

# 联合 信用研究

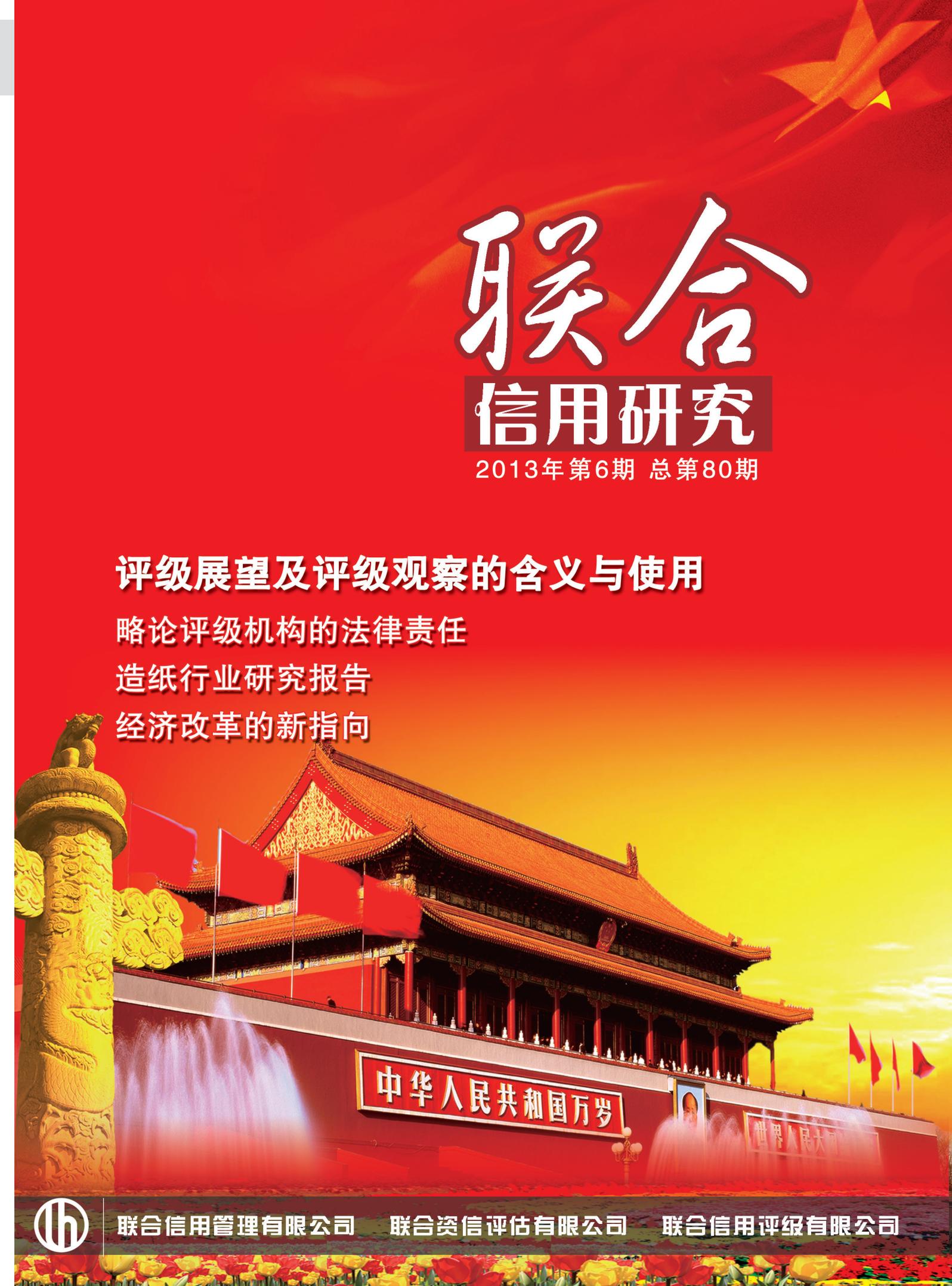
2013年第6期 总第80期

## 评级展望及评级观察的含义与使用

略论评级机构的法律责任

造纸行业研究报告

经济改革的新指向



中华人民共和国万岁



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

# 公司简介

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

联合资信资质齐全，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，致力于为投资者提供客观、公正、科学的信用评级结果，得到监管部门的肯定和认可，并服务了一大批国内特大型央企和地方龙头企业，树立了良好的社会形象，赢得了市场参与各方的广泛肯定，在历次银行间市场参与者对评级机构的评价活动中名列前茅。

## 业务范围

### 主体评级

对金融及非金融企业主体开展的评级。

### 债项评级

对金融及非金融企业主体发行的各种证券开展的评级，主要包括：

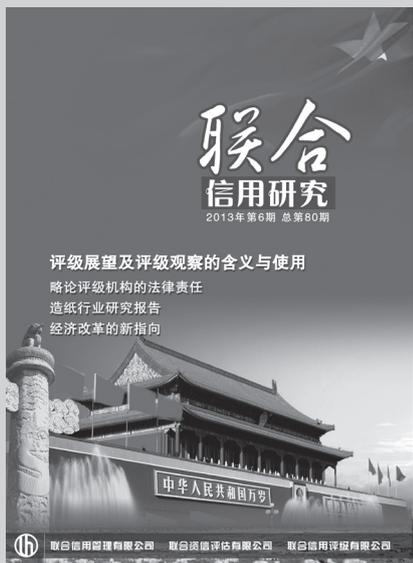
非金融企业债务融资工具：企业债券、短期融资券、中期票据，集合短期融资券、集合中期票据和集合企业债券以及资产管理公司设立的基础设施债权投资计划等；

金融机构债务融资工具：商业银行、证券公司、财务公司等金融机构发行的短期融资券、金融债券、次级债券、混合资本债券等；

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

# 目录

## CONTENTS



2013年第6期 总第80期  
2013年12月20日

### 主办

联合信用管理有限公司  
联合资信评估有限公司  
联合信用评级有限公司

### 编委会 (按姓氏笔画排列)

万华伟 马文洛 王少波 刘小平 任红  
刘化普 刘文良 庄建华 朱建红 吴金善  
张志军 张舒平 李广聪 李振宇 李萌  
邵立强 陈东明 周晓辉 施小纯 郭其阳  
高宇欣 常丽娟

### 编委会主任

王少波

### 主编

李振宇

### 本期责任编辑

伦杭

### 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

## 政策资讯

### 政策指南

央行加大对薄弱环节金融支持力度	01
保监会公布首批7家信用评级机构	01
贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行	01
商业银行可发行公司债券补充资本	02
省会以下城市基建企业暂停发债	02
《决定》指出：完善金融市场体系	02
非金融企业债务融资工具主承销商分层机制建立	02
央行改革信贷评级管理方式 不再认定相应评级机构	03
企业发债预审权下放 发改委精简申请流程	03
《国务院关于开展优先股试点的指导意见》公布	03
人民银行颁布实施《征信机构管理办法》	04
财政部明确国有金融企业发行可转换公司债券相关问题	04
利率市场化再进一步 同业存单开闸	04
考核新规：扶贫县取消GDP考核 盲目举债要被追责	05

### 市场动向

中国版巴塞尔III顺利通过国际评估	05
外资汽车金融公司国内首发金融债	05
奥巴马签署法案 结束政府关门并提高债务上限	05
债券融资占比下降 交易商协会推超短融二次扩容	05
发改委拟批准地方国企境外发债	06
首只中小企业可交换私募债完成发行	06
中国版永续债正式落地 会计处理问题待解	06
推动地方融资阳光化 非省会城市中票短融将放开	06
国内金融机构首次在伦敦发行人民币债券	07
信贷资产证券化扩大试点第一单成功发行	07
地市级企业债首现“一次核准、分期发行”	07
交易所债券市场大扩容 边缘化地位将改变	07
联合资信《资产证券化——原理、风险与评级》一书正式出版发行	08
交易商协会将银行理财直融工具计入债务融资额度	08
企业债预审细则曝光 产能过剩项目需发改委审议	08

## 研究报告

评级展望及评级观察的含义与使用	09
略论评级机构的法律责任	11
2013年上半年国际评级行业发展及监管分析报告	14
造纸行业研究报告	21
工程机械行业研究报告	26

## 热点评论

经济改革的新指向	31
创新空间巨大 风险特征需关注	32
非金融企业永续债的中国实践及评级思考	33
供需格局转换倒逼跨行业重组 煤炭行业步入信用风险暴露期	34
文化体制改革推动市场化进程，催生并购整合需求	35

## 评级小贴士

信用评级程序	36
--------	----

# 目录

## CONTENTS

为了更好地向投资者揭示信用风险的变化,我国评级机构借鉴国外的经验,在信用等级的基础上,增加了反映发行人或债券中短期信用状况变化的“评级展望”及“评级观察”。本文深入探讨“评级展望”和“评级观察”的含义,以更好地为投资者服务,在市场上形成更多的共识。

### P09

评级机构应承担怎样的责任、是否应对评级结果负责是各评级机构、监管机构和投资者越来越关注的问题。2013年2月,标普遭到美国司法部的民事起诉,再次引发了各界对评级机构承担责任的热议。本文通过梳理研究国际三大评级机构以及美国、欧盟和中国的法律法规对评级机构应承担责任的看法和规定,来探讨未来评级机构应承担责任的的发展趋势。

### P11

造纸行业属于国民经济中重要的基础原材料行业,主要工业国均将造纸行业作为国民经济中重要的基础原材料行业进行布局。2012年以来,中国纸品消费市场虽然整体仍表现为一定增长,但是增速显著放缓。2013年上半年,造纸行业仍未迎来实质性转好,行业产品销售收入增速继续下滑。预计未来短期内,造纸行业出现实质性改观的可能性较小,行业仍将处于深度战略调整期。

### P21

## 报告选编

汉江水利水电(集团)有限责任公司	37
郑州交通建设投资有限公司	38
内蒙古包钢钢联股份有限公司	39
湘潭九华经济建设投资有限公司	40
北京住总集团有限责任公司	41
株洲市城市建设发展集团有限公司	42
中广核风电有限公司	43
泰州市城市建设投资集团有限公司	44
厦门海沧投资集团有限公司	45
珠海联邦制药股份有限公司	46
珠海格力集团有限公司	47
新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司	48
步步高投资集团股份有限公司	49
郴州高科投资控股有限公司	50
云南建工集团有限公司	51
永州市城市建设投资开发公司	52
南阳投资集团有限公司	53
浙江省铁路投资集团有限公司	54
中国轻工集团公司	55
广东物资集团公司	56
太原钢铁(集团)有限公司	57
海宁市尖山新区开发有限公司	58
江苏邗建集团有限公司	59
厦门建发股份有限公司	60
江阴澄星实业集团有限公司	61
浙江省兴合集团公司	62
泰州市交通产业集团有限公司	63
福建省交通运输集团有限责任公司	64
山东省商业集团有限公司	65
山东东明石化集团有限公司	66
兴业证券股份有限公司	67
方正证券股份有限公司	68
信达证券股份有限公司	69
2013年澳大利亚联邦主权信用评级报告	70
2013年德意志联邦共和国主权信用评级报告	71
2013年美利坚合众国主权信用评级报告	72
2013年大不列颠及北爱尔兰联合王国主权信用评级报告	73
2013年日本国主权信用评级报告	74
2013年印度尼西亚共和国主权信用评级报告	75

## 评级公告

联合资信评估有限公司评级公告	76
国家主权信用评级公告	78

### 封二

联合资信评估有限公司公司简介	
----------------	--

### 封三

联合资信《资产证券化——原理、风险与评级》一书正式出版发行	
-------------------------------	--

## 政策指南

### 央行加大对薄弱环节金融支持力度

今年以来，人民银行继续发挥货币政策工具、宏观审慎政策工具以及信贷政策的结构引导作用，鼓励和引导金融机构在调整优化存量信贷结构的同时，更多地将新增信贷资源配置到“三农”、小微企业等重点领域和薄弱环节，提高资金使用效率。

为有效增加小型金融机构信贷资金，今年以来，人民银行对达到要求的小型金融机构继续执行较低的存款准备金率。目前，农村合作银行、农村信用社的存款准备金率分别比大型商业银行低5.5个和6.0个百分点，其中，资产规模小、涉农贷款比例高的机构存款准备金率分别比大型商业银行低6.5个和7.0个百分点。此外，积极开展中小企业信贷政策导向效果评估，引导金融机构盘活存量、用好增量，扩大对小企业的信贷投放。鼓励各类金融机构积极开展适合小企业需求的融资模式和信贷模式创新。支持金融机构发行专项用于小企业贷款的金融债券。加快银行间债券市场发展，鼓励小企业发行债务融资工具，拓宽融资渠道。

人民银行还不断强化地方法人金融机构流动性管理，通过再贷款和再贴现向一些符合宏观审慎要求的地方法人金融机构提供流动性支持。今年以来，人民银行非常注重通过安排增加再贴现额度，增加金融机构信贷资金来源，引导金融机构扩大对小微企业的信贷投放。对小微企业签发、接受的票据和中小金融机构承兑、持有的票据优先办理再贴现；要求各分支行加大对辖内再贴现额度的调剂，按照涉农和小微票据的分布情况，优化再贴现额度的结构；加强对再贴现投向的监测考核，确保再贴现用于支农支小。

在推进涉农金融改革、提高农村金融服务覆盖面方面，今年以来，人民银行继续推动农村信用社、农业银行“三农金融事业部”改革试点和农业发展银行改革，支持新型农村金融机构发展，建立多层次、广覆盖、可持续、适度竞争的现代农村金融服务体系。对农村信用社等涉农金融机构执行较低的存款准备金率，加大支农再贷款力度，增加支农资金来源。

同时，人民银行不断加快金融基础设施建设，优化基层金融服务环境。推出银行卡支农惠农项目和农民工银行卡特色业务，满足农民基本金融服务需求。在农村推广移动支付，解决农村地区物理网点不足等问题，提升农户金融服务便利性。完善农村信用体系，加快中小企业信用体系建设，开展“信用户”、“信用村”、“信用乡（镇）”建设，构建“守信受益、失信惩戒”的信用激励约束机制。

（摘自金融时报，2013年10月09日）

### 保监会公布首批7家信用评级机构

继今年8月发布《关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》后，中国保监会日前公布了首批7家获得能力认可的信用评级机构名单。据悉，这7家信用评级机构分别为大公国际资信评估有限公司、东方金诚国际信用评估有限公司、联合信用评级有限公司、联合资信评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司、中诚信国际信用评级有限责任公司和中诚信证券评估有限公司。

据了解，为进一步加强保险资金信用风险管理，规范外部信用评级使用行为，保监会根据《保险资金运用管理暂行办法》、《保险资金投资债券暂行办法》及相关规定发布了上述通知，对保险资金投资企业债券的外部信用评级机构的能力及条件进行了明确规定，同时规定符合能力及条件的评级机构须向保监会申请能力认可，保监会将依照法定条件和程序，在20个工作日内对符合能力及条件的评级机构予以认可，并公布认可结果。

对于信用评级机构的持续监管，保监会相关部门负责人称，评级机构应当配合保监会对相关信用评级业务的询问和检查，并在每年4月30日前向保监会提交年度报告。保监会将跟踪监测、定期检验评级机构的能力变化情况及评级行为，当评级机构不再符合相应的能力条件或评级项目出现破产、债务重组、延期支付等重大信用事件，但未及时给予预警或采取适当评级行动或行业协会评价结果为不合格的，保监会将不再认可其能力。

（摘自金融时报，2013年10月19日）

### 贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行

为进一步推进利率市场化，完善金融市场基准利率体系，指导信贷市场产品定价，2013年10月25日，贷款基准利率（Loan Prime Rate，简称LPR）集中报价和发布机制正式运行。

贷款基准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。贷款基准利率的集中报价和发布机制是在报价行自主报出本行贷款基准利率的基础上，指定发布人对报价进行加权平均计算，形成报价行的贷款基准利率报价平均利率并对外予以公布。运行初期向社会公布1年期贷款基准利率。

全国银行间同业拆借中心为贷款基准利率的指定发布人。首批报价行共9家，分别为工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、中信银行、浦发银行、兴业银行和招商银行。每个工作日在各报价行报出本行贷款基准利率的基础上，剔除最高、最低各1家报价后，将剩余报价作为有效报价，以各有效报价行上季度末人民币各项贷款余额占所有有效报价行上季度末人民币各项贷款总余额的比重为权重，进行加权平均计算，得出

贷款基础利率报价平均利率，于每个工作日通过上海银行间同业拆放利率网对外公布。市场利率定价自律机制将按年对报价行的报价质量进行监督评估，促进提升贷款基础利率的基准性和公信力。

(摘自中国人民银行网站，2013年10月25日)

## 商业银行可发行公司债券补充资本

证监会和银监会近日联合发布《关于商业银行发行公司债券补充资本的指导意见》，允许境内外上市以及正在排队等待境内上市的商业银行发行公司债券以补充资本。

证监会新闻发言人表示，出台《指导意见》是为拓宽商业银行资本补充渠道，利用债券市场满足商业银行资本工具创新需求，同时也有利于促进债券市场发展和互联互通。

根据《指导意见》，公司债券发行主体范围目前包括在上海、深圳证券交易所上市的商业银行，发行境外上市外资股的境内商业银行，申请在境内首次公开发行股票在审的商业银行。

《指导意见》明确，先行推出商业银行发行包含减记条款的公司债券。“商业银行发行其他类型的公司债券补充资本，由证监会、银监会依照法律、行政法规另行规定”，这为将来商业银行发行其他类型的创新资本工具预留空间。

《指导意见》规定，减记债在《商业银行资本管理办法（试行）》规定的触发事件发生时，能立即减记，投资者相应承担本金及利息损失的风险。减记债应符合商业银行资本工具合格标准，经中国银监会认定可计入商业银行二级资本。减记债可以经备案后非公开发行，其备案程序、信息披露要求、交易机制安排、投资者适当性管理等由证券交易所依照相关法律法规和指导意见另行规定，报证监会批准。

多位券商人士认为，《指导意见》的实施，可在一定程度上缓解商业银行资本补充压力，有利于减少上市银行再融资时对资本市场造成的压力。现阶段，允许商业银行发行债券补充资本是比较合适的选择，但是预计发行规模和空间可能会比较有限。

(摘自中国证券报，2013年11月11日)

## 省会以下城市基建企业暂停发债

出于对地方债务风险的担忧，监管层或将提高平台的发债门槛，省会级以下城市的基建企业将无法在银行间市场发债。

交易商协会注册办公室日前对于涉及基建行业发债收文标准，在原则性要求方面进行了明确，暂仅受理省会级以上城市的基建类企业注册材料；同时企业所在地政府的债务率不能超过100%，主要参考国家发改委企业债发行标准。该标准明确，对于所在地政府负债水平超过100%的投融资平台公司发行企业债务的申请不予受理。

今年以来，交易商协会一直对地方政府融资平台发

债持谨慎态度。也正是由于这个原因，尤其是今年4月份债市核查以来，城投类短融和中票的数量只是整个银行间债市存量相当小的一部分。

提高基建企业发债门槛，并不表示协会只关注那些中央级优质企业。交易商协会未来将加强对涉及基建行业发行主体的研究工作，重点研究处于银监会“融资平台名单”内企业、一般地市级及以下企业注册发行债务融资工具事宜。

(摘自经济参考报，2013年11月12日)

## 《决定》指出：完善金融市场体系

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称《决定》）11月15日发布，《决定》指出要完善金融市场体系。扩大金融业对内对外开放，在加强监管前提下，允许具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构。推进政策性金融机构改革。健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。完善保险经济补偿机制，建立巨灾保险制度。发展普惠金融。鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品。

完善人民币汇率市场化形成机制，加快推进利率市场化，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，加快实现人民币资本项目可兑换。

落实金融监管改革措施和稳健标准，完善监管协调机制，界定中央和地方金融监管职责和风险处置责任。建立存款保险制度，完善金融机构市场化退出机制。加强金融基础设施建设，保障金融市场安全高效运行和整体稳定。

《决定》是未来政治、经济、社会、文化和生态“五位一体”改革的总纲领。经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。可以预计，未来将通过完善公共服务的加法、优化市场机制作用的乘法、有形之手简政放权的减法和取消行政管制的除法在各领域厘清政府与市场的边界，提升资源配置、使用效率，释放改革红利。这无疑将给包括资本市场在内的中国经济全局带来根本性影响。

(摘自新华网、中国证券报，2013年11月15日)

## 非金融企业债务融资工具主承销商分层机制建立

11月18日，中国银行间市场交易商协会发布《关于启动非金融企业债务融资工具主承销商分层机制试点工作的公告》称，经征求广大市场成员意见，交易商协会启动建立非金融企业债务融资工具主承销商分层机制相关工作，现将有关事项公告如下：

一、为充分发挥不同类型机构的业务优势，优化配置市场资源，建立非金融企业债务融资工具主承销商分

层机制，主承销商分为 A 类主承销商和 B 类主承销商。

(一) A 类主承销商可在全国范围内开展非金融企业债务融资工具主承销业务。现有主承销商均为 A 类主承销商。

(二) B 类主承销商可在限定范围内开展非金融企业债务融资工具主承销业务。

(三) B 类主承销商自获得业务资格之日起一年内应与 A 类银行主承销商联合开展债务融资工具主承销业务。B 类主承销商应按照相关法律法规及协会自律管理规则尽职履责开展相关业务，如在联合主承销期间发生未尽职责或违法违规事项的，将适当延长联合主承销时间。

(四) B 类主承销商因违法违规行为受到重大刑事、行政处罚或自律处分的，取消其业务资格。

二、为推动多层次主承销商队伍建设，根据市场发展需要和市场成员意见，试点启动承销类会员（地方性银行类）参与 B 类主承销业务的市场评价工作。地方性银行经市场评价获得 B 类主承销业务资格的，可在注册地所在的省、自治区、直辖市范围内开展主承销业务。

(一) 承销类会员（地方性银行类）参与 B 类主承销业务市场评价适用《中国银行间市场交易商协会承销类会员（地方性银行类）参与 B 类主承销业务市场评价标准》。

(二) 参与 B 类主承销业务市场评价的承销类会员应具备公司信用类债券承销业务经验。

(三) 参评机构近三年内有下列情形的，不得参加市场评价：

- 1、因违法违规受到刑事处罚或重大行政处罚；
- 2、因涉嫌违法违规正被相关主管机关立案调查或者正处于整改期间；
- 3、因违法违规给市场造成严重后果。

(摘自交易商协会网站，2013 年 11 月 18 日)

## 央行改革信贷评级管理方式 不再认定相应评级机构

央行近日发布《中国人民银行关于推进信贷市场信用评级管理方式改革的通知》的文件称，央行决定改革信贷市场信用评级管理方式，由偏重于事前管理转变为着重进行事中、事后监测和信息披露，加强信用评级业务规范管理。

上述文件显示，央行各分支机构不再以发文认可、公示名单、约谈推荐等形式确定信用评级机构从事辖区内信贷市场信用评级业务，不再以划分评级范围、评级区域等方式组织开展信贷市场信用评级业务，不再参与制定评级业务收费标准等。

北京一家小型信用评级机构人士指出，上述文件带来的主要变化有两个：一是信贷市场评级机构从审批制到备案制。央行不再认可、认定相应的评级机构，不人为划分评级机构作业区域；二是评级机构自由进入市场自行竞争。有分析称，中小型评级机构或将面临着较大的生存压力，从短期来看，小型评级机构可能展开更大程度的价格竞争。

(摘自每日经济新闻，2013 年 11 月 28 日)

## 企业发债预审权下放 发改委精简申请流程

国家发展和改革委员会（下称“发改委”）下发《关于开展企业债券预审工作的通知》（下称“通知”）要求，从 2013 年 11 月 28 日开始，新上报的发债申请须由省级发改部门预审后上报，未经省级发改部门预审的地方企业发债申请将不再受理。业内人士称，地方发改委的预审将可能会使企业债发行申请流程进一步缩短，有利于提升企业债审批效率和企业债发行提速。早在 8 月 28 日，发改委发文明确了要下放企业债预审权给地方。另外一些市场人士认为，尽管预审权下放，但审核标准和最终的进度权把握仍在国家发改委，再加上近期债市弱势，收益率上行较快，短期内对于一级市场供给或难大幅放量。

通知还要求，除中小企业集合债以外，其他发债申请均应提供自查报告，省级发展改革部门对于各类债券均不再单独出具专项核查报告，但需在转文中出具核查意见；发行人和主承销商向省级发展改革部门上报发债申请后，应于当日向发改委报送发债申请概要情况单；通知还规定了预审下放后调整和新增上报的相关文件，省级发改部门首次上报预审后发债申请时需提供信用承诺书。

(摘自第一财经日报，2013 年 11 月 28 日)

## 《国务院关于开展优先股试点的指导意见》公布

《国务院关于开展优先股试点的指导意见》（以下简称《指导意见》）日前公布。优先股是指依照《公司法》，在一般规定的普通种类股份之外，另行规定的其他种类股份，其股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余资产，但参与公司决策管理等权利受到限制。

《指导意见》规定，在向优先股完全支付约定的股息前，不得向普通股股东分配利润，保障了优先股东的利润分配优先权；优先股股东优先于普通股股东分配公司剩余资产，剩余资产应优先向优先股股东支付未派发的股息和公司章程中规定的清算金额。在享受“优先”的同时，优先股的表决权却有所限制，原则上不出席股东大会会议，没有表决权。对于与优先股股东利益直接相关的重大事项，优先股股东享有表决权，与普通股股东分类表决。

为保护中小投资者，《指导意见》要求公开发行的优先股应采用固定股息、强制分红、可累积、不可参与等条款；公开发行的主体范围将由证监会另行确定。

此外，《指导意见》还对优先股发行规模从股数和筹资金额两个维度设置了上限。已发行的优先股不得超过公司普通股股份总数 50%，且筹资金额不得超过发行前净资产的 50%。

从企业角度，推出优先股有助于加快直接融资，补充企业资本金。从投资者角度，优先股能够提供多元投资渠道，增加新型固定收益产品。此外，与普通股不同，优先股融资成本相对较低，且不会改变收购公司的控制权结构，因而可以降低企业并购重组成本，有力支持企业的兼并重组活动。

(摘自人民日报，2013 年 12 月 2 日)

## 人民银行颁布实施《征信机构管理办法》

为贯彻落实党的十八届三中全会关于“建立健全社会征信体系”的要求，配合《征信业管理条例》实施，人民银行颁布实施了《征信机构管理办法》(以下简称“《办法》”)。

《办法》是《征信业管理条例》的重要配套制度，遵循了个人征信机构从严、企业征信机构从宽，征信机构市场化运作与监督管理并重，征信机构的行政监管和社会监督兼顾的监管思路。本着细化和补充《征信业管理条例》规定、便于操作执行的原则，以规范征信机构设立、变更和终止为主线，以征信机构公司治理、风险防控和信息安全为管理重点，进行了具体的制度设计。《办法》将和《征信业管理条例》等法律法规共同构成征信机构管理的制度框架，在促进征信机构规范运行、保护信息主体合法权益等方面发挥重要作用。

为了充分保护个人信息主体的合法权益，《办法》完善了个人征信机构设立时所应具备的条件，明确要求设立个人征信机构，要严格遵守《征信业管理条例》规定的条件，应具有健全的组织机构、完善的业务操作、安全管理、合规性管理等内控制度，且信用信息系统应当符合国家信息安全保护等级二级或二级以上标准。同时，《办法》完善了个人征信机构市场退出程序，着重解决了数据库处理流程和征信机构退出流程的衔接问题。

在监管措施方面，《办法》在明确征信机构报告要求的基础上，建立了重点监管制度。规定在征信机构出现严重违法违规行为、可能发生信息泄露、出现财务状况异常或严重亏损以及被大量投诉等情形时，人民银行可以将其列为重点监管对象，酌情缩短业务开展情况报告周期、信息系统安全测评周期，并采取相应的监管措施。此外，《办法》还细化了对个人征信机构高级管理人员的任职管理要求。

今后，人民银行将依照《征信业管理条例》和《办法》规定，有效履行对征信机构的监督管理职责，督促各类征信机构严格规范自身经营行为，切实保护信息主体合法权益，实现我国征信业的快速、健康发展。

(摘自中国人民银行网站，2013年12月3日)

## 财政部明确国有金融企业发行可转换公司债券相关问题

为规范国有金融企业发行可转换公司债券行为，促进证券市场健康发展，财政部日前发布《关于国有金融企业发行可转换公司债券有关事宜的通知》(以下简称《通知》)，明确相关内容。

《通知》指出，国有金融企业发行可转换公司债券，发行主体应当为境内外上市公司，同时符合审慎性、控制力、合理布局、保护投资者权益原则。

国有金融企业发行可转换公司债券，应当满足上市公司证券发行管理相关规定的要求。发行认股权和债券分离交易的可转换公司债券的，还应当同时满足以下要求：公司最近一期末经审计的净资产不低于人民币50亿元。最近3个会计年度实现的可分配利润均不低于公司发行债券1年的利息。本次发行后，累计公司债券余额

不得超过最近一期末净资产额的20%，预计所附认股权全部行权后募集资金总额，不得超过本次拟发行可转换公司债券的金额。

《通知》还明确，国有金融企业不得发行可交换公司债券。通知所称可交换公司债券是指公司发行的在一定期限内依据约定的条件可以交换成该公司所持特定公司股份的债券。

(摘自金融时报，2013年12月6日)

## 利率市场化再进一步 同业存单开闸

中国人民银行8日发布公告称，为规范同业存单业务，拓展银行业存款类金融机构融资渠道，促进货币市场发展，中国人民银行制定了《同业存单管理暂行办法》，自2013年12月9日起施行。专家指出，这意味着同业存单业务推进得以落地，也意味着利率市场化再进一步。

《办法》所称同业存单是指由银行业存款类金融机构法人在全国银行间市场上发行的记账式定期存款凭证，是一种货币市场工具。存款类金融机构包括政策性银行、商业银行、农村合作金融机构以及中国人民银行认可的其他金融机构。

《办法》指出，存款类金融机构发行同业存单应当具备以下条件：(一)是市场利率定价自律机制成员单位；(二)已制定本机构同业存单管理办法；(三)中国人民银行要求的其他条件。根据《办法》，同业存单的投资和交易主体为全国银行间同业拆借市场成员、基金管理公司及基金类产品。同业存单发行采取电子化方式，在全国银行间市场上公开发行或定向发行。

《办法》要求，存款类金融机构发行同业存单，应当于每年首只同业存单发行前，向中国人民银行备案年度发行计划。存款类金融机构可以在当年发行备案额度内，自行确定每期同业存单的发行金额、期限，但单期发行金额不得低于5000万元人民币。发行备案额度实行余额管理，发行人年度内任何时点的同业存单余额均不得超过当年备案额度。

《办法》称，同业存单的发行利率、发行价格等以市场化方式确定。其中，固定利率存单期限原则上不超过1年，为1个月、3个月、6个月、9个月和1年，参考同期限上海银行间同业拆借利率定价。浮动利率存单以上海银行间同业拆借利率为浮动利率基准计息，期限原则上在1年以上，包括1年、2年和3年。

《办法》规定，公开发行的同业存单可以进行交易流通，并可以作为回购交易标的物。发行人不得认购或变相认购自己发行的同业存单。

兴业银行首席经济学家鲁政委认为，《办法》推出标志同业存单发行开闸。《办法》界定了同业存单性质是定期存款，意味着同业存单应计入贷存比，将纳入存款保险制度范围。

业内人士表示，推出同业存单不仅有利于提高商业银行负债中市场化定价部分的比重，也有利于建设和完善Shibor基准利率地位、发挥银行间市场货币政策传导机制作用，推动利率市场化建设。

(摘自中国证券报，2013年12月9日)

## 考核新规：扶贫县取消 GDP 考核 盲目举债要被追责

近日，中央组织部印发《关于改进地方党政领导班子和领导干部政绩考核工作的通知》（以下简称《通知》）。

《通知》规定今后对地方党政领导班子和领导干部的各类考核考察，不能搞地区生产总值及增长率排名，对限制开发区域和生态脆弱的国家扶贫开发工作重点县取消地区生产总值考核，对盲目举债的离任也要被追责，具体内容包括：不能搞地区 GDP 排名、经济增速不等于干部提拔任用的依据、民生改善、扶贫县不再考核 GDP、把政府负债作为政绩考核的重要指标、政绩考核既要看显绩也要看潜绩、盲目举债离任追责等 7 点。

（摘自新浪财经，2013 年 12 月 10 日）

## 市场动向

### 中国版巴塞尔 III 顺利通过国际评估

近日，巴塞尔委员会发布了中国资本监管规则与国际资本监管规则一致性的评估报告，对中国银行业监管制度进行了积极正面的评价。

为确保巴塞尔 III 在全球范围内得到一致的和稳健的实施，巴塞尔委员会建立了国别评估机制，重点评估各国资本监管制度与国际规则的一致性，评估结论分为“符合”、“大体符合”、“大体不符合”和“不符合”四个档次。2012 年以来，巴塞尔委员会先后完成了对美国、欧盟、日本、新加坡、瑞士和中国的评估。

作为二十国集团和巴塞尔委员会的正式成员国，中国全面参与了危机以来的国际金融监管改革进程，高度重视国际新监管标准的实施工作。根据巴塞尔 III 的核心要求，并结合中国银行业改革发展实践，银监会确立了具有中国特色的审慎资本监管框架。2012 年 7 月，经国务院批准，发布了《商业银行资本管理办法（试行）》。为配合新的资本监管制度实施，银监会又陆续发布了一系列配套监管规则和指导意见。

近日，第 149 次巴塞尔委员会会议正式讨论通过了对中国资本监管制度的评估报告。该报告对中国银行业资本监管制度给予了积极的评价，总体评估结论为“符合”，资本监管框架的 14 个组成部分中，12 项被评为“符合”，2 项被评为“大体符合”。巴塞尔委员会对中国资本监管制度给予很高评价，反映我国审慎银行监管制度建设取得了重大进展，有助于提升国际市场对我国银

行体系的信心，深入推动国内大型银行实施国际化战略。

（摘自银监会网站，2013 年 10 月 10 日）

### 外资汽车金融公司国内首发金融债

路透北京 10 月 15 日，丰田汽车金融（中国）有限公司周二公告称，将于周五（18 日）招标发行 13 亿元人民币三年期固定金融债，用于补充营运资金，优化资产负债结构。中债登历史数据显示，此为外资汽车金融公司在国内发行的首期金融债。丰田汽车金融（中国）的股东为丰田金融服务株式会社。

合资公司上汽通用汽车金融公司 2010 年曾发行 15 亿元三年期定期存单基准利率金融债，当前已到期兑付。

中信证券和工商银行为是次债券发行的联席主承销商，本期债券信用等级为 AA+，发行人主体信用等级为 AA+。

（摘自路透社，2013 年 10 月 15 日）

### 奥巴马签署法案 结束政府关门并提高债务上限

美国白宫表示，总统奥巴马当地时间 10 月 17 日凌晨签署法案，结束美国政府关门并提高美国债务上限。

美国国会两院当地时间周三晚间通过提高债务上限、为政府拨款的议案，法案将使政府在明年 1 月 15 日之前处于开门状态，并提到债务上限直至明年 2 月 7 日。

分析师指出，尽管参众两院在周四截止日前成功批准了该协议，这也只是财政僵局的暂时解决方案，明年初华盛顿还将面临另一场与今年类似的债务上限和预算之争，这也令市场不确定性并未得到真正消除。

评级机构 DBRS Inc. 周三表示，尽管美国国会达成协议以延长美国举债上限期限及为联邦政府拨款，但这并不足以缓和市场的不确定性。

（摘自新浪财经网，2013 年 10 月 17 日）

### 债券融资占比下降 交易商协会推超短融二次扩容

在债券融资占比出现倒退，并且商业银行理财资管计划和直接融资工具诞生之际，银行间市场交易商协会（下称“交易商协会”）推出了超短期融资券（下称“超短融”）的第二次扩容。

昨日，多位消息人士向《第一财经日报》记者表示，交易商协会日前正式将超短融发行主体范围扩大至主体评级达到 AAA 并且中债资信评估公司再评级不低于 AA+ 的所有企业。这意味着，超短融发行主体将全面突破央企限制，走向众多高评级地方国企。在此之前，2012 年 6 月，交易商协会已经将超短融发行主体扩充至一般中央 AAA 级企业及其一家 AAA 级核心子公司。

据本报记者了解，对于超短融发行主体，交易商协会给出的其他限制条件包括：近一年经交易商协会注册

公开发行过债务融资工具，且近三年累计公开发行债券不低于3次，累计发行规模不低于50亿元；公司治理完善，业务运营合规，信息披露规范，不存在重大违法、违规行为等。

记者还了解到，未来交易商协会将进一步明确允许通过私募方式发行普通中小企业集合票据，料将令这类债券获得新的发展动力。

实际上，放眼全局来看，今年以来，企业债券占社会融资规模的比例出现大幅下滑。央行最新数据显示，2013年前三季度，我国社会融资规模为13.96万亿元，其中，企业债券净融资1.53万亿元，同比少333亿元；占比10.9%，同比低2.4个百分点。这是企业债券净融资占比连续第三个季度下滑。与此同时，从交易量来看，银行间债券市场交易数据大幅下滑，这样的状况很难令人感到乐观。

(摘自第一财经日报，2013年10月24日)

## 发改委拟批准地方国企境外发债

21世纪经济报道援引知情人士透露，国家发改委正考虑在未来几周或数月审批离岸人民币发债额度予符合资质的地方国企，或参考2011年批准给5家直属央企的额度(250亿元)。市场期待地方国企成为离岸人民币债市的生力军。

恒生执行董事兼环球银行及资本市场业务主管冯孝忠表示：“从融资成本考虑，人民币对美元升值预期加强，房地产等高负债企业急于锁定较低的融资成本。以美元发债，若人民币维持年均1%-2%的升值速度，等于可抵消部分利息成本，美元债因此较人民币离岸债券更为吸引。”

知情人士称，与央企相比，地方国企的融资渠道有限，由于缺乏境外发债经验，这些企业很难直接涉足成熟的离岸美元债，从规模可控的人民币点心债起步，发改委认为风险可控，又可以为地方政府开拓新的融资渠道，还有利缓解离岸人民币债券的紧张供给。目前仍未知额度的分配方式和企业列表，预计最快将在全国地方债务审计结果揭晓后公布。

市场人士解读，目前离岸人民币债券的发债成本相比在岸市场平均低约50个基点，在境内债市流动性中性偏紧的大趋势下，香港等离岸债市对地方国企的吸引力不小。

(摘自21世纪经济报道，2013年10月24日)

## 首只中小企业可交换私募债完成发行

日前，国内首只中小企业可交换私募债在深圳证券交易所备案并完成发行，这是继去年中小企业私募债推出以来，交易所债券市场又一次产品创新突破。

据悉，首只中小企业可交换私募债由创业板上市公司福星晓程第三大股东发行，发行规模2.565亿元，票面利率6.7%，发行人以持有的1000万股福星晓程股票

及其孳息为债券持有人交换股份和债券本息偿付提供担保，债券发行结束之日起六个月后进入换股期，标的股票初始换股价格为25.65元/股，债券持有人可以通过深交所交易系统申报换股，换股所得股票次日交易即可用。

(摘自上海证券报，2013年10月25日)

## 中国版永续债正式落地 会计处理问题待解

日前，武汉地铁集团有限公司(下称“武汉地铁”)在中国债券信息网公布了“2013年武汉地铁集团有限公司可续期公司债券”(下称“13武汉地铁可续期债”)发行材料，成为内地第一只永续类债券品种。

发行材料披露，13武汉地铁可续期债发行总额不超过23亿元，以每5个计息年度为一个周期。即在本期债券每5个计息年度末，发行人有权选择将本期债券期限延续5年，或选择在该计息年度末到期全额兑付本期债券。本期债券由主承销商海通证券，分销商华英证券、西藏同信证券组成承销团，以余额包销的方式承销。经中诚信国际综合评定，发行人主体长期信用等级为AA+，本期债券的信用等级为AA+。在定价上，13武汉地铁可续期债采用浮动利率形式，单利按年计息。其票面年利率由基准利率加上基本利差确定，基准利率参照7天期Shibor(上海银行间同业拆放利率)每5年确定一次；基本利差上限为5.70%，根据簿记建档结果确定，存续期保持不变。

尽管这只债券无担保，但附带了流动性支持条款：本期债券存续期内，当武汉地铁对本期债券本息偿付发生资金流动性不足时，工商银行武汉硚口支行先于在国家法律法规信贷政策允许的范围或条件下，经评审合格后，将提供不低于本期债券本息偿还金额的流动性支持信贷。与此同时，13武汉地铁可续期债还设立利息偿付保证金进行增信。据介绍，武汉市财政局将在每个付息日前10个工作日，将2亿元资金划入发行人在账户及资金监管银行开设的“利息偿付保证金专户”中，作为当期利息的偿付保证金。

然而，永续债的一大核心是会计处理，即究竟是作为权益还是债务计入发行人的会计报表，中国版永续债尚未能彻底解决这一难题。

(摘自第一财经日报，2013年10月28日)

## 推动地方融资阳光化 非省会城市中票短融将放开

据报道，银行间债市可能进一步扩容。10月31日，多位债市资深人士透露，银行间交易商协会下一步将放开非省会城市中票、短期融资券的融资门槛。

此前一周，交易商协会内部通气会刚刚宣布将超短期融资券的发行主体范围从一般中央AAA级企业及其一级核心子公司扩容至地方AAA级企业。此番，交易商协会再开非省会城市短融、中票，也被市场视为官

方对地方政府融资平台近两年表外融资膨胀行为的一种纠正，旨在进一步推动地方政府融资平台融资阳光化、规范化。

此前，交易商协会一直对地方政府融资平台发债持谨慎态度，城投类中票、短融只是整个银行间债市存量相当小的一部分，且发行人主要局限于为数不多的直辖市及省级、副省级发行人，信用评级不低于AA+。

2013年上半年，银监会的一项监管重点便是初步摸清地方政府平台非信贷底数，建立全口径负债统计系统。“这项工作已经初步完成。”一位南方省份地方银监局人士告诉记者，目前银监会正在抓紧开发包括银行贷款、企业债券、中票、短融、信托计划、理财产品等在内的融资平台全口径负债统计系统，第三季度已经正式投入使用。

(摘自网易财经，2013年11月01日)

## 国内金融机构首次在伦敦发行人民币债券

工商银行于11月12日在伦敦成功发行了20亿元离岸人民币高级债券，这是中国境内金融机构首次直接在伦敦市场发行离岸人民币债券。本期债券分为3年期和5年期两个固息品种，发行规模分别为13亿和7亿人民币，票面利率分别为3.35%和3.75%，债券募集资金将用于扩展境外人民币贷款业务等用途。

从发行情况看，投资者对工行本次债券发行的认购热情高涨，认购倍数超4倍，发行利率初始区间不断收窄，最终成功定价在指引价格最低端。此次债券发行投资者类型广泛，且获得了欧洲投资者的欢迎。从投资者分布来看，3年期债券包括伦敦在内的欧洲投资者占比30%，5年期债券包括伦敦在内的欧洲投资者占比高达35%。

(摘自证券时报，2013年11月14日)

## 信贷资产证券化扩大试点第一单成功发行

为优化金融资源配置，盘活存量资产，更好地支持实体经济发展，国家开发银行于2013年11月18日在银行间债券市场成功发行2013年第一期开元铁路专项信贷资产支持证券，金额80亿元。这是今年8月国务院决定进一步扩大信贷资产证券化试点后发行的第一单产品，也是银行业金融机构支持铁路投融资体制改革的一次有益探索。

据悉，本次发行的铁路信贷资产支持证券额度总共为200亿元，分三期发行，首期80亿元由国开行作为发起人，中信信托有限责任公司作为发行人。该信贷资产证券化产品的资产池为铁路总公司贷款，是国内首次发行单一行业、单一借款人的证券化产品，获得投资者踊跃认购。本次发行所释放的信贷规模，将用于铁路、棚户区改造等重点领域建设项目，为“稳增长、调结构、惠民生”做出贡献。

(摘自中国证券网，2013年11月18日)

## 地市级企业债首现“一次核准、分期发行”

11月18日，由周口市综合投资有限公司在银行间市场发行今年第一期企业债券“13周口债01”，由国开证券出任主承销商。该只债券早前从国家发改委获得了15亿元的额度，但此次仅发行5亿元，剩下10亿元计划在明年发行。

“发改委最早的批文里并没有允许分期发行，后来经过发行人与主承销商的努力，才争取到这个机会。”相关消息人士说，这是在流动性紧张、发行利率高涨的情况下，监管部门顺应市场需求做出的变革。

