



2008年第3期 总第46期  
2008年6月10日

#### 主办

联合资信评估有限公司

#### 编委会

李信宏 邵立强 庄建华 李振宇 张 燕  
陈东明 钟 用 朱海峰 蒋建国 任 红  
张 驰 鹿永东 张学群 刘小平

#### 编委会主任

邵立强

#### 主编

李振宇

#### 副主编

蒋建国 钟 用 朱海峰 陈东明

#### 本期责任编辑

蒋建国

地址 北京市朝阳区建国门外大街甲6号  
中环世贸中心D座7层

邮编 100022

电话 8610-85679696

传真 8610-85679228



# 目 录

<b>报告摘要</b>	1
<b>研究报告</b>	19
汽车贷款证券化评级方法研究	20
商业房地产抵押贷款支持证券评级方法研究	25
关于中国债券市场推行双评级制度的探讨	28
<b>政策资讯</b>	31
央行发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》	32
保监会今年考虑放行保险资金投资ABS	32
央企发债须先报批国资委	33
债市市场化进程加快	33
美证交会拟采取措施限制信用评级行业利益冲突	33
中国光大银行股份有限公司2008年第一期次级债券成功发行	33
央行继续上调存款准备金率 对债市影响不大	34
国内首只资产抵押民营企业债券成功发行	34
我国商业银行不良贷款率降至5.8%	34
<b>评级公告</b>	35
工商企业评级公告	36
金融机构评级公告	41
结构融资评级公告	42



## 联合资信主要业务

### ■ 主体评级

对金融机构及其他各类企业等发行人、担保人主体开展的信用评级。

### ■ 债项评级

对发债主体发行的各种证券如企业债券、金融债券、资产支持证券等开展的评级。

债项评级主要包括企业债券、公司债券、可转换公司债券、可分离交易的可转换公司债券，企业短期融资券；

银行金融债券、银行次级债券、银行混合资本债券，保险公司次级债券，财务公司金融债券等；

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、不良资产支持证券、企业债权资产支持证券、未来收益支持证券等。

# 报告摘要



# 中国光大银行股份有限公司

## 2008年第一期次级债券信用评级分析报告

评级结果：主体长期信用等级 AA+  
本次次级债券信用等级 AA  
评级时间：2008年4月9日  
分析师：蒋建国 韩 夷 程艳琴 刘长江

### 主要数据

项 目	2005年	2006年	2007年
资产总额(亿元)	5155.57	5961.17	7393.54
贷款净额(亿元)	2855.04	3342.47	3951.04
所有者权益(亿元)	-27.83	-1.82	246.89
营业收入(亿元)	119.04	137.93	200.44
利润总额(亿元)	37.25	43.96	83.89
净利润(亿元)	25.41	26.50	50.39
净利差(%)	2.41	2.36	2.77
平均资产收益率(%)	0.49	0.48	0.75
成本收入比(%)	39.34	39.37	31.81
不良贷款率(%)	9.57	7.58	4.49
拨备覆盖率(%)	62.34	67.02	91.64
资产流动性比例(本外币)(%)	37.52	44.92	42.53
存贷比(%)	61.54	64.42	73.20
资本充足率(%)	-1.47	-0.39	7.19
核心资本充足率(%)	-1.47	-0.39	6.20

### 评级观点

基于中国光大银行股份有限公司（以下简称“光大银行”或“公司”）强大的股东背景、逐步提升的公司治理与内控水平、逐年改善的资产质量与财务实力、较强的偿债能力以及良好的宏观经济环境等因素，联合资信评估有限公司评定光大银行主体信用等级为AA+，2008年第一期次级债券的信用等级为AA。该评级结论反映了本期次级债券到期不能偿付的风险很小。

### 优势

1. 汇金公司注资后，光大银行资本实力显著增强；其A股已步入发行上市准备阶段，若能如期发行上市，其核心资本还将得到大幅提高；
2. 汇金公司代表国家控股光大银行，光大银行能获得政府强有力的支持；
3. 业务创新能力较强，阳光理财产品及债券承销业务位于同业前列。

### 关注

1. 信息披露相对薄弱，运营的透明度不高，市场约束效力有待加强，未来内控执行能力有待观察；
2. 仍存在未弥补亏损，一般准备尚未提取；
3. 化解历史不良资产尚需一定的时间。

### 发债主体概况

中国光大银行股份有限公司的

前身成立于1992年6月，是由中国光大集团总公司（以下简称“光大集团”）独资组建的金融企业，总部位于北京市。1997年1月，光大银行吸收亚洲开发银行和国内其他法人单位入股，成为国内第一家国有控股并有国际金融组织参股的全国性股份制商业银行。1999年，经国务院批准，光大银行整体接收了原中国投资银行的全部资产和负债。截至2006年12月31日，光大银行股本总额82.17亿股，其中光大集团持股24.16%，中国光大控股有限公司持股21.39%，其余约220家股东持股54.45%。

2007年，经国务院批准，光大银行着手开展债权债务重组和增资扩股工作。2007年11月，经光大银行股东大会批准，由中央汇金投资有限责任公司（以下简称“汇金公司”）按每股1元的价格向光大银行注资200亿元人民币等值美元，成为其绝对控股股东。截至2007年12月31日，光大银行股本总额282.17亿股，主要股东持股比例为：汇金公司70.88%，光大集团7.59%，中国光大控股有限公司6.23%，其余股东合计持股15.30%。

光大银行经营范围主要包括：吸收公众存款；发放短期、中期和长期贷款；办理国内外结算；办理票据贴现；发行金融债券；代理发行、代理兑付、承销政府债券；买卖政府债券；从事同业拆借；买卖、代理买卖外汇；提供信用证服务及担保；代理收付款项及代理保险业务；提供保管箱服务；经中国人民银行和国家外汇管理局批准的其他业务。

截至2007年12月31日，光大银行已在国内各大中城市设立了30家一级分行，拥有426家分支机构（含经营网点），并设有香港代表处，与1000多家国际金融机构建立了同业合作关系，员工达到15000人以上，其中95.5%的员工拥有大专以上学历（含）学历。

截至2007年12月31日，光大银行资产总额7393.54亿元，其中贷款和垫款净额3951.04亿元；负债总额7146.65亿元，其中存款余额5406.61亿元；股东权益246.89亿元；资本充足率7.19%，核心资本充足率6.20%，不良贷款率4.49%，拨备覆盖率91.64%。2007年，光大银行实现营业收入200.44亿元，净利润50.39亿元。

# 2008年第一期开元信贷资产支持证券 信用评级分析报告

评级结果:

证券名称	信用等级	发行规模	总量占比	票面利率
优先A1档	AAA	50000万元	13.28%	固定利率
优先A2档	AAA	270300万元	71.77%	浮动利率
优先B档	A	34300万元	9.11%	浮动利率
次级档	NR	22017万元	5.84%	—

评级时间: 2008-4-21

分析员: 刘静 李百羽 李文平

## 主要数据

证券法定到期日: 2013年7月12日  
交易类型: 静态现金流型CLO  
载体形式: 特殊目的信托  
信托财产: 国家开发银行发放的37.66亿元贷款  
资产池加权平均级别: AA/AA-  
资产池加权平均剩余期限: 13.08个月  
发起机构/贷款服务机构: 国家开发银行  
受托机构/发行人: 平安信托投资有限责任公司  
主承销商/簿记管理人: 中信证券股份有限公司

## 评级观点

联合资信在对本次交易所涉及的基础资产、交易结构、现金流及压力测试、相关参与机构及法律要素等诸多内容进行信用分析的基础上, 确定本期“2008年第一期开元信贷资产支持证券”的评级结果为: 优先A档资产支持证券(包括优先A1档、优先A2档)信用等级为AAA; 优先B档资产支持证券信用等级为A; 次级档资产支持证券未评级。

该评级结果体现的是在本次交易法定到期日之前或提前清算时, 优先档资产支持证券本息获按时足额偿付的可能性。

## 优势

1. 资产池借款人加权平均级别为AA/AA-, 整体信用质量高;
2. 入池贷款本金绝大多数为分期摊还方式, 且资产池原始加权平均期限远大于加权平均剩余期限, 降低了借款人发生违约事件的可能性;
3. 优先/次级结构和超额利差等内部信用提升机制为优先档资产支持证券的偿付提供了有力保障;
4. 国家开发银行良好的经营能力、稳健的财务状况、科学的信贷管理, 使其作为贷款服务机构具有较大优势。

## 关注

1. 目前国内有关资产证券化的法律法规尚处试点阶段, 创新金融产品的法律政策具有不确定性;
2. 入池贷款多为“两基一支”的中长期贷款, 部分贷款的剩余期限仍较长, 存在一定的不确定性因素;
3. 入池贷款的行业及借款人集中度较高, 存在一定的集中风险;
4. 因影响贷款违约及违约回收的因素较多, 国内外相关数据的可靠性尚待验证。

素, 我们在分析时采用严格的压力测试条件, 以应对相关数据的不足。

## 风险缓释

1. 试点阶段的法律法规虽然尚需完善, 但出于政策一致性以及风险控制考虑, 监管机构大幅变动现行法律法规的可能性不大;
  2. 虽然部分入池贷款剩余期限较长, 但是绝大多数贷款均有良好的还本付息记录, 且资产池原始加权平均期限远大于加权平均剩余期限, 借款人违约风险应有所降低;
  3. 入池贷款存在行业及借款人的集中度高的情况, 考虑到占比高的行业或借款人存在行业垄断性或政府信用支持等因素, 应能部分缓解集中风险;
- 针对影响贷款违约及回收的相关因

# 杭州市城市建设投资集团有限公司 2008年第一期20亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA+  
本期短期融资券信用等级：A-1  
评级时间：2008年1月14日  
分析员：陈静 刘小平

## 主要数据

项目	2004年	2005年	2006年	2007年9月
资产总额(万元)	2644611.51	3804511.21	4572414.10	4797205.05
所有者权益(万元)	1055469.72	1631980.06	1996472.04	2109470.34
主营业务收入(万元)	252684.34	342237.07	497012.72	298440.70
利润总额(万元)	10769.40	18276.79	31790.88	-45.38*
资产负债比率(%)	58.60	56.08	54.79	54.55
全部债务资本化比率(%)	50.22	41.91	43.25	38.29
净资产收益率(%)	0.41	0.08	0.64	--
流动比率(%)	118.57	93.27	110.21	123.82
EBITDA利息倍数(倍)	15.98	10.45	15.17	--
经营现金流动负债比率(%)	10.57	8.93	4.26	--

\*：公司一般在年底获得财政补贴，公司2007年1~9月收到的补贴收入不足以弥补亏损，公司利润总额为-45.38万元

## 评级观点

经联合资信评估有限公司评定，杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2008年第一期20亿元短期融资券的信用评级为A-1。基于对公司主体长期信用等级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小，安全性高。

## 优势

1. 公司现金类资产比较充足。
2. 公司可以持续获得政府的资金和政策支持，偿债风险小。

## 关注

1. 公司从事的城市建设开发活动资金需求量较大，建设周期长，短期支付能力偏弱。
2. 公司未来建设规模将持续扩大，债务负担有可能加重。
3. 公司经营性现金流状况对本期债券覆盖程度较低。

## 一、企业概况

杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城建”或“公司”）前身是杭州市城市建设资产经营有限公司，2003年6月17日经中共杭州市委、杭州市人民政府“市委发[2003]58号”文件批准成立，注册资本650000万元人民币。2007年6月8日根据“杭政函[2007]101号”文件，公司更名为现名。

公司是国有独资有限责任公司，受托管理并经营市建委直属系统、市政公用系统、市直属房产开发单位（含市房管局所属房产开发单位）、市经委下属杭州热电集团有限公司等单位的国有资产，及上述资产范围所涉及的城市资源和原城市建设口径每年投入的城市建设财政性资金。公司经营范围：负责杭州市区范围内的道路、桥梁、隧道等基础设施的建设和经营杭州市政府授权的国有资产；城市道路“四自”收费、供水、供气、公交、垃圾处理、市政设施和城市道路周边地块土地同步开发；城市地下综合管线集约化统一开发、经营；城市道路周边广告经营；城市停车库经营、垃圾焚烧发电厂建设以及其他城市建设资源性资产开发、经营管理。

截至2006年底公司拥有15家二级子公司（见附件1）。公司目前下设综合管理部、投资发展部、资产管理部、财务审计部、政治部和办公室等6个部门，共计经营单位23家（见附件2），在职员工24000人。

截至2006年底，公司合并资产总额4572414.10万元，所有者权益1996472.04万元；2006年实现主营业务收入497012.72万元，利润总额31790.88万元。

公司注册地址：杭州市中河中路

275号；法定代表人：王坚。

## 二、本期短期融资券概况

公司2008年拟发行30亿元短期融资券，其中第一期发行20亿元，期限365天。第二期10亿元将在第一期发行之后择机发行。

本期短期融资券无担保。

本期短期融资券募集资金将用于满足公司日常生产经营的流动资金需求，并置换部分银行借款，以优化融资结构、降低融资成本。

# 首钢总公司 2008年第一期30亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA+  
本期短期融资券信用等级：A-1  
评级时间：2008年4月21日  
分析员：林静 孙炜

## 财务数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年
现金类资产(亿元)	131.43	164.51	203.53	253.97
资产总额(亿元)	647.94	722.71	858.47	1471.08
所有者权益(亿元)	191.78	203.43	208.36	540.38
短期债务(亿元)	117.09	166.40	244.08	288.55
全部债务(亿元)	202.84	263.67	382.38	455.80
主营业务收入(亿元)	519.26	595.29	619.13	891.24
净利润(亿元)	9.89	12.62	9.38	12.48
EBITDA(亿元)	44.87	48.44	49.46	54.95
经营性净现金流(亿元)	44.12	33.15	26.38	55.62
净资产收益率(%)	5.16	6.20	4.50	2.31
资产负债率(%)	61.32	63.75	68.62	56.10
速动比率(%)	70.64	70.73	66.88	70.69
EBITDA利息倍数(倍)	5.61	4.81	3.39	--
经营现金流动负债比率(倍)	0.15	0.10	0.06	0.09
现金偿债倍数(倍)	4.38	5.48	6.78	8.47

注：公司2007年财务数据未经审计

## 评级观点

经联合资信评估有限公司（“联合资信”）评定，首钢总公司（以下简称“公司”或“首钢”）拟发行的2008年30亿元短期融资券的信用评级为A-1。基于对公司主体长期信用评级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小，安全性高。

## 优势

1. 公司现金类资产充裕，对本期短期融资券覆盖程度较高。
2. 公司主营业务收入稳步增长，经营活动获取现金能力较强，经营活动产生的现金流对本期短期融资券覆盖程度较高。

## 关注

公司目前建设规模大，资金需求量较大，将带来短期资金压力。

## 企业概况

首钢总公司创建于1919年，前身是石景山钢铁厂，1992年3月更名为首钢总公司。1996年，北京市人民政府办公厅、冶金工业部办公厅下发《关于同意首钢总公司进行集团化改革的通知》（京政办函[1996]78号），同意组建首钢集团。首钢总公司为母公司，按照《中华人民共和国公司法》建立现代企业制度，以资产为纽带建立母子公司体制。截至2007年底公司注册资本726394万元。

公司以钢铁业为主业，兼营采

矿、机械、电子、建筑、房地产、服务业、海外贸易等多种行业。2005年2月，国务院批准了首钢钢铁业搬迁调整方案，首钢将逐步压缩北京地区钢产量，将钢铁制造业逐步向京外地区转移。

截至2007年底，公司拥有北京首钢股份有限公司（000959.SH）、北京首钢新钢有限责任公司、北京首钢自动化信息技术有限公司、北京首钢机电有限公司、北京首钢特殊钢有限公司、北京首钢建设集团有限公司、北京首钢房地产开发有限公司、中国首钢国际贸易工程公司等48家下属企业（见附件1）；公司目前下设审计部、计财部、规划发展部、资本运营部、投资管理部、生产部、设备部、技术改造部、技术质量部、销售公司、供应公司等22个职能部门（见附件2）；拥有在职员工78806人。

截至2007年底，公司合并资产总额14710780.46万元，负债总额8253079.54万元，所有者权益5403833.25万元。2007年公司实现主营业务收入8912420.70万元，利润总额185079.82万元；经营活动产

生的现金流量净额556200.18万元，现金及现金等价物净增加额80800.80万元。

公司注册地址：北京市石景山区石景山路；公司法定代表人：朱继民。

# 广东物资集团公司

## 2008年第一期4亿元短期融资券信用评级报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA-  
本期短期融资券信用等级：A-1  
评级时间：2008年4月10日  
分析师：王佳 李志博

### 主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年
现金类资产(亿元)	20.82	24.06	28.92	36.92
资产总额(亿元)	105.55	106.72	113.93	122.50
所有者权益(亿元)	28.15	30.03	31.26	33.67
短期债务(亿元)	58.28	56.75	59.29	66.80
全部债务(亿元)	61.16	59.58	62.12	68.89
主营业务收入(亿元)	229.12	265.70	310.56	352.84
净利润(亿元)	1.73	1.84	2.09	2.43
EBITDA(亿元)	4.97	4.99	6.33	7.37
经营性净现金流(亿元)	0.94	6.48	5.57	5.44
净资产收益率(%)	6.15	6.12	6.69	7.23
资产负债率(%)	72.94	71.52	72.10	71.98
速动比率(%)	77.60	78.68	79.09	74.02
EBITDA利息倍数(倍)	3.43	3.20	3.45	3.63
经营现金流动负债比率(倍)	1.27	8.81	7.03	6.32
现金偿债倍数(倍)	5.21	6.02	7.23	9.23

注：2007年数据来自公司财务快报，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，广东物资集团公司(以下简称“公司”)拟发行的2008年第一期4亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别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小。

### 优势

1. 公司现金类资产较多，资产流动性强。
2. 公司经营活动现金流入规模大，对本期短期融资券覆盖程度高。

### 关注

公司负债水平偏高，有息债务负担较重。

### 主体概况

广东物资集团公司成立于1988年1月，前身为1951年成立的广东省物资局，曾先后更名为省物资厅、物资供应局、物资总公司等。公司是由广东省国资委出资，经广东省政府批准成立的国有独资公司。截至2007年底，公司注册资本64002.90万元。

公司主营生产资料流通，经营产品主要以汽车、金属材料、燃料、建材、化工产品、机电设备、木材、松香、装饰材料和家用电器等为主，同时开展物资储运、商品配送、拍卖、旧车交易等业务，拥有国家授予的燃料油、钢材、塑料、松香等多种特种

物品进口经营权。

公司内设办公室、财务处、资产经营处、经营发展处、审监处、法规保卫处和政工处等7个职能部门。截至2007年底，公司纳入合并范围全资、控股子公司共27家。截至2007年底，公司在职工4873人。

截至2006年底，公司合并资产总额113.93亿元，所有者权益31.26亿元；2006年公司实现主营业务收入310.56亿元，净利润2.09亿元。

截至2007年底，公司合并资产总额为122.50亿元，所有者权益33.67亿元；2007年实现主营业务收入352.84亿元，净利润2.43亿元(数据未经审计)。

公司注册地址：广东省广州市北较场横路12号；法定代表人：庄耀。



# 广东省广晟资产经营有限公司

## 2008年第一期10亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA+  
本期短期融资券信用等级：A-1  
评级时间：2008年4月9日  
分析师 李志博 朱海峰 王佳

### 财务数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年
现金类资产(亿元)	24.31	24.22	28.83	25.66
资产总额(亿元)	284.65	271.84	278.31	303.25
所有者权益(亿元)	141.30	133.79	128.42	134.03
短期债务(亿元)	57.91	63.53	56.71	62.31
全部债务(亿元)	72.38	69.98	76.84	90.71
主营业务收入(亿元)	97.15	107.68	113.70	132.76
净利润(亿元)	4.39	5.73	7.85	10.11
EBITDA(亿元)	13.48	15.63	25.75	26.75
经营性净现金流(亿元)	19.88	11.68	6.95	14.76
净资产收益率(%)	3.10	4.28	6.11	7.55
资产负债率(%)	45.92	45.00	44.52	44.78
速动比率(%)	83.40	70.05	63.12	82.03
EBITDA利息倍数(倍)	4.54	5.77	7.68	5.85
经营现金流动负债比率(%)	18.66	11.06	6.81	15.51
现金偿债倍数(倍)	2.43	2.42	2.88	2.57

