

# 目录

## CONTENTS



2013年第1期 总第75期  
2013年2月20日

### 主办

联合信用管理有限公司  
联合资信评估有限公司  
联合信用评级有限公司

### 编委会 (按姓氏笔画排列)

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

李丹

### 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

联合评级发布第四批国家主权信用评级结果	01
四部门联合发文规范地方政府融资	01
交易商协会出台信用评级自律指引	01
证券业协会正酝酿成立评级公司	02
统计局公布2012年国家宏观经济数据	02
欧盟出台法规规范评级机构	02
工信部牵头九大产业兼并重组	03
保监会拟修险企发行次级债规则	03
超日太阳涉嫌信披违规遭立案调查	03
美众议院通过债务上限延至5月19日议案	04
证券业协会预备机构间债券市场	04
信用债发行有望采用竞争性定价新模式	04
保监会研究放开私募中票等投资品种	04
证监会筹建公司管理私募市场	05
国开行接手远东资信	05
《征信业管理条例》正式发布	05
央行发布2012年金融市场运行情况	05

## 研究报告

十九国主权信用评级结果对比分析	07
证券公司净资本监管体系研究	14
2012年度短期融资券市场利差分析报告	21
规范和促进信用评级行业发展的重大举措	26

## 评级小贴士

信用评级的简单定义、分类及基本原则	06
信用评级对投资者的作用	20

## 报告选编

成都城建投资管理集团有限责任公司2013年度20亿元公司债券信用评级报告	27
榆林市城市投资经营集团有限公司2012年度15亿元公司债券信用评级报告	28
宝鸡市投资(集团)有限公司2012年度10亿元企业债券信用评级报告	29
北京能源投资(集团)有限公司2012年度第一期短期融资券信用评级报告	30

# 目录

## CONTENTS

为了更好地服务于我国投资者走出去、提高我国评级机构的国际影响力以及打破国际评级业寡头垄断的局面，联合信用评级有限公司采用了自主的评级方法，并从信用评级的本质出发，先后对外公布了包括美国、德国、中国等共19个国家的主权信用评级结果。

### P07

目前，证券公司极低的财务杠杆水平不仅对证券公司的业务发展、创新能力等带来较大的影响，还限制了证券公司基础功能的发挥。拓宽证券公司融资渠道，优化净资产与负债等风险控制指标，提高财务杠杆水平是非常必要的，证券公司可借助有利的外部政策环境，在债券市场发挥更大的作用，更好地为实体经济服务。

### P14

受短券到期量、企业的融资意愿、短券的成本优势以及2012年实行的AA(含AA)级以上的发行人被允许短券和中票发行额度互不占用政策等多种因素影响，2012年银行间市场短券发行期数及发行规模均创历史新高，且不同信用等级主体发行的短券利率明显分化，短券利差与主体级别整体相关性很高。

### P21

陕西延长石油(集团)有限责任公司2012年度第二期短期融资券信用评级报告	31
浙江省杭州市2012年度第一期区域集优中小企业集合票据信用评级报告	32
海宁市资产经营公司2012年度第一期中期票据信用评级报告	33
泸州市兴泸投资集团有限公司2012年度第一期中期票据信用评级报告	34
天津滨海新区建设投资集团有限公司2012年度第一期中期票据信用评级报告	35
太原重工股份有限公司2013年度第一期短期融资券信用评级报告	36
河南省新乡市2012年度第一期区域集优中小企业集合票据信用评级报告	37
东北特殊钢集团有限责任公司2013年度第一期中期票据信用评级报告	38
中国电子科技集团公司2012年度第一期中期票据信用评级报告	39
攀钢集团有限公司2012年度第一期短期融资券信用评级报告	40
江苏省淮安市2013年度第一期区域集优中小企业集合票据信用评级报告	41
重庆两江新区2013年度第一期区域集优中小企业集合票据信用评级报告	42
中国化工集团公司2013年度第一期短期融资券信用评级报告	43
广州市水务投资集团有限公司2013年度第一期中期票据信用评级报告	44
江苏省苏州市新兴产业2013年度第一期区域集优中小企业集合票据信用评级报告	45
万向钱潮股份有限公司2013年度第一期短期融资券信用评级报告	46
南通港闸区国有资产经营总公司2013年度12亿元企业债券信用评级报告	47
山西煤炭运销集团有限公司2013年度25亿元公司债券信用评级报告	48
成都兴城投资集团有限公司2013年度20亿元公司债券信用评级报告	49
贵阳银行股份有限公司2012年次级债券信用评级分析报告	50
上海农村商业银行股份有限公司2012年金融债券信用评级分析报告	51
广发银行股份有限公司2012年次级债券信用评级分析报告	52
北京农村商业银行股份有限公司2012年次级债券信用评级分析报告	53
天津银行股份有限公司2012年次级债券信用评级分析报告	54
安信证券股份有限公司2013年第一期短期融资券信用评级报告	55
招商银行股份有限公司2012年第一期次级债券信用评级分析报告	56
乐山市商业银行股份有限公司2013年金融债券信用评级报告	57
广东榕泰实业股份有限公司2012年公司债券信用评级分析报告	58
2012年大秦铁路股份有限公司公司债券(第一期)信用评级分析报告	59
北京康得新复合材料股份有限公司2012年公司债券信用评级分析报告	60
桐昆集团股份有限公司2012年(第一期)公司债券信用评级分析报告	61
永泰能源股份有限公司2012年公司债券(第二期)信用评级分析报告	62
俄罗斯联邦主权信用评级分析报告	63
墨西哥合众国主权信用评级分析报告	64
土耳其共和国主权信用评级分析报告	65
沙特阿拉伯主权信用评级分析报告	66

### 评级公告

联合资信评估有限公司评级公告	67
联合信用评级有限公司评级公告	71

### 封二

联合资信公司简介

### 封三

联合信用及分支机构

## 联合评级发布第四批国家主权信用评级结果

1月6日,联合信用评级有限公司发布了第四批国家主权信用评级结果。本着真实、客观、独立、公正、审慎的原则,联合评级重点考察了受评国家的基本情况、宏观经济状况、结构性特征、公共财政和外部融资等因素。评定土耳其的长期本币信用等级为BBB级、长期外币信用等级为BB<sup>+</sup>级;墨西哥的长期本、外币信用等级为AA<sup>-</sup>级;沙特阿拉伯的长期本、外币信用等级为AA<sup>+</sup>级;俄罗斯的长期本、外币信用等级为AA级。