19日，大连普兰店市建设投资有限公司在银行间市场发行“13普兰店债01”，本期发行金额8亿元，其余7亿元也将根据市场情况择机发行。

上述两家企业均发布公告称：“根据近期市场情况以及公司资金运用情况，我公司向国家发展和改革委员会财政金融司提出申请，在本期债券其他条款不变的情况下，分期发行本期债券。”

这两只债券，将是全国第一批采取“一次核准、分期发行”的地市级企业债券，标志着企业债的分期发行从央企全面推开到省属企业和地市企业。

(摘自第一财经日报，2013年11月19日)

## 交易所债券市场大扩容 边缘化地位将改变

日前有消息称，交易所市场将迎来三大交易品种——减记型商业银行公司债、政策性金融债、第三轮信贷资产证券化产品(ABS)。这意味着这三类品种今后的增量将进入交易所债券市场。其中，仅政策性金融债的体量就非常庞大，将大大增强交易所债券市场的地位。

我国债券市场分为交易所债市和银行间市场两个部分。目前，银行间市场集聚了绝大多数的债券品种、债券托管量和交易主体，而交易所债市则相对边缘化，市场容量小。中债登最新统计显示，截至今年10月末，银行间市场的债券托管量为24.1226万亿元，占全部债券市场债券托管量的94%；而交易所托管量仅7651亿元，占约3%。

为了改变交易所债券市场日渐边缘化的现状，证监会一直希望吸引商业银行资金进入，以做大交易所债市。实际上，早在2010年10月底，证监会、人民银行、银监会就联合发布《关于上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》，意味着2008年12月“国三十条”中提到的“上市商业银行进入交易所债券市场试点”正式进入实质性操作阶段。但是直到今年早些时候，才有消息传出，减记型商业银行公司债、政策性金融债将进入交易所债券市场。

债券市场研究员分析认为，这意味着监管层想引导资质较好的交易品种到交易所市场交易，以扩大投资者范围，促进银行间债市与交易所债市的融合。此次，将ABS引入的意图也是如此，要引导大盘优质信贷资产在交易所市场发行。

(摘自证券日报，2013年11月21日)

## 联合资信《资产证券化——原理、风险与评级》一书正式出版发行

2013年11月28日,根据联合资信评估有限公司多年实践的总结,由联合资信评估有限公司董事长王少波任编委会主任、首席研究官李振宇主编的《资产证券化——原理、风险与评级》一书正式出版发行。该书在认真地总结我国资产证券化实践经验、借鉴和学习国外经验的基础上,更中国化地阐释资产证券化的基本知识、原理,让投资者更好地识别、评估其中的风险,为我国资产证券化的大发展做出贡献。

该书主要包括三个部分,一是概述,对资产证券化过程、主要条款、主要风险、基本作用、简要历史等进行简要的总结。二是按照基础资产分类,对不同种类的资产证券化产品的阐述。这是本书的主要部分,包括了主要的资产证券化产品,如住房抵押贷款支持证券、汽车贷款支持证券、银行企业贷款支持证券、租赁资产支持证券、企业应收款支持证券、企业收益权支持证券、商业住房抵押贷款支持证券、不良资产支持证券等。该部分主要是对各种证券化产品所涉及的基础资产的基本特征、风险特点、证券的评级思路与评级标准进行分析,其中还有部分重要的案例。三是附录,该书收集整理了我国现行有关资产证券化的主要政策法规等。

(摘自联合资信评估有限公司网站,2013年11月28日)

## 交易商协会将银行理财直融工具计入债务融资额度

业内人士周一透露,交易商协会日前窗口指导,将银行理财债权直接融资工具计入债务融资工具额度。

“协会通知说如果企业发行过银监会的理财直接融资工具,那么在计算债务融资工具的额度时要予以扣除。”上海一位银行投行人员说。此外,交易商协会一位内部人士也证实了此消息。

9月末,银监会批准国内11家商业银行开展理财资产管理业务和债权直接融资工具的试点,首批试点银行包括:工商银行、建设银行、交通银行、民生银行、招商银行等。

中国证券法第十六条规定,企业“累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十”。“之前债权直融试点,大家以为能绕开40%红线的,现在看来此路不通。”上述银行人士说。

(摘自大智慧阿思达克通讯社,2013年12月3日)

## 企业债预审细则曝光 产能过剩项目需发改委审议

自2013年11月28日起,企业债预审权下放省级发改部门之后,调整后的相关审核细则也得以浮出水面。12月4日,21世纪经济报道记者获悉的一份企业债券审核工作手册显示,其审核整体框架包括了材料完备性审核、材料内容完整性审核、材料合规性审核、材料一致

性审核、材料连续性审核、材料严谨性审核等系列内容。

其中,在偿债保障措施上,发行人需提交发行人所在地政府关于本期债券偿债保障措施的说明(平台债)、政府支持发行中小企业集合债且发行人经营符合国家产业政府的红头文件(中小企业集合债)、主承销商关于本期债券偿债能力的专项意见、第三方担保函、抵质押资产协议及与之相关的授权文件和主管部门的证明文件等。

不过,针对产能过剩领域地方审批项目和中央审批项目,发改委强调,必须由发改委专业司出具关于募投项目的意见。

与之前的发行条件相比,新细则在原来的总体框架下进行了细化和延伸。与此同时,细则还明确提出了承销团以及其他中介机构的资质要求。关于承销团资质要求,细则表示,已经承担过2000年以后企业债券发行主承销商、或累计承担过3次以上副主承销的金融机构方可担任主承销商;已经承担过2000年以后企业债券发行副主承销商,或累计承担过3次以上分销商的金融机构方可担任副主承销商。不过,虽然企业集团财务公司可以承销本集团发行的企业债券,但不宜作为主承销商。

细则还表示,为进一步加快企业债发行审核工作,发改委将按“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。其中,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;资产负债率较高(城投类企业65%以上,一般生产经营性企业75%以上)且债项级别在AA+以下的债券;企业及其所在地地方政府或为其提供承销服务的券商有不尽职或不诚信纪录;连续发债两次以上且资产负债率高于65%的城投类企业以及企业资产不实,运营不规范,偿债保障措施较弱的发债申请。

21世纪经济报道记者注意到,细则对于平台债的发行提出了特殊要求。细则强调,平台债发行主体应根据相关文件精神,并已按照相关文件要求加强管理和规范清理后的平台公司。其资格认定必须由地方政府出具相关文件对拟发债企业的发行主体加以确认。

至于发行规模认定,细则表示,不得将公立学校、公立医院、公园、事业单位等公益性资产和土地储备作为资本注入投融资平台;对于已经注入的,在计算发债规模时,必须从净资产规模中扣除。

此外,对政府应收账款应说明产生原因、还款计划、政府还款安排措施。同时,应明确以具体地块(红线图)出让收入作为还款资金来源。对应收账款规模较大的,应适度调减发债规模。细则要求,发债规模应尽量与地方政府财力和企业实力相匹配,原则上申请发债规模不能超过所在地政府一般预算收入。

同样,细则对保障房债券亦提出了特殊要求。细则表示,将50%(含)以上募集资金用于纳入省级计划(规划)的保障房项目,以及募集资金全部用于棚户区改造项目的发债申请,纳入审核绿色通道,优先办理相关手续。而一般性旧城改造、城乡一体化项目仍按照正常发债申请对待。但是,发债主体需要提供住建部门出具的关于保障房情况的说明文件和目标责任书等。

(摘自21世纪经济报道,2013年12月5日)

# 评级展望及评级观察的含义与使用

联合资信评估有限公司 李丹 伦杭 聂逆 宿夏菡

近年来，随着我国债券市场的发展，我国评级机构也借鉴国外的经验，在信用等级的基础上，增加了反映发行人或债券中短期信用状况变化的“评级展望”及“评级观察”，以更好地向投资者揭示信用风险的变化。随着债券市场上各种情况的出现，“评级展望”和“评级观察”也越来越多，我国评级机构需要处理各种新问题。因此，深入探讨“评级展望”和“评级观察”的含义，更好地为投资者服务，在市场上形成更多的共识，是本文的目的。

## 一、惠誉的评级展望和评级观察

### （一）评级展望

#### 1. 定义

评级展望是指信用评级在 1 到 2 年内可能的变动方向，反映了财务或其他方面的趋势还未到触动评级变动的程度，但如果该趋势持续，则评级会向该方向变动。

#### 2. 类型及含义

惠誉的评级展望设定为四种：（1）正面、（2）负面、（3）稳定、（4）发展中（Evolving）。

在评级实践中，惠誉大多数的评级展望为稳定。正面或负面的评级展望不表示信用等级变动一定会发生，同样，当评级展望为稳定时，信用等级也可能被调低或调高。偶尔，当正面和负面的评级因素均很强烈且相冲突，评级展望为发展中。

#### 3. 应用范围

目前，惠誉的评级展望应用于公司融资（Corporate Finance）（包括主权、非金融企业、金融企业、保险公司以及公用事业单位）以及美国之外的公共融资（Public Finance）中的长期主体评级；保险公司财务实力评级；部分地区评级（National Rating Scales）中的主体或债项评级；美国公共融资中的债项评级；部分项目融资（Project Finance）中的债项评级；以及结构性产品的评级。

惠誉的评级展望也应用于较低的投机级别（“CCC”、“CC”、“C”），但不应用于短期评级和已违约的评级。

### （二）评级观察

#### 1. 定义

惠誉的评级观察表明了信用等级具有较大的变动可能性，并且可能朝着该方向进行变动。

评级观察通常是由某个事件触发的，所以主体或债项处于评级观察期的时间相对较短。触发评级观察的事件可能是已经发生的，也可能是预期会发生的，但在这两种情况下都意味着主体或债项的信用等级此时是不确定的。

评级观察期通常是用来搜集更多的信息或是对信息进行分析。评级观察也用于当触发事件已经发生，且信用等级的变动已经很明确的情况下。一般在评级观察期内，触发事件已经解决或是能够预见到事件的结果，并且能够有充足的信息去决定评级观察的结果。

#### 2. 类型及含义

- （1）正面——表明信用等级有调升的可能；
- （2）负面——表明信用等级有调降的可能；
- （3）发展中——表明信用等级可能调升或调降或不变。

但是，信用等级的调升或调降并不是都必须先经过评级观察才能进行。

#### 3. 应用范围

评级观察适用于单个主体、债项以及所有信用等级。另外，当发生特殊事件或是威胁到信用质量的事件时，信评委可以通过评级观察的方式对该事件进行分析和判断。

惠誉认为，时间的长短是决定进行评级观察还是进行评级展望的一个有用的信息，但不是一个绝对的标准。如果一个事件的发生和内容都很确定，但在 6 个月内该事件还没有发生（如冗长的监管审批流程），此时也应该将信用等级放入评级观察而不是评级展望。而当一个特殊事件已经被认识到，但其发生的条件和产生的影响在很大程度上还不能确定，且在较长一段时间内还存在是否真正发生的风险（如具有较大政治争议的私有化提案），此时就应进行评级展望。

## 二、标普的评级展望和评级观察

### （一）评级展望

#### 1. 定义

标普的评级展望是指所评估企业、政府主体以及结构融资产品的长期信用等级可能的变化和发展方向。通常对于投资级的长期信用等级的评级展望期限为 6 个月到 2 年，而对于投机级的长期信用等级的评级展望期限为 6 个月到 1 年。评级展望是长期信用等级的组成部分。

与信用等级不同，评级展望关注的是可能会引起信

用等级变化的趋势和风险因素，如宏观经济趋势、企业经营状况的变化等，但这些因素尚未能完全明确地评估，还不足以推动信用等级调整。因此，在确定评级展望时，要根据这些因素对企业未来信用状况产生的影响，对企业信用等级的变化进行预判。

## 2. 类型与含义

- (1) 正面 —— 表示信用等级可能提升；
- (2) 负面 —— 表示信用等级可能降低；
- (3) 稳定 —— 表示信用等级不太可能改变；
- (4) 发展中 (developing) —— 表示信用等级可能提升或降低；
- (5) 无意义 —— 表示没有意见。

正面或负面的评级展望并不意味着之后必然会进行信用等级的变化或是列入信用观察名单。同样，信用等级的变化也可能出现在评级展望为稳定的情况下。标普通常在给予发行人信用等级的评级展望为正面或负面时，认为至少有 30% 的可能会进行信用等级的调整。

## 3. 应用范围

目前，标普的评级展望只运用于企业、政府主体以及结构融资产品的长期信用等级。

### (二) 信用观察

#### 1. 定义

标普的评级观察或信用观察是指所评估主体、债项的长短期信用等级在 3 个月内（特殊情况可能超过 90 天）可能的变化和发展方向。评级观察主要关注的是特定事件或者短期的趋势对于信用等级的影响，如企业的兼并、重组、再融资，选民公投，行业内新的监管政策或运营环境的重大变化、证券化资产的恶化等；或者评级资料的更新，如评级机构获得了新的数据与信息时，并且这些事件、数据或信息对评级对象的主体或债项的信用质量产生影响。

#### 2. 类型与含义

- (1) 正面 —— 表示信用等级可能提升；
- (2) 负面 —— 表示信用等级可能降低；
- (3) 发展中 —— 表示信用等级可能提升或降低或不变。

列入信用观察名单，并不意味着信用等级一定会发生变化，同样，信用等级的调整也不一定必须先列入信用观察。标普认为，列入信用观察名单的信用等级至少有 50% 的可能性会在 90 天以内发生变化。

#### 3. 应用范围

标普通常在以下三种情况下会进行信用观察：

- (1) 当一个事件或者与我们的预期方向有所偏离的情况发生或预期将要发生时，对于信用等级的影响必须进行更多的信息、资料的搜集和分析（如发行人在进行兼并、重组或意料之外的经营情况发生之后）；
- (2) 当发行人或债项发生了重大变化，但该变化对

信用等级的影响还没有能够完全确定；

(3) 当所采用的评价标准发生变化，标普认为有必要对整个主体或多个评价环节进行重新评估，且该主体或债项的信用等级可能会在短期内发生变化。

标普认为，当发行人的信用等级列入信用观察名单时，则发行人的信用观察会覆盖评级展望。多数情况下，当信用观察期结束后，如果信用等级发生变化，则信用等级的调整方向和评级展望的方向是一致的（信用等级上调，评级展望为正面或是信用等级下调，评级展望为负面），但在极个别的情况下也会出现信用等级的调整方向和评级展望的方向不一致（即信用等级上调，评级展望为负面或是信用等级下调，评级展望为正面）的情况。

## 三、穆迪的评级展望与评级观察

### (一) 评级展望

#### 1. 定义

穆迪的评级展望是对信用等级在中期（6-18 个月）内方向变化的一种看法。由于发行人可能具有多个类别评级（如财务实力评级、支持评级等），所以其可能被给予不同的展望。虽然穆迪给予发行人不同的评级展望，但穆迪认为在这一点上，其授予发行人的信用等级仍与信用状况相符。

#### 2. 类型及含义

穆迪的评级展望主要包括：(1) 正面、(2) 负面、(3) 稳定、(4) 发展中 (developing)。

评级展望为“稳定”，表示在中期内发生评级变动的可能性较低，“正面”、“负面”和“发展中”表示在中期内发生评级变化的可能性较高。

根据穆迪的历史数据统计，约有三分之一的评级展望为“正面”和“负面”的评级会在第二年向该方向进行调整。而评级展望为“发展中”的评级则根据事件的影响情况，有可能上调、下调或保持不变。

#### 3. 应用范围

穆迪认为评级展望可以针对发行人，也可以针对债项等级，但在资产证券化产品评级中没有评级展望，这在穆迪的评级报告中可以看到这一点。同时我们在评级报告中也可以看到，在阐释评级展望结果理由时，穆迪大多是针对主体的信用状况进行分析，很少涉及债项的信用情况。穆迪还认为，评级展望并不是给予所有受评主体，在某些情况下，会表示为无展望。

### (二) 评级观察

#### 1. 定义

穆迪的评级观察是指近期内信用等级可能会发生变动，但造成等级变动的因素以及影响大小还需要进一步搜集资料及分析，或是在短期内评级对象的实际变化情况与支持现有信用等级的假定或数据不符的情况下，将其列入评级观察名单。一般在 90 天以内，穆迪会给出评

级观察的结果，即信用等级的上调、下调或维持不变。

## 2. 类型及含义

穆迪的评级观察进一步分为：(1) 上调、(2) 下调、(3) 不确定 (uncertain)。

根据穆迪的历史数据统计，大约有三分之二被列入评级观察名单的信用等级，会在评级观察期结束后向着评级观察给出的方向变动。

列入评级观察名单的信用等级并不意味着一定会变化，同样信用等级的变动也不一定必须要经过评级观察。

## 3. 应用范围

穆迪认为所有评级都可列入评级观察名单，并且对于例如资产支持证券，穆迪可能会在同一时间将某个档次的证券进行信用等级的调整，并将某个档次的信用等级列入评级观察名单。

如果发行人多个类别的信用等级被列入评级观察名单，其评级观察会覆盖评级展望，但此时的信用等级仍然有效。

## 四、建议

从三大评级机构评级展望的定义来看，三家公司的评级展望均是对中期内可能引起评级变动的不确定因素的分析 and 预测。从我国评级实践看，由于我国基本上每

年至少开展一次跟踪评级，因此，评级展望的基本时间可以框定为一年左右。

从评级展望类型来看，国外三大评级机构基本都包含 4 种类型，但标普和穆迪在特定情况下还会分别出“无意义”或“无展望”的情况。对于我国的信用评级市场，我们可以借鉴三大评级机构对评级展望的使用，增加一类评级展望——“发展中”，用来表示对于短期不能确定信用等级发展方向、但又需要给予投资者一种提示的情况。

从评级展望的应用范围来看，惠誉和标普的评级展望主要是对主体的展望，惠誉会对部分特定债项也进行展望，而穆迪的评级展望不仅对主体，也大都对债项进行展望。结合我国评级实践，我们认为，从为投资者服务的角度出发，评级展望既可以包括对发行人的评级展望，也可以包括对债项的评级展望。对于那些债项信用等级与发行人等级关系较远的情况（如有担保的债券和资产证券化产品），更应加强对债项信用等级展望的工作，以更好地揭示债项的风险。

对于信用观察或评级观察，国外三大评级机构基本都包含 3 种类型，即对短期内特定事件或因素对信用等级的影响会做出方向性的预测。对于我国的信用评级市场，我们可以考虑增加评级观察的具体分类，给予投资者较为明确的提示。

注：本文已在《债券》杂志（2013 年第 11 期）发表。

# 略论评级机构的法律责任

联合资信评估有限公司 李振宇 李丹 伦杭

2008 年金融危机的爆发引发了全球范围内对信用评级机构的客观性、公正性和准确性的质疑。2013 年 2 月，标普遭到美国司法部的民事起诉，指控其涉嫌夸大抵押贷款证券的信用评级，欺骗投资者。这是美国联邦政府首次追究主要评级机构在次贷危机中的责任。与此同时，美国 16 个州和哥伦比亚特区也对标普发起诉讼。2013 年 7 月，美国联邦法官裁定支持美国政府起诉标普民事欺诈，虚报信用评级误导投资者，赔偿 50 亿美元。标普遭到起诉并被判定民事欺诈，再次引发了各界对评级机构承担责任的热议。评级机构应承担怎样的责任、是否应对评级结果负责成为各评级机构、监管机构和投资者关注的问题。本文通过梳理研究国际三大评级机构以及美国、欧盟和中国的法律法规对评级机构应承担责任的看法和规定，来探讨未来评级机构应承担责任的的发展趋势。

## 一、评级机构的看法

(一) 评级结果仅是一种具有前瞻性的观点或言论，受言论自由的保护

三大评级机构均把自己定位为金融信息的发布者，坚持自己只是收集和分析具有新闻价值的金融信息，然后向公众发布分析后的评级信息。评级信息仅仅是在保持客观公正的前提下包含对未来判断的一种前瞻性观点或言论。评级结果作为一种观点或言论，不能被形容为准确或不准确，并且应受到美国宪法第一修正案中关于“言论自由不可侵犯”条款以及美国《证券交易法》中规定发布符合条件的前瞻性陈述不承担责任条款的保护。

(二) 评级机构不对评级所依赖资料的准确性负责

三大评级机构认为，虽然在给定信用等级之前，评级机构会对发行人提供的信息进行调查，但并不表示评级

机构对评级所依赖信息的准确性、完整性和及时性的保证，而应是发行人对其所提供信息的准确性负最终责任。

### （三）评级观点仅作为投资决策的一个参考，评级机构不对投资者造成的损失承担责任

三大评级机构认为，信用评级不是对债券买卖或持有的建议，也不是对债券市场价格准确性的评价，因此对于形成证券买卖的价格以及促成投资者的投资决策没有任何干预，不构成具体的买卖建议。评级观点仅作为投资决策的一个参考，投资者自己做出决策，自己承担风险，评级机构不对投资者的投资决策失误所造成的损失承担责任。

## 二、美国的监管规定

1975年之前，美国的监管机构对于评级机构的监管主要是基于其声誉机制的自律监管，其基本思路是在宽松的监管环境下，充分发挥市场的力量来提高金融服务的效率。监管机构并没有建立相应的针对评级机构本身的监管和问责机制。2006年出台的《信用评级机构改革法案》是美国信用评级行业监管的里程碑，奠定了美国评级机构最基本的监管框架和方案。2008年金融危机的爆发使美国监管部门意识到对评级机构的监管法律的不完善，之后美国监管部门提出了更多的监管措施以保障评级的客观公正，对评级机构违法行为的处罚措施相应加重，且通过立法明确评级机构的法律责任，不仅追究评级机构的行政责任又明确加强了民事责任的追究。

### （一）评级活动具有商业性质，评级机构应承担专家责任

2010年颁布的《多德－弗兰克法案》中明确规定了评级机构的评级活动带有商业性质，评级机构应当适用于类似审计师、证券分析师和投资银行的法律规则，废除了评级机构在注册说明书中免于承担专家责任这一条款。之后，标普、穆迪和惠誉宣布不允许发行人在向美国证交会递交的注册说明书和任何相关的募集意向书中包含其评级，以避免承担专家责任的风险。2010年7月，SEC宣布允许发行人在6个月的期限内注册说明书中省略信用评级。2010年11月，SEC再次宣布该期限（6个月）无限延长。通过评级机构与监管部门的博弈，目前募集意向书中仍包含信用评级，但监管部门没有实际追究评级机构的专家责任。

### （二）评级机构应对其决定信用评级所依赖的重要事实进行合理的调查

《多德－弗兰克法案》首次提出了对信用评级机构的追责问题，该法案允许投资者以信用评级机构对其决定信用评级所依赖的重要事实没有进行合理的调查等“故意或草率”行为为名，控告信用评级机构，评级机构应为评级质量承担法律责任。

### （三）评级机构应按规定保存档案及提交资料，保障监管部门正常实施监管职能

监管部门规定了评级机构需要制作和保存的档案资料，以及保存的时间和方式。监管部门认为，保存相关资料有助于保护投资者的利益，是监管部门正常实施监管职能的最基本的保障。监管部门同时要求评级机构每年向证交委（美国证券交易委员会）提交年度财务报告，证交委可以根据财务报告分析评级机构的财务状况，如果发现某评级机构掌握的资源不能保证信用评级的正常进行，则有权暂停其评级业务。

### （四）评级机构应加强信息披露、防止利益冲突以及滥用重大非公共信息，保证评级的客观公正

评级机构应按规定披露评级的原则、程序、方法、数据、指标和相关利益冲突等，提高评级的透明度。监管部门通过规定禁止负责评定信用等级的评级机构职员参与评级费用协议的拟定、禁止对与评级机构有关联的被评级者评级、提出业务隔离要求、离职人员回顾审查制度等方法避免评级机构的利益冲突。同时，监管部门规定评级机构要防止对外泄露重大非公共信息以及该信息在内部人员之间的不当泄露，从根源上杜绝评级机构的相关人士利用重大非公共信息非法获利的行为。

## 三、欧盟的监管规定

金融危机之前，欧盟对评级机构的监管主要是基于国际证监会组织（IOSCO）行为准则的自律监管，法律法规和监管行为很少。金融危机后，欧盟的金融业监管从国家层面走向泛欧层面，对信用评级行业的监管采取了统一、强化监管的模式。目前，欧盟对信用评级行业的监管模式主要从保证信用评级机构实际独立性和避免利益冲突的角度出发，加强对享有垄断优势的信用评级机构的监管和惩罚力度，从而实现对消费者和投资人的保护。

### （一）信用评级结果不是普通意见，评级机构应当对评级结果导致的影响承担相应的责任

2013年1月欧盟议会通过了《欧盟信用评级机构监管法规》第二次修订稿，欧盟首次通过立法明确了信用评级机构的法律责任，提出信用评级机构应承担民事责任。欧盟监管方认为，信用评级结果并不仅仅是普通意见，因此，如果评级机构因故意或者重大过失违反有关规定给投资者造成损失时，投资者有权向本国法院起诉评级机构，评级机构应当对给投资者造成的损失进行赔偿。在举证责任方面，投资者只要证明评级机构违反法规的事实，而评级机构必须证明自身已经尽到了必要的义务。此外，欧盟委员会提出，民事责任不仅适用于委托评级，也适用于主动评级，尽管主动评级主要基于公开的市场信息且利益冲突较小，但如果主动评级违反法规要求，而投资者依据评级结果造成损失，评级机构也应承担责任。

## （二）评级机构应保持其独立性和避免利益冲突

在保持独立性方面，监管部门规定评级机构应以保证公司的商业利益不会损害评级过程的独立性和准确性的方式设定组织机构；评级机构应设立管理委员会或理事会，负责确保评级过程的独立性并适当地识别和管理利益冲突等。

在避免利益冲突方面，监管部门规定评级机构应确保参与信用评级的人员连续为同一被评机构提供信用评级服务的时间不超过四年；评级机构不应向被评机构就公司或法律结构、资产、债务等相关问题提供咨询或顾问活动；禁止评级机构股东兼任，即拥有一家评级机构5%以上股权的股东不得同时拥有其他评级机构5%以上的股权，除非两家评级机构同属于一个集团；并且，监管部门要求信用评级机构将已经拥有的受评企业的信息向在欧盟注册或者认证的信用评级机构公开，提供更多主动评级，促进信用评级行业竞争，以有利于避免利益冲突。

## （三）评级机构应加强信息披露

评级机构应无选择地和及时地披露信用评级以及任何中断信用评级的决定；应当披露评级方法、模型、主要评级假设、对有关信用等级及其他相关信息发布问题采用的政策、实际和潜在的利益冲突等，并且定期披露评级种类的历史违约率、信用评级机构收入来源的前20大客户的名单等信息。

## 四、中国的监管规定

我国对于评级机构的监管规定较为全面，主要是从行政责任的角度对评级机构进行了必要的约束，且较美国和欧盟更早规定了评级机构的民事责任以及行政责任。

### （一）评级机构及其人员应客观公正、勤勉尽责，对评级依赖的资料进行调查

有关法律和监管部门规定评级机构应当根据独立、公正、客观、科学的原则设定信用评级方法体系，严格依据公开的评级方法和程序，独立地开展信用评级工作，保证信用评级的公正性、一致性和完整性，评级机构从业人员应保证诚实、守信、独立、勤勉和尽责。评级机构应对受评企业开展实地调查，收集有关资料，深入了解受评企业生产经营和财务情况，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行必要的核查和验证。

### （二）评级机构应保证所出具的文件没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏

监管部门规定评级机构和人员应对其所出具的专业报告和专业意见负责，若出具的文件含有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，给他人造成损失的，应当就其负有责任的部分依法承担民事责任。若评级机构故意提供虚假证明文件，情节严重的或者严重不负责任，出具的

证明文件有重大失实，造成严重后果的，应当承担刑事责任。

### （三）评级机构应按规定保存档案及提交监管资料

监管部门要求评级机构建立档案管理制度，并规定了应保存的档案范围及保存时间。同时，监管部门规定了评级机构应定期提交的监管资料，如评级机构应按规定向中国人民银行报送信用评级机构统计报表、信用评级报告全文、跟踪评级安排及跟踪评级报告等材料，评级机构在非金融企业债务融资工具市场开展信用评级业务应按规定提交上一年度信用评级业务开展情况报告和合规性报告。

### （四）评级机构应加强信息披露、防止利益冲突

监管部门规定了评级机构应披露的信息，如评级机构应在本机构网站公开披露并及时更新公司基本信息、基础设施建设情况和信用评级体系基础信息，并按规定披露上一年度信用评级业务开展和合规情况。

防止利益冲突方面，监管部门规定评级机构应建立健全利益冲突管理工作机制和相关制度，有效识别、防范和消除信用评级业务中产生的利益冲突，评级机构和评估人员如与被评对象有利益关系的，应当回避。

## 五、总结

从以上分析可以看出，为了尽可能保证评级机构的独立客观公正，世界各国都在不断加强对于评级机构的监管，且均规定评级机构应对评级结果承担相应的责任。

### （一）评级机构的责任逐步强化和明晰化

由于评级行为的专业性，其评级结果为社会公众所信赖，法律必须确保此种信赖不被滥用，因此各国监管部门均颁布了一系列法律法规以明确评级机构的责任，包括档案管理、定期报送监管资料、防止利益冲突以及加强信息披露等方面的内容。并且各国监管部门对于评级机构的监管仍在不断加强——从最初仅有简单的监管框架到逐步细化至评级机构的各项行政责任，再到明确规定评级机构应承担的民事责任。即国际信用评级监管的趋势是在不影响评级机构工作效率的情况下不断增强评级机构的责任以最大可能的保障评级机构的公平独立客观。

### （二）评级机构应对评级结果承担相应的责任

各国监管部门均认为评级结果不是一种言论，评级机构的评级活动是带有商业性质且对公众有重大影响的，因此评级机构应对评级结果承担相应的责任。一是行政责任。例如当评级机构存在利益冲突；未按监管要求建立内控制度、制作和保存档案资料、提交年度财务报告以及进行信息披露；在一段时间内给出太多严重失真的

信用评级,出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏等情况时,评级机构需承担行政责任(包括被警告、罚款,甚至被暂停或取消评级资格等)。例如,今年8月份,某评级机构由于未按约定出具定期跟踪评级报告、在评级过程中未遵循已报备的信用评级方法以及未按规定保存业务档案,被深圳证监局给予警示。二是民事责任。如果评级机构没有对评级所依赖的资料进行合理调查或者违反监管规定的,给投资者造成损失时,则评级机构需承担民事责任,即需要承担连带的赔偿责任。

### (三) 我国评级机构的应对措施

由于我国监管机构对评级机构的监管较为全面及严格,评级机构应如何避免承担行政责任、民事责任甚至刑事责任是评级机构关注的核心问题。我们认为评级机构应改变以往的认识,并主要从以下两个方面加强自身管理:一是遵守各项法律法规,满足监管的要求。目前,关于评级机构的法律法规主要包括《证券法》、人民银行制定的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》、证监会制定的《证券市场资信评级业务管理

暂行办法》以及银行间市场交易商协会制定的《非金融企业债务融资工具信用评级业务自律指引》等。各项法律法规对评级机构的规定,基本都包括评级机构应保持独立客观公正、勤勉尽责;在评级过程中严格依据已披露的评级方法及程序;对评级所依赖的资料进行合理调查;按规定保存档案及向监管部门提交资料;加强信息披露;防止利益冲突;保证所出具的文件没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏等。其中评级机构要勤勉尽责,按规定和约定履行义务,以避免所出具的文件含有虚假记载、误导性陈述和重大遗漏是法律法规中的核心内容,目前这一评级机构也基本能认可并遵照执行。二是加强核查和验证。我国《证券法》中规定,评级机构应当勤勉尽责,对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。评级机构对这一点应有足够而清醒的认识,评级机构认为对受评对象所提供信息的准确性不负任何责任的观点也被否定。加强核查和验证主要包括对受评企业开展实地调查;严格按照业务程序对信用评级所依赖资料的真实性、准确性和完整性进行必要的核查和验证;建立和完善内部复核机制,避免因内部复核程序的缺陷导致出具的专业报告不准确等。

## 2013年上半年国际评级行业发展及监管分析报告

联合资信评估有限公司 聂逆 刘艳 阮峥

### 引言

本文通过对国际上主要的评级机构在2013年上半年开展的包括国家主权、企业主体和结构融资产品等类别的信用评级情况进行统计及分析,并通过对国际组织、欧盟和美国在2013年上半年的信用评级行业监管动态的持续关注,以了解2013年上半年国际评级行业的整体发展状况及监管趋势。

本文选择的评级机构包括标普、穆迪和惠誉三大评级机构,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国家认可的评级机构(NRSROs)及欧洲证券和市场管理局(ESMA)的注册或认证机构,国际业务相对较多,具有行业代表性。

报告中采用的行业数据均来源于ESMA,其中国家主权评级为国家长期外币信用评级、企业评级为基于债券发行人的长期主体评级、结构融资评级为证券的长期评级。由于各评级机构的信用等级符号不统一,我们在对各家评级机构进行比较时采用了标普的信用等级符号作为基准(见附表)。

信用等级迁移矩阵的计算方法采用Cohort法,即只对期初等级和期末等级发生变化的做了统计,不考虑等级多调和等级回调的情况,并只反映三大评级机构的整体水平。

### 一、国际评级行业发展状况

#### (一) 国家主权评级

##### 1. 各家评级机构评级数量基本保持稳定

截至2013年上半年,标普给予的有效国家主权评级数量为126个,较上年同期和上年年底分别减少1个国家,依然为开展国家主权评级数量最多的评级机构。穆迪的有效评级数量为119个,较上年同期增加5个国家,与上年年底的有效评级数量相等。惠誉的有效评级数量为106个,分别较上年同期和上年年底增加1个和2个国家。与三大评级机构相比,JCR和DBRS的国家主权评级数量较少,分别为33和26个,其中DBRS近两年不断增加对国家主权的信用评级,JCR开展的主权国家评级数量较上年同期减少1家,与上年年底的有效评级数量一致。

标普、穆迪和惠誉评定的AAA级国家数量均为14个,JCR和DBRS评定的AAA级国家数量均为13个。五家评级机构中,标普评定的国家主权信用等级依然普遍偏低,等级依次多集中在B级、BBB级和BB级,但与上年年底时等级依次多集中分布于CCC级、BB级和B级相比,等级集中度有所上升。

表1 2013年上半年国家主权评级情况表

项目	标普		穆迪		惠誉		JCR		DBRS	
	2012H1	2013H1								
有效评级数量(个)	127	126	114	119	105	106	34	33	21	26
新增评级数量(个)	0	0	0	0	0	2	0	0	0	1
违约率(%)	0.79	2.36	0.88	0.84	0.95	0.96	0.00	0.00	0.00	0.00
上调/下调(%)	46.15	45.45	50.00	40.00	11.11	77.78	0.00	300.00	50.00	400.00

注：1. 有效评级数量为信用等级在期末仍在有效期内的评级数量；2. 新增评级数量为统计期内给予的新评级并在期末仍有效的评级数量；3. 违约率为受评对象在统计期内发生违约的数量与期初评级数量的比；4. “上调/下调”为发生等级上调的评级数量与下调数量的比；以下同。

表2 2013年上半年国家主权评级违约情况表

机构	等级	数量	国家名称	违约率
标普	B	1	牙买加	3.33%
	CCC	2	塞浦路斯、格林纳达	100.00%
穆迪	B	1	塞浦路斯	3.85%
惠誉	B	1	塞浦路斯	5.56%

注：此表中的违约率为评级机构所评的不同信用等级发生违约的国家数量和与在期初与发生违约国家同级别的国家数量总和的比率。

## 2. 国家主权违约率较上年同期有所上升

相比2012年上半年全球2个国家发生主权债务违约的情况，2013年上半年发生主权债务违约的国家上升为3个。从评级连续性来看，三大评级机构在揭示风险时相对滞后，评级准确性略显不足。2013年上半年，标普、穆迪和惠誉所评国家中分别有3、1和1个国家发生了主权债务违约，违约率分别为2.36%、0.84%和0.96%，其中标普的评级违约率较2012年上半年有较大幅度的上升，但较2012年下半年有所下降，穆迪和惠誉则较为稳定。另外两家中小评级机构所评国家在2013年上半年均未发生违约的情况，违约率依然保持为零。

2013年上半年发生债务违约的国家为塞浦路斯、牙买加和格林纳达，其中三大评级机构均进行评级的塞浦路斯，因其对既有债务进行转置减记，从而导致违约。

## 3. 欧、非国家主权信用风险上升

2013年上半年，五家评级机构开展的主权评级活动中，标普、穆迪呈现评级下调趋势，惠誉、JCR和DBRS呈现评级上调趋势，特别是JCR和DBRS的评级上调趋势较为明显。

2013年上半年，因欧洲经济复苏迹象并不显著，以及依靠出口实现经济增长的非洲国家发展仍然困难，欧洲和非洲国家主权评级有所下调。由于经济增长乏力、主权债务规模庞大且持续攀升，2013年上半年，惠誉分别将英国和法国的主权信用等级从AAA级下调至AA+级，穆迪继2012年末将法国的主权信用等级由Aaa级下调至Aa1级之后，2013年上半年也将英国的主权信用等级从Aaa级下调至Aa1级，欧洲高信用等级国家信用风险上升，出现级别下调。相比欧非国家，亚太地区多数国家因国际收支情况较好、政府债务水平适中，评级较为稳定。拉美国家评级则表现不一，被上调与被下调的国家数量几乎相当。由于在国家主权信用评级中欧洲国家受评数量最多，因此整体看，2013年上半年全球国

表3 2013年上半年国家主权信用等级迁移矩阵(%)

期初\期末	AAA/Aaa	AA/Aa	A	BBB/Baa	BB/Ba	B	CCC/Caa	CC/Ca	C	SD/D/RD/NR	W
AAA/Aaa	91.30	8.70	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AA/Aa	-	97.62	-	-	-	-	-	-	-	-	2.38
A	-	-	88.89	11.11	-	-	-	-	-	-	-
BBB/Baa	-	-	-	96.20	3.80	-	-	-	-	-	-
BB/Ba	-	-	-	6.35	90.48	3.17	-	-	-	-	-
B	-	-	-	-	1.35	90.54	8.11	-	-	-	-
CCC/Caa	-	-	-	-	-	16.67	50.00	-	-	33.33	-
CC/Ca	-	-	-	-	-	-	50.00	50.00	-	-	-
C	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-
SD/D/RD/NR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

注：1. 信用等级迁移率是期初至期末各信用等级发生或未发生变化后的数量与期初各信用等级数量的比；  
2. 此信用等级迁移矩阵反映统计期内的三大评级机构的加权平均迁移率，因各评级机构的评级符号不同，可能会有少许误差；  
3. W代表撤销评级。

家主权信用评级呈现下调趋势。

从表3可以看出,三大评级机构所进行的主权信用等级调整中,等级下调的对象主要为信用等级较高(投资级别,特别是A级)的欧盟国家;等级上调的对象主要是一些信用等级较低(投机级别,特别是CCC级和CC级)的亚洲与拉美国家。

## (二) 企业评级

1. 三大评级机构的企业评级数量较上年同期均有所增加,标普评级优势依然显著

截至2013年上半年,标普、穆迪和惠誉对全球企业的有效评级数量分别为6778家、4230家和3331家,新增企业评级数量分别为383家、235家和186家,各家评级机构对企业的有效评级数量和新增评级数量较上年同期均有所增加。其中,标普的有效评级数量和新增评级数量依然最多,市场份额依然居首。与三大评级机构相比,JCR和DBRS的企业评级业务量较少,截至2013年上半年,二者有效评级数量分别为597和352家,新增评级数量分别为3和16家,其中DBRS的有效评级数量和新增评级数量较上年同期均有所增加,而JCR的有效评级数量和新增评级数量均有所减少。

从三大评级机构所评全球企业的信用等级分布看,企业的信用等级普遍集中在BBB级和A级,占比分别为33.97%和25.36%<sup>1</sup>;AAA级和AA级占比较小,分别为0.80%和6.27%。

2013年上半年,标普在工商企业评级和保险机构评级领域仍占据行业领先地位,且优势进一步扩大;穆迪在新增金融机构评级数量方面继续保持领先。三大评级机构对于全球金融机构的有效评级总量较其他类型企业差异较小。2013年上半年,另外两家中小评级机构中,JCR给予工商企业和金融机构的有效评级数量有小幅下降,而DBRS的各项评级数量均有所增加,但总体上两家中小评级机构市场份额仍较小。

2. 企业违约率整体有所下降

2013年上半年,五家评级机构的违约率均较低,与2012年上半年和上年全年相比,违约率整体有所下降。其中,标普所评全球企业的违约率为0.58%,违约率最高,主要为CCC级及以下级别的企业违约;JCR的评级违约率为0.17%,依然为企业评级违约率最低的评级机构。穆迪所评企业中发生了一家Baa级企业违约的情况(见表5)。

对于全球工商企业,2013年上半年工商企业违约率整体上较上年同期有所下降,但标普进行评级的工商企业的违约率较上年同期有所上升,且违约率显著高于其他评级机构,但与上年全年违约率相比,标普的评级违约率与其他评级机构一样亦有所下降。

对于全球金融机构,2013年上半年金融机构违约率整体较上年同期有所上升,但较上年全年违约率相比,除标普外,其他评级机构均有所下降或持平。

2013年上半年全球仅有1家欧洲的保险机构发生违

表4 2013年上半年企业评级情况表

项目	标普		穆迪		惠誉		JCR		DBRS	
	2012H1	2013H1								
有效评级数量(家)	6195	6778	4019	4230	3228	3331	609	597	321	352
工商企业	3671	4025	2638	2839	1862	1967	383	377	179	202
金融机构	1145	1197	1207	1223	1164	1169	199	193	135	139
保险机构	1379	1556	174	168	202	195	27	27	7	11
新增评级数量(家)	247	383	175	235	114	186	9	3	0	16
工商企业	185	311	125	170	87	121	6	3	0	11
金融机构	34	41	47	62	22	59	3	0	0	5
保险机构	28	31	3	3	5	6	0	0	0	0
违约率(%)	0.57	0.58	0.37	0.32	0.43	0.31	0.16	0.17	0.61	0.29
工商企业	0.89	0.94	0.38	0.15	0.60	0.37	0.26	0.26	0.55	0.00
金融机构	0.09	0.17	0.33	0.58	0.25	0.26	0.00	0.00	0.74	0.73
保险机构	0.14	0.00	0.58	1.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
上调/下调(%)	75.59	118.79	30.43	66.25	63.59	66.31	62.96	200.00	30.77	33.33
工商企业	105.39	96.65	83.96	77.25	81.48	46.10	65.00	128.57	14.29	37.50
金融机构	17.56	44.64	5.06	40.98	40.95	118.60	133.33	N/A	50.00	33.33
保险机构	80.00	615.79	31.25	41.67	175.00	266.67	0.00	200.00	N/A	0.00

注:1. 企业评级包括工商企业评级、金融机构评级和保险机构评级;2. 金融机构为除保险机构以外的所有金融类公司。

<sup>1</sup> 某等级的集中度为该等级的评级数量与所有等级评级数量的比。

约，是由穆迪进行评级的，与上年发生违约的保险机构数量相同。

表5 2013年上半年企业评级违约表 (%)

等级	标普	穆迪	惠誉	JCR	DBRS
AAA	0	0	0	0	0
AA	0	0	0	0	0
A	0	0	0	0	0
BBB	0	0.13	0	0	0
BB	0.10	0.42	0.83	0	0
B	0.69	0.52	0.51	0	0
CCC	16.67	0.37	3.92	0	100.00
CC	42.11	26.67	0	0	0
C	0	100.00	0	0	0
SD/D	0	0	28.57	100.00	0

### 3. 信用等级下调趋势有所减缓

2013年上半年，全球经济有所改善，但经济复苏依然缓慢，特别是欧洲地区国家没有完全摆脱欧债危机的影响，新兴国家经济增速下滑，全球经济不确定因素尚存。整体来看，除标普和JCR呈现信用等级上调趋势外，穆迪、惠誉和DBRS持续信用等级下调趋势，但趋势有所减缓。

对于工商企业，除JCR呈现信用等级上调趋势外，其他评级机构均呈现不同程度的信用等级下调趋势。其中，惠誉的信用等级下调趋势最为明显。2013年上半年，惠誉下调了大量AAA级欧洲工商企业评级，主要原因是欧洲企业受宏观经济不景气影响，经营状况欠佳，信用质量有所下降；大量工商企业评级因所在国家主权级别的下调而相应下调。