注：2007年财务数据未经审计。

### 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，广东省广晟资产经营有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2008年第一期10亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别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很小，安全性高。

### 优势

1. 公司货币资金较充足，现金类资产规模大，对本期债券的保障能力较强。
2. 公司经营状况良好，经营活动产生的现金流入规模大，对本期短期融资券的覆盖程度高。

### 关注

公司债务结构不尽合理，存在一定的短期支付压力。

### 企业概况

广东省广晟资产经营有限公司成立于1999年12月，是经广东省人民政府以“粤府函[1999]463号文”批准成立的国有独资公司，注册资本10亿元人民币。

公司是广东省政府授权的投资主体，代表省政府拥有和运营广东军队在该省的企业，武警部队、政法机关等移交企业和原广东省电子工业总公司、中央在穗、深有色金属企业等国有资产以及中国电信股权。目前公司已经发展成为以有色

金属工业、电子信息产业、酒店旅游业以及建设四大核心产业为主，跨行业跨地区经营的综合性企业。公司在国家统计局公布的2007年度中国最大1000家企业集团排名中位居218位。

公司内设综合部、投资发展部、经营管理部、科技部、计划财务部和审计部等11个职能部门。按照合并口径，截至2007年底，纳入公司合并报表范围的企业合计124户（含公司本部），其中下一级子公司20户，内含1家上市公司——深圳市中金岭南股份有限公司（简称：中金岭南，股票代码：000060）。

截至2006年底，公司合并资产总额2783097.66万元，少数股东权益259814.41万元，所有者权益1284157.91万元；2006年公司实现主营业务收入1137037.92万元，利润总额182687.04万元；经营活动产生的现金流量净额69481.04万元，现金及现金等价物净增加额53361.88万元。

公司注册地址：广州市越秀区

明月一路9号凯旋华美达大酒店15楼。法定代表人：李进明。



# 中国机械工业集团公司 2008年12亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AAA  
本期短期融资券信用等级：A-1  
评级时间：2008年1月13日  
分析员：沈磊 丁继平

## 主要数据：

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年9月
资产总额(亿元)	290.39	326.79	417.71	545.13
所有者权益(亿元)	36.27	43.18	52.24	59.60
主营业务收入(亿元)	267.01	342.36	465.02	393.62
利润总额(亿元)	6.61	9.53	14.34	12.49
资产负债比率(%)	84.04	82.69	83.05	85.60
全部债务资本化比率(%)	56.45	51.56	53.15	49.43
净资产收益率(%)	11.32	12.72	13.24	--
流动比率(%)	106.28	108.85	106.62	104.07
经营现金流负债比率(%)	10.52	4.81	2.72	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.95	0.98	0.73	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	25.43	39.17	46.45	--
现金类资产偿债倍数(倍)	5.06	5.45	7.02	10.73

说明：2007年9月数据按新会计准则核算

## 评级观点

中国机械工业集团公司（以下简称“公司”或“国机集团”）主要从事以工程总承包为龙头的进出口贸易业务，其经营状况与世界经济贸易形势和国际工程承包市场密切相关。近年来，世界经济和贸易的快速发展和中国对外贸易的发展和结构升级，为公司对外工程承包与进出口贸易业务的开展提供了良好的外部运营环境。

公司是中国最大的对外工程承包商之一，其工程承包和进出口业务规模近年来不断扩大，研发实力强，高新技术产品产业化水平不断提升，整体经营风险小。目前，公司资产结构合理，资产质量好，盈利能力强，但债务负担重，整体偿债能力正常。总体看，公司主体信用风险低。

目前，公司资产流动性较好，现金类资产充裕，经营活动现金流入量对本期拟发行短期融资券覆盖程度高。总体看，本期短期融资券到期不能偿还风险较小。

## 优势

1. 公司经营活动现金流入量对本期拟发行短期融资券覆盖程度高。
2. 公司现金类资产对本期短期融资券覆盖程度高。

## 关注

公司负债水平高，债务负担重。

## 企业概况

中国机械工业集团公司成立于

1997年1月，是经国务院同意、原国家经贸委批准，在原机械工业部所属全资、控股29家子公司基础上，吸收部分机械行业重点骨干企业组建而成的大型国有独资企业。公司属国务院国有资产监督管理委员会（国资委）直接管理，注册资金38亿元。

公司主营业务包括国内外大型工程总承包、国际经济技术合作和机电产品进出口以及高新技术和重大装备的开发研制等。公司综合实力雄厚，是目前中国最大的对外工程承包企业之一，中国机械行业最大的进出口企业之一，以及最大的科研及产业化基地和实力最强的勘察设计企业之一。

截至2006年底，公司总部下设综合管理部、战略研究室、人力资源部、资产财务部、资本运营部、经营管理部、科技发展部、审计稽查部、法律事务部、党委工作部、纪律检查办公室等14个职能部门；拥有二级所属企业53家，其中全资子公司45家，控股子公司8家。

截至2006年底，公司（合并）资产总额417.71亿元，所有者权益52.24亿元；2006年实现主营业务收入465.02亿元，利润总额14.34亿元。

公司注册地址：北京市海淀区丹棱街3号。法定代表人：任洪斌。

# 西安市基础设施建设投资总公司 2008年15亿元企业债券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA  
评级展望：稳定  
本期企业债券信用等级：AA  
评级时间：2008年1月24日  
分析员：刘小平 黄静

## 评级观点

西安市基础设施建设投资总公司（以下简称“公司”或“西安基投”）是西安市政府授权经营的国有独资公司，是西安市城市基础设施建设的投融资平台，代表政府履行城市基础设施投资建设与运营管理等职能，具有较强的政府背景。目前公司资产规模位于同行业的中等水平。与国内其他城投类公司类似，公司目前资产负债率偏高，债务负担相对较重，但考虑到西安市政府在资金和政策层面的支持以及偿债准备金制度的有效保障，公司实际债务压力不大。近几年公司整体盈利能力和经营获现能力逐年增强；西安市近几年经济发展状况良好，财政收入稳步提高，企业能获得专项拨款、补贴收入都呈逐年上升趋势。总体看，公司整体信用风险较低，对本期债券偿还能力较强。

此外，中国投资担保有限公司（以下简称“中投保”）对本期债券提供了无条件不可撤销连带责任保证担保。此次担保可以更好地保证本期债券本息的偿还，但鉴于西安基投与担保方中投保主体长期信用等级基本一致，本次担保对本期债券信用水平的实际提升作用不强。

综合以上，联合资信评估有限公司认为，本期债券到期不能还本付息的风险较小。

## 优势

1. 公司作为西安市政府的投融资平台，在经营上能够得到地方政府

## 主要数据

项目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	896158.63	2473978.22	3136187.72
所有者权益(万元)	106949.42	869438.55	887036.82
营业业务收入(万元)	-	109986.79	244349.10
利润总额(万元)	1340.79	18964.24	24720.64
全部债务资本化比率(%)	86.54	58.90	63.74
资产负债比率(%)	88.07	64.85	69.81
净资产收益率(%)	1.07	1.83	1.95
流动比率(%)	320.55	104.98	126.24
EBITDA利息倍数(倍)		39.30	17.89
债务保护倍数(倍)	0.01	0.03	0.05

在资金和政策层面的大力支持；

2. 公司所属资产的经营性较强，垄断优势突出；

3. 目前公司货币资金较多，经营活动产生的现金流入规模较大。

4. 西安市近几年经济发展状况良好，财政收入稳步提高，企业能获得专项拨款、补贴收入都呈逐年上升趋势，西安市政府为公司建立的偿债准备金制度对公司债务提供了良好保障。

## 关注

1. 目前公司从事的基础设施项目的建设周期长，资金需求量较大，经营的市场化程度低；

2. 作为地方性投资企业，公司投资与经营主要取决于政府决策，对政府依赖程度较高；

3. 近几年，公司建设规模及融资规模扩张较快，公司债务负担相对较重。

## 发债主体概况

西安市基础设施建设投资总公司是西安市政府直接管理的大型国有独资公司，西安市政府是公司国有资本的出资人，持有公司100%的权益。

公司是西安市政府负责城市基础

设施建设融资和投资平台，是城市基础设施建设项目法人。目前公司主营业务涵盖整个西安市的核心基础设施建设，主要集中在水务、燃气、城市供热、城市道路及城市公交等5项公用事业领域。公司投资项目的资金来源以财政城建资金和国内外政府信用贷款为主，同时兼顾债券、信托、资产转让、经营性资产盈利、自筹等其他融资方式；公司主营业务收入来源为以上5个业务板块中经营性资产运营收入。

截至2006年底，公司本部设综合管理部、计划管理部、财务管理部、工程管理部、运行协调部、监察审计部等6个职能部门；拥有12家全资子公司和3家为非法人单位，合计15家下属企业。公司本部及下属单位在职人员共计17,277人。

截至2006年底，公司合并资产总额3,136,187.72万元，负债总额2,189,448.20万元，所有者权益887,036.82万元；2006年公司实现主营业务收入244,349.10万元，利润总额24,720.64万元，现金及现金等价物净增加额51,216.72万元。

公司注册地址：陕西省西安市后宰门51号。法定代表人：卜翔育。

# 航天晨光股份有限公司 2007年第一期2亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：A+  
本期短期融资券信用等级：A-1  
评级时间：2007年10月8日  
分析员：王佳黄静

## 主要数据

项目	2004年	2005年	2006年	2007年6月
资产总额(万元)	146988.88	166109.11	192662.19	241192.25
所有者权益(万元)	49676.70	54026.83	56257.82	109991.41
主营业务收入净额(万元)	80028.90	110082.15	120001.08	51841.52
利润总额(万元)	4132.97	6233.44	6842.09	1685.88
资产负债率(%)	62.50	64.44	68.08	54.40
全部债务资本化比率(%)	45.73	48.61	54.30	36.99
净资产收益率(%)	7.02	9.83	10.40	-
流动比率(%)	99.75	88.95	80.62	110.83
EBITDA利息倍数(倍)	8.33	4.65	4.38	-
经营现金流负债比率(%)	6.31	1.37	8.20	-
现金类资产偿债倍数(倍)	1.09	0.60	0.87	1.43

注：2007年6月报表根据新会计准则编制，其中，主营业务收入为营业收入，所有者权益包括少数股东权益

\*注：本报告所指2007年第一期2亿元短期融资券以“2008年第一期2亿元短期融资券”名称发行

## 评级观点

经联合资信评定，航天晨光股份有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2007年2亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，我们认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险很小，安全性高。

## 优势

1. 近三年公司主营业务收入和盈利水平稳步增长，总体经营态势良好。
2. 目前公司现金类资产规模大，资产流动性较强。
3. 近三年公司经营活动产生的现金流入规模相对较大。

## 关注

1. 公司短期支付能力偏弱。
2. 公司盈利能力一般，整体偿债能力偏弱。

## 企业概况

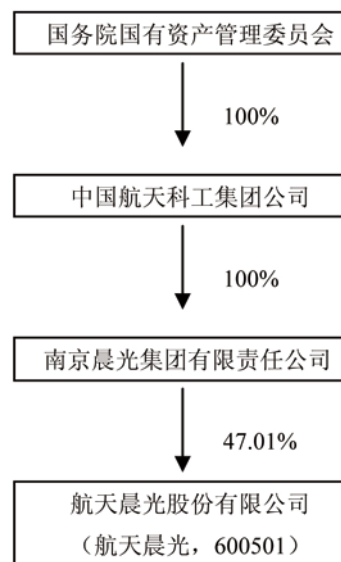
航天晨光股份有限公司(原名：南京晨光航天应用技术股份有限公司，曾用名：南京航天晨光股份有限公司)是江苏省人民政府苏政复(1999)102号文批准，由南京晨光集团有限责任公司（以下简称“晨光集团”）、上海航天汽车机电股份有限公司、南京南瑞集团公司三家法人单位及万来源、杜尧、李英德等三个自然人共同发起设立的股份有限公

司。公司于1999年9月30日注册登记成立，注册资本人民币8300万元。2001年5月24日，经中国证券监督管理委员会证监发行字[2001]31号文核准，公司向社会公开发行4000万股人民币普通股股票，并于2001年6月15日在上海证券交易所挂牌交易，股票代码：600501。2007年3月12日经中国证监会证监发字[2007]40号核准，公司向社会公开发行了2470万股人民币普通股。截至2007年6月底，公司总股本32440.3万股，控股股东为南京晨光集团有限责任公司，持有公司47.01%的股权，公司实际控制人为中国航天科工集团公司（以下简称“航天科工”）（见图1）。

目前，公司主要经营专用车、波纹管、压力容器、艺术制像和掘进机的研发、生产和销售。其中，专用车和波纹管是公司的核心产品。

截至目前，公司内设研究开发中心、信息中心、检测实验中心3个技术中心以及经营计划部、技术质量部、工艺保障部等9个部室；下属2家销售分公司、10家产品经营分公司；8家控股经营子公司、3家参股子公司。

图1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



截至2007年6月底，公司合并资产总额241,192.25万元，所有者权益合计（含少数股东权益）109,991.41万元，负债总额131,200.84万元；2007年1~6月实现营业收入51,841.52万元，利润总额1,685.88万元。

公司地址：江苏南京江宁经济技术开发区天元中路188号。法定代表人：杜尧。

# 许继电气股份有限公司

## 2008年第一期4亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：A+  
本期短期融资券信用等级：A-1  
评级时间：2008年1月28日  
分析员：赵明 李志博

### 主要数据

项目	2004年	2005年	2006年	2007年9月
资产总额(万元)	367236.10	398741.13	460300.98	478245.16
所有者权益(万元)	182715.18	189939.49	202627.01	230867.82
营业收入(万元)	170216.83	182678.8	200146.78	147600.23
利润总额(万元)	19361.08	16991.51	21605.74	15620.35
资产负债率(%)	46.44	48.36	52.11	51.73
全部债务资本化比率(%)	28.25	35.73	36.39	39.40
净资产收益率(%)	7.88	6.15	6.31	-
流动比率(%)	161.82	155.63	150.68	113.57
EBITDA利息倍数(倍)	4.44	3.44	2.84	-
债务保护倍数(倍)	0.28	0.15	0.15	-
经营现金流动负债比率(%)	12.03	6.71	5.19	-
经营现金流入量偿债倍数(倍)	5.34	4.72	5.46	-
现金类资产偿债倍数(倍)	1.21	1.86	2.51	-

注：2007年公司开始执行新会计准则，所有者权益包含少数股东权益，2007年9月财务报表未经审计。

### 评级观点

经联合资信评定，许继电气股份有限公司（以下简称“公司”或“许继电气”）拟发行的2008年第一期4亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别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小，安全性高。

### 优势

1. 公司资产流动性好，货币资金充足，对本期短期融资券覆盖能力强。
2. 公司未来几年资本支出压力小。

### 关注

1. 公司经营活动产生的现金流量对本期债券覆盖程度偏弱。
2. 公司债务以短期借款为主，债务结构有待优化。

### 企业概况

许继电气股份有限公司前身为1970年由黑龙江省阿城继电器厂分迁到河南许昌的许昌继电器厂。1993年根据河南省体改委豫体改字[1993]28号文，许昌继电器厂作为独家发起人定向募集设立许继电气股份有限公司，其中主要经营性资产折股形成的国家股由许昌市国有资产管理局持有。1996年12月，经河南省和许昌市政府有关部门批准，以许继电

气为主体子公司组建了许继集团有限公司，公司股权中的国家股授权给许继集团管理经营，股权性质变更为国有法人股，许继电气股份有限公司成为许继集团的控股子公司。

经中国证监会证监发字[1997]101号和证监发字[1997]102号文批准，公司于1997年4月2日公开发行社会公众股5000万股，并于1997年4月18日在深圳证券交易所上市，股票简称为“许继电气”，股票代码为“000400”。公司于2005年11月完成股权分置改革。

经过多次增股、配股，截至2007年9月底，公司注册资本37827.20万元，控股股东许继集团持有公司30.20%的股份，其余股份由深圳证券交易所市场投资者持有。许继集团由许昌市人民政府占65%股权，许继职工持股会占35%股权，公司实际控制人为许昌市人民政府。

2007年11月27日，为配合引进战略投资者，许继集团将其持有的公司0.30%的股份无偿划转给许昌市开发投资公司，许继集团持股比例变为29.90%。

公司经营范围为生产经营电网调度自动化、配电网自动化、变电站

自动化、电站自动化、铁路供电自动化、电网安全稳定控制、电力管理信息系统、电力市场技术支持系统、继电保护及自动化控制装置、继电器、电子式电度表、中压开关及开关柜、变压器、箱式变电站和电缆桥架等。

截至2007年9月底，公司设市场管理部、供应处、质量处、科研管理处、财务处、证券投资处和综合管理处等7个部门，下辖24家参、控股公司。

截至2006年底，公司合并资产总额460300.98万元，股东权益合计202627.01万元；2006年实现主营业务收入200146.78万元，利润总额21605.74万元；经营活动产生的现金流量净额12006.42万元，现金及现金等价物净增加额43752.80万元。

公司注册地址：许昌市许继大道1298号；法定代表人：王纪年。

# 北京顺鑫农业股份有限公司

## 2007年度6亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：A+  
本期短期融资券信用等级：A-1  
评级时间：2007年11月1日  
分析员：谭亮 李志博

### 主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年
资产总额(万元)	233186.04	312744.18	355691.53	338050.16
所有者权益(万元)	138561.5	145798.42	151539.36	165107.13
主营业务收入(万元)	217127.96	290771.32	320965.59	222011.49
利润总额(万元)	10813.18	11052.59	11973.37	8841.59
资产负债率(%)	33.94	47.67	54.43	51.16
全部债务资本化比率(%)	27.63	43.73	50.90	44.09
净资产收益率(%)	6.55	6.10	6.35	-
流动比率(%)	107.16	95.41	129.09	116.56
经营现金流动负债比率(%)	13.64	5.41	-6.29	-
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.18	0.13	-0.16	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.40	-0.53	-0.73	-
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	4.11	5.54	6.02	-
现金类资产偿债倍数(倍)	0.45	1.03	0.80	-

\*注：本报告所指2007年度6亿元短期融资券以“2008年度6亿元短期融资券”名称发行

### 评级观点

经联合资信评估有限公司评定，北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2007年6亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，我们认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险较小，安全性高。

### 优势

1. 公司近三年年末货币资金余额规模较大。
2. 公司经营活动产生的现金流入规模逐年增长，主营业务获取现金的能力较强。
3. 2007年8月公司成功实施定向增发，负债水平和债务负担有望得到减轻，未来融资空间加大。

### 关注

1. 公司经营性现金流量净额对本期债券覆盖程度一般。
2. 2006年，受下属房地产公司进行土地储备影响，公司存货规模扩大，存在一定的短期支付压力；受其影响，同期公司经营活动产生的现金流量净额为负。

### 企业概况

北京顺鑫农业股份有限公司是经北京市人民政府京政函[1998]33号文批准，由北京市泰丰现代农业发展中心（现改制为北京顺鑫农业发展集团有限公司）独家发起，以募集

方式于1998年9月21日成立的股份有限公司。公司股票于1998年11月4日在深交所挂牌上市，股票简称“顺鑫农业”，股票代码“000860”。公司曾先后经中国证券监督管理委员会证监发行字[2000]222号文、[2004]35号文批准，两次成功配股。2005年11月，公司顺利完成股权分置改革。截至2007年6月底，总股本达到39774万股，其中控股股东北京顺鑫农业发展集团有限公司持56.844%，公司董事、监事及高管持股0.019%，其余43.156%为社会公众股。公司实际控制人为北京市顺义区国有资产监督管理委员会。

公司是首批获得农业部、原国家计委、原国家经贸委、财政部、原对外贸易经济合作部、中国人民银行、国家税务总局和中国证监会等八部委行审定的农业产业化国家重点龙头企业（农经发[2000]8号文、[2005]7号文），经营范围主要涉及肉食品加工与销售、良种繁育与销售、白酒生产与销售、果蔬饮料生产与销售、水利与建筑工程施工、农副产品市场管理与物流配送服务、生态观光农业、药品生产与销售、高档花卉培育与销售、蔬菜果品生产与

