行规模大幅增长，东北地区发行规模大幅减少，西南地区小幅萎缩；从债券品种来看，投资者偏好短期债券，超短期融资券发行规模增幅明显；由于 2018 年债券市场风险频发，投资者更加倾向于 AA+及以上的优质城投企业，AA 及以下城投企业发行规模大幅下降。城投债发行利率延续 2017 年以来上行趋势，各级别城投债发行利率中枢整体上移，中低级别主体发行利率上行更加明显，发行利差持续走扩。2018 年 1~11 月，城投债主体级别上调 88 家，下调 7 家，级别迁徙以上调为主。

截至 2018 年 11 月底，存量城投债以中期票据、企业债和公司债为主；从地域分布看，江苏省存量规模仍领跑全国；2019 仍为存量城投债兑付高峰，兑付压力将大于 2018 年，需关注天津、贵州、陕西、云南、湖南等债务负担较重地区城投债兑付风险，同时区县类、园区类城投企业及中低级别城投企业也许加强关注。

2018年下半年以来政策调整转向，释放利好信号，预期2019年城投企业融资环境将迎来边际宽松，在加大基建补短板政策号召下城投债发债需求或将提升，再融资环境得到改善。对地方政府债务管理及城投企业融资延续“严监管”思路，“补短板”前提为不增加隐性债务，城投企业信用资质分化将进一步加剧。除关注城投债到期（回售）兑付压力外，2019年还需关注非标债务集中到期风险，以及隐性债务对城投企业信用水平影响。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20181229/150633828.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级工商一部供稿，2018年12月28日）

[返回目录](#)

2019年中国房地产行业信用风险展望

2018年以来，房地产开发投资超预期高位增长，土地购置费和新开工面积高增长成重要支撑因素，下半年，土地出让条件严苛叠加资金紧张，房企拿地消极，土地流拍增多，土地购置拉动投资作用减弱，但在施工面积回暖下，建安将支撑投资；房企加快推盘回笼现金但市场观望情绪明显，房地产销售额和销售面积增速达历史低位，库存去化周期探底回升；三四线城市在棚改货币化收紧和购买力透支下需求萎缩，一二线基本面向好但支撑力度有限，预计销售延续调整；资金端受货币政策宽松影响，房企资金面边际改善，压力依旧较大。

2018年，行业政策延续“房住不炒”总基调，年底部分城市调控出现小幅松动，但总体仍然未放松；在中美贸易摩擦、宏观经济和房地产市场下行压力下，政策更趋向因城施策，结构微调，预计2019年一二线城市调控政策可能进一步松动，尤其是二线城市可能会率先松动，但在维持调控、平稳发展的基调下松动的空间有限；三四线城市则将持续受到棚改货币化支持力度回落的政策压力。

竞争格局方面，业务继续向有竞争优势的大型房企集中，同时行业融资集中度逐步提升，资金偏向于财务稳健型、高评级优质房企。

在融资紧缩、销售增速下滑背景下，房企稳定现金流尤为重要，销售速度放缓房企为加快资金回笼需对在建项目持续资金投入，同时在行业债券集中在2019年到期双重压力下，高杠杆、扩张激进、盈利能力差及短期债务高的房企面临资金链风险，其违约风险加大；大型优质房企在土储规模、融资渠道、资金成本等方面具有优势，其信用将

保持稳定。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/MSayKI83uf86SIxNxsP5w>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商二部供稿，2018年12月28日）

[返回目录](#)

2018年养殖行业信用风险展望

近年来，我国人均可支配收入的增长改善了居民膳食结构，畜禽产品已成为生活必需品，并从需求端拉动了养殖业的发展。2017年，我国养殖业总产值达到3.24万亿元，同比增长2.12%。我国生猪养殖行业规模化程度有所提升；肉鸡养殖行业规模化率已达79%，规模化程度远高于其他畜种；奶牛养殖规模化程度已超58%，并仍在不断提升。

饲料成本在养殖成本中占比较高，目前饲料产量处于高位，但主要饲料原材料玉米和豆粕价格预期有所上行，将不利于养殖企业的成本控制。

受行业景气度分化影响，2017年养殖行业整体信用状况有所分化。生猪养殖类企业和奶牛养殖类企业的盈利能力、收现质量及信用情况有所下降，禽养殖类企业盈利能力有所提升，信用情况有所改善。

