

总第81期
2014年第1期

联合 信用研究

主办单位：联合信用管理有限公司
联合资信评估有限公司
联合信用评级有限公司

国外优先股 评级方法研究

母子公司评级联系研究

我国纯债分级基金信用评级的可行性和意义

2013年度短期融资券市场及利差分析报告



联合资信评估有限公司

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

联合资信资质齐全，是中国人民银行、国家发展和改革委员会、中国保险监督管理委员会等监管部门认可的信用评级机构，是中国银行间市场交易商协会理事单位。

联合资信拥有一支团结、高效、专业、具有高度责任感的管理团队和分析师队伍，致力于为客户提供客观、公正、科学的信用评级结果，得到监管部门的肯定和认可，并服务了一大批国内特大型央企和地方龙头企业，树立了良好的社会形象，赢得了市场参与各方的广泛肯定，在历次银行间市场参与者对评级机构的评价活动中名列前茅。

业务范围

主体评级：对金融及非金融企业主体开展的评级。

债项评级：对金融及非金融企业主体发行的各种证券开展的评级，主要包括：

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

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

结构化融资工具：金融及非金融企业发起设立的结构化融资产品，如住房抵押贷款支持证券、银行企业贷款支持证券、汽车消费贷款支持证券、不良资产支持证券、企业债权资产支持证券、未来收益支持证券、信托产品等。



2014年第1期 总第81期

2014年2月20日

主办

联合信用管理有限公司
联合资信评估有限公司
联合信用评级有限公司

编委会 (按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任

王少波

主编

李振宇

本期责任编辑

宿夏荻

编辑部地址

北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦17层
邮编 100022
电话 8610-85679696
传真 8610-85679228

内部刊物 仅供参考

版权所有 未经许可不得转载

目录 / CONTENTS

政策资讯

政策指南

楼继伟：建立地方发债管理体制要以信用评级为基础	01
上交所发布《债券招标发行业务操作指引》	01
发改委：规范发展债券市场 服务经济社会发展大局	01
央行、银监会联合下发 《关于规范信贷资产证券化发起机构风险自留比例的文件》	02
担保行业新一轮整顿开启	02
潘功胜：建立市场化规范化地方政府融资机制	02
上交所明确规则 银行减记债渐近	03
银监会要求13家银行披露全球系统重要性评估指标	03
李克强：部署加快社会信用体系建设	03
六部委发布《关于大力推进体制机制创新 扎实做好科技金融服务的意见》	03

市场动向

国电电力发行首单永续中票	04
上海股交中心挂牌首单私募债	04
IFC将在中国银行间债券市场投资120亿元	04
审计署：全国政府性债务超20万亿 风险总体可控	05
上清所首次托管外币债券美元MTN四年后重现	05
上交所首批国开债成功上市	05
同捷科技无力偿付集合票据 私募债隐现违约风险	05
中行在伦敦发行25亿元人民币债券	05
2013年社会融资规模达17.29万亿	06
世行首发人民币债券：“点心债券”因升值预期受追捧	06
去年我国债务融资工具发行规模突破2.8万亿	06
德国奔驰拟在中国市场发债	06
常州永泰丰成首单“违约”债券	06

研究报告

国外优先股评级方法研究	07
母子公司评级联系研究	12
我国纯债分级基金信用评级的可行性和意义	17
2013年度短期融资券市场及利差分析报告	22

评级小贴士

资产证券化相关概念	21
-----------	----

热点评论

开启社会信用体系建设的新篇章	29
从评级角度对2013年政府债务审计结果的解读	30
对信用评级体系的再认识	33

报告选编

宁德市国有资产投资经营有限公司	34
宁夏宝塔石化集团有限公司	35
云南沃森生物技术股份有限公司	36
淮南矿业(集团)有限责任公司	37
北京金融街资本运营中心	38
河池市城市建设投资发展有限公司	39
长沙经济技术开发区集团有限公司	40
重庆化医控股(集团)公司	41
赣州开发区建设投资(集团)有限公司	42
华西证券有限责任公司	43
云南煤业能源股份有限公司	44
北京京能热电股份有限公司	45

市场数据

宏观经济数据	46
债券市场数据	47
联合资信评估有限公司评级公告	48
联合信用评级有限公司评级公告	50

封二

联合资信评估有限公司公司简介

封三

联合信用管理有限公司分支机构



2013年11月30日, 国务院办公厅发布《国务院关于开展优先股试点的指导意见》, 阔别20年的优先股将重启。从为投资者揭示风险的角度出发, 我国在制定优先股相关制度时, 引入信用评级制度是有必要的, 也是符合国际惯例的。在此之际, 对于信用评级机构而言, 及时制定优先股信用评级方法显得尤为紧迫。

P07

对于处于集团架构中的公司, 其主体评级有时不能仅仅考虑自身独立的信用状况, 还需考虑到集团内其他公司对该公司信用状况的影响, 若两个公司为母子公司, 则其主体评级通常存在联系。本文主要通过研究对比惠誉、标普和穆迪这三大国际评级机构的母子公司评级方法, 以加深对母子公司评级的认识, 进而促进我国评级机构评级方法的完善。

P12

纯债分级基金在2013年上半年出现了爆发式增长。但是, 目前我国对纯债分级基金的设计条款还不够精细, 也没有明确发展为CBO的导向或思路, 因而目前进行信用评级尚存在一定的难度, 需要在多方面进行完善。

P17



政策指南

楼继伟：建立地方发债管理体制要以信用评级为基础

日前，财政部部长楼继伟撰文指出，财政赤字和债务风险的加速积聚，财政中长期可持续面临严峻挑战。为加强政府债务管理、防范和化解财政风险，按照十八届三中全会《决定》精神，应建立在地方政府信用评级基础上的地方发债管理体制。

针对政府性债务潜在风险，楼继伟强调，要建立政府性债务管理体系。对十八届三中全会《决定》提出的，“建立权责发生制的政府综合财务报告制度，建立规范合理的中央和地方政府债务管理及风险预警机制。”楼继伟解释道，这意味着地方发债的管理体制应建立在地方政府信用评级的基础上。

（摘自证券时报，2013年12月18日）

上交所发布《债券招标发行业务操作指引》

上海证券交易所12月24日发布了《上海证券交易所债券招标发行业务操作指引》，并自发布之日起施行。该《指引》包含总则、发行人和承销商、招标现场、招标程序、应急投标和分销、附则共六章内容。

根据《指引》，公司信用类债券通过上交所招标发行，应当符合以下三个条件：一是发行人主体评级不低于AA级，二是当期债券发行总规模不少于人民币10亿元，三是上交所规定的其他条件。发行人申请通过上交所招标发行债券，应当在发行日前2个交易日向上交所提交相关材料。发行人提交名单中的承销商或投标参与者，可以参与发行人在上交所组织的债券招标发行。发行人和承销商或投标参与者首次使用债券发行系统的，应当事先向上交所申请办理用于登录债券发行系统的CA证书。CA证书办理后可重复使用。发行人（或承销商或投标参与者）的主办人员和复核人员可以共用一套CA证书。

根据《指引》，上交所提供债券招标现场，招标现场与其他区域保持隔离，并安放债券发行系统监控终端，用于发行人确认招标书、监控招标过程及确认招标结果等。

《指引》要求承销商或投标参与者应当严格按照发行人披露的发行文件、招标书及其他文件规定的时间内进行投标。投标期间，投标可撤销和修改，经修改的投标为新的投标。投标截止后，投标不可撤销和修改。债券招标结束后，发行人应当及时通过债券发行系统向承销商或投标

参与者公布中标结果，并在不迟于次一交易日发布招标结果公告。

《指引》规定承销商或投标参与者中标后应履行相应的认购义务。承销商可以按照发行文件的约定，于招标日的次一交易日开始网上和网下分销。网上分销是指债券招标完成后，承销商通过上交所向社会公众投资者公开销售。网下分销是承销商向特定投资者协议销售。网上和网下分销可以相互回拨。

《指引》还要求承销商或投标参与者应当在投标前制定应急投标预案。承销商或投标参与者远程客户端出现技术故障以及其他不能参与投标的情形时，应当立即启动应急投标机制。

（摘自证券时报网，2013年12月24日）

发改委：规范发展债券市场 服务经济社会发展大局

近日，国家发展改革委有关负责人就企业债券市场发展有关问题接受了记者采访。

据介绍，2014年是企业债券偿债高峰，预计将有1000亿元城投债券到期兑付，而发改委正在进行企业债券风险的摸底排查，切实防范投融资平台公司违约风险、财政风险和金融风险。该负责人表示，下

一步要推进：“阳光”融资，实行债务重组。允许平台公司发行部分债券对“高利短期债务”进行置换，加大债务重组力度。对于高成本融资计划中明确用于项目建设的，在符合国家产业政策和固定资产投资管理规定的前提下，可申请发行企业债券，募集资金用于置换高成本融资，以低成本债务置换高成本债务，延长还款期限，降低融资成本。他还强调，要坚决刹住地方政府性债务无序扩张势头，区分债务情况实行差别化管理；要尽快出台债务风险预警机制，按照不同地区信用水平、负债规模和债务率等风险指标的不同，实施差别化分层次监管；要加强源头规范，把地方政府性债务分门别类纳入全口径预算管理，严格政府举债程序。

对于2014年发改委在企业债券改革创新方面的工作重点，该负责人表示，发改委将继续深化行政审批制度改革，完善责任制度，提高审核效率和透明度；加大对中小企业集合债、小微企业增信集合债的政策支持力度，进一步扩大债券支持中小企业的覆盖面；推广“可续期债券”试点，支持重大基础设施建设；扩大“债贷组合”试点，支持棚户区改造等重大项目建设；发展收购兼并债券，支持化解过剩产能。该负责人还表示，发改委将加强企业债券市场信用体系建设，依托信用评级和信息披露的作用，推进债券审批改革和产品创新。对自身信用记录良好、具有较高公信力的征信和评级机构评出的AAA级企业债券实行备案制管理。发展全信用中小企业债券，通过对中小企业及其主要股东和高管信用状况进行持续、透明披露等方式开展全信用债券试点。

(摘自发改委网站，2013年12月31日)

央行、银监会联合下发《关于规范信贷资产证券化发起机构风险自留比例的文件》

2013年12月31日，央行、银监会联合下发《关于规范信贷资产

证券化发起机构风险自留比例的文件》(下称“21号文”)，明确规定了信贷资产证券化风险自留比例不得低于单只产品发行规模的5%，同时自留最低档次的比例也不得低于最低档次发行规模的5%。该规定自发布之日起实施。“21号文”具体内容如下：

为进一步规范信贷资产证券化发起机构风险自留行为，维护投资者合法权益，防范风险，促进我国资产证券化业务健康可持续发展，现就有关事项公告如下：

一、信贷资产证券化发起机构需保留一定比例的基础资产信用风险，该比例不得低于5%。

二、信贷资产证券化发起机构应按以下要求保留基础资产信用风险：

(一)持有由其发起资产证券化产品的一定比例，该比例不得低于该单证券化产品全部发行规模的5%。

(二)持有最低档次资产支持证券的比例不得低于该档次资产支持证券发行规模的5%。

(三)若持有除最低档次之外的资产支持证券，各档次证券均应持有，且应以占各档次证券发行规模的相同比例持有。

(四)持有期限不低于各档次资产支持证券存续期限。

(五)中国人民银行、中国银行业监督管理委员会规定的其他要求。

三、信贷资产证券化发起机构可按照上述要求，根据实际情况灵活确定风险自留的具体方式。信贷资产证券化发起机构原则上应担任信贷资产证券化的贷款服务机构，切实履行贷款服务合同各项约定。

四、本公告自发布之日起施行。前期试点过程中已经发布的信贷资产证券化有关政策规定中的具体条款有与本公告不一致的，在扩大试点阶段按本公告有关规定执行。

信贷资产证券化发起机构应根据本公告要求，进一步加强和完善信贷资产证券化业务管理，严格做好信贷资产证券化风险自留工作。相关部门将继续深入研究资产证券化风险自留豁免条件以及商业银行

持有最低档次资产支持证券的风险权重等问题，不断完善信贷资产证券化发起机构风险自留制度。

(摘自第一财经日报，2014年1月2日)

担保行业新一轮整顿开启

银监会、发改委等八部门日前联合发布《关于清理规范非融资性担保公司的通知》(下称《通知》)，对非融资性担保公司予以清理规范。《通知》要求，各省、自治区、直辖市人民政府于2013年12月至2014年8月底，对本行政区域内的非融资性担保公司进行一次集中清理规范，重点是以“担保”名义进行宣传但不经营担保业务的公司。

此次下发的《通知》明确，对从事非法吸收存款、非法集资、非法理财、高利放贷等违法违规活动或违规经营融资性担保业务的，要坚决依法查处和取缔；非融资性担保公司应按其实际从事的主营业务对公司名称予以规范，标明其行业或经营特点；专门经营工程履约担保、投标担保等业务的，应在名称中标明“非融资性担保”、“工程担保”或主要经营的非融资性担保业务种类。

(摘自上海证券报，2014年1月7日)

潘功胜：建立市场化规范化地方政府融资机制

中国人民银行副行长潘功胜1月7日在中国金融学会和中国社科院举行的《中国地区金融生态环境评价报告》发布会上表示，在当前和未来很长一段时间里，我国城镇化建设需要大规模的资金，有必要建立一个市场化、规范化、能满足城镇化发展的融资机制；需要有一个更加市场化的融资方式，来取代以前土地财政为主的融资模式，构建一个更加规范、透明的地方政府融资机制。

对此，潘功胜指出，首先要改变由上级政府代为发债的做法，使发债主体和偿债主体相一致。应该是谁承担还债责任，就由谁来发债。

未来市政债主要应由市级政府发行，让真正使用资金的城市与省会城市、地级市或县级市自主发债，使发债主体和偿债主体相一致。其次，要健全长期的投融资机制，加快发展多层次资本市场。要通过制度创新扩大资本市场的对内对外开放，在公司税收等方面健全相关激励机制。减少对“影子银行”融资的依赖。在市政债的投资主体方面，应鼓励当地人投资本地市政债，以便更好地监督资金的使用，防范地方政府的道德风险。

此外，潘功胜认为，建立市场化、规范化的地方政府融资机制，还需强化地方政府的财政纪律约束，健全金融市场的约束，强化信息披露和市场化的竞价机制，健全评级体系等。同时，要加快政府职能转变，使政府的行为真正回归到宏观调控和维护公平竞争、推动可持续发展。

(摘自中证网，2014年1月8日)

上交所明确规则 银行减记债渐近

上交所1月9日发布了《关于商业银行发行公司债券补充资本及其上市交易、转让相关事项的通知》。此前2013年11月，证监会和银监会联合发布《关于商业银行发行公司债券补充资本的指导意见》，允许上市及拟上市商业银行赴交易所发行公司债券补充资本。有关人士表示，《指导意见》和《通知》的发布标志着商业银行的资本补充渠道拓展到交易所市场。

根据《指导意见》，在证券交易所上市的商业银行，或发行境外上市外资股的境内商业银行，或申请在境内首次公开发行股票在审商业银行，均可赴上交所发行减记债。发行人在获得银监会的资本工具属性确认和监管意见后，既可以选择报证监会核准后公开发行，也可以选择经上交所备案后非公开发行。每期非公开发行的减记债的投资者合计不得超过200人。

考虑到减记条款相关的特殊风险因素，《通知》明确了相应的风险控制机制：一是投资者适当性管

理要求。二是差异化的交易机制安排。三是加强减记债持续信息披露监管。

(摘自中国证券报，2014年1月10日)

银监会要求13家银行披露全球系统重要性评估指标

1月8日，银监会对外发布了一份《商业银行全球系统重要性评估指标披露指引》(以下简称《指引》)，要求符合一定条件的商业银行从2014年起披露全球系统重要性评估指标。

《指引》规定，上一年年末调整后的表内外资产余额为1.6万亿元人民币以上，或者上一年度被认定为全球系统重要性银行的商业银行，应当披露全球系统重要性评估指标相关信息，这就包括了工、农、中、建、交五大行以及民生、兴业、光大、招行、中信、浦发、华夏、平安8家银行。

银监会方面认为，“近年来，我国商业银行规模持续增长，关联度和复杂性不断增加，有必要对系统重要性较高的银行提出更高的监管要求。要求资产规模达到一定水平以上的商业银行披露其表内外资产规模、关联度和复杂性等相关信息，这有利于促进银行改进内部管理信息系统和管理水平，增加透明度，加强市场约束。同时，也有利于持续分析和监测相关指标及其变化情况，加强系统性风险的分析、监测与防范。”

(摘自经济参考网，2014年1月10日)

李克强：部署加快经济社会信用体系建设

国务院总理李克强1月15日主持召开国务院常务会议，部署加快建设社会信用体系、构筑诚实守信的经济社会环境。

会议认为，信用是市场经济的“基石”。加快建设社会信用体系，是完善社会主义市场经济体制的基础性工程，既有利于发挥市场在资源配置中的决定性作用、规范市场

秩序、降低交易成本、增强经济社会活动的可预期性和效率，也是推动政府职能转变、简政放权、更好做到“放”、“管”结合的必要条件。

会议原则通过《社会信用体系建设规划纲要(2014-2020年)》，并要求：一是全面推进包括政务诚信、商务诚信、社会诚信等在内的社会信用体系建设。政府要以身作则，带头推进政务公开，依法公开在行政管理中掌握的信用信息，提高决策透明度，以政务诚信示范引领全社会诚信建设。二是加强基础设施建设。制定全国统一的信用信息采集和分类管理标准，推动地方、行业信用信息系统建设及互联互通，逐步消除“信息孤岛”，构建信息共享机制，在保护涉及公共安全、商业秘密、个人隐私等信用信息的基础上，依法使各类社会主体的信用状况透明、可核查，让失信行为无处藏身。三是用好社会力量。企业要把诚信经营作为安身立命之本，切实做到重合同、守信用。发挥行业组织自律和市场机制作用，培育和规范信用服务市场，形成全社会共同参与、推进信用体系建设的合力。四是加快推动立法。把健全相关法律法规和标准体系作为重要基础性工作，列入立法规划尽快推进实施，使信用体系建设有法可依。

会议强调，建设社会信用体系是长期艰巨的系统工程，要用改革创新的办法积极推进。要把社会各领域都纳入信用体系，食品药品安全、社会保障、金融等重点领域更要加快建设。要完善奖惩制度，全方位提高失信成本，让守信者处处受益、失信者寸步难行。

(摘自中国政府网，2014年1月15日)

六部委发布《关于大力推进体制机制创新 扎实做好科技金融服务的意见》

中国人民银行、科技部、银监会、证监会、保监会和知识产权局六部门发布《关于大力推进体制机制创新扎实做好科技金融服务的意见》(以下简称《意见》)。《意见》提出，

适当放宽科技企业的财务准入标准，简化发行条件。

《意见》提出，鼓励符合条件的小额贷款公司、金融租赁公司通过开展资产证券化、发行债券等方式融资。积极推动产融结合，支持符合条件的大型科技企业集团公司按规定设立财务公司，强化其为集团内科技企业提供金融服务的功能。

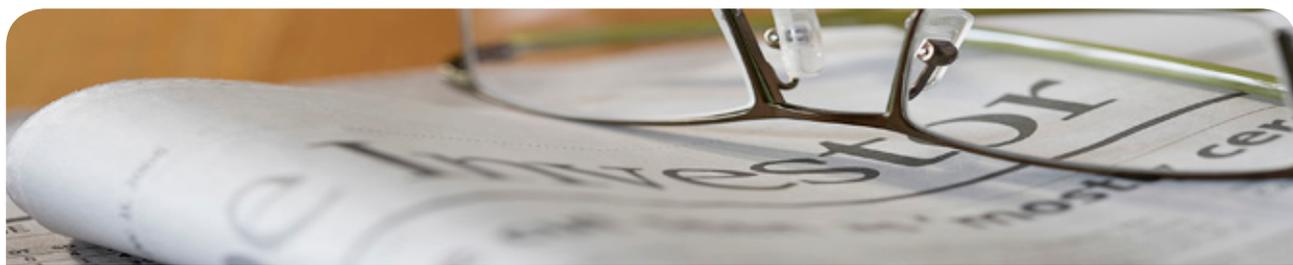
支持科技企业上市、再融资和并购重组。推进新股发行体制改革，继续完善和落实促进科技成果转化应用的政策措施，促进科技成果资

本化、产业化。适当放宽科技企业的财务准入标准，简化发行条件。建立创业板再融资制度，形成“小额、快速、灵活”的创业板再融资机制，为科技企业提供便捷的再融资渠道。支持符合条件的科技企业在境外上市融资。支持科技上市企业通过并购重组做大做强。推进实施并购重组分道制审核制度，对符合条件的企业申请实行豁免或快速审核。鼓励科技上市企业通过并购基金等方式实施兼并重组，拓宽融资渠道。研究允许科技上市企业发行优先股、

定向可转债等作为并购工具的可行性，丰富并购重组工具。

鼓励科技企业利用债券市场融资。支持科技企业通过发行企业债、公司债、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、中小企业集合债券、小微企业增信集合债券、中小企业私募债等产品进行融资。继续推动并购债、可转债、高收益债等产品发展，支持科技企业滚动融资，行业收购兼并和创投公司、私募基金投资和退出。

(摘自新华网，2014年1月16日)



市场动向

国电电力发行首单永续中票

2013年12月19日，国电电力成功完成国内首单永续中票发行，募集资金10亿元，以簿记建档方式确定前5个计息年度票面利率为6.6%，仅比交易商协会最新一期公布的AAA级5年期普通中期票据指导利率6.36%高出24基点。这是在银行间市场资金面持续紧张、利率水平不断走高的不利局面下获得的最优结果，本期中票发行成本与普通中票相对持平。

通常的债务融资在会计处理上只能计入负债而不是权益。永续中票与传统中期票据相比，最大的特点在于可以通过创新条款的设置使募集资金计入权益，从而降低公司的资产负债率。

永续中票是一款创新品种，一方面内部审批需要时间，一方面投资者对创新品种要求溢价补偿。通过对发行条款的创新设计，国电电力不仅增加了资本金，降低了集团公司和自身的资产负债率，更填补了国内无限期中期票据的市场空白，开创了国内永续债务融资品种的先河。

(摘自中国证券报，2013年12月19日)

上海股交中心挂牌首单私募债

在上海股权托管交易中心发行的首单私募债——“北京华彩天地科技发展股份有限公司2013年私募债”于12月25日正式挂牌交易。据悉，此次华彩债发行规模1000万元，票面利率为12.25%，该私募债已被一家投资机构全额认购。

与在证券交易所发行私募债相比，股交所的私募债市场发行门槛较低。不过，首单私募债发行的中介服务机构北京金慧丰投资管理有限公司董事长周丽霞表示，由于此单私募债发行具有一定特殊性，未来在股交中心不一定能被大量复制。

(摘自每日经济新闻，2013年12月27日)

IFC将在中国银行间债券市场投资120亿元

中国人民银行26日与世界银行集团的成员组织国际金融公司(IFC)在北京签署了《中国人民银行代理国际金融公司投资中国银行间债券市场的代理投资协议》。根据该协议，IFC将投资120亿人民币在中国银行间债券市场。

在2005年,IFC作为首家境外发行人在境内发行人民币债券即熊猫债券。另外,IFC在离岸的香港特别行政区发行以人民币计价的债券即点心债。IFC通过发行熊猫债券和点心债券所募集资金主要投资于医药卫生、金融服务等关键领域的企业。此外,IFC还与中国国家开发银行和进出口银行签署了货币互换协议。

(摘自财经网,2013年12月27日)

审计署:全国政府性债务超20万亿,风险总体可控

审计署30日发布的全国政府性债务审计结果显示,截至2013年6月底,全国各级政府负有偿还责任的债务为206988.65亿元。这也是我国首次摸清政府债务底数。

审计发现,截至今年6月底,中央政府负有偿还责任的债务98129.48亿元,负有担保责任的债务2600.72亿元,可能承担一定救助责任的债务23110.84亿元;地方政府负有偿还责任的债务108859.17亿元,负有担保责任的债务26655.77亿元,可能承担一定救助责任的债务43393.72亿元。

截至2012年底,全国政府负有偿还责任债务的债务率为105.66%。若将政府负有担保责任的债务按照19.13%、可能承担一定救助责任的债务按照14.64%的比率折算,总债务率为113.41%,处于国际货币基金组织确定的债务率控制标准参考值范围之内。截至2012年底,全国政府负有偿还责任债务的逾期债务率为5.38%,除去应付未付款项形成的逾期债务后,逾期债务率为1.01%;政府负有担保责任的债务、可能承担一定救助责任的债务的逾期债务率分别为1.61%和1.97%,均处于较低水平,我国政府性债务风险总体可控。

(摘自国家审计署网站,2013年12月31日)

上清所首次托管外币债券美元MTN四年后重现

日前,从银行间市场清算所股份有限公司(下称“上海清算所”)获悉,该所近期迎来了其发行托管的首只境内美元中期票据(MTN)——上海市城市建设投资开发总公司(下称“上海城投”)发行的2亿美元境内浮息中期票据,这也是继2009年中国石油天然气集团、中化集团发行境内美元MTN以来,银行间债券市场迎来的第3只美元MTN。

据2013年12月30日发布的公告,上海城投发行的2亿美元境内浮息中期票据期限为3年,主承销商是中国银行,发行利率为六个月美元Libor再加上3%,托管登记场所是上海清算所。