对于金融机构，2013年上半年，除惠誉呈现出信用等级上调趋势外，其他评级机构均呈现信用等级下调趋势。

对于保险机构，标普、惠誉和JCR呈现了不同程度

的信用等级上调趋势，而穆迪和DBRS呈现出信用等级下调趋势。其中，标普和惠誉大幅度上调了欧美保险机构的信用评级，主要是由于2013年上半年美国经济复苏和欧债危机得到控制，有利于保险业利润的稳步回升。

### (三) 整体评级数量有所下降，但新增评级数量有所增加

#### 1. 整体评级数量有所下降，但新增评级数量均有增加

截至2013年上半年，由于大量结构融资类证券到期，三大评级机构对全球结构融资类证券的有效评级数量均较上年同期有所减少，但2013年上半年新增评级数量均有所增加。截至2013年上半年，标普对全球结构融资产品的有效评级数量为81316例，新增评级数量为1793例，为有效评级数量和新增评级数量最多的评级机构。与三大评级机构相比，中小评级机构的结构融资产品评级数量较少，特别是JCR的此项业务量很少。DBRS的有效评级数量和新增评级数量均较上年同期有所上升。

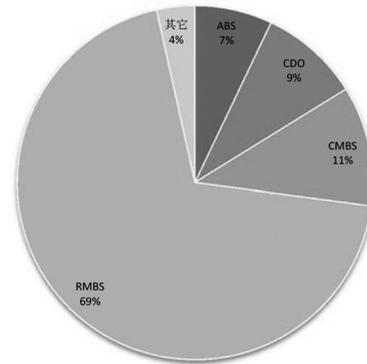


图1 2013年上半年存续结构融资产品评级数量分布

从五家评级机构的评级情况来看，2013年上半年全球市场上进行评级的结构融资产品仍主要为住房按揭贷款支持证券(RMBS)评级，评级数量占结构融资产品评级总量的69%；其次分别为商业房地产抵押贷款支持

表6 2013年上半年企业信用等级迁移矩阵 (%)

期初 \ 期末	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	SD/D	W
AAA	57.67	36.81	-	-	-	-	-	-	-	-	5.52
AA	-	95.99	1.42	-	-	-	-	-	-	0.35	2.24
A	-	0.25	94.89	1.60	0.03	-	0.03	-	-	0.50	2.70
BBB	-	0.02	1.29	93.69	1.31	0.11	-	-	-	0.70	2.88
BB	-	-	-	3.13	89.06	2.22	0.10	0.10	0.05	1.21	4.14
B	-	-	-	0.16	2.58	87.25	2.94	0.12	-	1.29	5.65
CCC	-	-	-	-	0.22	6.71	72.94	2.38	1.08	4.98	11.69
CC	-	-	-	-	-	2.38	19.05	42.86	4.76	16.67	14.29
C	-	-	-	-	-	-	-	-	33.33	16.67	50.00
SD/D	-	-	-	-	-	3.85	11.54	-	-	53.85	30.77

表 7 2013 年上半年结构融资产品评级情况表

项目	标普		穆迪		惠誉		JCR		DBRS	
	2012H1	2013H1								
评级数量	90163	81316	75959	70600	56112	54470	20	38	8529	9062
新增数量	909	1793	923	1026	569	845	4	8	266	604
违约率 (%)	4.07	2.78	1.63	0.57	1.03	0.71	0.00	0.00	0.25	0.14
上调 / 下调 (%)	27.03	21.35	20.94	52.85	4.54	15.78	0.00	0.00	42.01	298.41

证券 (CMBS)、债务抵押债券 (CDO)、资产支持债券 (ABS) 和其它产品 (见图 1)。

在 2013 年上半年全球市场新增结构融资产品评级中, ABS、CMBS、RMBS 和 CDO 的占比较为均衡 (见图 2)。2013 年上半年, ABS 和 RMBS 的发行占比较上年同期分别下降 15% 和 2%, CMBS 和 CDO 的发行占比较上年同期分别上升 11% 和 8%。

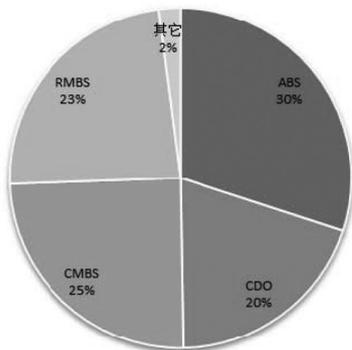


图 2 2013 年上半年新增结构融资产品评级数量分布

### 2. 结构融资产品违约率有所下降

2013 年上半年, 五家评级机构所评的结构融资产品的违约率较上年同期有所下降。其中, 标普所评的结构融资产品的违约率最高, 达 2.78%, 但较上年同期有所下降; 穆迪、惠誉和 DBRS 所评的结构融资产品的违约率均低于 1%; JCR 进行评级的结构融资产品的违约率依然为零。

从产品类型来看, 2013 年上半年, 各类型结构融资产品的违约率均有所下降, 其中 CMBS 的违约率由 2012 年上半年的 10.76% 下降至 7.35%, 降幅最大 (见图 3)。

2013 年上半年, 三大评级机构均发生了投资级结构融资产品违约的情况, 特别是标普所评的投资级结构融资产品的违约率最高。标普给予 AA 级的结构融资产品出现了违约, 违约率为 0.04%; 标普和穆迪给予 A 级的结构融资产品也出现了违约, 违约率分别为 0.02% 和 0.03%; 此外, 标普、穆迪和惠誉给予 BBB/Baa 级的结构融资产品的违约率分别为 0.15%、0.02% 和 0.06%。

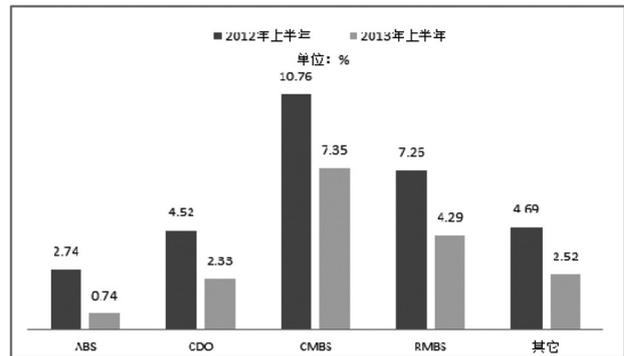


图 3 2013 年上半年结构融资产品违约率

表 8 2013 年上半年结构融资产品违约率表 (%)

等级	标普	穆迪	惠誉	JCR	DBRS
AAA	0	0	0	0	0
AA	0.04	0	0	0	0
A	0.02	0	0.03	0	0
BBB	0.15	0.02	0.06	0	0
BB	0.34	0.05	0.43	0	0
B	0.58	0.25	1.08	0	0
CCC	4.78	2.16	8.92	0	0.00
CC	25.79	0.11	0.11	0	0
C	0	0.53	0.20	0	0.30
SD/D	0	0	0.04	0	1.54

### 3. 产品信用等级趋稳, 评级稳定性有所加强

相比 2012 年全球结构融资产品信用等级普遍下调的趋势, 2013 年上半年, 三大评级机构对该类产品的评级较为稳定。从表 9 中可以看到, 三大评级机构对于结构融资产品的评级调整较少, 且评级调整跨度较小, 显示出此项评级的稳定性有所加强。

### (四) 小结

在评级数量方面, 2013 年上半年, 从国家主权、企业主体和结构融资产品三个主要全球评级业务发展上看, 三大评级机构仍然占据着全球大部分的评级市场份额, 其中, 标普的行业领先地位稳固。中小评级机构中,

表9 2013年上半年结构融资产品信用等级迁移矩阵(%)

期初\期末	AAA/Aaa	AA/Aa	A	BBB/Baa	BB/Ba	B	CCC/Caa	CC/Ca	C	SD/D/RD/NR	W
AAA	79.92	4.22	2.25	1.13	0.41	0.21	0.11	-	-	-	11.74
AA	2.93	82.54	5.21	1.30	0.74	0.28	0.21	0.01	-	0.02	6.76
A	0.45	2.93	83.18	5.04	1.39	0.57	0.15	0.01	-	0.01	6.29
BBB	0.12	0.48	2.71	84.27	4.67	1.78	0.53	0.02	-	0.06	5.37
BB	0.07	0.10	0.57	3.19	84.75	4.88	1.66	0.08	0.02	0.13	4.55
B	-	0.05	0.06	0.39	2.65	83.81	9.14	0.30	0.08	0.21	3.32
CCC	-	-	0.01	0.06	0.22	1.70	91.97	2.37	0.46	1.77	1.44
CC	0.03	0.01	-	0.02	0.02	0.19	0.68	83.31	3.36	10.61	1.78
C	-	-	-	-	0.00	0.00	0.20	0.39	87.82	6.74	4.85
SD/D	-	-	-	-	-	-	0.00	-	-	97.00	2.61

注：等级迁移率为“0.00”表示等级发生了迁移，但由于比率太小，未能显示准确数字。

DBRS 评级业务量均有所增加，JCR 对于结构融资产品业务量有所增加，但对于企业和主权国家评级数量略有减少。

2013 年上半年，由于全球经济衰退趋势有所抑制，宏观经济形势渐趋稳定，部分地区或国家经济发展开始向好，国际评级机构在评级准确性和稳定性方面也有所提升。

在违约率方面，三大评级机构对于结构融资产品的违约率表现较为一致，均呈现下降趋势，表现出 2013 年上半年结构融资产品信用水平的提升。但三大评级机构对于企业评级和国家主权评级的准确性则表现不一：在国家主权评级方面，仅穆迪的评级违约率有所下降，标普和惠誉的评级违约率均有上升，其中标普上升幅度较大；在企业评级方面，仅标普的评级违约率略有上升，穆迪和惠誉均有所下降。作为中小评级机构的代表，JCR 和 DBRS 的评级违约率均较低，显示出其良好的评级质量。

在信用等级迁移方面，首先，不同地区的评级呈现不同的趋势。2013 年上半年因欧债危机国家有所稳定，美国经济持续复苏，欧美国家的企业主体评级有所上调。相比欧美地区，亚太地区的评级依然较为稳定。其次，各家评级机构对于不同评级对象的评级稳定性表现不一，评级稳定性仍有待进一步增强。

## 二、国际评级行业监管动态

2013 年上半年，国际评级行业监管趋势继续呈现加强对评级机构的监管、强化评级机构间的竞争和减少对评级机构的依赖三个方面。其中，欧盟的相关监管工作表现突出，不仅在监管立法上对原有法律法规进行了二次修订，还制定了 2013 年度的监管计划，并持续增加本地区认可的评级机构数量以及积极开展国际间监管合作；美国在追究评级机构的法律责任方面取得新进展。

### （一）加强对评级机构的监管

#### 1. 欧盟对评级机构监管立法工作取得新进展

2013 年 5 月 13 日，欧盟议会通过了《欧盟信用评级机构监管法规》第二次修订案，主要加强对结构性金融产品评级规范。本次欧盟议会通过的新规是欧盟 2009 年推出的法规的第二次修订，此次修订始于 2011 年 11 月，引入新制度并对法规的不足和遗漏加以弥补。2012 年 5 月，该修订案基本获得欧盟理事会常驻代表委员会的同意，并于 2012 年 12 月由 ESMA 开始向社会征求意见。《欧盟信用评级机构监管法规》是泛欧层面评级监管的基础法律。此次修订也是欧盟对欧债危机的一次深刻反思，以吸取危机的经验教训对评级机构加以限制，以防范类似危机的爆发。

该修订案的主要内容涉及四个方面：一是评级机构对结构融资产品评级须实行四年一次的强制轮换制，并且至少由两家评级机构评级。二是加强防范利益冲突，包括对评级机构的股权结构和关联交易做出明确规定：如果持有评级机构 5% 及以上股权的股东同时持有受评主体以上股份时，评级机构须予以披露，不允许单一主体同时持有两家以上评级机构股份超过 5%。三是可追究评级机构的民事责任。四是在主权评级方面，评级机构每年固定三天来发布主动评级结果，并须每 6 个月进行一次跟踪评级。

#### 2. 追究评级机构的法律责任

(1) 伊根琼斯与美国证券交易委员会达成和解协议  
2013 年 1 月 22 日，美国证券交易委员会 (SEC) 宣布与美国信用评级机构伊根琼斯 (Egan-Jones Rating) 及其总裁肖恩伊根 (Sean Egan) 就 2012 年 4 月 SEC 因伊根琼斯在 2008 年向 SEC 申请注册时涉嫌提供不实信息而起诉伊根琼斯及其总裁达成诉讼和解协议。和解协议的主要内容包括：一是撤销伊根琼斯在资产支持证券 (ABS) 及政府债券评级领域 (包括主权评级和地方政府信用评级) 的 NRSROs 资质，即不得在 18 个

月内以 NRSROs 机构的身份从事 ABS 及政府债券评级业务，但之后伊根琼斯可重新申请相关资质；二是伊根琼斯须在 180 天内对评级政策、评级流程及内部控制等制度进行全面审查与改进，并就审查结果形成报告提交 SEC；三是对伊根琼斯罚款 3 万美元。

(2) 美司法部正式起诉标普

2013 年 2 月，美国司法部宣布正式对标普提起民事诉讼，指控标普在 2004 年 9 月至 2007 年 10 月期间共为价值超过 2.8 万亿美元的住房抵押贷款支持证券 (RMBS) 和约 1.2 万亿美元的债务抵押债券 (CDO) 提供评级服务时，出于对自身利益考虑，在确切了解房地产市场下滑的情况下，未对其评级标准和方法做出及时有效调整，给出与客观不符的过高评级，对投资者构成欺诈行为并致其损失 50 多亿美元。这是美国联邦政府首次追究主要评级机构在次贷危机中的责任。

(3) 三大评级遭纽约州总检察长调查

2013 年 2 月，针对 2008 年纽约州总检察长就三大评级机构在住房抵押贷款支持债券 (MBS) 评级过程中存在利益冲突和欺诈等不当行为进行调查后最终与这些机构达成的和解协议的实施情况，纽约州总检察长已启动对三大信用评级机构的调查并正式要求三大评级机构提供对抵押贷款支持债券评级方面的信息。

3. 加强区域间合作

2013 年 2 月，ESMA 与迪拜金融服务局 (DFSA) 就评级机构监管合作事项达成谅解备忘录。该备忘录主要就涵盖双方合作的原则及领域、评级机构的认证及注册、评级机构监管及协作、信息共享以及备忘录的修改等事宜达成共识。备忘录的签署有利于双方在评级机构监管方面开展跨区域合作。

(二) 强化评级机构间的竞争

ESMA 对评级机构注册认证工作持续进行。2013 年上半年，ESMA 通过了 2 家评级机构的注册工作，分别是英国的经济学家情报社 (Economist Intelligence Unit) 和大公欧洲信用评级科学研究实验室 (Dagong Europe Credit Rating Srl)，并认证了 1 家美国评级机构——克罗尔债券评级公司 (Kroll Bond Rating Agency)。截至 2013 年上半年，通过 ESMA 注册的评级机构共 34 家 (其中 16 家为三大评级机构在欧洲的分支机构)，通过认证的评级机构共 2 家。

(三) 减少对评级机构的依赖

1. 欧洲议会就减少对评级机构依赖通过新法规

2013 年 1 月 16 日，欧洲议会投票通过关于规范评级机构的法规，此法规旨在严格规范评级机构行为准则及建立自身信用评级平台以减少对其过度依赖。

新法规从四个方面对评级机构做出要求：一是对于评级机构发布欧盟各成员国主权债务的评级次数及公布时间有所要求；二是当评级机构有意或无意的违反该法规并给投资人造成损失时，投资人可以对其进行起诉；

三是对被评主体持有评级机构股份的数额进行限制，以防范利益冲突；四是减少对评级机构的依赖。在减少对评级机构的依赖方面，欧洲议会催促欧盟境内的信贷机构和投资公司加强自身的评级能力和风险评估，同时呼吁欧盟委员会考虑建立欧盟自己的信用等级评估方法。此外，该法规还指出到 2020 年以后欧盟的法律法规不得直接引用外部评级，同时欧盟的金融机构也不必在被评级机构降级的情况下被动处置资产。

2. 金融稳定理事会发布关于减少评级依赖的调查问卷

2013 年 4 月，金融稳定理事会 (FSB) 向各成员国发布了依照《关于减少对信用评级机构的评级依赖原则》的调查问卷，其内容主要包括四个部分：一是调查掌握各国家法律法规中有多少评级机构的评级被认定、评估、删除或是以合适的信用标准替代；二是突出在评价、删除或替换法律法规中引用评级机构评级的良好实践经验；三是指出在减少或替代评级过程中遇到的问题和不断完善的解决办法；四是审查各国家有关部门是否在推进和鼓励披露金融机构关于评级流程和进一步加强此方面工作的信息。FSB 此次发布的调查问卷是继 2012 年 10 月推出《关于减少对信用评级机构依赖原则》后开展的持续跟进工作，此次调查结果将于 2013 年下半年对外公布。

附表 各家评级机构信用等级符号参照表

	标普	穆迪	惠誉	JCR	DBRS
投资级别	AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA
	AA+	Aa1	AA+	AA+	AA+
	AA	Aa2	AA	AA	AA
	AA-	Aa3	AA-	AA-	AA-
	A+	A1	A+	A+	A+
	A	A2	A	A	A
	A-	A3	A-	A-	A-
	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+
	BBB	Baa2	BBB	BBB	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-
投机级别	BB+	Ba1	BB+	BB+	BB+
	BB	Ba2	BB	BB	BB
	BB-	Ba3	BB-	BB-	BB-
	B+	B1	B+	B+	B+
	B	B2	B	B	B
	B-	B3	B-	B-	B-
	CCC+	Caa1	CCC+	CCC+	CCC+
	CCC	Caa2	CCC	CCC	CCC
违约级别	CCC-	Caa3	CCC-	CCC-	CCC-
	CC	Ca	CC	CC	CC
	C	C	C	C	C
	SD	D	RD	D	D
	D	-	D	LD	-

# 造纸行业研究报告

联合资信评估有限公司 高利鹏

## 一、行业分析概要

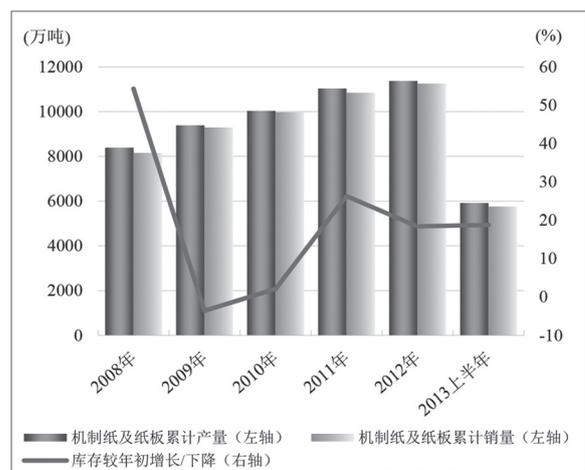
### 1. 造纸行业概况

造纸行业是指制造各类纸制品的工业，属于国民经济中重要的基础原材料行业，其上下游涉及林业、农业、资源再利用、机械制造、化工、电气自动化、交通运输、环保等多个产业。随着经济的发展，造纸行业终端产品的种类也日趋多样化，包括纸浆、机制纸及纸板、加工纸、手工纸等等，从产品用途看，80%以上的纸产品作为生产原料用于印刷、出版、传播、商品包装和其他工业领域，近20%用于人们日常生活消费。随着科技的进步，现代造纸工业日益成为技术、资金、资源、能源密集型产业，生产的规模效益明显，且在资源循环利用方面走在了诸多制造业前列。

中国是传统造纸大国，改革开放以来，伴随着国民经济的持续快速发展，中国造纸行业也逐步经历着从早期的产能分散、工艺粗放式生产向集约型发展模式的过渡。通过引进技术装备与国内自主创新相结合，国内已经建成了一批技术起点高、装备先进、单机产能规模大的项目，业内部分优秀企业率先完成了由传统造纸业向现代造纸业的转变，步入世界先进造纸企业行列。作为全球纸品产销大国，中国造纸总产量和消费量均居世界首位。

根据 Wind 资讯和中国造纸协会的数据显示，本世纪以来，中国造纸行业经历了供不应求，产能快速提升，供给过剩以及深度盘整等发展阶段。从生产量和消费量对比情况看，“供求”关系转变发生在 2007 年，国内造纸行业在该年度首次出现了生产量大于消费量的状况，标志着中国造纸行业正式迈入“供大于求”阶段。2008 年以来，造纸行业呈现出弱周期性特点，除了传统的供给需求关系外，受金融危机和政策性关停并转影响，行业指标波动较大。2008 年前，由于市场首现阶段性供过于求的压力，行业产能投放规模有所降温。2008 年上半年，下游需求呈现较快增长态势，同时，由于新增产能增幅有限，加之奥运会前国家加大淘汰落后产能力度，市场整体供需状况出现了一定改善，细分纸品价格均有不同程度的提高，行业整体收入规模和利润规模也不同程度的增长。但是从下半年起，金融危机的影响迅速蔓延至国内，经济运行环境显著恶化，从 8 月开始造纸行业出现了量价齐跌的局面，全年行业平均毛利率下滑至此前 10 年来最低的 12.59%，业内企业出现大面积亏损，全年形势的起伏变化落差很大。2009 年前三季度，行业走势持续低迷。其后，随着国家所出台经济刺激政策的逐渐奏效，从 2009 年四季度起，宏观经济企稳回升，继而拉动了下游纸品消费需求的恢复，行业毛利率水平

回升至 13.40%。2010 年，下游市场用纸需求增速仍保持在相对高位，造纸企业产能利用率进一步提高，行业整体盈利水平显著恢复。与此同时，随着下游需求的回升，造纸企业主要原材料废纸、木浆的价格也被顺势推高，并在二季度重新站到了历史高位。随后，由于原料价格波动造成的企业经营压力，以及经济复苏过程中的反复，造纸行业经历了窄幅震荡的行情，行业整体经营形势波动向好。2011 年，由于原材料价格高涨、行业产能集中释放、消费市场相对疲软等因素共同作用，造纸行业虽然在投资和生产方面实现了较快增长，但效益增幅远远低于产值增幅，行业运行质量明显下降。2011 年全年造纸行业完成工业总产值 6911.08 亿元，同比增长 23.11%；利润总额同比增长 6.2%，行业产值利润率同比下降 0.78%。行业利润增速低于行业资产和产值的增长，给行业内企业带来了调整转型的压力。2012 年，在全球经济形势日趋复杂的情况下，中国经济增长也面临较大下行压力。在此大背景下，造纸行业虽然整体上仍维持了增长态势，实现了产销的基本平衡，但行业整体经济效益明显下滑，部分造纸企业生产经营困难加大，以致出现局部亏损。



资料来源：wind 资讯。

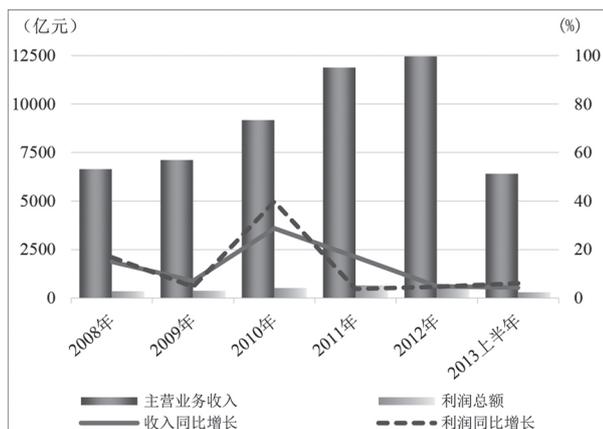
图 1 2008~2013 上半年造纸行业产销与库存变化情况

从行业固定资产投资完成额来看，2008 年以来，尽管面临着外部环境的剧烈变化，造纸行业仍然保持了持续增长的态势，行业固定资产投资额逐年提高，2008 年造纸行业固定资产投资完成额 1021.47 亿元，2012 年达到 2220.91 亿元，2013 年上半年完成 1118.30 亿元。整体看，虽然处于中国经济增速放缓的背景下，造纸行业

的新增投资额增幅同样收窄，但作为国民经济重要基础原材料行业之一，造纸行业整体仍保持了一定速度的增长。

## 2. 2012 年来行业运行情况

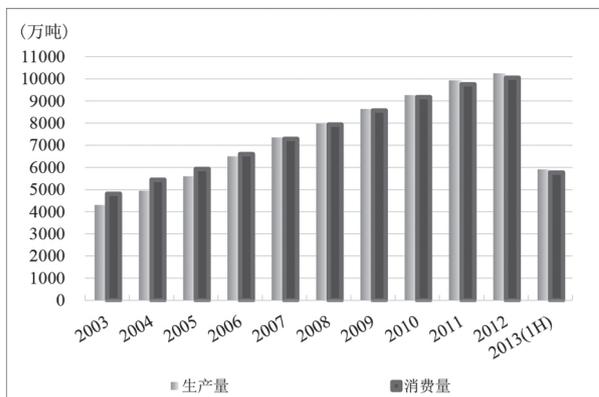
2012 年以来，中国纸品消费市场虽然整体仍表现为一定增长，但是增速显著放缓。由于宏观经济景气度偏低，包装、印刷等传统工业消费领域增长乏力，下游需求短期内难以消化近年集中释放的新增产能，造纸行业景气度下滑，竞争非常激烈。此外，部分造纸企业在前期快速扩张中积累了较多的库存，在市场需求持续低迷的情况下加剧了经营压力，随着成本压力的不断增大，造纸企业利润空间收窄，纸品毛利率普遍下降。在经历了 2012 年的整体低迷之后，2013 年上半年，造纸行业未见实质性改观，产能过剩及同业竞争等因素继续困扰着造纸企业，行业依然处于较为艰难的转型期。2013 年上半年，由于下游需求依旧增长乏力，造纸行业产品价格继续下行，全行业上半年实现产品销售收入 6402.7 亿元，尽管实现了一定增长，但增速同比下降 2.87 个百分点，较 2012 年全年增速则下降了 0.61 个百分点。造纸行业投资速度和扩张速度明显放缓，全行业过剩产能还需要一定时间逐步消化。



资料来源：wind 资讯。

图 2 2008~2013 年上半年造纸行业主营业务收入利润及同比增长情况

根据中国造纸协会的数据统计，2012 年，全国纸及纸板生产企业约 3500 家，全国纸及纸板生产量 10250 万吨，较 2011 年同比增长 3.22%。消费量 10048 万吨，较 2011 年同比增长 3.04%，供需差有所拉大，人均纸品年消费量为 74 千克，同比增长 1 千克。2003~2012 年，纸及纸板生产量年均增长 10.13%，消费量年均增长 8.54%。2013 年上半年，在市场需求增速放缓及淘汰落后产能的双重影响下，全国纸及纸板产量 5912.83 万吨，同比增长 1.06%，增速较上年同期下降 5.91 个百分点。



资料来源：wind 资讯、中国造纸协会。

图 3 2003~2013 年上半年中国纸及纸板生产和消费情况

从原材料的价格走势和消耗情况看，由于 2012 年以来宏观经济持续低迷，国内各大造纸企业为了控制产能，不同程度地缩减了纸浆采购数量，与此同时，国内外纸浆市场竞争仍然激烈，国内纸浆成本居高不下。在内外多重因素影响下，2012 年中国纸浆累计产量 1704.31 万吨，较上年下降 4.91%，增速则比上年同期下降 16.97 个百分点，2013 年上半年累计产量 884.06 万吨，其中 5 月份产量增速跌至 -14.53%，创下 2009 年 3 月以来的新低。从 2012 年 1 月起编制的中国（太湖）纸浆价格总指数和中国（太湖）纸浆物量总指数情况看，纸浆价格持续低位徘徊，而纸浆消耗量则呈现较大幅度的下降，2013 年尽管有一定反弹，但整体回升有限。

造纸行业是充分竞争的行业领域，产能情况和产业布局都较为分散，基本不存在单个企业垄断和业务高度集中的情况。根据国家统计局数据，2012 年国内规模以上造纸生产企业 2748 家，上述造纸生产企业 2012 年全年实现工业总产值 7075 亿元，较 2011 年增长 8.80%，工业销售产值 6926 亿元，较 2011 年增长 8.30%。同期上述造纸生产企业合计实现主营业务收入 6888 亿元，同比增长 6.87%；产销率 97.00%，较 2011 年下降 0.50 个百分点；产成品存货 296 亿元，同比增长 1.42%；实现利税总额 554 亿元，同比增长 5.29%，其中利润总额 343 亿元，同比增长 3.61%；资产总计 7868 亿元，同比增长 6.83%；资产负债率 58.82%，较上年减少 0.61 个百分点；负债总额 4628 亿元，同比增长 5.71%；在统计的 2748 户造纸生产企业中，2012 年出现亏损的企业有 354 家，占比为 12.88%。相关数据同时显示，合资及民营造纸企业借助管理、技术和装备等后发优势，实现了行业内较高的利润水平，在行业景气度低迷的背景下整体表现优于国有企业。

## 二、发债企业信用分析

截至 2013 年 7 月底，在国内债券市场公开发行债券的造纸企业主要以业内排名前列的几家大型纸业集团及其子公司以及经过股权整合的国有造纸企业为主，所发行债券尚处于存续期内的发行主体共 26 家。

从各发行主体的股东背景来看,国有企业和民营企业在数量上平分秋色,但竞争力较强、市场表现较好的企业以民营背景居多,尽管近期宏观经济形势有所恶化,造纸行业属于景气度偏低的行业之一,亏损面有所扩大,在行业经营面整体不利的情况下,民营造纸企业的表现普遍优于国有企业。

从发行主体的经营范围来看,基于行业特点,各发行主体生产的纸品各有侧重,布局非常分散,单个终端品种可能存在盈利能力的差别,但对企业生产经营和整体竞争力的影响并不明显。

从生产布局情况看,发债的造纸企业主要来自山东、广东、江苏,以及浙江、福建、安徽、河南等地,与国内造纸产能布局基本吻合。其中,玖龙纸业(控股)有限公司旗下的“玖龙系”公司成为众多造纸发债企业中来自同一控制人下的产品线最全、布局最广泛的企业群,同时,来自山东的造纸企业也是发债造纸企业的重要组成部分,上述情况反映了广东和山东作为国内最重要的两大造纸基地的地位。另一方面,江苏、浙江、福建等地的具有比较竞争优势的造纸企业也是发债主体中的重要力量,而央企和国有背景的发债企业近年来出现了不同程度的经营困难。总体看,行业内发债主体均具有较高的规模优势、细分领域的经营特色和一定的品牌知名度,其中,发展战略科学、生产布局合理,技术装备先进、市场嗅觉灵敏的企业在面对行业波动时,能够尽快采取反应措施,保证经营的稳定和抗风险能力,有助于企业的可持续发展。

从财务指标看,盈利能力方面,发债企业中由于规模化经营水平的不同,各公司营业收入规模差异较大;从营业利润率看,由于终端产品的差异,营业利润率指

标存在一定差距。具体来说,具备制浆、工业用纸、文化用纸和生活用纸畅通产业链和全系列主要产品的企业,整体盈利水平较高,如金光纸业,但部分细分产品在当年处于上升行情的企业,同样也取得了较好的经营业绩,如广州造纸主要生产的新闻纸,在2012年销售情况良好。另一方面,同样具备上游林、浆资源的泰格林纸和岳阳林纸,由于资源整合过程中的决策失误,加之行业环境的恶化,出现了经营亏损,而中冶纸业由于深陷债务危机,尽管经营规模大,但难逃巨额亏损的命运,企业发展前景不明。整体看,虽然2012年宏观经济环境恶化,造纸行业景气度低迷,但部分实力较强的民营造纸企业依托较为清晰的经营思路和灵活的市场反应能力,相对较好地应对了危机。

资本结构方面,近年来工业制造类企业资产负债率普遍上升,造纸企业同样存在类似情况,大部分企业的资产负债率达到60%以上,同时,流动负债及短期债务占比均较高,短期支付压力普遍较大,且由于庞大的有息债务规模,大部分企业资本债务结构处于较高水平,在行业景气度长期低迷的情况下,造纸企业的债务风险偏高。

偿债能力方面,从短期偿债能力来看,发债企业流动比率普遍较差,虽然经营净现金流状况尚可,但经营现金流对于流动负债的覆盖程度较低,部分企业资金链较紧张,短期偿债压力较大;长期偿债能力方面,考虑到大部分造纸企业的有息债务负担较重,EBITDA对利息及全部债务的覆盖程度低,且利息支出占比有所增大,长期偿债能力偏弱。

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对造纸行业企业的分析,关注企业自身抗风险能力和综

表1 2012年部分造纸企业盈利能力指标情况(单位:亿元,%)

发行主体	营业收入	利润总额	营业利润率	净资产收益率
金光纸业(中国)投资有限公司	368.03	20.31	21.31	3.81
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	197.62	-0.16	15.13	0.33
寿光晨鸣控股有限公司	198.01	-0.32	15.29	0.19
华泰集团有限公司	107.52	2.09	14.53	1.51
山东太阳纸业股份有限公司	104.09	2.42	13.30	4.92
玖龙纸业(太仓)有限公司	77.77	1.05	12.39	1.86
东莞玖龙纸业有限公司	67.07	0.17	8.32	0.52
东莞海龙纸业有限公司	53.17	1.75	8.87	4.77
玖龙纸业(重庆)有限公司	19.51	0.74	14.77	3.57
泰格林纸集团股份有限公司*	82.44	-3.79	12.56	-5.06
岳阳林纸股份有限公司	65.42	-2.59	14.63	-4.07
安徽山鹰纸业股份有限公司	41.43	-0.23	11.80	-0.90
浙江景兴纸业股份有限公司	31.04	0.13	12.68	0.40
广州造纸股份有限公司	23.15	1.72	21.23	10.83
中冶纸业集团有限公司	103.67	-16.83	0.63	-217.47

资料来源:中国债券信息网,wind资讯;联合资信整理

\*注:泰格林纸为岳阳林纸母公司

表2 2012年部分造纸企业债务结构及偿债能力指标情况(单位:%,亿元,倍)

发行主体	资产负债率	全部债务 资本化比率	经营净现金流	流动比率	全部债务 /EBITDA
金光纸业(中国)投资有限公司	63.55	57.79	68.38	97.14	8.56
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	69.94	64.19	19.57	95.29	9.39
寿光晨鸣控股有限公司	69.94	64.26	19.83	98.39	9.55
华泰集团有限公司	71.29	65.27	14.03	78.13	6.18
山东太阳纸业股份有限公司	70.63	65.73	13.87	58.31	5.68
玖龙纸业(太仓)有限公司	64.81	56.84	7.67	55.64	10.69
东莞玖龙纸业有限公司	61.78	49.88	9.16	80.83	4.19
东莞海龙纸业有限公司	54.24	32.82	9.27	113.20	2.45
玖龙纸业(重庆)有限公司	74.02	71.74	7.40	71.30	13.88
泰格林纸集团股份有限公司*	67.85	62.72	1.72	91.08	13.58
岳阳林纸股份有限公司	67.74	62.67	0.22	92.75	11.39
安徽山鹰纸业股份有限公司	61.92	58.73	0.05	137.75	8.90
浙江景兴纸业股份有限公司	42.93	35.30	0.91	194.86	5.08
广州造纸股份有限公司	76.88	69.32	4.53	113.98	7.26
中冶纸业集团有限公司	96.04	94.63	0.44	44.81	-79.23

资料来源:Wind资讯,联合资信整理

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

合竞争实力及股东背景、对上游资源的掌控程度、技术研发和成本控制力、销售渠道的整合能力等要素。联合资信观察到,近年来造纸企业债务负担普遍有所加重,主业盈利能力和经营获现能力一般。尽管淘汰落后产能和企业合并重组等行业整合过程一直在持续,但由于国内造纸企业分布极为分散,产能布局的集中度水平仍然偏低,对上游议价能力有限。由于2012年以来纸浆生产成本居高不下,在下游需求不振的背景下,部分前期布局纸浆资源的企业反受拖累,经营及财务状况加速恶化。

综合分析,造纸行业涉及关联产业多,政府在引导造纸行业向低碳、绿色方向发展的同时,适当对大型优质企业适当予以扶持,而打通上游产业链的经营模式为造纸企业保持一定的盈利水平提供了保障。但是近年来国内造纸行业企业资产负债率偏高,债务负担较重,主业盈利能力和经营获现能力减弱,受行业波动影响大,整体偿债能力处于较为紧张状态。行业内发债企业违约风险有所上升,不排除个别企业出现信用等级下调的可能。

### 三、行业政策及关注

#### 1. 政策影响

造纸工业是传统意义上的污染行业,长期以来存在产能分散、结构失衡的问题,针对行业的政策性约束较多,受政策影响因素较大。2011年12月30日,国家发展改革委、工业和信息化部、国家林业局联合发布了《造纸工业发展“十二五”规划》,明确规定了“十二五”期间造纸行业淘汰落后产能和节能减排的目标。

从2008~2012年中国造纸企业单位数变化趋势看,受淘汰落后产能政策影响,国内规模以上造纸企业数五年来从3494户减少到2748户,其中2010~2011年间,行业经历了大力度的关停并转,从业企业数出现了较大幅度的下降,降幅达到29.65%。近期,工业和信息化部《关于下达2013年19个工业行业淘汰落后产能目标任务的通知》(工信部产业[2013]102号)要求,将2013年工业行业淘汰落后产能目标任务分解落实到企业,力争在2013年9月底前关停列入公告名单内企业的落后产能,确保在2013年年底彻底拆除淘汰,并不得向其他地区转移。

从政策效果来看,目前国内针对造纸行业的相关法律、法规、政策、标准等日益完善,行业可持续发展环境得以优化,对建立科学有序的现代造纸工业发展环境发挥了重要作用。“十一五”期间,国内造纸行业加大了环境治理力度,稳步推进节能减排,重点对草浆生产企业和较大污染源点和重点流域造纸企业进行了综合整治。关停了制浆造纸企业2000多家,淘汰落后产能1000余万吨。2010年,造纸废水中主要污染物化学需氧量(COD)排放95.2万吨,比2005年的159.6万吨降低40.4%,2011年进一步降至74.2万吨,占全国工业COD总排放322.0万吨的23.0%,比上年减少3.0个百分点,排放强度由万元产值0.069吨降至0.018吨,降幅为73.9%。2011年制浆造纸及纸制品企业用水总量为128.77亿吨,水重复利用率达到64.60%,业内部分领先企业已建成的先进产能的质量、消耗定额、污染物排放负荷达到了国际先进水平。

## 2. 行业关注

### 原料供求矛盾长期存在

由于国内生态环境脆弱，原料林基地建设迟缓，林地存在确权风险等因素影响，实际供材有限，非木浆造纸发展受制于清洁生产技术开发的相对滞后，加上国内废纸回收率偏低等原因，造纸纤维原料自给率没有实质性提高，造纸原料的供需矛盾长期存在。2012年，全国纸浆消耗总量9348万吨，较2011年增长3.36%，木浆2291万吨，占纸浆消耗总量的25%，其中进口木浆占16%、国产木浆占9%；废纸浆5983万吨，占纸浆消耗总量64%，其中进口废纸浆占26%、国产废纸浆占38%；非木浆消耗量为1074万吨，仅占纸浆消耗总量11%。中国造纸工业对进口纤维原料的依存度仍在四成以上。原料供应缺口决定了中国造纸行业的生产和盈利能力较大程度上受制于上游，制约了中国造纸行业的发展。

### 自主创新能力仍然不足

中国造纸工业自主创新能力建设比较薄弱，产学研水平较低，引进技术消化吸收再创新不足，在新工艺、新设备和新产品的开发上缺乏自主创新的产业化重大成果。大型蒸煮、筛选、漂白设备，高得率制浆设备，高速纸机流浆箱、靴式压榨、压光机、复卷机等关键设备基本依赖进口。芬兰、德国、日本等传统造纸强国仍掌握着最先进的造纸技术和装备优势，中国造纸行业未从根本上摆脱全球产业链分工的中低端加工制造环节。

### 环保压力日益增加

中国造纸行业中技术装备比较落后的产能仍占35%左右，物耗、水耗、能耗高，是造纸行业的主要污染源，其COD排放量约占行业排放总量的47%，产品质量、物耗、污染负荷均与国际先进水平存在相当大的差距，难以达到《制浆造纸工业水污染物排放标准》（GB3544-2008）的要求，急需加大改造或淘汰的力度。此外，随着公众环保意识的觉醒，传统的高污染高排放路径已经不可能持续，作为基础原料工业，造纸行业需要更高的环保和节能投入，以适应国民经济转型升级的要求。

### 从业企业规模偏小

目前中国具有国际竞争力的大型造纸企业集团和骨干企业数量少，其影响力、带动力有待提高，另一方面，小型企业、低端企业数量众多且布局极为分散，行业规模效益水平低。中国规模以上造纸企业销售总额仅与世界前四强合计数相当。2012年国内2748户规模以上造纸生产企业中，大中型造纸企业为504户，占比18.34%，却贡献了65.28%的主营业务收入和62.14%的利润，小型企业2244户，占比81.66%，仅创造了34.72%的主营业务收入和37.86%的利润，即使经历了数轮淘汰低端落后产能，中国造纸行业小而散的现状仍需下大力气改观。

## 四、行业展望

尽管考虑到造纸行业庞大的消费需求和广阔的市场空间，以及对中国经济逐步转型企稳的预期能够为业内企业稳定经营提供支撑，但是由于短期内传统工业用纸领域表现平平，文化用纸持续低迷，生活用纸虽受冲击较小，但囿于现阶段需求量有限，尚不足以拉抬全行业回升，预计未来短期内，造纸行业出现实质性改观的可能性较小，行业整合重组和淘汰落后产能的进程还将持续，行业仍将处于深度战略调整期，低迷的走势仍可能持续，市场竞争将持续加剧，继而制约纸品价格的迅速回升。大部分造纸企业盈利能力难以得到显著改观，部分重点造纸企业的盈利能力和信用水平将谨慎维持稳定；前期整合不利、资源布局欠妥的造纸企业可能面临深度经营困境和扭亏压力；部分中小造纸企业将在行业洗牌过程中掉队或被淘汰，行业整合有望向实质性的产业升级方向推进。

从中长期看，根据《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》要求，新型工业化道路要加快转变发展方式。“十二五”时期是中国深化改革、加快转变经济发展方式的攻坚时期，实体经济以结构调整为主线，建设科技创新型、资源节约型、环境友好型社会是转变经济发展方式的重要着力点。在此背景下，中国造纸工业亟需转变粗放分散的发展方式，充分发挥造纸工业具备的绿色、低碳、可循环的潜力特点，提高行业增长的质量和效益，推动产业优化升级，加快产业结构调整，走低碳节能、可持续发展之路，打造具备国际竞争力的现代造纸工业。“十二五”期间，中国将进入工业化和城镇化的加速阶段，伴随人均国民收入稳步增长和消费结构的升级，中国造纸行业具有可期的发展空间。另一方面，加速淘汰落后产能也为行业采用新技术、开发新产品、开拓新市场创造了条件。

国内造纸行业目前面临资源和环境要素的双重制约，未来有必要控制造纸行业总量规模，适当降低发展速度，以满足国内需求为主，兼顾国际市场，严格控制产能过剩纸种的重复建设，引导市场有序竞争。积极利用国内外资源，提高木纤维比重，扩大国内废纸回收利用，科学合理利用非木纤维原料。从增强中国造纸企业竞争力的角度出发，整合既有造纸资源，推进有实力的企业战略重组，着力培育一批核心造纸企业，同时，引导中小造纸企业向专业、精细化、有特色、新技术方向发展。通过横向联合和企业退出机制，淘汰落后产能，改变造纸企业数量多、规模小、布局分散的局面。是做大做强中国造纸行业的有效方式。同时，更应注重大力度推广节能设备，加强资源节约，强化污染物减排和治理。

有鉴于此，虽然造纸行业短期内仍将面临外部环境不利以及产业结构调整的挑战，但从长期看，基于庞大的消费需求和拓展空间，作为拥有很大循环经济潜力和经历了充分市场竞争的造纸行业，有望在经营压力倒逼下逐步转向质量效益型的可持续发展道路上，成为经济转型升级的成功范例。

# 工程机械行业研究报告

联合资信评估有限公司 王丽娟

## 一、行业概况

工程机械是为城乡建设、铁路、公路、港口码头、农田水利、电力、冶金、矿山等各项基本建设工程施工服务的机械；凡是土方工程、石方工程、混凝土工程及各种建筑安装工程在综合机械化施工中，所必需的作业机械设备，统称为工程机械。工程机械广泛应用于建筑、水利、电力、道路、矿山、港口和国防等工程领域。