从2012年5月31日首次发布五国的主权信用评级结果至今,联合评级已发布了G20中19个国家的主权信用评级结果,显示了联合评级持续开展主权评级的努力,更好地服务于我国投资者走出去。联合评级表示,今后将持续跟踪已评级国家、及时更新评级结果并陆续发布其他国家主权信用评级结果,为提升我国信用评级机构在国际信用评级领域的影响力不断努力。

联合评级表示,作为我国有影响力的评级机构,将继续努力参与国际竞争,积极拓展国际信用评级业务,提高中国在世界评级界乃至世界资本市场的话语权,不断满足国内、国际投资者的需求。

(摘自中国证券报,2013年1月7日)

## 四部门联合发文规范地方政府融资

由财政部、发改委、人民银行和银监会联合下达的《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》(下称《通知》),对地方政府的融资行为进行了多重规范,尤其对于借道信托、保险等非银金融机构的公益性项目融资,则直接发出了禁令。

### 城投债供给压力加剧

据中央国债登记结算公司统计,2012年全年,银行间债券市场发行的城投类债券(不包括定向工具)累计达到6368亿元,同比增长148%;占银行间市场当年发行总量的比例达11%,同期上升7%。

《通知》要求,严禁地方政府直接或间接吸收公众资金违规集资,规范地方政府以回购方式举借政府性债务,加强对融资平台公司注资行为管理,重申公益性资产不得注入,并严限土地资产注入,同时坚决制止地方政府违规担保承诺。

值得注意的是,《通知》大幅收紧了平台公司的表外融资,旨在控制其与影子银行体系的关联。《通知》称,平台公司因承担公共租赁住房、公路等公益性项目建设举借需要财政性资金偿还的债务,除法律和国务院另有规定外,不得向非金融机构和个人借款,不得通过财务公司、信托公司、基金公司、金融租赁公司、保险公司等直接或间接融资。

### 城投债成本或上升

对于投资者而言,供给压力虽然利空,但是《通知》同时起到了规范作用,有利于提高城投债资质,推动城

投债市场的良性发展。

《通知》可能使得提升融资平台资质的难度加大,担保和回购方面的限制可能导致提升债项评级的难度加大,因此未来融资平台和城投债的评级可能更贴近其实际资质。

未来城投债的发行票面重心可能上移,一级市场利率的上行和潜在的信用风险会带动二级市场现有债券的收益率同步上行。低评级融资平台发债难度可能增加,大部分融资平台的融资成本可能上升。

《通知》或导致存量项目未来通过发债滚动资金时支付较高成本,部分项目的资金续接甚至可能出现困难,也可能使得地方政府由于资金限制降低投资力度,从而使得经济复苏的力度与可持续性存疑,未来出现信用风险的可能性加大。

(摘自第一财经日报,2013年1月8日)

## 交易商协会出台信用评级自律指引

为规范信用评级业务,中国银行间市场交易商协会(下称“交易商协会”)正式发布了《非金融企业债务融资工具信用评级业务自律指引》(下称《评级指引》)。这是我国银行间市场首个针对信用评级业务的自律制度。

### 整治评级业乱象

自2005年短期融资券推出以来,我国信用评级业务发展迅速。数据显示,截至2012年9月30日,主要评级机构已累计对6683只债券市场产品进行信用评级,其中债务融资工具4242只,占比63.47%,已成为我国评级行业的主要业务来源。

“信用评级市场无序竞争、公信力不强等问题,制约了债券市场的进一步健康发展。”交易商协会相关负责人说,特别是“以价定级”或“以级定价”等不良现象时有发生,严重地影响了投资者对信用评级行业的信任度。

据介绍,《评级指引》以债务融资工具信用评级业务为约束对象,以信用评级机构为主,包括受评企业、评级业务委托方、评级结果使用方等主体与信用评级业务相关的行为都在约束范围内;保证信用评级独立性、增强评级质量控制和提高评级透明度的基本理念贯穿始终。

面对日益突出的级别竞争、级别招标等不良现象,《评级指引》双管齐下,不仅要求评级机构“洁身自好”,也对发行人、投资人和其他相关方维护评级独立提出原则性要求。

具体上,交易商协会要求评级机构严格将市场拓展和评级业务分离,禁止信用评级机构采取低于行业公允价格、级别保证和诋毁同业等不正当竞争手段承揽业务。

### 鼓励开展双评级

为进一步遏制行业恶性竞争,交易商协会此次在《评级指引》中明确了鼓励开展双评级的态度,并建议先在部分产品或发行主体应用双评级,逐步过渡到全产品全发行主体。

不仅如此,交易商协会提倡,应由不同收费模式的评级机构对同一受评对象同时进行评级。这意味着,作为国内首家实行投资者付费模式的评级机构,交易商协会旗下的中债资信评估公司将迎来新的发展机遇。

据交易商协会相关负责人解释,对于发行人而言,双评级可能会增加企业的评级费用,但促进了投资者对发行人的了解,有利于降低债项发行难度,甚至可以节约融资成本。

在制度和组织建设上,《评级指引》要求信用评级机构建立健全利益冲突管理的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。

(摘自第一财经日报,2013年1月9日)

## 证券业协会正酝酿成立评级公司

据《财经》记者了解,目前中国证券业协会正在酝酿发起成立一家评级公司,其业务范围将定位于证监会下辖上市公司相关业务评级,此举或再度引发市场对评级公司独立、公正、潜在利益冲突等方面的质疑,加剧市场分割。

过去中国信用评级监管职能分散在央行、发改委、银监会、证监会等部委,监管面临部委间利益割裂,无法统一。直到2011年底,国务院明确央行作为信用评级的核心监管部门,并成立央行牵头的部级协调机制。即便如此,与中国债券市场割裂的局面类似,监管协调的难度可想而知。监管分割导致监管标准不统一,监管套利,缺乏有效的监管协调和市场沟通。

标准普尔大中华区总裁周彬亦认为,信用评级最基本功能是让信息更加公开、透明。对于评级机构而言,历史数据的积累尤为重要,当信用评级经历了一个完成的经济、市场周期后,其价值才能得以充分体现。市场选择哪个评级机构,应该更多是市场主体自我选择,监管则在其中起到引导和确保市场有效运作的作用。