近年来,随着中国内地市场利率水平的水涨船高,境内企业到境外发行外币债券前赴后继。此次上海城投在境内发行美元债券虽然比境外发行美元债券价格要高,但从拓宽企业融资的途径和降低融资成本考虑,境内发行美元债券也是一个不错的选择。市场人士指出,作为一种金融工具而言,境内外币债券是外汇投融资的重要渠道和多种金融衍生品的基础。

(摘自第一财经日报,2014年1月8日)

上交所首批国开债成功上市

1月7日,首批国开债在上海证券交易所集中竞价交易系统成功上市。包括个人在内的各类社会公众投资者均可参与交易。政策性金融债首度登陆证券交易所,标志着政策性金融债正式登陆交易所市场,意味着内地债券市场互联互通继续有序深化。

上交所有关负责人透露,今后上交所将积极做好国开债剩余额度的发行试点,并研究探索符合交易所市场特点的债券产品。同时,在主管部门的指导下,进一步完善政策性金融债的发行和交易机制,为政策性金融债在上交所常态化发行做好各方面准备工作。

(摘自上海证券报,2014年1月8日)

同捷科技无力偿付集合票据 私募债隐现违约风险

上海杨浦中小企业2011年第一期集合票据(以下简称“11杨浦SMECN1”)到期兑付日临近。然而,作为6家联合发行人之一的上海同捷科技股份有限公司(以下简称同捷科技)1月3日却再次发布公告表示,由于现金流较为紧张,短期偿债压力较大,无法按计划偿付该集合票据。

公告显示,如果同捷科技无法按时足额向投资人偿付债券本息,则由该期集合票据的担保人中国投融资担保有限公司履行代偿责任,不会对该期集合票据正常还本付息产生不良影响。另外,上海新世纪于2013年12月23日发布公告称,在经营和现金流状况恶化情况下,同捷科技不能按计划实现增资将对其能否偿还到期债务产生重大不利影响,决定将该公司主体信用评级由A-/负面下调至B-/负面。

值得注意的是,同捷科技作为发行主体还在2012年发行了一期中小企业私募债券(以下简称“12同捷01”),而该私募债并没有被全额担保。业内人士对《每日经济新闻》记者表示,从同捷科技的公告中可以看出,启动担保代偿的可能性很大,而这在业内也早有预期,对市场带来的冲击不会太大。不过,也有债券分析师认为,同捷科技作为发债主体违约,可能引发该公司私募债的加速清偿,进而引发“12同捷01”的实质性违约。

(摘自每日经济新闻,2014年1月14日)

中行在伦敦发行25亿元人民币债券

伦敦时间1月9日上午,中国银行伦敦分行完成25亿元人民币债券销售认购,刷新了伦敦市场人民币债券单笔发行纪录。

据统计,这笔债券发行得到大幅超额认购,票面利率最终锁定在3.45%。与以往人民币债券投资者主要来自香港等亚太地区不同,此次

债券40%的订单来自欧洲地区。筹资将全部留存本地，支持伦敦离岸人民币业务和中美贸易及投资往来。

中行伦敦分行完成2014年伦敦离岸市场的首笔人民币债券的销售认购，不仅反映了投资者对债券结构、定价以及中国银行良好评级的认可，更反映了市场对人民币国际化趋势的信心和对中国银行在人民币离岸市场领先地位的认可。

(摘自金融时报，2014年1月14日)

2013年社会融资规模达17.29万亿

央行15日公布的统计数据显示，2013年全年社会融资规模为17.29万亿元，是年度历史最高水平，比上年多1.53万亿元。

其中，人民币贷款增加8.89万亿元，同比多增6879亿元；委托贷款增加2.55万亿元，同比多增1.26万亿元；信托贷款增加1.84万亿元，同比多增5603亿元；企业债券净融资1.80万亿元，同比减少4530亿元；非金融企业境内股票融资2219亿元，同比减少289亿元。12月社会融资规模为1.23万亿元，比上年同期减少3960亿元。2013年末，广义货币(M2)余额110.65万亿元，同比增长13.6%，分别比11月末和上年末低0.6个和0.2个百分点；狭义货币(M1)余额33.73万亿元，同比增长9.3%，比11月末低0.1个百分点，比上年末高2.8个百分点；流通中货币(M0)余额5.86万亿元，同比增长7.1%。2013年12月末，人民币贷款余额71.90万亿元，同比增长14.1%，分别比11月末和上年末低0.1个和0.9个百分点。

人民银行调查统计司司长盛松成在国新办同日举行的新闻发布会上说，2012年人民币贷款占社会融资规模的比重是52%，而去年是51.4%，说明人民币贷款依然是实体经济的主要融资工具，但金融体系提供的其他融资方式也已经发挥着越来越大的作用。社会融资规模的第二大组成部分是实体经济通过金融机构表外的融资，主要有三

项，即委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票。2013年这三项合计5.17万亿元，比上一年多1.55万亿元；占同期社会融资规模的29.9%，比上一年高7个百分点。说明金融机构的表外业务发展得比较快，对实体经济的资金支持力度是比较大的。

(摘自经济参考报，2014年1月16日)

世行首发人民币债券：“点心债券”因升值预期受追捧

世界银行4日发布公告，1月4日至14日在香港首次发行总额5亿元的人民币债券，二年定期，票面利率0.95%。业内人士分析，尽管票面利率较低，该债券仍会受到投资者追捧；香港市场充裕的流动性以及国际上较高的人民币升值预期，或将主导今年的香港离岸人民币市场。

这是2014年香港资本市场发行的第一只人民币债券，也是世界银行首次发行的人民币债券。值得注意的是，此次世行发行的人民币债券票面利率明显低于前期发行的同期限债券。

(摘自新华网，2014年1月16日)

去年我国债务融资工具发行规模突破2.8万亿

来自中国银行间市场交易商协会的消息显示，2013年，在人民银行的正确领导下，在广大市场成员共同努力下，我国债务融资工具市场年度发行规模突破2.8万亿元，存量规模达到5.4万亿元，为“稳增长、调结构、促改革、惠民生”作出积极贡献。据了解，2013年交易商协会通过推出一系列的债务融资工具产品，满足企业日益个性化的融资需求；通过孔雀开屏二期系统的正式上线，进一步提升注册工作的公开、透明度；通过落实国家宏观经济政策、产业政策，发挥市场在资源配置中的决定性作用，有效支持实体经济发展。

(摘自金融时报，2014年1月21日)

德国奔驰拟在中国市场发债

中国债券市场向境外企业开放的步伐正在加快，据悉，作为首个尝鲜的境外非金融企业，德国梅赛德斯-奔驰拟在中国境内发行人民币债券，即“熊猫债券”。首单境外非金融企业“熊猫债”将在银行间债券市场发行，主承销商花落中国银行。相关工作于去年就已经启动，目前仍在紧锣密鼓地筹备中，预计不久后该债券将正式发行。而该债券发行募集到的资金是用于境内还是境外，目前仍未确定。

业内人士分析指出，根据以往的经验，发行熊猫债所筹得的资金都必须按照要求在境内使用，这有利于解决国内相关领域存在资金缺口的问题，但随着我国劳动力价格的提高，以及产业结构调整中一些产业的外部迁移，如果能够有针对性地规定熊猫债募得资金投向境外相关机构，则不仅仅有助于中国资本走出去，也有利于我国某些行业的国内、国外产业链的贯通。

(摘自经济参考报，2014年1月21日)

常州永泰丰成首单“违约”债券

常州永泰丰化工有限公司(以下简称“常州永泰丰”)1月20日正式公告无力清偿债务，债市首单“违约”出现。公告称，常州永泰丰化工于2011年3月作为发起人之一发行了2011年常州市中小企业集合债券。目前公司已停止生产经营，已被常州市新北区人民法院裁定重整，其本息及付息、兑付服务费合计3689.98万元由为其提供反担保保证的常州清红化工有限公司先行代偿，并已于2014年1月17日将相关款项划入指定账户。

而此前身陷“违约”风险的同捷科技则在同日发布公告，称目前公司生产经营保持稳定，已通过股东增资、应收账款催收、新签战略订单等方式积极筹集兑付资金，足额向偿债保证金账户存入本期集合票据应兑付的本金和利息。

(摘自经济参考报，2014年1月21日)



国外优先股评级方法研究

联合资信评估有限公司 李丹 聂逆 宿夏荻 伦杭

在 发达国家的资本市场中，优先股的大量应用已经有 100 多年的历史，它不仅为企业提供了重要的融资方式，而且丰富了投资者的投资渠道。从国外成熟市场的实践看，优先股的发行对于资本市场的发展和完善，乃至金融危机时期的救援，有着重要的作用和意义。

上世纪 90 年代初，我国出台了《股份有限公司规范意见》，对优先股的基本权益进行了全面的规范。然而，由于 1993 年《公司法》中没有明确规定优先股制度，使得优先股的发展陷入了沉寂。2013 年 11 月 30 日，国务院办公厅发布《国务院关于开展优先股试点的指导意见》，阔别 20 年的优先股将重启。从为投资者揭示风险的角度出发，我国在制定优先股相关制度时，引入信用评级制度是有必要的，也是符合国际惯例的。在此之际，对于信用评级机构而言，及时制定优先股信用评级方法显得尤为紧迫。

本文旨在通过介绍国外主要信用评级机构的优先股评级方法，包括主要评级思路、评级要素以及评级过程，以期为国内评级机构的优先股评级方法的制定提供参考。为了便于对优先股评级方法的理解，本文在第一部分对优先股进行了简单介绍，用以揭示该产品的特性。

一、优先股

（一）优先股的定义

优先股 (Preferred Stocks / Preferred Shares) 是相对于普通股而言的，主要是指在利润分红及剩余财产分配的权利方面优先于普通股。优先股的投资风险远远小于普通股，与此相对应的股东权利也弱于普通股，如优先股股东对公司通常没有表决权，不具有对公司的控制能力。优先股是一种有固定股利的股票，既具有最基本的股权属性，又具有明显的债权特征，因此被归属为“混合证券” (Hybrid Securities)。

（二）优先股的特征

优先股的主要特征表现为以下三个方面：

1. 优先股通常预先定明股息收益率。由于优先股股息率事先固定，所以优先股的股息一般不会根据公司经营情况而增减，而且一般也不能参与公司的分红，但优先股可以先于普通股获得股息。
2. 优先股的权利范围小。优先股股东一般没有选举权和被选举权，对股份公司的重大经营无表决权，

但在某些情况下可以享有投票权。

3. 优先股的索偿权先于普通股，而次于债权人。

(三) 优先股的分类

优先股通常设有条款，根据不同条款的设置，可分为不同的类型。优先股的主要类型可分为以下几种：

按股利是否累积，优先股可分为累积优先股和非累积优先股。累积优先股是指公司如果当年的盈利达不到规定的股利水平，未分配股利在后面年度分配时要进行补足。非累积优先股是指股利分配只以当年的公司盈利为限，如果当年盈利达不到优先股规定的股利，那么未分配的部分在以后年度不再补足。

按是否可以赎回，优先股可分为可赎回优先股和不可赎回优先股。可赎回优先股是指公司按事先约定的价格、期限可以收回的优先股。赎回可以是强制的，也可以是自愿的。

按是否能转换，优先股可分为可转换优先股和不可转换优先股。可转换优先股是指发行后，在一定条件下允许持有者将它转换成普通股票的优先股票。

按是否能够参与剩余分配，优先股可分为参与优先股和非参与优先股。参与优先股是指按规定的股息率获得股利后，如果公司仍有盈余，还可同普通股一起参加剩余利润分配的优先股；非参与优先股则不能对剩余利润进行再次分配。其中，参与优先股又可分为全部参与优先股（与普通股股东等额分享本期利润）和部分参与优先股（按规定额度分享利润）。

从上述优先股的分类或条款设置来看，累积优先股和参与优先股比较有利于优先股持有人，可转换优先股在企业市值上升时对优先股股东较为有利。

在实际操作中，优先股可以同时具有多种属性，由发行时约定的条款所决定，比如累积可转换优先股或非累积可转换优先股等。另外，随着金融创新的发展，优先股的种类也出现了一些变化和创新，如股息率不固定，定期随其他证券或存款利率变化可调整股息优先股；股息率定期制定，制定的过程通过当前持有人和潜在买家通过参加拍卖来决定股息率的拍卖优先股等。

(四) 发行优先股的好处和持有优先股的风险

企业发行优先股具有以下几点好处：一是防止公司股权分化，因为优先股东没有表决权。二是可以调剂现金余缺，因为企业可以在需要现金时发行优先股，在现金充足时赎回优先股。三是可以改善公司的资金结构和维持举债能力，因为优先股属于股本融资工具，

可在融资的同时不增加企业的债务负担。

优先股股东面临的风险主要为以下三种风险：首先是优先股的信用风险，但是优先股的违约很少发生，在美国市场中，2004年到2006年的3年间，只发生过1次优先股的违约，但是当信用风险增大时，会增加优先股的违约概率。其次是优先股附带的赎回条款会给投资者带来再投资风险。最后，优先股市场容量小，一般不上市交易，流动性要低于股票市场。

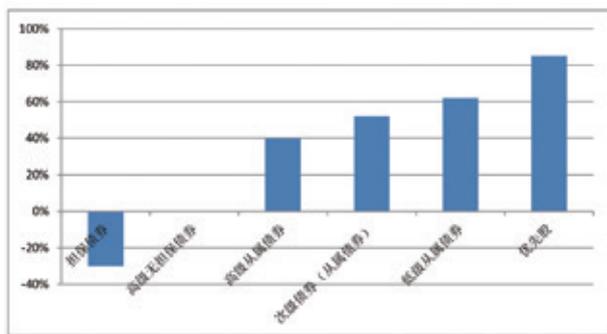
从美国优先股的发行情况看，2008年金融危机爆发后，美国金融企业开始大量发行优先股。截至2013年6月美国市场优先股市值约为3800亿美元，其中金融企业发行的占8成以上；前五名发行人依次为房地美、房地美、美国银行、美国富国银行和通用汽车，发行规模占优先股市场总规模的70%。美国优先股的投资者主要为保险机构等长期投资者。

二、国外优先股评级方法

本文选取的国外主要信用评级机构包括国际三大评级机构，即标普、穆迪和惠誉，以及两家中小评级机构——日本的JCR和加拿大的DBRS。上述五家评级机构均为美国和欧盟认可的评级机构，评级方法较为成熟，具有行业代表性。从上述评级机构的优先股评级方法来看，评级机构将优先股评级列属于混合债券评级，评级思路和评级要素基本一致，但具体的要素考量和评级过程则有所不同。

(一) 评级思路

由于优先股具有股权类和债权类证券的双重特性，因此区别优先股和其他债券（包括高级和次级债券）与发行人的从属深度是决定优先股评级与高级或次级债券评级差别的主要思路。总的来说，在企业破



注：1. 受偿先后顺序方向由左至右；2. 各证券平均损失严重程度是相对于同一发行人的高级无担保债券的历史平均损失严重程度。

图1 穆迪关于证券受偿顺序和平均损失严重程度比较图

产清算时，优先股的清偿顺序在所有债券之后、普通股之前，其回收率低于次级债券，因此一般情况下其评级应该低于次级债券评级。

从各家评级机构的评级方法看，对于优先股的评级，评级机构主要是根据优先股的类型判定其含有权益的比例，对发行人资本结构进行调整，采用调整后的财务比率评定发行人评级或高级无担保评级，并以发行人评级或高级无担保评级为基准进行下调，以此作为优先股的评级。

作为债项评级的一种，优先股评级的主要方法是在主体评级（发行人评级或高级无担保评级）的基础上，根据回收程度的大小进行级别下调。一般来说，如果回收率较高，优先股评级在发行人评级基础上下调2个子级，如果回收率较低，优先股评级会在发行人评级基础上下调3个或更多个子级。

（二）评级要素

由于优先股具有“损失吸收”(Loss Absorption)、“无久期”(No Maturity)和“不持续支付”(No Ongoing Payments)三个特征，这些特征对优先股的从属性及回收率有着重要影响。因此，优先股评级的主要评级要素便围绕上述三个特征，包括优先股含有的股权比例、剩余期限（有效期限）和法律条款（股息是否可无限期延期支付）三个主要评级要素。另外，不同信用等级和行业类型的发行人也对应不同程度的回收率，因此也是优先股评级需要考量的要素。

1. 股权比例

评级机构对优先股含有股权比例的认定，对评估其在发行人资本结构中的实际偿付顺序以及发行人现金流能否覆盖优先股股息均有重要意义。例如，企业发行100亿的优先股，评级机构可能会将50亿视为债权类证券，50亿视为股权类证券。另外，股权和债权的划分实际上是对发行人资本结构进行调整，可能会对发行人评级或高级无担保评级造成影响，而从实际情况看，这种影响并不大。但考虑到这种影响，个别评级机构对优先股含有的股权占调整后的总股本的比例设定了上限，例如，DBRS将这一比例上限设定为20%，惠誉此前也将这一比例上限设定为30%，但从优先股的实际发行情况看，划分到权益类的优先股很难达到这个上限，因此现在取消了这一上限。

从各家评级机构的评级方法来看，优先股含股权比例的多少实际上对其评级不直接产生影响，但从回收率角度来说，股权比例的不同会影响优先股评级基于发行人评级或高级无担保评级下调幅度的大小，特别是对于信用等级较低的发行人。

2. 剩余期限（有效期限）

判定优先股为股权类证券还是债权类证券的一个重要方法是看发行人是否有通过发行优先股进行长期融资的意愿。普通而言，优先股的有效期限越长，其股权性越大；反之，有效期越短，其债权性越大。所谓的有效期，一般来说是从优先股的发行日到发行人约定的赎回日之间的期限，但评级机构也会根据赎回日之前优先股股息的步升程度缩短优先股的有限期限，因为优先股股息步升越高，其发行人的赎回意愿就越大。例如，惠誉认为，如果优先股票息步升采用递增方式（如每年递增0.25%），当累积增幅达到或超过1%时将被视为有效到期日，并且将有效期限为5年作为判定优先股属于股权性或债权性的最低期限标准。

3. 法律条款（股息是否可无限期延期支付）

优先股不需要还本，只需要支付利息，因此对于优先股股东来说，是否可以如期获得股息尤为重要。由于优先股具有可以减记或无限期延期支付股息的特性，因此有别于普通债券，带有股权性，特别是相比累积优先股，非累积优先股带有的股权性更强。即使两者的回收率没有明显不同，但从优先股投资人对股息的预期回报角度，非累积优先股对于投资人的真实风险要大于累积优先股，因为累积优先股虽然可以无限期延长支付股息，但发行人必须在清算普通股息前支付拖欠的优先股股息，拖欠支付偿还期望高。因此，个别评级机构，如穆迪，对非累积优先股的评级一般会低于累积优先股评级一个子级。

虽然累积优先股股息可以无限期延期支付，但个别评级机构，如穆迪和DBRS认为，这种“无限期支付”应该加以限定，穆迪将这一期限限定为3年，DBRS限定为5年，超过期限的将被视为构成类似于违约的拖欠支付，但有时也会根据企业管理情况进行判断。而对于非累积优先股，一旦发生股息减记，那么未来拖欠支付的概率就会变高，优先股评级下调的幅度也会越大。

（三）评级过程

根据上述的基本评级思路，优先股评级过程主要分为两个步骤：第一步，进行股权认定；第二步，根据回收评级或违约损失评级结果，以发行人评级或高级无担保评级为基准下调级别。

1. 股权认定

根据不同发行人和含有不同条款的优先股所对应不同程度的违约率和回收率，评级机构会将优先股含

有的股权和债权性质重新进行界定。从各家评级机构对于优先股含有股权比例的划定方式来看，有相同之处，即基本上是以 1/4 或 1/2 为单位划分股权和债权比例，但在具体的股权认定方法上，各家评级机构对不同类别或含有不同条款的优先股的股权认定有较大差异，主要是根据发行人类型和优先股的法律条款的不同来划分的。下面我们分别简单介绍一下各家评级机构对优先股股权认定的主要方法。

穆迪认为，对于投机级企业，其发行的优先股被视为 100% 股权证券，包括累积优先股和非累积优先股。对于投资级企业，穆迪采用“混合工具包” (Hybrid Tool Kit) 概念¹，根据不同条款性质对优先股的股权和债权比例进行划分。一般来说，穆迪认为非累积优先股的股权比例为 75%，但银行发行的非累积优先股则为 100%；累积优先股的股权比例为 50%。

标普认为金融企业发行的优先股含股权的比例为 33% 或以下（房地产信托投资基金管理公司 (REITs) 发行的优先股的股权比例最高不超过 25%），非金融企业发行的优先股含股权的比例为 50%。

惠誉认定非累积优先股含 100% 股权，累积优先股含 50% 股权（REITs 发行的优先股视为 100% 股权），但前提条件是优先股的有效期限在 5 年以上。如果优先股的有效期限小于 5 年，则优先股被视为含有 100% 债权。

JCR 将非累积优先股划定为含有 75% 股权，将累积优先股划定为含有 25%，但没有赎回义务 / 期限或由发行人决定是否启动赎回条款的视为含有 50% 股权。

DBRS 只说明了永续优先股和三年内可转换成普通股的优先股被视为含有 100% 股权，对于其他类优先股将视附加条款划分为含有 25%、50% 或 75% 的股权，但没有明确说明。

2. 回收评级

在对优先股的股权认定之后，评级机构会对发行的资本结构进行调整并使用调整后的财务指标对优先股进行回收评级（穆迪进行违约损失评级）。根据回收评级的结果，评级机构对于非金融企业发行的优先股的评级以其发行人评级或高级无担保评级为基准进行下调，对于银行发行的优先股的评级以不考虑外部支持影响的银行评级或发行人评级为基准进行下调，具体情况见表 1。

从各家评级机构的优先股评级指引来看，一般情况下，对非金融企业发行的优先股评级在发行人评级或高级无担保评级的基础上下调 2-3 个子级，对银行发行的优先股评级在高级无担保评级或不考虑外部支持影响的银行评级基础上下调 2-4 个子级。对银行发行的优先股评级，各家评级机构使用的参考评级有所不同。如穆迪使用银行存款评级作为优先股评级的参考评级，因为穆迪的银行评级方法首先要确定银行存款评级，而大多情况下银行高级无担保评级和银行存款评级相同，因此穆迪选用了银行存款评级作为银行发行优先股的参考评级。其他评级机构中，JCR 使用长期发行人评级作为优先股的参考评级，标普、惠誉和 DBRS 均使用不考虑外部支持影响的银行评级。不考虑外部支持影响的银行评级一般低于发行人评级或高级无担保评级，因此标普和惠誉对银行发行的优先股评级，实际上基于发行人评级下调的幅度要比非金融企业大。由于各家评级机构的评级产品不同，评级标准也有差别，因此各家评级机构对优先股的评级不能进行横向比较。

优先股评级基于参考评级下调幅度的大小，主要是取决于评级机构对优先股回收程度大小的看法，回收程度越低，下调的幅度就越大。另外，由于发行人信用等级的下降，其违约风险越大，对于优先股来说，优先股被转换成普通股的可能性也越大。因此，标普

表 1 各家评级机构的优先股评级指引 单位：子级

	穆迪	标普	惠誉	JCR	DBRS
非金融企业	-2 至 -4	-2 或 -3	-2 或以上	-2 或以上	
参考评级	高级无担保评级或企业家族评级 (CFR)	发行人信用评级 (ICR)	发行人违约评级 (IDR)	长期发行人评级	-
银行	-2 至 -4	-2 或以上	-2 或以上	-2 或以上	-3 或 -4
参考评级	高级无担保评级或银行存款评级 (DR)	银行独立评级 (SACP)	银行生存能力评级 (VR)	长期发行人评级	银行内在评级 (IA)

¹ 穆迪按混合证券的股权比例简单地划分为 A、B、C、D、E 五个篮子，分别对应 0%、25%、50%、75%、100% 的股权比例。复杂地分类可将五个篮子再划分为 14 个等级，从 #1 到 #14 对应 100% 债权到 100% 股权。

在指引中明确区分发行人评级为投资级和投机级对应的优先股评级调整幅度，对于非金融企业，当主体级别为投资级时，优先股级别在主体级别的基础上下调 2 个子级；当发行人级别为投机级时，优先股级别在主体级别的基础上下调 3 个子级。对金融机构，当发行人级别为投资级时，优先股级别在主体级别的基础上下调 2-3 个子级；当发行人级别为投机级时，优先股级别在主体级别的基础上下调 3 个或更多个子级。穆迪在其指引中也指出，如果高级无担保评级为 Ba2（相当于 BB）或以上，优先股的评级应低于高级无担保评级 2 个子级；如果高级无担保评级为 Ba3（相当于 BB-）或以下，优先股评级应低于高级无担保评级 3 个子级或更多。其他评级机构也基本参照发行人评级的等级类别确定优先股评级给予发行人评级的下调幅度，但实际上对发行人评级为投机级的发行人发行优先股进行评级的意义并不大，因为其优先股评级会很低，因此他们没有在指引中列明。

DBRS 对非金融企业和银行发行的优先股评级方法与其他评级机构有很大差异。对于非金融企业发行的优先股评级，DBRS 根据发行人级别或高级无担保评级直接对应出优先股评级。需要说明的是，DBRS

表 2 DBRS 非金融企业发行优先股评级指引

高级无担保评级	优先股评级
AAA 或 AA	Pfd-1
A	Pfd-2
BBB (H) / BBB	Pfd-3
BBB (L) ~ BB (L)	Pfd-4
B 或以下	Pfd-5
D/SD	D