销售等。

截止2006年底，公司资产总额为355,691.53万元，负债总额193,613.09万元，所有者权益151,539.36万元。2006年实现主营业务收入320,965.59万元，利润总额11,973.37万元，现金及现金等价物净增加额-13,437.61万元。

公司注册地址：北京市顺义区站前街南侧，法定代表人：李维昌。

# 内蒙古奈伦集团股份有限公司

## 2008年5亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果：公司主体长期信用等级：A  
本期公司债券信用等级：AA  
评级时间：2008年2月2日  
分析员：黄竞夏阳

### 评级观点

内蒙古奈伦集团股份有限公司（以下简称“奈伦集团”或“公司”）是一家以农产品加工、房地产开发为主业的大型民营公司，是国内最大的马铃薯淀粉生产公司，2005年被中国农业部评为国家农业产业化扶贫龙头公司。近年来公司房地产开发业务发展迅速，土地储备较为充足。目前，公司通过投资建设年产30万吨合成氨、52万吨尿素项目开始进军能源化工行业，该项目在生产规模、原材料成本、生产技术、交通运输等方面具有明显优势，市场前景良好。

2006年8月公司实施股份制改造时土地评估增值导致公司资产总额增长较快，债务负担大幅下降，目前公司负债结构合理；存货和在建工程占比较大，整体资产的变现能力较强，未来增值空间较大；受土地增值和房地产开发周期的双重影响，近几年公司净资产收益率偏低，但考虑到公司地产投资已逐步进入收获期，预计未来几年房产销售收入将大幅增加，盈利能力也将有所回升。

本期公司债券由公司自有的土地资产进行抵押，根据内蒙古孚坤地产咨询评估有限责任公司（简称：内蒙古孚坤）2007年12月12日出具的评估报告，本期抵押土地评估价值为125060万元，是本期债券的2.5倍（抵押率为39.98%），并建立“利息+本金”两种偿债基金，加强对本期公司债券到期兑付的保障。整体看，抵押资产对本期公司债券到期偿还具有较好的保护能力。

总体看，公司本期公司债券到期

### 主要数据

项 目	2005年	2006年	2007年
资产总额(万元)	148367.11	372598.40	431222.51
所有者权益(万元)	27392.71	231404.5	243129.64
主营业务收入(万元)	17395.71	42978.68	58465.21
利润总额(万元)	2967.25	9449.06	13979.14
资产负债率(%)	79.54	36.78	42.03
全部债务资本化比率(%)	71.13	30.12	35.12
净资产收益率(%)	10.16	2.73	4.53
流动比率(%)	67.26	123.23	163.16
EBITDA利息倍数(倍)	6.03	6.56	10.07
债务保护倍数(倍)	0.05	0.09	0.09

注：公司2006年8月实施股份制改造对资产及相关负债进行了评估；2005年财务数据为内蒙古奈伦集团有限责任公司数据。

不能还本付息的风险小。

### 优势

1. 公司是国内最大的马铃薯淀粉生产公司，为马铃薯淀粉生产行业标准制定单位，在行业处于首位；

2. 呼市房地产行业的快速发展为公司房地产业务提供了良好的市场机会；

3. 公司投资建设的年产30万吨合成氨、52万吨尿素项目为内蒙古自治区重点工业项目，该项目符合国家各项产业政策，产能规模较大，生产技术先进，在原材料成本、交通运输等方面具有明显优势，市场前景较好；

4. 呼市政府已同意将公司拥有的大黑河土地列入收储计划，未来将把土地变为商住开发用地，并承诺根据公司出售需求，按公允价格进行收购，此举有助于提升公司资产的变现能力和变现价值；

5. 公司土地主要通过兼并收购国有公司取得，一直接账面价值入账，与市场公允价值相比，存在较大的资产升值空间。

### 关注

1. 目前，公司储备的土地性质

多为工业和养殖业用地，变更为商业用地后方可进行后续开发；

2. 公司拟建尿素项目投资额较大，需要依靠外部融资来解决；

3. 房地产开发业为公司重要的收入及利润来源，易受宏观经济及政策调控的影响；

4. 公司法人治理结构有待进一步完善。

### 发债主体概况

内蒙古奈伦集团股份有限公司前身是成立于1993年8月的内蒙古奈伦集团有限责任公司，公司于2006年8月31日取得了呼市工商行政管理局换发的企业法人营业执照。

公司目前主营业务以农牧产品加工、房地产开发为主，同时通过投资建设年产30万吨合成氨、52万吨尿素项目开始进军能源化工行业。

截至2007年底，公司设总裁办公室、投资管理部、人力资源部、技术中心、财务审计部等部门；公司高级管理人员4人，职工总人数2174人。

截至2007年底，公司合并资产总额431222.51万元，负债总额181239.09万元；2007年公司实现主营业务收入58465.21万元，利润总额13979.14万元。

公司注册地址：呼市赛罕区新建东街68号；法定代表人：郭占春。

# 重庆九龙电力股份有限公司 2008年4亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：A+  
本期短期融资券信用等级：A-1  
评级时间：2008年4月25日  
分析员：张志强 刘雅南

## 主要数据

项目	2004年	2005年	2006年	2007年
现金类资产(亿元)	2.48	3.78	1.99	1.93
资产总额(亿元)	30.04	40.73	41.88	40.70
所有者权益(亿元)	8.56	8.60	8.86	12.13
短期债务(亿元)	2.23	3.18	2.63	6.29
全部债务(亿元)	15.03	19.85	15.89	17.65
主营业务收入(亿元)	6.90	13.52	23.21	24.15
净利润(亿元)	0.47	0.45	0.56	0.92
EBITDA(亿元)	1.81	2.65	4.28	4.35
经营性净现金流(亿元)	1.41	1.94	2.66	3.04
净资产收益率(%)	5.44	5.22	6.33	7.61
资产负债率(%)	66.94	75.33	72.07	70.19
速动比率(%)	67.11	82.02	70.73	70.43
EBITDA利息倍数(倍)	6.37	4.36	4.23	3.98
经营现金流动负债比率(%)	20.44	14.17	16.01	18.26
现金偿债倍数(倍)	0.62	0.95	0.50	0.48

注：公司从2007年开始执行新会计准则，所有者权益、主营业务收入、净利润等科目已作相应调整。

## 评级观点

经联合资信评估有限公司评定，重庆九龙电力股份有限公司（以下简称“公司”或“九龙电力”）拟发行的2008年4亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别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小，安全性高。

## 优势

1. 公司营业收入及利润持续增长。
2. 公司经营活动现金流增长较快，公司获取现金能力较强。

## 关注

1. 公司现金类资产对本期短期融资券的覆盖程度较低。
2. 公司债务水平偏高。

## 企业概况

重庆九龙电力股份有限公司是1994年5月经重庆市经济体制改革委员会渝改企发[1994]51号文批准，以定向募集方式设立的股份有限公司。经重庆市人民政府渝府函[2000]68号、中国证券监督管理委员会证监发行字[2000]135号文件批准，公司于2000年11月1日在上海证券交易所挂牌上市，股票代码：600292，股票简称：九龙电力。

2002年，国家实行电力体制改革，根据国务院批准的中国电力投资集团公司（以下简称“中电投”）组

建方案，重庆市电力公司原持有公司的8858.2万股股份以行政方式无偿划转至中电投，过户手续已于2006年1月6日办理完毕。2005年12月30日公司股权分置改革方案取得国务院国有资产监督管理委员会国资产[2005]1595号批准，并于2006年1月19日正式实施。股权分置改革方案实施后，中电投持有本公司股份的比例为30.62%。截至2007年6月，中电投持有公司102412197股份，持股比例30.62%，为公司第一大股东。

截至2007年底，公司拥有5家控股子公司。公司下设计划发展部、财务资产部、市场营销部、工程与物资部、股权管理部等10个部门，在职员工785人（见附件2）。公司注册资本33450万元。

公司经营范围：电力生产，电力技术服务；销售电机，输变电设备，电器机械及器材，电子元件，化工产品及其原料（不含化学危险品），输变电设备及电机的制造、销售，环境保护技术的研究、开发，高新科技产品的研究、开发（国家有专项管理规定的除外）。

截至2007年底，公司合并资产总额为406997.04万元，负债总额285672.33万元，所有者权益121324.71万元；2007年实现主营业务收入241498.08万元、净利润9234.69万元；经营活动现金流量净额30444.35元，现金及现金等价物净增加额4376.96万元。

公司注册地址：重庆市高新技术产业开发区九龙园区盘龙村113号；法定代表人：刘渭清。





# 中粮集团有限公司

## 2008年第一期15亿元中期票据信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AAA  
 评级展望：稳定  
 本期中期票据信用等级：AAA  
 评级时间：2008年4月15日  
 分析员：黄静 刘小平

### 主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年
资产总额(亿元)	597.61	726.81	1053.81	1146.15
所有者权益(亿元)	152.34	243.09	281.75	325.03
长期债务(亿元)	26.71	10.30	41.70	59.77
全部债务(亿元)	261.60	294.83	451.50	426.21
主营业务收入(亿元)	445.84	499.31	747.08	871.06
净利润(亿元)	10.05	16.28	22.40	29.85
EBITDA(亿元)	26.27	36.73	57.75	--
经营性净现金流(亿元)	-56.52	-23.15	28.67	212.70
主营业务利润率(%)	10.36	11.99	11.59	11.55
净资产收益率(%)	6.59	58.42	65.62	60.51
资产负债率(%)	56.31	49.39	55.48	48.49
流动比率(%)	124.88	120.40	111.49	104.75
全部债务资本化比率(%)	9.96	8.03	7.82	--
EBITDA利息倍数(倍)	8.21	6.75	7.02	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.75	2.45	3.85	--

注：2007年财务数据未经审计

### 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，中粮集团有限公司（以下简称“公司”或“中粮集团”）拟发行的2008年15亿元中期票据的信用级别为AAA。基于对公司主体长期信用级别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小，安全性高。

### 优势

1. 公司EBITDA规模大，对本期中期票据保障程度较好。
2. 公司经营活动的现金流入量规模大，对本期中期票据覆盖程度高。

### 关注

近几年公司经营现金流改善明显，但易受应收、应付项目及存货增减的影响。

### 企业概况

中粮集团有限公司（以下简称“公司”或“中粮集团”）的前身是成立于1952年的中国粮谷出口公司、中国油脂出口公司和中国食品出口公司，1953年中国粮谷出口公司和中国油脂出口公司合并为中国粮谷油脂出口公司，1961年中国粮谷油脂出口公司与中国食品出口公司合并成立中国粮油食品进出口公司，1965年更名为中国粮油食品进出口

总公司，1998年更名为中国粮油食品进出口（集团）有限公司，2004年更名为中国粮油食品（集团）有限公司，2007年4月更名为现名。截至2007年底，公司注册资本31223万元，全部为国家资本金。公司是我国最大的进出口公司之一，是从事农产品和食品进出口贸易历史最长、实力最为雄厚的国有企业。

截至2006年底，公司拥有41家二级控股子公司（按2006年财务报表的合并口径），下设办公室、战略部、财务部、人力资源部、研发部、党群部、审计部和法律部等8个职能部门和中粮贸易、中国粮油、中国食品、地产酒店、中国土畜、屯河公司、中粮包装、中粮发展、金融事业部等9大业务板块（见附件5）。截至2007年底公司拥有员工约5万人。

截至2007年底，公司（合并）资产总额1146.15亿元，所有者权益325.03亿元，少数股东权益127.63亿元。2007年公司实现主营业务收入净额871.06亿元，利润总额54.17亿元；2007年公司销售商品、提供劳务收到的现金1074.15亿元，经营活

动产生的现金流量净额212.70亿元，现金及现金等价物净增加额42.19亿元。

公司地址：北京市东城区建国门内大街8号中粮广场A座7—13层；法定代表人：宁高宁。

# 中华人民共和国铁道部 2008年第一期50亿元中期票据信用评级分析报告

评级结果：主体长期信用等级：AAA  
评级展望：稳定  
本期中期票据信用等级：AAA  
评级时间：2008年4月15日  
分析员：张志强 陈静 丁继平

## 主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(亿元)	11866.19	12704.80	15023.58
所有者权益(亿元)	7275.36	7937.28	8622.81
运输收入(亿元)	2264.35	2546.49	2863.29
利润总额(亿元)	491.00	551.63	561.58
EBITDA(亿元)	789.55	872.48	989.65
经营性净现金流(亿元)	705.08	782.80	876.93
营业利润率(%)	16.77	17.14	16.17
净资产收益率(%)	0.52	0.77	0.37
资产负债率(%)	38.69	37.53	42.60
全部债务资本化比率(%)	27.58	23.60	32.05
流动比率(%)	100.73	72.92	85.11
全部债务/EBITDA(倍)	3.51	2.81	4.11
EBITDA利息倍数(倍)	12.58	14.73	14.99
EBITDA/本期发债额度(倍)	15.79	17.45	19.79

## 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，中华人民共和国铁道部（以下简称“铁道部”）拟发行的2008年第一期50亿元中期票据的信用级别为AAA。基于对铁道部主体长期信用级别以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，铁道部本期中期票据到期不能偿还的风险小，安全性高。

## 优势

1. 铁道部资金来源充足，收入规模大且稳步增长，对本期中期票据保障程度好。

2. 逐年增长的铁路建设基金，对铁道部直接债务融资本息偿付的保证程度高。

## 关注

“十一五”期间铁道部资本支出规模大。

## 企业概况

中华人民共和国铁道部（以下简称“铁道部”）是主管铁路工作的国务院组成部门，主要担负以下职能：负责拟定铁路行业规划、政策和法规；管理铁路建设、运输工作、运输价格、运输安全；承担国家铁路综合管理和暂时保留的社会事务管理职能，通过改革界定政府管理职能、社会管理职能、企业管理职能，并逐步分离。截至2006年底，铁道部下设

18个铁路局（含青藏铁路公司）和铁道科学研究院、中国铁路建设投资公司、中铁集装箱运输有限责任公司、中铁特货运输有限责任公司、中铁快运股份有限公司（见附件6），各铁路局为国有运输企业，主要经营货物运输和旅客运输。

截至2006年底，铁道部资产总额为15023.58亿元，权益合计为8622.81亿元。2006年实现总收入4234.10亿元（含运输收入2863.29亿元），利润总额561.58亿元，税后铁路建设基金467.13亿元，实现税后利润（净利润）32.28亿元。

# 中华人民共和国铁道部 2008年第二期150亿元中期票据信用评级分析报告

评级结果：主体长期信用等级：AAA  
 评级展望：稳定  
 本期中期票据信用等级：AAA  
 评级时间：2008年4月15日  
 分析员：张志强 陈静 丁继平

## 主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(亿元)	11866.19	12704.80	15023.58
所有者权益(亿元)	7275.36	7937.28	8622.81
运输收入(亿元)	2264.35	2546.49	2863.29
利润总额(亿元)	491.00	551.63	561.58
EBITDA(亿元)	789.55	872.48	989.65
经营性净现金流(亿元)	705.08	782.80	876.93
营业利润率(%)	16.77	17.14	16.17
净资产收益率(%)	0.52	0.77	0.37
资产负债率(%)	38.69	37.53	42.60
全部债务资本化比率(%)	27.58	23.60	32.05
流动比率(%)	100.73	72.92	85.11
全部债务/EBITDA(倍)	3.51	2.81	4.11
EBITDA利息倍数(倍)	12.58	14.73	14.99
EBITDA/本期发债额度(倍)	5.26	5.82	6.60

## 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，中华人民共和国铁道部（以下简称“铁道部”）拟发行的2008年第二期150亿元中期票据的信用级别为AAA。基于对铁道部主体长期信用级别以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，铁道部本期中期票据到期不能偿还的风险小，安全性高。

## 优势

1. 铁道部资金来源充足，收入规模大且稳步增长，对本期中期票据保障程度好。
2. 逐年增长的铁路建设基金，对铁道部直接债务融资本息偿付的保证程度高。

## 关注

“十一五”期间铁道部资本支出规模大。

## 主体概况

中华人民共和国铁道部（以下简称“铁道部”）是主管铁路工作的国务院组成部门，主要担负以下职能：负责拟定铁路行业规划、政策和法规；管理铁路建设、运输工作、运输价格、运输安全；承担国家铁路综合管理和暂时保留的社会事务管理职能，通过改革界定政府管理职能、社会管理职能、企业管理职能，并逐步分离。截至2006年底，铁道部下

18个铁路局（含青藏铁路公司）和铁道科学研究院、中国铁路建设投资公司、中铁集装箱运输有限责任公司、中铁特货运输有限责任公司、中铁快运股份有限公司（见附件6），各铁路局为国有运输企业，主要经营货物运输和旅客运输。

截至2006年底，铁道部资产总额为15023.58亿元，权益合计为8622.81亿元。2006年实现总收入4234.10亿元（含运输收入2863.29亿元），利润总额561.58亿元，税后铁路建设基金467.13亿元，实现税后利润（净利润）32.28亿元。

# 中国华能集团公司 2008年第一期28亿元中期票据信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AAA  
评级展望：稳定  
本期中期票据信用等级：AAA  
评级时间：2008年4月15日  
分析员：林静 王佳

## 主要数据

项目	2004年	2005年	2006年	2007年6月
资产总额(亿元)	1563.02	2268.86	2860.75	3254.64
所有者权益(亿元)	206.21	221.49	242.13	835.41
长期债务(亿元)	582.85	899.28	1147.78	1320.36
全部债务(亿元)	821.55	1214.51	1576.82	1879.22
主营业务收入(亿元)	538.12	736.40	841.55	491.17
净利润(亿元)	14.98	13.32	21.62	47.02
EBITDA(亿元)	191.26	236.17	274.37	--
经营性净现金流(亿元)	151.38	184.65	261.40	177.65
主营业务利润率(%)	24.43	19.21	20.60	--
净资产收益率(%)	7.27	6.01	8.93	--
资产负债率(%)	62.26	67.62	72.7	74.33
全部债务资本化比率(%)	58.21	62.31	66.88	69.23
流动比率(%)	67.99	48.51	40.63	44.55
全部债务/EBITDA(倍)	4.30	5.14	5.75	--
EBITDA利息倍数(倍)	6.31	5.56	5.32	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	6.83	8.43	9.80	--

注：公司从2007年开始执行新会计准则，所有者权益、主营业务收入、净利润等科目已作相应调整。其中主营业务收入为营业收入，股东权益中含少数股东权益。

## 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，中国华能集团公司（以下简称“华能集团”或“公司”）拟发行的2008年28亿元三年期中期票据的信用级别为AAA。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小，安全性很高。

## 优势

1. 公司经营活动现金流强劲，对本期中期票据覆盖程度较高。
2. 公司资产规模大，本期票据相对公司目前债务规模小，对公司债务结构影响不大。

## 关注

公司仍处于快速发展阶段，短期内资本支出规模较大。

## 主体概况

中国华能集团公司（以下简称“华能集团”或“公司”）的前身是创立于1985年的华能国际电力开发公司。1988年根据国务院“国办函（1988）44号”文件，组建中国华能集团公司；1994年公司下属的两个子公司在美国成功上市；2003年经国务院批准，在原中国华能集团公司基础上改组成为由国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）直接管理的大型国有企业。截至目前公司注册资本200亿元。

公司经营范围：实业投资经营及管理；电源的开发、投资、建设、经营和管理；组织电力（热力）的生产、销售；从事信息、交通运输、新能源、环保相关产业及产品的开发、投资、建设、生产和销售。

目前公司下设办公厅、计划发展部、财务部、资产运营管理部等16个职能部门（见附件1）；拥有教育培训中心、华能技术经济研究院等3个直属机构和7个分公司，23个产业公司（含技术中心）（见附件2）。

截至2006年底，公司合并资产总额2860.75亿元，所有者权益242.13亿元，少数股东权益538.90亿元；2006年公司实现主营业务收入841.55亿元，利润总额96.21亿元，经营活动产生的现金流量净额261.40亿元；在职员工66410人。