长远来看,规范发展信用评级,要拓展债券市场的深度和广度,充分发挥市场机制的作用,建立通过违约率来验证评级机构评级质量有效性的体系,树立信用评级公信力和声誉。2012年底,全国人大财经委员会副主任委员吴晓灵曾表示,没有债券市场违约,评级机构无法找到科学的评级方法和数据,只有容忍违约显性化,方能培育出成熟的投资者、健全的信用评级制度。

(摘自《财经》杂志,2013年1月14日)

## 统计局公布2012年国家宏观经济数据

初步核算,2012年全年国内生产总值519322亿元,按可比价格计算,比上年增长7.8%。分季度看,一季度同比增长8.1%,二季度增长7.6%,三季度增长7.4%,四季度增长7.9%。分产业看,第一产业增加值52377亿元,比上年增长4.5%;第二产业增加值235319亿元,增长8.1%;第三产业增加值231626亿元,增长8.1%。

农业生产稳定增长,粮食总产量比上年增长3.2%;工业生产缓中趋稳,规模以上工业增加值按可比价格计

算比上年增长10.0%;固定资产投资较快增长,固定资产投资(不含农户)比上年名义增长20.6%(扣除价格因素实际增长19.3%);市场销售稳定增长,社会消费品零售总额比上年名义增长14.3%(扣除价格因素实际增长12.1%);进出口增速回落,进出口总额比上年增长6.2%,出口增长7.9%,进口增长4.3%,顺差2311亿美元;居民消费价格涨幅回落,全年居民消费价格比上年上涨2.6%,涨幅比上年回落2.8个百分点。其中,城市上涨2.7%,农村上涨2.5%;城乡居民收入稳定增长,全年城镇居民人均总收入26959元。其中,城镇居民人均可支配收入比上年名义增长12.6%。全年农村居民人均纯收入比上年名义增长13.5%;货币供应量平稳增长,12月末,广义货币(M2)余额比上年末增长13.8%,狭义货币(M1)余额增长6.5%,流通中现金(M0)余额增长7.7%。12月末,人民币贷款余额62.99万亿元,人民币存款余额91.74万亿元。全年新增人民币贷款8.20万亿元,比上年多增7320亿元;新增人民币存款10.81万亿元,比上年多增1.17万亿元;人口与就业形势总体稳定,2012年末,中国大陆总人口(包括31个省、自治区、直辖市和中国人民解放军现役军人,不包括香港、澳门特别行政区和台湾省以及海外华侨人数)135404万人,比上年末增加669万人。

(摘自国家统计局网站,2013年1月18日)

## 欧盟出台法规规范评级机构

当地时间1月16日,欧洲议会投票通过关于规范评级机构的法规,该法规重在限制评级机构的评级次数和发布时机。欧盟此举被认为是正式向三大国际评级机构“宣战”。

欧债危机爆发以来,标准普尔、惠誉、穆迪三大国际评级机构对欧洲各国主权评级的调降,一直被视为是一种落井下石的行为,受到欧盟各国政府的指责。而在不断质疑三大国际评级机构的同时,设立欧盟自己的评级机构成为欧盟各国政府的共识。

欧洲议会通过的规范评级机构的法规要求,评级机构对欧盟成员国主权债务信用进行未经请求的评级次数为每年不得超过3次,且发布日期需在前一年年末公布。此外,评级结果应在欧盟境内市场休市后或在第二天重新开市前一小时发布。法规对评级机构持有被评级机构股份的数额进行限制,以防范利益冲突。法规禁止评级机构持有股份比例超过10%,同时规定评级机构如果持有被评级机构的股份5%以上,就必须进行公示。

上海财经大学现代金融研究中心副主任奚君羊在接受《国际金融报》记者采访时认为,限制评级机构调整评级的次数的做法并不合理,“发布评级是评级机构可以自主决定的事,是其对市场情况进行观察、分析之后的结论。监管机构可以对评级机构发布的结果进行核实、调查,一旦发现问题可以进行处罚。但是,监管机构或政府并没有权力出于自身利益的考量及方便行事而剥夺评级机构发布评级的权力。”

欧洲议会还呼吁,欧盟境内的信贷机构与投资公司加强信用评价能力,以减少对评级机构的依赖,同时呼

吁欧盟委员会考虑设立欧盟自己的评级机构的方案。而到2020年欧盟的法律法规将停止引用外部的评级,同时欧盟的金融机构也不必在被降级时自动出售资产。这对于三大国际评级机构而言,无疑是沉重的打击,意味着他们将失去欧洲市场。

但奚君羊看来,将评级赶出欧洲并不是最好的方案,打破当前评级格局或更为有效。“当前全球基本就是三大国际评级机构独大的局面,因此鼓励更多有条件的机构来参与评级市场,更充分的竞争能促使评级市场更健康的发展,进而有利于金融市场的发展。”奚君羊表示,“不仅是欧盟,亚洲、南美等也都可以鼓励符合条件的机构成立评级机构。”

(摘自国际金融报,2013年1月18日)

## 工信部牵头九大产业兼并重组

中国12家中央政府部门22日联合下发加快推进重点行业兼并重组的通知,明确了到2015年的行业集中度目标。这预示着,在接下来的两年时间中,九大行业的格局将发生变化。

通知中涉及到的九大行业分别是:汽车、钢铁、水泥、船舶、电解铝、稀土、电子信息、医药和农业产业化龙头企业。

工信部总工程师朱宏任说,这九大行业共同的特征是行业规模效应显著,但产业集中度不高,企业小而散。工业和信息化部负责牵头组织协调企业兼并重组工作。

根据规划的目标,到2015年,汽车行业前10家整车企业产业集中度达到90%,形成3-5家有国际竞争力的大型车企;钢铁行业前10家企业集团集中度达到60%;水泥行业达到35%;船舶行业达到70%以上;电解铝行业达到90%。

历史数据显示,2011年,汽车、钢铁、水泥、船舶行业前10大企业产业集中度分别为87%、49.2%、26.5%、47.7%,距离2015年目标尚有一定距离。

据媒体报道,九大行业共涉及900家左右上市公司,占到目前A股上市公司的一半。

通知说,通过推动重点行业企业兼并重组,加快国有经济布局和结构的战略性调整,促进非公有制经济和中小企业发展。

(摘自中国网,2013年1月23日)