对于优先股的评级尺度有别于普通债券评级，评级符号也不同，但只适用于加拿大地区（见表 2）。

3. 拖欠风险评估

虽然回收评级可以反映普通债券的回收程度，但优先股却拥有另样的风险。基于回收评级指引没有区分累积优先股和非累积优先股，因为评级机构认为两者在回收方面没有明显的不同，但将这两种证券被评定为同一水平，会低估两者之间的真实风险差异。

对于累积优先股，债务人可以在不触发违约（破产或重组）的情况下拖欠利息或股息的支付，而对于非累积优先股，债务人应付的利息或股息可以全部减记，在支付拖欠意义上与累积优先股有明显的不同。因此，我们引用穆迪的说法，将非累积优先股不偿付股息的风险称之为拖欠风险（Omission Risk）。如果发行人可能触发这种所谓的拖欠风险，那么评级机构会在回收评级调整的评级的基础上再下调 1 个子级。评级机构会给定一个标准，通常是采用财务指标，如发行企业连续三年亏损，但有时也会根据企业管理情况进行判断。如果发行人已触发拖欠风险，评级机构会再下调优先股的评级。而对于累积优先股，穆迪和 DBRS 分别将拖欠或累积股息的最大期限设定为 3 年和 5 年，超过的话也将下调优先股评级。

综上所述，国外优先股的基本评级方法比较简单，但优先股附加条款的多样性会增加评级方法的复杂性。与国外不同，我国目前的信用评级还是主要反映评级对象违约可能性的大小，对回收程度考量甚少，因此，我国评级机构开展的优先股评级也将重点反映违约可能程度。借鉴国外的评级方法和考虑我国信用评级行业情况，我国评级机构在制定优先股评级方法时，应该还是以定性为主，股权认定方法应该简单、粗略，不应过于复杂；可以忽略回收评级过程，简单地采取以发行人主体信用等级为基础进行等级下调 2-3 个子级；应充分考虑到不同法律条款对评级结果的影响。





母子公司评级联系研究

联合资信评估有限公司 伦 杭 常茜菲

本文通过对惠誉、标普和穆迪的母子公司评级联系的研究发现，三大评级机构的母子公司评级方法大致相同，即首先判断两个公司是否为母子公司，之后进行两个公司各自独立的主体评级，然后根据两个公司的联系程度在各自独立的评级基础上进行调整以得到最终的主体级别。在判断母、子公司的联系程度时，惠誉主要从法律联系、运营联系以及战略联系三个方面考虑，标普主要从经济动机因素考虑，穆迪主要从法律联系、支持的意愿及能力两个方面考虑。在母、子公司各自独立级别基础上进行调整以得到各自最终级别时，三大评级机构均认为母、子公司的联系程度越紧密，二者的最终主体级别越趋同。

对于处于集团架构中的公司，其主体评级有时不能仅仅考虑自身独立的信用状况，还需考虑到集团内其他公司对该公司信用状况的影响，若两个公司为母子公司，则其主体评级通常存在联系。本文主要通过研究对比惠誉、标普和穆迪这三大国际评级机构的母子公司评级方法，以加深对母子公司评级的认识，进而促进我国评级机构评级方法的完善。

一、母子公司定义

（一）从评级角度定义母子公司

如果一个公司对另一公司拥有绝对的所有权或者控制权，则两个公司为母子公司。即使两个公司的财务报表不合并，但若子公司对于母公司有重要的战略意义，两个公司的关系也应为母子公司。例如，子公司的财务对于母公司并不重要，但其偿付能力对于母公司是十分重要的（即子公司违约会给母公司带来信誉风险）或者母公司需要依靠子公司进入外国市场。

（二）我国对母子公司的定义

一公司持有另一个公司的股份达到一定比例，且能控制另一公司的表决结果，前者为母公司，后者为子公司。

（三）国外对母子公司的定义

母公司持有子公司半数以上的股份或母子公司之间具有从属和隶属关系。

（四）母子公司的法律地位

在通常情况下，母、子公司都是通过有限责任原则成立的在法律上相互独立的法人实体，它们相互不承担法律责任。我国《公司法》规定公司可以设立子公司，子公司具有法人资格，依法独立承担民事责任。若母、子公司间无任何协议，则母、子公司独立对各自的债务负责。

二、惠誉母子公司评级方法

对于母子公司的主体评级，惠誉、标普和穆迪均是首先确定两个公司间是否存在母子公司关系，若存在母子公司关系，则首先根据母公司和子公司各自独立的信用状况分别进行评级，然后通过分析二者的联系程度，在各自独立的评级结果基础上进行调整以得到母公司和子公司最终的主体级别。鉴于三大国际评级机构关于母子公司的评级流程类似，本文将对惠誉的评级流程和方法进行详细阐述，并简单介绍标普和穆迪相应的评级原理。

首先对母、子公司分别进行独立评级。不考虑母、子公司的相互影响，仅通过判断母、子公司各自的经营风险和财务风险（包括或有负债）等因素对母、子公司分别进行独立评级，即应用一般企业主体评级方法进行评级。

在对母、子公司分别进行独立评级后，会产生三种结果：母公司和子公司级别相同、子公司级别高于母公司级别和母公司级别高于子公司级别。惠誉针对这三种不同的情形分别进行分析，以确定母、子公司的最终级别。

（一）母、子公司的独立主体级别一致

如果惠誉认为两个公司的债务违约可能性相似，即母、子公司各自独立的信用状况相同，则两者最终具有相同的主体级别。

若母、子公司的级别有差异，则需要评价两者之间的联系程度，进而判断是否需要独立级别的基础上进行调整以得到母、子公司最终的主体级别。

（二）子公司独立的主体级别高于母公司独立的主体级别

1. 联系程度的判断因素

惠誉主要通过分析母、子公司间的法律联系和运营联系来判断两者之间的联系程度，其中法律联系最为重要，因为即使二者之间缺乏运营与战略联系，法律联系也可以单独作为判定母、子公司是否具有紧密联系的依据。

（1）法律联系

法律联系中，惠誉主要考虑子公司为母公司提供的担保、股息限制、连带违约以及不同司法管辖区影响等因素。

①担保

对于担保因素的分析，惠誉认为如果一个实体担保另一个实体的所有债务，则这两个实体的最终主体评级存在紧密联系。被担保的债务比例越大，则母、子公司的联系越紧密。但在某些地区，子公司为母公司提供担保并不会被法律强制执行，因此，惠誉会考虑担保的有效性和强制性。惠誉认为公开或非公开的支持信件、安慰函、支持协议不构成具有法律效力的担保，但某些资金拆借协议可能构成担保。

②股息限制

如果母、子公司间存在股息限制协议，则母、子公司的最终主体级别通常也会不同。一般情况下母公司可以以股息或贷款的方式从子公司获得不确定的收入，但股息限制协议会限制子公司的现金流入母公司，这会导致子公司的最终主体级别高于母公司的最终主体级别。

③连带违约

一般情况下，当母、子公司间存在连带违约条款时，母、子公司的最终主体级别会相同或趋于相同。惠誉重点考虑为了避免连带违约的股权剥离和连带违约涉及到的债务数量。但同时惠誉认为，在某种情况下，当子公司可能触发连带违约时，母公司会在连带违约发生前通过将子公司剥离集团来阻止连带违约的发生，因此，惠誉对连带违约条款导致的母子公司评级联系视情况而定。

④不同司法管辖区

若母、子公司设立在不同地区，即使母、子公司间存在担保或连带违约条款，由于不同地区的司法条款可能存在不同，子公司的财务实力也不一定对母公司有益，即在分析担保或连带违约条款时需考虑当地的司法情况。在考虑子公司给母公司担保或支持带来的益处时，如果对子公司所在国家法律的稳定性、及时性和有效性有所担忧，惠誉会认为该益处的作用受到限制。

(2) 运营联系

运营联系中，惠誉主要考虑母公司对子公司的管理控制以及财务控制两大因素。

① 管理控制

管理控制是指母公司对子公司实施有效的管理并影响其管理层决策，这是辨别母、子公司是否有紧密运营联系的一个重要因素。因为当子公司资产保全的协议不存在时，母公司可以利用子公司的资源，特别是子公司的现金流，用来清偿母公司的债务。比如，母公司对子公司董事会的有效控制就可以看作较强的管理控制，因此可以判定两者具有紧密的运营联系。而当母公司只能决定子公司一些级别较低的管理人员，而且母公司和子公司具有不同的总裁、财务总监、董事等高级管理人员，并且两个公司的市场职能也有所不同，则可以判定母、子公司之间不存在紧密的运营联系。

② 财务控制

财务控制是另一个判定母、子公司是否有紧密运营联系的重要因素。当母、子公司的运营联系较紧密时，两个公司的外部融资往往都通过母公司取得，母公司相当于子公司的中央银行，子公司不会单独从外界融资，而且子公司的现金也会存放于母公司的账户下。若母、子公司的运营联系较弱时，子公司往往有自己的资金中心，以自己的名义进行外部融资，自行管理资金而不依赖于母公司。

2. 联系程度对级别的影响

联系程度紧密——母、子公司的联系越紧密，两者的级别越会趋于相同，这种情况下会按照合并后的母子公司进行评级，母、子公司最终的级别均会同于合并后的级别。比如，如果母公司独立的主体评级为‘BB’，子公司独立的主体评级为‘BBB’，那么母、子公司合并以后的级别要根据两者合并后的信用状况进行分析，通常合并后的级别会位于两者级别之间，合并后的信用状况越依赖于子公司，则合并后的级别便越与子公司的独立级别趋于一致。

联系程度较弱——当母、子公司的联系被认定为较弱时（比如无担保关系、不存在管理控制等），子公司的最终主体级别可能高于母公司的最终主体级别，通常从母公司的级别向上调整，一般情况下不会超过2个子级（同样，母公司的级别也可能是从子公司的级别向下调整）。但是在一些特定的情况下，母、子公司的最终主体级别的差异是可以扩大的，比如当母公司破产而子公司可以在无破产风险的情况持续经营时。一般来说，在分析子公司是否有能力将最终级别调整至高于母公司时，惠誉将重点考察是否存在保护子公司现金流的文件或法律。

总体来看，在子公司独立的主体级别高于母公司独立的主体级别的情况下，当认定母、子公司的联系程度紧密时，则会按母子公司合并后的公司进行评级，合并后的级别即为两者的最终主体级别；若母、子公司的联系程度较弱，子公司的最终主体级别可能高于母公司的最终主体级别，一般情况下不会超过2个子级。

(三) 母公司独立的主体级别高于子公司独立的主体级别

1. 联系程度的判断因素

当母公司独立的主体级别较高时，惠誉除分析母、子公司间的法律联系和运营联系外，还需要分析两者之间的战略联系，以此来综合判断两者之间联系的紧密程度。

(1) 法律联系

法律联系中，惠誉主要考虑母公司为子公司提供的担保、公司内贷款限制、连带违约以及不同司法管辖区影响等因素。

① 担保

对于担保因素的分析思路与子公司级别较高时相同，即如果一个实体担保另一个实体的债务，被担保的债务比例越大，母、子公司的联系越紧密。

② 公司内贷款限制

如果母、子公司间存在公司内贷款限制，会削弱母、子公司的联系程度，则母公司的最终主体级别通常会高于子公司的最终主体级别。

③ 连带违约

对于连带违约的分析思路与子公司级别较高时相同，即当母、子公司间存在连带违约条款时，母、子公司的最终主体级别会相同或趋于相同。

④ 不同司法管辖区

对于不同司法管辖区的分析思路与子公司级别较高时相同，即在分析担保或连带违约条款时需考虑当地的司法情况。

(2) 运营联系

运营联系中，惠誉主要考虑母、子公司的业务是否具有一体化的特征。当母、子公司运营联系紧密时，子公司的业务往往是母公司的核心业务。例如母公司为油气生产企业而子公司为其下游的化工企业，若两者之间存在长期合作的协议，并且市场上缺少合适的替代者，那么这种互相依赖的关系就说明了两者的之间存在紧密的运营联系。

(3) 战略联系

战略联系中，惠誉主要分析子公司对母公司的战略重要性以及母公司对子公司的物质支持。

① 战略重要性

战略重要性对子公司的主体级别有直接影响。当母公司的业绩表现在很大程度上取决于子公司的运营状况时，就可以认为子公司对于母公司而言具有很高的战略重要性，此时级别较低的子公司会调整到和母公司具有相同的级别。相反的，若子公司的运营和商业战略与母公司的核心业务存在显著区别，并且对母公司未来的发展不具有商业意义，从经济的角度出发，母公司会倾向于出售子公司或者面对子公司倒闭而不予帮助。此时，子公司和母公司的最终主体级别就等同于根据自身的信用状况进行独立评级而得出的主体级别。若两者的关联程度位于上述两种情况之间，即子公司对于母公司具有一定的战略意义但还没有达到可以让母公司全力帮助其清偿债务的地步，子公司的级别会在其独立级别基础上有所提高但不一定会与母公司级别达到一致。

②物质支持

母公司对其子公司的物质支持程度越高，说明两者之间的战略关系越强。常见的物质支持包括经常性的现金股权注入、非经常性的内部贷款以及较低价格的土地注入等方式。如果子公司是新成立的，则没有办法从历史的情况来进行判断，那么可以考虑子公司从集团中剥离出来的概率有多大，以及集团管理层对于剥离该子公司的意愿。通常情况下，如果母公司为了剥离风险较高的业务而成立的子公司，往往暗示了母公司的支持意愿较弱，特别是当该子公司不能够成功经营时，此时就可以认定母、子公司的战略联系较弱。

2. 联系程度对级别的影响

联系程度紧密——母、子公司之间的联系程度越紧密，最终给定的两者主体级别越接近，但并不一定是一致的。只有当两者的联系特别紧密时，其级别才可能达到一致，否则子公司的级别会低于母公司的级别，但两者的差异通常不会超过5个子级。若母、子公司之间的联系满足下述绝大部分条件，则最终子公司的主体级别与母公司的主体级别一致；若母、子公司的联系只能满足下述部分条件，则子公司的最终主体级别就会低于母公司的最终主体级别：

存在定义清晰的连带违约条款，且该条款影响到母、子公司所有主要债务和公开债务；

子公司的运营与母公司的核心业务不可分离；

子公司对于集团运营的未来方向具有战略性重要意义，具备提供长期财务利益或参与母公司无法涉足的市场的潜力；

母公司给子公司提供持续现金补贴或担保等有形财务支持；

母公司对子公司的投资水平被认为与该集团及其财务资源的规模关系密切；

公开宣布或向惠誉提供的针对母公司对子公司的待遇及现金流使用的集团战略。

联系程度较弱——当母公司和子公司之间的联系程度被判定为较弱时，则两者最终的主体级别只会依据各自独立的信用状况确定。

总体来看，在母公司独立的主体级别高于子公司独立的主体级别的情况下，母、子公司的联系程度越紧密，则两者最终的主体级别越接近，但不一定完全一致，当两者的联系特别紧密时，其级别才可能达到一致，否则子公司的级别会低于母公司的级别，但两者的差异通常不会超过5个子级；若母、子公司的联系程度较弱，则母、子公司的最终主体级别不相关联，均为其各自的独立级别。

三、标普母子公司评级方法

标普关于母子公司的评级也是分母、子公司的独立评级孰高或相同三种情况进行考虑的，但在判断母、子公司联系程度时，认为经济动机是最重要的考虑因素。

（一）母、子公司的独立主体级别一致

当母、子公司的独立主体级别一致时，母、子公司的最终主体级别也相同，即为其独立的主体级别。

（二）子公司独立的主体级别高于母公司独立的主体级别

当子公司独立的主体级别高于母公司独立的主体级别时，子公司的最终主体级别通常不高于其母公司。因为母公司有能力和动机从子公司获取资产或在经历财务压力时将债务转移给子公司，并且无论子公司的信用状况如何，母公司的破产也可能会导致子公司的破产。标普认为股息限制协议对子公司信用状况的保护作用十分有限，因为这种限制协议不会影响母公司使子公司破产的能力，并且在母公司经历严重财务压力时，在破产前通常有极大的动机从子公司获取财产，而法院不能强制公司遵守限制协议。

（三）母公司独立的主体级别高于子公司独立的主体级别

当母公司独立的主体级别高于子公司独立的主体级别时，子公司的最终主体级别通常比其独立级别高，因为母公司可以在子公司经历财务压力时给子公司提供支持。但如果母公司对子公司的债务进行了担保或母、子公司之间存在连带违约条款，则母公司的最终

主体级别可能会被下调，子公司则可能会被上调。比如在存在连带违约条款时，若子公司经历财务压力，则母公司会有较强的动机给子公司提供支持，否则子公司的违约会导致母公司违约。

四、穆迪母子公司评级方法

穆迪在对母、子公司进行评级时，没有按照母、子公司独立级别孰高的不同情况进行分别考虑，而是从法律联系的角度分析母子公司之间的相互支持，并综合考虑母公司在子公司困难期对其提供财务支持的意愿和能力。

（一）母、子公司法律联系的判断

法律联系的紧密程度会影响母、子公司最终的级别，联系越紧密两者的最终级别越会趋于一致。

若担保属于有效、无条件、不可撤销及具有强制性补救措施的全信用担保，母、子公司之间的法律联系程度就会被认定为紧密。

支持协议没有担保的力度强，往往只是特定的信用支持，且不同的支持协议力度也会不同。力度较强的支持协议会规定量化的支持和坏账准备的条款；较弱的支持协议通常不包含量化的支持，仅有一些“保持其运营良好”、“告慰函”和“道德上的义务”；最弱的支持协议为一些仅表达财务支持的意愿和子公司的战略重要性的书面声明。

因为支持协议没有担保的法律效力强，因此在通过支持协议判断母、子公司法律联系程度时，往往还需要考虑实力较强一方的支持意愿。

（二）当母、子公司不存在法律联系时母公司对子公司级别的影响

当母、子公司不存在法律联系时，母公司在子公司财务困难时期对其提供财务支持的意愿和能力将会影响子公司最终的级别。

意愿包括信誉和信心敏感性、战略、运营关系、投资回报以及财务地位。穆迪在分析的时候认为需要考虑子公司业务预测的不确定性、支持行为对母公司财务的影响以及因不支持子公司所带来的信誉损失对母公司财务的影响。沉没成本不需要重点考虑，比如初始投资和过去的现金支持。

能力包括母公司自身级别、母、子公司财务的相关性以及子公司在母公司投资中的相对重要性。当母公司和子公司的经营业务高度相关时，往往当子公司遇到困难的时候，母公司的经营也会比较困难，由此

降低了母公司对子公司的支持能力。

通过分析意愿和能力这两个因素，子公司最终的级别可能会与其独立的级别不同，但仍将会在很大程度上依赖于其自身的独立级别，母公司对其非法律关系的的支持仅会在很小的程度上有助于其级别的提高。特别是当实力较弱的子公司属于高风险、历史短、并且没有母公司的担保和法律支持，则该子公司最终级别将会等于或者接近其独立的级别。若子公司不是新成立的，也不属于相对高风险的投资，则母公司将会有更多的意愿来支持子公司的发展，因为子公司的运营往往对母公司的持续经营是必须的。此时，母公司有较强的财务动机来支持子公司，子公司的级别可能会有所提高，但一般为1或2个子级。与此同时，母公司对子公司的支持也可能会影响母公司的最终级别。

五、总结

从三大国际评级机构的母子公司评级方法研究对比可以看出，三大国际评级机构的母子公司评级方法大致相同，均是首先判断两个公司是否为母子公司关系，若为母子公司关系，则进行母、子公司各自独立的主体评级，然后根据母、子公司的联系程度，在各自独立的评级基础上进行调整以得到母、子公司最终的主体级别。

总体看，三大评级机构均认为母、子公司的联系程度越紧密，两者的最终主体级别越趋于一致。但是在判断母、子公司联系程度时，穆迪和惠誉均认为法律联系是最重要的考虑因素，而标普则认为经济动机因素最为重要。并且在分析母、子公司的法律联系时，惠誉认为股息或公司内贷款限制协议是重要的考虑因素，而标普则认为该限制协议对于评级所起的作用十分有限。在对母、子公司进行各自最终级别的确认时，惠誉与标普均根据母、子公司独立级别孰高的不同情况分别在各自独立级别基础上调整而得，而穆迪没有明显的按照这种方法进行考虑，而是主要根据母、子公司是否存在法律联系分别进行考虑。同时，对于子公司独立的主体级别高于母公司独立的主体级别的情况，惠誉认为，当两者的联系程度较弱时，子公司的最终主体级别可能高于母公司的最终主体级别（但一般情况下不会超过2个子级），而标普认为，无论两者的联系程度是否紧密，子公司的最终主体级别通常不会高于母公司的最终主体级别。



我国纯债分级基金信用评级的可行性和意义

联合资信评估有限公司 李振宇 黄龙

一、我国纯债分级基金发展历史

按照中国证监会的定义，分级基金是指通过事先约定基金的风险收益分配，将母基金份额分为预期风险收益不同的子份额，并可将其部分或全部类别份额上市交易的结构化证券投资基金，其中，分级基金的基础份额称为母基金份额，预期风险、收益较低的子份额称为A类份额，预期风险、收益较高的子份额称为B类份额。按照基金投资范围的不同，分级基金可分为股票型分级基金和债券型分级基金。纯债分级基金即指基金投资范围仅为固定收益类金融工具（短期融资券、中期票据、企业债、公司债、金融债、地方政府债、次级债、中小企业私募债、资产支持证券、国债、央行票据、债券回购等）和货币市场工具（通知存款、银行定期存款、协议存款等）的分级基金。

2007年7月，国内第一只分级基金国投瑞银瑞福分级股票型证券投资基金成立。2011年12月，国内第一只纯债分级基金鹏华丰泽分级债券型证券投资基金成立。截止2013年6月末，国内共有11只纯债分级基金在运营，基金概要见表1。

可以看出，在经历了2011年和2012年的市场探索后，纯债分级基金在2013年上半年出现了爆发式增长。随着股市收益率走低和债市收益率走高，预计2013年下半年，纯债分级基金只数仍将保持爆发式增

长态势。

二、我国纯债分级基金信用评级的可行性

纯债分级基金具有与CBO（Collateralised Bond Obligation）类似的结构设计和风险特征，在美欧等国已有评级机构对部分分级基金进行了评级。就目前国内市场来看，我国纯债分级基金已经很接近CBO。主要特征有：一是投资对象基本为固定收益产品和货币市场产品，投资者面临的风险主要是信用风险；二是其对投资的集中度都有一定限制；三是纯债分级基金基本都分为优先和次级档（A类份额与B类份额），优先档证券可以优先得到利息和本金，次级档证券为优先档证券提供支持和保护；四是一定时期内基金份额基本不变。也就是说，在一定意义上，纯债分级基金可以概括为：以债券资产为基础资产池，以该资产池产生的现金流来为基础发行优先档证券和次级证券，并按照约定条款进行资产管理和证券兑付。因而对纯债分级基金进行信用评级初步具备了条件。

但是，目前我国对纯债分级基金的设计条款还不够精细，也没有明确发展为CBO的导向或思路，因而目前进行信用评级尚存在一定的难度，需要在以下方面进行完善。

表 1 已发行纯债分级基金概要

基金简称	基金管理公司	基金成立日	分级 A 简称	约定年收益率表达式	约定年收益率	分级 B 简称	拆分比例
鹏华丰泽分级	鹏华基金管理有限公司	2011-12-8	鹏华丰泽分级 A	一年期银行定期存款利率 *1.35	4.05%	鹏华丰泽分级 B	7/3
长盛同丰分级	长盛基金管理有限公司	2012-12-27	长盛同丰分级 A	约定年收益率在分级运作期内恒定为 4.25%	4.25%	长盛同丰分级 B	7/3
中海惠裕纯债分级	中海基金管理有限公司	2013-1-7	中海惠裕纯债分级 A	1 年期银行定期存款基准利率 +1.4%	4.40%	中海惠裕纯债分级 B	7/3
银华永兴纯债	银华基金管理有限公司	2013-1-18	银华永兴纯债 A	人民币 1 年期银行定期存款利率 *1.4	4.20%	银华永兴纯债 B	7/3
中欧纯债分级	中欧基金管理有限公司	2013-1-31	中欧纯债 A	1 年期银行定期存款利率 +1.25%	4.25%	中欧纯债 B	7/3
招商双债增强分级	招商基金管理有限公司	2013-3-1	招商双债增强 A	MAX[4%, 金融机构一年期存款基准利率 +1.3%]	4.30%	招商双债增强 B	7/3
鹏华丰利分级	鹏华基金管理有限公司	2013-4-23	鹏华丰利 A	一年期银行定期存款利率 +1.4%	4.40%	鹏华丰利 B	7/3
东吴鼎利分级	东吴基金管理有限公司	2013-4-25	东吴鼎利 A	一年期银行定期存款利率 *0.7+6 个月 Shibor*0.5	4.15%	东吴鼎利 B	7/3
德邦德信中高企债指数分级	德邦基金管理有限公司	2013-4-25	德邦企债分级 A	一年期银行定期存款利率 +1.2%	4.20%	德邦企债分级 B	7/3
金鹰元盛分级	金鹰基金管理有限公司	2013-5-2	金鹰元盛分级 A	MAX(1 年期银行定期存款利率 (税后) +1.5%, 2.5%)	4.50%	金鹰元盛分级 B	7/3
信诚新双盈	信诚基金管理有限公司	2013-5-9	信诚新双盈 A	一年期银行定期存款利率 (税后) +(0 至 2%)	4.40%	信诚新双盈 B	7/3