工程机械行业的生产特点是多品种、小批量，属于技术密集、劳动密集、资本密集型行业。经过多年的发展，中国工程机械行业已基本形成了一个完整的体系，能生产 18 大类、4500 多种规格型号的产品，并已经具备自主创新、对产品进行升级换代的能力。按主要用途分类，工程机械可以大致分为九个类别。工程机械行业产品的销售没有区域性限制，但是各类工程机械产品的销售受气候、客户施工季节影响略呈季节性特征。一般每年 1 月至春节期间，受气候和假日影响销售呈现淡季。

根据《产业结构调整指导目录（2005 年）》和《促进产业结构调整暂行规定》，工程机械行业属于国家重点鼓励发展的领域之一。工程机械行业是中国装备制造业一个最重要的子行业。而装备制造业是为国民经济各行业提供技术装备的战略性产业，产业关联度高、吸纳就业能力强、技术资金密集，是各行业产业升级、技术进步的重要保障和国家综合实力的集中体现。在 2011 年国务院出台的《装备制造业调整和振兴规划》中，该规划要求全面提高重大装备技术水平，满足国家重大工程建设和重点产业调整振兴需要，新的规划与 2006 年“国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见”相比较，“基础产业”的装备制造业已上升为“战略产业”。装备制造

业已成为拉动国民经济快速增长的主要动力。

从 2007—2011 年工程机械行业工业总产值占 GDP 比重来看，工程机械行业对 GDP 的贡献呈递增的趋势，2012 年以来受国内外宏观经济环境低迷、国内房地产业调控、工程建设趋缓等因素影响，市场需求萎缩明显，工程机械行业对 GDP 的贡献（1.16%）略有下降。

## 二、行业需求和供给

### 1. 行业需求

2008 年，工程机械行业增速呈现前高后低的发展态势，前三季度行业保持高速增长，但第四季度受国际金融危机影响，产品销售增速出现明显下滑。2009 年为应对全球金融危机的不利影响，中国出台了一系列扩大内需、刺激经济增长的重大举措，4 万亿投资计划及装备制造业振兴规划的实施，宽松信贷政策相配合，重大基础设施工程项目相继开工，工程机械行业在 2009 年年中呈现回暖趋势。2010 年，受国家拉动内需政策的持续影响，全年工程机械行业工业总产值突破 4000 亿元，同比增长 51.11%。2011 年，国内外宏观经济环境明显趋紧，公路、铁路、房地产等行业投资减速，固定资产投资增长速度下滑，货币政策未有实质转向迹象。2011 年中国工程机械行业实现工业总产值 5968.87 亿元，同比增长 35.94%，较上年减少近 15 个百分点。2012 年固定资产投资增速进一步下滑，流动性紧张的局面依旧，下游新开工量持续低迷，市场需求增幅继续放缓，全年工程机械行业工业总产值为 6018.34 亿元，同比仅增长 0.59%。

2013 年 1—9 月，城镇固定资产投资额为 309208

表 1 工程机械行业产品分类

主要大类	细分品种
1 挖掘机械	单斗挖掘机、多斗挖掘机、多斗挖沟机、滚动挖掘机、铣切挖掘机、隧洞掘进机（包括盾构机械）
2 铲土运输机械	推土机、铲运机、装载机、平地机、和自卸车
3 起重机械	塔式起重机、自行式起重机、桅杆起重机、抓斗起重机
4 压实机械	轮胎压路机、光面轮压路机、单足式压路机、振动压路机、夯实机、捣固机
5 桩工机械	旋挖钻机、工程钻机、打桩机、压桩机
6 钢筋混凝土机械	混凝土搅拌机、混凝土搅拌站、混凝土搅拌楼、混凝土输送泵、混凝土搅拌运输车、混凝土喷射机、混凝土振动器
7 路面机械	平整机、道碴清筛机
8 凿岩机械	凿岩台车、风动凿岩机、电动凿岩机、内燃凿岩机和潜孔凿岩机
9 其他工程机械	架桥机、气动工具（风动工具）等

资料来源：国家统计局

亿元,同比增长20.2%。交通的基建投资仍维持高位(1-8月同比增速24.2%、1-7月同比增速22.3%)。1-9月全国房地产开发投资61120亿元,同比名义增长19.7%(扣除价格因素实际增长19.7%),增速比1-8月份提高0.4个百分点。1-9月份,房地产开发企业房屋施工面积603982万平方米,同比增长15.0%,增速比1-8月份提高0.6个百分点;房屋新开工面积144900万平方米,增长7.3%,增速提高3.3个百分点。施工项目投资增速为18.6%,较1-8月的增速低0.3个百分点;新开工的项目增速则较1-8月份的增速低1.1个百分点至13.3%,主要由于2012年的项目建设从9月开始复苏导致高基数现象的出现。

## 2. 行业供给

2012年以来受房地产业调控、工程建设趋缓等因素影响,工程机械市场需求萎缩,行业景气度下降明显,产销增速有所回落。2012年中国工程机械行业累计完成工业总产值6018.34亿元,同比增长0.59%;实现销售产值5915亿元,同比小幅增长1.85%;全年产销率为98.29%。

工程机械行业在经历2009~2011年上半年的快速发展之后进入消化库存阶段,2012年部分产品产量增速下滑甚至产量出现下降。其中挖掘、铲土运输机械产量41.02万台,同比下降26.38%;挖掘机产量14.2万台,同比下降34.36%;在高铁等道路桥梁工程以及城镇化需求的拉动下,混凝土机械产量51.77万台,同比增长13.64%。2012年压实机械产量4.08万台,同比增长5.48%。

2013年1-9月,挖掘、铲土运输机械产量33.73万台,同比下降2.08%,降速较2012年全年收窄;挖掘机继续维持下滑态势,产量11.24万台,同比下降8.91%;压实机械产量3.22万台,同比增长5.24%;混凝土机械产量39.28万台,同比增长2.90%。

从销量来看,2013年1-9月市场低迷状态持续,虽部分产品销量跌幅有所收窄,但仍未现明显改观,整体复苏相对较弱。其中挖掘机累计销量9.04万台,同比下降8.4%,较1-8月份9.9%的降幅收窄1.5个百分点。2013年1-9月,销售装载机125324台,同比下降1.37%,降幅比前7个月缩小了2.07个百分点。

## 三、竞争格局

全球工程机械制造主要集中在美国、日本、中国和欧洲,四个地区产量占全球80%以上的份额。从全球销量来看,美国、日本、中国、西欧市场占有率之和达到70%左右。经过多年的发展,中国工程机械企业已经取得了显著的进步,部分工程机械产品已经逐步走向成熟并具备一定的国际竞争力。目前,中国工程机械产量仅次于美国、日本,位居全球第三位,国内市场总量占世界市场近1/6。以厦工、徐工、柳工为代表的国有企业,拥有行业经验丰富、产品群多元化和主导产品市场占有率高等优势;以美国卡特彼勒、日本小松、瑞典沃尔沃、韩国斗山、德国利勃海尔等为代表的外资企业凭借资金、

技术、品牌等优势,在中国工程机械高端产品市场上占据主导地位;以三一重工、龙工控股为代表的民营企业,依靠产权清晰、机制灵活和特有的管理模式成为了行业的新生力量,市场竞争力快速增强。相反,一大批规模较小、技术薄弱的企业则面临被淘汰的危险。

从国内工程机械行业集中度看,国内工程机械行业生产厂家较多,行业竞争较为激烈,但市场份额有向优势企业集中的趋势。据中国工程机械工业协会统计,中国工程机械制造商20强销售额约占行业总产值的50%以上。工程机械行业“十二五”规划提出将鼓励行业重组并购,到“十二五”末,中国工程机械百强企业的销售规模要达到全行业的85%以上。未来,随着行业内较大规模企业产品结构的扩充及国外企业的投入加大,行业集中度有望提高。

挖掘机是工程机械最大的细分产品市场,行业成长空间大。虽然国内企业在技术上与国外企业有一定差距,但凭借性价比优势,挖掘机中内资品牌占比不断提高。据中国工程机械工业协会统计,从2012年的销售情况来看,国产品牌市场占有率份额上升至48.07%,日系品牌及韩系品牌市场占有率则下滑较多,分别下降至23.51%和15.33%;而欧美品牌表现稳定,市场份额也略有下降,市场占有率达到13.09%。从2013年1-6月市场占有率情况来看,国内品牌市场占有率下降至44.27%,以小宋、日立建机等为代表的日系品牌市场份额上升至26.37%,以斗山和现代为代表的韩系品牌继续下降至14.86%,以卡特彼勒、沃尔沃等为代表的欧美系挖掘机份额上升至14.40%。

## 四、行业政策环境

从产业政策看,国家对工程机械行业的指导思想是:进行结构性调整,集中力量打造具有自主知识产权的名牌产品,发展市场急需的大型施工装备,同时开发小型工程机械,提高产品质量,使中国工程机械行业由数量型向质量效益型发展转变;继续巩固和提高中国优势产品的市场地位,培育企业的国际化竞争能力。

2009年,财政部、发改委、工业和信息化部、海关总署、国家税务总局、国家能源局等六部委联合发布《关于调整重大技术装备进口税收政策的通知》。从2009年7月1日起,对国内企业为生产国家支持发展的重大技术装备和产品而确有必要进口的关键零部件及原材料,免征进口关税和进口环节增值税。同时,取消相应整机和成套设备的进口免税政策。对国产装备尚不能完全满足需求,仍需要进口的,作为过渡措施,经严格审核,以逐步降低优惠幅度、缩小免税范围的方式,在一定期限内继续给予进口优惠政策。

2009年1月国家机电产品进出口办公室出台了《关于旧式挖掘机进口申请材料转报工作的通知》,对旧挖掘机的进口将按照《重点旧机电产品进口管理办法》由国家机电办进行统一管理,同时要求拟申请进口的旧挖掘机应符合《进口二手挖掘机验收规范》等标准。提高二手挖掘机进口均价降低了其在中国市场的占有率,在源头上控制了二手挖掘机流入国内市场,为国内挖掘机制造企业提供了更为广阔的新机市场空间。

2009年5月,《装备制造业调整振兴规划》细则正式出台,其中工程机械配套用基础零部件已成为规划中的重点,并首次提出“主机与配套件同步发展”,改变了过去“配套件由主机拉动发展”的模式,凸显了政策层面的重视,确立了基础配套件在工程机械产业中的地位。

2010年10月11日,工业和信息化部印发《机械基础零部件产业振兴实施方案》,该方案主要是针对目前中国机械基础零部件滞后主机发展的现状制定,目的是促进机械基础零部件产业结构布局,革新工艺装备技术。

2011年3月,商务部、发改委、财政部等八部委联合下发《关于“十二五”期间实施积极的机电产品进口促进战略的若干意见》,意见指出,“十二五”时期将逐步提高先进技术和关键设备、关键零部件的进口比重,促进进口结构趋于合理。

2012年8月,工信部发布《产业转移指导目录(2012年本)》。《目录》明确了未来各大区域工程机械行业的发展重点,以及区域间产业资源转移方向,将逐步缓解重复建设、恶性竞争的局面,有利于形成错位发展、协同共进的良好态势。

2012年9月,国务院出台《关于促进企业技术改造的指导意见》,目标至2015年,技术改造投资占工业投资的比重明显提高,企业自主创新能力明显提升。重点提出在推进技术创新和科技成果产业化:突破一批共性关键技术,提高基础原材料和基础零部件、重大装备和核心技术的国内保障能力;提高装备水平:加快淘汰落后工艺技术和设备,加快装备升级改造。当前,中国工程机械行业已经进入发展瓶颈期,未来将向以“技术和价值”为核心的发展模式转变。

总体看,基于工程机械行业在国民经济中的重要地位,政府的支持力度较大,同时政府在关键零部件、自主创新、技术升级等方面提出了相应的指导意见,促进整个行业的良性发展。

## 五、行业关注

### 钢材价格波动

原材料方面,钢材和关键零部件是工程机械产品的主要原材料,钢材成本占工程机械企业总成本的20%以上,如果算上以钢材为原材料的主要配套件,占总成本

的比例将达到70%~80%。因此,工程机械行业对钢材价格变动敏感度高。2009年以来,钢铁整体需求逐步恢复,原材料铁矿石价格出现加速上涨,支撑钢材价格持续上升。2010年钢材整体价格同比涨幅较大。2011年上半年,钢材市场价格保持了稳步上涨势头;但下半年以来,欧债危机及中国对房地产调控政策进一步深化,紧缩政策影响逐步体现,主要用钢行业增速出现放缓,钢材总体需求呈回落趋势,钢价出现持续较大幅度下降。2012年9月,钢材价格指数跌至99.24点,比2011年9月份的最高值135.12点下跌26.55%。随钢材行业去库存过程的推进,中国钢材价格从2012年四季度企稳后有所反弹,从2012年四季度后钢材价格反弹区间看,铁矿石累计涨幅明显高于钢材价格平均涨幅,钢铁企业在价格反弹区间仍面临较大的成本压力。2013年前三季度,受钢铁行业产业集中度下降,企业之间产品同质化程度高,高端产品产能过剩等因素影响,致使钢材价格一直处于低位震荡态势。根据中国钢铁工业协会统计数据,截至2013年10月底,中国钢材综合价格指数已下降至99.34,仍处于底部震荡状态。

### 关键零部件核心技术及制造水平制约行业发展和产业结构调整

工程机械的核心配件主要包括:液压件、传动系统、发动机、液压油缸等。其中液压件和发动机是工程机械成本构成中最大的两项,不同机种该两项占成本比重为30%~50%。中国的发动机功率等级大量集中于中小型,缺乏适合工程机械用的大功率发动机,对进口的依赖较为严重;挖掘机配套的液压油缸90%以上需要依靠进口;大型设备配套的传动系统国内基本空白,也需要通过进口填补。

目前中国工程机械基础零部件生产企业以中小企业为主,研发力量薄弱,大部分产品技术含量低,精度不够,密封性能不足,铸造技术水平不够,部分特殊钢材产品尚无法生产,零部件配套生产难以满足整机制造的质量要求。高端发动机、液压元件、电控系统等关键配套件目前主要依靠进口,在全球零部件供应紧张时,国内企业必须面对接受提价或增加存货等不利局面,加大了企业的库存压力和资金压力。总体看,工程机械行业高技术、高附加值的关键配套部件主要依靠进口,严重制约了中

表2 2011年和2012年工程机械企业盈利能力指标比较(单位:亿元,%)

发行主体	主体级别	营业收入			利润总额			营业利润率			净资产收益率		
		2012	2011	变动率	2012	2011	变动率	2012	2011	变动率	2012	2011	变动率
振华重工	AA+/稳定	182.55	191.29	-4.57	-11.71	0.48	-2539.58	4.71	4.85	-0.14	-7.62	0.19	-7.81
广西柳工	AA+/稳定	156.24	211.27	-26.05	2.48	15.76	-84.26	17.53	18.67	-1.14	1.31	12.24	-10.93
太原重工	AA/稳定	93.60	103.26	-9.36	-3.49	4.05	-186.17	9.69	13.14	-3.45	-6.16	6.83	-12.99
山东临工	AA/稳定	89.43	104.56	-14.47	8.19	13.19	-37.91	19.10	19.18	-0.08	17.10	39.22	-22.12
斗山机械	AA/负面	54.98	114.67	-52.05	-0.53	8.11	-106.54	24.77	16.14	8.63	-3.28	16.93	-20.21
林州重机	A/稳定	13.32	11.03	20.76	2.80	2.17	29.03	29.18	28.29	0.89	10.83	9.87	0.96

资料来源:联合资信整理

国工程机械向高端技术产品的发展。

### 自主创新理念和能力有待加强

目前，中国工程机械行业小型企业占总数的85%以上，同时私营企业占50%以上，大多企业尤其小型企业自主创新的理念不够深入，自主创新的能力不足。具体体现到产品技术和企业管理水平与国际先进水平存在较大差距，低水平同质化无序竞争状态依然不减，大部分企业没有研发平台，靠模仿或通过中介渠道廉价获取产品技术资料，这些企业生产制造装备比较落后，投资少，企业社会负担轻，管理成本低，生产的产品进入市场成本低，门槛低，造成低质低效产品在市场上大量流通。

### 信用销售模式导致企业应收账款大幅增长，经营净现金流持续为负

随着工程机械行业的快速发展，为抢占市场份额，

企业销售结算模式呈现信用销售所占比重越来越大的趋势；尤其2010~2011年间，行业信用销售的“疯狂扩张”使工程机械企业应收账款增幅快速提高，经营活动现金流量净额持续为负。按揭销售过程中若客户逾期不还款则企业面临向银行回购设备风险，而融资租赁的分期回款周期会挤占企业大量现金，这都直接影响到企业经营性现金流。再加上很多企业的信用风险意识不强，也放大了这种潜藏的风险。2012年以来在下游行业不景气的背景下，工程机械企业应收账款大幅上升，因银行按揭及融资租赁方式销售机械设备而承担的回购风险逐步增加。

## 六、部分发债企业信用分析

本部分以联合资信评级的主要工程机械发债企业为样本，对部分发债企业的信用状况进行分析。

7家样本中，从发行主体的股东背景来看，山东临工为中外合资企业，斗山机械为外商投资企业，广西柳工、

表3 2011年和2012年工程机械企业应收账款和存货比较（单位：亿元，%）

发行主体	主体级别	主营产品及占比	应收账款						存货			
			2012年营业收入	2012年资产总额	2012	2011	变动率	占2012年资产比重	2012	2011	变动率	占2012年资产比重
振华重工	AA+ 稳定	集装箱占59.55%	182.55	467.80	37.11	47.88	-22.50	7.93	75.82	61.87	22.55	16.21
广西柳工	AA+ 稳定	装载机占39.65% 挖掘机占15.22%	156.24	307.36	33.22	31.86	4.26	10.81	61.80	61.83	-0.06	20.11
太原重工	AA 稳定	挖掘焦化设备、火车轮轴及轮对、轧锻设备、起重机设备分别占26.24%、18.19%、16.14%和13.80%	93.60	206.10	80.91	78.31	3.32	39.26	28.82	23.41	23.14	13.98
山东临工	AA 稳定	装载机占77.17% 挖掘机占18.73%	89.43	86.78	17.75	13.71	29.49	20.46	22.34	28.59	-21.85	25.74
斗山机械	AA 负面	挖掘机占75.36%	54.98	94.57	20.82	27.17	-23.36	22.02	26.07	32.39	-19.51	27.57
林州重机	A 稳定	液压支架占66.02%	13.32	45.46	6.57	4.96	32.45	14.46	3.06	1.96	55.86	6.72

资料来源：联合资信整理

注：以上山东临工指山东临工工程机械有限公司，广西柳工指广西柳工集团有限公司，太原重工指太原重工股份有限公司，振华重工指上海振华重工（集团）股份有限公司，林州重机指林州重机集团股份有限公司，斗山机械指斗山工程机械（中国）有限公司。

表4 2011年和2012年工程机械企业资本结构指标比较（单位：%）

发行主体	主体级别	资产负债率			全部债务资本化比率		
		2012	2011	变动值	2012	2011	变动值
振华重工	AA+ / 稳定	69.18	64.81	4.37	63.83	60.00	3.83
广西柳工	AA+ / 稳定	63.05	63.01	0.04	53.72	52.84	0.88
太原重工	AA / 稳定	73.88	69.47	4.41	55.08	43.58	11.50
山东临工	AA / 稳定	55.83	65.42	-9.59	36.34	48.23	-11.89
斗山机械	AA / 负面	65.43	65.07	0.36	59.35	54.10	5.25
林州重机	A / 稳定	51.66	34.85	16.81	34.37	25.79	8.58

资料来源：联合资信整理

注：上述变动值=2012年数据-2011年数据

表5 2011年和2012年工程机械企业偿债能力指标比较(单位:%、倍)

发行主体	主体级别	全部债务/EBITDA			EBITDA/利息支出		
		2012	2011	变动值	2012	2011	变动值
振华重工	AA+/稳定	27.69	13.23	14.46	0.91	2.53	-1.62
广西柳工	AA+/稳定	11.90	5.75	6.15	2.27	8.72	-6.45
太原重工	AA/稳定	120.88	6.29	114.59	0.22	5.72	-5.50
山东临工	AA/稳定	2.06	2.00	0.06	6.65	15.34	-8.69
斗山机械	AA/负面	3.40	15.64	-12.24	5.01	1.31	3.70
林州重机	A/稳定	3.12	2.56	0.56	8.27	17.23	-8.96

资料来源:联合资信整理

注:上述变动值=2012年数据-2011年数据

太原重工、振华重工为国有企业,林州重机为民营企业。

从发行主体主营业务来看,山东临工、广西柳工以装载机作为主要产品,2012年装载机产品收入占上述两家企业收入的比重分别为77.17%和39.65%;挖掘机产品收入占收入比重较大的企业包括斗山机械、山东临工和广西柳工,占比分别为75.36%、18.73%和15.22%,其中斗山机械收入主要来源于挖掘机产品收入;太原重工产品种类多元化,主要产品挖掘焦化设备、火车轮轴及轮对、轧锻设备、起重机设备分别占到营业收入的26.24%、18.19%、16.14%和13.80%;振华重工核心业务为港口机械,其中集装箱起重机收入占比59.55%,散货机械收入占比19.31%;林州重机专注于煤炭综采机械设备制造业务,其中液压支架收入占比66.02%。

从营业收入来看,2012年除林州重机外,其他企业营业收入和利润总额均出现了不同程度的下滑,其中产品种类多元化、产品专业化程度较高以及行业地位领先的工程机械企业抗风险能力较强,在不利的经济环境下,收入下滑程度较低,同时产品结构单一、产品专业化程度较低的企业收入下降幅度较大。2012年尤其从事装载机、挖掘机生产的广西柳工、山东临工、斗山机械3家企业营业收入下降幅度要高于其他企业,其中斗山机械2012年营业收入同比下降52.05%。

3家企业出现亏损,其中振华重工亏损额达11.71亿元,主要由于汇率收益减少和利息支出增加导致财务费用大幅增加;市场竞争加剧,合同单价下降幅度较大;生产任务严重不足,导致固定资产折旧费用增加等因素。从营业利润率和净资产收益率看,大部分企业出现下降,尤其净资产收益率下降幅度更加明显,3家企业净资产收益率同比下降20个百分点以上。

受市场持续低迷、行业竞争加剧、抢占市场份额等因素影响,2012年除振华重工和斗山机械外,其他企业的应收账款均较2011年不同程度增长,太原重工应收账款达80.91亿元,占资产总额的39.26%。存货方面,振华重工存货达75.82亿元,较2011年增长20%以上;山东临工和斗山机械存货虽有所减少,但仍占资产总额的25%以上。总体上,应收账款和存货占用工程机械企业大量资金。

资本结构方面,除山东临工外,其他发行主体2012年负债水平较2011年均呈上升趋势,有息债务负担不同程度加重,主要由于市场持续低迷,发行主体盈利能力下滑,应收账款和存货占用大量资金,日常经营存在一

定资金压力,另外部分企业在建项目仍有大量资金需求,导致发行主体通过外部筹资缓解资金压力。截至2012年底,除山东临工和林州重机外其他企业资产负债率均在60%以上,其中太原重工资产负债率达73.88%,整体负债水平较高;全部债务资本化比率均在50%以上,振华重工达63.83%,有息债务负担较重。

偿债能力方面,随着债务规模的上升以及盈利能力的减弱,大部分发行主体偿债能力有所恶化,2012年振华重工、太原重工受亏损影响,全部债务/EBITDA指标值大幅上升,分别为27.69倍和120.88倍,EBITDA/利息支出分别为0.91倍和0.22倍,EBITDA对全部债务本息的保障能力显著减弱。

综合分析,2012年以来工程机械企业大部分发行主体营业收入和利润总额出现下滑,债务负担持续加重,整体盈利能力和偿债能力减弱,但发债主体以领先的大型企业为主,整体违约风险仍处于可控范围内。

## 七、行业展望

工程机械需求驱动因素为全社会固定资产投资。全社会固定资产投资主要组成部分有房地产投资与公路铁路等基础设施建设。“十二五”期间,基础设施建设仍将保持稳定增长。中西部地区投资占到全国城镇投资比重的一半以上,未来十年中西部将是国家未来投资的重点方向,这将保障国内工程机械的需求。中国工程机械工业协会预测,“十二五”期间全社会固定资产投资增长率在20%左右,城镇投资仍将占到85%左右;国家加大保障性住房建设、水利工程建设、海洋建设工程、铁路、公路、城镇公共交通和基础设施、电力、输气工程、输电工程等建设以及振兴东北、西部大开发、中部崛起战略、地方“十二五”规划建设项目等方面都将带来工程机械行业需求的增长。预计到2015年,中国工程机械行业销售规模将达到9000亿元,对应的行业年平均增长率大约为17%。

总体看,短期内国内房地产市场调控政策持续、市场需求低迷等因素,对整个工程机械行业的景气度产生了较大负面影响,工程机械行业全面复苏仍需时日。但中长期来看,中国城镇化、交通基础设施和保障性住房等建设投资需求仍然较大,未来中国工程机械行业仍有一定的发展空间。

## 经济改革的新指向

联合资信评估有限公司 李振宇

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》对我国改革开放进行了一系列的部署，我个人体会，以下几个方面的论述非常重要，经济改革将有新的动作，代表了经济改革的新指向。

第一，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出，全面深化改革的总目标是完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化。并且要以经济建设为中心，发挥经济体制改革牵引作用，推动生产关系同生产力、上层建筑同经济基础相适应，推动经济社会持续健康发展。中央成立全面深化改革领导小组，负责改革总体设计、统筹协调、整体推进、督促落实。这些论述阐明了改革的核心目标，并设立了具体的推进组织。《决定》首次提出了“国家治理体系和治理能力”问题。这个提法与国际上的通常提法是相同的，有巨大的讨论空间。

第二，《决定》鲜明提出“要紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革”。过去一般讲是基础性作用，因而是新动向。这体现了对经济规律认识的深化，反映了改革的决心，反映了市场化改革的取向，抓住了我国现阶段改革的核心问题之一。

第三，《决定》指出，“加强顶层设计和摸着石头过河相结合，整体推进和重点突破相促进，提高改革决策科学性，广泛凝聚共识，形成改革合力。”这与前一时比较强调顶层设计形成明显的对照，目前的认识更符合实际。特别是强调了发挥群众首创精神，紧紧依靠人民推动改革。从改革来看，暴露出的问题是重要的改革重点，以问题为导向是重要的改革路径。当然，改革也需要理论上的系统研究，有些改革实际上很难试点，是需要“沙盘推演”来论证决策的，这就是顶层设计。

第四，《决定》提出“要完善产权保护制度，积极发展混合所有制经济，推动国有企业完善现代企业制度，支持非公有制经济健康发展。”其中一个比较新的观点是混合所有制。“允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益共同体。”这对于未来国有企业改革有一定的指引作用。但如何完善产权保护制度，需要下大功夫。

第五，《决定》提出要建立公平开放透明的市场规则，完善主要由市场决定价格的机制，建立城乡统一的建设用地市场。其中非常强调公平、规则，这是市场体制的基本原则。《决定》中“建设法治化营商环境”是个新的提法，也是国际上常用的评价国家投资和商业环境的重要指标，值得赞赏。《决定》强调要建立健全社会征信体系，褒扬诚信，惩戒失信。健全优胜劣汰市场化退出机制，完善企业破产制度。这些都是重要的市场规则，是维护市场秩序的根本制度。城乡统一的建设用地市场的提法有可能促进土地市场的改革，但突破性不大，需

要进一步落实。

第六，在金融资本市场方面，最新的激动人心的是“推进股票发行注册制改革”，这为股票市场的改革指明了方向，消除了犹豫不决及各种争论。同时，“多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。”其他如“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”、建立巨灾保险制度、建立存款保险制度、完善金融机构市场化退出机制、加强金融基础设施建设、保障金融市场安全高效运行和整体稳定等提法也有很强的针对性和现实意义。

第七，《决定》提出必须完善立法、明确事权、改革税制、稳定税负、透明预算、提高效率，建立现代财政制度，发挥中央和地方两个积极性。要改进预算管理制度，完善税收制度，建立事权和支出责任相适应的制度。总体来说，《决定》对于财税制度改革谈的比较多，也基本符合预期。其中有几个新的提法值得关注，一是建立国家统一的经济核算制度，编制全国和地方资产负债表。这是个重要的改革，涉及面很广。二是建立全社会房产、信用等基础数据统一平台，推进部门信息共享。加快房地产税立法并适时推进改革。三是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，建立透明规范的城市建设投融资机制，允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道，允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营，研究建立城市基础设施、住宅政策性金融机构。这方面的内容很多，需要逐步研究落实。

第八，《决定》认为“城乡二元结构是制约城乡发展一体化的主要障碍”，要加快构建新型农业经营体系，赋予农民更多财产权利，推进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，完善城镇化健康发展体制机制。坚持走中国特色新型城镇化道路，推进以人为核心的城镇化。这一论述可能有助于打消部分人对城镇化的误解和歪曲利用。这里的论述更全面、更抽象，也更有政策空间。希望在土地制度改革上有大进展，在城镇化过程中人的城镇化更受重视，更加平等和谐。

第九，《决定》提出要健全自然资源资产产权制度和用途管制制度，划定生态保护红线，实行资源有偿使用制度和生态补偿制度，改革生态环境保护管理体制。新的提法是生态保护红线，这个应比耕地红线更广泛，也更科学。生态是无法进口的，必须要自己做。生态是生活质量的重要组成部分，是发展经济的重要目的。

总体上看，《决定》提出了一系列重大改革的方向和共识，改革力度超过预期，具体措施超过了预期，需要认真学习，需要加强研究，需要逐步落实。相信我国一定能够取得深化改革的重大突破。

## 创新空间巨大 风险特征需关注

### ——对《国务院关于开展优先股试点的指导意见》的解读

联合资信评估有限公司 李振宇 聂 逆

日前，国务院发布了《国务院关于开展优先股试点的指导意见》（以下简称《意见》），宣布开展优先股试点，这是《股份有限公司规范意见》出台时隔20年后，优先股在我国正式重启。《意见》对优先股股东的权利与义务、优先股的发行与交易、组织管理和配套政策等三个方面做出了全面、清晰的原则规定，是我国开展优先股试点的指导性、基础性法律文件，对我国优先股的试点发展具有重大的意义。

优先股试点的开启对我国资本市场发展将产生重大的影响，对于我国金融产品创新有着重大的意义。首先，优先股作为一种基本的资本融资工具，可为发行人提供新的灵活的直接融资工具，有利于提高直接融资比重。长期以来，我国基本上只有债券和股票两种基本融资工具，混合资本工具方面存在严重缺失，使得资本市场融资工具创新难度较大。优先股的试点，将使得我国基本融资工具初步健全，填补重要的空白。

对于我国来讲，发行优先股具有重要的现实意义。优先股有助于优化我国企业财务结构，具有很强的针对性和适用性。发行优先股与发行股票相比，既可以增加企业的权益资本，且在增加权益融资的同时对其股票价格不会产生大的影响。对于企业来讲，发行优先股不仅不提高企业的财务杠杆，同时还可以扩大债务融资空间。对于银行等金融机构来讲，发行优先股是提高资本充足率的重要渠道。

优先股具有债券和普通股票所不具有的特点，具有巨大的创新空间。虽然优先股为股权融资工具，但其股东原则上不参与企业经营管理，这将有利于实现我国企业股份制改革进一步深化，为企业探索新的管理模式创造条件。优先股可以作为并购重组的支付手段，可以丰富并购重组的模式，将有助于推动企业兼并重组，有利于淘汰落后和过剩产能，实现产业升级。优先股的条款涉及变化较大，可以针对企业、投资者的需求设计丰富多样的品种，有利于我国资本市场的创新。优先股的推出有利于丰富证券品种，为投资者提供新的投资渠道和风险差异化的金融产品，可以满足风险偏好较高的投资者的需求，有利于资本市场的多元化和风险结构的调整。

《意见》对优先股的很多方面都做出了明确规定，规定了优先股的基本特征和条款类型，与国际惯例基本接轨。《意见》明确了优先股股东在利润和剩余财产分配上优先于普通股股东，但参与公司决策管理等权利受到限制。从风险角度来看，优先股的偿付顺序仅在普通股之前，次于债券，因此优先股的信用风险要高于债券。

《意见》对于“公开发行优先股”的规定最为清晰，即公开发行的优先股应为固定股息率、累积、非参加型

优先股，并且发行人在盈利时必须向优先股股东分配股息。应该说，这是优先股众多条款类型中最为基本的条款类型，最易于被投资者理解和接受，对投资者的保障程度高。优先股列属于混合证券的一种，既具有基本的股权特征，又有明显的债权特征，因此判定优先股的权益属性对识别优先股的风险尤为重要。参考国外评级机构的评级方法，优先股的评级一般应低于发行人主体评级的2-3个子级。从《意见》对公开发行的优先股的规定来看，我国未来市场中公开发行的优先股具有债券的很多特征，如股息固定、未付的股息要累积且要优先支付，不与普通股东一起参与剩余利润分配等，债权属性较大，风险相对较小，但因其清偿顺序仅在普通股之前，因此其评级原则上应低于其发行人主体评级2个子级。《意见》对于商业银行公开发行优先股专门做出了规定，主要涉及是否要累积股息、有利润时是否必须分派股息的问题，这样做的主要目的是考虑与国际接轨，更容易获得监管对优先股的资本属性的认可，可将商业银行发行的优先股设计入资本计算中。也正因为如此，未来商业银行发行的优先股的股权属性会更强，投资者面临的风险会更大，因此其评级会更低于其发行人主体评级。

《意见》中对于“非公开发行的优先股”的规定更加宽泛，这为此类产品创新提供了较大的空间。发行人有很大的空间进行不同类型的优先股的设计，哪种条款更有利于企业的发展，需要审慎辨识；主承销商将面临企业的各种需求，需要研究各种条款下的风险、收益、变化、内在逻辑等；会计事务所则面临各种条款下优先股的会计评估问题；信用评级机构则面临对各种条款下优先股风险变化的判断问题等。投资者面对各种类型的优先股，也需要仔细辨别其风险、投资价值。总之，优先股的试点将是对发行人、市场中介机构的重大挑战，各市场参与机构都应加强对各类条款的研究。

从国际惯例来看，优先股作为一种具有较高风险特征的融资工具，大多进行信用评级。因此，在我国优先股试点期间，建议监管部门应该明确规定优先股须进行信用评级，这样有利于加强信息披露，较好地为投资者揭示风险，更清晰识别优先股的风险。评级机构应加强对优先股信用风险特征的研究，尽快制定相关评级标准、方法，针对不同条款的优先股的不同风险，做出恰当的区分和分析，引导投资者充分认识优先股的信用风险特征，做到能够基本准确、全面地为市场揭示风险，发挥评级机构应有的作用，促进我国优先股试点的顺利推进。

# 非金融企业永续债的中国实践及评级思考

联合资信评估有限公司 陈东明

国内近期监管机构有意引入永续债，作为长期融资工具方面的金融创新，具体条款和定价方式仍有待落实。国际上将永续债(Perpetual Capital Securities)归为混合类资本工具(Hybrid Notes)，指不同于一般高级或次级类债务，又不是普通股的资本类工具。其偿付顺序低于高级债务，而且通过设置损失吸收条款、息票步升条款及置换条款等，降低其违约的触发条件。对永续债的评级会综合考虑条款设置对投资者保障的差异，确定其偏股或偏债的程度，并据此在发行人主体级别的基础上进行调整，以确定最终的级别。在方案设计及探索初期，有以下几个方面可关注：

## 一、企业发行永续债的动力所在

根据国际会计准则，在满足一定条件下，永续债可以计入发行人净资产，因此，对于债务杠杆比率已经很高，难以以普通信用债的方式融资的企业具有一定吸引力。而且，通过条款设计，在企业经历财务困难时期，其违约条件相对宽松，违约风险相对降低。虽然其发行成本相对较高，但发行后计入权益，降低了财务杠杆，优化了资本结构。近期中化、中铝等企业在香港市场发行永续债，都是基于此类考虑。

## 二、国内试点发行永续债的企业选择

目前监管机构的思路是从优质的国有大型央企开始试点，有合理的一面，因为此类企业长期持续生存及经营能力强，不像中小企业，生命周期相对较短；而且通过产品条款设计，避免一般性违约的空间与余地更大。但也应注意到，大型央企在国内资本市场的长短期融资渠道非常通畅，流动性压力与其盈利能力关联度不大，是银行间市场各主要债券品种的发行主力；国内评级机构给出的信用评级普遍很高，且评级对其债务杠杆比率等定量的硬性指标敏感度不高，这些央企更趋向于通过超级短融等短期融资工具滚动发行，以降低财务成本。如果参考国际对永续债的定价模式，发行成本会显著上升，对此类央企显然缺乏吸引力。更有积极性发行永续类债务的企业具备投资期限长，融资需求强烈且又面临一定的再融资压力，对利率成本差异敏感性相对不强等特点，从国内资本市场已发债主体看，高评级的城投类企业更符合这些特征。

## 三、期限结构及息票步升条款的应用

中国《公司法》对债券的定义中还不认可没有明确期限的条款，因此，相信试点阶段出台的永续债不太可

能一步到位实现一次发行、永续存在，只需定期偿付利息，不需要偿还本金；更可能的是通过设置延期及息票步升条款，限制债券持有人赎回或吸引债券持有人长期持有。期限结构方面，国际上通常以五年作为期限调整的门槛，如果有效期限低于五年的资本工具，基本不会向股权信用方向考虑。而对于投资级以上企业发行永续债设置的息票步升条款，如果在赎回日利息增加达到一定幅度，如100BP以上，投资者会认为企业倾向于回购债券而不会以如此高的成本去维持原有债券的存续。在国内，以五年期中票为例，AAA至AA+，利息上升40BP左右，AA+至AA，利息上升60BP左右，国际上100BP的门槛比例，也具备一定的参考意义。当然，息票步升的幅度越大，说明发行人倾向于回购的可能性越高。

## 四、延期支付利息或本金减记条款

包括永续债在内的混合资本工具，大都通过设置延期支付利息或本金减记条款来吸收损失、避免违约，从而具备一定的股权特征。延期支付利息又分为可累计与不可累计，可累计的意思是这次不付利息，可以到下次一并支付；而不可累计表示这次不付的利息，以后也不会再支付。而本金减记条款，作为激进的吸收损失的方式，会造成债券持有人利益受到较大的损害，因而通常会造成绩级下调的幅度较大。在国内，我们注意到，2013年放行的金融机构的二级资本债券，未设转股条款，但设有全额减记条款，使其具有更强的资本属性和吸收损失的能力，但触发条件相对模糊，且取决于监管部门的认定。这一条款设计在非金融企业的永续债中也有一定的参考价值。

## 五、评级调整幅度及定价

国际评级机构对混合类资本工具认定为具备50%的债券+50%的股权属性，通常在发行人主体级别基础上下调两个子级，如果吸收损失的结构设计过于激进，更偏向于股权，可能造成级别的进一步下调。但在国内，按此标准进行评级定价，存在一定难度，国内以AAA类企业作为试点，发行人本身对成本敏感，且在一二级市场定价相对强势。以国有银行为例，现有五大国有银行发行的次级债，并没有在主体级别上进行下调，混合资本债的调整幅度也不大。非金融类企业的永续债，作为债券类创新品种，初期可能会在产品方面更多的突出一些对债权人的保护，同时通过利息延迟支付及息票步升等安排，体现出一定的次级及股权特性。评级机构的作用是通过分析具体条款，对债券违约可能性及对投资者的保障程度形成判断。在国内对永续债简单机械地调低两个子级的可能性不大，最终的评级调整会是综合各方面因素的一个相对平衡的结果。

## 供需格局转换倒逼跨行业重组 煤炭行业步入信用风险暴露期

联合资信评估有限公司 钟睿

自2012年二季度以来，进口冲击、国内需求增速下滑及产能增长导致煤炭行业供需格局逆转，行业性供大于求格局逐步显现。以环渤海地区5500大卡动力煤价格为例，2013年9月中旬约为533元/吨，同比下跌17.1%，较2011年10月底峰值853元/吨跌幅超过35%。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌幅度和持续时间均为2000年以来最大值。

受2008年国际金融危机影响，国内煤价出现一波快速下行，中国政府适时推进煤炭行业资源整合战略，在提升行业集中度、避免行业恶性低效竞争方面取得了一定成效，同时，资源整合导致的煤炭供给短期趋紧和“四万亿”投资计划对下游需求的有效刺激也拉动煤炭价格快速反弹并在2011年10月创出煤炭价格历史高点。另一方面，各资源整合主体较为激进的逆周期产能建设也导致大量产能自2012年起集中释放。根据国家统计局公报，2012年全国原煤产量36.50亿吨，同比增长3.8%，煤炭消费量35.15亿吨，同比增长2.5%，煤炭产量及增速均高于消费量。同期，全国火电发电量同比仅增长0.6%，增幅回落14.2个百分点，以社会用电量为代表的需求端受到明显抑制，传导至煤炭行业并最终引发煤炭价格加速下行。

国际方面，2012年美国页岩气革命导致价格低廉页岩气在发电领域对煤炭形成显著的替代效应。受此影响，国际煤炭需求格局发生变化。根据《BP世界能源统计年鉴》（2013），2012年中国煤炭消费量同比小幅增长，在全球煤炭消费总量中占比首次超过50%。在国际宏观经济弱复苏背景下，澳大利亚、印尼、俄罗斯等能源输出国为提振国内经济，纷纷将中国作为主要出口目的国。

尽管从进口量看，进口煤占国内煤炭消费总量的比例仍不足10%，但在国内煤炭整体产能高于下游需求的背景下，国际煤炭价格对国内煤价具有强烈的指向作用。以澳洲BJ动力煤为例，其价格走势在2011年9月中旬触及金融危机后价格高点，随后较国内价格提前1个半月进入下行通道。与国内企业相比，各主要出口国煤炭地质赋存条件较好，煤炭生产成本较国内大多数企业更低，各出口国企业抵御煤炭价格下行的能力高于国内同类企业，导致国际煤炭价格下行速度高于国内，中国东南沿海部分地区的煤炭进口价格一度显著低于国内同类产品，国内煤价下行较难抑制煤炭进口，反将加速国内高成本煤矿退出市场。

煤炭产业作为各地方的重要支柱产业，历来是地方政府的重点支持产业，2012年下半年，包括河南、陕西等地政府先后出台政策，强化区域内煤炭上下游供销对接，要求省内煤炭消费企业优先采购省内煤炭产品。从政策效果看，受到政策支持的大型地方国企得以保持较好的开工率和产销率水平，但2012年盈利能力及经营获

现能力均出现明显弱化。同时，规模较小的民营企业受冲击较大，部分地区出现大范围的停产现象。

随着煤炭行业景气持续下滑，2013年下半年，包括山西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业支持政策，不同于2012年，此轮政策支持重点在于清理各类地方性规费（资源补偿费、维简费等）、下调铁路运输费等，从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流环节成本。此类政策的实施反映出当前煤炭价格水平已经接近煤炭企业长期平均成本，企业通过自身内部控制降低成本（降薪减员、安全费计提标准、折旧政策调整等）的空间已经相当有限，对外部支持的依赖程度上升。当前各类地方性规费占煤企生产成本比例约10~30%，清理规费等措施可以有效降低煤企运营成本，另一方面，由于相关政策直接导致了公共部门和产业部门之间的利益转移，政策实施期限均较短，能否形成长效机制还有待观察。

盈利恶化导致企业投资需求下降，2012年起全球煤炭行业投资增幅已呈显著下降趋势，但考虑到投资惯性，2013~2015年国际及国内仍将保持一定新增产能，短期内行业景气恢复取决于国内煤炭需求的实质性好转。考虑到宏观经济增速放缓、产业结构升级、节能减排等因素将对国内煤炭需求形成增长约束，国际主要煤炭出口国产能增长也将对国内煤价形成一定压制，煤炭行业盈利水平在未来2~3年内仍将维持弱势，国内煤炭行业短期内面临供需再平衡的内在要求，淘汰落后、过剩产能是行业调整的必然趋势，业内企业抗风险能力将出现分化。

区别于2009~2011年由政策主导的资源整合进程，本轮煤炭行业调整主要由市场因素推动。业内企业单纯通过扩充产能获取规模优势的边际效用已经极为有限，资源整合等政策红利对业内企业的支撑作用将有所弱化，提升内部管理水平、煤炭精细化加工和纵向产业链整合成为煤炭企业抵御煤炭价格波动的有效途径。在行业内重组继续深化的背景下，跨行业并购重组或将成为业内常态，进而催生新一批特大型综合能源集团。具体而言，基于不同煤质的各产业链整合方向，对煤炭企业的盈利能力影响有所差异，煤电联营是当前煤炭企业跨行业整合的较优选择，具备精细化工技术的煤化工产业链整合也有助于支撑相关企业的综合抗风险能力。此外，产品单位价值高、开采条件好、生产成本低、社会负担轻及管理高效的企业将在盈利方面维持相对较好水平，抗风险能力相对突出。