## 保监会拟修险企发行次级债规则

中国保监会23日在其网站上发布消息称,为适应保险市场的发展、提高保险公司抵御风险的能力,保监会拟将《保险公司次级定期债务管理办法》中的第五条修改为:“保险集团(或控股)公司募集次级债适用本办法”,并就该修改方案公开征求意见,意见反馈截止时间为2013年1月28日。曾向保险集团公司紧闭的次级债发行大门终于有望再次打开,这一拓宽融资渠道的新政策或将缓解保险业日益紧迫的资金需求。

据了解,目前保险公司的融资渠道主要是股东注资、

资本市场IPO和再融资、发行次级债以及其他创新方式,其中股东注资不适合大的保险公司,而股市融资取决于资本市场的走势,创新方式目前仍在探索中。因此,对保险公司而言,发行次级债是相对简便的资本补充方式。而且目前保险公司发行的次级债,一般5年平均利率为5.5%,加上发行成本,整体成本不高于6%,这也在保险公司的可承受范围内。

另据公开数据显示,2009年、2010年、2011年获批保险公司次级债融资分别为145亿元、208.5亿元、577.5亿元。在刚刚过去的2012年,“股债双杀”的行情使得整个保险业遭遇“寒冬”,保险公司的承保业务增速明显放缓,加之投资浮亏导致偿付能力告急,保险公司纷纷发债融资,整个行业全年发行次级债融资额高达945亿元,同比增长近翻番。

值得关注的是,为防范风险,《保险公司次级定期债务管理办法》中明确规定,未偿付次级债本息额不得超过上年度末经审计净资产的50%。有媒体报道称,目前四家上市公司发债占比净资产已接近监管红线,其中,平安寿险发行次级债占比为43%、太保寿险占比50%、新华保险占比47%、中国人寿占比40%,因此,监管层希望放开保险集团公司发行次级债的闸门,通过集团发债融资给予子公司。

专家表示,新规是顺应金融混业趋势、放松保险公司资本监管的体现。近期基金销售、基金募集牌照对保险和资管公司放开,五大国有银行完成了保险业布局,跨行业的金融控股集团在将来会更多出现在市场上。在此背景下,新规给予了金融集团依靠综合资本实力统一发放次级债的可能。

(摘自金融时报,2013年1月24日)

## 超日太阳涉嫌信息披露违规遭立案调查

上海超日太阳能科技股份有限公司(以下简称“超日太阳”)23日的“2013年首次债券持有人会议”发生混乱状况,债务解决方案未达成共识。但超日太阳常务副总裁陶然表示,公司正积极联系变卖海外电站,将在今年3月按时付息约8900万,同时正在积极寻求外部支持。同日晚间超日太阳发表公告,称公司2013年1月22日收到中国证监会上海稽查局《调查通知书》。因公司涉嫌未按规定披露信息,根据《中华人民共和国证券法》的有关规定,决定对公司立案调查。

2013年1月18日,超日太阳对2012年业绩预告进行修正,称预计2012年将亏损9至11亿元。另外,超日太阳18日发布的关于流动性风险化解方案的公告称,截至公告日,多家供应商因货款清偿事项提起诉讼,涉及货款1.6亿元左右;多家银行因贷款逾期提起诉讼,涉及贷款3.5亿元左右;其他债权人因贷款事宜提起诉讼,涉及贷款1亿元左右。

(摘自中国证券报,2013年1月24日)

## 美众议院通过债务上限延至5月19日议案

美国国会众议院23日投票通过了短期调高公共债务上限议案，允许美国财政部继续发行国债以维持联邦政府运营至5月19日，这标志着美国联邦政府短期内“断粮”的风险有望解除。

美国联邦政府的举债额度实际上已在去年底触及16.4万亿美元上限，美财政部目前正采取临时性措施来维持联邦政府运营，但联邦政府资金将在2月中旬到3月初用尽。调高公共债务上限相当于美国国会为财政部发行国债设置了一个需要不定期审批的“弹簧门”。

根据美国联邦政府的正常预算审批流程，参众两院要在4月15日之前将最后商定的预算议案版本提交总统签署生效。

(摘自华尔街见闻，2013年1月24日)

## 证券业协会筹备机构间债券市场

继银行间债券市场和交易所债券市场后，深圳一家国有券商负责人透露，证券业协会相关负责人近日和中国证监会主席助理张育军在深圳调研券商时称，协会正在筹备机构间债券市场，通过券商发债后可到机构间市场进行挂牌交易。

但并未提及机构间市场的框架和具体筹备情况。深圳一家基金公司的投资总监认为，协会筹备的机构间市场应该是以券商作为主体，包括基金等机构，这将可能会打破目前一家独大的银行间市场局面，不过短期内难以撼动银行间市场的主体地位。

日前由中央国债登记结算有限责任公司发布的“2012年度投标认购债券总量机构排名(不包括中央银行票据)”榜单显示，前20名当中有10家券商和10家银行各占半壁江山。“如果考虑基金的购买量，机构间市场的占比可能更高，在目前银行承销占主导的情况下基金的投标大部分还是通过银行。”一位债券基金经理说。

(摘自经济观察报，2013年1月28日)

## 信用债发行有望采用竞争性定价新模式

多位市场人士29日向中国证券报记者证实，银行间市场交易商协会常务理事已确定，即将采用一项全新的信用债发行定价机制，即取消信用债发行价格在“估值中枢上加价”的原有定价模式，采取一级市场所有意向机构对信用债发行利率竞争性报价的方式，进行信用债票面利率定价。

上海某券商资深固定收益交易员表示，新的定价模式取消了原有的加点模式，改为面向全市场的竞争性利率招标，类似于目前利率债的发行定价方式。目前银行间市场交易商协会每周公布主要期限和信用评级的短融、中票参考定价估值，主承销商依据该估值定价加上一定点差，确定信用债的发行利率。

由于参考定价估值水平基本与二级市场相同期限、相同等级、相当资质的信用债二级市场收益率水平相当，

实际发行定价的“加点”在一定程度上成为承销商在二级市场抛券的“无风险收益”。该交易员表示，新的信用债定价机制意味着抹去这部分“无风险收益”，令更多的真实需求方参与一级市场，既有利于发债企业降低融资成本，也有利于各类交易和配置型机构更直接地提升投资收益。