(一) 基金投资范围应进一步明确和细化

虽然已发行的纯债分级基金都规定投资范围，如固定收益类资产不低于 80% 等，也对投资标的的品种占比做了一定限制，如目前已发行的纯债分级基金针对股票、权证、资产支持证券、债权回购、中小企业私募债券等特殊投资标的的占比进行了规定，但投资范围仍较宽泛，如未对投资标的的信用级别和期限进行明确约束等。再者，部分纯债分级基金投资标的的品种占比限制只在开放日有效，这意味着在封闭期间投资标的的并没有约束。

另外，大部分已发行的纯债分级基金的投资范围中都包含可转债和分离交易可转债，甚至包含可转换公司债券转股形成的股票和因投资于分离交易可转债而产生的权证，这使得基金面临的市场风险的增加，评估分级基金的信用风险非常困难。因此，需要成为更纯的债券分级基金。已发行纯债分级基金投资范围详见表 2。

(二) 基金本身投资集中度应进一步降低

从投资标的的集中度来看，目前已发行的纯债分

表 2 已发行纯债分级基金投资范围

基金简称	投资范围	投资组合比例
鹏华丰泽分级	固定收益类金融工具；不直接买入股票、权证等权益类金融工具，因所持可转换公司债券转股形成的股票、因投资于分离交易可转债而产生的权证，在其可上市交易后不超过 10 个交易日的时间内卖出。	对包含金融债、企业债、公司债、短期融资券、可转债、分离交易可转债、资产支持证券等在内的非国家信用债券的投资比例不低于基金资产的 80%；分级运作期内对主体信用评级为 AA+、AA、AA- 级别的金融债、企业债、公司债、短期融资券、可转债、分离交易可转债、资产支持证券等在内的非国家信用债券的投资比例不低于基金投资上述债券资产的 80%（分级运作期届满后不受此限制）；现金或到期日在一年以内的政府债券的投资比例不低于基金资产净值的 5%。

长盛同丰 纯债分级	固定收益类金融工具；不直接从二级市场买入股票、权证等权益类资产，也不参与一级市场新股申购和增发，可转换债券仅投资二级市场可分离交易可转债的纯债部分。	固定收益类资产的比例不低于基金资产的80%；现金或到期日在一年以内的政府债券的比例合计不低于基金资产净值的5%。
中海惠裕 纯债分级	固定收益类金融工具；不直接从二级市场买入股票、权证等权益类资产，也不参与一级市场新股申购和增发。	投资于固定收益类金融工具的比例不低于基金资产的80%，其中投资于中小企业私募债券的比例不高于基金资产净值的20%，现金或到期日在1年以内的政府债券不低于基金资产净值的5%。
银华永兴 纯债	固定收益类金融工具；不投资股票（含一级市场新股申购）、权证和可转换公司债券（含可分离交易的可转换公司债券）。	投资于固定收益类金融工具比例不低于基金资产的80%，现金或到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的5%。
中欧纯债 分级	固定收益类金融工具；不直接从二级市场买入股票、权证、可转换债券等，也不参与一级市场的新股、可转换债券申购或增发新股。	债券等固定收益类资产的比例不低于基金资产的80%，现金或者到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的5%。
招商双债 增强分级	固定收益类金融工具；不从二级市场买入股票，因通过发行、行权、可转债转股等原因形成的股票等权益类资产的比例不超过基金资产的20%。	固定收益类资产（含可转债）的投资比例不低于基金资产的80%，其中，本基金对可转债及信用债的投资比例不低于基金资产的70%，现金或者到期日在一年以内的政府债券投资比例不低于基金资产净值的5%。
鹏华丰利 分级	固定收益类金融工具；不直接买入股票、权证等权益类金融工具，因所持可转换公司债券转股形成的股票、因投资于分离交易可转债而产生的权证，在其可上市交易后不超过10个交易日的时间内卖出。	对债券等固定收益品种的投资比例不低于基金资产的80%；现金或到期日在一年以内的政府债券的投资比例不低于基金资产净值的5%。
东吴鼎利 分级	固定收益类金融工具；不能参与一级市场新股申购，也不能在二级市场上投资股票、权证等权益类资产。	固定收益类资产的投资比例不低于基金资产的80%；现金或者到期日在一年以内的政府债券的投资比例合计不低于基金资产净值的5%。
德邦德信 中高企债 指数分级	固定收益类金融工具；不投资股票（含一级市场新股申购）、权证和可转换公司债券（不含可分离交易可转债的纯债部分）。	投资于债券资产的比例不低于基金资产净值的90%，其中，投资于标的指数成份券及备选成份券的比例不低于债券资产净值的80%。现金或者到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的5%。
金鹰元盛 分级	固定收益类金融工具；不直接从二级市场买入股票、权证等权益类资产，不参与一级市场新股的申购或增发，但可持有因可转债转股所形成的股票、因所持股票所派发的权证以及因投资分离交易可转债而产生的权证等。因上述原因持有的股票和权证等资产，本基金将在其可交易之日起90个交易日内卖出。	对固定收益类金融工具的投资比例不低于基金资产的80%，其中中小企业私募债券的投资比例不超过基金资产的20%；持有现金和到期日不超过一年的政府债券不低于基金资产净值的5%。
信诚新双 盈	固定收益类金融工具；不参与一级市场新股申购和增发新股申购，也不直接从二级市场买入股票、权证等权益类资产，但允许将可转换债券转股。	投资于固定收益类证券的比例不低于基金资产的80%。其中，本基金在任一开放日及开放日前二十个工作日内及开放日后二十个工作日内可不受上述比例限制，但在开放日本基金投资于现金或者到期日在一年以内的政府债券的比例不低于基金资产净值的5%，投资于权益类资产（包括股票、权证等）的比例不高于基金资产的10%，其中持有的全部权证市值不超过基金资产净值的3%。

级基金对投资标的的债务人集中度均有一定的限制，值得注意的是，大部分投资标的集中度限制是以基金管理人管理的全部基金为统计口径，而不是以特定的纯债分级基金为统计口径，而且对于投资标的的行业和地区集中度均未做任何限制，这就使得分析特定的纯债分级基金投资标的的集中度风险比较困难。

（三）需要降低市场风险的不确定性

由于纯债分级基金均为开放式可交易结构化证券投资产品，子份额的基金净值、折/溢价率处于不断

变化中，并且受投机因素的影响较大，使得纯债分级基金的市场风险较难估计。

（四）进一步明确分级基金A类份额与B类份额的最低比例

纯债分级基金通常设有申购和赎回机制，导致A类份额与B类份额的比例不确定，从而使得B类份额对A类份额提供的信用支持程度不稳定。不过，目前已发行的纯债分级基金中，除德邦德信中高企债指数分级基金始终保持德信A份额及德信B份额的基

金份额配比为 7/3 外，其他基金均以 A 类份额和 B 类份额的份额配比不超过 7/3 为申购 / 赎回申请成交确认原则，这在一定程度上降低了 A 类份额面临的不确定性风险。已发行纯债分级基金的申购 / 赎回机制详见表 3。

由于大部分纯债分级基金为每半年开放一次申购 / 赎回，评级机构可以考虑根据其申购 / 赎回频率确定跟踪评级频率，从而降低申购 / 赎回机制引致的不确定风险。

(五) 增设和完善部分特殊条款

部分纯债分级基金可能会有一些特殊条款，可能导致分级基金的风险收益发生改变，引发新的不确定性风险。例如，德邦德信中高企债指数分级基金基金

合同规定，当德信 B 份额的份额净值小于或等于 0.400 元，或者自基金合同生效日或上一基金份额折算日次日至满两年且期间每个工作日德信 B 份额的份额净值都大于 0.400 元的，则基金管理人将对本基金所有份额进行折算，所有的基金份额净值调整到 1.00 元。该触发机制在一定程度上增加了德信 A 份额和 B 份额风险收益的不确定性。

在其他类型的结构化融资工具的设计中，如信贷资产证券化交易中，通常会有一些防范特定风险的触发机制。这些触发机制在改变结构化融资工具下的某类产品的风险收益时，可能对其他类产品或者该类产品本身的收益形成一定的保护，或者降低其风险。

目前已发行的纯债分级基金的触发机制很少，未来发行的纯债分级基金在这方面可能会有更多的考

表 3 已发行纯债分级基金的申购 / 赎回机制

基金简称	申购 / 赎回机制
鹏华丰泽分级	封闭期内丰泽 A 每半年开放申购 / 赎回，丰泽 B 不接受申购 / 赎回；以丰泽 B 的份额余额为基准，在丰泽 A 和丰泽 B 的份额配比不超过 7/3 的范围内对丰泽 A 的申购进行确认；所有经确认有效的丰泽 A 的赎回申请全部予以成交确认。
长盛同丰分级	封闭期内同丰 A 每半年开放申购 / 赎回，同丰 B 不接受申购 / 赎回；以同丰 B 的份额余额为基准，在不超过 7/3 倍同丰 B 的份额余额范围内对同丰 A 的申购进行确认；所有经确认有效的同丰 A 的赎回申请全部予以成交确认。
中海惠裕纯债分级	封闭期内惠裕 A 每半年开放申购 / 赎回，惠裕 B 不接受申购 / 赎回；以惠裕 B 的份额余额为基准，在不超过 7/3 倍惠裕 B 的份额余额范围内对惠裕 A 的申购申请进行确认。
银华永兴纯债	封闭期内永兴 A 每半年开放申购 / 赎回，永兴 B 不接受申购 / 赎回；以永兴 B 的份额余额为基准，在不超过 7/3 倍永兴 B 的份额余额范围内对永兴 A 的申购申请进行确认；所有经确认有效的永兴 A 的赎回申请全部予以成交确认。
中欧纯债分级	封闭期同纯债 A 每半年开放申购 / 赎回，纯债 B 不接受申购 / 赎回；以纯债 B 的份额余额为基准，在不超过 7/3 倍纯债 B 的份额余额范围内对纯债 A 的申购申请进行确认；所有经确认有效的纯债 A 的赎回申请全部予以成交确认。
招商双债增强分级	封闭期内双债增强 A 每半年开放申购 / 赎回，双债增强 B 不接受申购 / 赎回；以双债增强 B 的份额余额为基准，在不超过 7/3 倍双债增强 B 的份额余额范围内对双债增强 A 的申购申请进行确认；所有经确认有效的双债增强 A 的赎回申请全部予以成交确认。
鹏华丰利分级	封闭期内丰利 A 每半年开放申购 / 赎回，丰泽 B 不接受申购 / 赎回；以丰利 B 的份额余额为基准，在丰利 A 和丰利 B 的份额配比不超过 7/3 的范围内对丰利 A 的申购进行确认；所有经确认有效的丰利 A 的赎回申请全部予以成交确认。
东吴鼎利分级	封闭期内鼎利 A 每半年开放申购 / 赎回，鼎利 B 不接受申购 / 赎回；以鼎利 B 的份额余额为基准，在鼎利 A 和鼎利 B 的份额配比不超过 7/3 的范围内对鼎利 A 的申购进行确认；所有经确认有效的鼎利 A 的赎回申请全部予以成交确认。
德邦德信中高企债指数分级	对德邦德信基金份额开放场外申购、场外赎回及场内申购、场内赎回，不对德信 A 份额或德信 B 份额单独开放场内申购、场内赎回；德信 A 份额及德信 B 份额的基金份额配比始终保持 7/3 的比例不变。
金鹰元盛分级	封闭期内元盛 A 每半年开放申购 / 赎回，元盛 B 不接受申购 / 赎回；所有经确认有效元盛 A 的申购申请，基金管理人按照历史累计申购份额数不超过历史累计赎回份额数的原则进行成交确认；所有经确认有效的元盛 A 的赎回申请全部予以成交确认。
信诚新双盈	封闭期内新双盈 A 每 4 个月开放申购 / 赎回，新双盈 B 每运作周年到期日开放申购 / 赎回；新双盈 A 和新双盈 B 的份额配比不超过 7/3。

虑。评级机构需要针对特定的触发机制去分析其带来的可能影响。

（六）基金管理人的信用风险

基金管理人的管理能力和风险控制措施对分级基金的有效运作非常重要，评级机构需要对其进行较为全面深入的考察，才能准确评估其管理的基金面临的风险。另外，部分基金管理公司利用监管漏洞或疏忽，与其他市场参与机构、个人或公司内部发生关联交易或利益输送等行为，使得评级机构评估基金管理人的信用风险更加困难。

总体来看，目前我国纯债分级基金市场尚处于初步发展阶段，交易结构还存在诸多模糊地带，分级基金风险收益的不确定性较大，需要在一些条款方面进行完善，才能对纯债分级基金进行信用评级。

三、我国纯债分级基金信用评级的意义

虽然目前评级机构对国内纯债分级基金进行信用评级的难度较大，但从欧美等国分级基金发展的历史来看，分级基金信用评级又是一种必然的趋势。从我国的实际情况来看，纯债分级基金信用评级也具有非常重要的意义。

首先，对投资者来说，尤其是机构投资者，对纯债分级基金进行信用评级，不仅能够帮助其更确切地

了解所投资产品的风险和收益，而且为其提供了一种简单明了的可与其他投资产品相比较的评级符号。另外，部分投资者（如保险机构）要求其投资的产品必须达到一定的级别以满足监管要求。

其次，对基金管理公司来说，对纯债分级基金进行信用评级，可以对分级基金进行更能满足市场需求的、更科学的产品设计，从而进行更精细、准确的定价（如份额A的定价，份额A占比的确定）。信用评级也为基金管理公司提供了一种对不同产品进行比较的基准。同时评级有助于扩大投资者范围，只要分级基金的信用等级满足一定的准入门槛，就为吸引某些机构投资者创造了条件。

再次，对监管部门来说，对纯债分级基金进行信用评级，有利于监管部门针对不同层级风险的金融工具进行分类监管，提高监管的有效性，维护我国金融市场的健康稳定发展。

另外，对中小企业来说，纯债分级基金可以发挥组合投资的优势，投资部分中小企业融资工具，如中小企业私募债。未来，随着投资者需求的细分和多元化，甚至可能会出现主要或专门投资于中小企业融资工具的高风险高收益纯债分级基金。这对提高中小企业融资工具的流动性、缓解中小企业融资难有所助益。

最后，从金融市场创新来看，信用评级不仅能帮助纯债分级基金市场朝更加规范的方向发展，而且也是培育市场创新的一项重要的基础工作和激励机制。未来，随着我国纯债分级基金市场的进一步发展，信用评级的意义必将更加凸显。

评级小贴士

资产证券化相关概念

资产证券化的定义

指将缺乏流动性但其未来现金流可预测的资产通过集中打包组成资产池，以资产池所产生的现金流作为证券偿付的基础，在资本市场上发行证券的过程。

资产证券化的种类

按基础资产种类划分，资产证券化产品主要分为资产支持证券（简称ABS）和住房抵押贷款证券（简称MBS）两大类。ABS具体分为狭义ABS和抵押债务证券CDOs，前者主要以汽车贷款、信用卡贷款、学生贷款、设备租赁、

消费贷款等为标的资产证券化产品，后者则是近年来迅速发展起来的主要以银行对公贷款、债券等为标的的资产证券化产品。MBS则分为个人住房抵押贷款支持证券（RMBS）和商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）。

资产证券化的评级

信用评级机构对资产支持证券的信用风险进行分析，为投资者揭示风险，是资产支持证券能否成功发行的重要环节之一。资产支持证券的信用评级要从多方面分析证券风险，一般至少包括基础资产池信用分析、交易结构分析、现金流分析、法律分析、相关参与机构信用分析等部分。



2013 年度短期融资券市场及利差分析报告

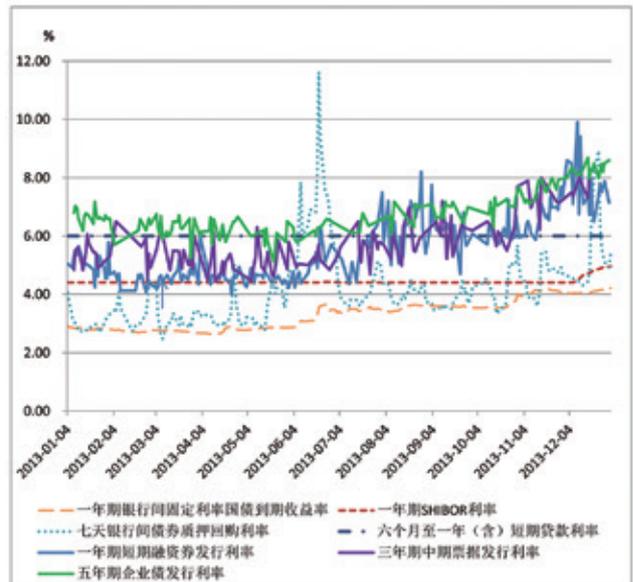
联合资信评估有限公司 祁志伟 阮峥 刘艳伦 杭宿夏荻 李丹

一、债券市场发展情况

本年度¹，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 80182.5 亿元，较上年增长 5.4%。截至 2013 年末，主要债券品种存量规模达 28.4 万亿元（见表 1）。

本年度 1~5 月，银行间市场资金面整体较为宽松，各主要基准利率保持相对平稳。6 月中旬，国内宏观经济数据低于预期、美国 QE 退出预期升温引发全球流动性回流担忧，外汇占款一度出现负增长，从而在宏观层面引发利率上升预期。微观层面，因季末效应、税费清缴、商业银行补交准备金等时点性因素影响以及央行监管政策集中出合并拒绝主动“出手”释放流动性等诸多因素叠加，短期 7 天银行间债券质押式回购加权平均利率（R007）大幅飙升，一度达到 11.6% 的高位，同时一年期银行间固定利率国债发行利率亦顺势上行至 3.7% 的水平。6 月下旬以后，随着央行采取一系列措施稳定市场利率，以及时点性、情绪性因素的逐步消除，市场整体趋稳，R007 逐步恢复正常。三季度，银行间市场保持相对平稳，一年期银行间固定利率国债收益率小幅攀升，R007 在一年期银行间固定利率国债收益率与一年期 Shibor 利率间小幅波动。2013 年 7 月，央行全面开放金融机构贷款利率管制，取消了金融机构贷款利率 0.7 倍的下限，由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平。为进一

步推进利率市场化改革，促进定价基准由央行确定（一年期贷款基准利率）向市场化决定的平稳过渡，本年度 10 月，央行推出一年期贷款基础利率²，为金融机构信贷产品定价提供参考。从发布之日起至 12 月底，



注：因本年度剔除政策性银行债券后的金融债券样本量较少，故不再单独计算其发行利率。

资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、联合资信整理

图 1 2013 年债券市场发行利率情况

¹ 本年度为 2013 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日。

² 贷款基础利率是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率可在此基础上加减点生成。贷款基础利率是金融机构对其资金成本、信用风险成本、管理费用、最低资本回报等因素进行综合衡量后，确定的贷款利率水平，可以真实地反映信贷市场的资金价格。

表1 债券市场发行和存量情况

券种类别	2012年 发行情况		2013年 发行情况		截至2013年 存量情况	
	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)
政府债券	77	16062.3	86	19044.0	266	91780.7
国债	59	13562.3	62	15544.0	204	83164.7
地方政府债	18	2500.0	24	3500.0	62	8616.0
央行票据	0	0.0	20	5362.0	17	5521.7
金融债券	246	25854.7	332	21386.3	673	102239.6
政策性银行债	175	21400.0	285	19960.3	448	88719.6
商业银行债券	57	3933.7	34	1117.0	199	12938.0
非银行金融机构债	14	521.0	13	309.0	26	582.0
政府支持机构债券	15	2000.0	13	1700.0	82	9800.0
企业债券	484	6499.3	374	4752.3	1609	23358.7
中央及地方企业债	479	6484.5	373	4748.3	1600	23325.7
集合企业债	5	14.8	1	4.0	9	33.0
中期票据	563	8153.3	508	6916.2	1718	28839.5
集合票据	45	100.0	31	66.4	85	190.8
短期融资券	933	13981.5	1076	15859.8	986	13158.2
短期融资券	808	8159.5	860	8324.8	856	8429.2
超短期融资券	125	5822.0	216	7535.0	130	4729.0
证券公司短期融资券	16	561.0	134	2995.9	45	809.9
资产支持证券及票据	34	249.6	31	193.0	69	280.7
公司债	181	2465.0	94	1361.9	443	6538.6
可转债	5	163.6	8	544.8	26	1641.4
外国债券	0	0.0	0	0.0	3	31.3
合计	2599	76090.2	2707	80182.5	6022	284190.9

注：发行数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券发行量合计；存量数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券托管量合计。

一年期贷款基础利率仅从 5.71% 小幅升至 5.73%，运行平稳。12 月中旬，受年末效应、财政放款投放速度减缓以及央行逆回购操作落空引发市场预期变差，货币市场资金面持续偏紧格局再次显现。R007 再次大幅攀升，但幅度已明显弱于 6 月中旬的第一次；在前 11 个月基本稳定在 4.4% 左右的一年期 Shibor 利率亦呈小幅上行态势，而一年期银行间固定利率国债发行利率反映不敏感。整体看，本年度短端 R007 在半年及年度末波动剧烈，各基准利率均呈现不同程度的上升。

二、短券发行市场情况

（一）短券发行规模、家数及期数均有所增加

本年度，银行间债券市场共有 709 家企业共发行短券 1076 期（含超短券）³，发行家数和发行期数较上年增长 9.8% 和 15.3%，其中纯信用短券 1058 期，有担保短券 18 期；合计发行规模为 15859.8 亿元，同比增长 13.4%（见表 2）。本年度短券发行家数、发行期数和发行规模均有所增长，主要有两方面原因，一是企业短期融资需求有所加大，二是由于 2012 年

³ 由于证券公司发行的短券和一般企业发行的短券审批部门及流程有所不同，因此本文未加注明时不包括证券公司所发短券。

表 2 短券（含超短券）发行基本情况表

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2013 年同比增长 (%)
发行规模 (亿元)	4627.1	6917.4	9918.3	13981.5	15859.8	13.4
发行期数 (期)	263	445	635	933	1076	15.3
发行家数 (家)	209	336	469	646	709	9.8

注：1. 短券发行统计以起息日作为统计口径，下同；2. 因 2013 年铁道部改制为铁路总公司，其所发债券归类为政府支持债券，故从 2012 年起剔除铁道部或铁路总公司发行的短券或超短券，以前年度包含此部分数据。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 3 2013 年短券和超短券发行情况表

项目	短券			超短券		
	2012 年	2013 年	同比增长 (%)	2012 年	2013 年	同比增长 (%)
发行期数 (期)	808	860	6.4	125	216	72.8
发行规模 (亿元)	8159.5	8324.8	2.0	5822.0	7535.0	29.4
发行家数 (家)	624	663	6.3	48	66	37.5
平均单笔发行规模 (亿元)	10.1	9.7	-4.1	46.6	34.9	-25.1

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

度短券（含超短券）发行的宽松政策调整的延续效应，本年度上半年短券（含超短券）发行成本降低导致发行规模增加，虽然下半年短券发行利率的上升抑制了企业发债，但上半年的发行数量增幅奠定了全年的增势基础。

截至本年度末，银行间债券市场上存续短券（含超短券）共 986 期，存续短券总额达 13158.2 亿元，较上年末存量规模有所增加。

（二）短券结构分析

从短券的发行品种来看，本年度银行间债券市场发行短券共 860 期，超短券共 216 期，发行规模分别为 8324.8 亿元和 7535.0 亿元，平均单笔发行额分别为 9.7 亿元和 34.9 亿元（见表 3）。

（三）短券利率分析

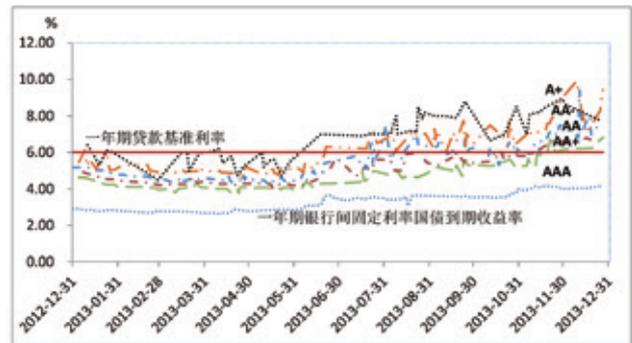
从短券利率的种类来看，本年度所发短券（含超短券）均采用固定利率。

从短券的发行利率来看⁴，本年度 1~5 月货币市场流动性良好，资金面较宽松，短券利率趋于下行。但自 6 月份“钱荒”开始，受企业季末资金回笼、美国退出 QE3 预期增强等多重因素影响，市场资金面

不断吃紧，短券发行利率全线攀升。下半年，短券利率持续震荡上行。整体来看，本年度短券发行市场利率呈现缓慢下行和全线攀升两大阶段。

（四）短券发行规模分析

从发行规模来看，本年度短券发行规模仍主要集中在 1~20 亿元区间内，其中发行额为 1~5 亿元的短券发行期数最多，短券的发行期数与发行规模呈现反向关系。



注：剔除有担保的短券 18 期、发行期限在 1 年以下的短券 21 期和主体级别为 A 级的短券 1 期。

资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、上海清算所、联合资信整理

图 2 2013 年不同主体信用等级所发短券的发行利率走势情况图

⁴ 此部分分析样本不包括超短券。

表 4 2013 年按发行规模分析短券（含超短券）情况表

发行规模（亿元）	短券发行期数（期）			超短券发行期数（期）		
	2012 年	2013 年	同比增长（%）	2012 年	2013 年	同比增长（%）
1~5（含 5）	455	445	-2.2	0	5	-
5~10（含 10）	184	213	15.8	6	20	233.3
10~20（含 20）	87	123	41.4	35	65	85.7
20~30（含 30）	36	48	33.3	20	37	85.0
30~50（含 50）	30	23	-23.3	42	67	59.5
50 以上	16	8	-50.0	22	22	0.0