截至2007年6月底，公司合并资产总额3254.64亿元，所有者权益835.41亿元（含少数股东权益）；2007年1~6月公司实现营业收入491.17亿元，利润总额59.25亿元。

公司法定住所：北京市海淀区学院南路40号；法定代表人：李小鹏。

# 研究报告



# 汽车贷款证券化评级方法研究

结构融资部 李文平

汽车贷款证券化是类别广泛的消费信贷收款证券化中的一种，其发起人通常为开展汽车消费信贷的金融机构，如商业银行、汽车附属金融公司以及独立金融公司等。在欧美等成熟市场以及亚太区新兴市场，汽车贷款证券化产品发行量的增长尤其迅猛，其业已成为释放资本、规模扩张、融资来源以及管理资产负债表的有效方法；在中国大陆，受制于汽车金融业务规模较小、资本市场的深度不足以及监管机构的严格规制，汽车贷款证券化产品方兴未艾。

汽车贷款证券化交易中的信用风险主要在于资产池入池贷款的拖欠和违约所引致的现金流的匮乏：有赖于交易结构的安排和资产池抵押品的表现，如果源自资产池应收款的现金流难以保障及时的债务兑付，则将引发流动性风险；如果源自资产池应收款的现金流难以保障债务的最终偿付，则引发违约损失风险。信用支持手段包括准备金、优先/次级结构、信用证、债券保险、超额利差以及超额担保等用于缓释此类风险。

联合资信对汽车贷款证券化的评级着重于考量以下几点：1) 发起机构的公司运营和财务状况；2) 发起机构同汽车经销商的关系；3) 贷款发起模式及承销标准；4) 贷款服务的政策和程序；5) 基础资产的信用品质和预期损失表现；6) 现金流结构以及信用提升和流动性提升安排。

联合资信评级分析的目的是确定特定交易的流动性提升和信用提升安排是否足以保障预定评级的需要，上述考量重点将分别在以下四个部分中论述：抵押分析、信用分析、结构分析以及贷款发起机构和服务机构分析。

联合资信考量影响汽车贷款表现的诸多特征指标以确定基础资产的违约率和损失严重程度，包括：借款人信用品质；贷款类型；首付及月供；贷款价值比率（LTV）；贷款期限；贷款定价方式；贷款帐龄；抵押车型、性能和使用年限；汽车保险；区域集中度。其中违约率同借款人信用品质、首付及月供、地区以及贷款帐龄相关，而损失严重程度同抵押车型、性能和使用年限、汽车保险、贷款价值比率、贷款期限、地区以及贷款帐龄相关。

## 借款人信用品质

目前国内消费信贷领域仍然没有一套以借款人信用品质区分贷款的通用标准，借款人信用品质的一个主要参照是中国人民银行建立的个人征信信息系统中的个人信用记录，然而即便是这样的系统，其信用记录也并不全面。各个贷款发起机构的借款人信用计分系统仍然在建立过程当中，然而它们仅适用于其自身，信用计分标准的选取因机构的不同而不同。可以说，国内还没有广泛适用的区分借款人信用品质的直接标准，对借款人信用品质的区分还有赖于借款人提供的间接证据，如收入证明、财产证明等；因此，对借款人信用品质的判断将直接依赖于这些间接证明的真实性，以及这类间接证据在表征借款人信用品质方面的有效性。

若发起机构有借款人信用计分系统，信用分析师不会简单的使用发起机构信用计分系统的结果，而是会考察该信用计分系统在评估借款人信用品质方面的有效性；若发起机构没有借款人信用计分系统，则信用分析师会使用其信息系统中有助于评估借款人信用品质的代理变量，代理变量的

选用会经过适当的程序进行筛选。

## 贷款类型

多数汽车贷款都是等额分期摊还类型的，然而也存在到期偿还型或气球型的贷款。同等额分期摊还型贷款相比，气球型贷款的月供更低，而偿还期的风险暴露更大；在到期日，借款人可以将抵押物交给贷款发起人抵债，而这时抵押车辆的市场价格极有可能会低于贷款的未清偿数额，因此，损失严重程度通常会比等额分期偿还型贷款大。

## 贷款期限

受到监管约束，国内汽车贷款发起机构发放的新车贷款期限小于5年、二手车贷款小于3年。一般来讲，贷款期限越长，贷款的损失严重程度就会越大。一方面，信用品质偏弱的借款人可能会适于月供较低（期限较长）的借款安排；另一方面，贷款期限越长，则发起机构更有机会面临借款人信用品质的恶化。

## 首付

目前，国内的汽车贷款均有相当比例的首期付款要求，按照监管机构的规定，新车贷款首付不低于20%，二手车贷款首付不低于50%。通常，首期付款比重越高，则借款人违约的可能性越小，且违约后损失的严重程度也较小。

## 贷款价值比（LTV）

贷款价值比（LTV），是指贷款余额同汽车价格的比值。根据监管机构规定，新车贷款初始贷款价值比率

## 一、抵押分析

小于80%，二手车贷款初始贷款价值比率小于50%；然而，随着贷款帐龄的增长，因汽车的贬值效应引致的即期贷款价值比率可能会大于100%，就是说，贷款发起后短期内汽车会加速贬值，其市价可能会远远低于贷款的未偿余额，由此造成借款人在所购汽车上的负权益头寸，这可能引起借款人违约，而这时违约势必会造成违约损失。通常，贷款的初始贷放比率越大，则借款人的负权益头寸就越有可能出现；贷款的期限越长，这种负权益头寸持续的时间就越长。

### 贷款帐龄

历史数据分析表明，在违约发生的可能性同贷款的帐龄之间存在显著的相关关系。绝大多数违约出现在贷款发起后的6~18个月之间。因为债务人在贷款所购汽车上的负权益头寸出现于贷款早期，故汽车贷款证券化交易基础资产的损失多出现于交易前期。借款人良好的偿付记录有助于损失频率的降低，此外，发起机构保守的贷款承销标准亦有助于短期内损失的准确预测。

### 贷款利率

通常贷款利率因借款人的风险而定，然而在消费信贷领域并不全然如此，这一领域中的贷款定价视市场环境、竞争状况、监管规定以及激励计划等一系列因素而定，比如，借款人的低息汽车贷款可能是在购车激励计划下发起的，并不必然意味着借款人的信用品质较好。此外，在国内，因为贷款期限以及首付等条款为监管机构所硬性规定，出于规避监管目的，产品创新也是贷款定价考虑的一个方面，比如零息贷款。

有必要在资产池的层面上确定贷款利率的分布：那些低息贷款可能享受着购车激励而提前偿还的意愿偏弱，由此难以产生足够的超额利差支持证券化交易；那些高利率的贷款其借款人的信用品质可能较差，也许会发生违约而不再提供超额利差支持。

### 抵押车型、性能及使用年限

不同的品牌、车型会有不同的贬值速度以及回收价值，因此，一个多样化的组合会倾向于具有一个稳定的贬值速率和回收率。单一或集中于某一车型的贷款组合会受到车型过于集中的影响，有关该车型的制造商及渠道运营商的公司战略和运营模式的变化都会影响到贷款组合的损失率，或影响到该车型的经济条件的变动也会对整个组合的损失表现产生较大影响。

除此之外，汽车的性能和状况也会影响贷款的损失严重程度，性能优良、状况较好的汽车其在抵押物处置时回收的价值通常会较高。信用分析师会关注组合车型集中以及性能较差汽车引致的回收风险，并会据此相应设定回收率的压力指标。

信用分析师还会考察贷款组合的新车/二手车的构成情况，一般而言，二手车贷款较新车贷款具有更高的违约可能性和更高的损失严重程度。信用分析师会在历史数据分析阶段据新车/二手车对静态池作子池拆分，以此分析新车贷款和二手车贷款的历史表现。

### 汽车保险

出于利益保障的目的，大多数贷款人要求借款人投保汽车损害保险，保额需要覆盖贷款规模并以贷款人作为保险受益人。管理良好的公司具有系统的持续追踪方法并可及时知会借款人投保额的不足。缺乏充分的初始保险覆盖度和实时跟踪能力将在证券化交易中显著加大信用损失。那些其未予保险的汽车受到严重损害并且难于修复的借款人将更可能发生违约。当贷款人重新占有这种未参与保险的损害严重的汽车后，贷款的回收率通常极低。当评估证券化交易的资产池时，分析师会考察未进行保险的贷款的比重以及强制进行保险的贷款的比重，这一指标有助于揭示资产池的信用品质。

### 区域集中度

证券化的贷款组合应具备充分的多样性以缓释区域经济波动的影响，然而，国内单一发起机构的汽车贷款组合的集中度通常会较高，这是因消费金融的区域性特征所致。若入池贷款均集中于同一地区，则资产池的信用风险会显著上升。假如资产池存在显著的地域集中度的话，区域经济问题会影响到整个资产池的表现，区域集中度超过10%会引起评级分析师的注意。

分析师通常会检查地区的信用历史，以及宏观和微观方面的经济因素。地域集中度的影响有赖于所集中地区的性质。比如，一些地区相较于其他地区而言区域经济更为稳定和多样化，经济稳定性及其对于资产池未来表现的影响与地区经济的多样性联系密切。结果是，仅当所集中的地域经济增长并不稳定，或者其工业基础并不多样的时候，地区集中度才会增加基础资产的信用风险。

## 二、信用分析

联合资信采用精算统计方法确定汽车贷款证券化的评级必要信用增级水平：精算统计方法基于历史数据分析，要求拟证券化的标的资产池的特征同历史静态样本贷款组合的特征较为接近。这一方法关注贷款组合的违约和损失率指标，主要通过分析历史静态池的有关信用表现确立标的资产池的预期损失和损失的波动率。精算损失方法适用的理想条件包括：（1）大的资产池且不存在显著的借款人集中度（即“正则”池）；（2）充足的历史静态池数据（要求这些静态池的性征接近拟证券化的资产池）。“正则”池确保个别违约事件的发生不会对整个组合造成实质性影响；这样，在进行分析时个别借款人的信用品质就显得相对不甚重要。性征接近标的资产池的静态池的历史数据的充分性可以确保经由其估计得到的预期损失和波动性数据的稳健性，典型的具备正则性条件的贷款组

合要求要求未偿本金余额至少10亿元且平均贷款余额须接近20万元（组合的0.02%）。

### 静态池分析

信用分析师极为倚重静态池分析以预测拟证券化资产池的累计净损失，原因在于静态池指标是资产池未来表现的良好指示。静态池数据较动态组合数据更加准确地反映了交易期限内组合期望损失的变化，动态组合数据可能会掩盖业务增长期内的损失。此外，静态池数据有助于体现因贷款合同、业务领域、区域分布以及新/旧车构成的不同而带来的损失表现的不同。静态池分析是将发起机构的贷款组合按发起日期分类，并在月度的基础上追踪考察这些类别组合的表现。静态池分析要求静态贷款组合的帐龄至少达到18至24个月，且组合内的贷款业已被大量偿还。

使用静态池数据可以构建损失曲线和损失的时际分布曲线。通过用更为成熟的静态池构建的损失曲线可以导出新近、帐龄更短的静态贷款组合的累计净损失。若拟证券化的资产池同历史静态池具有相近的特征而且贷款的承销标准具有一致性，分析师则可通过使用静态池的累计净损失以导出拟证券化资产池的基准情景期望损失。

### 动态组合数据分析

联合资信希望发起机构提供3~5年的组合数据，包括发起、拖欠、违约处置、总损失和净损失以及回收率数据。如果贷款人正处在业务高速增长期，动态组合数据往往会低估真实的损失。在贷款业务的高速增长期，违约和损失动态数据会被低估，利用其并不能准确预测证券化交易的损失表现。

信用分析师校正业务高速增长引致的动态损失数据失真的一个办法是用年度净损失除以年初贷款余额或上年同期贷款余额，采用这种滞后算法得到的贷款损失率通常更为合理，滞

后贷款损失率更高要么意味着贷款发放标准放松，要么意味着外部经济条件的变化导致了更多的违约出现。

一旦通过上述数据估计了贷款组合的年度预期损失，则资产池的期望累计损失可通过将上述年度预期损失乘以资产池的加权平均剩余期限计算得到。在计算资产池的加权平均剩余期限时，分析师一般假定无违约以及低的自愿提前偿付比率。

## 三、结构分析

汽车贷款证券化交易除采用第三方外部信用提升机制之外，其更多地采用了诸如超额抵押、优先/次级结构和准备金帐户等内部信用提升机制来抵补信用损失和缓释流动性风险。另外，加速清偿安排和超额利差摊还本金结构也被用来加速信用支持水平的建立。

### 超额利差

对超额利差所提供信用支持程度的分析建立在保守的现金流情景之上，通过现金流压力测试，可以确定提供预定评级持平的信用增级水平的结构化安排的适宜性。然而，鉴于现金流分析基于假定的损失曲线，而该曲线建立在历史数据之上，故在该持平现金流情景分析当中，超额利差所提供的信用支持水平不应被全部计入，因为存在标的资产表现同历史损失曲线匹配上的不确定性。

当存在结构上的某些特定安排时，超额利差所提供的信用支持水平可以考虑计入。这些结构上的安排包括准备金帐户的利差封存或使用超额利差偿付证券本金。然而，若准备金帐户的上限限额在交易存续期内递减，则利差封存结构所提供的信用支持程度将存在限制。

对于帐龄很短的资产池来讲，若准备金帐户中的金额仅在几个月内（一如预期）便因超额利差的封存而达到上限，则可认为该交易中超额利差的封存具有实质性的信用支持作用，超过限额的利差随后被用于偿付

证券或者释放给次级投资者。对于帐期介于6~8个月的资产池而言，可以认为它们即将经历其损失的高峰期，大量的超额利差将被用于弥补损失。因此，并不像那些帐期很短的资产池，可能不会有多余的超额利差充实准备金帐户。在这样的情况下，准备金帐户的利差封存安排不会有很大的信用增级作用，需要于交易设立之日起先期存入大比例的准备金。

对超额利差用于偿付证券本金的结构中超额利差信用增级作用的分析类似于前述利差封存安排，重点在于超额抵押的可加性以及利息负担的减轻。对于帐期很短的资产池，若超额抵押仅在几个月内便因超额利差对本金的偿付而达到预期，则可认为该结构安排的信用增级作用是实质性的。分析师会通过现金流分析全面考察交易存续期内包含超额利差用于偿付证券本金安排在内的交易结构设计所提供的信用增级水平。

### 尾端风险

若资产池中存在大比例的到期一次性偿付款项，那么其交易末期的信用风险（即尾端风险）便较大。为了防范这一风险，相较于传统的、分期摊还的汽车贷款证券化交易而言，需要提前终止信用提升水平的递减，这通常通过准备金帐户的下限限额安排实现。

随着交易逐步到期，可能会出现意料之外的信用风险和流动性风险。例如，损失可能会不成比例地上升，由于此时的资产池因借款人数量的减少而更缺乏多样性。此外，在交易后期，服务商的拖欠管理、贷款重组和展期、部分偿还以及重新占有抵押物的时间等贷款服务政策可能会引致额外的流动性压力。而且，气球贷款或者到期一次性偿还贷款也可引起尾端风险。最后，抵押物处置的回收收益可能在交易的法定最终到期日时仍未收到。

准备金帐户下限限额安排是非递减的信用支持机制，其有助于缓释此类尾端风险，并且于法定最终到期日



提供流动性（如必要的话）。

### 提前偿付

为了检验超额利差的信用支持作用，除了假定高的违约发生之外，自愿的提前偿还速度也被假定高于历史表现。研究表明，汽车贷款提前偿还的高峰出现在贷款早期，且据贷款品种的不同而有所差异。分析师会基于不同的业务品种和预定评级使用不同的自愿提前偿还率假定以检验交易存续期内提前偿还对超额利差信用支持作用的影响。

与此相反，在检验交易于法定最终到期日的偿付能力的时候，提前偿还速度被假定低于历史表现，通常介于0和0.5%的绝对提前偿付速率之间。由于贷款的提前偿还加速了本金的回收和证券的兑付，在评估不同档次的证券以及确立它们的最终到期日时假定较低的自愿提前偿还速度是一种更为保守的作法。

### 触发机制

交易结构或许会包含一些触发安排，这些触发机制在标的资产表现开始恶化的时候要么导致利息回收款对优先档证券的偿付，要么导致准备金帐户必备金额的充实。常见的触发有3个月滚动平均拖欠率、3个月滚动平均净损失率以及累计净损失率。若想触发机制的设置较为有效，须使其与预期最可能发生的情况尽量靠近。

若触发机制的安排可以使得某些情况下超额利差被准备金帐户封存而不是被释放，则该安排强化了交易结构的信用提升作用。然而，若基础资产的损失迅速增加（如在最坏情形下），则实际上准备金帐户封存的利差将是微不足道的，这种情况下，触发安排的信用提升作用有限。此外，触发临界点可能会适时修正，那些额外封存的超额利差或许会被释放。在这些情形当中，分析师认为触发机制提供的信用增级作用不大。

### 流动性风险

流动性风险关注偿付的及时性，在这里意味着证券利息的及时支付和本金于法定到期日之前的足额偿付。多数交易允许利息偿付的暂时性不足，然而，对于信用评级来讲，利息兑付及时性的要求更高，任何利息短缺都将引致违约的认定，即便这一短缺是由暂时的流动性问题引起的。独立的现金流分析将被用来评估交易结构缓释流动性风险以保障投资者利益的能力。

汽车贷款证券化交易当中主要存在下述几种流动性问题：法定期限较短的评级档证券设计、劣后档次证券利息受偿顺序安排、利率风险以及负息差（negative carry）。

法定期限较短的评级档证券设计的一个例子是货币市场档证券，其法定期限不超过13个月，通常其意愿信用评级为“A-1”，为短期信用评级的最高级别。资产池的清偿（包括正常偿还、提前偿还和违约）都会引致货币市场档证券的偿付或加速偿付，因此在进行压力测试时，通常假定低的自愿提前偿还率和低的违约率，除非历史数据显示充分高的提前偿还率；然而，若处置违约贷款耗时很长，或损失率很大，则可能不会有足够的流动性支持机制抵补资产池的违约损失，从而引发货币市场档证券的兑付问题，这时，高的损失率假定以及长的回收时间假定将是更具压力的。

流动性问题也可能出现在那些因受偿顺序的安排而引起劣后受偿档次证券利息的支付或许会遭遇困难的结构当中，比如，劣后受偿档次证券利息的支付被安排在优先受偿档次证券的本金支付之后。若在某个时期出现高峰损失，则所有流动性信用支持将首先用于抵补优先档证券本金的偿付，可能会缺乏足够的现金流用于支付优先B档证券的利息；即便这属于短期流动性问题，且交易存在充足的长期信用支持机制，但是也会引发因不能及时支付劣后受偿档次证券利息而造成的违约认定。为了测试这一流动性风险，分析师会对交易存续期内不同阶段月度的高峰损失作出情景假

定，以通过现金流分析评估交易及时支付劣后受偿档次证券利息的能力

因汽车贷款多是固定利率贷款（或可调利率），故若资产支持证券设计为浮动利率的则存在利率风险。利率风险给证券化交易带来的负面影响为负利率头寸可能会耗尽硬性信用支持，负利率头寸也会耗用超额利差并使其的信用支持能力降低。存在几种方案解决利率风险带来的问题：外部对冲、提前偿还触发、信用增级覆盖以及利率上限安排。

负息差这一术语用于描述因资产池余额低于证券未偿金额而出现的利息短缺，通常它会出现在因违约贷款回收滞后导致的入池贷款清算损失未及传递给债务证券之时。这样，服务费以及证券的利息需要额外的信用支持予以弥补，这意味着会有更少的超额利差用于提供信用保护，也即，超额利差被无一例外地用于抵补贷款的信用损失。现金流模型当中用于压力测试负息差的回收时间假定通常为3~4个月，同时也依赖于历史表现和预定评级级别。高水平的抵押物重新占有率及4个月的利息损失假定会显著减少利息回收款。负息差的另外一个来源是资产池中包含的那些利率较低的贷款，即，所有或大部分入池贷款的有效利率低于基金成本（证券利率加上服务费率、受托费率等）；在这一情形下，收益补充准备金安排是必须的，以弥补交易存续期内可能出现的利息短缺，该准备金帐户的金额可据资产池中剩余低利率贷款的数量予以递减。