另有市场人士表示，新的信用债发行定价方式较接近新股IPO中的询价机制，在推出后将促使不同发债主体的发行利率水平出现较大分化，显著提升低资质信用债在利率定价上对投资者的风险补偿。

(摘自中国证券报，2013年1月30日)

## 证监会研究放开私募中票等投资品种

保险业翘首以盼的十多项投资新政悉数出炉。不过，来自保险业投资高管们的呼声是：“开渠”之后多放水，期盼未来有更多投资品种向保险资金开闸。

本报从权威渠道获悉，证监会正在积极研究，适时开放私募中票、国债期货、RQFII、证券公司集合资产管理计划等投资品种。

“在前几批保险投资新政出炉后，证监会很想听听业界的反馈和建议。于是，证监会悄然下发了《关于反馈保险资金运用监管政策执行情况的通知》，要求保险机构全面梳理新政执行中遇到的实际难题。”据知情人士透露，截至去年12月中旬，证监会共收到90家保险机构的402条反馈意见和建议。

从本报记者采访了解的情况来看，保险机构提出的建议主要集中在以下两个方面：新增投资产品、渠道及范围的进一步明确，以及放开更多投资品种及范围。

下一步，证监会还将继续研究保险资金购买证券公司集合资产管理计划，以及保险机构与证券投资基金管理公司及其子公司开展“一对多”的特定客户资产管理等业务。

“可以说，这一轮的保险投资创新大幕已经拉开，下一步将是对现有新政的进一步完善与细化，包括继续增加细分的投资品种，扩大可投资行业范围等。”上述人士分析说。

(摘自上海证券报，2013年1月30日)

## 证监会筹建公司管理私募市场

为私募产品提供备案和产品监测的中证资本市场发展监测中心有限公司(下称“中证监测”)正在筹备设立。

中国证券业协会网站消息显示，中证监测将组织开展私募市场监测和自律管理工作，组织建设机构间市场，服务于多层次资本市场建设和发展，推动证券公司发展私募股权、私募债券、资产管理和金融衍生品交易业务。

经营范围包括，提供私募产品和私募业务备案、营销材料审查服务；提供私募产品和私募业务监测、统计分析服务；提供首次公开发行股票(IPO)询价对象和询价业务监测、统计分析服务；建设、维护、运行私募市场信息监控系统；监控、评估私募市场运行状况，配合

处置私募市场风险事件；私募市场和私募业务的研究、分析、调查与咨询；中国证券业协会授权的业务；经中国证监会依法批准的其他业务。

据了解，中证监测是经中国证监会批准筹建并授权中国证券业协会管理的证券类金融机构。中证监测注册地预计在北京，注册资本拟为20亿元，将由上海证券交易所、深圳证券交易所、上海期货交易所、中国证券登记结算有限责任公司和中国金融期货交易所股份有限公司共同出资设立。

(摘自东方早报，2013年1月30日)

## 国开行接手远东资信

据消息，1月30日，上海联合产权交易所一位人士告诉记者，目前，远东资信83%股权已经成交，购买方为一家国资企业，且已经缴纳1800万保证金，但没有透露具体企业名称。

记者从一家全国性评级公司负责人处独家获悉，将远东资信收入囊中的为国家开发银行，“收购后，国开行应会申请复牌远东资信部分债券品种的评级牌照。目前我国已经有6家全国性信用评级公司，还有2家在申请评级资质，债券评级业竞争将进一步加剧。”

据悉，2006年福禧债事件发生后，作为其评级机构的远东资信部分债券业务处于监管机构要求暂停的状况，业务萎缩严重。此后，几乎退出了与其他几家信用评级公司的竞争。

“远东资信此次被转让，可谓是因祸得福。在国开行背景下，部分评级资质复牌指日可待，背靠国开行巨大客户资源，也将获取不菲的业务支持。”某知情人士称。

(摘自21世纪经济报，2013年1月31日)

## 《征信业管理条例》正式发布

1月21日，国务院总理温家宝签署国务院令，公布《征信业管理条例》，自2013年3月15日起施行。这标志着酝酿十年的征信行业法规条文正式出台，我国征信业步入有法可依轨道。

央行征信管理局局长王煜30日透露，3月15日起实施的《征信业管理条例》属于原则性法规，下一步央行将制定实施包括《征信机构管理办法》、个人及企业征信业务管理办法在内的多项配套规定。

“征信业是市场经济中提供信用信息服务的行业，相比发达国家，我国征信行业发展属起步阶段，目前我国有包括人民银行征信中心在内的数家征信机构。”央行相关负责人称。

上述负责人指出，《条例》的出台，一方面解决征信业管理无法可依的问题。明确征信业监督管理部门的职责及其管理对象、管理措施和管理手段，有利于加强对征信市场的管理，规范征信业的健康发展。另一方面解决征信市场中信息采集、使用不规范等问题。再者，解决征信市场整体发展水平较低的问题。促进形成各类征信机构互为补充、依法经营、公平竞争的征信市场格局，

满足社会多层次、全方位、专业化的征信服务需求。

对于悬而未解的中小企业“融资难”，《条例》的出台也有助于缓解这一难题。上述负责人说，众所周知，信息不对称是影响中小企业融资的一个重要因素，通过征信服务，一方面有助于提高中小企业的信息透明度，提高中小企业获得融资的可能性；另一方面有助于发展中小企业的信用价值，提高其获得融资的额度，支持有信用、有效益的中小企业发展。

另据央行征信中心党委书记王晓明30日介绍，央行征信中心金融信息基础数据库运营8年来，已收录1800多万户企业和8亿多自然人的信用信息。

(摘自上海证券报，2013年1月31日)

## 央行发布2012年金融市场运行情况

2012年，我国金融市场继续保持平稳运行。债券市场快速发展，在实施国家宏观经济政策、优化资源配置、加大金融支持实体经济力度等方面发挥了重要作用。2012年，债券发行总量稳步扩大，公司信用类债券发行规模大幅增加，债券融资在直接融资中的比重增加显著；银行间市场交易活跃，货币市场利率下降；银行间市场债券指数上行，收益率曲线整体平坦化上移；机构投资者稳步增长，类型更加多元化；股票市场指数总体上行，市场交易量有所萎缩。