注：“-”表示无效的计算结果。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

本年度，超短券发行规模实现较大增幅。超短券具有发行频率高、发行规模较大的特点，本年度超短券发行规模主要集中在 10~20 亿元和 30~50 亿元的区间内（见表 4）。

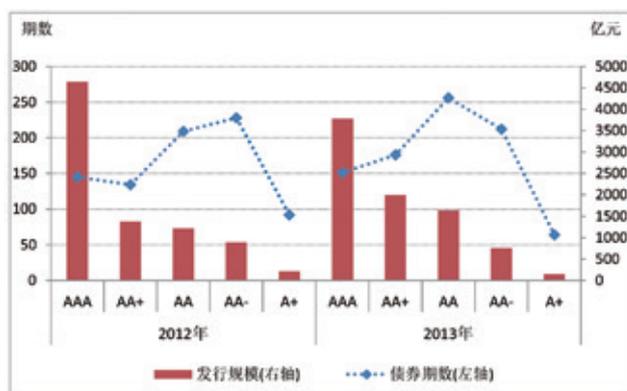
（五）短券发行主体信用等级分析⁵

发行主体信用等级分布方面，按发行期数统计，本年度，短券的发行主体级别分布与上年有所不同，AA+ 和 AA 级主体发行短券期数较上年分别增加 31.3% 和 22.5%，而 AAA 和 AA- 级别主体发行短券期数变动幅度较小。本年度发行期数最多的发行主体的信用等级由上年的 AA- 级别上升至 AA 级别，发行主体主要集中在 AA+~AA- 级别，发行期数占所有级别主体发行期数总和的 75.0%，级别分布较上年有所集中，但 AAA 级别主体所发短券期数在所有级别主体发行期数总和中的占比与上年相比基本保持稳定。

按发行规模统计，本年度，AA+ 和 AA 级别发行主体所发短券规模较上年分别增加 44.4% 和 34.6%，在发行总额中的占比分别上升至 23.9% 和 19.7%，而 AAA 和 AA- 级别发行主体所发短券规模分别减少 18.6% 和 15.0%，在发行总额中的占比分别下降至 45.5% 和 9.1%。本年度短券的发行主体信用等级主要集中在 AAA~AA 级，三者发行规模在发行总额中的占比达 89.1%，较上年的 86.7% 有略微上升。但由于 AA 和 AA+ 级主体发行规模大幅增加，使得 AAA 级与 AA 级和 AA+ 级主体所发短券规模差距较上年明显缩小。

（六）短券发行主体所有制性质分析

从短券（含超短券，下同）发行主体的所有制



注：此表未包含 2012 年 A- 级别主体发行 1 期短券；2013 年 A 级别主体发行短券 1 期。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 3 2012~2013 年度短券发行主体信用等级分布

性质来看，本年度国有企业依然是短券发行的主要企业类型。此外，本年度新增集体企业和其他类企业发行短券（见表 5）。

（七）短券发行主体行业分布分析

短券（含超短券，下同）发行主体行业分布方面，本年度，电力、交通运输、煤炭及煤化工、有色金属和建筑工程行业短券发行规模位居前五；电力、交通运输、有色金属、零售及贸易和建筑工程行业短券发行期数名列前五。此外，本年度新增材料和食品行业发行短券。

（八）短券发行主体地区分布分析

从短券发行主体的所在地区来看，北京作为大型

⁵ 此部分分析样本不包括超短券。

企业的集中注册地，聚集优势较为显著。本年度北京地区企业所发短券的规模共计 2227.8 亿元、发行期数共计 107 期，发行规模及发行期数仍均位列全国首位；江苏、山东、浙江、上海和广东地处东部沿海地区，经济总量规模较大、经济活跃度较高，本年度所发短券的发行规模及发行期数排名均位列于第 2~6 位间，排名与上年相比变动不大，作为重点短券发行区域的地位相对牢固。从短券发行期数和发行规模绝对数量情况看，除北京受超短券替代作用导致短券发行规模及期数同比均大幅回落外，其他江苏、山东、浙江和上海 4 个省份发行绝对数量较上年均有不同程度的上升，广东发行规模同比基本保持稳定。

（九）短券发行主体新增企业分析

本年度共有 94 家企业首次发行短券共计 294 期，发行规模 470.4 亿元，首次发行短券的企业家数占本年度发行短券企业总数的 14.2%；本年度共有 24 家企业首次发行超短券共计 42 期，发行规模 974.0 亿元，首次发行超短券的企业家数占本年度发行短超短券企业总数的 36.4%，交易商协会超短券扩容作用较为显著。

（十）短券承销情况分析

本年度共有 28 家主承销商参与承销短券（含超短券）发行，按承销期数统计⁶，中国建设银行以承销 101.5 期位居首位，招商银行屈居次席，中国银行、中信银行和兴业银行则分别位列第 3~5 位，但前五位承销商承销期数差距不明显。作为第一梯队，前五位

承销商承销短券期数总和占总承销期数的 44.7%，同比保持基本稳定。

按承销额度统计，2013 年度，四大国有银行占据前四的排位，其中建设银行以 1941.3 亿元的承销额位居市场首位，与分别位列第 2~4 位的工商银行、农业银行和中国银行差距约 500 亿元，建设银行承销额优势明显。前五位承销商的承销额度占总承销额度的 47.5%，较上年度下滑约 7.0 个百分点，承销规模优势有所削弱。

三、利差分析

在本年度发行的 860 期短券基础上，剔除 21 期发行期限在 1 年内的短券、18 期有担保的短券、40 期上市后较长时间内无交易的短券，剩余短券共计 781 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 781 期样本。

目前，短券的信用评级包括主体信用等级和债项信用等级的评定。由于几乎所有短券的债项信用等级均为“A-1”级，债项信用等级难以用于分析不同信用等级与债券发行及交易定价之间的关系，因此在本文中，我们采用发行主体的信用等级进行利差分析。

由于利差分析中我们选取国债利率⁷作为基准利率，因此在进行利差分析之前我们先检验短券利率与国债利率的相关程度。经检验，本年度各级别主体所发短券的发行利率与国债利率、首日交易利率与国债利率的相关性较高，全部通过了置信度为 95% 的显著性检验。

2013 年上半年短券的利差 I⁸ 和利差 II⁹ 较上年同期有所收窄，下半年短券的利差 I 和利差 II 较上年同

表 5 2012~2013 年度按不同所有制性质企业分析短券（含超短券）发行情况

项目	2012 年				2013 年			
	发行期数 (期数)	占比 (%)	发行规模 (亿元)	占比 (%)	发行期数 (期数)	占比 (%)	发行规模 (亿元)	占比 (%)
国有企业	674	72.2	12975.6	91.5	779	72.5	14393.9	90.8
民营企业	243	26.0	1084.4	7.6	216	20.1	1037.6	6.5
外商独资企业	6	0.6	37.5	0.3	40	3.7	208.1	1.3
中外合资企业	11	1.2	84.0	0.6	30	2.8	182.7	1.2
集体企业	-	-	-	-	8	0.7	31.5	0.2
其他类企业	-	-	-	-	2	0.2	4	0.0
总计	934	100.0	14181.5	100.0	1075	100.0	15857.8	100.0

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁶ 对于采用联合主承销商形式发行的短券，各承销商的承销期数与承销额度按 50% 计算。

⁷ 国债利率即一年期银行间固定利率国债到期收益率。

⁸ 利差 I 即发行利差，指短券的发行利率与其起息日的国债利率的差额，反映在特定利率市场环境下短券的风险溢价水平。

⁹ 利差 II 即交易利差，指短券第一个交易日的平均收益率和当日的国债利率的差额，在一定程度上反映了在特定利率市场环境下短券的风险溢价水平。

期有所扩大，由于上半年短券的发行量多于下半年短券的发行量，整体看本年度短券的利差 I 和利差 II 较上年普遍有所收窄（见表 6）。本年度短券的利差 I 和利差 II 的波动较上年有所增大，可能是由于本年度银行间市场资金面松紧波动较大造成短券的利率波动较大，而国债利率的波动相对较小，进而导致短券的利差波动较大，以及由于本年度信用评级机构调整发债主体级别的情况较多，可能导致投资者对信用等级的认可度降低等因素造成的。

本年度短券发行主体的信用等级对短券利差的影响主要体现在以下方面：一是发行人主体的信用等级与短券利差之间的反向关系仍然显著，即主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高。二是主体信用等级越低，各等级主体所发短券的利差 I 和利差 II 的级差越大，表明随主体信用等级的降低，投资者对各等级主体所发短券要求的风险溢价有更高的要求。三是主体信用等级越低，各等级主体所发短券的利差 I 和利差 II 的波动普遍越大，可能是因为主体信用等级越低，投资者对该信用等级主体的认可度越不统一（见表 7）。

为进一步研究发行主体的信用等级对利差 I、II

的影响程度，本文通过方差分析法进行检验，以确定信用等级对利差影响的显著性以及各信用等级之间的差异化。从结果看，各等级主体所发短券的利差 I 和利差 II 差异均显著，说明本年度短券的发行主体信用等级对一级市场和二级市场定价表现出良好的区分度，主体的信用等级对短券的定价有很重要的参考价值。

总体而言，本年度各等级主体所发短券的利差 I 和利差 II 较上年普遍有所收窄，利差 I 和利差 II 的波动较上年有所增大。短券发行人的主体信用等级对利差有十分重要的影响，反向关系仍然显著，各等级主体所发短券的利差 I 和利差 II 与主体的信用等级整体相关性较高。

四、一、二级市场利率的相关性

由于短券发行利率与首日交易利率相关性较高，通过对本年度所发短券的一、二级市场利率之差进行分析，可以观察各信用等级主体所发短券的一、二级市场衔接程度。

2013 年，大部分短券的一、二级市场交易利差为正，出现利率倒挂¹⁰现象的共有 182 期短券，较上

表 6 2013 年短券利差 I、利差 II 情况

主体级别	利差 I				利差 II			
	均值 (BP)		标准差 (BP)		均值 (BP)		标准差 (BP)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
AAA	152.67	146.95	33.89	34.64	148.94	152.25	29.88	37.95
AA+	199.59	175.40	31.72	37.43	189.55	173.99	30.82	41.56
AA	232.05	216.39	45.96	60.29	220.71	210.87	49.67	65.17
AA-	301.45	266.44	53.77	67.81	295.83	263.19	56.80	72.45
A+	429.68	368.19	59.02	69.92	426.32	368.58	60.01	71.14
A	-	399.53	-	-	-	398.70	-	-

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 7 2013 年各等级发行主体对应的短券利差 I、利差 II 情况

主体级别	样本量	发行利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利差 I			利差 II		
				均值 (BP)	级差 (BP)	标准差 (BP)	均值 (BP)	级差 (BP)	标准差 (BP)
AAA	131	3.77~6.80	4.71	146.95	-	34.64	152.25	-	37.95
AA+	170	4.07~6.80	4.93	175.40	28.45	37.43	173.99	21.74	41.56
AA	241	4.26~9.40	5.39	216.39	40.99	60.29	210.87	36.88	65.17
AA-	189	4.77~9.90	5.76	266.44	50.05	67.81	263.19	52.32	72.45
A+	49	5.20~8.95	6.89	368.19	101.75	69.92	368.58	105.39	71.14
A	1	-	6.80	399.53	31.34	-	398.70	30.12	-

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

¹⁰ 利率倒挂是指债券的发行利率减去其首个交易日的平均交易利率的值为负的情况。

年增加了 97 期，出现利率倒挂的期数与发行总期数的比为 23.30%，较上年上升了 18.70 个百分点；利率倒挂短券的平均倒挂利差为 -15.74BP，较上年增长了 62.60%。这主要是受到了 2013 年下半年，银行间市场资金面不断趋紧，流动性较差，二级市场交易活跃度降低的影响，且利率倒挂现象集中于本年度的第三、四季度，分别为 74 期和 62 期，合计占总利率倒挂短券期数的 74.73%。另外，由于高主体信用等级的短券具有较强的议价能力，其发行利率较其他主体级别短券偏低，因此倒挂现象更为明显，表现为 AAA 级主体所发短券出现利率倒挂的期数最多，共有 60 期，且短券利率倒挂现象随发行人主体信用等级的下降而减少。整体来看，本年度所发短券一、二级市场衔接程度较上年相对不佳，一、二级市场利率的差额波动较大。

本年度 AAA 和 AA 级别主体所发短券的一、二级市场交易利差较其它级别幅度偏宽且波动较大，表明该两类级别主体所发短券的一、二级市场衔接程度要弱于其它级别主体所发短券，套利空间相对较大。

五、市场对评级机构信用等级认可度

从一定意义上说，对于同样的信用等级（主体），所对应的利差均值越小、波动范围越窄（标准差越小），表明市场对该信用等级的认可度越高，反之亦然。从这一理论出发，根据本年度所发短券的样本数据，对联合资信、大公、中诚信、新世纪这四家评级机构出具的各信用等级的利差 I 和利差 II 的计算结果见表 8。

从利差检验结果来看，在 AA+ 级别方面，大公所评短券的利差 I 和利差 II 的均值与标准差均略低于其它评级机构；在 AA- 级别方面，中诚信所评短券的利差 I 和利差 II 的均值与标准差均略低于其它评级机构，表明二级市场对上述两家评级机构出具的 AA+ 和 AA- 信用等级的认可度较高。其它信用级别方面，各家评级机构所评短券的利差 I 与利差 II 表现不一致，投资者对各评级机构出具的评级结果的认可度未表现出明显的一致性。但上述检验可能存在由于样本数量不多而出现偏差的问题。

表 8 2013 年各评级机构所评主体级别利差检验结果

主体级别	评级机构	样本数 (个)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	标准差 (BP)	均值 (BP)	标准差 (BP)
AAA	联合资信	26	143.80	30.13	146.29	34.35
	大公	25	155.61	47.35	165.32	49.01
	中诚信	74	146.49	32.05	151.65	35.11
	新世纪	6	137.56	14.40	137.32	26.30
AA+	联合资信	46	170.72	42.50	171.00	46.47
	大公	28	165.29	24.28	162.11	27.91
	中诚信	60	178.48	40.43	178.68	44.97
	新世纪	36	184.11	32.04	179.22	36.92
AA	联合资信	52	227.80	67.21	218.54	74.19
	大公	49	219.32	65.48	217.47	69.77
	中诚信	85	208.55	58.75	202.40	62.51
	新世纪	55	215.09	49.78	210.83	55.34
AA-	联合资信	36	263.82	61.25	261.06	66.19
	大公	51	266.39	63.57	266.05	67.84
	中诚信	42	246.60	46.19	241.34	50.20
	新世纪	60	279.54	83.93	277.34	89.01
A+	联合资信	9	392.01	102.92	399.41	103.34
	大公	21	365.21	69.62	364.41	68.87
	中诚信	8	353.97	70.56	350.12	74.47
	新世纪	11	364.72	34.95	364.72	35.14

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理。



开启社会信用体系建设的新篇章

联合资信评估有限公司 李振宇

日前，国务院常务会议专门部署了加快建设社会信用体系、构筑诚实守信的经济社会环境工作。会议高度评价了社会信用体系建设的重要性，通过了《社会信用体系建设规划纲要(2014-2020年)》，提出了具体的工作要求，必将开启我国社会信用体系建设的新篇章。

我国社会信用体系建设已经开展多年，取得了突破性进展，如企业和个人的金融信用信息数据库及其使用体系基本建成；政府政务信息公开取得了很大进展；部分行业和地区建立了信用信息数据库并开始收集相关信息、使用信用报告；企业评级、债券评级等评级行业发展较快等。但是，在有些关键领域仍需要进一步努力，我国社会信用体系远未建成，失信行为仍处于高发状态。

从国务院此次会议的精神及相关部委的工作态势来看，未来我国社会信用体系建设应在以下方面取得突破：

一是政府应加快构建黑名单。“依法使各类社会主体的信用状况

透明、可核查，让失信行为无处藏身。”这是最为重要的惩罚机制。只要能够建立比较完善的黑名单，使用者可以方便查到，就会对失信者构成强大的威慑。最近八部委向社会公布失信被执行人，就是一个好的开始。希望在各个领域，都抓紧建立黑名单，并可在一定范围内查询。

二是政府应加大对失信行为的惩戒力度。“要完善奖惩制度，全方位提高失信成本，让守信者处处受益、失信者寸步难行，使失信受惩的教训成为一生的警钟”。如对于债务失信的人员要禁止部分高消费行为，限制在金融机构贷款；失信被执行人为自然人的，不得担任企业的法定代表人、董事、监事、高级管理人员等。各个行业或政府部门也应建立相关的失信惩戒措施。

三是政府应切实推动信用记录、信用报告的使用。国家发改委、人民银行等已经明确要求行政管理事项中使用信用记录和信用报告。在行政管理事项中使用信用记录和信用报告是发挥政府在社会信

用体系建设中示范带头作用的重要举措；是有效培育市场信用需求，提升社会诚信意识和提高政府行政管理规范化、科学化水平的重要手段；是推动完善信用主体信用记录、培育发展信用服务市场和建立健全失信联合惩戒机制的迫切要求。

四是应着力培育和规范信用服务市场，加强企业信用体系建设。企业信用问题主要包括其合法合规与诚信度、商业信用度、金融信用度等。前述几个方面的工作可以在解决企业合法合规与诚信度问题上发挥重要作用；人行的金融信用信息基础数据库及使用体系基本建成并运行，在解决金融信用度方面可以发挥决定性作用，同时需要市场征信机构的进一步参与和发挥作用；而在商业信用度方面，我国主要依赖市场征信服务机构的工作，今后应加大支持和工作力度。

实际上，商业信用是社会信用的基础，是企业诚信与否的重要标志，企业的商业信用关乎市场秩序能否规范、交易成本的高低、经济社会活动的可预期性和效率等。

从现实情况看，商业信用问题是我国社会信用体系建设的薄弱环节，建议在以下方面采取措施：第一，商业往来中的资金拖欠行为（主要的企业失信行为），应成为政府所使用的信用记录、信用报告的最重要的部分，成为衡量企业诚信度的核心指标之一，同时成为衡量企业

金融信用度的重要参考之一。严重的拖欠资金行为应列入政府的黑名单。以此来纠正企业间不公正、不平等的合作关系，促使企业把诚信经营作为安身立命之本，切实做到重合同、守信用。第二，对于企业的资金拖欠行为，应允许征信机构作为重要的信用记录进行提供、记

载、查询、传播，提供强有力的法律支持。第三，鼓励在行业组织内，建立企业商业交易规范、自律规则，建立商业交易的失信记录、惩戒措施。第四，鼓励和促进征信机构间企业信用记录的交流和合作，改善征信业的发展环境。

从评级角度 对 2013 年政府债务审计结果的解读

联合资信评估有限公司 刘小平

一、债务规模可控

2013 年 12 月 30 日，审计署公布了中国五级政府债务审计结果。审计结果显示，2012 年底，五级政府债务规模为 27.77 万亿元（全国政府负有偿还责任的债务余额 19.07 万亿元），中央政府 11.88 万亿元（中央政府负有偿还责任的债务余额 9.44 万亿元），地方政府 15.89 万亿元（地方政府负有偿还责任的债务余额 9.63 万亿元）；2013 年 6 月底，五级政府债务规模为 30.27 万亿（全国政府负有偿还责任的债务余额 20.70 万亿元），中央政府 12.38 万亿（中央政府负有偿还责任的债务余额 9.81 万亿元），地方政府 17.89 万亿元（地方政府负有偿还责任的债务余额 10.89 万亿元），政府债务规模处于市场预期范围内。从政府债务负担情况看，截至 2012 年底，全国政府负有偿还责任的债务余额与当年 GDP（518.942 亿元）

的比率（负债率）为 36.74%，全国政府负有偿还责任债务的债务余额与当年综合财力的比率（债务率）为 105.66%。若将政府负有担保责任的债务按照 19.13%、可能承担一定救助责任的债务按照 14.64% 的比率折算，2012 年底全国政府性债务的总负债率为 39.43%，总债务率为 113.41%，处于国际通常使用的 60% 的负债率、90-150% 的债务率控制标准参考值范围内，同时相对国际上美国、日本、欧盟还是要低很多，中国政府债务规模可控、债务负担仍处于合理范围内。

二、债务增长较快

从地方政府债务增长¹情况来看，截至 2013 年 6 月底，地方政府债务为 17.89 万亿元，较 2010 年底增长 66.93%，年均增长 22.75%，其中：省级、市级、县级债务余额分别较 2010 年底增长

61.74%、56.34% 和 77.34%；省市区三级政府负有偿还责任的债务余额 10.58 万亿元，较 2010 年底增长 36.09%，年均增长 19.97%。其中：省级、市级、县级年均分别增长 14.41%、17.36% 和 26.59%。2011-2013 年 6 月，地方政府债务年化增长率虽低于 2009 年 61.92% 的增长水平，但高于 2010 年 18.86% 的增长水平，也远高于同期 GDP 的增速，与全社会固定资产投资增速相当。由此可见，2011 年-2013 年 6 月，地方政府债务膨胀速度较快，尤其是县级政府债务增长最快，在投资驱动型中国经济增长模式中，债务融资仍是投资资金的重要来源。

三、债务结构不平衡

从债务结构来看，由于中国并没有通过立法对各级政府的事权进行明确划分，事权配置缺乏制度规范，这导致了上级政府的事

¹ 与 2011 年地方政府债务审计相比，此次债务审计统计口径发生变化，新增了审计范围和融资方式，这也是导致本次政府债务增速较快的原因之一。

权层层下移，中央政府和地方政府、地方政府与基层政府事权错位。体现为越低层级的政府承担的事权越多，债务占比相应越高。

首先，从中央和地方两级政府债务结构看：截至 2013 年 6 月底，中央政府和地方政府债务余额分别占比 40.9% 和 59.1%，地方政府债务余额占比高于中央政府，这与中央及地方两级政府财权分布及财力调控能力不尽匹配。

其次，从地方政府债务结构看：地方政府债务余额方面，全国省级、市级、县级和乡镇政府债务余额占比 29.03%、40.74%、28.18% 和 2.04%，市县级政府是地方政府债务主体；地方政府刚性债务方面，各级地方政府负有偿还责任债务在各自债务总额占比中，省级最低，为 34.2%，市级 66.4%，县级 78.5%、乡镇 84.2%，层级越向下，刚性债务占比越高，这与中国目前地方基层政府财力形成“倒挂”；地方政府债务区域和行业分布方面，截至 2012 年底，有 3 个省级、99 个市级、195 个县级、3465 个乡镇政府负有偿还责任债务的债务率高于 100%；其中，有 2 个省级、31 个市级、29 个县级、148 个乡镇 2012 年政府负有偿还责任债务的借新还旧率（举借新债偿还的债务本金占偿还债务本金总额的比重）超过 20%。从行业债务状况看，截至 2013 年 6 月底，全国政府还贷高速公路和取消收费政府还贷二级公路债务余额分别为 19422.48 亿元 4433.86 亿元，债务偿还压力较大。地方政府债务区域和行业结构性不平衡。

四、整体偿债风险较低，但短期承压

从中国整体债务偿还能力来看，审计结果显示，截至

2012 年底，全国政府负有偿还责任债务的债务余额与当年综合财力的比率为 105.66%。若将政府负有担保责任的债务按 19.13%、可能承担一定救助责任的债务按照 14.64% 的比率折算，总债务余额与当年综合财力的比率为 113.41%，中国政府综合财力对政府债务具有一定的保障。同时，在政府负有担保责任的债务及政府可能承担一定救助责任的债务中，用于土地收储的债务形成了大量的土地储备资产；用于城市轨道交通、水热电气等市政建设和高速公路、铁路、机场等交通运输的债务，形成相应资产且大多有经营性收入；用于公租房、廉租房、经济适用房等保障性住房的债务，有相应的资产、租金和售房收入，上述收入均能作为政府债务偿还的重要资金来源；此外，在中国特色背景下，中国政府可以调控的资源比较多，国企占比高，整体质量较好，中国政府良好的可变现资产或股权对政府债务的偿还提供了良好的补充，中国政府整体债务偿还能力较强，债务安全性较高；同时中国作为单一制国家，如果局部地方政府出现债务风险，中央政府凭借其强大的调控能力对下级地方政府救助的可能性很大，中国政府债务偿还意愿较强。

从短期偿债能力来看，由于债务规模趋增、到期债务在 2013-2015 年集中释放，而宏观经济增速放缓导致公共财政收入增速放缓、房地产调控导致政府性基金收入下滑、银行融资渠道趋紧等多重因素导致政府债务短期支付压力加大，流动性风险上升，仍将有赖于阳光融资提供的流动性支持。具体来看：

（一）债务偿还分布方面

2013 年 7 月至 12 月、2014 年、2015 年到期需偿还的政府负有偿还责任债务分别为 2.49 万亿元、

2.38 万亿元和 1.86 万亿元，分别占 2013 年 6 月底政府负有偿还责任债务总额的 22.92%、21.89% 和 17.06%，2013-2015 年政府债务年度偿还金额均远高于历史年度。