另一方面，成本控制能力弱、运输距离远、产业结构单一、社会负担过重的煤炭企业信用风险或将逐步暴露，部分民营中小企业受制于融资渠道有限、经营活动获现能力下降及债务期限结构错配等因素，面临较大的流动性偿付压力，信用风险可能加速上升，需重点关注。

## 文化体制改革推动市场化进程，催生并购整合需求

联合资信评估有限公司 张莉

近年来中国文化传媒产业呈现强劲的增长态势。根据中国传媒产业发展报告，传媒产业总产值已从2004年的2109亿元增长到2011年的6379亿元，复合增长率约为17%；其中影视市场快速扩容，近十年国内总票房的复合增长率高达34%。根据wind统计，2012年传媒行业营业收入与净利润同比分别增长19.9%和18.9%，影视动漫、网游等新媒体迎来发展的黄金时期，收入利润提升尤为迅速。其增长驱动力一是源于居民对文化消费的日益升温 and 消费结构的升级，释放出庞大的潜在市场需求；二是在互联网和移动通信技术对文化产业转型升级和产业融合的推动下，新型媒体呈现爆发式的增长；三是文化体制改革全面展开并逐步深化，极大地激发了行业发展的市场活力，企业创新能力和制作水平显著提升。

在中国推动经济结构调整和增长方式转变的大背景下，文化传媒产业将成为中国经济转型升级的新引擎。从2011年国家明确提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”，将发展文化产业上升为“国家战略”，到十八届三中全会进一步明确文化产业发展的地位与重要性，强调继续推进和深化文化体制改革，体现出决策层对于文化产业的重视程度日益提升，从中央到地方的政策支持力度不断加大。2013年3月，原新闻出版总署、国家广电总局合并组建国家新闻出版广播电影电视总局，文化管理体制改革的迈出重要的一步，意味着国家对文化管理体制的理顺，打破了文化领域的行业分割，有利于整合新闻出版和广播影视领域公共服务资源，实现统一监管，加速传媒领域的相互渗透。

十八届三中全会公布《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（下称《决定》）专门就文化管理体制、文化市场体系、公共文化服务体系、文化开放水平进行了论述。其中建立健全现代文化市场体系部分是产业政策的重点，在大方向上提出“完善文化市场准入和退出机制，鼓励各类市场主体公平竞争、优胜劣汰，促进文化资源在全国范围内流动”，“继续推进国有经营性文化单位转企改制”，“推动文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，提高文化产业规模化、集约化、专业化水平”，“鼓励非公有制文化企业发展，允许参与对外出版、网络出版，允许以控股形式参与国有影视制作机构、文艺院团改制经营”，“鼓励金融资本、社会资本、文化资源相结合”。《决定》再提深化文化体制改革，并强调使市场在资源配置中起决定性作用。可以预见，文化传媒产业呈现的长远发展趋势为，以国企为主导的传媒领域持续推进体制改革，经营机制更加灵活，传媒产业市场化和产业化进程提速，将催生大量的并购整合机遇。

文化体制改革是提升产业整体实力的关键，影响最

大的是国有背景集中的新闻出版和广电领域。2012年底，以38家党报刊发行单位、528家出版社、2103家国有文艺院团为代表的一大批国有文化单位基本实现转企改制，标志着文化体制改革取得阶段性成果。但与欧美发达国家同行业相比，中国传媒产业仍面临较为突出的问题：一是企业规模小，产业集中度低，文化资源分散；二是图书、报刊等传统传媒企业从过去的文化事业单位转制而成，经营范围局限于产业链的某一环节，业务结构单一。三是地区分割严重，教材出版等资源受地方保护，跨区经营政策壁垒较高。虽然大多省份组建了大型出版集团、报业集团、广电网络传输集团，以凤凰出版为代表的优势企业通过并购重组已实现了跨地区经营，但整个行业在打破地区壁垒方面进展缓慢，文化产业的市场化程度仍然较低，深化改革的诉求很大。纵观欧美国家传媒企业的发展历史，未来中国企业经营向多元化转变和规模化发展是必然趋势，而并购整合是实现规模扩张和推动企业经营转型的有效路径。

在产业政策引导和市场环境不断向好的背景下，文化传媒企业掀起了跨行业的并购热潮。从2012年7月至2013年9月20日，A股上市公司中提出并购申请、交易金额在5000万元以上的，共41起，交易金额约244亿元。从2013年传媒上市公司重大并购事件来看，整体呈现以下特征：一是并购目的主要集中于围绕主业延伸产业链或介入较高相关度领域，以期形成协同效应；或是适应媒体融合趋势的数字化转型，丰富业态结构；而单纯通过外延式扩张扩大经营规模的并购活动较少。二是并购实施主体主要为细分行业龙头企业，经营业绩良好，现金类资产充裕，虽然交易金额巨大，但主要利用资本市场的便利渠道和经营利润实施并购，债务融资需求不大。三是作为集中度最高的影视子行业已形成民营力量主导的、相对稳定的竞争格局，领军企业并购活跃，通过向影视剧上下游的产业链延伸，分散电影制作的高投资风险，或借助影院和广告公司的服务来提高电影票房和获得衍生收入。四是国有企业主要集中在出版发行、广电运营等传统领域，受制于行业和区域壁垒，并购行为鲜见，浙报传媒收购网络游戏平台可视为传统媒体向网游等高增长子行业渗透的初步探索。

未来文化传媒业并购整合的总体趋势仍为内容与渠道、传统媒体与新媒体的整合，通过三种形式：一是同类媒体之间的横向整合，以扩大业务规模、巩固市场竞争地位为目的；二是对同类产业上下游环节的纵向整合，以发挥不同业务协同优势，例如图书出版和印刷行业；三是不同类型媒体之间交叉渗透的多元化整合，以前瞻性布局业态结构，增强抗风险能力，例如数字电视与移动互联网行业。在传统媒体不可避免遭受新媒体冲击的

趋势下，商业模式和产业融合模式将不断创新，预计第三类并购整合占比居多。打破区域垄断、实现区域资源整合是渐进的过程，还有赖于文化体制改革的进一步深化。

表 2013 年文化传媒上市公司重要并购事件

并购方	细分行业	收购 / 拟收购标的资产	对价 (亿元)	资金来源	被并购方主业
光线传媒	影视	收购新丽传媒 27.64% 的股权	8.29	自有资金	电视剧
浙报传媒	新闻出版	收购杭州边锋和上海浩方 100% 的股权	31.9	定向增发和收购贷款结合	网络游戏
蓝色光标	影视	收购博杰广告 89% 的股权	16.02	定向增发	电视广告
华谊兄弟	影视	拟收购银汉科技 50.88% 股权 (待证监会核准)	6.72	定向增发	移动网游
		收购浙江常升影视 70% 股权	2.52	自有资金	电视剧
		收购江苏耀莱 20% 股权	2.1	自有资金	影院
人民网	新闻网站	收购成都古羌科技 69.25% 股权	2.49	超募资金	信息服务
乐视网	网络视频	拟收购花儿影视 100% 股权 (待证监会核准)	9	定向增发	电视剧
		拟收购乐视新媒体 99.5% 股权 (待证监会核准)	2.99		电视剧

资料来源：联合资信根据公开信息整理

## 评级小贴士



### 信用评级程序

(一) 被评对象与信用评级机构当事双方签订评级合同，支付评估费。

(二) 被评对象按合同规定向信用评级机构提供所需的真实、完整的有关资料、报表。

(三) 信用评级机构收到被评对象提供的资料、报表后，在合同规定期限内按有关规定进行详细审核，并就被评对象经营及财务状况组织现场调查和访谈。

(四) 信用评级机构综合搜集到的与被评对象有关的信息资料，经加工分析后提出信用评级报告书。

(五) 信用评级机构召开内部信用评级评审委员会，评定等级。

(六) 如被评对象有充分理由认为评级结果与实际

情况存在较大差异，可在规定的时限内向信用评级机构提出复评申请并提供补充资料，复评次数仅限一次；首次评级后，信用评级机构应将评级结果书面告知被评对象并向中国人民银行报告。

(七) 拟发行债券的信用评级结果由债券发行人在中国人民银行指定的国内有关媒体上公告。借款企业和担保机构信用评级结果，由信用评级机构在企业自愿的原则下，将其信用等级在国内有关媒体上公告。

(八) 信用评级机构在债券存续期和企业信用等级有效期内，应进行跟踪评级。跟踪评级结果与公告结果不一致的，由信用评级机构及时通知被评对象。信用评级机构应将变更后的债券信用等级在指定媒体上向社会公布并书面报告中国人民银行；变更后的借款企业信用等级和担保机构信用等级，信用评级机构除书面报告中国人民银行外，还应在企业自愿的原则下，将其信用等级在国内有关媒体上公告。

# 汉江水利水电（集团）有限责任公司

## 2013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：2013-10-09  
 发行规模：2亿元  
 期限：365天  
 利率：5.68%

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8月12日  
 分析师：于浩洋 陈丹

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
现金类资产（亿元）	11.51	14.03	12.46	9.74
资产总额（亿元）	106.10	119.94	131.29	133.75
所有者权益（亿元）	40.42	43.39	45.71	44.17
短期债务（亿元）	17.91	10.69	9.32	11.19
全部债务（亿元）	51.16	63.37	64.72	67.15
营业收入（亿元）	54.20	55.75	55.03	22.76
利润总额（亿元）	2.88	0.92	1.47	-1.48
EBITDA（亿元）	7.58	6.27	7.61	—
经营性净现金流（亿元）	6.38	5.48	4.18	-0.20
净资产收益率（%）	4.72	1.83	0.67	—
资产负债率（%）	61.90	63.83	65.18	66.97
速动比率（%）	79.70	109.07	77.50	64.56
EBITDA 利息倍数（倍）	2.64	1.59	1.73	—
经营现金流流动负债比（%）	20.99	25.01	15.00	—
现金偿债倍数（倍）	5.75	7.02	6.23	4.87

注：2013年上半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，汉江水利水电（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）拟发行的2013年度第一期短期融资券的信用等级为A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合分析，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

### 优势

◇ 公司水电板块获利水平较高，随着在建项目的建成投产，公司水电板块收入规模有望大幅提高，整体盈利能力将明显增强。

◇ 南水北调中线将于2014年正式供水，公司作为运营主体每年将获得较为稳定的供水收入。

◇ 公司经营活动现金流和现金类资产对本期短期融资券的保障能力较强。

### 关注

◇ 汉江流域上游来水情况对公司发电量影响较大，直接影响公司的盈利水平。

◇ 电解铝、电石均为高耗能行业，周期性明显，盈利能力偏弱。

◇ 未来公司计划资本支出规模较大，对外筹资需求增加。

### 主体概况

汉江水利水电（集团）有限责任公司是以丹江口水利枢纽管理为核心，兼有多个行业生产经营的大型国有企业集团。丹江口水利枢纽工程于1958年破土动工，1968年第一台机组发电，1973年初期工程全部建成。公司前身分别是水电部第十工程局、水利部丹江口水利枢纽管理局；1994年11月，丹江口水利枢纽管理局被国务院批准为全国百家现代企业制度试点企业；1996年，经水利部批准，进行了公司制改制，成立了汉江水利水电（集团）有限责任公司；2000年，国家推进政企脱钩改革，将公司的管理权由水利部移交至水利部长江水利委员会。截至2013年6月底，公司注册资本13.77亿元，水利部长江水利委员会是公司的出资人和控制人。

公司依托水利枢纽工程的管理，形成了以水电、铝业、电石等产业板块为核心的企业发展格局，并担负南水北调中线丹江口水库大坝加高工程的建设任务。公司下设发展计划部、财务部、公司（党委）办公室、技术部（技术中心）、人力资源部等11

个管理部门；公司拥有11家全资子公司、8家控股子公司、2家分公司、10家参股公司以及12个事业单位。

截至2012年底，公司合并资产总额131.29亿元，所有者权益45.71亿元；2012年公司实现营业收入55.03亿元，利润总额1.47亿元。

截至2013年6月底，公司合并资产总额133.75亿元，所有者权益44.17亿元；2012年1~6月实现营业收入22.76亿元，利润总额-1.48亿元。

公司注册地址：湖北省丹江口市环形路3号；法定代表人：贺平。



# 郑州交通建设投资有限公司

## 2013年度18亿元企业债券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间: 2013-10-14  
 发行规模: 18亿元  
 期限: 7年  
 利率: 6.30%

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级结果: 主体长期信用等级: AA+  
 评级展望: 稳定  
 本期债券信用等级: AA+  
 评级时间: 2013年 5月29日  
 分析师: 高景楠 田甜

### 财务数据

项 目	2010年	2011年	2012年
资产总额(亿元)	87.68	88.01	87.78
所有者权益(亿元)	52.66	54.66	56.68
长期债务(亿元)	30.64	27.94	25.02
全部债务(亿元)	33.71	32.28	29.58
主营业务收入(亿元)	12.64	8.67	9.40
利润总额(亿元)	2.08	2.04	2.06
EBITDA(亿元)	3.26	4.20	4.23
经营性净现金流(亿元)	-15.73	4.89	0.07
主营业务利润率(%)	2.02	1.77	1.65
净资产收益率(%)	3.84	3.66	3.57
资产负债率(%)	39.94	37.90	35.43
全部债务资本化比率(%)	39.03	37.13	34.29
流动比率(%)	856.91	474.71	411.57
全部债务/EBITDA(倍)	10.34	7.69	6.99
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.18	0.23	0.23

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对郑州交通建设投资有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为郑州市交通基础设施建设投融资主体,在外部环境、政府支持等多方面的显著优势。同时,联合资信也关注到公司主业盈利水平低、经营性净现金流波动大、应收账款对资金占用明显以及对外担保产生或有负债风险等因素对公司信用水平产生的不利影响。

郑州将以建成结构合理、功能完善的城市路网为目标,大力推进用以完善城市组团、产业集聚、新型社区和引领项目、发展经济、改善环境的重要交通基础设施建设,并继续以“建养并重”为原则,加大公路养护资金投入,为公司提供了广阔发展空间。未来公司将深化已有经营业务,继续围绕交通基础设施投资这一主营业务,积极开展交通项目关联资源和衍生项目开发,在扩张资产规模,提升融资能力的同时提升自身盈利水平,为公司持续经营和可持续发展奠定基础。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期企业债券设立提前分期偿还条款,在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力,同时郑州市政府按照本期企业债券的偿还计划安排对募投项目的回购,有助于偿债资金更好的落实。

综合分析,联合资信认为,本期企业债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

◇ 郑州市经济增长迅速,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。

◇ 公司为郑州市交通基础设施建设投融资主体,郑州市政府对公司在资产注入、财政补贴、债务清偿等方面的支持力度大。

◇ 公司运作通信管线、广告和停车泊位等交通项目关联资源及衍生项目,有利于拓展经营性收入来源。

◇ 本期债券的结构设计在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力,郑州市政府对募投项目的回购安排,有助于偿债资金的进一步落实。

### 关注

◇ 公司自身盈利水平低。

◇ 公司应收款项规模大,对资金形成较大占用。

◇ 公司经营性净现金流波动大。

◇ 公司资产质量一般,流动性较弱。

◇ 公司对外担保规模较大,存在一定或有负债风险。

### 主体概况

郑州交通建设投资有限公司成立于2007年,由郑州市国有资产监督管理委员会出资设立。公司初始注册资本为5000万元,郑州市国资委为

唯一出资人,履行出资人职责。2008年5月6日,郑州市国资委对公司增加注册资本5000万元,本次增资完成后,公司注册资本为1亿元。截至2012年底,公司注册资本1亿元,郑州市国资委为公司唯一股东及实际控制人。

公司经营范围:对道路、桥梁工程的投资及管理;道路、桥梁工程总承包;道路、桥梁工程维护及养护;对运输场站和物流设施的投资及管理;对城市基础设施及通信管线的投资及管理;国内广告的设计、制作、代理、发布。

公司纳入合并范围的一级子公司三家,包括:郑州交建科技咨询有限公司、郑州公路枢纽置业有限公司和郑州交投广告有限公司,公司对其持股比例均为100%。公司目前营业收入主要来源于本部,下属子公司正处于业务拓展阶段,实现收入规模小。

截至2012年底,公司(合并)资产总额87.78亿元,所有者权益合计56.68亿元;2012年公司合并口径实现营业收入9.40亿元,利润总额2.06亿元。

公司注册地址:郑州市中原区工人南路165号;法定代表人:张慧云。

# 内蒙古包钢钢联股份有限公司

## 2013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：2013-10-15  
 发行规模：25亿元  
 期限：365天  
 利率：5.94%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA+  
 评级展望：稳定  
 本期短期融资券信用等级：A-1  
 评级时间：2013年7月11日  
 分析师：闫昱州 祖宇

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
现金类资产(亿元)	72.02	102.99	110.68	117.42
资产总额(亿元)	420.44	497.33	637.59	732.72
所有者权益(亿元)	126.47	130.21	131.46	193.27
短期债务(亿元)	69.73	122.04	164.29	153.21
全部债务(亿元)	167.48	217.01	301.40	311.52
营业收入(亿元)	405.46	428.15	369.34	90.23
利润总额(亿元)	2.6	6.46	3.39	1.19
EBITDA(亿元)	38.4	40.83	45.24	—
经营性净现金流(亿元)	22.37	28.74	28.74	54.90
净资产收益率(%)	1.56	3.81	1.96	—
资产负债率(%)	69.92	73.82	79.38	73.62
速动比率(%)	103.68	96.74	77.38	80.19
EBITDA利息倍数(倍)	5.15	4.34	3.29	—
经营现金流动负债比(%)	5.15	4.34	3.29	—
现金偿债倍数(倍)	2.88	4.12	4.43	4.70

注：1. 长期应付款中的融资租赁款部分计入长期债务；2. 2013年一季度财务数据未经审计。

### 评级观点

经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2013年度第一期短期融资券的信用等级为A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合分析，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

### 优势

◇ 公司是中国西北地区最大的上市钢铁企业，区域规模优势显著。公司产品种类齐全，技术研发实力较强，为企业持续发展提供了基础与保障。

◇ 公司现金类资产充足，经营活动现金流入量大，对本期短期融资券覆盖程度较高。

### 关注

◇ 钢铁行业周期性波动较大，竞争激烈，行业景气度近期出现大幅波动，2013年3月以来再度转弱。2012年以来公司整体盈利能力有所弱化。

◇ 公司资本支出规模大，债务规模持续快速增长，债务负担重，短期债务规模大，存在一定短期偿付压力。

### 主体概况

内蒙古包钢钢联股份有限公司是经内蒙古自治区人民政府内政股批字

(1999)6号文批准，由包头钢铁（集团）有限责任公司、山西焦煤集团有限责任公司、中国第一重型机械（集团）有限责任公司、中钢集团天津公司和包头市鑫垣机械制造有限公司于1999年6月29日共同发起设立的股份有限公司。经中国证监会证监发字（2001）16号文批准，公司于2001年2月14日在上海证券交易所公开发行人民币普通股35000万股。公司于2006年3月完成股权分置改革。2007年8月，公司完成对包钢集团相关资产收购。2013年3月底，公司完成了非公开发行股票60亿元并购买母公司巴润矿业股权和白云鄂博西矿矿权事项。截至2013年3月底，公司总股本80.03亿元，其中包钢集团持有公司50.77%股权。公司实际控制人为内蒙古自治区国有资产监督管理委员会。

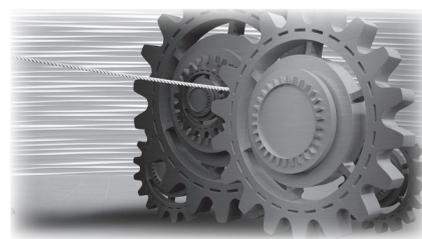
公司经营范围：生产、销售黑色金属及其延压加工产品、冶金机械、设备及配件，汽车货物运输，焦炭及焦化副产品（化工）生产和销售、冶金的投资、黑色金属冶炼、工业用氧、工业用氮、工业氢、纯氩、压缩空气、蒸汽、城市煤气经营、钢铁产品采购、

耐火材料技术转让和施工服务、废钢铁加工、采购和销售、钢铁生产技术咨询、专有管理技术（高炉无料钟炉顶布料器等）、电力设备的施工、维护和检修以及电力技术服务、火车货物运输和工业用水。

截至2012年底，公司（合并）资产总额637.59亿元，所有者权益（包括少数股东权益1.90亿元）131.46亿元；2012年公司实现营业收入369.34亿元，利润总额3.39亿元。

截至2013年3月底，公司（合并）资产总额732.72亿元，所有者权益（包括少数股东权益1.62亿元）193.27亿元；截至2013年3月底，公司实现营业收入90.23亿元，利润总额1.19亿元。

公司注册地址：内蒙古包头市昆区河西工业区；法定代表人：周秉利。



# 湘潭九华经济建设投资有限公司

## 2013年度18亿元公司债券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间: 2013-10-15  
 发行规模: 18亿元  
 期限: 7年  
 利率: 7.15%

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9月22日  
 分析师: 董鑫洋 王元中

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年
资产总额(亿元)	117.68	201.95	357.82
所有者权益(亿元)	71.04	128.57	232.45
长期债务(亿元)	30.67	36.45	74.46
全部债务(亿元)	38.00	44.70	89.70
主营业务收入(亿元)	8.08	17.90	36.37
利润总额(亿元)	2.07	3.75	8.32
EBITDA(亿元)	2.31	4.02	9.46
经营性净现金流(亿元)	-6.41	-30.22	-47.55
营业利润率(%)	14.63	11.05	16.38
净资产收益率(%)	2.69	2.64	3.09
资产负债率(%)	39.63	36.33	35.04
全部债务资本化比率(%)	34.85	25.80	27.85
流动比率(%)	711.81	522.28	489.53
全部债务/EBITDA(倍)	16.46	11.12	9.48
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.13	0.22	0.53

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对湘潭九华经济建设投资有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了公司作为湘潭市九华示范区内唯一的基础设施建设主体,在资金注入、土地划拨、代建成本返还及财政补贴等多方面获得湘潭市政府和九华示范区管委会的大力支持。目前,九华示范区作为“两型社会”示范区、国家级经济技术开发区,享有国家级、省级及市级多级政府支持,财政实力大幅提升;公司资产质量良好,财务弹性适宜。同时联合资信也关注到,公司法人治理结构有待加强、自身盈利能力弱、未来筹资压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司获得财政支持来源扩大至湘潭市财政局,资金保障程度明显提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期公司债券无担保。公司为有效归集本期公司债券的偿债资金,设立了偿债资金专户,而且本期债券后五年分期偿还本金,可在一定程度降低未来公司集中偿付资金压力。基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期公司债券偿付风险很低。

### 优势

◇ 九华示范区是推动长株潭城市群“两型社会”建设五大示范区之一,也是国家级经济技术开发区,享有国

家、湖南省及湘潭市多级政府支持,为公司发展创造了良好的外部环境。

◇ 近年来,九华示范区财政实力大幅提升,且无政府性债务,有利于公司土地综合开发业务的持续发展。

◇ 公司作为湘潭九华示范区唯一的基础设施建设主体,湘潭市政府及九华示范区管委会在资金注入、土地划拨、代建成本返还及财政补贴等多方面均给予了公司大力支持。

◇ 公司资产以土地储备为主,未来升值潜力较大,整体资产质量较好。

◇ 未来公司获得财政支持来源将扩大至湘潭市财政局,资金保障程度明显提升。

### 关注

◇ 公司按照政府的相关决策履行投资职能,资产运营能力偏弱,管理水平有待提升。

◇ 公司以准公益性项目投资为主,对政府补助依赖程度较高,自身盈利能力弱。

◇ 公司在建及拟建项目投资额大,筹资压力大。

### 主体概况

湘潭九华示范区管理委员会于2003年11月6日投资设立湘潭九华经济建设投资有限公司,初始注册资本3000万元。后经2008年及2009年多次增资变更,截至2012年底,公司注册资本为60000万元,全部由九华管委会出资,九华管委会为公司的实际控制人。

公司经营范围:基础设施投资与建设、园区土地开发与经营、园区项目投资建设、项目策划、物业管理(以上经营项目中需资质证的以有效资质证为准)。

公司内部设立综合管理部、财务部、审计部、工程部及融资部5个职能部门。截至2012年底,公司纳入合并报表范围的子公司共4家。

截至2012年底,公司合并资产总额357.82亿元,所有者权益合计232.45亿元。2012年公司合并口径实现主营业务收入36.37亿元,利润总额8.32亿元。

公司注册地址:湘潭九华示范区宝马东路1号九华大厦;法定代表人:郑昭。

# 北京住总集团有限责任公司 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: 2013-10-15  
发行规模: 5亿元  
期限: 5年  
利率: 6.15%

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3月15日  
分析师: 李洁 王妮娜

## 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年9月
资产总额(亿元)	184.20	225.76	250.34	271.97
所有者权益(亿元)	26.11	25.04	38.98	34.81
长期债务(亿元)	21.68	47.85	51.09	63.77
全部债务(亿元)	51.35	94.96	104.22	120.57
营业收入(亿元)	110.01	122.61	139.27	111.28
利润总额(亿元)	1.11	1.87	2.85	1.83
EBITDA(亿元)	4.19	7.41	10.04	—
经营性净现金流(亿元)	5.53	-22.55	-8.88	-1.04
营业利润率(%)	9.18	11.21	13.07	10.26
净资产收益率(%)	2.41	4.15	4.85	—
资产负债率(%)	85.83	88.91	84.43	87.20
全部债务资本化比率(%)	66.29	79.09	72.78	77.60
流动比率(%)	119.90	133.49	132.38	134.19
全部债务/EBITDA(倍)	12.25	12.79	10.38	—
EBITDA利息倍数(倍)	2.70	2.05	1.50	—
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.84	1.48	2.01	—

注: 2012年三季度财务数据未经审计。

## 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对北京住总集团有限责任公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为北京市大型建筑施工企业和保障性住房开发企业,资质齐全,建设经验丰富,品牌优势显著,综合竞争实力较强。联合资信也关注到公司房地产开发项目增多导致债务负担加重、融资压力加大对公司信用水平带来的不利影响。

北京市经济发达,持续进行的大规模基础设施建设为公司的建筑业务提供了良好的外部发展环境;公司房地产业务主要以保障性住房开发为主,且土地储备充足,伴随国家“十二五”期间保障房建设规划的实施,公司作为北京市大型保障房建设主体之一,将进入快速发展阶段。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较低,安全性较高。

## 优势

◇北京市经济发达,基础设施投资规模大,公司在北京市建筑市场知名度较高,发展前景良好;国家“十二五”规划纲要提出保障房建设任务目标,为公司未来发展提供良好机遇。

◇公司拥有房屋建筑工程总承包特级资质,同时拥有设计、开发、物

业管理、配套能力,综合竞争实力强。

◇作为北京市保障性住房最大建设主体之一,公司房地产开发产业链完整,房地产开发项目储备充足,一体化优势明显。

◇公司经营活动现金流入规模较大,对本期中期票据保障程度较高。

## 关注

◇国家对房地产进行持续的宏观调控,政策累计效应加大商品房市场运行的不确定性。

◇公司主要房地产项目均处于前期投入阶段,2010年开始经营活动现金流持续表现为较大规模净流出,现金流平衡难度加大。

◇公司债务负担重,未来开发项目多,资金需求压力仍较大。

## 主体概况

北京住总集团有限责任公司前身为由中国建设总公司二局、北京建筑工程总公司及北京房管局于1983年

5月成立的北京市住宅建设总公司。1992年11月,公司更名为北京住宅开发建设集团总公司。1995年10月,北京市政府授权公司经营管理所属单位的国有资产。1996年10月公司改制为国有独资公司,并更名为北京住总集团有限责任公司。截至2012年9月底,公司注册资本100000万元,为北京市人民政府国有资产监督管理委员会下属国有独资企业。

截至2011年底,公司(合并)资产总额250.34亿元,所有者权益合计38.98亿元(其中少数股东权益10.29亿元);2011年公司实现营业收入139.27亿元,利润总额2.85亿元。

截至2012年9月底,公司(合并)资产总额271.97亿元,所有者权益合计34.81亿元(其中少数股东权益4.91亿元);2012年1~9月,公司实现营业收入111.28亿元,利润总额1.83亿元。

公司注册地址:北京市朝阳区慧忠里320号;法定代表人:张贵林。

# 株洲市城市建设发展集团有限公司

## 2013年度公司债券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间：2013-10-16  
 发行规模：20亿元  
 期限：7年  
 利率：6.30%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA  
 评级展望：稳定  
 本期债券信用等级：AA  
 评级时间：2013年3月15日  
 分析师：程晨 苏薇

### 财务数据

项 目	2010 年末	2011 年末	2012 年末
资产总额 (亿元)	220.29	262.90	334.22
所有者权益 (亿元)	128.59	134.18	184.56
长期债务 (亿元)	60.40	76.91	87.51
全部债务 (亿元)	69.84	86.77	102.41
营业收入 (亿元)	6.83	7.74	10.26
利润总额 (亿元)	2.48	2.87	2.56
EBITDA (亿元)	3.78	4.36	4.43
经营性净现金流 (亿元)	3.32	3.06	7.86
营业利润率 (%)	24.03	15.21	14.67
净资产收益率 (%)	1.84	2.07	1.35
资产负债率 (%)	41.63	48.96	44.78
全部债务资本化比率 (%)	35.19	39.27	35.69
流动比率 (%)	112.50	118.48	125.49
全部债务/EBITDA (倍)	18.49	19.88	23.11
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.19	13.40	8.67
EBITDA/ 本期发债额度 (倍)	0.19	0.22	0.22

### 评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对株洲市城市建设发展集团有限公司（以下简称“公司”或“株洲城发集团”）的评级反映了公司作为株洲市本级重要的城市基础设施和公用事业发展商，在公交、水务、路桥、管网、城建等基础设施和公用事业建设等方面发挥的重要作用。近年来株洲市经济及财政实力增长强劲，公司资产规模逐年增长，政府对其支持持续有力。联合资信同时关注到公司利润总额主要来源于财政补贴、债务规模上升快、未来投资规模大以及资金管理不完善等因素可能对其信用水平产生不利影响。

株洲市近几年开始深化城市建设投融资体制改革，城市建设稳步推进，经济后续发展势头良好。受益于株洲市政府对公司在资源、资金等方面的持续支持，公司偿债能力有望不断增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期公司债券设立提前分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期公司债券到期不能偿还的风险低。

### 优势

◇ 株洲市经济发展水平在湖南省处于较为领先地位，是湖南省同时享受 6 项国家级政策优惠的城市，区域经济和财政收入进一步快速增长，城

市发展速度大幅提高，公司面临良好的发展环境。

◇ 公司是株洲市本市重要的基础设施和公用事业发展商，株洲市政府以资产和资源注入、财政资金投入等方式支持公司的经营与发展。

◇ 公司现有的有息债务基本上为政府计划建设项目贷款，该类贷款由株洲市政府建立稳定的偿债机制，公司自身偿债压力较小。

◇ 本期债券设分期偿付条款本期债券设分期偿付条款，并设置了偿债资金专户，有利于降低集中偿付压力。

### 关注

◇ 公司主业公用事业属微利行业，公交票价、水费价格等均由政府管制，城建类项目具有公益性，自身盈利能力偏弱。

◇ 公司内部资金管理水平和尚需进一步提高。

◇ 公司现有债务规模大，未来对外投资规模仍较大，外部融资压力将进一步上升。

### 主体概况

株洲市城市建设发展集团有限公司由株洲市国有资产监督管理委员会（株洲市国资委）出资设立，于 2003 年 6 月 3 日在株洲市工商行政管理局登记注册成立。截至 2012 年底，注册资本为 40.00 亿元，实收资本 31.12 亿元，根据株洲市人民政府国有资产监督管理委员会签发的株国资产权[2009]37 号文件要求，公司注册资金将于 2014 年全部到位。

公司目前经营范围包括：城市基础设施的投资与建设；项目开发与管理；土地整理；对外投资和资本运作（需专项审批的除外）；水务投资。

截至 2012 年底，公司合并资产总额为 334.22 亿元，所有者权益合计为 184.56 亿元（其中少数股东权益 0.32 亿元）。2012 年公司实现营业收入 10.26 亿元，利润总额 2.56 亿元。

公司注册地址：湖南省株洲市天元区联谊路 86 号金城大厦 9-13 楼；法定代表人：武忠。

# 中广核风电有限公司 2013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：2013-10-16  
发行规模：5亿元  
期限：365天  
利率：5.4%

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6月6日  
分析师：于浩洋 董征 丁伟

## 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
现金类资产(亿元)	20.57	12.62	4.67	4.60
资产总额(亿元)	230.77	257.26	302.20	313.83
所有者权益(亿元)	99.98	118.28	132.27	133.68
短期债务(亿元)	51.64	46.85	27.73	24.96
全部债务(亿元)	108.77	124.01	145.27	152.69
营业收入(亿元)	10.71	15.61	23.69	6.88
利润总额(亿元)	2.44	1.76	4.55	1.45
EBITDA(亿元)	10.91	14.63	21.58	—
经营性净现金流(亿元)	6.45	11.21	18.27	8.29
净资产收益率(%)	2.43	1.42	3.26	—
资产负债率(%)	56.67	54.02	56.23	57.40
速动比率(%)	63.76	51.36	54.80	56.87
EBITDA利息倍数(倍)	2.17	1.91	2.58	—
经营现金流流动负债比(%)	9.46	19.79	38.46	—
现金偿债倍数(倍)	4.11	2.52	0.93	0.92

注：2013年一季度财务数据未经审计。

## 评级观点

经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，中广核风电有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2013年度第一期短期融资券的信用等级为A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合分析，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险极低。

## 优势

◇ 公司为中国广核集团有限公司（以下简称“中广核集团”）的全资子公司，中广核集团未来将把风电行业作为集团继核电之后的第二大支柱产业。

◇ 公司风机容量和风电发电量稳步增长，风电布局合理，风电项目储备丰富。

◇ 公司债务负担适宜，债务结构合理。

◇ 公司获得母公司中广核集团流动性支持，对公司债务偿还形成了有效的补充。

◇ 经营活动现金流良好，对本期短期融资券的覆盖程度较强。

## 关注

◇ 公司应收账款占比大且增速快，占用营运资金规模较大，并可能对公司未来现金流产生较大压力。

◇ 公司未来在建及拟建项目投资规模大，资本支出压力较大。

## 主体概况

中广核风电有限公司是中国广核集团有限公司的全资子公司，于2010年5月25日注册成立，注册资本人民币56亿元。后经多次增资，截至2013年3月底，中广核风电有限公司实收资本为103.24亿元，中广核集团持有中广核风电有限公司100%股份，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司经营范围：风力发电项目的投资、开发、建设、管理；风电产品或设备及零部件的购买及销售；提供风电项目的咨询服务；技术咨询、技术服务、技术培训、技术转让。

公司本部设15个职能部门：财务部、计划经营部、人力资源部、综合管理部、审计监察部、合同商务部、投资发展部、工程事业部、运维事业部、安全质量部、改制上市办公室、法律事务办公室、科学技术委员会、技术经济管理部、海外开发部（筹）。

截至2012年底，公司合并资产总额为302.20亿元，所有者权益合计为132.27亿元（其中少数股东权

益23.69亿元）。2012年，公司实现营业收入23.69亿元，利润总额4.55亿元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额为313.83亿元，所有者权益合计为133.68亿元（其中少数股东权益23.96亿元）。2013年1~3月，公司实现营业收入6.88亿元，利润总额1.45亿元。

公司注册地址：北京市丰台区南四环西路188号12区2号楼；法定代表人：陈遂。



# 泰州市城市建设投资集团有限公司

## 2013年度18亿元公司债券信用评级报告

## 本期债券发行信息

发行时间：2013-10-16  
 发行规模：18亿元  
 期限：10年  
 利率：6.92%

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  
 本期公司债券信用等级：AA+  
 评级时间：2013年7月25日  
 分析师：陈静 刘叶婷

### 评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对泰州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为泰州市城市基础设施建设的唯一主体，在泰州市本市重点项目建设过程中发挥的重要作用。近年来，泰州市政府加大国有资产整合力度，在资产注入、财政资金等方面给予公司大力支持。联合资信同时注意到，公司未来项目投资额较大，外部融资压力仍将加大；以及受房地产行业政策调控影响，公司主营业务盈利能力稳定性较弱等因素对公司整体经营及偿债能力带来的不利影响。

泰州市市域经济实力迅速发展，区域财政财力不断增强，为公司发展提供了重要支撑。政府对公司支持力度不断增强，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。

本期债券由中国投资担保有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券本息偿付的安全性；且本期债券从第三年起，分期偿还本金，有助于缓解公司未来集中偿付压力。基于对公司主体长期信用以及本期公司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付的风险低。

### 优势

◇ 泰州市工业布局合理，尤其是医药产业具有良好的发展前景。近年

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年
资产总额(亿元)	173.00	190.30	222.71
所有者权益(不含少数股东权益)(亿元)	80.83	84.48	110.35
长期债务(亿元)	50.80	45.21	60.09
全部债务(亿元)	74.17	60.63	76.58
主营业务收入(亿元)	8.90	6.81	12.30
利润总额(亿元)	4.08	3.98	5.09
EBITDA(亿元)	4.26	4.06	5.19
经营性净现金流(亿元)	5.97	12.09	8.97
主营业务利润率(%)	14.72	14.08	12.88
净资产收益率(%)	4.13	4.32	3.80
资产负债率(%)	51.95	54.31	49.22
全部债务资本化比率(%)	47.16	41.08	40.37
流动比率(%)	204.35	153.88	219.57
全部债务/EBITDA(倍)	17.41	14.93	14.76
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.24	0.23	0.29

来泰州市市域经济实力和财政实力不断增强，为公司营造了良好的外部发展环境。

◇ 公司作为泰州市唯一的基础设施建设主体，政府在资产注入及财政资金等方面给予公司有力支持。

◇ 公司营业收入主要源于代建回购及房地产开发收入，其中代建回购业务呈稳定增长态势。

◇ 中投保代偿能力很强，有效提升了本期债券本息偿付的安全性；同时，本期债券设立分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

### 关注

◇ 公司主要负责市级重点项目资金的筹措及项目管理，项目建设周期较长、投资规模较大。

◇ 泰州市政府加大城市基础设施建设规模，公司作为市级政府基础设施建设主体，资金压力相应上升。

◇ 公司主营业务中商业性地产业务占比较高，易受房地产市场波动的影响。

◇ 公司对外担保比率较高，存在

一定或有负债风险。

### 主体概况

泰州市城市建设投资集团有限公司由泰州市人民政府授权泰州市财政局出资组建。截至2012年底，公司注册资本为10亿元。

公司是泰州市国有独资公司，是市政府授权的国有资产投资主体。公司目前的主要经营职能为：资金筹集，受市政府委托，筹措、管理和使用城市建设资金；项目投资，按照市政府批准的城建项目计划，进行项目投资、合资或合作，参与城建项目投资、管理和开发经营；计划监督，按照市政府批准的城市年度计划，进行投资控制和监督拨款等；资产运营，受市政府委托管理和运营国有资产。

截至2012年底，公司拥有重要控股子公司9家。

截至2012年底，公司（合并）资产总额222.71亿元，所有者权益（不含少数股东权益）110.35亿元；2012年实现主营业务收入12.30亿元，利润总额5.09亿元。

公司注册地址：泰州市济川东路289号；法定代表人：蔡德熙。

# 厦门海沧投资集团有限公司

## 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: 2013-10-17  
 发行规模: 6亿元  
 期限: 5年  
 利率: 6.90%

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级结果: 主体长期信用等级: AA  
 评级展望: 稳定  
 本期中期票据信用等级: AA  
 评级时间: 2013年4月28日  
 分析师: 李小建 杜蜀萍

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	149.43	170.49	172.39	177.35
所有者权益(亿元)	26.61	27.79	30.86	33.18
长期债务(亿元)	60.15	48.07	40.13	44.77
全部债务(亿元)	73.28	69.51	65.17	70.95
营业收入(亿元)	51.24	63.37	69.41	21.38
利润总额(亿元)	2.67	2.91	4.49	2.03
EBITDA(亿元)	3.34	3.63	5.83	—
经营性净现金流(亿元)	5.57	14.29	8.01	0.46
营业利润率(%)	13.03	10.10	13.34	11.83
净资产收益率(%)	7.07	7.51	10.82	—
资产负债率(%)	82.19	83.70	82.10	81.29
全部债务资本化比率(%)	73.60	71.44	67.87	68.14
流动比率(%)	190.36	130.43	127.62	139.13
全部债务/EBITDA(倍)	21.96	19.15	11.17	—
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.56	0.60	0.97	—

注: 2013年一季度财务报表未审计。

### 评级观点

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)对厦门海沧投资集团有限公司(简称“公司”)的评级反映了其作为厦门市海沧区重要国有资产经营主体,在区域经济环境良好、政府支持力度大和房产开发实力较强等方面所具备的优势。同时联合资信注意到,公司债务负担较重,房地产业务易受国家宏观政策和经济周期波动影响等因素可能对公司经营及发展带来不利影响。

未来考虑到厦门市海沧区经济发展前景良好,政府财力较强,政府对公司的持续支持,公司业务规模将进一步拓展,收入和利润有望保持平稳增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

### 优势

◇ 厦门市海沧区经济和财政实力不断增强。

◇ 公司作为厦门市海沧区重要的国有资产经营主体,获得海沧区政府的大力支持。

◇ 公司房地产业务在海沧区具备竞争实力,近几年收入稳步增长。

◇ 公司经营性现金流规模大,经营活动获现能力强。

### 关注

◇ 公司债务规模较大,债务负担较重。

◇ 公司在建项目和拟建项目较多,未来存在一定资本支出压力。

◇ 公司资产中以开发成本为主的存货占比大,资产流动性一般。

◇ 公司对外担保金额大,且对单一企业担保规模较大,存在一定或有负债风险。

◇ 房地产宏观调控政策将一定程度影响公司房地产业务的发展。

◇ 公司其他应收款规模较大,主要为代政府融资余款。

### 主体概况

厦门海沧投资集团有限公司成立于1994年10月,截至2013年3月底,公司注册资本181540.20万元。

公司经营范围:保税港区(含)码头的投资建设与经营;贸易与物流业;工业区成片开发与配套服务;政府基础设施和工程代建;城区开发和建设为主的房地产业;旅游开发、管理、服务;对第三产业、其他实业和股权的投资。

截至2013年3月底,公司拥有二级全资子公司5家,控股子公司1家,各级全资子公司共20家,各级公司的合资公司、合伙公司共22家。公司投资领域涵盖了房地产、港口物流、贸易、工程建设等。公司本部下设审计室、投资经营部、法律事务部、工程管理部、财务部、总经理办公室等7个职能部门。

截至2012年底,公司合并资产总额为172.39亿元,所有者权益合计为30.86亿元(其中少数股东权益1.02亿元)。2012年,公司实现营业收入69.41亿元,利润总额4.49亿元。

截至2013年3月底,公司合并资产总额为177.35亿元,所有者权益合计为33.18亿元(其中少数股东权益1.07亿元)。2013年1~3月,公司实现营业收入21.38亿元,利润总额2.03亿元。

公司注册地址:厦门市海沧区海沧街道钟林路8号海投大厦12、21-28层;法定代表人:邱金山。

# 珠海联邦制药股份有限公司

## 2013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: 2013-10-17  
 发行规模: 6亿元  
 期限: 365天  
 利率: 6.90%

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级结果: 主体长期信用等级: AA-  
 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9月2日  
 分析师: 马栋 张丽

### 财务数据

项 目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
现金类资产(亿元)	6.68	10.60	11.71	14.45
资产总额(亿元)	39.48	45.91	61.12	67.69
所有者权益(亿元)	15.56	20.62	21.86	23.75
短期债务(亿元)	11.58	14.39	30.93	34.91
全部债务(亿元)	15.81	18.39	32.72	36.65
营业收入(亿元)	49.18	40.72	44.52	20.78
利润总额(亿元)	5.04	2.65	4.12	2.28
EBITDA(亿元)	6.19	3.90	5.79	—
经营性净现金流(亿元)	12.56	3.30	-4.90	2.62
净资产收益率(%)	27.64	10.60	15.76	—
资产负债率(%)	60.60	55.09	64.24	64.91
速动比率(%)	119.57	132.91	118.46	117.64
EBITDA利息倍数(倍)	10.65	7.17	7.36	—
经营现金流流动负债比(%)	64.25	15.62	-13.16	—
现金偿债倍数(倍)	1.11	1.77	1.95	2.41