### 债券发行规模稳步扩大

2012年，债券市场累计发行人民币债券8.0万亿元，同比增加2.4%。与去年相比，公司信用类债券发行量增加显著。截至2012年末，债券市场债券托管量达26.0万亿元，其中，银行间市场债券托管量为25.0万亿元，同比增加16.7%。

2012年，财政部通过银行间债券市场发行债券1.7万亿元(包括地方政府债券2500亿元)；国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行在银行间债券市场发行债券2.1万亿元；商业银行等金融机构发行金融债券4034亿元；资产支持证券试点范围进一步扩大，5家金融机构先后获准在银行间市场发行资产支持证券，总计193亿元。公司信用类债券呈加速发展态势，全年共发行公司信用类债券3.6万亿元，同比增加60.1%，其中超短期融资券5822亿元，短期融资券8356亿元，中期票据8453亿元，中小企业集合票据100亿元(含中小企业区域集优票据29亿元)，非公开定向债务融资工具3759亿元，非金融企业资产支持票据57亿元，企业债券6499亿元，公司债券2508亿元。

2012年，银行间债券市场发行期限结构依然以中短期债券为主。期限5年以内的债券发行量占比42.3%，比2011年下降10.6%；期限5年(含)到10年的债券发行量占比39.2%，比2011年增加9.4%；期限10年(含)以上的债券发行量占比18.5%，比2011年上升1.2%。

### 市场成交量同比大幅增加，债券指数总体上行

2012年，银行间市场累计成交263.6万亿元，同比增加34.2%。其中同业拆借累计成交46.7万亿元，同比

增加 39.8%；债券回购累计成交 141.7 万亿元，同比增加 42.4%；现券成交 75.2 万亿元，同比增加 18.2%。

2012 年，债券指数总体呈现上行走势。全年来看，银行间市场债券指数由年初的 139.78 点升至年末的 144.68 点，上升 4.9 点，升幅 3.51%；交易所市场国债指数由年初的 131.44 点升至年末的 135.79 点，上升 4.35 点，升幅 3.31%。

(摘自中国人民银行网站，2013 年 2 月 1 日)

## 评级小贴士



### 信用评级的简单定义

也称为资信评级，由独立的信用评级机构对影响评级对象的诸多信用风险因素进行分析研究，就其偿还债务的能力及其偿债意愿进行综合评价，并且用简单明了的符号表示出来。



### 信用评级的分类

评级业务的种类可按多种标准划分，其中按评级对象的种类划分时，与评级对象的种类一致。除此之外，评级业务种类的划分还有以下几种：

#### (1) 国际评级 (IR 或 GR) 和国内评级 (DR)

根据评级结果的可比性，评级可分为国际评级和国内评级两种。国际评级的评级结果全球可比，国内评级的评级结果仅国内相对可比。

#### (2) 本币评级 (LCR) 和外币评级 (FCR)

根据币种，评级结果可分为本币评级和外币评级两种。在本地货币情况下的评级为本币评级，在国外货币（如美元、欧元和日元等）情况下的评级为外币评级。

#### (3) 公开评级和委托评级

根据评级信息取得的渠道，评级可分为公开评级和委托评级两种。公开评级是利用公开信息开展的评级，委托评级是利用公开信息和内部信息开展的评级。

#### (4) 长期评级 (LTR) 和短期评级 (STR)

根据评级是考虑的时间跨度，评级可分为长期评级和短期评级。长期评级是指考虑期限在 1 年以上的评级，短期评级是指考虑期限在 1 年以内的评级。

#### (5) 首次评级和跟踪评级

根据对同一被评对象的评级先后次序，评级可分为首次评级与跟踪评级。首次评级是评级机构对评级对象的初次评级。跟踪评级是评级机构在完成初次评级后，对评级结果变化情况的跟踪过程。



### 信用评级的基本原则

我国于 2006 年颁布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》第 2 部分《信用评级业务规范》中明确规定了“信用评级基本原则”。

#### (1) 真实性原则

评级机构在评级过程中，必须保障评级基础数据和基础资料的真实与准确，应按照合理的程序和方法对评级所收集的数据和资料进行分析与核实，并按照合理、规范的程序审定评级结果。

#### (2) 一致性原则

评级机构在评级业务过程中所采用的评级程序、评级方法应与机构公开的程序和方法一直。评级作为信用风险衡量的标准，对各种风险的度量一定是可以比较的，这样才能成为不同信用产品评价的基础，信用才能进行市场交易。因此，评级机构所采用的评级基础数据、评级指标口径与评级标准等都要前后一致。

#### (3) 独立性原则

评级机构的内部信用评审委员会成员、评估人员在评级过程中应保持独立性，应根据所收集的数据和资料独立做出评判，不能受评级对象（发行人）及其他外来因素的影响。该原则也要求消除评级机构与被评对象（发行人）之间的利益冲突。

#### (4) 客观性原则

评级机构的评估人员在评级过程中应做到公正，不带有任何偏见，要根据基础数据和基础资料并运用自己的知识和经验做出客观、公正、公平的评级。

#### (5) 审慎性原则

在信用评级资料的分析过程和做出判断过程中应持谨慎态度，特别是对定性指标的分析 and 判断时。在分析基础资料时，应准确指出影响评级对象（发行人）经营的潜在风险，对评级对象（发行人）某些指标的极端情况要做深入分析。

# 十九国主权信用评级结果对比分析

李丹 聂逆 伦杭 宿夏荻

为了更好地服务于我国投资者走出去、提高我国评级机构的国际影响力以及打破国际评级业寡头垄断的局面，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）自2012年5月首次发布主权信用评级结果以来，已先后对外公布了包括美国、德国、澳大利亚、中国、日本等共19个国家的主权信用评级结果。其中，信用等级为AAA级的国家7个，AA类级的国家7个，A类级的国家3个和BB类级的国家2个。联合评级是国内第二家主动开展主权信用评级的评级机构，同时也是国内唯一一家对外发布全文评级报告的评级机构。从评级结果上看，联合评级给予的国家主权信用等级略高于国外三大评级机构，主要是因为联合评级采用了自主的评级方法，并更多地考虑了信用评级的本质。按照联合评级的评级规则，在今后的持续跟踪评级过程中，联合评级将会随时根据主权信用状况的变化对评级结果进行调整。本文主要阐述了联合评级的国家主权信用评级方法要点并对这19个国家的评级结果进行了比较分析。