（二）偿债资金来源方面

公共财政收入方面，2012 年以来，受经济增长放缓、企业利润增幅低、物价涨幅回落，特别是工业生产者出厂价格下降以及结构性减税力度较大等因素叠加影响，2012 年全国财政收入增长 12.8%，同比回落 12.2 个百分点。2013 年 1-11 月全国财政收入增长 9.9%，同比回落 2 个百分点，财政收入增速出现明显放缓，接近分税制改革以来的最低值，且在宏观经济增速放缓、税制改革等背景下，财政收入增速持续放缓已经是大概率事件，未来 2-3 年，公共财政收入 / 当年需偿还的债务本息的保障能力减弱；政府性基金收入方面，自 2007 年起土地出让收入开始纳入政府性基金预算以来，全国政府性基金收入从 2008 年的 1.56 万亿元增长到 2011 年的 4.14 万亿元，年复合增长率达 38.30%。2012 年以来，受房地产调控政策影响，土地出让收入减少，导致政府性基金收入在 2012 年首次出现下滑，为 3.75 万亿元，在房地产持续调控的背景下，未来 2-3 年，全国政府性基金收入大幅回升的可能性很低。与此同时，审计结果显示，截至 2012 年底，11 个省级、316 个市级、1396 个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额 3.49 万亿元，占省市县三级政府负有偿还责任债务余额 9.37 万亿元的 37.23%，地方政府债务偿债资金来源对土地收入的高度依赖性和土地收入的滑落，使得未来 2-3 年大规模到期的债务偿还流动性承压；全国国有及国有控股企业经济运行情况方面，2012 年国有企业累计实现利润总

额 21959.6 亿元，同比下降 5.8%。2013 年 1-11 月，国有企业累计实现利润总额 21484.1 亿元，同比增长 8.2%，增速反弹，但国有企业利润来源与政府债务分布不匹配，利润占比较大的行业为电力行业、电子行业、施工房地产行业、汽车行业等，这类企业主要为市场化运作的企业，虽然该部分利润能为政府贡献一部分国有收益或者分红，但相对于整个政府债务规模而言，贡献率很低。

（三）融资渠道方面

近年来，由于银监会不断加强商业银行对地方政府贷款的监管，2011-2013 年 6 月新增地方政府贷款规模 1.5 万亿元，仅占新增地方政府债务 7.1 万亿元的 21%，银行贷款虽仍为地方政府债务资金的主要来源，但在地方政府债务的比例由 2010 年底的 79.01% 下降了 22.45 个百分点至 2013 年 6 月底的 56.56%。与此同时，政府一方面由于大规模的投资需要债务资金跟进，另一方面自 2011 年以来，地方政府债务陆续进入偿债高峰期，为满足流动性需求，政府融资方式更为多样化，尤其是资金成本较高的信托融资、BT 等呈现快速增长趋势，2013 年 6 月底，分别占地方政府债务余额的 8.25% 和 7.97%，但信托融资、BT 等融资方式不易监管和便于管理，可能容易滋生新的债务风险。

五、平台债信用风险将出现分化

融资平台公司仍然是地方政府债务的主要举债主体，2013 年 6 月底，融资平台公司债务余额 6.97 万亿元（政府负有偿还责任的债务占 58.47%），占地方政府债务余额的 38.96%，其中平台企业债券规模达 1.1 万亿元（政府负

有偿还责任的债务占 44.74%）。对于平台企业债务风险，债务属性、地方政府现有债务水平、未来偿债资金来源（包括综合财力和自身经营性收入）与债务扩张的匹配性是衡量其债务风险的关键。不同类型的平台企业，信用风险有所分化。

（一）已纳入地方政府债务口径的平台债

1. 对于全口径债务率 $\leq 90\%$ 且未来年度偿债资金来源与债务扩张速度相当的省市级政府所属平台，尤其是特大型、大型城市（500 万人口以上）所属的平台企业，由于后续大规模固定资产投资增速有望放缓，其整体债务扩张将相对有序，随着我国下一阶段财政偏向于居民收入增长安排，其消费占比上升导致税收上升、以及已投资项目陆续进入收益回报期，偿债资金来源的多样化和稳定增长将对平衡其债务风险产生积极效应，信用风险相对较低。

2. 对于负有偿还责任债务的债务率超过 100% 的省、市、县级政府所属平台，由于现有债务偿还压力较大，自身偿债能力较弱，债务风险累积，信用基本面较差；或者即使负有偿还责任债务的债务率未超过 100%，但未来偿债资金的增幅与债务扩张严重不匹配的区县平台及部分中西部地区市级平台，由于其基础设施相对落后、城镇化水平较低，随着城镇化速度加快，其债务规模可能大幅增长，而偿债资金增幅远低于债务增幅，该类平台整体偿债风险上升是大概率事件，信用风险相对较高。从目前已经发债的百强县平台企业来看，经济较为发达的江浙地区百强县，政府负有偿还责任债务的债务率均控制在 100% 以内，但县级平台近几年债务规模快速攀升，与其偿债资金来源增长不匹配，平台企业现金

类资产对其到期债务平均覆盖程度较低，自身偿债压力大，为改善流动性，此类县级平台在一定程度上借助于融资成本较高的信托融资等方式借新还旧，信用水平相应有所弱化。

（二）未纳入地方政府债务口径的平台债

纳入地方政府债务中的融资平台债务，并非融资平台举借的所有债务，即使公开市场发行的债券，仍有 50% 左右的债务尚未纳入广义的地方政府债务口径，由于平台企业整体盈利能力很弱，此类平台债信用风险最高，不排除个别地方政府融资平台公司所发行的债券，由于政府连最低的“承担一定救助责任”的义务都没有，而出现违约。

针对 2014 年企业债券偿债高峰的到来，2013 年 12 月 31 日，国家发改委就企业债券市场发展有关情况答记者问中，明确提出推行“阳光融资”，实行债务重组。允许平台公司发行部分债券对“高利短期债务”进行置换，加大债务重组力度；同时还提出，平台公司项目建设资金出现缺口，无法完工实现预期收益的情况下，可考虑允许这些平台公司发行适度规模的新债，募集资金用于“借新还旧”和未完工的项目建设，确保不出现“半拉子”工程。平台企业发行的城投债 80% 以上集中于发改委主管的企业债，国家发改委对 2014 年企业债券市场发展采取的相关举措，在一定程度上有助于缓解城投债到期偿付的流动性风险，并降低违约事件发生的概率。



对信用评级体系的再认识

联合信用管理有限公司 马文洛 崔冶

信用评级讲求一定的方法和程序，按照事先制订的评级指标体系进行。评级指标即评级的主要分析内容。信用评级是在定量分析基础上的定性判断，财务数据是判断经济主体的基本原材料。因此，传统的主体信用评级更多表现为“财务实力评级”，即主要基于评级对象财务信息对其偿债能力和偿债意愿进行分析和评价，当然也包括其所在行业状况、公司治理和管理水平等，但信用分析师对这些内容的判断与评级对象财务状况基本上呈正相关关系，即秉承财务报表是一切经营管理行为的结果的假设。很难设想，一个经营管理很好的公司却连年亏损而难以偿付债务。

由于财务指标是对已经发生的历史情况的鉴证，而信用评级是对未来偿债风险的意见，因此单纯的依赖财务指标的评级方法显得有点狭隘。例如，英国的评级制度排除了分析人员的主观判断，完全依靠财务因素进行评价。只要能够得到有关评级资料，便可以机械地进行评级，无论任何人进行评级结果都是相同的。而且根据评级必须独立于债券发行人的原则，分析师基本上不与发债企业直接面谈，完全依赖企业提供的财务报表进行分析判断。英国第一家债券评级机构埃克斯特仅仅维持了一年零四个月就倒闭了，于1979年全部停止了债券评级业务。可见，单纯的财务分析法在评级领域已寿终正寝。

用过去的财务指标来预测主体未来的行为可能发生误判。例如，在前三季营业收入同比增长5.69%的情况下，由于担心青岛输油管爆燃事故影响到投资者的信心，中石化推迟了发行A股300亿元可转

换公司债的计划。进一步，为什么拥有政府背景的企业比同样财务实力的民营企业评级要高？为什么有人断言：即使一把火烧光可口可乐的所有固定资产，可口可乐凭着其商标就能重新起来？所以信用评级需要进行主观判断，而这种判断当然不能局限于财务信息。

另外，从经济周期的角度，依靠财务信息的评级在一个经济周期内即短期内对未来的预测相对有效，长期则囿于外部环境的变化和人们分析能力的不足而勉为其难。因为影响经济主体履约能力的因素是在随时变动的。

信用评级指标不仅仅包含财务信息，更应该涵盖品牌、价值观等诚信意识与社会声誉。建立在信用基础上的商业行为在当前已超越金融、经济层面，涉及到城市社区、伦理道德与社会责任。信用评级是对评级对象抵御信用风险各种因素的综合评价，是对评级对象各种经济、技术、财务指标的整体判断，这些评价指标是互相牵制、甚有可能是反方向作用的。

150年前诞生的信用评级需要改变了。信用评级既然是对未来偿债能力与意愿的评价，那就必须适应当今社会的变革，特别是长期债务评级。早在1987年联合国大会发布的《我们共同的未来》报告提出“可持续发展”概念：“既满足当代人的需求，又不对后代人满足其需求的能力构成危害的发展称为可持续发展。”目前主要跨国公司每年均要公开发布《财务审计报告》、《社会责任报告》、《信用评级报告》。1995年，中国把可持续发展作为国家的基本战略。

“既满足当代人的需求”可以

假定为对评级对象的短期财务评级，“又不对后代人满足其需求的能力构成危害的发展”可以假定为对评级对象的长期债务评级。“可持续发展”包含经济、社会和环境三大方面内容。传统的评级指标体系侧重于与经济方面（如产品和服务、利润、公司治理等），现在应该考虑社会方面（如利益相关者、劳动者权益、社会贡献等）和环境方面（环境管理、对环境无害产品、资源节约等）。

经济、社会、环境三重底线已被各国政府逐步采纳。早在2007年，中国人民银行、银监会等有关部门下文限制银行对高耗能、高污染行业贷款。近期，国家发改委对企业债将按“加快和简化审核类”、“从严审核类”以及“适当控制规模和节奏类”三种情况进行分类管理，属于“从严审核类”的情况包括募集资金用于产能过剩、高污染、高能耗等国家产业政策限制领域的发债申请。

业内人士的基本观点有两种意见：一种意见认为，上述合规性是信用评级的前提，必须满足行业监管要求才能进行给予评级，即“一票否决”；另一种意见认为，上述合规性是个动态过程，政府也不是“一剑封喉”，应该区分其程度给予相应等级。但不管哪种意见，信用评级不得不考虑上述因素并予以分析、判断和定级。

笔者认为，在社会认知和政府监管越来越进步的情况下，既然信用评级是偿债能力和意愿的评价，也应与时俱进，评级指标理应加入更多的非财务因素，且其权重应逐渐增强。

宁德市国有资产投资经营有限公司 2013年度8亿元公司债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2013-12-05
发行规模：8亿元
期限：7年
利率：7.99%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AA
评级时间：2013年5月8日
分析师：李小建 董鑫洋

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年
资产总额(亿元)	89.63	96.64	119.63
所有者权益(亿元)	39.80	48.30	52.85
长期债务(亿元)	35.99	30.16	31.31
全部债务(亿元)	43.34	40.58	51.88
营业收入(亿元)	9.78	11.56	12.96
利润总额(亿元)	7.88	2.62	3.39
EBITDA(亿元)	9.46	4.26	5.27
经营性净现金流(亿元)	8.25	4.43	7.01
营业利润率(%)	25.30	13.64	25.06
净资产收益率(%)	19.18	5.31	5.95
资产负债率(%)	55.59	50.02	55.82
全部债务资本化比率(%)	52.13	45.66	49.54
流动比率(%)	282.55	201.89	143.59
全部债务/EBITDA(倍)	4.58	9.53	9.84
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.18	0.53	0.66

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对宁德市国有资产投资经营有限公司(以下简称“宁德国投”或“公司”)的评级反映了公司作为宁德市城市和交通建设重要主体和投融资平台,受益于地方经济快速发展,地方政府的大力支持,以及经营性资产的运营,公司收入保持较快增长。联合资信同时也关注到公司投资规模较大、流动资产中应收款占比较大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来根据宁德市“环三都澳”发展规划,宁德市将加大基础设施投资力度,各项重点投资项目逐步推进,公司面临着良好的投资环境,地方政府对公司的持续支持也将为公司发展提供有力保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障程度较高,本期债券本金分期偿还的还款方式有助于降低集中偿付风险。总体看,本期债券到期不能偿还风险低。

优势

● 宁德市经济增长迅速,地方财政实力不断增强,为公司营造了良好的外部发展环境。

● 作为宁德市城市和交通建设重要主体和投融资平台,公司在财政补贴、基础设施建设项目政府回购上得到政府的大力支持。

● 公司下属经营性资产包括闽东电力、闽东能源、三都澳大酒店等,经营状况良好。

● 公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障程度较高。

关注

● 公司流动资产中应收款项规模大,部分应收款项账龄较长,存在一定回收风险。

● 公司城市和交通基础设施建设板块投资与经营受政策指导影响较大。

● 公司投资规模较大,对外部融资依赖度偏高。

主体概况

公司成立于1997年5月5日,系根据福建省宁德地区行政公署文件宁署(1997)综62号文《宁德地区行政公署关于同意宁德地区国有资产管理局组建国有资产投资经营有限公司的批复》设立,由宁德市国有资产管理局出资组建的国有企业,初始注册资本300万元;

2003年12月,公司注册资本增加至10亿元人民币。截至2012年底,公司注册资本10亿元人民币,由宁德市国有资产监督管理委员会全额出资。公司的实际控制人为宁德市国有资产监督管理委员会。

经营范围:接受宁德市国资委委托,从事委托范围内国有资产的产权营运,行使出资者职能;实业投资,实现国有资产保值、增值。

截至2012年底,公司拥有6家全资子公司、3家控股子公司,公司本部下设投资发展部、经营管理部、财务部、办公室、人力资源部、法律事务部、城建部、监察审计室8个职能部门。

截至2012年底,公司合并资产总额119.63亿元,所有者权益52.85亿元(含少数股东权益8.41亿元)。2012年公司实现营业收入12.96亿元,利润总额3.39亿元。

公司注册地指:福建省宁德市下宅园前岗弄1号1幢;法定代表人:包江苏。

宁夏宝塔石化集团有限公司

2014年度第一期中期票据信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间: 2014-01-28
 发行规模: 8亿元
 期限: 5年
 利率: 8.90%

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级结果: 主体长期信用等级: AA
 评级展望: 稳定
 本期中期票据信用等级: AA
 评级时间: 2013年5月16日
 分析师: 祖宇 侯煜明

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	83.58	151.16	228.93	234.37
所有者权益(亿元)	38.15	62.58	93.91	94.99
长期债务(亿元)	16.44	36.81	54.83	33.99
全部债务(亿元)	42.21	85.74	125.75	108.00
营业收入(亿元)	80.70	132.14	192.56	47.63
利润总额(亿元)	3.84	5.29	6.96	1.37
EBITDA(亿元)	7.26	12.24	18.69	--
经营性净现金流(亿元)	5.19	6.75	10.36	2.60
营业利润率(%)	9.38	9.45	9.73	9.21
净资产收益率(%)	8.65	7.17	6.24	--
资产负债率(%)	54.36	58.60	58.98	59.47
全部债务资本化比率(%)	52.53	57.81	57.25	57.83
流动比率(%)	102.56	94.60	81.77	77.24
全部债务/EBITDA(倍)	5.82	7.00	6.73	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.90	2.17	2.16	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.91	1.53	2.34	--

注: 2013年一季度财务数据未经审计。

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对宁夏宝塔石化集团有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了其作为中国民营大型地炼企业之一,在技术研发、生产规模及原料保障等方面具备的优势。同时联合资信也关注到中国炼化行业上游原料具有一定垄断特点,下游定价机制非市场化,以及相较于国有大型炼化企业公司规模仍较小等因素对公司经营及发展带来的不利影响。

公司新建新疆生产基地周边油料资源较丰富,未来随着公司在建项目的投产,公司经营规模及收入规模将快速增长,公司整体竞争能力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营性现金流入量及EBITDA对本期中期票据的覆盖程度较强。基于对公司主体长期信用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较低。

优势

- 公司拥有多元化原料采购渠道,具有一定原料保障能力。
- 公司具有一定规模储油能力,有助于其短期内抵抗市场波动风险。
- 公司专注自身核心业务,近年经营规模及收入规模快速增

长,综合实力有所增强。

● 公司经营性现金流入量及EBITDA对本期中期票据覆盖能力强。

关注

● 公司所处行业上游具有一定垄断特点,随着公司产能规模的逐步扩张,公司原料保障将面临一定压力。

● 公司下游零售渠道集中度较高,公司下游议价能力较弱。

● 公司所在行业属强周期性行业,公司面临一定行业周期风险。

● 公司在建项目规模较大,随着在建项目的推进,公司债务负担可能继续上升。

主体概况

公司前身为宁夏宝塔石化有限公司,于1997年10月7日经宁夏回族自治区工商局批准设立,注

册资本1000万元,公司先后经历3次股权变更及12次增资,截至2012年底公司注册资本为17.25亿元,股东分别为孙珩超(股权比例59.3127%)、孙淑兰(股权比例7.644%,系孙珩超姐姐)和宁夏泰瑞智本投资管理有限公司(股权比例33.0433%,公司实际控制人为孙珩超先生)。

公司经营范围包括:液化石油气、凝析油、石脑油、重油、渣油、脱蜡柴油、重柴油、丙烯、甲醇、甲基叔丁基醚、柴油零售(仅限分支机构经营)。

截至2013年3月底,公司资产总额为234.37亿元,所有者权益合计为94.99亿元(其中少数股东权益为18.32亿元);2013年1~3月公司实现营业收入47.63亿元,实现利润总额1.37亿元。

公司注册地址:银川市金凤区宁安大街88号宝塔石化大厦;法定代表人:孙珩超。

云南沃森生物技术股份有限公司 2013年度第一期中期票据信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2013-12-13
发行规模：5亿元
期限：3年
利率：8.30%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA-
评级展望：稳定
本期中期票据信用等级：AA-
评级时间：2013年9月23日
分析师：马栋 丁陈晨

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
资产总额(亿元)	29.86	30.07	44.50	45.49
所有者权益(亿元)	25.51	27.13	31.70	31.91
长期债务(亿元)	0.78	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	2.32	0.53	5.40	7.20
营业收入(亿元)	3.59	4.74	5.38	2.35
利润总额(亿元)	1.83	2.46	2.67	0.80
EBITDA(亿元)	2.00	2.65	3.16	--
经营性净现金流(亿元)	0.87	0.92	0.78	-0.28
营业利润率(%)	90.17	90.39	87.39	83.47
净资产收益率(%)	6.05	7.65	7.11	--
资产负债率(%)	14.58	9.76	28.78	29.85
全部债务资本化比率(%)	8.35	1.93	14.55	18.41
流动比率(%)	787.33	929.92	234.08	196.75
全部债务/EBITDA(倍)	1.16	0.20	1.71	--
EBITDA利息倍数(倍)	41.46	83.90	31.72	--
EBITDA/本期中期票据(倍)	0.20	0.27	0.32	--
EBITDA/单品种发行额度(倍)	0.40	0.53	0.63	--

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对云南沃森生物技术股份有限公司(以下简称“公司”或“沃森生物”)的评级反映了公司作为国内发展较快的疫苗生产企业,在疫苗研发能力、市场占有率、核心技术以及产品质量等方面具有的优势。同时联合资信也关注到疫苗研发周期长、投入大、营业利润率波动、在建项目需经新版GMP认证等因素可能对公司经营发展带来的不利影响。

近年,公司Hib及流脑AC结合疫苗市场业绩良好,带动公司营业收入及利润保持快速增长趋势。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量稳步增长,对本期中期票据单一品种的保障能力尚可。本期中期票据分品种发行的方案设置有利于缓解公司集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还本息的风险较低。

优势

● 随着2010年版GMP标准的实施以及疫苗研制技术的创新与突破,未来中国疫苗市场发展空间广阔,行业前景良好。

● 公司已掌握的细菌多糖蛋白结合、病毒分离建株等多项核心技术均达到国内领先水平,有效保证

了产品质量和较强的市场竞争力。

● 公司建立的高效矩阵式集成研发模式可同时进行多个产品不同阶段的研发,保证产品研发的高效进行。

● 公司细菌多糖结合疫苗在中国疫苗市场占有率较高,产品质量指标均达到世界卫生组织规程和《欧洲药典》的标准。

关注

● 国内疫苗企业完全自主创新能力较弱,各企业研发产品较为集中,行业同质化竞争激烈。

● 疫苗产品的研发具有周期长、投入大的特点。公司在研产品存在一定研发风险。

● 公司在建的“玉溪三期项目”和“江苏流感项目”以及拟建项目能否如期通过2010版GMP认证存在不确定性。

● 公司主要的销售客户——各地方疾控中心属于国家行政事业单位,预算拨付环节多、周期长,对公司收入实现质量存在一定影响。

● 本期中期票据的发行对公司现有债务期限结构有较大的影响,公司整体债务负担存在上升压力。

主体概况

公司的前身为由昆明润生药业有限公司、昆明伯沃特生物技术有限公司以及云南盟生药业有限公司于2001年1月共同出资创立的云南沃森生物技术有限公司,成立时注册资本为126.00万元。公司于2010年11月1日在深圳证券交易所创业板市场上市。

公司的经营范围为:生物制剂的研究与开发(不含管理商品);生物项目的引进。截至2013年6月底,公司(合并)资产总额45.49亿元,所有者权益31.91亿元(其中少数股东权益2.05亿元);2013年1~6月,公司实现营业收入2.35亿元,利润总额0.80亿元。

公司注册地址:云南省昆明市高新开发区北区云南大学科技园2期A3幢4楼;法定代表人:李云春。

淮南矿业（集团）有限责任公司

2014年度第一期短期融资券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-01-23
 发行规模：38亿元
 期限：365天
 利率：6.45%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AAA
 评级展望：稳定
 本期短期融资券信用等级：A-1
 评级时间：2013年11月13日
 分析师：钟睿 郭畅

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
现金类资产(亿元)	82.50	203.32	225.70	209.08
资产总额(亿元)	1037.64	1283.34	1418.85	1493.56
所有者权益(亿元)	316.37	329.57	331.12	333.39
短期债务(亿元)	134.78	309.92	423.57	436.58
全部债务(亿元)	467.07	682.84	817.30	890.53
营业总收入(亿元)	515.28	696.34	728.17	318.91
利润总额(亿元)	16.14	20.47	16.95	-0.41
EBITDA(亿元)	101.86	119.68	120.49	--
经营性净现金流(亿元)	117.48	72.79	17.33	39.33
净资产收益率(%)	3.60	4.24	3.40	--
资产负债率(%)	69.51	74.32	76.66	77.68
速动比率(%)	54.47	63.26	65.34	64.92
EBITDA利息倍数(倍)	5.15	3.83	3.24	--
经营现金流流动负债比(%)	33.85	13.53	2.65	--
现金偿债倍数(倍)	2.17	5.35	5.94	5.50

注：1.2013年上半年财务报表未经审计；2. 现金类资产为剔除受限资金的数额。

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，淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“淮南矿业”）拟发行的2014年度第一期短期融资券的信用等级为A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险极低。

优势

- 公司是华东地区主要的动力煤供应商，资源储备丰富，客户资源优质，销售渠道稳定。
- 公司资产质量较好，现金类资产规模大，资产流动性较好。
- 公司现金类资产及经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力很强。

关注

- 2012年以来，煤炭行业景气持续下行，对公司盈利能力形成较大冲击，2013年上半年公司出现经营亏损。
- 公司债务规模逐年扩大，资产负债率维持高位，债务负担重。
- 公司经营活动现金净流量快速弱化，短期债务规模快速上升，存在一定短期支付压力。

主体概况

淮南矿业（集团）有限责任公司前身为淮南矿务局，1909年建立第一座矿井，1930年成立公司，1985年上划为中央企业，隶属煤炭部管理，1998年5月由原淮南矿务局改制为国有独资公司，1998年7月由中央直属下放安徽省管理，主管部门为安徽省人民政府省属企业国有资产管理办公室。截至2013年3月底，公司股东包括安徽省人民政府国有资产监督管理委员会、中国信达资产管理公司、中国建设银行股份有限公司安徽省分行和中国华融资产管理公司，其中，安徽省国资委持有公司股权72.88%，系公司实际控制人。

公司本部设总经理办公室、生产部、煤矿安全开采管理研究总院、安全监察局、人力资源部、企业文化部、财务部、市场营销部、物资供应管理部、资源环境部、选煤管理部等12个职能部门，下设16家二级子公司（含3家均股子公司，1家上市子公司）。主要经营范围

包括：煤炭开采、洗精煤、矿井建设、土建安装、筑路工程、铁路运输、电力；水泥、雷管、炸药、机械维修、机械加工、化工、建材；物流及一体化服务等。

截至2012年底，公司资产总额合计1418.85亿元，所有者权益合计331.12亿元（含少数股东权益69.60亿元）；2012年公司实现营业总收入728.17亿元，利润总额16.95亿元。

截至2013年6月底，公司资产总额合计1493.56亿元，所有者权益合计333.39亿元（含少数股东权益77.08亿元）；2013年1~6月公司实现营业总收入318.91亿元，利润总额-0.41亿元。

公司注册地址：安徽省淮南市洞山中路1号；法定代表人：王源。



北京金融街资本运营中心 2014年度第一期10亿元企业债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-1-24
发行规模：10亿元
期限：4+3年
利率：6.66%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA+
评级展望：稳定
担保方主体长期信用等级：AAA
本期债券信用等级：AAA
评级时间：2013年12月5日
分析师：高景楠 李洁 田梦楚