### 四、贷款发起机构/服务机构分析

贷款发起机构/服务机构分析主要评估发起机构/服务机构的管理层经验、目标、战略和公司的整体财务状况，此外还包括发起机构同汽车经销商的关系、贷款承销标准、审计程序，贷款清收和处置方法以及损失冲销政策。发起机构商业模式的转变有可能影响到资产池的整体表现。

## 公司运营

发起机构运营层面考量包括如下几个方面：公司历史、管理层经验、公司战略以及融资弹性。

公司历史的检视内容包括：公司是怎样发起的、公司业已运营的年限、公司战略核心及主营业务的转变，以及历史表现和经营绩效。由于历史绩效是未来表现的一个良好指示（虽然未必很准确），评估需要3~5年的历史行为表现和有关数据。贷款承销标准、损失冲销政策和贷款服务程序的变动亦需加以评估以确定在多大的程度上历史表现可用于预测未来。

公司的管理层在汽车金融业内具有良好的业绩记录将是好的；同时，还须检视公司主要管理人员的背景和品性。

评级机构将考察发起机构是如何实施其公司规划的，尤其在一个高度竞争的环境当中。一些公司专注于贷款比率高或贷款期限较长的业务，而一些公司则专注于信用品质次优借款人的汽车贷款业务。

新近发起设立的汽车金融公司或许没有充足的资本以应对迅速增长的贷款业务、初创企业的高昂成本，以及贷款业务的损失高峰期（通常在贷款发放后的6~18个月）。此外，银行贷款和其他流动性融资来源的可获得性需要加以评估，尤其是当公司的财务弹性告罄，其生存有赖于证券化交易的时候。

## 同汽车经销商的关系

信用分析师会详细审视发起机构的汽车经销网络，考量重点包括：汽车经销商的集中度、新车特许经营商和二手车经销商构成、经销商的准入政策、经销商表现的跟踪管理程序、经销商业务发起及报酬机制以及防范经销商欺诈的控制制度。

汽车经销商过度集中对于初创的汽车金融公司而言是一个普遍的问题，原因在于它们还没能将它们的经销商网络多元化，它们仍需依赖特定

的经销商开展业务以及变卖处置违约贷款后重新拥有的汽车。经销商的集中度过高会加剧证券化交易的风险，这是对特定汽车经销商的过度依赖造成的。假如该经销商遭遇财务困难，它也许会高报售卖汽车的价格以及进行其他欺骗活动，又或者它可能会破产并且无力履约。

汽车经销权的类型也是十分重要的，发起自特许汽车经销商的旧车贷款的表现要优于那些发起自二手汽车经销商的旧车贷款。特许汽车经销商不但其所经销汽车的品质更优，而且其客户群的信用品质也要更好。而且，特许汽车经销商发生的欺诈事件也会较少。此外，对于那些因违背条款需要解约的融资经销协议而言，特许汽车经销商具备更强的财务实力实现合约的解除。

新的汽车经销商的选取和准入程序也需要考察，尤其是那些独立的经销商。特许新车经销商通常财务实力较强，并且多数已与附属汽车金融公司签有融资经销协议。对于那些独立的经销商，准入审查程序应包括公司财务报表分析、特征偏好审查、现场存货查验和背景调查等。

经销商开展业务的模式也同样重要。如果汽车销售和贷款发起是通过公司销售人员进行的，那么需要确保经销商的管理实践和控制措施给予了销售人员适当的激励，在开展业务的同时也作出了良好的信用甄别。如果使用了独立的销售代理和经纪人，那么就要详加考察经销商的控制措施，因一些经销商业务的增长是那些销售代理将绩差的贷款欺骗性地批发给贷款发起机构的结果。

经销商欺诈是另外一个较为重要的问题。由于拒绝放贷意味着业务的损失，经销商具有较强的激励去变更贷款申请人的信用申请，或者夸大所销售汽车的价值。一套完备的核实程序有助于发现经销商的恶意欺诈，并且可以避免发放难于达到承销标准的贷款。这样一套核实程序将保障发起机构有效限制经销商的品类。

## 贷款发起模式和承销标准

在国内，贷款人经常会同第三方担保公司、保险公司或者汽车经销商进行合作以开展汽车消费信贷业务，借助于第三方担保/保险机构为借款人提供履约保证。这时，若交易很大程度上有赖于第三方担保/保险机构的代偿能力，则第三方担保机构的信用等级会是个考虑因素；而且，一般来讲，第三方担保机构其信用级别通常较低。

由于发起机构面临着业务增长目标的压力，一致的贷款承销标准和审慎监控制度的重要性不应被过分强调。信用计分临界标准的些微减低、又或贷放比率的提高都将引起业务量的增长，而它们无疑将引致更高的信用损失，信用评估将关注公司的贷款承销标准及其业务开展以来是否有所转变。

信用分析师将全面考察发起机构的贷款承销准则，及其贷款组合上述因素和指标的平均和分布性征，平均指标比贷款承销标准中的相应指标限定更加有助于揭示借款人的信用品质。而且，虽然许多公司使用相同的贷款承销指标，然而却规定不同的上下限标准，进而具有极为不同的贷款组合业绩表现。

## 贷款服务政策和程序

贷款服务在汽车金融领域欲显重要，尤其是对那些信用品质较差的贷款业务而言更是如此。积极的贷款催收程序对低信用品质贷款业务而言至关重要，如若缺乏，则可能引致高于预期的信用损失，而非通过及时的催收政策使拖欠贷款归为正常。

汽车金融贷款服务运作考量如下一些因素：何种方式监控借款人及抵押物、采用何种贷款催收和拖欠管理方式、何时进入违约处置程序、抵押物是如何进行处置的以及损失冲销政策等。

进入违约处置的时机通常取决于借款人的信用品质，然而在国内，贷款人一般并无系统化的违约处置程序，占有抵押物并进入违约处置程序通常依赖于银行业务人员的主观判

断，这样，贷款服务人员的业务经验便至关重要，尤其对汽车这类动产抵押物而言更是如此。一般说来，更早进入处置程序有利于避免抵押物的进一步贬值，也可避免借款人毁损抵押物，有利于提高违约贷款的回收率。

多数贷款人通过拍卖程序处置抵押物，但也有一些机构依赖其自有的旧车销售部门或第三方汽车经销公司变卖抵押物，后者主要的好处在于其回收率可能会更高，因为通过该途径

销售汽车的售价通常要高于拍卖程序中卖予其他经销商的成交价格。

信用分析师会考察发起机构的损失冲销政策以及呈报损失的会计方法，尤其关注损失确认的时间，以及发起机构整个贷款组合适用的冲销政策及会计方法和证券化资产池适用方法的异同。各个贷款机构所采用的损失确认时间均有所不同：一些贷款人预先设定冲销帐款的拖欠期限，通常是120天到180天，另外一些贷款人

却在重新取得抵押物的所有权且抵押物处置收益可以得到合理的估计时确认损失。贷款人报告总损失和净损失的方法也有所不同，一般来讲，总损失和净损失分开呈报可以使分析师能够分离对违约概率和损失严重程度的分析。总损失反映了违约发生时合同全部的未偿余额，而净损失则考虑了包括取得抵押物所有权、维修和清算费用在内的处置成本。

## 商业房地产抵押贷款支持证券评级方法研究

结构融资部 李百羽

商业房地产抵押贷款支持证券（Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS）市场是资产证券化市场中的新兴部分，最早出现在20世纪80年代中期的美国。2007年CMBS全球发行额达到3147亿美元，截止2007年第三季度末，全球CMBS未清偿余额为6678亿美元。CMBS市场已经成为证券化市场的一个重要组成部分。我国商业房地产抵押贷款支持证券目前虽然尚未有发行，但实际需求较大，将来有可能成为我国重要的证券化产品之一。因此，借鉴国际评级经验，研究制订科学的评级方法就十分必要。

### 一、商业房地产分析

CMBS交易涉及到很多种类的商业房地产，包括办公楼、零售业建筑、多户公寓住宅、旅馆、工业建筑、医护用建筑等等。评级机构对于不同类型的商业房地产有一些共同的定性与定量考量。

#### 1. 定性分析

每项房地产的分析都要考虑一些定性的因素，比如位置、入住率趋势、市场竞争、可能导致房地产功能退化的设计特征以及其他可能随着时间影响房地产运营的因素。这些因素的大部分可以通过对房地产的稳定净现金流（sustainable net cash flow）应用一个适当的资本化率来反映每项房地产固有的优势和风险。

商业房地产的主要定性考量因素如下：

位置、交通便利程度和可视性：优越的地理位置会吸引高质量的承租人，并且能够维持较高的房产价值。与交通干道相连、醒目的标识以及房地产整体的可视性都是非常重要的考量因素。

设计特征与施工质量：成功的设计通常具有引人注目的外形和强劲的功能，应避免外形过于时髦或配

制过于专门化，因为过时的房产常常需要重新装修。较高的施工质量会减轻后期的维护负担。

租金和入住率：对房产的历史和目前租金和入住率趋势进行分析，并使用目标市场中同类房地产的租金和入住率数据对供求关系和市场动向进行分析，以确定租金水平和入住率是否稳定及其发展趋势。

承租人：承租人的评级越高，租期越长，该房地产产生的现金流的稳定性就越强。承租人的集中度越高，由于主力承租人退租所导致的现金流波动就越大。

物业管理：考察物业管理公司的运营历史、专业水准、经营理念 and 战略，包括其选择承租人的经验、租赁谈判、与承租人的整体关系、维持或提升房地产竞争力的策略等等。

环境问题：应避免选取含有有害物质的房地产，该类房地产正在贬值并且消除有害物质将耗费额外的成本。

在对以上方面进行考量时，我们可以借助于第三方评估报告、工程评估报告、物业管理报告、市场研究报告和环境评估报告等等。当然，对房地产进行实地考察并对相关人员进行访谈也是非常必要的。

## 2. 定量分析（现金流分析）

房地产价值是极为重要的考察因素，通常使用收益法来评估房地产的价值，即首先分析房地产产生的稳定净现金流，然后使用适当的资本化率对净现金流进行资本化。净现金流为净运营收入（NOI）扣除资本项目支出（比如租赁佣金、租户装修补贴、设备更换准备金）的余额。

### 收入项目

租金：考察房地产历史和目前的租金水平及趋势，若该房地产租金高于类似房地产的市场平均水平，则以市场平均水平为准。

空置率：考察房地产历史和目前的空置率水平，并在恰当考虑该房地产所在市场的平均空置率水平以及该房产与空置率相关的个体因素后进行相应调整。

其他收入：只将那些可持续或经常发生的收入项目计入稳定净现金流。

### 经常性支出项目

物业管理费：综合考虑该房地产目前的物业管理费水平和市场平均水平，这样做可以限制由于不可预料事件导致现有物业管理公司更换给稳定净现金流带来的不利影响。

税费：按市场水平计算税费。比如，有些房地产可能暂时享受一定的税收优惠，从而导致支付较低税费的假象。此外，还应特别关注

因房地产出售所引起的税费重估事宜。

保费：对保险支出进行调整以反映目前保费的市场水平，并适当考虑未来保费增加的可能性。

### 资本支出项目

租赁佣金：以市场水平计算续租和新租赁的租赁佣金。续租假设基于历史续租率和市场标准。

租户装修补贴：续租和新租赁的租户装修补贴基于市场标准和实际的历史数据。

改良支出：该支出用来维护房地产功能和价值，以延长其使用寿命，这部分支出通常参考工程评估报告。

设备更换准备金：业主需定期更换具有固定使用寿命的物品以保持物业的竞争力。房地产的已使用年限、质量以及工程评估报告是决定准备金数额的关键。

在主要的商业房地产类型中，一般认为其现金流和资产价值稳定性由好到差的顺序为：多户公寓住宅、有主力租户的零售业建筑、工业建筑、无主力租户的零售业建筑、办公楼、旅馆。

### 资本化率

计算资本化率时，首先参考类似房地产的出售交易，然后根据房地产的位置、建造质量、维护状态、处置时的可销售性、现金流的稳定性和房地产所处的市场环境等进行相应的调整。在适当考虑了房地产周期和市场利率环境后，资本化率应反映房地产的中长期的稳定报酬率。

## 二、商业房地产抵押贷款分析

商业房地产抵押贷款的借款人为企业，抵押物为商业房地产，偿还贷款的主要资金来源为商业房地产的出租收入。商业房地产抵押贷款

一般为固定利率10年期或浮动利率3年、5年、7年期气球型贷款，几乎全部以30年期为基础制定摊还计划。

商业房地产抵押贷款与住房抵押贷款的一个重要区别是商业房地产抵押贷款具有提前偿还保护机制，通常包括锁定期、现金流保全、罚金、收益保全。锁定期是指在贷款合同中规定一定的期限（通常是2~5年），在此期限内禁止提前偿还贷款。现金流保全是指要求借款人用一组国债替换提前偿还的现金流，从而使贷款的现金流不受提前偿还的影响，到期后卖掉国债来偿还贷款。罚金是指如果借款人提前偿还贷款，将会被收取罚金，通常罚金在贷款的前期较高，然后随时间递减，几年后最终为零。收益保全是指借款人对因其提前偿还给贷款人造成的利息损失进行补偿，补偿后使贷款人的收益不受提前偿还的影响。

### 1. 商业房地产抵押贷款信用风险分析的两个重要指标

商业房地产抵押贷款与住房抵押贷款的最大区别是：商业房地产抵押贷款是无追索权的贷款，即当来自于房地产的现金流不足时，贷款人只能依靠抵押物来偿还被拖欠的贷款；相反，住房抵押贷款则可以向借款人进行追索以偿还拖欠贷款。所以商业房地产贷款的信用风险分析主要着重于抵押房地产的信用风险分析。我们通常使用偿债覆盖倍数（debt-to-service coverage ratio, DSCR）和按揭比率（loan-to-value ratio, LTV）两个指标来评估无追索权商业房地产贷款的信用风险。

偿债覆盖倍数=当年净现金流/当年的本金和利息偿付额

按揭比率=贷款金额/房地产的评估价值

偿债覆盖倍数是评估违约可能性的关键指标，通常在1~2之间，一般净现金流至少要为贷款偿付金额的

1.1~1.2倍。如果该指标小于1，则表明债务人没有能力偿还债务并很可能违约，当该指标大于1.4时，则通常认为发生违约的可能性较低。按揭比率是衡量违约损失程度的关键指标，商业房地产抵押贷款的按揭比率一般在70%~80%之间，超过80%的情况极其少见。总而言之，对贷款人和投资者来讲，偿债覆盖倍数越高越好，按揭比率越低越好。

## 2. 摊还

上面已经提到商业房地产抵押贷款通常为气球型贷款，即在贷款期内偿还少量本金，到期日一次偿还剩余本金。所以，贷款内较高的摊还率将降低贷款到期时的再融资风险，我们一般认为较高的摊还率是贷款的一个增信因素，但值得注意的是，较高的摊还率会降低偿债覆盖倍数指标，加大贷款期内的违约风险。

## 3. 抵押房地产的分散度

抵押房地产的分散度是贷款层面上的有利因素。一般基于房地产的数量、规模、位置、类型来综合评估抵押房地产分散度所带来的好处。通常使用赫芬达尔指数（Herfindahl index）来捕捉抵押房地产在数量和规模上多样性的影响。赫芬达尔指数越高，对贷款进行担保的抵押资产分散度就越高，贷款的信用就越好。

对于地理位置上的集中度需要从不同的角度去考虑。它可以是负面的影响因素，因为地理位置集中度越高，抵押房地产组合对自然灾害风险和子市场的房产价值贬值就越为敏感。从另一方面看，它也可以是正面的影响因素，如果抵押房地产组合集中处于房地产价值稳定、流动性较好等抗风险能力较强的市场当中。

## 4. 交叉担保与交叉违约

被多项资产交叉担保的贷款享有分散性的好处，因为一项资产发生的损失可以被其他资产产生的现金流弥补。在交叉担保和交叉违约的安排下，一笔贷款的违约构成了交叉池中所有贷款的违约，贷款人可以对所有抵押资产实行抵押权。如果合计的现金流不能够支付合计债务，合计的资产价值小于合计的贷款金额，那 $\bar{\alpha}$ 实际上借款人已经违约了。因此，从信用角度考虑，交叉安排类似于被多个资产担保的一笔贷款。所以在评估交叉贷款时，可以使用被多个资产担保的一笔贷款的评级方法。

## 5. 触发机制

贷款层面的触发机制是房地产表现不佳时的保护机制。该机制可以设计成监控DSCR水平（DSCR触发）、抵押物重估后的LTV水平（LTV触发）或入住率（入住率触发）等。当触发事件出现时，所有超额现金流将被锁定在某一特定帐户中以用来为贷款提供信用支持，直到触发事件消失，借款人才能重新获得资金收入。该机制不但能够起到早期预警作用，当发生违约时，还能够降低资金被转移的可能性并可用来顺序清偿债务。

## 三、证券层面分析

### 1. 贷款分散度

根据典型的资产组合理论，在贷款层面，更高的资产分散度将对贷款提供更高的信用支持。但是在证券层面，分散度（更多的贷款数量）会对优先档证券产生正面的影响而对次级档证券产生负面的影响。这是由于在贷款层面有抵押物的交叉担保，而在证券层面没有贷款的交叉担保。随着资产池中贷款数量的增多，池中贷款发生违约的可能性也随之增加，只受到较少信用支持的次级档证券遭受损失的可能性将增加。另一方面，优先

档证券享有贷款数量增多带来的好处，因为单笔贷款损失的影响会被降低。

## 2. 结构分析

### 尾期

绝大部分CMBS交易都包含尾期，即在贷款到期日和证券法定到期日之间的一段时期。当贷款到期，借款人未能成功再融资或赎回抵押物时，尾期应为抵押物的处置和清算提供足够的时间以保证证券在法定到期日能够及时偿还。CMBS交易中通常会指定特别服务商来管理违约贷款、处置抵押物、并将回收的现金流按照指定的顺序分配给各档证券的受益人。尾期的长度一般通过分析交易发生地的法律程序来确定，目标是保证特别服务商能够有足够的时间获取抵押物的控制权并通过正常的方式对抵押物进行处置或清算。

### 服务商

许多CMBS交易指定非发起人作为服务商。服务商的任务是为投资者和贷款人获得最大限度的现金流。绝大部分CMBS交易同时指定一个主服务商和一个特别服务商，主服务商负责正常贷款的管理以及向相关方汇报贷款运营情况，特别服务商则负责处理违约贷款并最大程度得回收现金流。对CMBS交易来讲服务商的作用非常重要，当交易结构越复杂或房地产类型越专业时更是如此，服务商的能力对贷款和证券层面的表现都有着直接的影响。所以考察服务商的专业资格、历史经验、服务质量是非常必要的，在评估证券的信用增级水平时也应将这些因素考虑在内。

### 流动性

CMBS交易通常设有流动性机制，比如流动性准备金或垫款。这些机制是为了应付由于抵押房地产表现不佳或服务商的暂时空缺导致的支付证券利息和运营费用现金流的暂时性不足。在评估流动性支持力度时，垫款提供方的信用质量是

一个重要的考量因素，提供垫款的实体应具备一定的级别。值得注意的是，由于垫款方就垫款部分对抵押资产有优先主张权，过度的垫款会导致次级档证券持有人享有本应分配给优先档证券持有人的收益，从而损害了对优先档证券的信用支持，故垫款的额度需要有一定的限制。贷款层面的触发机制也为证券提供了一定的流动性支持。当CMBS交易中没有任何流动性机制时，我们一般要求对CMBS交易提供额外的信用支持。

#### 现金流管理

在绝大多数单项资产或单个借款人的CMBS交易中，我们倾向于设置锁箱安排来管理现金流。锁箱安排是指承租人直接将租金支付给受托人保管的帐户，而受托人代表了证券持有人的利益。一般来说，现金流在支付所有信托和服务费用、税金和保险、本金和利息、并且完成拨备之后，其余额才能流至借款人