## 一、主权信用评级的基本含义

主权信用评级是信用评级机构对主权政府（国家或地区）信用质量的评估，而不是评判国家风险程度或国家综合国力的简单排序。从信用评级角度，主权信用评级反映的是我们对于主权政府将来及时足额偿付对非官方债权人债务的能力及意愿的评估，是对主权违约概率的前瞻性评估。对于主权发行的本、外币债券和票据，如果主权政府未能在到期日按规定偿付债务或者发生了债务重组等损害债权人利益的行为，则我们认定发生主权违约。如果主权政府未能按规定偿付公有部门、官方债权人或国际金融组织的债务以及未能履行担保义务并不构成违约，但这些信息会被作为政治或财政危机以及缺乏偿付意愿的信号纳入评级考量。

主权信用评级通常包括主权本币和外币的短期和长期的信用评级，是对主权本币和外币的短期和长期债务偿还能力的评定，并用特定和简明的符号表征。联合评级主权信用评级目前只包括主权的长期外币信用评级和长期本币信用评级，并均采用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C和D表示（具体含义见附表1）。一般而言，主权实体的绝大部分（甚至所有）收入都是以本币形式获取的，且在境内资本市场的融资能力很强；而偿还外币债务的资金只能从外汇市场购买或者借入，故外币债务偿还能力依赖于境内企业的外汇收入的创造能力、市场参与者兑换货币的意愿和特定情况下政府征收或调拨外币储备的能力。如果主权政府发生了不能足

额偿付债务的情形时，主权政府为了维护国家的稳定等因素会优先考虑偿还国内的本币债务。因此，通常情况下，主权本币信用等级不低于主权外币信用等级。

## 二、主权信用评级方法

联合评级在主权信用评级的定位上强调信用评级是为债权人揭示投资风险的评价参考工具，严格遵从财富总量、负债程度和创收保障能力三个核心评级要素影响主权信用体系安全的客观性本质。在具体的评级方法上，联合评级主要考量主权国家（或地区）的基本情况、宏观经济、结构特征、公共财政和外部融资等五个方面，并采用定性分析和定量分析相结合的方法进行评价，具体考虑的要素如下：

**国家概况：**主要包括自然条件、历史表现、政治风险、政府效能以及国家安全。自然条件主要考量自然资源及环境对国家经济发展的影响；历史表现主要是考量过去经济和政治的表现，以及历史上的违约记录表现；政治风险主要是考虑政权的合法性、稳定性和连续性，以考量经济政策的连续性、有效性以及国家偿还债务的意愿；政府效能考量政府的治理能力、号召力及处理突发事件的能力；国家安全主要是对有无战争、反动活动和民族矛盾来考量社会的稳定性。

**宏观经济政策和表现：**主要考量经济政策框架的适当性、经济增长速度和稳定性、以及经济发展的可持续性。通过对中长期以及完整经济周期中的经济表现的考量，分析经济实力和预测经济增长。基本的量化指标包括GDP总量、GDP增长率、通货膨胀率、失业率和汇率等。经济政策的适当性和可持续性保障经济平稳、持久发展的重要因素。

**结构特征：**主要通过分析经济结构、产业结构、人口结构、经济和金融的开放程度、银行系统的有效性等来判断经济增长潜力和收入增长空间，分析潜在风险特征。着重分析经济增长模式，人均GDP，国内储蓄水平，对外开放程度，经济发展的局限性，金融稳定性，以及实体经济与虚拟经济的匹配程度等方面。

**公共财政：**主要通过财政收支水平、政府债务规模及结构、财政政策的稳健性等方面衡量债务偿还的可行性。其中，政府债务规模是基础要素，政府债务承受度是关键要素。通过分析债务的构成、期限、利率水平和未来趋势等衡量政府的财政负担，并结合财政赤字水平、经常性财政收入、税务负担率、私人部门金融资产状况等进行分析，判定现有债务偿还能力和未来债务偿还的可行性。

外部融资：主要通过分析外部融资能力和外部债务的规模和结构以考量外债偿还的能力。主要分析因素包括外债规模、经常账户收入、国际投资头寸、贸易开放度、外汇储备、银行和货币国际化水平等要素，除外债偿还的可行性分析外，还对债务存在的外汇风险和外汇流动性风险的程度等受国际环境影响的要素进行分析。

### 三、主权信用评级结果

一直以来，美国评级机构以美国作为标准，用西方价值观来评定主权信用等级，一定程度上扭曲了信用评级为债权人揭示投资风险的本质作用。中国作为世界最大的债权国，除人均 GDP 较低外，其它各项经济指标是其它国家无法比拟的。回归信用评级本质，以中国作为衡量标准来界定各国主权信用等级是完全合乎我国投资者的利益。因此，我们给予了中国 AAA 级的长期本、外币主权信用等级，并综合各种因素，评定其它国家信用等级。

#### (一) AAA 级

##### 1、评级观点

在所评的 19 个主权国家中，长期本、外币主权信用等级为 AAA 级别的国家有 7 个，分别为加拿大、法国、英国、澳大利亚、德国、美国和中国。7 个国家中，除中国外，其余 6 个国家均为发达国家。

加拿大自然资源丰富，金融、法律、政治体系成熟完善，基础设施与投资环境优异，经济开放程度高，政府管理能力强，财政状况良好，赤字规模不断缩小。但加拿大经济增长主要由出口贸易带动，对外依赖程度较高，尤其受美国影响较大，政府债务负担重，外部债务规模不断扩大。

法国是世界第五大经济体。受 2008 年经济危机和欧债危机的影响，近几年法国经济增长缓慢、财政赤字攀升、债务规模不断扩大。但由于法国经济产业多样化且结构合理，政府对经济的宏观调控效果明显，总体经济稳定复苏，公共财政在中长期将逐步实现平衡。

英国是世界第六大经济体，人均 GDP 较高，英镑为全球储备货币。但近年英国经济增长缓慢，失业率较高，通货膨胀率逐年攀升，政府债务负担较重，财政赤字规模较大，外部债务负担较重。