注: 2013年上半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,珠海联邦制药股份有限公司(以下简称“公司”)拟发行的2013年度第一期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较低,安全性较高。

### 优势

- ◇ 公司品牌优势显著,阿莫西林胶囊等产品已列入《国家基本药物目录》,且拥有自主定价权,细分市场占有率高。
- ◇ 公司资产规模持续增长,利润水平较高的制剂产品收入比重不断提高,整体盈利能力有所增强。
- ◇ 公司经营活动现金流量对本期短期融资券保障能力较好。

### 关注

- ◇ 公司关联企业占用资金较多,未分配利润占比高,权益结构稳定性偏弱。
- ◇ 公司流动负债比重上升,短期偿债压力增大。
- ◇ 公司经营活动现金流量净额波动较大。

### 主体概况

珠海联邦制药股份有限公司前身为珠海联邦制药厂有限公司,系于

1993年5月22日经珠海市引进外资办公室珠特引外资字[1993]221号文批准,由珠海市医药公司与香港联邦制药厂有限公司共同出资组建的中外合资经营企业,初始注册资本1750万元。2001年10月30日,公司改制为股份有限公司,名称变更为现名。后经多次增资和股权变更,截至2013年6月底,公司注册资本114249.60万元,联邦制药国际控股有限公司直接、间接合计持股100%,公司实际控制人为蔡金乐。

公司经营范围:研究开发、生产经营化学原料药及制剂、抗生素原料药及制剂、中药制剂、生物制品原料药及制剂、生化制品原料药及制剂、医药化工原料、药用包装材料(按药品生产企业许可证:粤Hab20060192批准的经营范围内经营);经营三类注射穿刺器械、医用高分子材料及制品(一次性使用输液(血)器(针)类)(限中山分公司经营)。

截至2013年6月底,公司下辖4家全资子公司:珠海乐康医药有限公司、珠海联邦制药(迪拜)有限公司、Zhuhai United Laboratories Europe Import&Export GmbH

(德国注册)、Zhuhai United Laboratories (India) Private Limited (印度注册),1家控股子公司:珠海市万邦药业有限公司;本部设财务管理部、审计部、文化宣传部、法律部、监督部、行政管理部、人力资源部、信用风险部、市场部、医学研究部生产部、销售部等部门。

截至2012年底,公司合并资产总额为61.12亿元,所有者权益为21.86亿元(其中少数股东权益0.35亿元);2012年,公司实现营业收入44.52亿元,利润总额4.12亿元。

截至2013年6月底,公司合并资产总额为67.69亿元,所有者权益为23.75亿元(其中少数股东权益0.39亿元);2013年1~6月,公司实现营业收入20.78亿元,利润总额2.28亿元。

公司注册地址:广东省珠海市国家高新技术产业开发区三灶科技工业园;法定代表人:蔡金乐。

# 珠海格力集团有限公司

## 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: 2013-10-21  
 发行规模: 15亿元  
 期限: 3年  
 利率: 5.50%

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: AAA  
 评级展望: 稳定  
 本期中期票据信用等级: AAA  
 评级时间: 2013年7月2日  
 分析师: 程晨 石岱

### 财务数据

项 目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	756.61	987.38	1219.18	1286.91
所有者权益(亿元)	168.19	214.85	309.57	323.04
长期债务(亿元)	59.23	75.41	82.74	96.93
全部债务(亿元)	176.77	252.31	228.42	245.00
营业收入(亿元)	625.97	855.96	1024.94	229.47
利润总额(亿元)	51.62	64.79	89.15	16.57
EBITDA(亿元)	58.68	75.51	104.52	—
经营性净现金流(亿元)	-3.15	15.92	172.63	160.13
营业利润率(%)	21.19	18.03	26.03	29.52
净资产收益率(%)	25.97	25.15	24.41	—
资产负债率(%)	77.77	78.24	74.61	74.90
全部债务资本化比率(%)	51.24	54.01	42.46	43.13
流动比率(%)	121.93	120.30	117.64	117.35
全部债务/EBITDA(倍)	3.01	3.34	2.19	—
EBITDA利息倍数(倍)	26.66	18.61	20.59	—
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	3.91	5.03	6.97	—

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”)对珠海格力集团有限公司(以下简称“公司”或“格力集团”)的评级反映了公司作为空调行业的龙头企业,在经营规模、技术研发、销售模式、品牌知名度等方面具有显著优势。联合资信也关注到空调行业竞争激烈、房地产行业受宏观经济和政策调控影响等因素对公司经营发展的不利影响。

近年来,公司加快技术创新,扩大生产规模,主营业务盈利能力增强,收入和资产规模扩张较快;公司同时实施多元化经营战略,房地产板块发展迅速,并积极推进高端市场的海岛旅游开发项目。未来公司将加快业务资源整合,扩大经营规模,综合竞争力有望进一步提升。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以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

### 优势

◇ 公司是珠海市国资委直属的大型国企,经济特区环境和政策优势明显。

◇ 公司是空调行业的龙头企业,产业链完整,技术研发实力强,独特的营销模式市场认可度高,品牌优势突出,实现了较好的规模经济效益。

◇ 公司近年来主营业务盈利能力不断增强,并带来稳定的现金流入,公司整体偿债能力增强。

◇ 公司实行多元化经营战略,积

极推进东澳岛海岛旅游开发项目,作为珠海市十大重点建设工程,定位高端市场,未来经济效益和品牌效应可观。

◇ 公司EBITDA、经营活动现金流净额对本期中期票据保障程度强。

### 关注

◇ 空调行业进入成熟周期,竞争激烈,受全球经济增速放缓影响,行业经营压力加大。

◇ 房地产政策变动以及市场有效需求的波动对公司经营有一定的影响。

◇ 公司存货占比较高,存在一定的跌价风险。

### 主体概况

珠海格力集团有限公司系经珠海市人民政府“珠府办复[1990]99号”文批准成立,于1990年12月15日在广东省工商局注册登记,公司2009年3月取得企业法人营业执照。公司控股股东为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会,持有公司100%股权。

公司经营范围: 投资与资产管理,

企业管理服务、企业策划;其他商务服务(不含许可经营项目)。

截至2012年底,公司本部设有综合办公室、财务部和审计部三个职能部门,拥有全资或控股的一级子公司19家,其中上市公司2家,分别为珠海格力电器股份有限公司(格力电器;000651.SZ)和格力地产股份有限公司(格力地产;600185.SH)。截至2012年底,格力电器总资产1075.67亿元,全年实现营业收入1001.10亿元;格力地产总资产127.47亿元,全年实现营业收入16.24亿元。

截至2013年3月底,公司(合并)资产总额1286.91亿元,所有者权益323.04亿元(含少数股东权益245.17亿元);2013年1~3月公司实现营业收入229.47亿元,利润总额16.57亿元。

公司注册地址: 广东省珠海市石花西路211号;法定代表人: 董明珠。

# 新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司 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: 2013-10-21  
发行规模: 7亿元  
期限: 5年  
利率: 6.80%

评级机构: 联合资信评级有限公司

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6月21日  
分析师: 程晨 李钊沛

## 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	66.78	94.28	104.64	107.30
所有者权益(亿元)	20.62	31.17	36.99	37.20
长期债务(亿元)	17.70	24.50	19.92	23.38
全部债务(亿元)	22.70	35.11	42.77	41.68
营业收入(亿元)	81.15	118.14	165.24	10.50
利润总额(亿元)	1.46	1.92	3.99	0.24
EBITDA(亿元)	4.39	6.39	6.96	--
经营性净现金流(亿元)	0.39	1.03	11.69	1.12
营业利润率(%)	6.38	6.33	6.95	11.57
净资产收益率(%)	5.80	5.63	9.67	--
资产负债率(%)	69.13	66.94	64.65	65.33
全部债务资本化比率(%)	52.40	52.97	53.63	52.84
流动比率(%)	152.43	164.06	135.22	144.32
全部债务/EBITDA(倍)	5.15	5.49	6.14	--
EBITDA利息倍数(倍)	4.84	3.60	3.02	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.63	0.91	0.99	--

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”)对新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为新疆生产建设兵团建筑工程师(以下简称“兵团建工师”)下属的建筑类企业,在区域市场地位、股东背景、专业资质、行业经验、多元化经营模式以及项目储备等方面具有显著优势。同时,联合资信也关注到建筑施工行业竞争激烈、原材料价格波动、整体盈利能力偏弱、项目金额偏小等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

未来,随着公司储备项目的开工建设以及BT项目回购的开展,公司收入及盈利规模有望扩大。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,安全性较高。

## 优势

◇ 新疆处于西部大开发的前沿,又是辐射中亚地区的桥头堡,地域优势突出;随着西部大开发力度加大,公司所属地域工程承包行业市场前景较好。

◇ 公司股东实力强,在战略定位、业务承揽、资金投入等方面给予公司支持。

◇ 公司经营涉及六大板块,承包资质较齐全,行业经验丰富,新签订单充足,多元化发展模式有利于增强公司整体抗风险能力。

◇ 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

## 关注

◇ 建筑市场供需矛盾突出,竞争激烈,同时原材料价格波动影响整体盈利水平。

◇ 目前公司业务经营模式以工程总承包为主,高端项目(BT、BOT、EPC等)占比较小,盈利能力有待进一步提升。

◇ 铁路投资减缓,公司铁路施工业务收入和盈利有所下降。

## 主体概况

新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司2000年12月21日注册登记成立,隶属于新疆生产建设兵团建筑工程师。2004年1月14日,公司与兵团建工师由行政隶属关系转变为以资产为纽带的出资人和被出资人的关系,并逐步实现企业化运作。截至2013年3月底,公司注册资本10.18亿元。

公司经营范围:房屋建筑工程施工总承包一级资质、铁路工程施工总承包一级资质、水利水电工程施工总承包一级资质、公路工程施工总承包一级资质和市政工程施工总承包一级资质(具体范围以建设部门颁发的资质证书为准)。承包境外工程和境内国际招标工程,上述境外工程所需的设备、材料出口,对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员。

公司总部设有办公室、人力资源部、财务部、质量技术安全部、投资管理部、稽核审计部、企划发展部、海外部、总承包部等职能部门。截至2012年底,公司纳入合并报表范围的子公司为11家,包括1家上市公司(新疆北新路桥集团股份有限公司)。

截至2013年3月底,公司合并资产总额107.30亿元,所有者权益37.20亿元;2012年1-3月,公司实现营业收入10.50亿元,利润总额0.24亿元。

公司注册地址:乌鲁木齐市新民路113号;法定代表人:朱建国。

# 步步高投资集团股份有限公司

## 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: 2013-10-21  
 发行规模: 12亿元  
 期限: 5年  
 利率: 7.00%

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  
 本期中期票据信用等级: AA  
 评级时间: 2013年5月20日  
 分析师: 董鑫洋 景雪

### 财务数据

项 目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	45.44	65.66	78.95	92.16
所有者权益(亿元)	15.68	17.68	19.73	33.29
长期债务(亿元)	6.56	5.20	1.37	3.47
全部债务(亿元)	11.61	24.26	28.54	25.30
营业收入(亿元)	67.73	84.41	100.07	31.60
利润总额(亿元)	2.12	3.22	3.87	2.21
EBITDA(亿元)	4.12	5.96	7.59	—
经营性净现金流(亿元)	4.51	4.97	9.49	5.04
营业利润率(%)	19.70	19.81	20.34	20.83
净资产收益率(%)	9.45	13.85	14.64	—
资产负债率(%)	65.48	73.08	75.01	63.88
全部债务资本化比率(%)	42.54	57.85	59.12	43.19
流动比率(%)	120.40	86.86	61.29	84.20
全部债务/EBITDA(倍)	2.82	4.07	3.76	—
EBITDA利息倍数(倍)	17.52	7.91	5.23	—
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.34	0.50	0.63	—

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对步步高投资集团股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为湖南省零售龙头企业,在区域地位、品牌知名度、成本管控等方面的综合优势。同时联合资信也注意到零售行业竞争激烈、百货盈利能力偏弱、未来门店租金上涨、公司快速扩张带来的筹资压力加大等因素可能给公司带来的不利影响。

公司目前资产质量较好,整体盈利能力较强,对整体债务保障程度适宜。未来,随着公司门店扩张计划逐步开展、自有百货逐步开业,公司租金压力将有所缓解,盈利能力将有所提升,有助于进一步增强公司的综合竞争实力。

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,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

### 优势

◇ 在湖南省内公司超市市场占有率第一,百货市场占有率第二,区域地位及品牌优势明显。

◇ 公司超市定位于中小城市,采用密集型开店模式,近年来门店数量平稳增长,未来复制性强。

◇ 公司引入国际管理理念,在人员分配、商业定位、品类管理等多方面进行了有效调整,一定程度上提升了公司运营效率。

◇ 公司核心子公司步步高股份于2013年完成非公开发行,公司资本实

力得以增强,财务弹性得以提升。

◇ 公司现金类资产及经营活动现金流量对本期中期票据覆盖程度较好。

### 关注

◇ 中国零售行业竞争激烈,整体利润水平不高。

◇ 公司百货板块尚处于培育期,盈利能力偏弱。

◇ 公司门店大多以租赁为主,未来可能面临租金上涨压力和续租风险。

◇ 公司门店扩张速度快,对外融资压力大。

### 主体概况

截至2012年底,步步高投资集团股份有限公司注册资本11767万元,控股股东自然人王填持股69.96%,其他127名自然人合计持股30.04%,王填为公司实际控制人;公司法人代表为张海霞,与实际控制人王填为夫妻关系。

公司核心子公司步步高商业连

锁股份有限公司主营超市、百货、家电等商品的销售,成立于2003年12月11日;于2008年6月19日在深圳证券交易所正式挂牌上市(股票代码:002251.SZ)。截至2013年3月底,步步高股份注册资本32675.59万元,公司持股46.06%,处于相对控股地位,为步步高股份的实际控制人。

公司属零售批发行业。经营范围:投资商业;普通货物运输(不含危险及监控化学品);物业管理;仓储保管;商品配送;农副产品加工;政策允许经营的进出口业务(以上涉及许可经营项目的凭许可证经营)。

截至2013年3月底,公司合并资产总额92.16亿元,所有者权益33.29亿元(含少数股东权益18.10亿元)。2013年一季度实现营业收入31.60亿元,利润总额2.21亿元。

公司注册地址:湘潭市岳塘区荷塘乡政府办公楼2楼东头;法定代表人:张海霞。

# 郴州高科投资控股有限公司

## 2013年湘江流域重金属污染治理公司债券信用评级报告

## 本期债券发行信息

发行时间：2013-10-21  
 发行规模：18亿元  
 期限：7年  
 利率：7.25%

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6月13日  
 分析师：陈丹 刘叶婷

### 财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额 (亿元)	39.78	59.36	69.99
所有者权益 (亿元)	33.27	47.80	53.79
长期债务 (亿元)	3.54	2.94	3.10
全部债务 (亿元)	3.81	3.61	6.47
营业收入 (亿元)	2.22	3.34	4.53
利润总额 (亿元)	2.34	2.98	3.16
EBITDA (亿元)	2.43	3.18	3.38
经营性净现金流 (亿元)	-0.55	1.73	0.56
营业利润率 (%)	72.39	74.27	58.22
净资产收益率 (%)	7.02	6.20	5.84
资产负债率 (%)	16.36	19.47	23.16
全部债务资本化比率 (%)	10.28	7.02	10.73
流动比率 (%)	363.20	333.64	258.31
全部债务/EBITDA (倍)	1.57	1.14	1.91
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.14	0.18	0.19

### 评级观点

郴州高科投资控股有限公司（以下简称“公司”）作为郴州市级融资平台，是湖南郴州出口加工区（湖南郴州高新技术产业园区）开发建设的唯一主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司所具备的良好外部经营环境、较大的政府支持力度和业务区域垄断地位等优势。同时，联合资信也关注到公司市政项目投资规模大、经营状况对土地出让和政府支持依赖程度高等因素对公司经营发展和偿债能力带来的不利影响。

随着公司承担的园区内基础设施建设项目的不断开展，以及公司土地整理业务及出租性资产规模的不断扩大，公司未来收入和利润规模有望持续增长；联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司本期债券期限为7年，还款资金来源主要为本期债券募投项目建设过程中河道周边整理土地以及村庄搬迁整理土地出让后形成的土地净收益返还。本期债券设置提前还款安排，有效地降低了公司资金集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用、本期公司债券偿还能力以及针对本期募投项目财政专项资金支持的综合评估，联合资信认为，本期公司债券到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

### 优势

◇ 郴州市经济持续增长，财政实力不断增强，为公司的发展创造了良

好的外部环境。

◇ 公司作为湖南郴州出口加工区（湖南郴州高新技术产业园区）开发建设的唯一主体，具备区域垄断优势。

◇ 郴州市政府在财政补贴、资产和股权划拨方面持续给予公司大力支持。

◇ 本期公司债券设置分期还款安排，有效降低了公司资金集中偿付压力。

### 关注

◇ 公司园区内市政基础设施建设业务受政府规划影响大，市场化程度低。

◇ 公司市政基础设施项目投资额度大，面临较大的资金压力。

◇ 公司投资性房地产、其他应收款及存货占比较高，资产流动性弱。

### 主体概况

截至2013年3月底，郴州高科投资控股有限公司实收资本为22200万元，股东分别为郴州高新区管委会（持股54.05%）、郴州市人民政府国有资产监督管理委员会（持股36.04%）和郴州沃川有色金属产业发

展股权投资基金合伙企业（有限合伙）（持股9.91%），郴州高新区管委会为公司控股股东。

公司经营范围为：工业项目投资；酒店投资与管理；旅游项目投资与管理；园区创业投资；郴州有色金属产业园区内（含托管范围内）的资产管理与经营，土地一级开发整理；房屋建设；房产租赁；建材销售。

截至2012年底，公司拥有子公司8家，分别为全资子公司郴州福升投资开发有限责任公司、全资子公司郴州高科物业服务有限公司、全资子公司郴州政建工程建设有限公司和控股子公司郴州市福源科技投资开发有限公司；以及尚未实际运营的4家全资子公司：郴州鹭园企业服务有限公司、郴州坪园中小企业服务有限公司、郴州振园中小企业管理有限公司和郴州泽园中小企业管理有限公司。

截至2012年底，公司合并资产总额69.99亿元，所有者权益合计53.79亿元。2012年公司合并口径实现营业收入4.53亿元，利润总额3.16亿元。

公司住所：郴州市有色金属产业园区管委会办公楼509房；公司法人代表：吴其龙。

# 云南建工集团有限公司

## 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：2013-10-22  
 发行规模：5亿元  
 期限：5年  
 利率：7.30%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA  
 评级展望：稳定  
 本期中期票据信用等级：AA  
 评级时间：2013年7月9日  
 分析师：刘叶婷 焦洁

### 财务数据

项 目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	153.66	215.95	299.31	326.89
所有者权益(亿元)	27.60	44.19	96.58	101.23
长期债务(亿元)	24.10	35.80	41.81	53.92
全部债务(亿元)	52.82	78.58	106.68	128.08
营业收入(亿元)	204.89	242.95	323.06	87.87
利润总额(亿元)	3.07	5.14	7.16	1.58
EBITDA(亿元)	5.26	8.01	11.43	--
经营性净现金流(亿元)	7.49	-8.10	2.45	-3.65
营业利润率(%)	5.38	6.00	5.91	6.06
净资产收益率(%)	8.17	8.80	5.48	--
资产负债率(%)	82.04	79.54	67.73	69.02
全部债务资本化比率(%)	65.68	64.01	52.48	55.86
流动比率(%)	109.82	127.82	160.44	159.12
全部债务/EBITDA(倍)	10.05	9.81	9.34	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	1.05	1.60	2.29	--

注：2013年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”)对云南建工集团有限公司(以下简称“云南建工”或“公司”)的评级反映了公司作为云南省国有独资建筑企业,在区域经营环境、专业资质及项目储备等方面具备明显优势。联合资信也关注到,建筑施工行业竞争激烈、原材料价格波动等因素可能对其信用状况产生不利影响。

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

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

### 优势

◇ 云南省是中国西南对外开放的前沿,2010年以来,在政策逐步落实与推进下,云南省城镇化建设及对外开放通道建设显著加快,云南省属建筑企业面临良好发展机遇。

◇ 公司作为云南省国有独资建筑企业,专业资质齐全,区域内竞争优势明显。

◇ 公司新签合同额快速提高,施工项目储备充足,为业务持续发展提供保障。

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

◇ 近年来,公司营业收入快速增长;权益规模快速扩大,债务指标有所改善。

◇ 公司EBITDA及经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高。

### 关注

◇ 建筑施工行业竞争激烈,利润空间较小,公司建筑施工业务盈利能力较弱。

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

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

◇ 公司经营性净现金流波动大。

### 主体概况

云南建工集团有限公司原名云南建筑公司,成立于1951年2月。1972年8月,云南建筑公司与原建工部第三工程局昆明指挥部合并组建云南省建筑工程总公司。经云南省人

民政府批准,在原云南省建筑工程总公司的基础上,于1993年6月改制组建成立云南建工集团总公司。2009年10月15日云南建工集团总公司改制为云南建工集团有限公司。公司为国有独资的建筑施工企业,云南省人民政府国有资产监督管理委员会持有其100%的股权。截至2012年底,公司注册资本为178458.12万元。

截至2012年底,公司合并资产总计299.31亿元,所有者权益合计96.58亿元(其中少数股东权益16.41亿元);2012年公司实现营业收入323.06亿元,利润总额7.16亿元。

截至2013年3月底,公司合并资产总额为326.89亿元,所有者权益合计为101.23亿元(其中少数股东权益16.14亿元);2013年1~3月,公司实现营业收入87.87亿元,利润总额1.58亿元。

公司住所:昆明市东风东路36号;法定代表人:陈文山。

# 永州市城市建设投资开发公司

## 2013年度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：2013-10-23  
 发行规模：10亿元  
 期限：7年  
 利率：7.30%

评级机构：联合资信评级有限公司

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6月25日  
 分析师：高景楠 焦洁

### 财务数据

项 目	2010年	2011年	2012年
资产总额(亿元)	81.66	106.49	111.72
所有者权益(不含少数股东权益)(亿元)	52.82	66.98	69.79
长期债务(亿元)	11.35	20.20	21.43
全部债务(亿元)	14.90	22.30	24.00
主营业务收入(亿元)	2.72	4.05	4.19
利润总额(亿元)	2.01	1.99	2.15
EBITDA(亿元)	2.81	2.84	3.38
经营性净现金流(亿元)	0.13	0.11	1.63
主营业务利润率(%)	80.98	28.22	52.56
净资产收益率(%)	4.06	3.17	3.25
资产负债率(%)	35.26	37.05	37.48
全部债务资本化比率(%)	21.99	24.96	25.57
流动比率(%)	412.91	468.23	451.31
全部债务/EBITDA(倍)	5.30	7.85	7.10
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.28	0.28	0.34

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)的评级反映了永州市城市建设投资开发公司(以下简称“公司”)作为城市资产的投融资主体和经营管理主体,在外部经营环境、土地资源、政府支持等方面的优势。同时,联合资信也关注到市政项目建设资金政府拨付效率较低、公司资产负债中应收款项和存货占比大、经营活动获现能力偏弱等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

公司拥有丰富的土地资产,未来几年,土地开发与整理仍将是公司收入的重要组成部分;同时市政基础设施工程建设有望继续增加,地方财政实力的增强有助于提高基础设施建设项目资金拨付效率。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司为本期债券设立专项偿债账户,后五年分期等额偿付本金的安排,有助于降低债券本息集中偿付压力;永州市政府按照本期债券偿还计划安排对新建廉租住房建设项目的回购,对偿债资金形成了一定的补充;同时,公司土地整理与开发业务具备区域垄断经营优势,未来几年可获得较大规模的土地整理与开发收入,有助于偿债资金更好的落实。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,永州市实施总体

规划方案,为公司发展提供了良好的外部环境。

◇ 公司作为永州市城市基础设施建设的主要实体,获得市政府支持力度较大。

◇ 公司投资领域主要是基础设施和公用事业类项目,符合国家的产业发展政策,投资风险较低。

◇ 本期公司债券设立提前分期偿还条款,在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

### 关注

◇ 公司投资与经营对政府政策依赖度偏高。

◇ 公司资产负债中应收款项和存货占比大,流动性偏弱,整体资产质量一般。

◇ 公司经营活动获现能力弱,对外部融资依赖较高。

### 主体概况

永州市城市建设投资开发公司系经湖南省永州市人民政府批准,于1999年10月成立的全民所有制企业,

初始注册资本2800万元。2001年11月,永州市国有资产管理局下发“永国资[2001]35号”文,根据该文件,市国资局同意将市污水处理有限责任公司、国有存量土地等资产共计72463.30万元注入公司,公司注册资本增至75263.30万元,永州市人民政府为唯一出资人和控制人,企业性质为全民所有制。

公司经营范围:筹措、管理、营运城市建设资金,承担城市基础设施建设及发展相关的二、三产业,土地开发整理、水利防洪建设。

截至2012年底,公司拥有项目管理部、综合部、计划财务部、投融资部、纪检监察审计部、资产经营部共六个职能部门;拥有12家全资、控股子公司。

截至2012年底,公司(合并)资产总额111.72亿元,所有者权益(不包括少数股东权益)69.79亿元;2012年公司合并口径实现主营业务收入4.19亿元,利润总额2.15亿元。

公司注册地址:湖南永州市冷水滩区梅湾路168号;法定代表人:尹小青。

# 南阳投资集团有限公司

## 2013年度18亿元公司债券信用评级报告

## 本期债券发行信息

发行时间: 2013-10-24  
 发行规模: 18亿元  
 期限: 7年  
 利率: 7.05%

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9月24日  
 分析师: 田甜 王元中

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年
资产总额(亿元)	85.17	155.58	175.46
所有者权益(亿元)	57.53	118.36	120.42
长期债务(亿元)	22.14	18.71	42.43
全部债务(亿元)	25.31	31.17	45.56
主营业务收入(亿元)	3.01	2.18	10.15
利润总额(亿元)	2.55	0.93	1.06
EBITDA(亿元)	3.20	1.56	1.90
经营性净现金流(亿元)	-5.16	5.80	4.90
主营业务利润率(%)	0.35	0.88	0.23
净资产收益率(%)	4.39	0.78	0.88
资产负债率(%)	32.45	23.92	31.37
全部债务资本化比率(%)	30.55	20.84	27.45
流动比率(%)	582.59	438.88	631.32
全部债务/EBITDA(倍)	7.92	20.02	23.97
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.18	0.09	0.11

### 评级观点

南阳投资集团有限公司(以下简称“南阳投资”或“公司”)是南阳市基础设施投资建设的重要主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了南阳市区域经济和财政实力较强,公司在资金、资产注入、工程代建和回购、财政补贴等方面得到地方政府的大力支持。联合资信同时注意到,公司其他应收款回收存在不确定性给公司带来的资金周转压力以及自身盈利能力弱等因素给公司经营带来不利影响。

南阳市经济持续快速增长,城市基础设施建设发展空间较大,公司经营前景良好,获取政府支持持续稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期公司债券设立提前分期偿还条款,在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。南阳市东北分区部分区域基础设施建设及周边棚户区改造项目和南阳市中心城区内河水系综合治理项目一期开发所取得的土地出让收益有助于偿债资金更好的落实。基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评价,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险低。

### 优势

◇近年来南阳市区域经济持续快速增长,财政实力不断增强,为公司发展营造了良好的外部环境。

◇公司作为南阳市基础设施投资建设的重要主体,在资金、资产注入、工程代建和回购等方面得到地方政府的大力支持。

◇本期债券分期偿还的结构设计在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

### 关注

◇公司资产构成中土地资产占比较大,资产流动性偏弱。

◇公司其他应收款账龄较长,回收时间存在一定不确定性和资金周转压力。

◇公司盈利能力弱,对政府补贴依赖性强。

◇公司未来投资规模较大,存在一定资金压力。

### 主体概况

南阳投资集团有限公司于2009年经南阳市人民政府《南阳市人民政府关于成立南阳投资集团有限公司的批复》(宛政文【2009】87号)批准成立的国有独资公司,注册资本20亿元,由南阳市财政局代表南阳市人民政府出资设立。

公司经营范围为:对实业、城市基础设施、高新技术产业的投资(国有法律、法规、国务院决定规定须经审批方可经营的项目除外)。

截至2012年底,公司本部设有综合保障部、项目开发部、资产运营部、投资建设部、财务计划部和法律顾问室6个职能部门。公司下属全资子公司南阳市建设投资有限公司并入财务合并报表。

截至2012年底,公司(合并)资产总额为175.46亿元,所有者权益120.42亿元;2012年公司实现主营业务收入10.15亿元,利润总额1.06亿元。

公司注册地址:位于南阳市张衡东路396号,法定代表人:郭廷献。



# 浙江省铁路投资集团有限公司

## 2013年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: 2013-10-24  
 发行规模: 5亿元  
 期限: 365天  
 利率: 5.50%

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: 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9月5日  
 分析师: 黄滨 李钰沛

### 财务数据

项 目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
现金类资产(亿元)	60.27	58.16	56.00	59.85
资产总额(亿元)	359.47	435.71	485.48	511.46
所有者权益(亿元)	138.28	160.42	186.09	196.69
短期债务(亿元)	12.08	27.93	40.51	36.16
全部债务(亿元)	58.38	77.52	83.38	87.69
营业收入(亿元)	61.61	63.06	70.97	47.62
利润总额(亿元)	10.86	12.87	12.77	7.91
EBITDA(亿元)	14.28	17.92	17.30	—
经营性净现金流(亿元)	12.42	12.84	11.73	8.24
净资产收益率(%)	5.83	5.96	5.29	—
资产负债率(%)	61.53	63.18	61.67	61.54
速动比率(%)	127.42	85.00	71.19	69.49
经营现金流动负债比(%)	17.46	12.36	9.26	—
现金偿债倍数(倍)	12.05	11.63	11.20	11.97

注: 1、公司2013年上半年财务数据未经审计。2、2012年其他流动负债中的短期融资券已调回至短期债务中。

### 评级观点

经联合资信评估有限公司评定,浙江省铁路投资集团公司(以下简称“公司”)拟发行的2013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

◇ 公司作为浙江省政府授权的大型国有资产经营公司,在铁道部与浙江省合作项目中履行浙江省产权代表职能,受政府的支持力度大。

◇ 公司流动资产中现金类资产较为充足,应收账款周转效率较高,其他应收账款回收风险较小,资产流动性较好,整体资产质量较高。

◇ 公司经营性现金流较好,现金类资产较充足,对公司本期短期融资券的保障能力强。

### 关注

◇ 公司商品房销售板块,易受宏观政策调控的影响,价格波动性较大,发展具有一定的不确定性。

◇ 公司的有息债务负担主要源于化工、房地产及大宗贸易板块,且短期债务占比较高,公司经营性业务实际债务负担较重。

### 主体概况

浙江省铁路投资集团有限公司前身浙江省发展投资集团有限公司成立

于2001年10月,注册资本金11亿元。为加快浙江省铁路建设,理顺铁路投资、建设和运作管理体制,2006年6月26日,根据浙江省人民政府浙政发【2006】37号文,公司在省发展集团整体改制的基础上成立,并于2006年9月正式挂牌,注册资本20亿元。2009年8月根据浙江省人民政府国有资产监督管理委员会浙国资法产【2009】36号国有资产监督管理委员会《关于同意省铁路投资集团有限公司转增注册资本的批复》的规定,公司以铁路建设专项拨款形成的资本公积人民币30亿元转增注册资本。2012年根据《关于同意浙江省铁路投资集团有限公司转增注册资本的批复》(浙国资产权【2012】46号),公司以财政拨付专款形成的资本公积50亿元转增注册资本(本期增资业经大华会计师事务所有限公司浙江(万邦)分所审验,并出具了大华(浙)验字【2012】49号验资报告),截至2012年底,公司注册资本100.00亿元,浙江省国有资产监督管理委员会是公司的实际控制人。

公司内设办公室、项目管理部、投资发展部、资产经营部、财务管理部、审计法务部、人力资源部和党群工作部8个职能部门。截至2012年

底,公司拥有全资及控股二级子公司13家。

公司主要经营范围:铁路、城际及其他轨道交通工程项目的投资、建设、运作管理;铁路、城际及其他轨道交通的客货运项目,仓储项目以及铁路沿线配套项目的投资经营的管理;高新技术产业、先进装备业、新型材料产业、精细化工产业、房地产业、国内外贸易业、现代服务业的投资管理;资产管理。

截至2012年底,公司(合并)资产总额为485.48亿元,所有者权益合计186.09亿元(含少数股东权益22.34亿元);2012年公司实现营业收入70.97亿元,利润总额12.77亿元。

截至2013年6月底,公司(合并)资产总额为511.46亿元,所有者权益合计196.69亿元(含少数股东权益27.19亿元);2013年1~6月,公司实现营业收入47.62亿元,利润总额7.91亿元。

公司注册地址:浙江省杭州市求是路8号公元大厦北楼25楼;法定代表人:余健尔。

# 中国轻工集团公司

## 2013年度第二期短期融资券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间：2013-10-25  
 发行规模：4亿元  
 期限：365天  
 利率：5.75%

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8月12日  
 分析师：高利鹏 姬宝龙

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
现金类资产(亿元)	28.97	26.32	23.45	24.39
资产总额(亿元)	93.54	123.87	142.59	146.85
所有者权益(亿元)	38.69	42.89	44.16	44.53
短期债务(亿元)	5.93	15.94	23.51	21.63
全部债务(亿元)	9.63	27.87	37.85	36.64
营业收入(亿元)	93.33	135.53	168.61	95.65
利润总额(亿元)	2.67	5.33	6.37	1.55
EBITDA(亿元)	4.16	6.88	8.87	—
经营性净现金流(亿元)	18.81	-4.60	1.07	-0.21
净资产收益率(%)	5.48	9.71	11.99	—
资产负债率(%)	58.64	65.38	69.03	69.67
速动比率(%)	136.22	113.32	78.84	86.93
EBITDA利息倍数(倍)	8.38	13.16	5.27	—
经营现金流流动负债比(%)	55.85	-9.17	1.61	—
现金偿债倍数(倍)	7.24	6.58	5.86	6.10

注：2013年上半年财务数据未经审计；其他流动负债计入全部债务。

### 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,中国轻工集团公司(以下简称“公司”或“中国轻工”)拟发行的2013年度第二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

◇ 公司是国务院国资委直管大型企业集团,在工程服务、科研开发、装备制造等领域具有较强的竞争力和一定的规模优势。

◇ 公司资产结构适宜,流动性较好。

◇ 公司现金类资产充裕,经营活动现金流入量对本期短期融资券覆盖程度高。

### 关注

◇ 受国内外经济波动影响,公司贸易业务、外经合作及工程服务板块经营压力和风险有所增大。

◇ 公司经营性现金净流量波动较大,

### 主体概况

中国轻工集团公司于1988年9月20日经国家工商行政管理总局注册登记成立,系原轻工业部供销局经国务院同意、原物资部批准改建的国

有独资企业。公司原名中国轻工物资供销总公司,1999年更名为中国轻工集团公司;同年,公司与中国食品工业(集团)公司、中国造纸开发公司等企业共同组建为以公司为母公司的中国轻工集团。2008年底,经国资委报国务院批准,中国海诚国际工程投资总院、中国轻工业对外经济技术合作公司并入中国轻工集团公司,成为公司的全资子公司。截至2009年底,公司注册资本101025.60万元;2010年国务院国有资产监督管理委员会向公司注资50000.00万元,截至2013年6月底,公司实收资本为151354.56万元。公司实际控制人为国务院国资委。

公司经营范围:原料、辅料、重油、设备及零部件、小轿车、轻工产品的销售;轻工装备的研发、制造、销售;国内外工程总承包、规划、设计、施工、监理;汽车、机械设备的租赁;进出口业务;举办境内对外经济技术展览会;自有房屋租赁;与以上业务相关的技术咨询、技术服务、信息服务。

截至2013年6月底,公司本部下设办公室、人力资源部、财务部、规划发展部、企业管理部、审计与风

险管理部、法律事务部、监察部、科技与信息化部和企业文化部;合并二级子公司11家,其中上市公司1家。

截至2012年底,公司资产总额142.59亿元,所有者权益44.16亿元(含少数股东权益6.32亿元);2012年公司实现营业收入168.61亿元,利润总额6.37亿元。

截至2013年6月底,公司资产总额146.85亿元,所有者权益44.53亿元(含少数股东权益6.46亿元);2013年1~6月,公司实现营业收入95.65亿元,利润总额1.55亿元。

公司注册地址:北京市朝阳区启阳路4号;法定代表人:俞海星。



# 广东物资集团公司

## 2013年度第二期短期融资券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间: 2013-10-30  
 发行规模: 6亿元  
 期限: 365天  
 利率: 5.95%

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9月23日  
 分析师: 车飞 周天

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
现金类资产(亿元)	50.99	60.14	62.03	87.45
资产总额(亿元)	160.06	181.30	201.81	237.87
所有者权益(亿元)	39.82	45.38	47.12	48.62
短期债务(亿元)	98.53	107.78	117.60	134.35
全部债务(亿元)	102.28	117.45	135.73	167.65
营业收入(亿元)	484.34	561.18	654.88	454.23
利润总额(亿元)	3.36	4.00	2.13	1.46
EBITDA(亿元)	9.22	12.14	10.84	—
经营性净现金流(亿元)	3.69	4.32	0.89	1.60
净资产收益率(%)	5.53	6.19	2.73	—
资产负债率(%)	75.12	74.97	76.65	79.56
速动比率(%)	71.09	75.69	66.65	76.65
EBITDA利息倍数(倍)	2.09	1.95	1.65	—
经营现金流负债比(%)	3.35	3.80	0.65	—
现金偿债倍数(倍)	8.50	10.02	10.34	14.57

注: 公司2013年上半年财务数据未经审计。

### 评级观点

经联合资信评估有限公司评定, 广东物资集团公司(以下简称“公司”)拟发行的2013年度第二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低。

### 优势

- ◇ 公司的汽车、钢材等主要经销品种在全国和泛珠三角区域居于领先地位。
- ◇ 公司资产规模稳定增长, 资产质量良好, 所有者权益稳定性好。
- ◇ 公司经营活动现金流入规模较大, 现金类资产较充裕, 对本期短期融资券的保护能力较强。

### 关注

- ◇ 生产资料流通企业经营规模和盈利水平受宏观经济环境周期性波动影响较大, 行业竞争激烈, 行业整体盈利能力较弱。
- ◇ 公司债务负担重, 短期债务占比高。

### 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。2012年根据广东省财政厅粤财工[2012]514号文“关于安排2012年度省属企业改革与发展专项资金(竞争性部分)通知”, 公司收到专项资金1445.00万元, 同时增加国有资本1445.00万元。

公司经营方式包括调拨、批发、零售、代购代销、仓储、租赁、代提代运, 经营范围主营汽车(含小汽车)、汽车租赁、化工及化工原料(不含危险品)、普通机械、电器机械、电子产品及通信设备、金属材料、建筑材料等, 同时兼营百货、五金、交电、针、纺织品及其原辅材料、木制品、农副产品等, 拥有国家授予的铁矿石、燃料油、危险化工品等特种物品进口经营权及成品油等商品经营权。

公司内设办公室、人力资源部、资金运营中心、财务管理部、风险防控中心、经营发展部、投资发展部、资本运营部、信息中心和监察审计部等10个职能部门。截至2012年底, 公司纳入合并范围的二级子公司28家。

截至2012年底, 公司(合并)资产总额201.81亿元, 所有者权益

47.12亿元(其中少数股东权益2.06亿元); 2012年公司实现营业收入654.88亿元, 利润总额2.13亿元。

截至2013年6月底, 公司(合并)资产总额237.87亿元, 所有者权益48.62亿元(其中少数股东权益2.45亿元); 2013年1~6月实现营业收入454.23亿元, 利润总额1.46亿元。

公司注册地址: 广东省广州市北较场横路12号; 法定代表人: 蔡朝林。



# 太原钢铁（集团）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：2013-10-31  
 发行规模：15亿元  
 期限：5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：AAA  
 评级展望：稳定  
 本期中期票据信用等级：AAA  
 评级时间：2013年7月18日  
 分析师：祁志伟 刘新泉

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额（亿元）	1027.27	1121.31	1196.84	1224.22
所有者权益（含少数股东权益）（亿元）	394.11	407.91	413.36	416.60
长期债务（亿元）	262.80	285.88	338.31	366.90
全部债务（亿元）	513.06	602.50	652.78	673.20
营业收入（亿元）	1165.48	1270.20	1405.67	363.32
利润总额（亿元）	25.13	20.17	4.02	0.98
EBITDA（亿元）	90.92	89.86	78.04	—
经营性净现金流（亿元）	50.29	62.83	68.61	0.59
营业利润率（%）	10.55	8.65	7.35	7.31
净资产收益率（%）	4.92	4.82	0.72	—
资产负债率（%）	61.64	63.62	65.46	65.97
全部债务资本化比率（%）	56.56	59.63	61.23	61.77
流动比率（%）	87.21	76.91	69.31	73.16
全部债务/EBITDA（倍）	5.64	6.71	8.36	—
EBITDA利息倍数（倍）	4.45	3.64	2.44	—
EBITDA/本期中期票据额度（倍）	6.06	5.99	5.20	—

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”）对太原钢铁（集团）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中国特大型钢铁生产企业和全球产能最大的不锈钢生产企业，在产业链完整度、资源储备及保障、产品品质与市场占有、技术装备与研发等方面的显著优势。同时联合资信也关注到钢铁行业周期性波动大、公司盈利能力下滑、债务负担趋重、短期偿债压力较大等因素对公司信用基本面带来的负面影响。

虽然钢铁行业受宏观经济周期性影响较大，但随着不锈钢冷轧、硅钢冷轧、冷轧光亮板结构调整等项目的逐步完工，未来公司产品品质与结构将持续提升和优化，推动公司普钢产品不断向高端拓展，并巩固不锈钢的行业龙头地位，有助于提升抵御周期性波动影响的能力；同时，袁家村铁矿工程、30万吨高碳铬铁项目的投产将使公司产业链逐步向上游延伸，提升钢铁板块原燃料自给率、有效降低钢铁生产成本，改善钢铁主业的盈利水平，增强公司的整体抗风险能力和综合竞争力，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用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很低，安全性很高。

### 优势

◇ 公司是中国特大型钢铁生产企业和全球单体产能最大的不锈钢生产

企业；公司拥有完整产业链体系，有效提升了整体抗风险能力。

◇ 公司自有铁矿石储量充足，资源自给率高。

◇ 公司不锈钢、不锈钢复合板、高牌号冷轧硅钢、高强度汽车大梁钢和火车轮轴钢等市场占有率持续居国内第一，产品竞争力强。

◇ 公司不锈钢技术装备处于世界先进水平；公司科研实力雄厚，具备较强的可持续发展优势。

◇ 公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据保障程度高。

### 关注

◇ 2011年下半年起，下游行业需求减弱，并逐步向上游传导，钢材产品价格持续下挫，行业景气度下行；近年来公司盈利能力持续有所回落。

◇ 公司债务负担趋重，存在一定的短期偿债压力，且对外融资需求及债务负担或将进一步上升。

◇ 公司存货规模较大，以原材料和库存商品为主，在行业景气度下行阶段存在一定的跌价风险。

### 主体概况

太原钢铁（集团）有限公司2006年钢铁主业实现了整体上市。截至2013年3月底，公司注册资本60.75亿元，山西省国资委为公司实际控制人。

公司是中国特大型钢铁生产企业和全球产能最大不锈钢生产企业，现有山西太原本部和山西临汾两个钢铁生产基地，已形成以板材为主导，管、棒、型、线适度发展的产品结构，主导产品不锈钢、不锈钢复合板等23项产品国内市场占有率持续保持第一。

截至2013年3月底，公司所属二级全资及控股子公司27家，其中上市公司1家。

截至2013年3月底，公司合并资产总额为1224.22亿元，所有者权益合计为416.60亿元；2013年1~3月，公司实现营业收入363.32亿元，实现利润总额为0.98亿元。

公司注册及办公地址：山西省太原市尖草坪2号；法定代表人：李晓波。

# 海宁市尖山新区开发有限公司

## 2013年度13亿元公司债券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间：2013-11-4  
 发行规模：13亿元  
 期限：7年  
 利率：6.90%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA  
 评级展望：稳定  
 担保方主体长期信用等级：AA+  
 本期公司债券信用等级：AA+  
 评级时间：2013年8月22日  
 分析师：高利鹏 陈丹