处。使用锁箱帐户可以防止由于出租人破产而发生的资金混同风险以及资金被转移用于其他用途而不是用来偿还债务。

#### 物业管理公司的更换

鉴于一家房地产的经营成功与否很大程度上取决于物业管理公司的管理水平，净经营收入的下滑经常预示了管理方面出现了问题。当房地产业绩出现下滑时，服务商应首先评估原因，确定是经济或市场问题还是房地产本身的原因。若物业管理公司的效率确实低下，服务商应有权更换物业管理公司。在这种情况下，聘请新的物业管理公司有助于避免证券的违约情况发生。

### 3. 分层

典型的CMBS交易使用优先/次级结构来进行内部信用增级，次级档证券为优先档证券提供信用支持。在进行分层时，证券层面的

DSCR和LTV是两个重要的参考指标。我们可根据具体情况选用①以DSCR为标准进行分层、LTV进行检验；或②以LTV为标准进行分层、DSCR进行检验。比如说，如果我们认为应用于抵押房地产的资本化率难以合理得确认，则我们更倾向于选用方法①。在设定各档证券的DSCR与LTV标准时，需要将以上提到的定性因素综合考虑进去。

评级结果公布后，评级工作并未就此结束，评级机构会在证券发行后对其进行持续跟踪。为保证有效的跟踪监控，评级机构定期与受托人、主服务商以及特别服务商进行沟通。除了发行人向投资者发布的各种声明，评级机构还对房地产每月的财务数据（收入、费用等）、租赁数据（出租率、续租率等）以及其他房地产相关信息进行考量。如果必要的话，评级机构还会对物业进行实地考察或参与管理层会议。

## 关于中国债券市场推行双评级制度的探讨

联合资信评估有限公司 朱海峰 张成 李志博

### 一、双评级的概念

双信用评级（简称双评级）是指，对于某一债券品种由两家独立的信用评级机构分别进行信用评级，并同时投资者公布结果。

双评级方式是国际债券市场的惯例，在成熟的市场诸如欧洲和美国，投资者更喜欢双评级或者三评级。双评级是在债券市场发展过程中投资者要求的，因为投资者能够获得关于债券发行主体信用的不同观点，这

有利于他们做出更理性的选择。目前国内市场采用的仍是由单一机构评级的模式。

### 二、国际上双评级状况

在美国，一般来说，债券发行者至少获得两个评级，穆迪、标准普尔或惠誉基本上对所有公开发行的公司债券进行评级（包括受托评级及主动评级），所以在美国市场上双评级是自动产生的。通过研究可以发现，国

外在双评级过程中不同评级机构同时时间给与同一发行主体的级别有差别，在1967~1972年间，穆迪、标准普尔共同评级的样本中，约有20%左右的公司级别不同；而在1963~1973年间，标准普尔发生的级别变更次数约是穆迪公司的两倍，两家机构都会对级别进行跟踪调整，但标准普尔的级别调整看起来要早于穆迪公司。Cantor and Packor（1997）对美国公司债务级别进行了研究，他们比较了穆迪、标准普尔、惠誉和达夫·菲

尔普斯四家机构的评级结果，发行不同机构的评级结果之间确实存在显著的差异，其中业务量较少的评级机构（惠誉和达夫·菲尔普斯）发布的级别要高于业务量较多的评级机构（穆迪和标准普尔）的级别。

不同评级机构得出的评级结论确实存在系统性的差别。不同评级机构得出的级别不同，可能是以下几个方面的原因造成的：一是评级机构对公司的违约风险评价是一致的，但在级别的认定上采用了不同的标准；二是不同的评级机构采用的评级模型不同，评级模型中关注不同的因素，或者对同一因素赋予了不同的权重；三是因为样本选择偏差造成的，即接受评级的公司在选择评级机构时存在一定的倾向，例如信誉质量高的公司更愿意选择大评级公司。

附表一是穆迪、标准普尔、惠誉三家评级公司对国内企业的评级结果，其级别也存在差异。其中共有双评级（包括三评级）的公司（含国家主权）27家，评级结果相同的有9家，而评级结果有差异的有18家，差异率达到67%。

附表一 惠誉、标准普尔和穆迪对中国公司评级结果的比较

国家主权评级	惠誉	标准普尔	穆迪
中华人民共和国	A+(AA-*)/稳定/F1	A/正面/A-	A1/稳定/P-1
工商企业评级	惠誉	标准普尔	穆迪
中国海洋石油有限公司	A/稳定/F1	A/正面/--	1/稳定/--
合生创展集团有限公司	BB/稳定/--	BB/稳定/--	Ba2/稳定/--
上海证大房地产有限公司	B+/稳定/--	B+/稳定/-	B2/稳定/--
中国铝业股份有限公司	A-/稳定/F2	BBB+/稳定/--	--
宝山钢铁股份有限公司	BBB+/稳定/F2	BBB-/稳定/--	--
中国石油化工股份有限公司	A-/稳定/F2	A-/稳定/--	--
大唐国际发电股份有限公司	BBB/稳定/F3	BBB-/稳定/--	--
华能国际电力股份有限公司	BBB+/稳定/F2	BBB+/负面观察/--	--
中国移动有限公司	A+/稳定/--	--	A1/稳定/--
爱伊斯中国发电有限公司	--	B+/稳定/--	B1/稳定/--
中海石油财务有限责任公司	--	A/正面/--	A1/稳定/--
中国地产集团有限公司	--	B+/稳定/--	B1/稳定/--
上置集团有限公司	--	BB-/稳定/--	B1/稳定/--
中新集团（控股）有限公司	--	B+/稳定/--	B1/复评(下调)
绿城中国控股有限公司	--	BB/稳定/--	B1/复评(下调)
雅居乐地产控股有限公司	--	BB/稳定/--	Ba3/稳定/--
碧桂园控股有限公司	--	BB/正面/--	Ba3/稳定/--
超大现代农业（控股）有限公司	--	BB/稳定/--	Ba2/稳定/--
金融机构评级	惠誉	标准普尔	穆迪
中国银行	A/稳定/F1	A-/稳定/A-2	A1/稳定/P-1
交通银行	A-/稳定/F2	BBB/正面/--	Baa1/稳定/P-2
中国建设银行	A/稳定/F1	A-/稳定/A-2	A1/正面/P-1
国家开发银行	A+/稳定/F1	A/正面/A-1	A1/稳定/--
中国进出口银行	A+/稳定/F1	A/正面/A-1	A1/稳定/--
中国工商银行	A/稳定/--	A-/正面/A-2	A1/正面/P-1
中国中信集团公司	--	BBB-/正面/A-3	Baa2/负面/--
招商银行	--	BBB-/正面/A-3	Baa3/稳定/P-3

### 三、国内开展双评级情况

附表二是国内现有双评级的情况，由于其形成的原因各异，但评级结果差别不大，并非实际意义上的“双评级”。

但也有两家公司的评级结果出现了差异，其中2006年中国石化上海石油化工股份有限公司短期融资券第二期短期融资券主体信用等级大公为AA+，远东为AA；2008年湖南有色金属控股集团有限公司第一期短期融资券主体信用等级大公为AA+，中诚信为AA-。

### 四、国内推行双评级制度的必要性

1、近几年来中国债券市场迅猛发展，信用评级在债券定价方面的作用日益体现，评级机构的评级结果越来越受到广大投资者的认可与重视，

注：评级符号释义

惠誉	
长期信用评级	短期信用评级
惠誉国际长期信用评级划分成11个等级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、RD和D表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。	惠誉国际短期信用评级划分成7个等级，分别用F1、F2、F3、B、C、RD和D表示，其中，F1级别可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。
标准普尔	
长期信用评级	短期信用评级
标准普尔长期信用评级划分成9个等级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和SD/D表示，其中，“AA”级至“CCC”级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。	标准普尔短期信用评级划分成7个等级，分别用A-1、A-2、A-3、B、C、R和SD/D表示。
标准普尔	
长期信用评级	短期信用评级
穆迪长期信用评级划分成9个等级，分别用Aaa、Aa、A、Baa、Ba、B、Caa、Ca、C，其中，从Aa级到Caa级的各个基本等级后面加上修正数字1、2及3。	穆迪短期信用评级划分成4个等级，分别用P-1、P-2、P-3和NP表示。

国内债券市场有必要向国际成熟市场的运作模式进一步靠拢，推行双评级制度的时机已经成熟。

2、目前国内采用的单一评级方式，信用评级公司以受邀收费模式作评级报告，其角色是相对被动和局限的，其观点大多依赖于客户提供的数字和材料，这种被动参与模式，会使评级结果的准确性打折扣。从保证评级质量的角度出发，采取双评级，能够更好地约束和规范评级机构的行为，减少人为的级别偏差。

3、双评级能够更好地提升被评对象的透明度，投资者将获得关于信用评级的不同观点，有利于投资者进行投资判断。

4、双评级可以加大评级机构的技术竞争而减少市场竞争的程度，一方面更好地让市场投资者来检验评级质量，促进评级机构提升自身的评级水平；另一方面也降低了等级交易的可能性，减少评级机构之间的恶性竞争，有助于推动评级行业良性健康发展，提升整个评级行业的公信力。

展，提升整个评级行业的公信力。

5、双评级制度的引入会增加企业发行债券的费用，但双评级能够提供给投资者更多衡量的标杆，从投资者的利益出发，更好地为投资者服务，提升市场参与者的信心，收益率就可以定在更加合理的区间，进而降低整体筹资成本。

3、以招投标方式确定评级机构的；

4、有充分证据表明评级机构以不恰当方式取得评级业务的。

## 五、建议

双评级是一种国际惯例，鉴于目前国内债券市场尚处于发展阶段，在现阶段，双评级制度还需要主管部门的推动。联合资信建议，出现以下情形时，可以实行双评级：

1、债券发行额度大于20亿元的（评级成本相对较低）；

2、发行主体信用等级高于AA（以避免一家评级公司给予过高的信用级别）或者低于A（以进一步揭示风险）；

附表二 国内债券双评级统计

企业债券评级	联合资信	中诚信	大公国际	远东
2002年中国移动通信企业债券(五年期)	--	AAA	AAA	--
2002年中国移动通信企业债券(十五年期)	--	AAA	AAA	--
2003年中国铁路建设债券	AAA	--	AAA	--
2003年中国高新技术产业开发区企业债券	AA	AA	--	--
2005年广西投资集团有限公司公司债券	AAA	--	AAA	--
2005年武汉市城市建设投资开发集团有限公司公司债券	AAA	--	--	AAA
2006年云天化集团有限责任公司公司债券	--	--	AAA	AAA
2006年国家电网公司企业债券（十年期）	--	AAA	AAA	--
2006年国家电网公司企业债券（十五年期）	--	AAA	AAA	--
2006年河南省建设投资总公司企业债券	AAA	AAA	--	--
短期融资券评级	联合资信	中诚信	大公国际	远东
2006年承德新新钒钛股份有限公司第一期短期融资券	--	A/A-1	--	A/A-1
2006年中国石化上海石油化工股份有限公司短期融资券第二期短期融资券	--	--	AA+/A-1	AA/A-1
2007年上海医药（集团）有限公司第一期短期融资券	--	--	AA-/A-1	AA-/A-1
2007年四川长虹电器股份有限公司第一期短期融资券	A+/A-1	--	--	A+/A-1
2008年湖南有色金属控股集团有限公司第一期短期融资券		AA-/A-1	AA+/A-1	
金融债券评级	联合资信	中诚信	大公国际	远东
2007年上海电气集团财务有限责任公司金融债券	AA+	--	--	AA+



# 政策资讯



## 央行发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》

2008年4月9日，中国人民银行以〔2008〕第1号令发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（以下简称《管理办法》），并于2008年4月15日起施行。《管理办法》全文如下：

### 银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法

第一条 为进一步完善银行间债券市场管理，促进非金融企业直接债务融资发展，根据《中华人民共和国中国人民银行法》及相关法律、行政法规，制定本办法。

第二条 本办法所称非金融企业债务融资工具（以下简称债务融资工具），是指具有法人资格的非金融企业（以下简称企业）在银行间债券市场发行的，约定在一定期限内还本付息的有价证券。

第三条 债务融资工具发行与交易应遵循诚信、自律原则。

第四条 企业发行债务融资工具应在中国银行间市场交易商协会（以下简称交易商协会）注册。

第五条 债务融资工具在中央国债登记结算有限责任公司（以下简称中央结算公司）登记、托管、结算。

第六条 全国银行间同业拆借中心（以下简称同业拆借中心）为债务融资工具在银行间债券市场的交易提供服务。

第七条 企业发行债务融资工具应在银行间债券市场披露信息。信息披露应遵循诚实信用原则，不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

第八条 企业发行债务融资工具应由金融机构承销。企业可自主选择主承销商。需要组织承销团的，由主承销商组织承销团。

第九条 企业发行债务融资工具应由在中国境内注册且具备债券评级资质的评级机构进行信用评级。

第十条 为债务融资工具提供服

务的承销机构、信用评级机构、注册会计师、律师等专业机构和人员应勤勉尽责，严格遵守执业规范和职业道德，按规定和约定履行义务。

上述专业机构和人员所出具的文件含有虚假记载、误导性陈述和重大遗漏的，应当就其负有责任的部分承担相应的法律责任。

第十一条 债务融资工具发行利率、发行价格和所涉费率以市场化方式确定，任何商业机构不得以欺诈、操纵市场等行为获取不正当利益。

第十二条 债务融资工具投资者应自行判断和承担投资风险。

第十三条 交易商协会依据本办法及中国人民银行相关规定对债务融资工具的发行与交易实施自律管理。交易商协会应根据本办法制定相关自律管理规则，并报中国人民银行备案。

第十四条 同业拆借中心负责债务融资工具交易的日常监测，每月汇总债务融资工具交易情况向交易商协会报送。

第十五条 中央结算公司负责债务融资工具登记、托管、结算的日常监测，每月汇总债务融资工具发行、登记、托管、结算、兑付等情况向交易商协会报送。

第十六条 交易商协会应每月向中国人民银行报告债务融资工具注册汇总情况、自律管理工作情况、市场运行情况及自律管理规则执行情况。

第十七条 交易商协会对违反自律管理规则的机构和人员，可采取警告、诫勉谈话、公开谴责等措施进行处理。

第十八条 中国人民银行依法对交易商协会、同业拆借中心和中央结算公司进行监督管理。

交易商协会、同业拆借中心和中央结算公司应按照中国人民银行的要求，及时向中国人民银行报送与债务融资工具发行和交易等有关的信息。

第十九条 对违反本办法规定的机构和人员，中国人民银行可依照《中华人民共和国中国人民银行法》第四十六条规定进行处罚，构成犯罪的，依法追究刑事责任。

第二十条 短期融资券适用本办

法。

第二十一条 本办法自2008年4月15日起施行。《短期融资券管理办法》（中国人民银行令〔2005〕第2号）、《短期融资券承销规程》和《短期融资券信息披露规程》（中国人民银行公告〔2005〕第10号）同时终止执行。

## 保监会今年考虑放行保险资金投资ABS

中国保险资金运用管理部主任孙建勇昨日在参加21世纪资本市场投资年会间隙接受记者采访时说，今年保监会将研究保险资金投资资产支持证券(ABS)事宜。如果情况更好一些，可以研究进行保险资产证券化试点。

孙建勇称，是否进行试点的关键是看有关政策的出台和资产池的质量。他表示，如果相关政策比较完备，资产池比较稳定，风险就是可控的。在此基础上就可试点。

此前，央行和银监会已先后出台了资产证券化的相关法律文件。而商业银行和证券公司也分别开启了信贷资产证券化和产业资产证券化。保险业，要求允许保险资金投资资产支持证券，进而进行保险资产证券化的呼声也逐渐增加。

孙建勇称，增加保险资金投资渠道，进而提高保险公司资金运用收益的关键是要提高公司的风险控制水平和公司的管理能力。他透露，保监会最近将发布有关债券投资工具的信用风险评估指引，以应对企业债等债券品种向无担保债券形式发展的情况下，提高保险机构在债券工具投资方面信用风险的管理能力。“我们这个指引是个技术方法，对基金投资、股票投资同样适用。

目的是使保险公司重视企业的内在价值和风险。”孙建勇称。他还强调，保监会将出台一系列的政策，进一步调整保险公司的固定投资收益结构，支持保险资金进行产业和股权投资、逐步实现保险资产多元化，提高保险资金在整个国民经济中的贡献度。（新闻来源：上海证券报）

## 央企发债须先报批国资委

4月13日，国资委发布《中央企业债券发行管理暂行办法》（下称《办法》），对央企公开发行企业债券、公司债券等中长期债券的决策程序定规。这意味着今后央企发债将必须先征得国资委同意。

《办法》规定今后央企发企业债必须要向国资委提交可行性报告。其中国有独资企业和国有独资公司发行债券，由国资委依照法定程序作出决定；国有控股或参股公司发行债券，由其股东大会作出决议，并及时将审议情况报告国资委。

国资委对中央企业债券发行事项进行审核，并作出决定或出具意见。企业必须在国资委和股东大会都做出同意决议后，再向国家有关主管部门报送发行债券的申请。

《办法》发布意味着今后央企发企业债，要先经过国资委同意再向发改委和证监会递交申请。

（资料来源：新京报）

## 债市市场化进程加快

对于央行日前发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，业内人士认为，此举意味着“中期票据”正式推出，债市市场化进程加快，企业、银行等都会从中受益，但信用风险、投资限制等问题也不可忽视。

### 中期融资工具进一步丰富

接受记者采访的投行人士表示，《管理办法》实际上就是明确地推出了“中期票据”，预计期限在1-5年之间，尤其是3年期左右品种将会成为主流；其与目前的短期融资券较为类似，主要区别在于期限更长。

分析人士认为，中期票据可以填补目前债务融资工具的“期限断档”。短期融资券的期限在1年以内，而企业债的期限多在5年以上，分离债也大多在5-6年之间，部分企业的中期融资需求被抑制。

中期票据的推出，丰富了企业通过银行间债券市场融资的渠道。由于其进入门槛相对较低、发行更为便利等原因，中期票据将会得到发行主体的青睐。尤其在从紧货币政策导致信贷资源日益稀缺的情况下，短期融资券已表现出了强烈的“融资”特征，中期票据的发展前景也将一片“光明”。

此外，债市市场化进程将进一步加快。央行表示，今后，凡是市场有客观需求，市场参与主体自主研发的各类创新产品均可采用交易商协会注册、监管机构备案的方式，不再逐项进行行政审批。

### 银行或将受益

《管理办法》明确了中期票据的“场外”性质。债务融资工具在中央国债登记结算有限责任公司登记、托管、结算，全国银行间同业拆借中心为其在银行间债券市场的交易提供服务。

中期票据的场外性质使得其与分离债等还只能在交易所市场上交易的品种有着很大不同。中期票据丰富了银行间债券市场的品种，增加了商业银行在非信贷资产配置上的选择，有助于减少投资风险；而且中期票据很可能延续无担保的特征，其收益率势必高于目前市场上同类期限的收益率，有助于提高商业银行的收益率水平。

除了投资收益外，中期票据还将增加商业银行的收入来源，如承销费。目前，商业银行在短期融资券的承销业务中所占份额非常高，分析人士认为这主要是由于商业银行在银行间债券市场占有先天性的优势，包括资金、兑付、沟通等方面。因此，在未来中期票据的发行承销中，商业银行很有可能继续占据优势。

消息人士透露，央行目前已选定工行、农行、中行、建行、交行、中信、光大7家银行作为首批中期票据的主承销商。

部分券商人士表示，这将给他们的固定收益证券业务带来较大冲击。

目前，券商在企业债的承销中占据主导地位，但中期票据的推出将会影响到企业债的发行量，而且券商在中期票据的竞争中也不占优势。但也有券商人士表示了相对乐观的看法，毕竟券商在投行业务方面是最专业的。