随着环保政策的趋严，养殖业经济将向增长与环保并重型转变。未来，我国养殖业将以分散经营为主转变为以集约化、规模化经营为主，行业内信用水平也将出现进一步分化，小规模养殖企业成本控制能力较弱、更新生产设备压力较大，无法达到环保要求的企业面临关闭风险；大型生产企业具有规模效益，在行业集中度提升时能够抢占市场份额，信用水平将呈上升趋势。此外，相较于“公司+农户”以及“公司+合作社+农户”模式，“自繁自养”养殖模式在畜禽产品价格下行周期中，成本优势凸显，抗风险能力较强，信用水平将得到较大支撑。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/-xXKcW18mQ1rdJcnpL3cxw>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商四部供稿，2018年12月28日）

[返回目录](#)

PPP项目资产证券化特征分析及前景展望

PPP项目资产证券化是以PPP项目所产生的现金流为支撑，通过结构化方式进行产品设计和信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。在政策的推动下，2017

年 PPP 项目资产证券化成为市场热点，后逐渐趋于理智，本文主要从 PPP 项目资产证券化与一般资产证券化业务的主要差异，以及目前市场上已发行的 PPP 资产证券化项目的特征等角度分析限制 PPP 资产证券化推广的主要原因。

PPP 资产证券化有利于提高 PPP 项目资产流动性和项目规范程度，也有利于通过市场机制对 PPP 项目的回报率进行合理确定。此外笔者认为 REITs 是解决不动产基础设施 PPP 项目资产证券化期限长、流动性弱、产品发行依赖增信机构的有效手段，尽管在实操层面仍面临诸多问题，但仍不失为市场努力的方向。PPP 项目中有相当一部分属于公路、铁路、保障房及公租房、新型城镇化综合开发等基建领域，这些领域的 PPP 项目一般在建设期面临较大的资金需求，而且项目资产的流动性相对较差。这些领域都属于 REITs 的投资适用范围，如果将 PPP 与 REITs 相结合，可以选择现金流稳定、风险分配合理、运作模式成熟的 PPP 项目，以能够带来现金流的项目公司股权为基础，形成可投资的金融产品，通过交易流通来盘活存量 PPP 项目资产。

查看全文请点击 <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181229/150633802.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级结构融资二部供稿，2018 年 12 月 28 日）

[返回目录](#)

山东地炼企业盈利能力主要因素解析及消费税改革对盈利能力的影响

山东地炼企业经过多年的发展，从规模到生产工艺都有了长足的进步，但是相较主营炼厂还有不小的差距，这也导致山东地炼企业盈利能力较主营炼厂有较大的差距。随着国家成品油消费税监管全面收紧，山东地炼主要盈利通道被封堵，经营压力加大。《山东省石油天然气中长期发展规划》中明确指出，在今后一段时期山东省将确保不新增炼油产能，同时按照“扶持一批、整合一批、转型一批、淘汰一批”的思路，推进山东地炼行业的结构优化和发展。照这个思路，山东各地区内的地炼龙头企业，未来将获得地方政府的支持。而那些竞争力较弱的地炼企业则面临被整合，转型、或者被市场淘汰的命运。面对日益激烈的竞争压力，不断加快市场对旧有模式的淘汰，地炼企业也开始“抱团取暖”，2017 年，山东炼化能源集团成立，地方炼油企业试图通过资源整合，进一步扩大资产规模，统一销售渠道，提升质量水平和品牌能力。除了整合资源以外，对于地炼企业来说，未来如果只是单一发展炼油环节，仍将会面临巨大的经营压力，只有按照炼化一体化的发展思路，延长产业链，积极发展化工新材料、精细化工，提高产品附加

值才是未来石油化工企业的竞争力所在。但是也要看到，无论是转型还是重组，在这一过程中地炼企业都面临很多的不确定因素，会对于企业的盈利和发展带来了很大的风险。因此，需要持续关注地炼企业的转型和重组过程，才能更加准确的研究和分析地炼企业的未来。

查看全文请点击 <http://news.hexun.com/2018-12-28/195700328.html>

（摘自和讯新闻，联合资信工商企业二部供稿，2018年12月28日）

[返回目录](#)