### 财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额(亿元)	27.80	25.84	69.92
所有者权益(亿元)	16.82	17.57	47.22
长期债务(亿元)	6.00	3.76	12.95
全部债务(亿元)	9.70	7.00	19.45
主营业务收入(亿元)	1.65	2.69	5.73
利润总额(亿元)	0.40	0.73	2.27
EBITDA(亿元)	0.54	0.92	2.53
经营性净现金流(亿元)	1.37	2.68	0.43
主营业务利润率(%)	10.84	11.93	10.28
净资产收益率(%)	2.34	4.11	4.73
资产负债率(%)	39.47	31.96	32.45
全部债务资本化比率(%)	36.56	28.47	29.17
流动比率(%)	364.99	397.28	565.15
全部债务/EBITDA(倍)	18.06	7.64	7.68
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.04	0.07	0.19

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对海宁市尖山新区开发有限公司(以下简称“尖山公司”或“公司”)的评级反映了公司作为海宁市政府针对新区建设重点构建的综合性运营、建设主体,承担海宁市尖山新区和海宁市经济开发区的基础设施建设任务,其在所属区域经济实力、经营环境、政府支持及土地预期收益等方面具备综合优势。同时,联合资信也关注到基础设施投资规模大、宏观调控导致土地市场行情低迷、其他应收款金额大、债务负担重以及对下属重要子公司整合时间不长等因素,可能对公司经营及信用水平造成的不利影响。

近年来海宁市经济持续增长,市级财政实力稳步增强,政府在土地出让金返还、资产划拨等方面给予公司支持力度较大。同时,海宁经济开发区较为成熟的产业结构和尖山新区优质的土地存量,均有望进一步支撑公司信用基本面。随着杭州湾绍嘉通道的开通,公司存量土地存在进一步升值空间,整体抗风险能力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期公司债券采用自存续期第3年起至第7年分期等额偿还本金的还本付息方式,有助于分散集中偿付压力;海宁市政府安排未来土地出让收益作为公司基础设施工程项目的建设成本补偿;中国投资担保有限公司(以下简称“中投保”)为本期公司债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保,中投保担保实力很强,有效提升了本期公司债券本息偿付的安全性。基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评

估,联合资信认为,公司本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

◇近年来,海宁市区域经济实力 and 财政实力持续增强,为公司营造了良好的外部发展环境。

◇政府持续稳定的资金和资源支持为公司发展提供了重要的支撑。

◇公司可用于开发的围垦区土地资源具有显著成本优势,未来可产生较大规模的土地出让金返还收入。

◇海宁市政府安排未来土地出让收益作为公司的基础设施工程项目成本补偿,有助于实现持续的现金流,对本期公司债券分期等额待偿还债券本金保障程度良好。

◇中投保担保实力很强,有效提升了本期公司债券本息偿付安全性。

### 关注

◇近年来,海宁市财政实力增长主要受益于基金收入,未来基金收入的增长状况存在不确定性。

◇由于承担政府性项目的投资建设,公司经营决策对政府政策及扶持

依赖程度较高。

◇公司债券规模增长较快,对外筹资压力大。

◇公司对下属重要子公司治理结构、内控管理水平有待进一步完善。

### 主体概况

目前,海宁市尖山新区开发有限公司实收资本为3.66亿元,其中海宁市财政局控股58.55%,海宁市资产经营公司参股41.45%。公司实际控制人为海宁市财政局。

公司拥有3家一级子公司,分别为浙江钱塘江投资开发有限公司、海宁半岛广告传媒有限公司、海宁市尖山新区物业管理有限公司。公司经营范围主要包括,尖山段滩涂治江围垦、涂地开发、投资开发、房地产开发经营(凭有效资质证书经营)。

截至2012年底,公司合并资产总额69.92亿元,所有者权益(不含少数股东权益)合计47.22亿元;2012年公司实现主营业务收入5.73亿元,利润总额2.27亿元。

公司注册地址:浙江省海宁市尖山围垦区;法定代表人:张月明。

# 江苏邗建集团有限公司

## 2013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：2013-11-5  
 发行规模：2亿元  
 期限：365天  
 利率：8.10%

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：A+  
 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5月6日  
 分析师：肖雪 祁志伟

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
现金类资产(亿元)	3.21	3.53	4.89	5.22
资产总额(亿元)	24.63	29.36	35.39	37.86
所有者权益(亿元)	9.59	12.05	14.94	15.39
短期债务(亿元)	8.32	10.21	12.55	14.28
全部债务(亿元)	8.32	10.21	12.55	14.28
主营业务收入(亿元)	56.88	78.29	89.59	25.59
利润总额(亿元)	2.98	3.85	4.41	1.15
EBITDA(亿元)	3.82	4.77	5.31	—
经营性净现金流(亿元)	0.61	0.13	0.43	0.33
净资产收益率(%)	23.57	23.78	22.00	—
资产负债率(%)	55.01	53.09	52.45	54.34
速动比率(%)	98.12	101.61	111.35	109.28
EBITDA利息倍数(倍)	7.68	8.57	6.70	—
经营现金流动负债比(%)	4.52	0.85	2.33	—
现金偿债倍数(倍)	1.60	1.76	2.45	2.61

注：2013年一季度财务数据未经审计。

### 评级观点

经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，江苏邗建集团有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2013年度第一期短期融资券的信用等级为A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合分析，联合资信认为，本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

### 优势

- ◇ 公司技术水平和施工质量高，获得多项鲁班奖及国优奖。
- ◇ 公司自主研发的工程建设企业综合集成管理信息系统（MIS）是行业内第一家综合性信息化管理平台，技术推广潜力大。
- ◇ 公司经营活动现金流入量对本期短期融资券覆盖程度高。

### 关注

- ◇ 建筑行业竞争激烈，公司主业盈利水平较低。
- ◇ 公司存货和应收账款占比大，资产质量一般。
- ◇ 公司对外担保比例较高，被担保企业行业关联度高，存在一定的或有负债风险。
- ◇ 公司经营性净现金流波动较大。

### 主体概况

江苏邗建集团有限公司前身为邗江县建筑服务公司，成立于1972年，

1998年组建江苏邗建集团。1997年，按照江苏省人民政府（1997）144号文，组建成为江苏省第一家省级建筑企业集团。2003年，公司进行民营化改制，国有资本逐步退出，成为一家自然人控股的企业。后经多次增资，截至2013年3月底，公司注册资本30808万元。

江苏万宇投资置业发展有限公司成立于2005年12月12日，企业性质为有限责任公司，法定代表人：杨德稳。该公司注册资金13500万元，其中江苏万润投资有限公司法人股5100万元，江苏省华建建设股份有限公司法人股3300万元，个人股5100万元。

扬州市邗江区建筑安装工程总公司前身是邗江县建安总公司，该企业根据邗江县人民政府（1983）98号文成立，注册资本16395万元，由扬州市邗江区建筑工程管理局全额投资。

从股东构成看，江苏万宇投资置业发展有限公司及扬州市邗江区建筑安装工程总公司股权占比高，但这两家公司目前已无任何经营，且不参与发行人日常任何经营管理活动。邗建集团的目前实际控制人为邗建集团董事长范世宏。

公司经营范围包括一般经营项目：对外投资；资质范围内的工业与民用建筑工程施工、基础设施的建设与施工（不含专项许可项目）；建筑材料销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限制和禁止的商品及技术除外）；承包工业与建筑行业境外工程和境内国际工程招标；对外派遣实施境外工程所需的劳务人员。

截至2013年3月底，公司内部设立了总经理办公室、人力资源部、改革办、质量技术部、安全环保部、经营管理部、海外工程部、施工管理部、财务部、资产管理部、审计监察部等11个职能部门。

截至2012年底，公司（合并）资产总额35.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.83亿元；2012年公司实现主营业务收入89.59亿元，利润总额4.41亿元。

截至2013年3月底，公司（合并）资产总额37.86亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.29亿元；2013年1~3月，公司实现主营业务收入25.59亿元，利润总额1.15亿元。

公司注册地址：扬州市邗城大道建工大厦。法定代表人：范世宏。

# 厦门建发股份有限公司

## 2013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: 2013-11-6  
 发行规模: 5亿元  
 期限: 365天  
 利率: 5.80%

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9月18日  
 分析师: 董鑫洋 景雪

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
现金类资产(亿元)	32.11	58.24	78.37	59.58
资产总额(亿元)	412.82	522.54	610.81	676.13
所有者权益(亿元)	75.57	100.97	129.56	141.06
短期债务(亿元)	99.50	144.40	153.96	146.71
全部债务(亿元)	191.87	246.04	265.11	284.27
营业收入(亿元)	660.96	802.54	911.67	490.22
利润总额(亿元)	28.36	36.47	35.99	17.60
EBITDA(亿元)	31.68	42.45	42.08	—
经营性净现金流(亿元)	-46.04	-49.59	47.54	-19.93
净资产收益率(%)	28.35	27.62	20.61	—
资产负债率(%)	81.69	80.68	78.79	79.14
速动比率(%)	45.74	46.58	48.94	52.47
EBITDA利息倍数(倍)	2.25	2.07	1.55	—
经营现金流流动负债比(%)	-18.82	-15.52	12.86	—
现金偿债倍数(倍)	6.42	11.65	15.67	11.92
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	2.75	3.86	5.73	—

注: 2013年上半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,厦门建发股份有限公司(以下简称“公司”)拟发行的2013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低,安全性高。

### 优势

- ◇ 公司以供应链运营和房地产为双主业格局,业务运作模式清晰,经营规模持续扩大。
- ◇ 公司房地产业务快速增长,土地储备充足,支撑了房地产业务的可持续发展。
- ◇ 公司现金类资产和经营活动现金流入量对本期短期融资券的保障能力较强。

### 关注

- ◇ 公司供应链运营业务易受全球经济波动和贸易政策调整的影响,房地产行业受国家宏观政策调整和经济周期波动影响较大。
- ◇ 公司资产中存货占比较大,资产流动性一般。
- ◇ 近年公司有息债务规模持续扩大,债务负担偏重。

### 主体概况

厦门建发股份有限公司系经厦

门市人民政府厦府[1998]综034号文批准,由厦门建发集团有限公司独家发起,于1998年5月以募集方式设立的股份有限公司。建发集团将集团本部与贸易业务相关的进出口业务部门以及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司(现更名为厦门建发国际货运代理有限公司)、厦门建发包装有限公司(现更名为厦门建发纸业业有限公司)、厦门建发保税品有限公司(现更名为厦门建宇实业有限公司)和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入,经中国证券监督管理委员会证监发字[1998]123号文和证监发字[1998]124号文批准,公司于1998年5月以募集方式设立,同年6月16日在上交所挂牌上市,股票名称:建发股份,股票代码:600153.SH。公司首次发行总股本为18500万股,经送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后,截至2013年6月底,公司注册资本22.38亿元,总股本为22.38亿股,其中建发集团持有10.38亿股,占46.38%;社会公众股12亿股,占53.62%。厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团100%股权,为公

司实际控制人。

目前公司主营供应链运营和房地产业务,其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等。

公司本部设有总经理办公室、证券部、人力资源部、财务部、贸易管理部、物流管理部、法律事务部等14个部门;截至2013年6月底,公司拥有控股一级子公司29家,参股公司15家。

截至2012年底,公司合并资产总额610.81亿元,所有者权益129.56亿元(含少数股东权益29.34亿元);2012年公司实现营业收入911.67亿元,利润总额35.99亿元。

截至2013年6月底,公司合并资产总额676.13亿元,所有者权益141.06亿元(含少数股东权益28.79亿元);2013年1~6月公司实现营业收入490.22亿元,利润总额17.60亿元。

公司注册地址:厦门市鹭江道52号海滨大厦六楼;法定代表人:黄文洲。

# 江阴澄星实业集团有限公司

## 2013年度第三期短期融资券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间：2013-11-7  
 发行规模：7亿元  
 期限：365天  
 利率：6.38%

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9月25日  
 分析师：姚德平 王冰

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
现金类资产(亿元)	27.95	27.92	30.98	39.15
资产总额(亿元)	141.42	165.30	179.22	190.56
所有者权益(亿元)	51.82	62.37	69.61	73.24
短期债务(亿元)	60.36	64.99	71.02	93.64
全部债务(亿元)	78.09	94.06	97.63	110.51
营业收入(亿元)	177.89	204.32	206.99	105.32
利润总额(亿元)	8.65	12.89	7.96	4.33
EBITDA(亿元)	26.69	24.66	22.53	—
经营性净现金流(亿元)	15.91	3.97	12.62	7.08
净资产收益率(%)	13.48	16.92	8.77	—
资产负债率(%)	63.36	62.27	61.16	61.56
速动比率(%)	53.72	55.33	55.07	49.86
EBITDA利息倍数(倍)	6.30	4.44	2.89	—
经营现金流负债比(%)	25.73	5.66	15.77	—
现金偿债倍数(倍)	2.56	2.32	2.61	5.59

注：2013年上半年财务数据数据未经审计。2013年6月底现金偿债倍数未扣除受限部分。

### 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,江阴澄星实业集团有限公司(以下简称“公司”)拟发行的2013年度第三期短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合分析,联合资信认为,本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

### 优势

◇ 公司的化工、磷酸盐业务产业链较为完整,领域内适度多元化投资策略,产业链进一步完善,成本控制能力较强。

◇ 公司现金类资产、经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力较好。

### 关注

◇ 公司有息债务规模上升,债务规模不断扩张,且以短期债务为主,债务结构有待改善。

◇ 公司经营性净现金流波动大。

### 主体概况

江阴澄星实业集团有限公司前身为由江阴市要塞镇澄南村于1984年成立的村办企业江阴市要塞澄南化工厂。1994年5月,以江阴市要塞澄南化工厂为主体的五家同属于江阴市要

塞镇澄南村的村办企业组建成立江苏澄星磷化工集团公司。2001年3月,江苏澄星磷化工集团公司由李兴等30名自然人出资改制为有限责任公司,并更名为江阴澄星实业集团有限公司(现名),注册资本变为19834万元。随后公司进行了多次增资,2009年8月公司股东将部分股权转让给江阴澄星实业集团有限公司工会委员会。

截至2013年6月底,公司注册资本82000万元,李兴先生为公司创始人,也是公司的实际控制人。

公司主要从事实业投资,目前已涉足精细磷化工;矿、电、磷一体化;热电;聚酯瓶级切片;化肥生产;液体化工产品仓储物流;国际进出口贸易等领域。

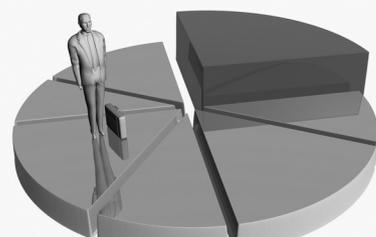
截至2013年6月底,公司内设总裁办公室、法律事业部、人力资源部、行政后勤部、企业管理部、工程管理部、科技管理部、环保管理部、能源管理部、投资管理部、财务结算部、物质采购协调管理部等12个职能部门,下辖磷化工事业部、PET事业部、PTA事业部、热电事业部、物流事业部、仓储事业部、驻外事业部、进出口事业部和综合事业部9个

事业部。截至2011年底,公司纳入合并范围的全资及控股子公司22家。

截至2012年底,公司(合并)资产总额为179.22亿元,所有者权益合计69.61亿元(其中少数股东权益13.90亿元),2012年公司实现营业收入206.99亿元,利润总额7.96亿元。

截至2013年6月底,公司(合并)资产总额为190.56亿元,所有者权益合计73.24亿元(其中少数股东权益14.29亿元),2013年1~6月公司实现营业收入105.32亿元,利润总额4.33亿元。

公司注册地址:江阴市澄张路18号;法定代表人:李兴。



# 浙江省兴合集团公司 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: 2013-11-07  
发行规模: 4亿元  
期限: 5年  
利率: 7.3%

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11日  
分析师: 董鑫洋 王晴

## 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
资产总额(亿元)	229.32	258.49	296.26	295.20
所有者权益(亿元)	63.57	73.95	84.11	80.61
长期债务(亿元)	6.26	8.28	18.80	18.76
全部债务(亿元)	97.31	115.80	136.61	132.27
营业收入(亿元)	386.01	455.05	494.42	268.73
利润总额(亿元)	12.95	14.70	13.16	1.68
EBITDA(亿元)	15.80	19.32	18.20	—
经营性净现金流(亿元)	-9.10	-3.77	12.69	9.61
营业利润率(%)	6.32	6.96	6.42	4.15
净资产收益率(%)	14.92	14.74	11.41	—
资产负债率(%)	72.28	71.39	71.61	72.69
全部债务资本化比率(%)	60.49	61.03	61.89	62.13
流动比率(%)	118.82	118.20	125.71	119.74
全部债务/EBITDA(倍)	6.16	5.99	7.50	—
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	3.95	4.83	4.55	—

注: 公司2013年上半年财务报表未经审计; 短期债务包括其他流动负债。

## 评级观点

浙江省兴合集团公司(以下简称“公司”或“兴合集团”)是浙江省供销社所属的大型贸易集团企业,目前形成了以农资产品、塑化产品、大宗商品、汽车等内贸产业为主,进出口贸易与房地产共同发展的多元化产业格局。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对其的评级反映了公司在品牌优势、工贸一体化、政府支持、行业地位、经营规模以及渠道建设等方面具备的显著优势。同时,联合资信也关注到宏观经济波动、贸易行业竞争激烈、再生资源税收政策的变化、流通业务毛利率低以及公司债务负担偏重等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

随着公司未来三年大规模的投资支出,公司存在一定的筹资压力。但考虑到公司主要经营的农资产品、大宗商品、塑化产品在浙江及周边地区突出的市场地位,以及随着中国白茶城等项目的建成投产,预计公司收入和利润水平有望持续提高,进而支撑整体竞争实力与抗风险能力增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用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很低,安全性很高。

## 优势

- ◇ 公司地处浙江省,区域经济发展水平较高,外部发展环境良好。
- ◇ 公司为浙江省供销社下属企业,政府政策及资金支持力度大。

◇ 公司拥有多年的贸易从业经验,在行业地位、品牌信誉、工贸一体化及营销网络等方面具有较强的竞争优势。

◇ 公司EBITDA及经营性现金流入量对本期中期票据保障能力强。

## 关注

◇ 公司贸易业务受宏观经济波动影响较大,且面临较为激烈的同业竞争。

◇ 公司期间费用及非经营性损益波动对整体盈利能力具有一定影响,公司整体盈利能力较低。

◇ 公司债务负担相对较重。

## 主体概况

浙江省兴合集团公司原名为浙江省兴合(集团)总公司,是根据浙江省人民政府浙政发[1992]239号《关于省供销社增挂“浙江省兴合(集团)总公司”牌子的批复》文件批准,由浙江省供销社合作社联合社全额出资成立并实行一社两体运作。1997年,经浙江省工商局同意,公司改名为浙

江省兴合集团公司,注册资本2.47亿元。2002年,经浙江省人民政府批准(浙江省政府省长办公会议纪要[2001]9号),浙江省供销社与兴合集团公司实行社企分开,公司成为独立的企业法人。截至2012年底,公司注册资本为10亿元。公司出资人与实际控制人均为浙江省供销社。

公司经营范围: 国际国内贸易,投资实业,建设市场,融通资金,房地产业,资产经营,科技开发,仓储运输,电子商务,信息广告,旅游服务,咨询服务等。

截至2012年底,公司(合并)资产总额为296.26亿元,所有者权益合计为84.11亿元(其中少数股东权益57.59亿元)。2012年,公司实现营业收入494.42亿元,利润总额13.16亿元。

截至2013年6月底,公司(合并)资产总额为295.20亿元,所有者权益合计为80.61亿元(其中少数股东权益54.06亿元)。2013年1~6月,公司实现营业收入268.73亿元,利润总额1.68亿元。

公司注册地址: 浙江省杭州市延安路312号; 法定代表人: 马柏伟。

# 泰州市交通产业集团有限公司

## 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：2013-11-12  
 发行规模：5亿元  
 期限：5年  
 利率：7.50%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA  
 评级展望：稳定  
 本期中期票据信用等级：AA  
 评级时间：2013年6月9日  
 分析师：王妮娜 唐静

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年3月
资产总额(亿元)	68.64	75.68	109.08	117.98
所有者权益(亿元)	30.99	33.06	48.31	48.71
长期债务(亿元)	20.49	25.44	31.64	38.68
全部债务(亿元)	24.47	28.09	40.96	50.65
主营业务收入(亿元)	5.70	6.83	7.65	2.18
利润总额(亿元)	1.63	1.39	1.85	0.43
EBITDA(亿元)	2.61	2.81	4.10	—
经营性净现金流(亿元)	-3.19	-2.84	-1.73	-2.22
主营业务利润率(%)	26.05	14.44	28.44	35.60
净资产收益率(%)	2.70	2.73	2.16	—
资产负债率(%)	49.13	50.49	51.24	55.02
全部债务资本化比率(%)	41.20	42.85	43.51	48.83
流动比率(%)	384.25	449.13	350.42	358.29
全部债务/EBITDA(倍)	9.38	9.98	10.00	—
EBITDA利息倍数(倍)	2.46	1.42	1.23	—
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.52	0.56	0.82	—

注：2013年1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”)对泰州市交通产业集团有限公司(以下简称“公司”)的评级考虑了公司作为泰州市综合交通产业的投资、建设及运营主体,在所属行业处于区域垄断地位。近年来,公司完成对长途客运、公交运输和港口装卸等交通产业的整合,资产和收入规模快速增长。同时,泰州市政府加大交通基础设施投资力度,在政策、土地划拨及财政资金等方面给予公司大力支持。联合资信也注意到,公司未来投资规模较大、其他应收款回收时间较长等因素对公司整体经营及偿债安排可能带来一定影响。

泰州市交通基础设施的不断完善以及区域财政实力的不断增强,为公司发展提供了重要支撑。预计随着土地开发业务的推进,公司整体盈利规模有望增长,有助于提高其偿债能力。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中期票据覆盖能力尚可。同时考虑到近年来公司持续获得政府资金支持以及未来代建业务收入和土地出让收入增长,为公司债务偿还提供了一定的保障,综合分析,本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

### 优势

◇近年来泰州市区域经济实力 and 财政实力不断增强,为公司营造了良好的外部发展环境。

◇公司作为泰州市交通基础设施建设、各类交通产业及相关产业经营、管理的主体,区域性垄断优势明显。

### 关注

◇公司流动资产中其他应收款和存货占比较大,且变现能力偏弱,对公司资金周转压力大。同时公司未来投资规模较大,存在一定的对外融资压力。

◇公司收入实现质量欠佳,经营活动产生的现金流净额为负。

◇公司担保比率上升,存在一定的或有负债风险。

◇国家宏观经济及政府土地计划对公司土地出让业务有一定影响,出让净收益随市场行情有一定波动。

### 主体概况

泰州市交通产业集团有限公司前身为泰州市金通公路建设有限公司,于1996年10月由兴化市公路管理站、姜堰市公路管理站、泰州市公路管理站、泰兴市公路管理站和靖江市

公路管理站共同出资成立,初始注册资本75万元。1997年5月,公司吸收泰州市交通局为公司新股东,出资7425万元,公司注册资本增至7500万元。1998年8月,泰州市交通局增资14729万元,公司注册资本增至22229万元。2008年4月,公司更名为“泰州市金通公路投资有限公司”。2011年3月,公司更名为“泰州市交通产业集团有限公司”,同时变更为隶属于泰州市政府国有资产监督管理委员会的国有独资公司,并于2011年4月1日完成工商变更登记手续。

公司经营范围:从事授权范围内国有资产的经营和资本运作,包括项目投资和管理、资产收益管理、产权监管、资产重组和经营。

截至2013年3月底,公司拥有一级全资、控股子公司10家。公司本部设立了投资部、财务部、开发部和办公室4个职能部门。

截至2013年3月底,公司(合并)资产总额117.98亿元,所有者权益48.71亿元;2013年1~3月,公司实现主营业务收入2.18亿元,利润总额0.43亿元。

公司注册地址:泰州市鼓楼南路301号;法定代表人:李东劲。

# 福建省交通运输集团有限责任公司 2013年度第三期短期融资券信用评级报告

## 本期债券发行信息

发行时间: 2013-11-13  
发行规模: 5亿元  
期限: 365天  
利率: 5.98%

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9月18日  
分析师: 车飞 李阳

## 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
现金类资产(亿元)	25.22	25.23	34.40	23.50
资产总额(亿元)	155.51	186.49	222.06	227.81
所有者权益(亿元)	57.14	60.43	63.93	69.44
短期债务(亿元)	29.50	31.56	55.15	62.68
全部债务(亿元)	71.37	91.36	115.86	130.33
营业收入(亿元)	79.33	137.23	227.53	108.03
利润总额(亿元)	2.99	3.72	4.66	1.67
EBITDA(亿元)	9.30	12.22	15.31	—
经营性净现金流(亿元)	2.64	5.22	1.07	0.39
净资产收益率(%)	3.57	4.59	4.47	—
资产负债率(%)	63.26	67.60	71.21	69.52
速动比率(%)	83.35	82.06	80.29	76.27
EBITDA利息倍数(倍)	3.77	2.99	2.35	—
经营现金流动负债比率(%)	5.08	8.54	1.21	—
现金偿债倍数(倍)	5.04	5.05	6.88	4.70

注: 1、公司2013年上半年财务数据未经审计。2、短期债务中包含其他流动负债中的短期有息债务, 长期债务中包含长期应付款中的融资租赁款。

## 评级观点

经联合资信评估有限公司评定, 福建省交通运输集团有限责任公司(以下简称“公司”)拟发行的2013年度第三期短期融资券信用等级为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低。

## 优势

- ◇ 随着新整合商贸板块收入的增加, 公司整体收入规模显著提升。
- ◇ 公司资产质量较好, 资产流动性较强。
- ◇ 公司现金类资产充裕, 经营活动现金流入量规模较大, 对本期短期融资券的覆盖程度较高。

## 关注

- ◇ 受港口和海运业行业周期性波动影响, 加之收入规模大幅增加的商贸板块毛利率较低, 公司营业利润率明显下降。
- ◇ 公司债务负担持续加重, 且规划在港口、物流等基础设施建设和车船更新方面的投资规模大, 未来面临较大的资金压力。

## 主体概况

福建省交通运输集团有限责任公司原名为福建省交通运输(控股)有限责任公司, 是经福建省人民政府闽

政[2000]427号文批准组建而成, 并根据授权经营管理福建省轮船有限公司、福建省厦门轮船有限公司、福建省汽车运输有限公司、福州港务集团有限公司等6家企业的国有经营性净资产。2009年3月, 经福建省国资委以闽国资法规[2009]36号文件批准, 福建交控与福建省物资(集团)有限责任公司、福建省商业(集团)有限责任公司合并重组, 并变更为现名, 目前公司注册资本32.20亿元, 出资人为福建省国资委。

公司是福建省规模最大的综合性交通运输企业, 主营港口、海上运输、道路运输、物流、商品贸易及相关配套业务。

截至2012年底, 公司拥有17家二级子公司(含2家境外子公司)。公司本部设办公室、资产运营部、发展规划部、人力资源部、资金财务部、党群工作部、审计部、安全监督部、工程建设部、监察室、技术信息部、法律事务部和港口发展中心等13个职能部门。

截至2012年底, 公司(合并)资产总额222.06亿元, 所有者权益

63.93亿元(其中少数股东权益11.10亿元); 2012年公司实现营业收入227.53亿元、利润总额4.66亿元。

截至2013年6月底, 公司合并资产总额为227.81亿元, 所有者权益合计为69.44亿元(其中少数股东权益15.10亿元)。2013年1~6月, 公司实现营业收入108.03亿元, 利润总额1.67亿元。

公司地址: 福州市东水路18号交通综合大楼东楼21层; 法定代表人: 刘小健。



# 山东省商业集团有限公司

## 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：2013-11-19  
 发行规模：8亿元  
 期限：5年  
 利率：6.68%

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4日  
 分析师：车飞 胡鑫

### 财务数据

项 目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
资产总额(亿元)	247.67	343.31	399.64	446.83
所有者权益(亿元)	75.35	85.94	96.25	98.92
长期债务(亿元)	37.36	64.99	90.42	100.22
全部债务(亿元)	103.16	146.96	172.59	205.48
营业收入(亿元)	223.68	265.79	329.47	189.90
利润总额(亿元)	11.63	11.38	13.52	4.40
EBITDA(亿元)	22.00	20.03	26.07	—
经营性净现金流(亿元)	5.42	4.20	2.60	4.47
营业利润率(%)	21.60	20.60	19.23	17.15
净资产收益率(%)	13.91	10.90	10.46	—
资产负债率(%)	69.58	74.97	75.92	77.86
全部债务资本化比率(%)	57.79	63.10	64.20	67.50
流动比率(%)	154.96	148.68	147.59	145.13
全部债务/EBITDA(倍)	4.69	7.34	6.62	—
EBITDA利息倍数(倍)	4.63	1.83	1.19	—
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.75	2.50	3.26	—

注：1. 2013年上半年财务数据未经审计。2. 公司计入应付债券的短期融资券和非公开定向债务融资工具“12鲁商PPN001”在指标计算中已调整计入短期债务。

### 评级观点

山东省商业集团有限公司(以下简称“公司”)是山东省国资委下属的国有独资企业,目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育和传媒等在内的多元化业务格局。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在政府支持、商业零售品牌知名度、区域市场占有率、门店资源及布局等方面的综合优势。近年来,随着零售业务规模持续扩大,公司资产和收入规模较快增长。同时,联合资信也注意到公司营业利润率下滑、以房地产开发成本为主的存货规模大、债务负担偏重以及未来投资规模较大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

随着业务规模的快速扩张,公司未来债务规模仍有上升的压力,但考虑到山东省经济快速发展、居民消费能力增强以及公司在区域零售行业中突出的市场地位,加之房地产、医药、传媒、金融等业务板块的逐步发展,公司收入和利润水平有望继续保持稳定增长,从而支撑公司基本信用面。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期拟发行中期票据覆盖程度高。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很低。

### 优势

◇ 公司形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒等产业在内的多元化业务格局,有助于分散单一业务的经营风险。

◇ 公司是山东省零售行业的龙头企业,零售网点多,销售规模大,“银座”品牌知名度高,区域竞争优势明显。

◇ 公司在生物医药领域具备较强的技术优势,拥有全国最大的眼科用药和透明质酸生产基地。

◇ 公司于2012年4月成立财务公司,有助于进一步提高公司整体资金管理和使用效率。

◇ 公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期拟发行中期票据覆盖程度高。

### 关注

◇ 外资零售企业扩张以及国内企业网点拓展导致零售行业竞争日趋激烈。

◇ 近年来,一方面零售业店面扩张以及人员工资上升等因素导致营业成本快速增长;另一方面房地产和生物制药业务受宏观政策调控、医药行业竞争加剧以及产品结构调整等因素影响,利润空间受到挤压,公司营业利润率有所下滑。

◇ 近年来公司存货规模受房地产项目开发影响增长较快,在流动资产中占比较高。

◇ 公司债务负担重,未来随着投资规模的进一步扩大,存在一定的对外融资压力。

### 主体概况

截至2013年6月底,山东省商业集团有限公司注册资本为人民币12.2亿元。公司为山东省国资委全资控股的大型国有独资企业,山东省国资委为公司实际控制人。

公司经营范围为:国内商业及工业生产物资;房地产开发;许可范围内的设备安装工程施工及建筑设计等。

截至2013年6月底,公司下设纳入合并报表范围内全资二级子公司4家,控股二级子公司10家,事业单位9家;拥有在职员工41987人。

截至2013年6月底,公司合并资产总额446.83亿元,所有者权益合计98.92亿元(含少数股东权益47.97亿元);2013年1~6月,公司实现营业收入189.90亿元,利润总额4.40亿元。

公司注册地址:山东省济南市山师东路4号;法定代表人:王仁泉。

# 山东东明石化集团有限公司

## 2013年度第二期短期融资券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间: 2013-11-20  
发行规模: 6亿元  
期限: 365天  
利率: 7.60%

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级结果: 主体长期信用等级: AA-  
评级展望: 稳定  
本期短期融资券信用等级: A-1  
评级时间: 2013年8月27日  
分析师: 盛东巍 侯煜明

### 财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
现金类资产(亿元)	14.57	19.05	20.74	24.27
资产总额(亿元)	78.29	99.41	142.19	170.81
所有者权益(亿元)	34.33	36.93	44.43	62.26
短期债务(亿元)	32.64	27.40	69.52	77.18
全部债务(亿元)	38.41	37.50	87.81	108.66
营业收入(亿元)	165.88	208.01	243.48	174.93
利润总额(亿元)	4.47	4.38	2.87	2.17
EBITDA(亿元)	9.24	10.71	12.90	—
经营性净现金流(亿元)	-2.70	11.54	-16.24	-8.13
净资产收益率(%)	9.74	8.39	4.83	—
资产负债率(%)	56.15	62.85	68.75	63.55
速动比率(%)	83.37	71.19	52.97	64.02
EBITDA利息倍数(倍)	3.62	3.27	2.03	—
经营现金流动负债比(%)	-7.07	22.07	-20.44	—
现金偿债倍数(倍)	2.23	2.34	2.77	2.60

注: 1. 2013年上半年财务数据未经审计; 2. 现金偿债倍数已剔除受限制货币资金。

### 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,山东东明石化集团有限公司(以下简称“公司”)拟发行的2013年度第二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低。

### 优势

- ◇ 公司是中国最大的地方炼油企业之一,生产规模大,产品结构较为丰富,区域竞争优势明显。
- ◇ 公司收入获取能力强,经营活动现金流入量对本期短期融资券保障程度较高。

### 关注

- ◇ 近年来,公司经营活动现金净流量波动大,且2012年以来持续为负。
- ◇ 近年来,公司债务规模不断扩大,债务负担较重,且存在一定短期支付压力。

### 主体概况

山东东明石化集团有限公司前身是始建于1986年12月的东明县炼油厂(1987年6月更名为东明县石油化工厂)。1997年2月,经山东省经贸委批准,以东明县石油化工厂为核心

组建成立了山东省东明县东明石化有限公司,并于1997年6月更名为山东东明石化集团有限公司。截至2013年6月底,公司注册资本为12.39亿元,其中山东宏利源股份有限公司出资比例为60.91%,其股份管理权是以公司董事长李湘平为核心的公司管理团队代持。公司实际控制人为以李湘平为核心的公司管理团队。

公司经营范围包括:生产销售液体石蜡、液化石油气、溶剂油、聚丙烯、重交沥青、汽油、柴油、电力、石油焦、石脑油、燃料油、液氯、烧碱、蒸汽、氢气、盐酸等。公司所属行业为石化行业,目前主要从事石油化工产品的生产、加工和销售。

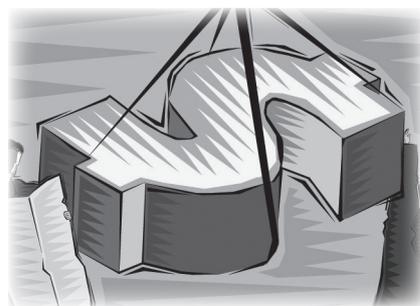
截至2013年6月底,公司本部设有党群工作部、总经理办公室、董事会秘书处、生产运行部、企管部、战略投资部、审计部、计划管理部、物资管理部、人力资源部、营销中心、资金管理中心、财务部、安全环保部、北京分部等15个职能部门,以及9家全资、控股或实际控制子公司。

截至2012年底,公司资产总额为142.19亿元,所有者权益合计为

44.43亿元(含少数股东权益20.23亿元)。2012年,公司实现营业收入243.48亿元,利润总额2.87亿元。

截至2013年6月底,公司资产总额为170.81亿元,所有者权益62.26亿元(含少数股东权益30.61亿元)。2013年1~6月,公司实现营业收入174.93亿元,利润总额2.17亿元。

公司注册地址:山东省菏泽市东明县黄河路27号;法定代表人:李湘平。



# 兴业证券股份有限公司 2013年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: 2013-10-15  
发行规模: 18亿元  
期限: 91天  
利率: 5.34%

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级结果: 发行人主体长期信用等级: AAA  
评级展望: 稳定  
短期融资券信用等级: A-1  
评级时间: 2013年3月15日  
分析师: 杨杰 赖金昌 陈瑾

## 财务数据

项 目	2012 年末	2011 年末	2010 年末
资产总额 (亿元)	227.04	219.46	305.37
自有资产 (亿元)	136.81	125.55	106.59
自有负债 (亿元)	46.09	37.90	19.12
总债务 (亿元)	35.61	28.81	7.85
股东权益 (亿元)	90.72	87.65	87.47
净资本 (亿元)	61.33	58.95	65.36
净资本 / 净资产 (%)	72.96	72.27	80.67
净资本 / 自有负债 (%)	138.08	163.14	384.18
自有资产负债率 (%)	33.69	30.19	17.94
净资本 / 各项风险资本准备之和 (%)	761.31	433.02	478.12
项 目	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入 (亿元)	25.39	23.15	27.38
净利润 (亿元)	5.74	5.46	9.23
EBITDA (亿元)	9.84	9.60	13.90
营业费用率 (%)	67.30	64.04	51.22
平均净资产收益率 (%)	4.37	4.71	10.50
平均净资产收益率 (%)	6.93	6.72	14.27
总债务 / EBITDA (倍)	3.62	3.00	0.56
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.43	7.11	15.26

## 评级观点

联合资信评估有限公司确定兴业证券股份有限公司(以下简称“公司”)拟发行的2013年第一期短期融资券(不超过18亿元)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评估,联合资信认为,公司本期短期融资券的违约风险极低,安全性高。

## 优势

◇ 公司治理和内部控制体系比较健全,经营风格稳健,风险管理能力较强;

◇ 公司各项业务稳步发展,行业综合排名不断上升,控股子公司兴业全球基金管理有限公司对公司利润贡献度较高;

◇ 公司投资研究能力较强,对自营、经纪等业务具有较强的支撑作用;

◇ 实际控制人在资本补充、流动性等方面将给予公司有力支持。

## 关注

◇ 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的要求;

◇ 公司成本控制力度有待加强;

◇ 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

兴业证券股份有限公司的前身是设立于1991年10月的福建兴业银行证券业务部。1994年4月,经中国人民银行批准,在福建兴业银行证券业务部的基础上,改组设立了福建兴业证券公司,注册地位于福州。经过改制和增资扩股,2000年3月,福建兴业证券公司更名为兴业证券股份有限公司。2010年10月,公司在上海证券交易所首次公开发行股票并上市,股本增至22亿元。

公司主要经营范围:证券经纪;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;融资融券;证券投资基金代销;为期货公司提供中间介绍业务;互联网信息服务不含新闻、出版、教育、医疗保健、药品和医疗器械等内容及电子公共服务。

公司设有私人财富管理总部、投

资银行总部、固定收益部、融资融券部等23个职能部门,在全国设有63家营业部,其中福建省内35家,上海4家。公司设有上海分公司、上海证券自营分公司、上海证券资产管理分公司、厦门分公司、泉州分公司、北京分公司等13家分公司(含已获批设立、处于筹备中分公司)。公司下设5家控股子公司,分别为兴业全球基金管理有限公司、兴业期货有限公司、福州兴证物业管理有限公司、兴业创新资本管理有限公司、兴证(香港)金融控股有限公司。截至2012年末,公司拥有员工3683人。

截至2012年末,公司资产总额227.04亿元,其中客户资金存款72.83亿元;负债总额136.32亿元,其中代理买卖证券款90.23亿元;所有者权益90.72亿元,净资本61.33亿元。2012年,公司实现营业收入25.39亿元,净利润5.74亿元。

注册地址:福州市湖东路268号;法定代表人:兰荣。

# 方正证券股份有限公司

## 2013年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: 2013-10-23  
 发行规模: 15亿元  
 期限: 91天  
 利率: 5.48%

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: 2013年6月5日  
 分析师: 蒋建国 温丽伟 李鹏

### 财务数据

项目	2012年末	2011年末	2010年末
资产总额(亿元)	279.85	261.42	280.24
自有资产(亿元)	181.11	162.99	109.87
自有负债(亿元)	32.93	17.22	20.23
总债务(亿元)	9.79	-	-
股东权益(亿元)	148.17	145.77	89.64
净资本(亿元)	87.74	87.23	62.86
自有资产负债率(%)	18.18	10.57	18.41
净资本/净资产(%)	61.62	62.01	73.62
净资本/自有负债(%)	550.06	1412.32	776.02
净资本/各项风险资本准备之和(%)	1245.50	1432.37	464.63
项目	2012年	2011年	2010年
营业收入(亿元)	23.32	17.09	30.88
净利润(亿元)	5.59	2.51	12.72
EBITDA(亿元)	8.66	5.50	18.75
营业费用率(%)	62.82	81.80	41.35
平均资产收益率(%)	2.07	0.93	4.46
平均净资产收益率(%)	3.81	2.13	15.31
总债务/EBITDA(倍)	1.13	-	-
EBITDA利息倍数(倍)	13.97	8.09	28.41

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

### 评级观点

基于对方正证券股份有限公司(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公司拟发行的2013年第一期短期融资券(不超过15亿元)信用等级为A-1。该结论表明本期短期融资券的违约风险极低,安全性高。

### 优势

- ◇ 公司治理和内部控制体系较为健全,经营稳健,风险管理能力较强;
- ◇ 公司金融综合化经营战略稳步推进,多元化的经营平台有助于业务的快速发展;
- ◇ 公司资本充足,对各项业务的开展具有较强的支撑作用;
- ◇ 控股股东在资本补充、流动性等方面将给予公司有力支持。

### 关注

- ◇ 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的要求;
- ◇ 公司各业务板块的协同效应有待加强;
- ◇ 公司盈利能力有待进一步提高;
- ◇ 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

方正证券股份有限公司前身为浙江证券有限责任公司。2002年,经证监会批准同意,北大方正集团有限公司受让浙江证券有限责任公司51%的股权,并于2003年更名为方正证券有限责任公司。2008年,公司吸收合并了泰阳证券有限责任公司,并将注册地迁至湖南省长沙市。2010年,方正证券有限责任公司整体变更为方正证券股份有限公司。2011年,公司成功在上海证券交易所上市,并公开发行人民币普通股15亿股,共募集资金净额56.48亿元。历经多次增资扩股,截至2012年末,公司注册资本61亿元,前五大股东合计持股比例57.12%。北大方正集团有限公司是公司控股股东。

公司经营业务范围包括:证券经纪;证券投资咨询;与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问;证券自营;证券资产管理;证券投资基金代销;

融资融券业务;代销金融产品;为方正期货有限公司提供中间介绍业务。

截至2012年末,公司在全国18个省市自治区设立了103家营业部,员工总数在4500人左右。公司下设5家控股子公司,分别为方正期货有限公司、方正和生投资有限公司、瑞信方正证券有限责任公司、方正富邦基金管理有限公司、北京方正富邦创融资产管理有限公司。

截至2012年末,公司资产总额279.85亿元,其中客户资金存款98.48亿元;负债总额131.67亿元,其中代理买卖证券款98.74亿元;所有者权益148.17亿元,净资本87.74亿元。2012年,公司实现营业收入23.32亿元,净利润5.59亿元。

注册地址:湖南省长沙市芙蓉中路二段华侨国际大厦22-24层;法定代表人:雷杰。

# 信达证券股份有限公司

## 2013年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: 2013-11-15  
 发行规模: 10亿元  
 期限: 90天  
 利率: 6.00%

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: 2013年10月31日  
 分析师: 杨杰 秦永庆

### 财务数据

项 目	2012 年末	2011 年末	2010 年末
资产总额 (亿元)	141.99	157.96	179.26
自有资产 (亿元)	75.61	76.46	58.01
自有负债 (亿元)	21.21	23.15	25.33
总债务 (亿元)	18.85	20.73	6.00
股东权益 (亿元)	54.40	53.31	32.68
净资本 (亿元)	43.05	43.96	25.28
自有资产负债率 (%)	28.06	30.28	43.67
净资本 / 净资产 (%)	80.27	83.10	77.80
净资本 / 自有负债 (%)	208.33	192.91	265.97
净资本 / 各项风险资本准备之和 (%)	677.63	656.26	228.65
项 目	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入 (亿元)	13.57	11.97	15.55
净利润 (亿元)	2.16	1.45	4.02
EBITDA (亿元)	4.55	3.64	6.43
营业费用率 (%)	73.87	76.27	61.07
平均资产收益率 (%)	1.44	0.86	2.31
平均自有资产收益率 (%)	2.84	2.16	8.19
平均净资产收益率 (%)	4.01	3.37	13.07
总债务 / EBITDA (倍)	4.14	5.70	0.93
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.87	4.23	14.16