此外，还有专家表示，在市场化过程中，控制好风险尤其是信用风险将是新品种顺利推行的重要保障，而且如何解决部分机构的投资限制也是必须重视的问题之一。

（资料来源：中国证券报-中证网）

## 美证交会拟采取措施限制信用评级行业利益冲突

新华网华盛顿4月22日电 美国证券交易委员会主席克里斯托弗·考克斯22日表示，证交会正在考虑制定更加严格的规定，以限制信用评级行业中的利益冲突。

考克斯在美国国会参议院银行委员会举行的听证会上说，证交会近期将出台新规定，其中包括禁止信用评级机构向债券发行商提供咨询服务等。

此外，有参议员在听证会上提出建议，在信用评级机构屡次作出不准确的评级情况下，政府应当暂停这些机构的营业资格。

美国次贷危机爆发以来，标普、穆迪、惠誉等评级机构备受质疑，有舆论认为恰是这些评级机构使得次贷危机恶化。在次贷危机爆发前，评级机构给予了次贷相关债券高信用评级，使得这些债券可以轻而易举地在市场上销售；次贷危机爆发后，这些曾经的高评级债券价值大幅缩水，评级机构不得不迅速调低评级，造成投资者巨额亏损。

## 中国光大银行股份有限公司2008年第一期次级债券成功发行

中国光大银行股份有限公司2008年第一期次级债券已于2008年4月25日在全国银行间债券市场正式公开发行并取得圆满成功。

本次发行深受银行间市场投资者

的欢迎和认可，认购倍数达到1.53倍，在较低的簿记利率区间内实现了超额认购，最大限度地降低了本期债券的融资成本。本次发行最终确定的10年期固定利率债券规模为35亿元，前五年票面利率为5.85%，在第5年末附发行人赎回权；10年期浮动利率债券的发行规模为25亿元，前五年票面利率为R+1.66%，在第5年末附发行人赎回权，基准利率R为人民银行公布的一年期整存整取定期存款利率。

本期债券不设担保，经联合资信评估有限公司综合评定，发行人的主体信用等级为AA+，本期次级债券信用等级为AA。联席主承销商为中国国际金融有限公司、光大证券股份有限公司。

### 央行继续上调存款准备金率对债市影响不大

昨日，在国家统计局公布了4月CPI数据后，央行再次出台从紧的货币政策措施：从2008年5月20日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，达16.5%的历史新高。这是今年以来央行第4次上调存款准备金率。2007年，央行已连续14次上调存款准备金率，并6次调升存贷款基准利率。

存款准备金率上调主要是对短期资金面的冲击较大，回购利率将走升。短期券种也将面临较大抛压，收益率曲线短端会有所上行；但中长期券种前期已经有了较大幅度的调整，目前收益水平受到市场认可，料受影响不大。（资料来源：大洋网）

### 国内首只资产抵押民营企业债券成功发行

内蒙古奈伦集团股份有限公司公司债券自本月20日发行以来，截止到23日，总额度5亿元的公司债券已发行完毕。这是2007年10月中国银监会禁止金融机构为企业债券提供担保以来，国内第一只选择以资产抵押方式发行的民营企业债券。

奈伦集团股份有限公司的公司债券通过全国银行间市场、深圳证券交易所系统发行，由华林证券有限责任公司担任主承销商，募集的5亿元资金将用于建设年产30万吨合成氨、52万吨尿素的项目。

本次发行的为7年期固定利率公司债券，同时附加发行人上调票面利率选择权及投资人回售选择权。债券采用单利按年计息，逾期不另计息，前5年票面年利率为8%。从第五年末起，债券发行人可选择上调票面利率0至100个基点。

内蒙古奈伦集团股份有限公司是一家主要经营农牧业产业化产品、化肥、房地产等业务的大型民营企业，目前公司总资产约43亿元，是国家首批农牧业产业化重点龙头企业之一。

（资料来源：新华网）

### 我国商业银行不良贷款率降至5.8%

证券时报2008年05月15日 中国证监会最新统计数据表明，我国商业银行继续保持了不良贷款余额与比例“双下降”的稳健态势。2008年3月末我国境内商业银行（包括国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行和外资银行）不良贷款余额1.2万亿元，比年初减少227.8亿元；不良贷款率5.8%，比年初下降0.38个百分点。从不良贷款的结构看，损失类贷款余额5917.4亿元；可疑类贷款余额4430.8亿元；次级类贷款余额2108.3亿元。

分机构类型看，主要商业银行（国有商业银行和股份制商业银行）不良贷款余额11782.2亿元，比年初减少227.7亿元，不良贷款率6.3%，比年初下降0.42个百分点。其中，国有商业银行不良贷款余额10933.6亿元，比年初减少216.0亿元，不良贷款率7.6%，比年初下降0.49个百分点；股份制商业银行不良贷款余额848.6亿元，比年初减少11.7亿元，不良贷款率2.0%，比年初下降0.14个百分点。

城市商业银行不良贷款余额

508.8亿元，比年初减少2.8亿元，不良贷款率2.9%，比年初下降0.14个百分点。农村商业银行不良贷款余额129.5亿元，比年初减少1.16亿元，不良贷款率3.7%，比年初下降0.29个百分点。外资银行不良贷款余额36.0亿元，比年初增加3.9亿元，不良贷款率0.5%，比年初上升0.02个百分点。

# 评级公告



# 联合资信评级公告

(截止2008年5月20日)

## 工商企业评级公告

发行人	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
中华人民共和国铁道部	企业主体长期信用	AAA	2008-04-15				
	2001年15亿元15年期企业债	AAA	2001-11-15	AAA	2007-11-08	2001-12-26	2016-12-25
	2003年30亿元18年期企业债	AAA	2003-08-06	AAA	2007-11-08	2003-08-25	2010-08-25
	2004年35亿元10年期企业债	AAA	2004-06-20	AAA	2007-11-08	2004-10-12	2014-10-12
	2008年第一期50亿元3年期中期票据	AAA	2008-04-15			2008-04-23	2011-04-24
	2008年第一期150亿元5年期中期票据	AAA	2008-04-15			2008-04-23	2013-04-24
中国航空技术进出口总公司	企业主体长期信用			AA	2007-10-10		
	2002年5亿元7年期企业债	AAA	2002-03-27	AAA	2004-07-10	2002-06-17	2009-06-17
	2006年5亿元10年期企业债	AAA	2006-02-24	AAA	2007-10-10	2006-04-21	2016-04-21
中国远洋运输(集团)总公司	2002年20亿元15年期企业债	AAA	2002-07-09	AAA	2007-11-26	2002-08-29	2017-08-29
	2005年10亿元10年期,10亿元20年期企业债	AAA	2005-07-22	AAA	2007-11-26	2005-10-09	2015-10-09 2025-10-09
	企业主体长期信用	AAA	2007-06-26	AAA	2007-10-20		
武汉钢铁(集团)公司	2002年15亿元7年期企业债	AAA	2002-09-05	AAA	2007-06-25	2002-11-05	2009-11-05
	2007年第一期30亿元短期融资券	A-1	2007-06-26	A-1	2007-10-20	2007-09-03	2008-09-03
重庆市城市建设投资公司	2002年15亿元10年期企业债	AAA	2002-09-26	AAA	2007-10-10	2002-12-09	2012-12-09
江苏交通控股有限公司	2002年15亿元15年期企业债	AAA	2002-10-21	AAA	2006-07-03	2002-12-12	2017-12-12
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	2003年10亿元10年期企业债	AAA	2002-12-02	AAA	2007-06-27	2003-01-24	2013-01-23
中国石油天然气股份有限公司	2003年15亿元10年期企业债	AAA	2003-06-13	AAA	2007-08-08	2003-10-28	2013-10-27
	2006年20亿元5年期企业债	AAA	2006-07-18	AAA	2007-08-08	2006-10-23	2011-10-19
江苏悦达集团有限公司	2003年6亿元10年期企业债	AAA	2003-07-28	AA	2007-07-26	2003-11-04	2013-11-04
北京首都旅游集团有限责任公司	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2003-12-16	AAA	2007-05-23	2004-02-19	2014-02-19
中国石油化工股份有限公司	企业主体长期信用	AAA	2007-09-12	AAA	2007-06-25		
	2004年35亿元10年期企业债	AAA	2003-06-13	AAA	2007-06-25	2004-02-24	2014-02-23
	2007年50亿元10年期企业债	AAA	2007-04-11	AAA	2007-06-25	2007-05-10	2017-05-10
中国通用技术(集团)控股有限责任公司	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2003-12-25	AAA	2007-07-30	2004-03-31	2014-03-30
中信国安集团公司	2004年15亿元10年期企业债	AAA	2004-03-20			2004-04-29	2014-04-29
中国长江航运南京长江油运有限公司	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2003-10-10	AAA	2008-05-20	2004-05-26	2014-05-26
中国国电集团公司	2004年24.44亿元10年期,15.56亿元15年期企业债	AAA	2004-04-16	AAA	2007-06-27	2004-09-22	2014-09-21 2019-09-21
河南高速公路发展有限责任公司	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2004-10-10	AAA	2006-07-17	2004-11-16	2014-11-16
中国海运(集团)总公司	企业主体长期信用	AAA	2007-01-24	AAA	2008-05-08		
	2004年20亿元10年期企业债	AAA	2004-10-25	AAA	2008-05-08	2004-12-02	2014-12-01
	2007年第二期30亿元短期融资券	A-1	2007-05-14	A-1	2008-05-08	2007-05-24	2008-05-23
浙江省交通投资集团有限公司	2004年14亿元7年期企业债	AAA	2003-12-18	AA+	2007-06-28	2004-12-14	2011-12-14
中国华润总公司	企业主体长期信用	AAA	2007-05-08	AAA	2007-06-28		
	2005年30亿元10年期企业债	AAA	2005-05-11	AAA	2007-06-28	2005-05-27	2015-05-27
	2006年30亿元15年期企业债	AAA	2006-01-16	AAA	2007-06-28	2006-03-07	2021-03-07
	2007年10亿元10年期企业债	AAA	2007-05-08			2007-06-11	2017-06-11
	企业主体长期信用	AA	2007-04-25	AA	2007-06-18		
广东省交通集团有限公司	2005年15亿元15年期企业债	AAA	2005-04-25	AAA	2007-04-18	2005-06-29	2020-06-29
	2007年10亿元10年期企业债	AAA	2007-04-25			2007-08-07	2017-08-07
	2005年15亿元5年期,5亿元7年期企业债	AAA	2005-06-05	AAA	2007-07-04	2005-07-06	2010-07-06 2012-07-06
四川省投资集团有限责任公司	2005年10亿元10年期,10亿元15年期企业债	AAA	2005-09-23	AAA	2007-08-06	2005-11-04	2015-11-04 2020-11-04
广西投资(集团)有限公司	2005年10亿元10年期企业债	AAA	2005-06-10	AAA	2007-07-27	2005-12-15	2015-12-15
中国国际贸易中心股份有限公司	2005年10亿元10年期企业债	AAA	2005-10-26	AAA	2007-06-26	2005-12-23	2015-12-23
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-	2007-04-16				
	2005年10亿元15年期企业债	AAA	2005-10-17	AAA	2006-06-20	2005-12-26	2020-12-26
	2007年6亿元15年期企业债	AAA	2007-04-16			2007-06-27	2022-06-27
河南省建设投资总公司	企业主体长期信用	AA	2007-04-06				
	2006年10亿元10年期企业债	AAA	2005-12-26	AAA	2007-06-25	2006-01-19	2016-01-19
	2007年5亿元15年期,15亿元20年期企业债	AAA	2007-04-06			2007-05-17	2022-05-16 2027-05-16
山西路安矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-08-30				
	2006年13亿元10年期企业债	AAA	2006-02-13	AA	2007-06-27	2006-03-21	2016-03-21
	2007年第一期6.7亿元短期融资券	A-1	2007-08-30			2007-11-27	2008-11-28
南山集团公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-17	A+	2007-05-14		
	2006年10亿元10年期企业债	AAA	2006-04-15	AAA	2007-05-14	2006-06-13	2016-06-13
	2007年12亿元短期融资券	A-1	2007-04-17			2007-07-30	2008-07-30

续上表

发行人	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
吉林亚泰(集团)有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-05-15	A-	2007-10-12		
	2007年第一期3亿元短期融资券	A-1	2007-05-15	A-1	2007-10-12	2007-06-22	2008-06-24
长春城市开发(集团)有限公司	2006年8亿元10年期企业债	AAA	2006-01-23	AAA	2007-12-10	2006-07-19	2016-07-19
中国北方机车车辆工业集团公司	2006年5亿元10年期企业债	AAA	2006-08-15	AAA	2007-07-05	2006-11-01	2016-11-01
中粮集团有限公司	企业主体长期信用	AAA	2008-04-15	AAA	2008-05-06		
	2007年6亿元15年期企业债	AAA	2007-05-15	AAA	2008-05-06	2007-09-05	2022-09-05
	2007年第二期30亿元短期融资券	A-1	2007-12-10	A-1	2008-05-06	2007-12-20	2008-12-19
	2008年第一期15亿元3年期中期票据	AAA	2008-04-15			2008-04-22	2011-04-23
杭州市城市建设资产经营有限公司	企业主体长期信用	AA+	2008-01-14	AA+	2008-01-10		
	2007年第一期10亿元融期融资券	A-1	2007-06-11	A-1	2008-01-10	2007-06-28	2008-06-28
	2008年第一期20亿元短期融资券	A-1	2008-01-14			2008-04-17	2009-04-22
广东巨轮模具股份有限公司	2007年2亿元5年期可转债	AA	2006-09-08	AA	2007-08-01	2007-01-19	2012-01-07
新疆天富热电股份有限公司	2006年2.8亿元10年期企业债	AA	2006-09-05	AA-	2007-10-15	2007-03-22	2017-03-22
武汉钢铁股份有限公司	2007年75亿元5年期分离交易可转债	AAA	2007-02-01	AAA	2007-03-17	2007-03-26	2012-03-25
北京京城机电控股有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-11-10	AA	2007-05-25		
	2008年第一期8.9亿元短期融资券	A-1	2007-11-10			2008-03-14	2009-03-17
辽宁供水集团有限责任公司	企业主体长期信用	A	2007-10-22				
	2007年第二期3亿元短期融资券	A-1	2007-10-22			2007-11-28	2008-11-28
江苏阳光集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-26	AA-	2007-09-28		
	2007年第二期10亿元短期融资券	A-1	2007-07-26	A-1	2007-09-28	2007-08-09	2008-08-12
陕西有色金属控股集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA+	2008-03-13	AA+	2007-07-04		
	2007年第三期10亿元短期融资券	A-1	2007-07-04			2007-12-12	2008-12-12
	2008年第一期10亿元短期融资券	A-1	2008-03-13			2008-03-24	2009-03-25
中国兵器工业集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-04-23				
	2006年12亿元10年期企业债	AAA	2007-04-23			2007-05-24	2017-05-23
无锡市国联发展(集团)有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-10-25	AA-	2007-10-25		
	2007年第一期8亿元短期融资券	A-1	2007-02-25	A-1	2007-10-25	2007-06-05	2008-06-05
	2007年第二期7亿元短期融资券	A-1	2007-10-25			2007-11-13	2008-11-13
佛山华新包装股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2006-10-15	A+	2007-10-26		
	2007年4.2亿短期融资券	A-1	2006-10-15	A-1	2007-10-26	2007-06-07	2008-06-10
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	AA	2007-04-20				
	2007年12亿元10年期企业债	AAA	2007-04-20			2007-06-11	2017-06-11
中海集装箱运输股份有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-04-09	AA+	2007-08-13		
	2007年18亿元10年期企业债	AAA	2007-04-09	AAA	2007-08-13	2007-06-12	2017-06-12
湖南泰格林纸集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA-	2007-04-27				
	2007年8亿元10年期企业债	AA+	2007-04-27			2007-06-14	2017-06-14
中国航天科技集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-05-20				
	2007年15亿元10年期企业债	AAA	2007-05-20			2007-06-14	2017-06-14
首钢总公司	企业主体长期信用	AA+	2007-05-08	AA+	2008-04-21		
	2007年第一期30亿元短期融资券	A-1	2007-05-08	A-1	2008-04-21	2007-06-14	2008-06-14
	2008年第一期30亿元短期融资券	A-1	2008-04-21			2008-05-09	2009-05-12
青岛国信实业有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-02				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-04-02			2007-06-18	2017-06-18
兖矿集团有限公司	企业主体长期信用	AAA	2007-03-29				
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2007-03-29			2007-06-22	2008-06-22
	2007年第二期10亿元短期融资券	A-1	2007-08-02			2007-08-28	2008-08-28
邯郸钢铁集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-02-12	AA	2007-12-20		
	2007年第一期22亿元短期融资券	A-1	2007-02-12	A-1	2007-12-20	2007-07-02	2008-07-03
三一重工股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-20	A+	2007-10-10		
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-04-20	AAA	2007-10-10	2007-07-04	2007-07-04
华新水泥股份有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-04-18	A	2008-02-25		
	2007年度5亿元短期融资券	A-1	2007-04-18	A-1	2008-02-25	2007-07-05	2008-07-04
西宁特殊钢股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-03-23	AA-	2008-04-23		
	2007年第一期3.5亿元短期融资券	A-1	2007-03-23	A-1	2008-04-23	2007-07-06	2008-07-08
	2007年第二期3.5亿元短期融资券	A-1	2007-07-20	A-1	2008-04-23	2007-08-28	2008-08-28
广东省宣华木业股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-06-18	A+	2007-11-26		
	2007年第一期3.8亿元短期融资券	A-1	2007-06-18	A-1	2007-11-26	2007-07-06	2008-07-06
厦门建发股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-23	A+	2007-10-31		
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2007-04-23	A-1	2007-10-31	2007-07-10	2008-07-10
北京首都创业集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-04-03	AA-	2008-01-8		
	2007年第一期9亿元短期融资券	A-1	2007-04-03	A-1	2008-01-8	2007-07-20	2008-07-22
金隆铜业有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-28	A+	2007-10-10		
	2007年度5亿元短期融资券	A-1	2007-04-28	A-1	2007-10-10	2007-07-24	2008-07-24

续上表

发行人	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
烟台万华华信合成革有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-05-15				
	2007年第一期6.5亿元短期融资券	A-1	2007-05-15			2007-07-27	2008-07-29
	2008年第一期6.5亿元短期融资券	A-1	2007-11-01			2008-01-09	2009-01-09
江西高速公路投资发展(控股)有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-04-30				
	2007年15亿元15年期企业债	AAA	2007-04-30			2007-07-30	2017-07-30 2022-07-30
北大方正集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-06-06	AA	2007-11-26		
	2007年第一期15亿元短期融资券	A-1	2007-06-06	A-1	2007-11-26	2007-08-03	2008-08-05
	2007年第二期15亿元短期融资券	A-1	2007-11-26			2007-12-27	2008-12-26
淮北矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-10-26				
	2007年6亿元10年期企业债	AAA	2007-05-24			2007-08-08	2017-08-08
	2007年第二期8亿元短期融资券	A-1	2007-10-26			2007-11-12	2008-11-12
神华集团有限责任公司	企业主体长期信用	AAA	2007-06-27	AAA	2007-10-08		
	2007年20亿元10年期企业债	AAA	2007-06-27	AAA	2007-10-08	2007-08-08	2017-08-08
西安电力机械制造公司	企业主体长期信用	AA	2007-07-05	AA	2008-05-13		
	2007年第一期6.5亿元短期融资券	A-1	2007-07-05	A-1	2008-05-13	2007-08-08	2008-08-09
上虞市交通投资公司	企业主体长期信用	A	2007-05-08				
	2007年8亿元15年期企业债	AAA	2007-05-08			2007-08-09	2022-08-09
江西稀有稀土金属钨业集团公司	企业主体长期信用	A+	2007-06-06	A+	2007-12-28		
	2007年度4亿元短期融资券	A-1	2007-06-06	A-1	2007-12-28	2007-08-20	2008-08-20
安徽山鹰纸业股份公司	2007年4.7亿元5年期可转债	AA-	2007-04-16			2007-09-05	2012-09-05
宁夏交通投资有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-06-07				
	2007年8亿元15年期企业债	AAA	2007-06-07			2007-09-06	2017-09-06 2022-07-30
三一集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-05-10	A+	2007-09-28		
	2007年8亿元短期融资券	A-1	2007-05-10	A-1	2007-09-28	2007-09-07	2008-09-09
万向钱潮股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-06-01	AA-	2008-01-07		
	2007年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-06-01	A-1	2008-01-07	2007-09-11	2008-09-12
常州高新技术产业开发区发展(集团)总公司	企业主体长期信用	AA-	2007-08-08				
	2007年10亿元10年期企业债	AAA	2007-08-08			2007-09-13	2017-09-13
中信国安信息产业股份有限公司	2007年17亿元6年期分离交易可转债	AA+	2007-04-27			2007-09-14	2013-09-13
天津药业集团有限公司	企业主体长期信用	A	2007-05-30				
	2007年度5亿元短期融资券	A-1	2007-05-30			2007-09-20	2008-09-23
安阳钢铁股份有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-07-02				
	2007年8亿元10年期企业债	AAA	2007-07-02			2007-09-21	2017-09-21
深圳市能源集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-11-02				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-04-28			2007-09-27	2012-09-27 2017-09-27
	2008年第一期20亿元短期融资券	A-1	2007-11-02			2008-02-18	2009-02-19
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-24				
	2007年8亿元10年期企业债	A-1	2007-07-24			2007-09-27	2017-09-27
厦门港务控股集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-24	AA-	2008-01-10		
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2007-07-24			2007-10-10	2008-10-10
	2008年第一期6亿元短期融资券	A-1	2008-01-25			2008-03-24	2009-03-25
烟台港集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-07-03				
	2007年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-07-03			2007-10-11	2008-10-11
浙江省铁路投资集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-05-22				
	2007年12亿元短期融资券	A-1	2007-05-22			2007-10-12	2008-10-14
中国南方工业集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-07-27				
	2007年第一期30亿元短期融资	A-1	2007-07-27			2007-10-15	2008-10-15
宁波杉杉股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-05-23				
	2007年度5.5亿元短期融资券	A-1	2007-05-23			2007-10-15	2008-10-16
中国黄金集团公司	企业主体长期信用	AA	2007-06-08				
	2007年第一期5亿元短期融资券	A-1	2007-06-08			2007-10-15	2008-10-15
武汉高科国有控股集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-09				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-07-09			2007-10-22	2017-10-22