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年
资产总额(亿元)	24.89	43.86	301.61
所有者权益(亿元)	5.05	25.25	109.70
长期债务(亿元)	6.20	6.00	107.05
全部债务(亿元)	6.20	6.00	139.30
营业收入(亿元)	3.81	9.48	69.17
利润总额(亿元)	3.36	0.33	4.83
EBITDA(亿元)	4.53	1.31	7.47
经营性净现金流(亿元)	1.97	-2.98	22.97
营业利润率(%)	84.21	37.33	20.42
净资产收益率(%)	48.28	1.21	2.52
资产负债率(%)	79.70	42.42	63.63
全部债务资本化比率(%)	55.10	19.20	55.95
流动比率(%)	63.31	218.94	331.19
全部债务/EBITDA(倍)	1.37	4.57	18.65
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.45	0.13	0.75

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对北京金融街资本运营中心(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为北京市西城区区内重要国有资产的运营主体,自组建以来多次获得股东增资及区内优质企业股权划入,企业规模大幅扩张,经营能力显著增强;公司下属北京华融基础设施投资有限责任公司作为北京市西城区土地一级开发和基础设施建设主体,所承担的金融街拓展区土地一级开发业务具有区域垄断性;公司酒店餐饮、物业、金融等板块稳步发展,多元化业态基本形成。联合资信也关注到,公司土地一级开发业务投入支出较大,面临一定的资金筹措压力。

北京市西城区国资委将逐步选取优质区属国有企业股权划入资本运营中心,公司经营规模有望继续扩大;同时,随着金融街拓展项目的推进,华融基础设施投资有限责任公司土地一级开发业务面临广阔发展空间。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司2014年度第一期10亿元企业债券由北京金融街投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,金融街集团的综合代偿能力很强,极大的提升了本期债券的安全性。

基于对公司主体长期信用状况及本期企业债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期债券到期

不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

- 公司为北京市西城区区内重要国有资产的运营主体,获得股东增资及区内优质股权划入规模大。
- 公司目前收入及利润以基础设施建设为主,并形成了多板块多元化发展态势,综合竞争能力增强。
- 公司下属华融基础设施投资有限责任公司为北京金融街拓展区唯一的土地一级开发主体。
- 公司经营获得现金流入量对本期企业债券保障能力较强。
- 本期企业债券由金融街集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

关注

- 公司所承担的金融街拓展区土地一级开发任务,未来资本支出规模大,公司面临一定的资金压力。
- 2012年公司合并范围变化较大,尤其是新纳入合并范围的“三华一金”成立时间较长,由于历史原因,公司对其管理效力有待加强。

● 公司本期债券发债规模较大,公司对本期债券的自身偿债能力偏弱。

主体概况

公司成立于1992年9月。2011年9月,更名为“北京金融街资本运营中心”,企业性质为全民所有制企业。

截至目前,公司注册资本增至1012890.88万元,西城区国资委为公司唯一出资人及最终实际控制人。公司被定位为北京市西城区区内重要的国有资产运营主体,进行投融资运作。

公司经营范围:项目投资;资产管理;西单商业区房地产开发经营;酒店管理;会议服务。

截至2012年底,公司(合并)资产总额301.61亿元,所有者权益合计109.70亿元;2012年公司合并口径实现营业收入69.17亿元,利润总额4.83亿元。

公司注册地址:北京市西城区宣武门内大街6号4层6-58室;法定代表人:鞠瑾。

河池市城市投资建设发展有限公司

2013年度11亿元公司债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间: 2013-12-18
 发行规模: 11亿元
 期限: 7年
 利率: 8.50%

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级结果: 主体长期信用等级: AA-
 评级展望: 稳定
 本期债券信用等级: AA
 评级时间: 2013年12月12日
 分析师: 黄静雯 田业钧

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年
资产总额(亿元)	20.28	58.39	62.44
所有者权益(亿元)	5.21	38.88	44.69
长期债务(亿元)	8.32	9.58	11.88
全部债务(亿元)	8.32	9.58	11.88
主营业务收入(亿元)	2.94	5.66	2.48
利润总额(亿元)	0.94	1.32	1.16
EBITDA(亿元)	0.94	1.32	1.18
经营性净现金流(亿元)	-0.18	-0.54	-2.46
主营业务利润率(%)	10.46	10.42	10.43
净资产收益率(%)	16.55	3.05	2.46
资产负债率(%)	74.30	33.40	28.43
全部债务资本化比率(%)	61.47	19.77	20.99
全部债务/EBITDA(倍)	8.85	7.25	10.10
EBITDA利息倍数(倍)	1.47	2.26	1.61
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.09	0.12	0.11

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)的评级反映了河池市城市投资建设发展有限公司(以下简称“公司”)作为河池市城市基础设施建设的唯一主体,在经营环境和政府支持等方面的优势突出。同时,联合资信也关注到公司主营业务公益性质明显,盈利能力弱以及未来资本支出较大等因素对其整体偿债能力的不利影响。

未来随着公司代建项目移交及土地出让收入的实现,公司整体收入水平有望得到提升,河池市政府持续的支持也有助于支撑公司的整体偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司土地出让收入对本期债券本息偿付提供了保障,同时公司对本期债券进行了土地抵押担保,提高了本期债券到期偿付的安全性,此外,公司还为本期债券设立了本金提前偿还条款,降低了本金集中偿付风险。上述保障措施提升了本期债券偿付安全性。

综合分析,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险较低。

优势

● 公司所属地区经济发展稳定,财政收入稳步增长,为公司发展提供了良好的外部环境。

● 公司作为河池市城市基础设施建设的唯一主体,河池市政府在资产注入、补贴等方面的支持力度较大。

- 公司债务负担较轻。
- 公司对本期债券进行了土地抵押担保,提高了本期债券到期偿付的安全性。此外,本期债券设立了本金提前分期偿还条款,降低了本金集中偿付风险。

关注

- 公司主营业务以公益基础设施项目建设为主,公益性质明显,投资与经营对政府政策依赖度高,整体盈利能力偏弱。
- 公司资产负债率较高,应收账款及土地存货占比较大,整体资产流动性一般。
- 公司BT项目回购款尚未有实际现金流入。
- 公司未来资本性支出较大,存在一定的资金压力。
- 公司偿债资金主要来源于土地出让收入,目前政府未有明确土地出让安排,存在波动性及不匹配性风险。

主体概况

公司成立于2005年7月25

日,是经河池市人民政府河政函[2005]109号批文批准设立,由河池市人民政府国有资产监督管理委员会以货币资金4500万元及土地使用权作价1500万元出资设立。2011年12月23日,河池市人民政府国有资产监督管理委员会将原以土地使用权出资1500万元变更为货币资金出资1500万元,广西华信会计师事务所有限公司对其出具了“华信验字[2011]第290号”验资报告。

公司主要职能是按照河池市国民经济和社会发展规划、城市总体规划、土地利用规划和建设发展的需要,重点从事河池市重大基础设施建设、履行项目建设融资。

公司经营范围主要包括:国家政策性、商业性的城市公共基础设施及重点工程建设融资、投资管理;城市房地产开发及旧城改造;城市工业加工区的基础设施建设;承接政府委托的建设项目物资采购;城市公共资源经营管理;土地收储(涉及资质的凭证经营)。

公司注册地址:河池市西环路107号;法定代表人:黄家烈。

长沙经济技术开发区集团有限公司 2014年度第一期中期票据信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-01-15
发行规模：3亿元
期限：5年
利率：8.25%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：企业主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定
本期中期票据信用等级：AA
评级时间：2013年12月19日
分析师：刘叶婷 田梦楚

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
资产总额(亿元)	106.52	124.90	238.96	258.08
所有者权益(亿元)	46.53	51.47	142.34	143.84
长期债务(亿元)	35.07	35.07	60.84	73.61
全部债务(亿元)	45.97	52.96	78.97	96.46
主营业务收入(亿元)	18.39	23.76	26.28	4.49
利润总额(亿元)	2.86	4.00	4.09	1.52
EBITDA(亿元)	6.25	8.48	11.13	--
经营性净现金流(亿元)	-4.37	-3.82	-15.51	-5.02
主营业务利润率(%)	12.74	9.92	10.07	9.91
净资产收益率(%)	5.47	7.07	2.75	--
资产负债率(%)	55.43	56.27	38.32	42.27
全部债务资本化比率(%)	49.20	49.23	34.89	39.30
流动比率(%)	285.93	209.32	339.33	350.43
全部债务/EBITDA(倍)	7.36	6.24	7.09	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	2.08	2.83	3.71	--

注：1. 2013年上半年财务报表未经审计；2. 报表采用旧准则编制，所有者权益不包含少数股东权益。

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对长沙经济技术开发区集团有限公司(以下简称“公司”)的评级结果反映了公司作为国家级长沙经济技术开发区(以下简称“经开区”)内从事土地开发和基础设施建设的唯一经营实体,在区域经济环境、政府支持、土地储备等方面具有显著优势。同时,联合资信也关注到公司盈利能力偏弱,经开区政府财力有限以及公司经营业务中土地板块收入占比高,易受土地价格及相关政策影响等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来,公司将继续加大对经开区内土地开发和道路基础设施建设的投入,经开区所辖面积的扩大及区内招商引资环境的不断改善,将进一步提升公司的经营规模和抗风险能力。联合资信对公司评级展望为稳定。

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

优势

- 长沙经开区作为国家级经济技术开发区,以工程机械、汽车制造为主导的产业结构对区内生产总值及税收贡献显著,产业集聚优势明显,招商引资实力较强,

区域经济环境良好。

- 公司是经开区内从事土地开发和出让的唯一经营实体,区域竞争优势明显。

- 经开区管委会在财政补贴和资产注入等方面给予公司大力支持。

- 经开区所辖面积拓展,可出让土地较多。

关注

- 公司收入主要来源于区内土地出让,易受相关土地政策影响。

- 公司工业用地出让利润较低,公司整体盈利能力有待提升。

- 公司经营活动净现金流持续为负,存在一定短期支付压力。

主体概况

公司系经长沙市长沙县人民政府长县政函[1995]19号文件批准,由国家级长沙经济技术开发区管理委员会出资,于1996年1月

18日在长沙市工商行政管理局注册成立。2012年4月28日公司更名为长沙经济技术开发区集团有限公司。截至目前,公司注册资本为10亿元,其中现金出资1.5亿元,未分配利润转增资本0.26亿元,国拨土地使用权计价6.74亿元,资本公积转增1.50亿元。公司为国有独资企业,主要负责开发区内土地一级开发和各项基础设施建设。

公司经营范围主要包括:土地开发、房产开发、高新技术引入、市政工程建设。

截至2013年6月底,公司(合并)资产总额258.08亿元,所有者权益(不包含少数股东权益)合计143.84亿元;2013年1~6月实现主营业务收入4.49亿元,利润总额1.52亿元。

公司注册地址:湖南省长沙市长沙经济技术开发区三一路二号;法定代表人:李科明。

重庆化医控股（集团）公司

2014年度第一期短期融资券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-01-15
 发行规模：10亿元
 期限：365天
 利率：6.29%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA+
 评级展望：稳定
 本期短期融资券信用等级：A-1
 评级时间：2013年12月25日
 分析师：张强 刘新泉

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
现金类资产(亿元)	63.45	80.17	94.85	70.42
资产总额(亿元)	329.04	408.63	484.82	491.97
所有者权益(亿元)	99.18	104.54	111.02	110.67
短期债务(亿元)	55.77	105.05	135.86	123.45
全部债务(亿元)	179.39	237.76	303.23	308.72
营业收入(亿元)	210.56	269.45	314.35	82.17
利润总额(亿元)	5.95	7.21	8.86	-0.65
EBITDA(亿元)	18.68	23.60	29.12	--
经营性净现金流(亿元)	10.11	10.73	11.97	0.27
净资产收益率(%)	4.10	4.65	7.67	--
资产负债率(%)	69.86	74.42	77.10	77.50
速动比率(%)	117.67	93.89	87.42	90.12
EBITDA利息倍数(倍)	2.64	2.16	1.90	--
经营现金流动负债比(%)	10.18	6.58	6.04	--
现金偿债倍数(倍)	5.50	6.85	7.09	4.55

注：1. 2013年一季度财务数据未经审计；2. 计算公司全部债务时，考虑了其他流动负债和其他非流动负债中的短期融资券、非公开定向债务融资工具等有息债务；3. 现金偿债倍数计算中已剔除受限资金金额。

评级观点

经联合资信评估有限公司评定，重庆化医控股（集团）公司拟发行的2014年度第一期短期融资券的信用等级为A-1。基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合分析，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险很低。

优势

- 公司拥有重庆市大部分的化工和医药资源，主要产品在细分市场中占有重要地位，具备较强的竞争实力。
- 近年来公司资产和各板块收入稳中有升，盈利能力和经营活动获现能力均较为稳定。
- 公司经营活动现金流入量规模较大，现金类资产较充裕，对本期短期融资券覆盖程度高。

关注

- 公司债务规模逐年上升，且在建项目投资规模大，有一定的资本支出压力。
- 公司存在一定的短期支付压力。

主体概况

重庆化医控股（集团）公司成立于2000年8月，是根据重庆市人民政府“渝府发[2000]66号”《重庆市政府关于组建市级国有工业控股（集团）公司的通知》的要求，

以原重庆市化工局和市医药局所属（办）国有独资、控股、参股的生产企业、商贸企业、工业供销公司、专业公司和科研院所等的国有资产为基础，组建的集团公司。公司系由重庆市国有资产监督管理委员会直接管理的国有独资公司，截至2012年3月底，公司注册资本26.20亿元。

公司经营范围包括：对重庆市国资委授权范围内的国有资产经营、管理；货物进出口、技术进出口。公司主要涉及化工、医药制造和医药商贸三大产业，拥有重庆市大部分的化工和医药产业资源。

截至2012年底，公司资产总额484.82亿元，所有者权益111.02亿元（含少数股东权益38.82亿元）；2012年公司实现营业总收入314.35亿元，利润总额8.86亿元。

截至2013年3月底，公司资产总额为491.97亿元，所有者权益为110.67亿元（含少数股东权益39.47亿元）。2013年1~3月，公司实现营业总收入82.17亿元，利润总额-0.65亿元。

公司注册地址：重庆市北部新区高新园星光大道70号A1；法定代表人：王平。



赣州开发区建设投资（集团）有限公司 2013年度5亿元公司债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2013-12-31
发行规模：5亿元
期限：6年
利率：6.00%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AA+
评级时间：2013年12月27日
分析师：钟睿 霍焰

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年
资产总额(亿元)	72.41	105.19	209.27
所有者权益(亿元)	61.54	82.06	139.21
长期债务(亿元)	7.19	8.34	36.94
全部债务(亿元)	9.15	9.33	39.91
主营业务收入(亿元)	2.36	6.91	7.60
利润总额(亿元)	1.68	4.97	4.20
EBITDA(亿元)	1.68	5.01	4.32
经营性净现金流(亿元)	-3.31	1.89	-2.18
主营业务利润率(%)	29.72	31.91	18.89
净资产收益率(%)	2.46	5.40	2.81
资产负债率(%)	15.01	21.99	33.48
全部债务资本化比率(%)	12.94	10.21	22.28
流动比率(%)	1948.66	695.89	611.64
全部债务/EBITDA(倍)	5.44	1.86	9.23
EBITDA利息倍数(倍)	2.99	8.49	3.64
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.34	1.00	0.86

评级观点

联合资信评估有限公司对赣州开发区建设投资（集团）有限公司的评级反映了其作为国家级赣州经济技术开发区基础设施建设的唯一主体，拥有土地一级开发资源丰富、政策支持力度大、债务负担轻等综合优势。联合资信同时关注到公司收入结构稳定性较弱、土地存货变现能力受限、未来筹资压力大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

未来随着赣州开发区财政实力的不断增强，公司市政建设及保障性住房投资力度加大，公司的收入规模有望持续增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置分期等额偿还条款，有效降低了本金集中偿付压力；赣州开发区管委会拟对公司持续注入经营性资产有效保障了本期债券的偿债资金来源；结合公司主体长期信用状况、赣州开发区管委会对公司的持续支持以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

● 赣州市及赣州开发区经济快速增长，财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部环境。自2012年起，赣州市执行西部大开发税收政策，赣州开发区在招商引资方面具备突出的相对竞争优势，

有助于园区的持续快速发展。

● 公司成立以来，赣州开发区管委会在土地划拨、股权注入、土地出让收益返还等方面对公司支持力度大。

● 公司债务负担较轻，财务弹性良好。

● 公司以评估价值14.08亿元的自有土地使用权为本期债券提供抵押担保，有效提升了本期债券的信用水平。

● 赣州开发区管委会拟对公司持续注入经营性资产，有效保障了本期债券的还款资金来源。

● 本期债券设置分期还款安排，有效降低了公司的集中偿付压力。

关注

● 本期债券发行后，公司土地资产抵押比率较高，未来出让及收入实现受限。

● 公司经营市场化程度低，其他应收款规模较大，对公司形成一定资金周转压力，整体资产

质量一般。

● 公司利润总额对政府补贴等营业外收入依赖程度高。

● 公司在建项目和未来投资规模大，融资压力大。

主体概况

赣州开发区建设投资（集团）有限公司位于江西省赣州市国家级经济技术开发区，成立于2008年12月15日，由赣州经济技术开发区财政局和赣州经济技术开发区土地收购储备中心共同组建，公司初始注册资金人民币2000万元，其中赣州经济技术开发区财政局出资1980万元占公司股权的99%，赣州经济技术开发区土地收购储备中心出资20万元占公司股权的1%。

截至2012年底，公司合并资产总额209.27亿元，所有者权益合计139.21亿元；2012年，公司实现主营业务收入7.60亿元，利润总额4.20亿元。

公司注册地址：赣州开发区香江大道88号；法定代表人：翁毅军。

华西证券有限责任公司 2014年度第一期短期融资券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-01-15
发行规模：10亿元
期限：91天
利率：6.15%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：发行人主体长期信用等级：AA+
评级展望：稳定
短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2014年1月2日
分析师：田兵 赖金昌 刘睿

财务数据

项目	2012年末	2011年末	2010年末
资产总额(亿元)	172.32	163.98	196.12
自有资产(亿元)	85.38	79.75	57.76
自有负债(亿元)	21.77	18.55	15.50
总债务(亿元)	12.77	9.40	0.00
股东权益(亿元)	63.60	61.21	42.26
净资本(亿元)	44.85	49.43	32.33
自有资产负债率(%)	25.50	23.26	26.83
净资本/净资产(%)	70.91	81.01	76.67
净资本/自有负债(%)	210.52	269.74	211.46
净资本/各项风险资本准备之和(%)	779.54	688.54	352.27
项目	2012年	2011年	2010年
营业收入(亿元)	15.14	16.67	22.53
净利润(亿元)	4.04	6.10	10.07
EBITDA(亿元)	6.71	8.93	14.14
营业费用率(%)	54.65	49.70	38.21
平均资产收益率(%)	2.40	3.39	5.07
平均净资产收益率(%)	6.47	11.80	26.34
总债务/EBITDA(倍)	1.90	1.05	0.00
EBITDA利息倍数(倍)	11.80	16.01	26.44

注：净资本、净资本/净资产、净资本/自有负债以及净资本/各项风险资本准备之和指标为母公司口径。

评级观点

基于对华西证券有限责任公司(以下简称“公司”)主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估,联合资信评估有限公司确定华西证券有限责任公司拟发行的2014年度第一期短期融资券(10亿元)信用等级为A-1。该结论表明公司本期短期融资券的违约风险极低,安全性高。

优势

- 经纪业务行业排名比较靠前,各部均产出较高,在四川省当地市场具有明显的竞争优势;
- 公司自有负债规模较小,财务杠杆水平低,偿债压力较小。

关注

- 业务综合竞争力有待提升;
- 创新业务较快发展对公司内部控制、风险管理、资金补充等方面提出更高要求;
- 需关注经济周期波动、国内股票市场持续低迷及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响。

主体概况

华西证券有限责任公司成立于2000年6月,是在原四川省证券股份有限公司与四川证券交易中心合并重组的基础上设立而成。历经数次增资扩股,截至2012年

末,公司注册资本为14.13亿元。泸州老窖集团有限责任公司和泸州老窖股份有限公司合计持有公司35.57%股权,公司实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会。

公司主要经营范围:证券经纪业务,证券投资咨询,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,证券承销与保荐,证券自营,证券资产管理,证券投资基金代销,融资融券,代销金融产品以及中国证监会批准的其他业务。

截至2013年6月末,公司在全国设有67家营业部,其中四川省内52家,其余分布在北京、上海、天津、重庆等地;设有4家分公司——上海证券承销保荐分公司、上海证券经纪业务分公司、深圳分公司和川北分公司,3家全资子公司——华西期货有限责任公司、华西金智投资有限责任公司和华西银峰投资有限责任公司;公司员工人数2780人。

截至2012年末,公司资产总额172.32亿元,其中客户资金存款71.58亿元;负债总额108.72亿元,其中代理买卖证券款86.94亿元;所有者权益63.60亿元;母公司净资本44.85亿元。2012年,公司实现营业收入15.14亿元,净利润4.04亿元。

公司注册地址:四川省成都市陕西街239号;法定代表人:杨炯洋。



云南煤业能源股份有限公司 2013年公司债券信用评级分析报告

本期债券发行信息

发行时间：2013-12-03
发行规模：2.5亿元
期限：7年
利率：7.80%

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：本次公司债券信用等级：AA+
发行人主体信用等级：AA
评级展望：稳定
评级时间：2013年4月16日
分析师：张兆新 钟月光

财务数据

评级观点

联合信用评级有限公司对云南煤业能源股份有限公司及其拟发行的本次债券的评级，反映了公司作为云南省煤焦化龙头生产企业，在循环经济、区域竞争地位、产品结构、地理位置、政策支持等方面的优势。同时，联合评级也关注到钢铁行业产能过剩对焦炭需求下降和焦煤价格波动因素对公司信用状况造成不利影响，但不会显著影响公司对全部债务和本次债券的偿还。

预计未来1~2年，随着“煤-焦-化”完整产业链的完成，公司将保持良好发展势头，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由昆明钢铁控股有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。昆钢控股为公司控股股东，资产规模较大，资产质量较好，盈利能力尚可，其担保对本次债券信用状况具有积极影响，本次债券到期不能偿付的风险很小。

优势

- 公司生产规模大，有利于开展循环经济，提高市场竞争力。
- 公司与云南省内最大钢铁生产企业有稳定的战略合作关系。
- 公司所处地理位置交通便利，为采购和销售提供了良好条件。
- 公司受到地方政府支持力度较大，能享受一定的优惠政策。
- 公司控股股东实力较为雄厚，可给予公司大力支持。

云南煤业能源股份有限公司				
项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	47.48	55.20	55.37	60.62
所有者权益(亿元)	18.98	22.68	22.29	24.98
长期债务(亿元)	5.30	2.80	0.80	0.80
全部债务(亿元)	18.82	20.06	22.00	24.32
营业收入(亿元)	57.22	70.28	65.77	17.82
净利润(亿元)	1.78	1.88	-0.38	0.29
EBITDA(亿元)	3.65	4.24	2.64	-
经营性净现金流(亿元)	1.00	-0.68	-2.83	2.15
营业利润率(%)	7.41	6.77	4.36	7.37
净资产收益率(%)	9.85	9.04	-1.70	1.23
资产负债率(%)	60.03	58.92	59.73	58.80
全部债务资本化比率(%)	49.79	46.94	49.67	49.33
流动比率(%)	0.77	0.71	0.68	0.79
EBITDA全部债务比(%)	0.19	0.21	0.12	-
EBITDA利息倍数(倍)	7.45	6.16	2.55	-
EBITDA偿债倍数(倍)	0.41	0.48	0.30	-

昆明钢铁控股有限公司				
项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	335.47	411.00	465.37	--
所有者权益(亿元)	156.08	170.02	167.48	--
营业收入(亿元)	205.04	266.67	320.02	--
净利润(亿元)	9.54	11.69	1.35	--
资产负债率(%)	53.47	58.63	64.01	--

注：云南煤业能源股份有限公司和昆明钢铁控股有限公司自2007年起执行新会计准则，上表中2013年3月财务数据未经审计，财务指标未年化。

关注

- 目前中国钢铁产能过剩矛盾突出，对公司经营产生不利影响。
- 焦炭市场需求低迷，煤焦价格倒挂使公司2012年出现亏损。
- 公司关联交易占比较大，采购及销售客户集中度较高。

主体概况

云南煤业能源股份有限公司于1997年1月20日注册成立。昆钢控股持有公司68.46%的股权，成为公司控股股东。公司注册资本为40022.5万元。

公司的主要业务为：以煤炭为原材料生产焦炭并对生产焦炭的副产品进行深加工，生产化工产品。

截至2013年3月底，公司合并资产总额606187.42万元，负债合计356434.88万元，所有者权益249752.54万元。2013年1~3月，公司实现营业收入178232.20万元，净利润2914.13万元；经营活动产生的现金流量净额21476.21万元，现金及现金等价物净增加额31193.86万元。