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

### 评级观点

基于对信达证券股份有限公司 (以下简称“公司”) 的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信达证券股份有限公司拟发行的2013年第一期短期融资券(10亿元)信用等级为A-1, 该评级结论表明本期短期融资券的违约风险极低, 安全性高。

### 优势

- ◇ 公司治理机制运行良好, 内部控制及风险管理体系比较健全;
- ◇ 2011年增资后, 资本实力得到增强;
- ◇ 公司投资收益增长较快, 资产管理业务规模及收益逐年增长;
- ◇ 控股股东信达资产是国务院设立的四大国有资产管理公司之一, 拥有多元化的金融平台, 在全国主要城市均设有分支机构, 在客户资源、销售渠道、品牌建设及产品创新等方面能够给予公司有力支持。

### 关注

- ◇ 市场综合竞争力、盈利水平及其稳定性有待进一步提升;
- ◇ 创新业务的发展对公司风险管理、内部控制和资金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

信达证券股份有限公司成立于2007年9月, 是经中国证券监督管理委员会批准, 由中国信达资产管理公司(现名中国信达资产管理股份有限公司)作为主要发起人, 联合中海信托投资有限责任公司(现名中海信托股份有限公司)和中国材料工业科工集团公司(现名中国中材集团有限公司)在承接中国信达资产管理公司投资银行业务和收购原汉唐证券有限责任公司、辽宁省证券公司的证券类业务基础上成立的证券公司。2011年, 公司实施增资, 注册资本由15.11亿元增至25.69亿元。信达资产持有公司99.33%的股份, 为公司的控股股东。

公司主要经营范围: 证券经纪, 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, 融

资融券业务, 代销金融产品。

公司设有合规与风险管理部、稽核审计部、综合质控部等职能部门, 在全国设有68家证券营业部。公司下设辽宁分公司和深圳办事处。公司控股2家子公司: 信达期货有限公司和信风投资有限公司。截至2012年末, 公司拥有员工3273人。

截至2012年末, 公司资产总额141.99亿元, 其中客户资金存款43.99亿元; 负债总额87.60亿元, 其中代理买卖证券款66.38亿元; 所有者权益54.40亿元; 母公司净资产43.05亿元。2012年, 公司实现营业收入13.57亿元, 净利润2.16亿元。

注册地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼; 法定代表人: 张志刚。

# 2013年澳大利亚联邦 主权信用评级报告

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：长期外币信用等级：AAA  
长期本币信用等级：AAA  
评级展望：稳定  
评级时间：2013年11月22日

## 评级观点

澳大利亚联邦（以下简称“澳大利亚”）土地辽阔，资源丰富，农牧业发达，是全球主要的铁矿石、煤炭以及农牧业出口国家。2012年，澳大利亚经济保持增长态势，三大产业对GDP贡献率保持稳定。经济刺激计划加重了政府债务负担，但谨慎的财政支出政策，保证了政府债务负担可控。综合各种因素，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）评定澳大利亚长期外币信用等级为AAA，长期本币信用等级为AAA。该评级结果反映了澳大利亚潜在的主权信用风险极低，按期偿付本、外币债务本息的能力极强。

澳大利亚中长期经济增长态势较为稳定，短期内赤字率仍将维持在合理区间。经常账户赤字在未来两年或将进一步扩大，但考虑到澳大利亚政府很强的外资吸引能力和财政实力，联合评级对上述评级的展望均为稳定。

## 优势

◇ 社会较为稳定，资源禀赋优势突出，经济发达程度较高、人民生活较为富裕；

◇ 宏观经济总体保持稳定增长，经济发展的可持续性较好；

◇ 政府债务相当于GDP的比重虽逐年有所上升，但整体债务水平相比其他发达国家仍较低。

## 关注

◇ 经济类产品出口，易受外部经

## 主要数据

项目	2012年	2011年	2010年	2009年	2008年
GDP(亿美元)	15206.08	13841.45	11382.62	9234.99	10522.55
GDP增长率(%)	3.40	2.43	2.09	1.65	3.77
人均GDP(美元)	67035.57	62002.84	51586.09	42403.60	49206.68
CPI(%)	2.20	3.00	2.80	2.10	3.70
失业率(%)	5.24	5.10	5.23	5.59	4.28
财政盈余/GDP(%)	-3.09	-3.69	-4.04	-2.44	1.91
政府债务/GDP(%)	27.16	24.13	20.48	16.84	11.77
财政收入/政府债务(%)	80.55	85.62	101.51	136.25	201.41
外债净额/GDP(%)	49.80	52.18	56.27	70.64	65.30
外汇储备/外债净额(%)	6.49	6.48	6.60	6.40	4.79

注：1. 财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值；2. 政府债务为一般政府债务总额；3. 外汇储备为官方外汇储备。

济的影响，其出口对新兴市场国家经济增长的依赖性逐步加大；

◇ 经常性账户赤字增加了海外债务负担；

◇ 近年来住宅价格及房屋贷款规模上行使得居民负债率维持较高水平。

达到3.4%，为2008年以来的最高水平，且通胀率及失业率仍控制在较低水平，宏观经济整体处于较好的运行态势，但其出口对新兴市场国家经济增长的依赖性进一步加大，居民负债率维持较高水平。

受益于排放税和矿产税的征收年，2012年澳大利亚财政赤字规模同比减少40.83亿美元，赤字率进一步降至3.09%的合理区间。截至2012年底，澳大利亚一般政府债务总额、一般政府债务净额分别相当于GDP的27.16%和11.64%，整体债务水平相比其他发达国家仍较低，澳大利亚政府的债务偿还能力仍极强。

截至2012年底，澳大利亚总外债、净外债分别相当于GDP的94.61%和49.80%，仍处于较高水平，但总外债中一般政府外债占比较小，且一般政府外债以长期债券和票据为主，期限结构合理，净外债中属于政府的净外债比例低，绝大部分净外债仍由非政府部门承担。虽然经常账户赤字在未来两年或将进一步扩大，但考虑到澳大利亚政府很强的外资吸引能力和财政实力，澳大利亚外币偿债能力仍极强。

## 主体概况

澳大利亚国土面积约为769万平方公里，是全球土地面积第六大的国家。截至2012年底常住人口约2268万，行政区域包括六个州和两个领地。澳大利亚物产丰富，是南半球经济最发达的国家，其农牧业发达，为“骑在羊背上的国家”和“手持麦穗的国家”，是全球第四大农业出口国；同时，澳大利亚矿产资源丰富，有“坐在矿车上的国家”之称，是世界重要的矿产资源生产国和出口国。

澳大利亚是英联邦成员国之一，政治体制实行君主立宪制和内阁制。澳大利亚政府整体治理能力较强。虽然联盟党在2013年第44届国会选举中获胜，但由于与前届执政党工党间的矛盾焦点主要集中于是否征收排放税这一具体政策，党派的更替并不影响澳大利亚的政局稳定性。

随着宽松货币政策作用的逐步显现，2012年澳大利亚经济GDP增速

# 2013年德意志联邦共和国 主权信用评级报告

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：长期外币信用等级：AAA  
长期本币信用等级：AAA  
评级展望：稳定  
评级时间：2013年11月22日

## 主要数据

项目	2012年	2011年	2010年	2009年	2008年
GDP(亿美元)	33995.89	36008.33	32844.74	32986.36	36236.86
GDP增长率(%)	0.67	3.03	4.16	-5.13	1.08
人均GDP(美元)	41514.17	44021.22	40163.82	40275.25	44132.04
CPI(%)	2.14	2.48	1.15	0.23	2.75
失业率(%)	5.46	5.95	7.06	7.74	7.60
财政盈余/GDP(%)	0.16	-0.76	-4.15	-3.07	-0.07
政府债务/GDP(%)	81.96	80.50	82.50	74.50	66.80
财政收入/政府债务(%)	55.10	55.34	52.80	60.58	65.88
外债总额/GDP(%)	168.23	148.25	158.97	155.04	141.45
CAR/外债总额(%)	34.67	38.70	34.25	31.63	38.93
外汇储备/外债总额(%)	4.18	4.39	4.14	3.50	2.70

注：1. 财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值；2. 政府债务为一般政府债务总额；3. 外汇储备为官方外汇总储备，含黄金；4. CAR为经常账户收入。

## 评级观点

德意志联邦共和国(以下简称“德国”)国家治理能力比较强,具有高附加值的经济增长方式,人均国民收入较高,出口优势明显,但政府财政支出和公共债务面临一定压力。综合各种因素,联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)评定德国长期外币信用等级为AAA,德国长期本币信用等级为AAA。该评级结果反映了德国潜在的信用风险极低,按期偿付债务本息的能力极强,几乎不受可预见的利不利情况的影响。

未来随着出口的扩大以及财政紧缩政策的进一步实施,德国的政府债务有望得到缩减,整体抗风险能力将有所巩固和增强。综合以上因素,联合评级对上述评级的评级展望均为稳定。

## 优势

- ◇ 默克尔的连任将有利于德国政治的稳定和经济政策的连续性;
- ◇ 高储蓄率为政府提供潜在的偿债支持,且利于德国银行业的健康发展;
- ◇ 财政紧缩政策有利于德国财政的健康发展,控制赤字水平和整体债务规模;
- ◇ 出口优势明显,连续多年为世界出口大国,且外汇储备充足。

## 关注

- ◇ 以出口导向为主的德国经济受外部环境影响较大;
- ◇ 大型银行全球性的经营模式使其受世界经济的影响较大;

- ◇ 一般政府债务总额和外部债务总额呈上升趋势,且政府债务占比较高;
- ◇ 若欧债危机恶化,将直接损害德国作为债权国的利益并提高或有负债发生的可能性。

## 主体概况

德国是位于欧洲中部的联邦制国家,领土面积为35.7万平方公里,人口约8202万,行政区域划分为州、行政专区、县镇三级,由16个联邦州组成,各州分别设有议会和政府,最高国家权力归联邦,首都为柏林。德国是欧洲联盟(以下简称“欧盟”)的创始会员国之一,也是联合国、北大西洋公约组织、八国集团、地中海联盟的成员。

截至2012年初,欧盟28国总人口约5.07亿,总面积为432万平方公里,其经济总量约占世界的30%,货币储备占世界的32%。德国是欧盟中最强大的经济实体,也是欧盟中人口最多的国家。

德国的经济总量位居欧洲首位,世界第四。德国的自然资源相对匮乏,除硬煤、褐煤和盐的储量丰富之外,在原料供应和能源方面很大程度上依赖进口。德国以汽车和机械制造、化工、电气等重工业为其支柱产业。多年来,德国保持着世界第一出口大国

地位,60%以上的商品进出口额在欧盟内完成,欧盟以外的最大贸易伙伴为美国。

德国是一个采用议会民主的联邦制国家,联邦议会由联邦议院和联邦参议院组成。联邦议院行使立法权,监督法律的执行,选举联邦总理,参与选举联邦总统和监督联邦政府的工作等。联邦参议院参与联邦立法并对联邦的行政管理施加影响,维护各州的利益。联邦总理为德国的政府首脑。德国属于多党制,一般由两大政党之一(社会民主党和基督教民主联盟)与其他相对较小的政党之一组成执政联盟。德国的司法系统独立于行政和立法之外。德国的国家治理能力比较强。

2012年德国的经济增长率由于受到外部影响而处于较低水平,2012年GDP年增长率为0.67%。2012年德国财政在欧债危机的影响下仍实现盈余,其相当于GDP的比例为0.16%。截至2012年末,德国一般政府债务总额达到21670亿欧元,相当于GDP的81.96%,债务水平较高。截至2012年末,德国外部债务总额已经达到57189.82亿美元,相当于当年GDP的168.23%,与G7国家相比,德国外债总额处于较高的水平。

# 2013年美利坚合众国 主权信用评级报告

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：长期外币信用等级：AAA  
长期本币信用等级：AAA  
评级展望：稳定  
评级时间：2013年11月22日

## 评级观点

美利坚合众国(以下简称“美国”)是最大的、最重要的经济体,拥有发达的市场经济体系,美元是主要国际储备货币和国际贸易结算货币。2013年上半年和2012年美国在经济在多轮量化宽松的货币政策带动下继续保持温和增长;“财政悬崖”问题得到解决,使经济恢复在短期内得到保障。但美国经济体系的结构性失衡仍有待改善;外部债务总额继续扩大;巨额财政赤字有所改善,但规模仍较大,多次达到政府债务上限。综合各种因素,联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)评定美国长期外币信用等级AAA,长期本币信用等级AAA。该评级结果反映了美国主权信用风险极低,按期偿付本、外币债务本息的能力极强,几乎不受可见的不利情况的影响。

基于美国经济持续温和增长,货币政策作用显著,联合评级对上述评级的展望为稳定。

## 优势

- ◇ 美国拥有发达的市场经济体系,在国际金融体系中占主导地位;
- ◇ 美元是主要国际储备货币和国际贸易结算货币,政府在全球融资比较便利;
- ◇ 美国政府的财政和经济刺激政策有效促使本国经济温和增长;
- ◇ 强大的军事实力和外交影响力,有力地支撑其经济发展和对外融资的能力。

## 关注

## 主要数据

项目	2012年	2011年	2010年	2009年	2008年
GDP(亿美元)	162446	155338	149583	144179	147203
GDP增长率(%)	2.80	1.80	2.50	-2.80	-0.30
人均GDP(美元)	49922	48328	46811	45461	46901
CPI(%)	1.80	3.00	1.40	2.80	3.80
失业率(%)	8.10	8.90	9.60	9.30	5.80
财政盈余/GDP(%)	-8.39	-9.41	-10.47	-10.55	-5.44
政府债务/GDP(%)	106.53	102.53	98.19	89.07	75.55
财政收入/政府债务(%)	29.64	30.66	31.80	34.61	43.03
外债总额/GDP(%)	96.53	99.83	97.05	94.76	93.41
CAR/外债总额(%)	19.05	18.53	17.38	15.99	19.31

注:1. 财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值;2. 政府债务为一般政府债务总额;3. CAR为经常性账户收入。

- ◇ 失业率仍较高;
- ◇ 财政赤字规模庞大,政府债务负担较重;
- ◇ 外部债务总额继续扩大,外债偿付负担较重,对外部债务依赖度高;
- ◇ 贸易逆差过大,经济结构问题仍需改善。

## 主体概况

美国是由五十个州和一个联邦直辖区组成的宪政联邦共和制国家,国土面积为962.91万平方公里,位居全球第三,首都位于华盛顿,人口总数为3.14亿。

在政治体制方面,美国政治体制为宪政联邦共和制,各州拥有较大的自主权,包括立法权、行政权和司法权,但是州的权利不能凌驾于联邦政府及美国宪法之上。美国实行三权分立的政治体制,立法、行政、司法三部门独立,并相互制衡。根据美国宪法:立法机关是由参议院和众议院组成的两院制国会;司法机关以联邦最高法院为首,下设11个控诉法院,95个地方法院及4个特别法庭;美国政府作为行政机关是由12个行政部门以及60多个独立机关组成。宪法规定,美国总统作为国家元首,是政府最高行政长官和陆海空等各军种最高司令官。美国有多个党派,但在

国内政治及社会生活中起重大作用的是共和党和民主党,基本上是两党轮流执政。

美国拥有发达的现代市场经济体系,为目前世界最大和最重要的经济体。截至2013年上半年,美国的国内生产总值为16.66万亿美元,对外贸易总额为4.99万亿美元,均居世界首位。

根据世界银行发布的2012年国家治理能力数据显示,美国政府对于政府工作效率、腐败的控制,法律法规的制定与执行、社会的监管以及人民的话语权都处于较高水平,体现出政府结构完善且职能分工明确;但其政治稳定性偏低,这与国内面临恐怖袭击威胁、杀人事件频出、社会治安不尽如人意有直接关系。总体看,美国的国家治理能力较强。

2012年,美国GDP为162446亿美元,GDP年增长率为2.80%,财政赤字相当于GDP的比例由2009年的10.55%降至8.39%,但该比率仍超过可以自然调整恢复的5%警戒线。近五年来政府债务总额平均增幅达11.55%,截至2012年底,美国政府总债务166885亿美元,相当于GDP的106.53%;外债总额156805亿美元,相当于GDP的96.53%。

# 2013年大不列颠及北爱尔兰联合王国 主权信用评级报告

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：长期外币信用等级：AAA  
长期本币信用等级：AAA  
评级展望：负面  
评级时间：2013年11月22日

## 主要数据

项目	2012年	2011年	2010年	2009年	2008年
GDP(十亿美元)	2440.5	2417.6	2263.1	2180.7	2657.3
GDP增长率(%)	0.2	0.8	2.1	-4.4	-1.1
人均GDP(美元)	38588.0	38918.0	36343.0	35129.0	42935.0
CPI(%)	2.8	4.5	3.3	2.2	3.6
失业率(%)	8.0	8.0	7.8	7.7	5.7
财政盈余/GDP(%)	-6.3	-8.3	-10.2	-11.5	-5.0
政府债务/GDP(%)	90.0	85.7	79.6	69.6	54.8
财政收入/政府债务(%)	46.2	47.6	50.5	57.6	78.3
外债总额/GDP(%)	384.2	421.0	413.0	411.0	441.0
CAR/外债总额(%)	11.2	10.9	10.3	10.3	11.3
外汇储备/外债总额(%)	0.9	0.9	0.9	0.7	0.6

注：1. 财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值；2. 政府债务为一般政府债务总额；3. CAR为经常性账户收入；4. 外汇储备为官方外汇储备。

## 评级观点

大不列颠及北爱尔兰联合王国（以下简称“英国”）国家治理能力较强，经济实力雄厚，首都伦敦是国际金融中心之一，人均GDP较高，英镑为全球储备货币。2012年英国经济复苏疲弱，失业率较高，财政赤字规模较大，政府债务负担较重，外部债务负担较重。综合各种因素，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）评定英国长期外币信用等级为AAA，英国长期本币信用等级为AAA。该评级结果反映了英国潜在的主权信用风险极低，按期偿付本、外币债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。

由于英国经济复苏疲弱、经济增长前景不乐观、财政状况仍较差且预期政府债务总额持续上升，联合评级对上述评级的展望均为负面。

## 优势

- ◇ 经济体系发达，首都伦敦是国际金融中心之一；
- ◇ 有明确的通货膨胀目标，削减财政赤字力度较大；
- ◇ 英镑是第三大国际储备货币，有较大外部融资灵活性；
- ◇ 政府债务多为长期债务，短期内政府债务偿还压力较小。

## 关注

- ◇ 国内需求低迷，经济复苏疲弱，失业率高；
- ◇ 金融系统对欧元区经济脆弱国家风险敞口较高，易受外部经济波动

影响；

- ◇ 财政赤字较高，政府债务负担较重；
- ◇ 常年保持经常账户赤字，外部债务负担较重。

## 主体概况

英国包括英格兰、苏格兰、威尔士及北爱尔兰，首都位于伦敦。英国国土面积为24万平方公里，人口总数为6269万。英国为联合国安全理事会常任理事国，是欧盟、北大西洋公约组织、八国集团、英联邦、经合组织、欧洲委员会、西欧联盟等120个国际组织的重要成员国。

英国实行君主立宪制，国王理论上拥有最高权力，实际拥有最高政治权力的人为首相。英国实行议会制，议会是英国最高立法及司法机构，为两院制，包括上议院和下议院。首相由在议会选举中获多数席位的政党领袖担任，负责组织并领导内阁。内阁是英国最高的行政决策机构，拥有实际执行权，内阁成员从议会中选取。英国三个最重要的政党分别为保守党、工党及自由民主党，目前执政党为保守党。

英国是单一制国家，中央政府高度集权，地方政府只能执行中央政府赋予的职责和权力，虽然英格兰、苏

格兰、威尔士及北爱尔兰四个部分是自治的，但中央政府对其财政、立法、司法都严格控制。英格兰、苏格兰、威尔士及北爱尔兰在政治地位上是平等的。英国的国家治理能力较强。

英国是世界上第一个工业化国家，是欧洲最大的军火、石油产品、电脑、电视和手机的制造地。英国拥有大量的煤、天然气和石油储备，主要能源生产总值大约相当于GDP的10%，在工业国家中是非常高的。英国农业高度机械化，金融业有很高的国际地位，首都伦敦是全球两大国际金融中心之一，也是世界最大外汇交易市场、最大保险市场、最大黄金现货交易市场、最大衍生品交易市场。英镑是世界第三大国际储备货币，仅次于美元及欧元。

英国经济复苏疲弱，失业率一直保持在较高水平，2012年英国GDP年增长率为0.2%，失业率为8.0%。近几年，英国政府债务总额不断增加，截至2012年末，英国政府债务总额相当于GDP的比重上升到90.0%。截至2012年末，英国外债总额达到60020.0亿英镑，相当于GDP的384.2%，虽然英国的外部债务总额较大，但主要是由于银行的外部债务较大以及英国跨国公司的逐年增加所致，政府的外部债务负担较轻。

# 2013年日本国 主权信用评级报告

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：长期外币信用等级：AA  
长期本币信用等级：AA  
评级展望：稳定  
评级时间：2013年11月22日

## 评级观点

2012-2013年日本国（以下简称“日本”）政府进一步实行宽松的货币政策，虽然短期经济表现向好，但政策效果仍存在不确定性。新一轮经济改革在中期内实现财政平衡的可能性较低，并将进一步扩大政府债务规模，政府债务问题较长时间难以解决。虽然日本外债规模可控，但外债偿还保障能力受到国内债务偿还保障能力下降的负面影响。综合各种因素，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）评定日本长期外币信用等级由AA+下调至AA，长期本币信用等级由AA+下调至AA。该评级结果反映了日本潜在的主权信用风险很低，按期偿付本、外币债务本息的能力很强，可能会受到可预见的不利情况的影响，但影响很小。

基于日本政府改革意愿强烈，经济改革稳步推进，短期经济表现向好，联合评级对上述评级的展望均为稳定。

## 优势

- ◇ 政治、经济体制相对完善，经济实力雄厚；
- ◇ 新一轮经济改革短期效果明显，有助于经济政策的进一步推行；
- ◇ 产业优势依然明显，对外贸易表现良好；
- ◇ 高额的外汇储备和庞大的境外资产有助于外债偿付能力的提升。

## 关注

- ◇ 经济改革的不确定因素较大，

## 主要数据

项目	2012年	2011年	2010年	2009年	2008年
GDP(亿美元)	59597.20	58968.00	54953.80	50351.40	48492.10
GDP增长率(%)	1.95	-0.57	4.65	-5.53	-1.04
人均GDP(美元)	46720	46135	431118	39473	37972
CPI(%)	-0.03	-0.28	-0.72	-1.35	1.37
失业率(%)	4.40	4.60	5.10	5.10	4.00
财政盈余/GDP(%)	-9.14	-10.31	-9.22	-10.30	-4.17
政府债务/GDP(%)	238.44	233.10	220.00	216.35	195.00
财政收入/政府债务(%)	13.50	13.48	13.92	13.77	16.22
外债总额/GDP(%)	55.30	50.00	43.70	40.79	40.13
CAR/外债总额(%)	23.58	25.87	30.57	28.93	33.45
外汇储备/外债总额(%)	21.31	22.03	20.00	20.83	21.24

注：1. 财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值；2. 政府债务为一般政府债务；3. CAR为经常账户收入；4. 外汇储备为官方外汇储备。

结构性失衡问题尚存，经济政策的中长期预期效果可实现性不强；

- ◇ 人口老龄化问题日益严重，财政负担持续加重；
- ◇ 政府债务规模庞大且持续攀升，中期内债务总量下降的可能性不大；
- ◇ 经常账户的稳定性有待关注。

## 主体概况

日本是位于亚洲东部的一个岛国，国土总面积约为37.79万平方公里，总人口约1.28亿。日本国土狭小，资源贫乏，人口密度较大，可用耕地面积较小，且地震频发并时常会发生火山活动，自然地理条件不佳。

强大的科技实力、高素质的劳动力以及较低的军事支出，并受益于开放的国际贸易体系和全球化，二战以后日本经历了近四十年的增长期。自九十年代初经济泡沫破裂以来，日本经济增长缓慢并陷入通货紧缩状态。1968-2009年，日本保持世界第二大经济体长达41年。2010年以后，日本退居为全球第三大经济体。如今，日本是全球最富裕、经济最发达和生活水平最高的国家之一。

目前日本是君主立宪制国家，实行以立法、司法、行政三权分立为基础的议会内阁制，政治体制相对民主。

1947年颁布的日本国宪法订明“主权在民”，而天皇则为“日本国及人民团结的象征”。国会是日本最高权力和唯一立法机关，由众、参两院组成。内阁为最高行政机关，对国会负责，由内阁总理大臣（首相）和分管各省厅（部委）的大臣组成。首相为日本最高行政首脑，由国会选举产生并由天皇任命。日本的司法权属于最高法院及下属各级法院，采用“四级三审制”。最高法院院长由内阁提名并由天皇任命，其余法官由内阁任命，但需接受国民投票审查。

2012年，日本经济总量为59597.20亿美元，人均收入为46720美元，近五年的年平均实际经济增长率为-0.11%。截至2012年底，日本一般政府债务总额相当于GDP的238.44%，是政府债务水平最高的发达国家；外债总额相当于GDP的55.30%，外债水平低于同类发达国家水平。日本财政赤字规模较大，近五年财政赤字相当于GDP的平均比重达-8.27%，财政平衡难度较大。日本经常账户长期保持盈余，近五年平均经常账户盈余相当于GDP的2.58%。截至2012年底，日本对外净资产相当于GDP的62.30%，对外资产庞大。

# 2013年印度尼西亚共和国 主权信用评级报告

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：长期外币信用等级：A+  
长期本币信用等级：A+  
评级展望：稳定  
评级时间：2013年11月22日

## 评级观点

印度尼西亚共和国(以下简称“印尼”)近几年经济增长较快,政府债务及外债压力均不大,但人均国民收入较低,产业结构有待优化,地区和城乡经济发展不平衡,基础设施建设有待加强,且出口优势正逐步消失,经济增长目前缺乏新的支撑点。综合各种因素,联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)评定印尼长期外币信用等级为A+,长期本币信用等级为A+。该评级结果反映了印尼潜在的信用风险较低,按期偿付债务本息的能力较强,会受到环境和经济条件的不利变化的影响。

未来随着经济的稳定增长,居民生活水平将不断提高,消费支出在经济增长中发挥的作用将日益显著,经济结构趋于合理,从而使得印尼的整体抗风险能力得以增强。综合以上因素,联合评级对上述评级的评级展望均为稳定。

## 优势

- ◇ 经济增长稳定,通货膨胀和利率控制较好,失业率有所下降;
- ◇ 银行业在政府的监督管理下发展稳定,受国际经济变化的影响较小;
- ◇ 财政赤字和一般政府债务处于较低水平;
- ◇ 外债总体压力不大,外汇储备相对充裕,偿还期限较长,偿债能力较强。

## 关注

- ◇ 宗教冲突和腐败问题已经在一定程度上影响了印尼政治及经济的健康发展;

## 主要数据

项目	2012年	2011年	2010年	2009年	2008年
GDP(亿美元)	8781.93	8464.83	7092.66	5395.80	5102.45
GDP增长率(%)	6.23	6.50	6.21	4.63	6.01
人均GDP(美元)	3557.39	3472.02	2946.97	2272.04	2178.27
CPI(%)	4.26	5.36	5.13	4.81	9.78
失业率(%)	6.14	6.56	7.14	7.87	8.39
财政盈余/GDP(%)	-1.77	-1.14	-0.70	-1.60	-0.10
政府债务/GDP(%)	23.96	26.23	26.00	28.37	33.07
财政收入/政府债务(%)	67.63	62.19	59.34	53.37	60.00
外债总额/GDP(%)	28.60	26.62	28.54	32.04	30.39
CAR/外债总额(%)	85.03	95.61	83.42	74.29	97.51
外汇储备/外债总额(%)	43.33	48.87	47.53	38.25	33.30

注: 1. 财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值; 2. 政府债务为一般政府债务总额; 3. 外汇储备为官方外汇总储备,含黄金; 4. CAR为经常账户收入。

◇ 以自然资源出口为主,高附加值的产业发展缓慢,产业结构有待优化;

◇ 基础设施落后,地区和城乡发展不平衡;

◇ 出口受到欧美等发达国家需求降低的影响,贸易逆差将会影响经济的持续增长。

## 主体概况

印尼位于亚洲东南部,地跨赤道,与巴布亚新几内亚、东帝汶、马来西亚接壤。印尼是世界上最大的群岛国家。印尼人口约2.4亿,位居世界第四位。印尼是一个多民族的国家,拥有100多个民族,其中爪哇族占人口的45%;民族语言200多种,官方语言为印尼语;约87%的人口信奉伊斯兰教,是世界上穆斯林人口最多的国家。印尼地方政府分为四级行政区,其中一级行政区有30个,二级行政区(县/市)410个,首都为雅加达。

印尼自然资源丰富,一向有“热带宝岛”之称。在矿产资源方面,印尼石油、天然气和锡的储量在世界占有重要地位。印尼森林和林地面积占国土面积的67.8%,在世界上仅次于亚马逊地区。印尼盛产热带经济作物,胡椒、金鸡纳霜、木棉和藤的产量居世界首位,天然橡胶、椰子产量居世

界第二,棕榈油、咖啡、香料等产量也居世界前列。

目前印尼为总统共和制,政治权力集中于中央政府。印尼的最高权力机构为人民协商会议。国会为国家立法机构,行使除起草和修改宪法、制定国家大政方针之外的一般立法权。总统是国家元首、政府行政首脑和武装部队最高统帅,直接领导内阁。自2004年起,总统和副总统不再由人民协商会议选举产生,改由全民直选;总统只能连选连任一次,每任五年。总统任命内阁,但需征得国会同意。最高法院和最高检察院独立于立法和行政机构。最高法院正副院长由国会提名,总统任命。最高检察长由总统任免。

2012年印尼GDP增速为6.2%。近年来,印尼的财政赤字相当于GDP的比例呈一定的波动性,但均处于较低的水平,2012年财政赤字相当于GDP的比例为1.77%。截至2012年底,印尼一般政府债务总额为1975万亿印尼盾,相当于GDP的23.96%,债务负担较低。近年来,印尼外债总额不断增加,截至2012年末,印尼外债总额为2512亿美元,相当于GDP的28.60%,与世界主要发展中国家相比,印尼的外债水平不高。

## 联合资信评估有限公司评级公告

(2013年10月1日至2013年11月30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			
中信国安集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-04	AA+/ 稳定	2013-09-25			
	2013年度第二期短期融资券	20			A-1	2013-09-25	2013-11-26	365天	6.68
北京能源投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-08-07	AAA/ 稳定	2013-09-22			
	2013年度第一期短期融资券	40			A-1	2013-09-22	2013-11-12	365天	5.70
南山集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-18	AA/ 稳定	2013-09-12			
	2013年度第三期中期票据	6			AA	2013-09-12	2013-11-13	5年	7.35
内蒙古包钢钢联股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-11	AA+/ 稳定	2013-07-26			
	2013年度第一期短期融资券	25			A-1	2013-07-11	2013-10-15	365天	5.94
淮南矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-28	AAA/ 稳定	2013-10-08			
	2013年度第三期短期融资券	30			A-1	2013-10-08	2013-10-17	365天	5.50
泸州市兴泸投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-08-01	AA/ 稳定	2013-08-09			
	2013年度第一期中期票据	10			AA	2013-08-09	2013-11-08	5年	7.30
中国华能集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-17	AAA/ 稳定	2013-06-25			
	2013年度第四期短期融资券	40			A-1	2013-06-17	2013-11-04	365天	5.25
陕西延长石油(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-08-26	AAA/ 稳定	2013-10-08			
	2013年度第二期短期融资券	30			A-1	2013-10-08	2013-11-06	365天	5.60
	2013年度第一期中期票据	35			AAA	2013-08-26	2013-11-06	5年	5.74
东北特殊钢集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2013-06-21	AA/ 负面	2013-07-25			
	2013年度第一期短期融资券	7			A-1	2013-06-21	2013-10-21	365天	6.80
中国化工集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-27	AAA/ 稳定	2013-09-09			
	2013年度第二期短期融资券	25			A-1	2013-09-09	2013-11-12	365天	6.00
厦门海沧投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-04-28	AA/ 稳定	2013-07-30			
	2013年度第一期中期票据	6			AA	2013-04-28	2013-10-17	5年	6.90
汉江水利水电(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2013-08-12			
	2013年度第一期短期融资券	2			A-1	2013-08-12	2013-10-09	365天	5.68
珠海格力集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-07-02	AAA/ 稳定	2013-07-23			
	2013年度第一期中期票据	15			AAA	2013-07-02	2013-10-21	3年	5.50
浙江省铁路投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-28	AAA/ 稳定	2013-09-05			
	2013年度第一期短期融资券	5			A-1	2013-09-05	2013-10-24	365天	5.50
山东省商业集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-26	AA+/ 稳定	2013-09-04			
	2013年度第二期短期融资券	8			A-1	2013-09-04	2013-11-19	365天	6.55
	2013年度第一期中期票据	8			AA+	2013-09-04	2013-11-19	5年	6.68
株洲市城市建设发展集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-03-15	AA/ 稳定	2013-07-25			
	2013年公司债券	20			AA	2013-03-15	2013-10-16	7年	6.30
天津滨海新区建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-04-23	AAA/ 稳定	2013-06-28			
	2013年度第一期短期融资券	30			A-1	2013-04-23	2013-10-17	365天	5.55
泰州市城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-05-31	AA/ 稳定	2013-07-25			
	2013年公司债券	18			AA+	2013-07-25	2013-10-16	10年	6.92
广东物资集团公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-26	AA/ 稳定	2013-09-23			
	2013年度第二期短期融资券	6			A-1	2013-09-23	2013-10-30	365天	5.95
义马煤业集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-27	AA+/ 列入 观察名单	2013-08-16			
	2013年度第二期短期融资券	10			A-1	2013-08-16	2013-10-17	365天	5.60
湖南省高速公路建设开发总公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-07-23	AAA/ 稳定	2013-08-07			
	2013年度第三期短期融资券	29			A-1	2013-08-07	2013-11-21	365天	6.70
	2013年度第二期中期票据	49			AAA	2013-07-23	2013-11-26	7年	7.30
红豆集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-27	AA/ 稳定	2013-09-13			
	2013年度第二期短期融资券	7			A-1	2013-09-13	2013-10-24	365天	6.38

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
江苏省苏豪控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-21	AA/ 稳定	2013-09-17			
	2013年度第一期中期票据	5			AA	2013-06-13	2013-10-17	3年	6.06
	2013年度第二期中期票据	5			AA	2013-09-17	2013-11-13	3年	6.50
云南建工集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-12-26	AA/ 稳定	2013-07-09			
	2013年度第一期中期票据	5			AA	2013-07-09	2013-10-22	5年	7.30
北京住总集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-03-15	AA/ 稳定	2013-07-31			
	2013年度第一期短期融资券	4			A-1	2013-03-15	2013-10-15	365天	5.60
	2013年度第一期中期票据	5			AA	2013-03-15	2013-10-15	3年	6.15
中国轻工集团公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-17	AA+/ 稳定	2013-08-12			
	2013年度第二期短期融资券	4			A-1	2013-08-12	2013-10-25	365天	5.75
江阴澄星实业集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2013-09-25			
	2013年度第三期短期融资券	7			A-1	2013-09-25	2013-11-07	365天	6.38
太原钢铁(集团)有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-07-18	AAA/ 稳定	2013-07-26			
	2013年度第一期中期票据	15			AAA	2013-07-18	2013-10-31	5年	6.00
山西煤炭进出口集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-25	AA+/ 稳定	2013-09-30			
	2013年度第二期短期融资券	15			A-1	2013-09-30	2013-10-17	365天	5.60
厦门翔业集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-28	AA+/ 稳定	2013-07-08			
	2013年度第一期中期票据	6			AA+	2013-07-08	2013-10-18	3年	5.70
永州市城市建设投资开发公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-25	AA/ 稳定	2013-07-31			
	2013年企业债券	10			AA	2013-06-25	2013-10-23	7年	7.30
山东东明石化集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-06-27	AA-/ 稳定	2013-08-27			
	2013年度第二期短期融资券	6			A-1	2013-08-27	2013-11-20	365天	7.60
福建省交通运输集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2013-09-18			
	2013年度第三期短期融资券	5			A-1	2013-09-18	2013-11-13	365天	5.98
浙江省兴合集团公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-26	AA/ 稳定	2013-09-11			
	2013年度第一期中期票据	4			AA	2013-09-11	2013-11-07	5年	7.30
新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2012-03-20	AA/ 稳定	2013-06-21			
	2013年度第一期中期票据	7			AA	2013-06-21	2013-10-21	5年	6.80
漳州市九龙江建设有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-27	AA/ 稳定	2013-10-23			
	2013年度第二期短期融资券	12			A-1	2013-10-23	2013-11-26	365天	7.00
珠海联邦制药股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2012-03-14	AA-/ 稳定	2013-09-02			
	2013年度第一期短期融资券	6			A-1	2013-09-02	2013-10-17	365天	6.90
泰州市交通产业集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-09	AA/ 稳定	2013-06-28			
	2013年度第一期中期票据	5			AA	2013-06-09	2013-11-12	5年	7.50
天津市政投资有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-27	AA/ 稳定	2013-08-19			
	2013年度第一期中期票据	8			AA	2013-03-06	2013-10-10	3年	6.24
厦门建发股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-10	AA+/ 稳定	2013-09-18			
	2013年度第一期短期融资券	5			A-1	2013-09-18	2013-11-06	365天	5.80
中广核风电有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2013-06-06			
	2013年度第一期短期融资券	5			A-1	2013-06-06	2013-10-16	365天	5.40
江苏邗建集团有限公司	企业主体长期信用				A+/ 稳定	2013-05-06			
	2013年度第一期短期融资券	2			A-1	2013-05-06	2013-11-05	365天	8.10
步步高投资集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-05-20			
	2013年度第一期中期票据	12			AA	2013-05-20	2013-10-21	5年	7.00
郑州交通建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2013-05-29			
	2013年公司债券	18			AA+	2013-05-29	2013-10-14	7年	6.30
湘潭九华经济建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-09-22			
	2013年公司债券	18			AA	2013-09-22	2013-10-15	7年	7.15
郴州高科投资控股有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-06-13			
	2013年公司债券	18			AA	2013-06-13	2013-10-21	7年	7.25
南阳投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-09-24			
	2013年公司债券	18			AA	2013-09-24	2013-10-24	7年	7.05

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
如皋市交通投资发展有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2012-07-06	AA/ 稳定	2013-11-11			
	2011 年企业债券	15	AA-	2012-07-06	AA	2013-11-11	2011-01-26	5+3 年	8.51
昆明制药集团股份有限公司	企业主体长期信用		A+/ 稳定	2013-02-28	AA-/ 稳定	2013-11-15			
	2013 年度第一期短期融资券	1.5	A-1	2013-02-28	A-1	2013-11-15	2013-05-16	365 天	5.60
天津滨海农村商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-03-29	AA-/ 稳定	2013-06-03			
	天津滨海农村商业银行股份有限公司第一期金融债券	10			AA-/ 稳定	2013-03-29	2013-10-11	5 年	5.70
东北证券股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2013-04-25	AA/ 稳定	2013-10-08			
	东北证券股份有限公司 2013 年第二期短期融资券	14			A-1	2013-10-08	2013-10-17	69 天	5.30
西南证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-09-29	AA+/ 稳定	2013-10-28			
	西南证券股份有限公司 2013 年度第三期短期融资券	10			A-1	2013-09-29	2013-10-15	91 天	5.40
	西南证券股份有限公司 2013 年度第四期短期融资券	10			A-1	2013-10-28	2013-11-07	90 天	5.70
长江证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-04-26	AA+/ 稳定	2013-11-11			
	长江证券股份有限公司 2013 年度第二期短期融资券	20			A-1	2013-11-11	2013-11-22	90 天	6.80
东兴证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-11-04	AA+/ 稳定	2013-11-18			
	东兴证券股份有限公司 2013 年度第二期短期融资券	10			A-1	2013-11-04	2013-11-11	90 天	6.00
	东兴证券股份有限公司 2013 年度第三期短期融资券	5			A-1	2013-11-18	2013-11-27	90 天	6.30
兴业证券股份有限公司	主体长期信用				AAA/ 稳定	2013-03-15			
	兴业证券股份有限公司 2013 年第一期短期融资券	18			A-1	2013-03-15	2013-10-15	91 天	5.34
方正证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-05	AA+/ 列入观察名单	2013-11-04			
	方正证券股份有限公司 2013 年第一期短期融资券	15			A-1	2013-06-05	2013-10-23	91 天	5.48
	方正证券股份有限公司 2013 年度第二期短期融资券	18			A-1	2013-11-04	2013-11-21	90 天	6.40
信达证券股份有限公司	主体长期信用				AA+/ 稳定	2013-10-31			
	信达证券股份有限公司 2013 年度第一期短期融资券	10			A-1	2013-10-31	2013-11-15	90 天	6.00

\*注：公告内容仅包括2013年10月1日至2013年11月30日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

## 国家主权信用评级公告

国家或地区名称	评级类别	上次评级		最新评级结果	
		级别	时间	级别	时间
澳大利亚联邦	长期外币信用等级	AAA	2012-05-31	AAA/ 稳定	2013-11-22
	长期本币信用等级	AAA	2012-05-31	AAA/ 稳定	2013-11-22
德意志联邦共和国	长期外币信用等级	AAA	2012-05-31	AAA/ 稳定	2013-11-22
	长期本币信用等级	AAA	2012-05-31	AAA/ 稳定	2013-11-22
美利坚合众国	长期外币信用等级	AAA	2012-05-31	AAA/ 稳定	2013-11-22
	长期本币信用等级	AAA	2012-05-31	AAA/ 稳定	2013-11-22
大不列颠及北爱尔兰联合王国	长期外币信用等级	AAA	2012-07-31	AAA/ 负面	2013-11-22
	长期本币信用等级	AAA	2012-07-31	AAA/ 负面	2013-11-22
日本国	长期外币信用等级	AA+	2012-05-31	AA/ 稳定	2013-11-22
	长期本币信用等级	AA+	2012-05-31	AA/ 稳定	2013-11-22
印度尼西亚共和国	长期外币信用等级	A+	2012-10-31	A+/ 稳定	2013-11-22
	长期本币信用等级	A+	2012-10-31	A+/ 稳定	2013-11-22

## 联合资信《资产证券化——原理、风险与评级》一书正式出版发行

根据联合资信评估有限公司多年实践，由联合资信评估有限公司董事长王少波任编委会主任、首席研究官李振宇主编的《资产证券化——原理、风险与评级》一书，于日前正式出版发行。该书在认真总结我国资产证券化实践经验、借鉴和学习国外经验的基础上，更中国化地阐释了资产证券化的基本知识、原理，让投资者更好地识别、评估其中的风险，为我国资产证券化的大发展做出贡献。

资产证券化是现代金融市场的重大发明和创新，对于提高各类金融资产和企业资产的流动性、促进资本市场的发展、促进实体经济的发展都发挥了重要作用。我国开展资产证券化的探索已近20年，近期，监管部门已经基本同意将资产证券化业务常态化。在资产证券化成为常态化业务之际，编写出版该书更具重要的现实意义。该书主要总结了我国证券化试点的经验，并结合国外的经验教训，对资产证券化的原理、风险和评级方法进行比较系统的探讨，且提供案例帮助读者更好地了解相关知识。该书主要从投资者的角度，阐释在证券化过程中，应重点关注的基础资产本身的特征、风险特性，关注各种交易条款可能对投资者及时获得本息的影响，为投资者提供一个比较清晰的资产证券化产品信用风险的分析思路、分析要点和判断基准。

该书主要包括三个部分，一是概述，对资产证券化过程、主要条款、主要风险、基本作用、简要历史等进行简要的总结。二是按照基础资产分类，对不同种类的资产证券化产品的阐述。这是

本书的主要部分，包括了主要的资产证券化产品，如住房抵押贷款支持证券、汽车贷款支持证券、银行企业贷款支持证券、租赁资产支持证券、企业应收款支持证券、企业收益权支持证券、商业住房抵押贷款支持证券、不良资产支持证券等。该部分主要是对各种证券化产品所涉及的基础资产的基本特征、风险特点、证券的评级思路与评级标准进行分析，其中还有部分重要的案例。三是附录，收集整理了我国现行有关资产证券化的主要政策法规等。

该书可以为从事资产证券化产品信用评级业务人员提供实践经验及系统化的知识梳理，为从事资产证券化业务的投资银行人员提供重要参考，为投资资产支持证券的广大投资者提供基本的分析思路和参考标准。





编辑部地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

Email: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)