续上表

发行人	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
内蒙古包钢钢联股份有限公司	企业主体长期信用	AA	2008-02-20	AA	2007-11-16		
	2007年第一期8亿元短期融资券	A-1	2007-03-23	A-1	2007-11-16	2007-10-23	2008-10-23
	2008年第一期5亿元短期融资券	A-1	2008-02-20			2008-03-19	2009-03-20
江苏红豆实业股份有限公司	企业主体长期信用	A	2007-08-31				
	2007年5亿元7年期企业债	AAA	2007-08-31			2007-11-05	2014-11-05
广东物资集团公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-23	AA-	2008-04-10		
	2007年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-07-23	A-1	2008-04-10	2007-11-06	2008-11-07
	2008年第一期4亿元短期融资券	A-1	2008-04-10			2008-04-24	2009-04-28
中铁大桥局集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-07-20				
	2007年度4.9亿元短期融资券	A-1	2007-07-20			2007-11-08	2008-11-11
武汉邮电科学研究院	企业主体长期信用	AA-	2007-06-06				
	2007年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-06-06			2007-11-08	2008-11-11
中国铁通集团有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-07-27				
	2007年8亿元5年期企业债	AAA	2007-07-27			2007-11-08	2012-11-08
中国石化川气东送工程公司	企业主体长期信用	AAA	2007-10-08				
	2007年85亿元5年期,115亿元10年期企业债	AAA	2007-10-08			2007-11-13	2012-11-13
厦门象屿集团有限公司	企业主体长期信用	A	2007-06-26	A	2008-04-07		
	2007年第一期2亿元短期融资券	A-1	2007-06-26	A-1	2008-04-07	2007-11-14	2008-11-14
深圳市中小企业集合债券	2007年10亿元5年期企业债	AAA	2007-09-12			2007-11-14	2012-11-14
深圳市远望谷信息技术股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-09-12				
深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-09-12				
深圳市金立通信设备有限公司	企业主体长期信用	A	2007-09-12				
深圳市宝德科技股份有限公司	企业主体长期信用	A	2007-09-12				
深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	企业主体长期信用	A	2007-09-12				
深圳市好易通科技有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市卓识教育管理顾问有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市邦凯电子有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市飞马国际供应链股份有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市雄韬电源科技有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市金洲精工科技股份有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市嘉达高科产业发展有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市中航信息科技产业有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳豪威真空光电子股份有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市高新奇科技股份有限公司	企业主体长期信用	BBB+	2007-09-12				
深圳市一体医疗科技有限公司	企业主体长期信用	BBB+	2007-09-12				
深圳市好家庭实业有限公司	企业主体长期信用	BBB+	2007-09-12				
深圳市新天下集团有限公司	企业主体长期信用	BBB	2007-09-12				
深圳市驰源实业有限公司	企业主体长期信用	BBB-	2007-09-12				
蛇口晶石电子有限公司	企业主体长期信用	BBB-	2007-09-12				
中国石油化工集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-10-22				
	2007年第二期100亿元短期融资券	A-1	2007-10-22			2007-11-27	2008-05-28
四川省煤炭产业集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA-	2007-11-05				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-11-05			2007-11-27	2017-11-28
广州汽车集团股份有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-08-24				
	2007年6亿元10年期企业债	AAA	2007-08-24			2007-12-11	2017-12-11
唐山钢铁股份有限公司	2007年30亿元5年期可转债	AA+	2007-08-27			2007-12-14	2012-12-13
中国诚通控股集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-09-26				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-09-26			2007-12-18	2017-12-18
黑龙江北大荒农业股份有限公司	2007年15亿元5年期可转债	AA	2007-08-07			2007-12-19	2012-12-19
北京京客隆商业集团股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-11-13				
	2007年3.7亿元短期融资券	A-1	2007-11-13			2007-12-19	2008-06-20
湖南晟通科技有限公司	企业主体长期信用	A	2007-11-09				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-11-09			2007-12-24	2017-12-24
中关村高新技术中小企业集合债券	2007年3.05亿元3年期企业债	AAA	2007-08-28			2007-12-25	2010-10-25 2010-11-25 2010-12-25
北京和利时系统工程股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-08-28				
北京北斗星通导航技术股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-08-28				
神州数码(中国)有限公司	企业主体长期信用	A	2007-08-28				
有研亿金新材料股份有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-08-28				
江苏华西集团公司	企业主体长期信用	A+	2007-05-03				
	2007年第一期9亿元短期融资券	A-1	2007-05-03			2007-12-25	2008-12-26

续上表

发行人	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
广东省广晟资产经营有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-09-18				
	2007年第二期15亿元短期融资券	A-1	2007-09-18			2007-12-26	2008-09-23
	2008年第一期10亿元短期融资券	A-1	2008-04-09			2008-04-23	2009-02-19
安徽江淮汽车集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-09-30				
	2007年第一期7亿元短期融资券	A-1	2007-09-30			2007-12-26	2008-12-26
新希望集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-06-18				
	2008年第一期3亿元短期融资券	A-1	2007-06-18			2008-01-09	2009-01-09
山西兆光发电有限责任公司	企业主体长期信用	A+	2007-10-12				
	2008年5亿元短期融资券	A-1	2007-10-12			2008-01-11	2009-01-14
山东省商业集团总公司	企业主体长期信用	AA-	2007-11-06				
	2008年10亿元短期融资券	A-1	2007-11-06			2008-01-14	2009-01-15
上海振华港口机械(集团)股份有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-11-12				
	2008年第一期23亿元短期融资券	A-1	2007-11-12			2008-01-15	2009-01-15
淮南矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-08-06				
	2008年第一期15亿元短期融资券	A-1	2007-08-06			2008-01-16	2008-10-14
江苏省盐业集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA-	2007-09-14				
	2008年第一期5亿元短期融资券	A-1	2007-09-14			2008-01-16	2009-01-16
唐山国丰钢铁有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-08-29				
	2008年第一期11亿元短期融资券	A-1	2007-08-29			2008-01-18	2009-01-20
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-10-16				
	2008年25亿元短期融资券	A-1	2007-10-16			2008-01-22	2009-01-22
中铁四局集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-10-08				
	2008年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-10-08			2008-01-31	2009-01-23
安徽省皖能股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-09-11				
	2008年9.5亿元短期融资券	A-1	2007-09-11			2008-02-02	2009-02-02
四川成渝高速公路股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-11-12				
	2008年第一期15亿元短期融资券	A-1	2007-11-12			2008-02-19	2009-02-19
西部矿业集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-11-10				
	2008年第一期4.6亿元短期融资券	A-1	2007-11-10			2008-02-21	2009-02-21
泸州市兴泸投资集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-12-03				
	2008年7亿元10年期企业债	AA+	2007-12-03			2008-02-26	2018-02-26
国家电网公司	企业主体长期信用	AAA	2008-01-17				
	2008年50亿元7年期,150亿元10年期企业债	AAA	2008-01-17			2008-02-28	2015-02-28 2018-02-28
	2008年第一期300亿短期融资券	A-1	2008-01-17			2008-03-21	2009-03-24
广西柳州钢铁(集团)公司	企业主体长期信用	AA-	2008-02-20	AA-	2008-05-08		
	2008年第一期10亿元短期融资券	A-1	2008-02-20	A-1	2008-05-08	2008-03-7	2009-03-11
中国华能集团公司	企业主体长期信用	AAA	2008-04-15				
	2008年第一期50亿元短期融资券	A-1	2007-12-20			2008-03-12	2009-03-13
	2008年第一期28亿元3年期中期票据	AAA	2008-04-15			2008-05-05	2011-05-06
广州造纸股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-09-17				
	2008年3.9亿元10年期企业债	AAA	2007-09-17			2008-03-13	2018-03-13
中国长江航运(集团)总公司	企业主体长期信用	AA-	2007-12-27				
	2008年第一期4亿元短期融资券	A-1	2007-12-27			2008-03-17	2009-03-18
湖北省能源集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2008-01-22				
	2008年第一期10亿元短期融资券	A-1	2008-01-22			2008-03-25	2009-03-26
中国机械工业集团公司	企业主体长期信用	AAA	2008-01-13				
	2008年12亿元短期融资券	A-1	2008-01-13			2008-04-01	2009-04-02
西安市基础设施建设投资总公司	企业主体长期信用	AA	2008-01-24				
	2008年15亿元5年期企业债	AA	2008-01-24			2008-04-02	2013-04-02
航天晨光股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-10-08				
	2008年第一期2亿元短期融资券	A-1	2007-10-08			2008-04-03	2009-01-02
许继电气股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2008-01-28				
	2008年第一期4亿元短期融资券	A-1	2008-01-28			2008-04-08	2009-01-05
	2008年第二期3亿元短期融资券	A-1	2008-01-28			2008-04-08	2009-04-10
北京顺鑫农业股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-11-01				
	2008年第一期3亿元短期融资券	A-1	2007-11-01			2008-04-16	2009-01-12
	2008年第二期3亿元短期融资券	A-1	2007-11-01			2008-04-16	2009-04-17
重庆九龙电力股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2008-04-25				
	2008年4亿元短期融资券	A-1	2008-04-25			2008-05-08	2009-05-12
内蒙古奈伦集团股份有限公司	企业主体长期信用	A	2008-02-02				
	2008年5亿元7年期企业债	AA	2008-02-02			2008-05-20	2015-05-20

金融机构评级公告

发行人	证券名称	发行额 (亿元)	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
			级别	时间	级别	时间		
中国建设银行股份有限公司	2004-2005年第一期中国建设银行次级债券10年期(浮)	38.6	AAA	2004-06-18	AAA	2007-07-04	2004-07-26	2014-08-02
	2004-2005年第一期中国建设银行次级债券10年期(固)	111.4					2004-07-26	2014-08-02
	2004-2005年第二期中国建设银行次级债券10年期(固)	83					2004-09-17	2014-09-22
	2004-2005年第三期中国建设银行次级债券10年期(浮)	60.78					2004-12-21	2014-12-27
	2004-2005年第三期中国建设银行次级债券10年期(固)	106.22					2004-12-21	2014-12-27
招商银行股份有限公司	主体长期信用	-			AAA	2008-05-07		
	2005年第一期招商银行金融债券5年期(固)	50	AAA	2005-09-19	AAA	2008-05-07	2005-10-13	2010-10-26
	2005年第一期招商银行金融债券3年期(固)	50					2005-10-13	2008-10-26
兴业银行股份有限公司	2005年兴业银行股份有限公司金融债券3年期(固)	100	AAA	2005-09-07	AAA	2007-07-24	2005-10-25	2008-11-01
	2006年第一期兴业银行股份有限公司金融债券5年期(固)	50					2006-03-31	2011-04-06
	2006年兴业银行混合资本债券15年期(浮)	10	AA-	2006-09-06	AA-	2007-09-03	2006-09-27	2021-09-29
	2006年兴业银行混合资本债券15年期(固)	30					2006-09-27	2021-09-29
	2006年第二期兴业银行金融债券10年期(固)	80	AAA	2006-07-12	AAA	2007-07-24	2006-12-15	2016-12-19
	2006年第二期兴业银行金融债券5年期(固)	80					2006-12-15	2011-12-19
	2007年第一期兴业银行金融债券5年期(浮)	50	AAA	2007-03-16	AAA	2007-07-24	2007-03-27	2012-3-29
	2007年第一期兴业银行金融债券5年期(固)	70					2007-03-27	2012-03-29
2007年第一期兴业银行金融债券3年期(固)	70	2007-03-27					2010-03-29	
华夏银行股份有限公司	2006年华夏银行次级债券10年期(固)	20	AA+	2006-08-16	AA+	2007-07-26	2006-11-08	2016-11-09
	2007年华夏银行混合资本债券15年期(浮)	16	AA-	2007-02-13			2007-06-26	2022-06-27
	2007年华夏银行混合资本债券15年期(固)	24					2007-06-26	2022-06-27
	2007年第一期华夏银行金融债券5年期(浮)	25.6	AAA	2006-12-22			2007-08-21	2012-08-23
	2007年第一期华夏银行金融债券5年期(固)	50.6					2007-08-22	2012-08-23
	2007年第二期华夏银行金融债券5年期(固)	17					2010-10-19	2012-10-19
2007年第二期华夏银行金融债券5年期(浮)	43	2012-10-19					2012-10-19	
东莞市商业银行股份有限公司	2007年东莞市商业银行股份有限公司次级债券10年期(固)	10	A+	2007-03-08			2007-08-24	2017-08-28
温州市商业银行股份有限公司	2007年温州市商业银行次级债券10年期(固)	5.5	A+	2006-11-28	A+	2007-12-13	2007-09-14	2017-09-18
中国石化财务有限责任公司	2007年中国石化财务有限责任公司金融债券3年期(固)	40	AAA	2007-08-30			2007-10-18	2010-10-19
中国电力财务有限公司	2007年中国电力财务有限公司金融债券5年期(固)	40	AAA	2007-09-10			2007-11-14	2012-11-16
	2007年中国电力财务有限公司金融债券5年期(浮)	10					2007-11-14	2012-11-16
上海电气集团财务有限责任公司	2007年上海电气集团财务有限责任公司金融债券5年期(浮)	10	AA+	2007-08-10			2007-11-29	2012-11-30
中国华能财务有限责任公司	2007年第一期中国华能财务有限责任公司金融债券5年期(固)	17	AAA	2007-09-19			2007-12-17	2012-12-19
武汉钢铁集团财务有限责任公司	2007年武汉钢铁集团财务有限责任公司金融债券3年期(固)	13	AAA	2007-09-28			2007-12-20	2010-12-21
锦州市商业银行股份有限公司	2007年锦州市商业银行股份有限公司次级债券10年期(固)	5	A-	2007-05-11			2007-12-28	2017-12-28
深圳发展银行股份有限公司	主体长期信用	-	AA+	2008-03-10				
	2008年深圳发展银行股份有限公司次级债券10年期(固)	60	AA	2008-03-10			2008-03-21	2018-03-21
	2008年深圳发展银行股份有限公司次级债券10年期(浮)	5	AA	2008-03-10			2008-03-21	2018-03-21
中国光大银行股份有限公司	主体长期信用	-	AA+	2008-04-09				
	2008年第一期中国光大银行股份有限公司次级债券10年期(固)	30	AA	2008-04-09			2008-04-25	2018-04-28
	2008年第一期中国光大银行股份有限公司次级债券10年期(浮)	30	AA	2008-04-09			2008-04-25	2018-04-28

结构融资评级公告

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	票面利率	信用级别	首次评级	发行时间	法定到期日
上海浦东发展银行 股份有限公司	华宝信托有限责 任公司	2007年第一期优先A级资产 支持证券	36.38	83%	浮动利率	AAA	2007-08-28	2007-09-11	2012-04-22
		2007年第一期优先B级资产 支持证券	3.42	7.8%	浮动利率	A+			2012-04-22
		2007年第一期优先C级资产 支持证券	2.5	5.7%	浮动利率	BBB			2012-04-22
		2007年第一期次级资产支持 证券	1.53	3.5%	—	NR			2012-04-22
中国工商银行股份 有限公司	华宝信托有限责 任公司	2007年工元一期优先A1级 资产支持证券	21	52.23%	固定利率	AAA	2007-09-24	2007-10-10	2013-11-30
		2007年工元一期优先A2级 资产支持证券	12	29.84%	浮动利率	AAA			2013-11-30
		2007年工元一期优先B级资产 支持证券	4.95	12.31%	浮动利率	A			2013-11-30
		2007年工元一期次级资产支 持证券	2.26	5.62%	—	NR			2013-11-30
中国建设银行股份 有限公司	中诚信托投资有 限责任公司	2007-1个人住房抵押贷款证 券化信托A级资产支持证券	35.82	86.10%	浮动利率	AAA	2007-11-30	2007-12-11	2039-01-26
		2007-1个人住房抵押贷款证 券化信托B级资产支持证券	3.56	8.56%	浮动利率	A			2039-01-26
		2007-1个人住房抵押贷款证 券化信托C级资产支持证券	0.82	1.98%	浮动利率	BBB			2039-01-26
		2007-1个人住房抵押贷款证 券化信托次级资产支持证券	1.4	3.36%	—	NR			2039-01-26
兴业银行股份有限 公司	中国对外经济贸 易信托投资有限 公司	2007年兴元一期优先A1级信 贷资产支持证券	25	47.68%	固定利率	AAA	2007-11-30	2007-12-13	2014-04-26
		2007年兴元一期优先A2级信 贷资产支持证券	18	34.33%	浮动利率	AAA			2014-04-26
		2007年兴元一期优先B级信 贷资产支持证券	5.7	10.87%	浮动利率	A			2014-04-26
		2007年兴元一期次级信贷资 产支持证券	3.73	7.12%	—	NR			2014-04-26
中国建设银行股份 有限公司	中诚信托有限责 任公司	建元2008-1重整资产证券化 信托优先级资产支持证券	21.5	77.76	固定利率	AAA	2008-01-16	2008-01-24	2012-12-28
		建元2008-1重整资产证券化 信托次级资产支持证券	6.15	22.24	—	NR			2012-12-28
中国工商银行股份 有限公司	中诚信托有限责 任公司	工元2008年第一期优先AAA 档资产支持证券	66.5	83.01%	浮动利率	AAA	2008-03-20	2008-03-27	2015-01-26
		工元2008年第一期优先A档 资产支持证券	9.1	11.36%	浮动利率	A			2015-01-26
		工元2008年第一期未评级/ 高收益档资产支持证券	4.51	5.63%	—	NR			2015-01-26
国家开发银行	平安信托投资有 限责任公司	2008年第一期开元信贷资产 证券化信托资产支持证券优 先A1档	5	13.28%	固定利率	AAA	2008-04-21	2008-04-28	2013-07-12
		2008年第一期开元信贷资产 证券化信托资产支持证券优 先A2档	27.03	71.77%	浮动利率	AAA	2008-04-21		2013-07-12
		2008年第一期开元信贷资产 证券化信托资产支持证券优 先B档	3.43	9.11%	浮动利率	A	2008-04-21		2013-07-12
		2008年第一期开元信贷资产 证券化信托资产支持证券次 级档	2.2017	5.84%	—	NR	2008-04-21		2013-07-12