公司办公地址：昆明市拓东路75号集成广场5楼；法定代表人：张鸿鸣。



北京京能电力股份有限公司

2013年公司债券信用评级分析报告

本期债券发行信息

发行时间: 2014-01-16
 发行规模: 15亿元
 期限: 1.5年
 利率: 6.24%

评级机构: 联合信用评级有限公司

评级结果: 本期公司债券信用等级: AAA
 发行人主体信用等级: AAA
 评级展望: 稳定

评级时间: 2013年5月8日
 分析师: 刘洪涛 刘薇

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	257.51	307.63	286.02	318.32
所有者权益(亿元)	94.46	100.23	112.73	143.92
长期债务(亿元)	43.42	93.80	86.90	88.45
全部债务(亿元)	112.45	160.46	125.72	119.87
营业收入(亿元)	46.12	85.52	100.82	24.96
净利润(亿元)	11.27	13.67	20.78	6.46
EBITDA(亿元)	--	32.99	44.91	--
经营性净现金流(亿元)	--	14.71	31.31	12.09
营业利润率(%)	25.65	1.00	25.31	27.52
净资产收益率(%)	--	14.04	19.52	5.03
资产负债率(%)	63.32	67.42	60.59	54.79
全部债务资本化比率(%)	54.35	61.55	52.72	45.44
流动比率(%)	0.18	0.44	0.50	0.94
EBITDA/全部债务(倍)	--	0.21	0.36	--
EBITDA利息倍数(倍)	--	4.68	4.40	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	--	0.82	1.12	--
担保方		2011年	2012年	
资产总额(亿元)		1,291.51	1,370.74	
所有者权益(亿元)		435.17	455.11	
营业收入(亿元)		200.49	290.13	
净利润(亿元)		15.46	29.57	
资产负债率(%)		66.31	66.80	

注: 1. 2012年发行人实施同一控制下的企业合并, 并对2011年财务数据进行了重述调整, 本报告所采用的2011年数据为经重述的数据; 2010年数据采用《北京京能热电股份有限公司2011年度备考合并财务报表及专项审计报告》中的备考数据。2. 担保方2011年数据为经调整后的数据。3. 发行人2013年1-3月财务报告未经审计, 相关指标未年化, 未提供2013年1-3月现金流量表补充资料, 相关指标未计算。

评级观点

联合信用评级有限公司对北京京能热电股份有限公司及本期债券的评级反映了公司作为北京地区主要的电力供应商, 在行业地位、生产规模、装备水平、区域经济、股东支持等方面的显著优势。同时, 联合评级也关注到煤炭价格波动、电源结构相对单一等因素对公司生产经营可能产生的不利影响。

未来随着公司在建及规划建设的发电项目投入运营, 公司的收入和资产规模将继续保持增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由北京能源投资(集团)有限公司提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。京能集团为公司实际控制人, 其作为北京市政府出资的唯一电力投资主体, 其担保对本期债券信用状况有积极的影响。本期债券到期不能偿付的风险很小。

优势

- 公司是北京最大的热电联产企业, 区域竞争力突出。
- 公司能够获得优于当地其他发电企业的上网电价。
- 公司部分发电企业紧靠煤炭资源丰富地区, 燃料成本优势显著。
- 公司通过股权投资电力企业, 有效增强公司抵御风险的能力。
- 公司主力燃煤机组整体技术水平较为先进, 具有竞争优势。

关注

- 公司的电力资产全部为火力发电, 电源结构相对单一。
- 煤炭价格大幅波动, 将对公司经营稳定性产生较大影响。
- 公司重大重组后的业务规模大幅扩大, 公司将面临一定挑战。

主体概况

北京京能热电股份有限公司于1999年9月成立。2002年5月, 公司股票在上海证券交易所上市。公司的实际控制人为北京能源投资(集团)有限公司。公司属电力行业, 经营范围为生产、销售电力。截至2013年3月底, 公司合

并资产总额318.32亿元, 负债合计174.40亿元, 所有者权益(含少数股东权益)143.92亿元。2013年一季度公司实现合并营业收入24.96亿元, 净利润(含少数股东损益)6.46亿元; 经营活动产生的现金流量净额12.09亿元, 现金及现金等价物净增加额29.63亿元。

公司注册地址: 北京市石景山区广宁路10号; 法定代表人: 刘海峡。



2011年~2013年我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2011年	2012年	2013年	
			数值(亿元)	同比
GDP	9.3	7.7	568845.2	7.7
规模以上工业增加值	10.4	10.0	210689.4	9.7
固定资产投资总额(不含农户)	16.4	19.3	436528.0	19.2
社会消费品零售总额	17.2	14.4	234380.0	11.5
出口总额	20.3	8.0	22100.4(亿美元)	7.8
进口总额	24.9	4.3	19502.9(亿美元)	7.3
CPI	5.4	2.6	-	2.6
PPI	6.0	-1.7	-	-1.9
M2余额	17.3	14.4	1106509.2	13.6
社会融资规模	-8.9	22.9	172900.0	9.7
人民币贷款余额	14.4	15.0	718961.5	14.1

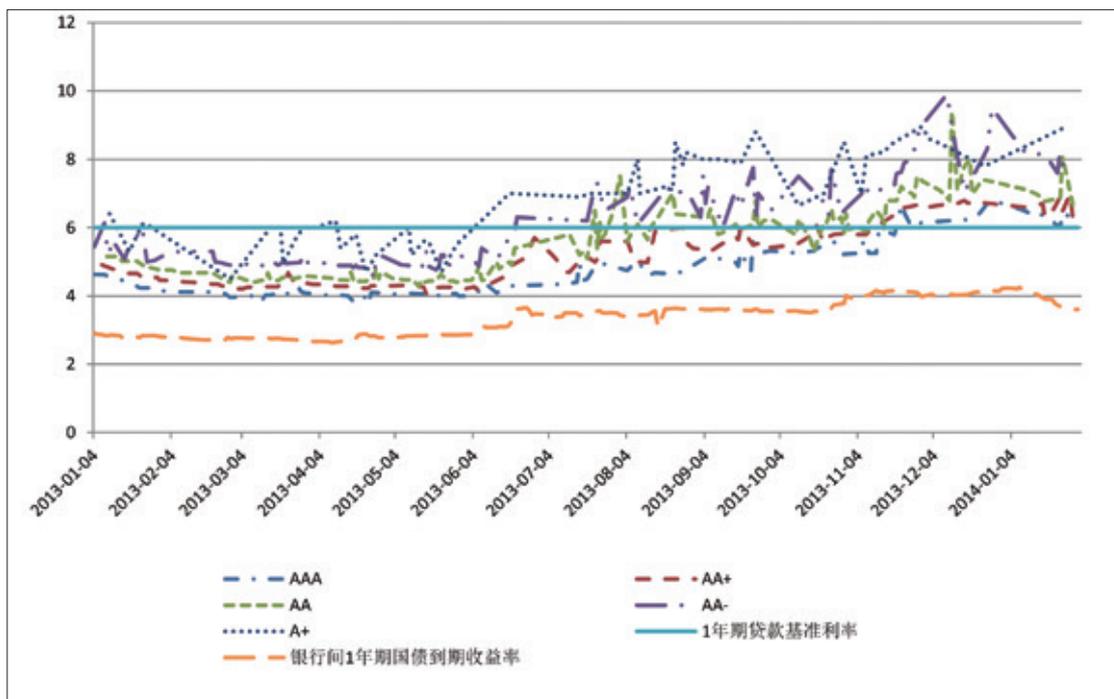
资料来源:国家统计局、中国人民银行

2011年~2014年1月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2011年	2012年	2013年	2014年1月	同比(%)	2011年	2012年	2013年	2014年1月	同比(%)
政府债券	77	77	86	4	0.00	15997.91	16062.26	19044.01	540.00	-51.79
央行票据	100	0	20	0	-	14140.00	0.00	5362.00	0.00	-
政府支持机构债券	8	15	13	0	-	1000.00	2000.00	1700.00	0.00	-
政策性银行债	113	175	285	28	47.37	19972.70	21400.00	19960.30	1450.00	19.83
商业银行债券	34	57	34	0	-	3518.50	3933.70	1117.00	0.00	-
非银行金融机构债	1	14	13	1	-	10.00	521.00	309.00	2.00	-
证券公司短期融资券	-	16	134	22	144.44	-	561.00	2995.90	376.00	52.85
资产支持证券及票据	0	34	31	7	-	0.00	249.62	192.98	32.38	-
短期融资券	612	808	860	40	-40.30	8032.30	8159.47	8324.80	434.00	-11.97
超短期融资券	25	125	216	12	-29.41	2090.00	5822.00	7535.00	330.50	-22.42
企业债券	192	479	373	30	-41.18	2471.30	6484.50	4748.30	274.40	-66.25
集合企业债	3	5	1	0	-	14.18	14.81	4.00	0.00	-
中期票据	407	563	508	14	-72.00	7269.70	8153.30	6916.20	127.50	-74.14
集合票据	17	45	31	0	-	52.34	100.02	66.39	0.00	-
公司债	83	181	94	1	-92.86	1291.20	2465.00	1361.85	15.00	-89.80
可转债	9	5	8	0	-	413.20	163.55	544.81	0.00	-
非公开定向债券	32	251	534	47	56.67	919.00	3813.30	5668.08	354.20	-12.54
其他	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-
合计	1713	2850	3241	206	-24.82	77192.33	79903.53	85850.62	3935.98	-27.27

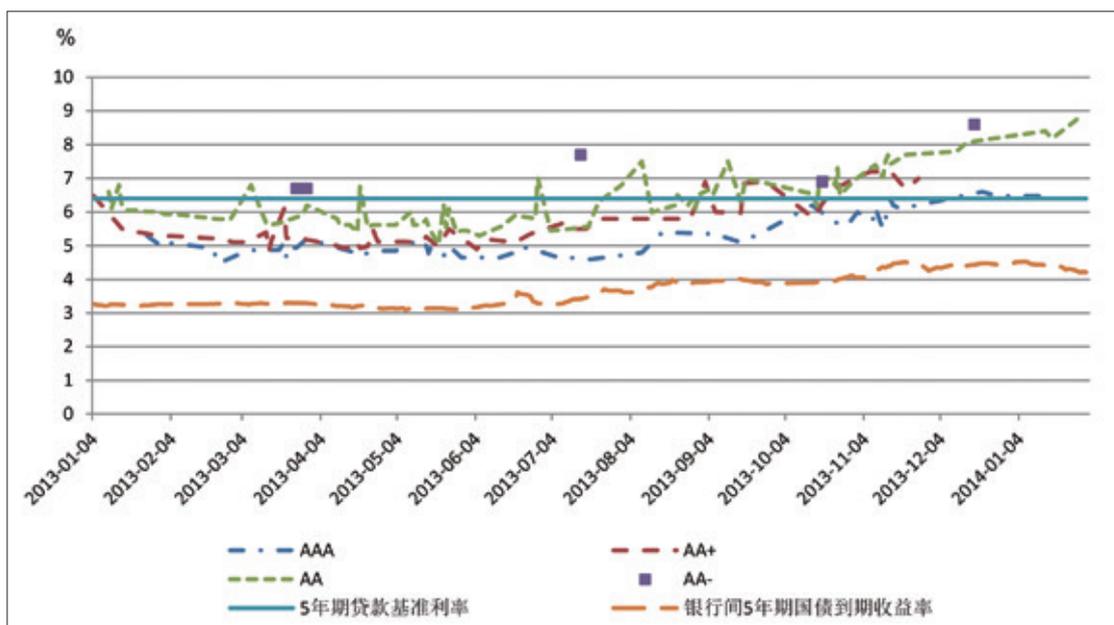
注: 1.数据以起息日作为统计口径; 2.“政府债券”包括国债和地方政府债; 3.“非银行金融机构债”包括保险公司、资产管理公司、证券公司、金融租赁公司和财务公司发行的金融债券,但不包括证券公司短期融资券; 4.“证券公司短期融资券”包括中国证券金融股份有限公司发行的短期融资券。

资料来源:中国债券信息网、上海清算所,公司债、可转债数据来源于Wind资讯



注：1、由于目前市场上短期融资券的债项级别均为 A-1，图中以债券发行主体的信用等级进行区分；2、若同日发行多只具有相同信用等级的债券，当日发行利率取多只债券发行利率的平均值，以下同。

图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



注：如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为 5 年；图中债券发行利率均为固定利率，不包括发行利率为浮动利率的债券，以下同。

图 2 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

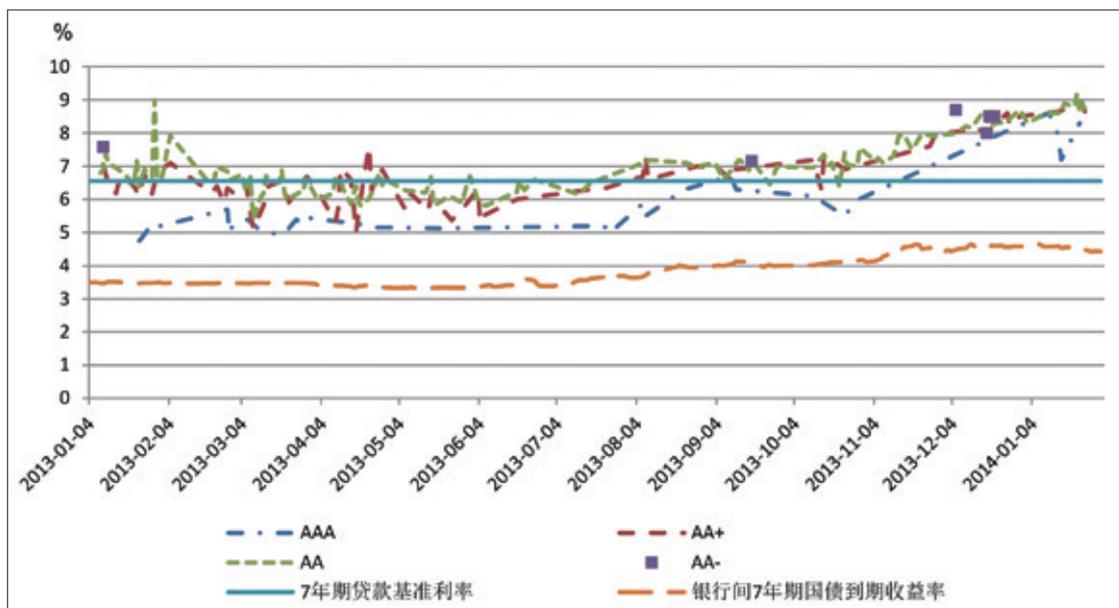


图 3 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

联合资信评估有限公司评级公告

(2013年12月1日至2014年1月31日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
淮南矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-10-08	AAA/ 稳定	2013-11-13			
	2014 年度第一期短期融资券	38.0			A-1	2013-11-13	2014-01-23	365 天	6.45
重庆化医控股(集团)公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-08-05	AA+/ 稳定	2013-12-25			
	2014 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2013-12-25	2014-01-15	365 天	6.29
江苏汇鸿国际集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-09-05	AA/ 列入观察名单	2013-10-21			
	2014 年度第一期短期融资券	8.0			A-1	2013-10-21	2014-01-26	365 天	6.68
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-15	AA+/ 稳定	2014-01-28			
	2013 年度第一期中期票据	38.0	AA+	2013-07-15	AA+	2014-01-28	2013-12-05	3 年	8.00
	2013 年度第二期中期票据	15.0	AA+	2013-07-15	AA+	2014-01-28	2013-12-06	3 年	8.00
陕西煤业化工集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-07-25	AAA/ 稳定	2013-10-12			
	2013 年度第二期中期票据	40.0			AAA	2013-10-12	2013-12-25	5 年	6.48
云南建工集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-09	AA/ 稳定	2013-08-14			
	2013 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2013-08-14	2013-12-04	365 天	7.10
丹东港集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-11-19	AA/ 稳定	2014-01-28			
	2014 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2013-11-19	2014-01-10	365 天	7.15
阳谷祥光铜业有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-11-14	AA/ 稳定	2013-11-27			
	2013 年度第二期短期融资券	5.0			A-1	2013-11-27	2013-12-12	365 天	8.50
中国城市建设控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-27	AA+/ 稳定	2013-07-15			
	2013 年度第二期短期融资券	25			A-1	2013-07-15	2013-12-18	365 天	6.75
广西铁路投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-27	AA+/ 稳定	2013-11-18			
	2013 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2013-11-18	2013-12-13	365 天	6.80
华天酒店集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-04-15	AA-/ 稳定	2013-11-15			
	2014 年度第一期中期票据	3.0			AA-	2013-11-15	2014-01-16	3 年	8.70

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
深圳市东阳光实业发展有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-05-29	AA-/ 稳定	2013-09-27			
	2014年度第一期短期融资券	6.0			A-1	2013-09-27	2014-01-15	365天	7.60
安徽省外经建设(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-08-26	AA/ 稳定	2013-10-31			
	2013年度第二期中期票据	7.0			AA	2013-10-31	2013-12-06	5年	7.80
湖南富兴集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-09-27	AA/ 稳定	2013-11-26			
	2013年度第二期短期融资券	6.0			A-1	2013-09-27	2013-12-16	365天	7.99
	2014年度第一期短期融资券	5.0			A-1	2013-11-26	2014-01-23	365天	9.00
无锡产业发展集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-08-14	AA+/ 稳定	2013-11-22			
	2013年度第二期短期融资券	8.0			A-1	2013-11-22	2013-12-13	365天	6.80
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-10-11	AA+/ 稳定	2013-11-04			
	2014年度第一期短期融资券	20.0			A-1	2013-10-11	2014-01-15	365天	6.70
绵阳科技城发展投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-09	AA/ 稳定	2013-10-18			
	2014年度第一期短期融资券	6.0			A-1	2013-07-09	2014-01-23	365天	7.10
新疆天富电力(集团)有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-07-22			
	2013年度第一期短期融资券	6.0			A-1	2013-07-22	2013-12-17	365天	6.95
绵阳市投资控股(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-09-26	AA/ 稳定	2013-12-27			
	2013年度第一期短期融资券	5.0			A-1	2013-09-26	2013-12-26	365天	7.35
	2014年度第一期中期票据	3.0			AA	2013-12-27	2014-01-13	5年	8.40
山东焦化集团有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2014-01-08			
	2014年度第一期短期融资券	6.0			A-1	2014-01-08	2014-01-22	365天	8.50
厦门象屿集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-07-22			
	2014年度第一期短期融资券	6.0			A-1	2013-07-22	2014-01-23	180天	6.20
云南沃森生物技术股份有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2013-09-23			
	2013年度第一期中期票据(品种一)	5.0			AA-	2013-09-23	2013-12-13	3年	8.30
	2013年度第一期中期票据(品种二)	5.0			AA-	2013-09-23	2013-12-13	5年	8.60
宁夏宝塔石化集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-05-16			
	2014年度第一期中期票据	8.0			AA	2013-05-16	2014-01-28	5年	8.90
宁德市国有资产投资经营有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-05-08			
	2013年第一期公司债券	8.0			AA	2013-05-08	2013-12-05	7年	7.99
河池市城市建设发展投资有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2013-12-12			
	2013年企业债券	11.0			AA	2013-12-12	2013-12-18	7年	8.50
大丰市城建国有资产经营有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-12-18	AA/ 稳定	2014-01-16			
	2013年公司债券	5.0			AA+	2013-12-18	2013-12-30	7年	8.50
	2014年第一期企业债券	8.0			AA+	2014-01-16	2014-01-24	7年	8.70
赣州开发区建设投资(集团)有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-12-27			
	2013年公司债券	5.0			AA+	2013-12-27	2013-12-31	6年	6.00
北京金融街资本运营中心	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2013-12-05			
	2014年第一期企业债券	10.0			AAA	2013-12-05	2014-01-24	4+3年	6.66
扬州化工产业投资发展有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-10-30			
	2014年第一期企业债券	8.0			AA	2013-10-30	2014-01-24	7年	8.58
山西煤炭运销集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-09-09	AA+/ 稳定	2014-01-13			
	2010年度第一期中期票据	10.0	AA+	2013-09-09	AAA	2014-01-13	2010-04-22	5年	4.08(浮)
	2010年度第二期中期票据	10.0	AA+	2013-09-09	AAA	2014-01-13	2010-12-31	5年	5.10
	2011年度第一期中期票据	20.0	AA+	2013-09-09	AAA	2014-01-13	2011-04-19	5年	5.23
	2012年公司债券	25.0	AA+	2013-09-09	AAA	2014-01-13	2012-01-18	7+3年	5.94
	2012年度第一期中期票据	30.0	AA+	2013-09-09	AAA	2014-01-13	2012-04-27	5年	4.95
义马煤业集团股份有限公司	2013年公司债券	25.0	AA+	2013-09-09	AAA	2014-01-13	2013-01-28	7+3年	5.25
	企业主体长期信用		AA+/ 列入观察名单	2013-08-16	AA+/ 负面	2014-01-09			
	2010年度第一期中期票据	10.0	AA+	2013-06-27	AA+	2014-01-09	2010-05-06	5年	4.25(浮)
	2011年度第一期中期票据	4.0	AA+	2013-06-27	AA+	2014-01-09	2011-06-29	5年	5.62(浮)
	2011年公司债券	8.0	AA+	2013-06-27	AA+	2014-01-09	2011-08-17	3+2年	6.18
	2012年度第一期中期票据	10.0	AA+	2013-06-27	AA+	2014-01-09	2012-09-06	5年	5.44
	2013年度第一期短期融资券	20.0	A-1	2013-06-27	A-1	2014-01-09	2013-04-26	365天	4.30
	2013年度第一期中期票据	8.0	AA+	2013-06-27	AA+	2014-01-09	2013-04-18	5年	4.90
浙江省杭州市中小企业	2013年度第二期短期融资券	10.0	A-1	2013-08-16	A-1	2014-01-09	2013-10-17	365天	5.60
	2012年度第一期区域集优中小企业集合票据	5.0	AAA	2012-10-19	AAA	2013-12-20	2012-12-24	3年	5.90

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
1、杭州东方文化园旅业集团有限公司	企业主体长期信用	2.0	A-/ 稳定	2012-10-19	A-/ 稳定	2013-12-20			
2、浙江华欣新材料股份有限公司	企业主体长期信用	2.0	BBB+/ 稳定	2012-10-19	BBB/ 稳定	2013-12-20			
3、浙江联达化纤有限公司	企业主体长期信用	1.0	BBB/ 稳定	2012-10-19	BBB-/ 稳定	2013-12-20			
安信证券股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 列入观察名单	2013-11-20	AAA/ 稳定	2013-12-11			
	安信证券股份有限公司 2013年度第七期短期融资券	15.0			A-1	2013-11-20	2013-12-05	90天	6.38
	安信证券股份有限公司 2013年度第八期短期融资券	10.0			A-1	2013-12-11	2013-12-19	90天	6.50
西南证券股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-01-02	AA+/ 稳定	2014-01-13			
	西南证券股份有限公司 2013年度第五期短期融资券	10.0			A-1	2013-11-13	2013-12-09	91天	6.54
	西南证券股份有限公司 2013年度第六期短期融资券	4.0			A-1	2013-12-05	2013-12-17	91天	6.65
	西南证券股份有限公司 2014年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2014-01-02	2014-01-13	90天	6.19
	西南证券股份有限公司 2014年度第二期短期融资券	10.0			A-1	2014-01-13	2014-01-21	91天	6.13
东兴证券股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-11-18	AA+/ 稳定	2014-01-13			
	东兴证券股份有限公司 2014年第一期短期融资券	6.0			A-1	2014-01-13	2014-01-17	90天	6.05
兴业证券股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-03-15	AAA/ 稳定	2013-12-24			
	兴业证券股份有限公司 2014年度第一期短期融资券	18.0			A-1	2013-12-24	2014-01-10	88天	6.15
方正证券股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 列入观察名单	2013-11-04	AA+/ 列入观察名单	2013-12-19			
	方正证券股份有限公司 2014年第一期短期融资券	15.0			A-1	2013-12-19	2014-01-14	90天	6.21
华融证券股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2013-09-12			
	华融证券股份有限公司 2013年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2013-09-12	2013-12-12	91天	6.67
华西证券有限责任公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2014-01-02			
	华西证券有限责任公司 2014年第一期短期融资券	10.0			A-1	2014-01-02	2014-01-15	91天	6.15

*注：公告内容仅包括2013年12月1日至2014年1月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合信用评级有限公司评级公告

(2013年12月1日至2014年1月31日)*

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
云南煤业能源股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-04-16			
	2013年公司债券	2.5			AA+	2013-04-16	2013-12-03	7年	7.80
北京京能电力股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2013-05-08			
	2013年公司债券第一期	15.0			AAA	2013-05-08	2014-01-16	1.5年	6.24

*注：公告内容仅包括2013年12月1日至2014年1月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

北京

联合信用评级有限公司北京分公司于2009年4月经北京市工商管理局核准成立，主要业务包括中关村高新技术企业主体评级、担保机构评级、招投标评价、征信调查等业务，连续两年收入规模超过1000万元人民币。

公司目前设有评级部、征信部、市场部、研发部和综合管理部，现有员工48人，其中硕士14人，具有3年以上评级及征信工作经验的19人，具有中关村科技园区信用评级从业人员执业证书的6人。

联系电话：010-64912118

传真号码：010-64912663

通信地址：北京市朝阳区安慧里西区15号楼五矿大厦18层

邮政编码：100101

邮箱：bjbj@uhck.com



江苏

联合信用评级有限公司江苏分公司于2006年12月经南京市工商管理局核准成立，主要业务包括担保企业评级、担保机构评级、小额贷款及公司评级、招投标评价等业务，连续两年收入规模超过1000万元人民币。

公司目前设有行政部、业务一部和业务二部，现有员工24人，其中硕士2人，具有3年以上评级工作经验的20人。

联系电话：025-52380606

传真号码：025-52389901

通信地址：江苏省南京市中山南路414号投资大厦6楼

邮政编码：210006

邮箱：bjjs@uhck.com





编辑社地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PCC大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

E-mail: book@16eting.com

网址: www.16eting.com