澳大利亚农牧业发达，是全球主要的铁矿石、煤炭以及农牧业出口国家。近年来澳大利亚经济始终保持增长态势，社会较为稳定，人民生活较为富裕，政府债务相当于 GDP 的比重较低。但澳大利亚经济高度依赖资源类产品出口，易受外部经济的影响；经常性账户赤字增加了海外债务负担，净外债水平持续走高。

德国人均国民收入较高，出口优势明显，经济增长方式受外部经济的影响较大。受欧债危机的影响，德国政府财政支出和公共债务面临较大压力，公共债务相当于 GDP 的比重较高。

美国是世界最大经济体，拥有发达的市场经济体系。美元作为主要国际储备货币和国际贸易结算货币，使其外部融资较为便利。但近年来美国经济增速较慢，失业率高企。经济体系的结构性矛盾突出，经济增长对消费过度依赖，贸易逆差过大，财政状况不断恶化，债务负担严重，多次达到政府债务上限，政府偿债能力有所下降，外债偿付负担较重。

中国经济总体表现良好，增长势头强劲；中央政府债务水平低，财政赤字水平较低，财政状况强健；外债水平低，外汇储备规模很大，外部融资能力强，是全球几大净债权国之一，外债偿付风险很小；但地方政府的隐性债务规模庞大，银行系统的资产质量存在一定的恶化风险，两者均可能部分转化为主权债务。

#### 2、评级比较

七个 AAA 级国家均为世界重要经济体，GDP 总量位于世界前列。除澳大利亚外，六个国家均是世界十大贸易国之一，而澳大利亚是全球主要的铁矿石、煤炭以及农牧业出口国家，出口优势明显。七个国家的通货膨胀率均控制在较低水平（1.5%~4%），经济发展稳定。六个发达国家人均 GDP 位于世界最好水平（4~6 万美元左右），经济实力强。但金融危机前，由于这几个发达国家经济已处于稳定持续发展阶段，经济总量基数较大，经济增长率均处于较低水平。在金融危机中，除澳大利亚外，其他五国经济均受到严重影响并一度陷入衰退，失业率高企。虽然各国目前均走出衰退，但经济增长仍然较缓慢，并且有下行可能。联合评级认为这六个 AAA 级发达国家经济结构合理，产业发展均衡，经过一轮经济低迷期的调整后其经济将进一步恢复并继续保持增长。中国人均 GDP 较低，与其他同级别国家相差较大，但中国有较高的 GDP 总量，经济正处于高速发展阶段，经济增长率远高于其他六国，且失业率和物价水平良好，经济发展稳定。

在公共财政方面，七国的财政赤字规模在金融危机爆发后均呈现扩大趋势，其中英国和美国财政赤字较严重，中国和德国财政收支状况较好。目前，除中国实施积极的财政政策外，其他六国正采取谨慎的财政政策来

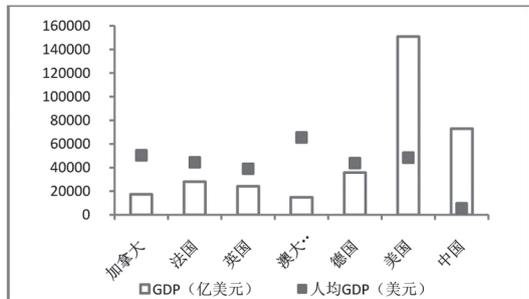


图 1 AAA 级国家经济发展水平

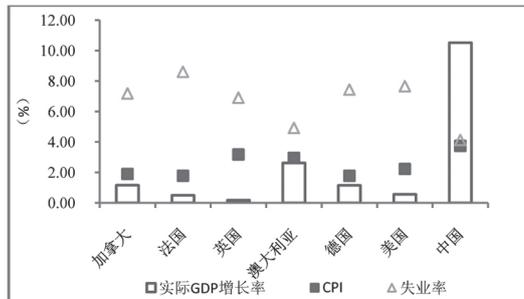
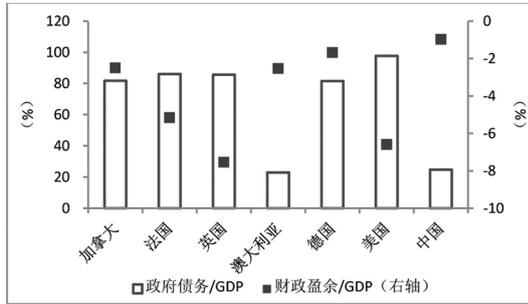


图 2 AAA 级国家经济表现

削减赤字、改善财政状况。金融危机后，七国政府债务不断攀升，但中国和澳大利亚的政府债务规模控制在25%以内的较低水平，而其他五国均上升到80%以上。



注：图1~图4数据均为2011年数据，其中实际GDP、CPI、失业率和财政盈余/GDP为2007~2011年的五年平均值，澳大利亚外汇储备/外部债务总额为2010年数据，具体情况见附表2，以下同。

图3 AAA级国家政府债务情况

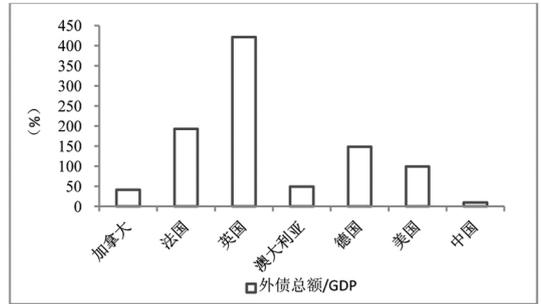


图4 AAA级国家外部债务情况

从外部债务来看，中国、加拿大和澳大利亚的外债规模较小，其中中国的外债总额只相

当于GDP的9.52%，且外债偿还保障能力很强。英国、法国、德国和美国的外债总额相当于GDP的比重均超过100%，特别是英国，外债总额相当于GDP的比重高达421%。但由于美元、欧元及英镑为国际三大储备货币，且上述四国政府债务的币种结构主要以国际储备货币为主，使其具有较强的外部融资能力和较高的融资灵活性。联合评级认为，作为世界重要经济体，七个AAA级国家的信用水平具有代表性，可以作为其他国家信用等级的参照。

## (二) AA级

### 1、评级观点

在所评的19个主权国家中，共有7个国家的长期本、外币信用等级被评定为AA类级别，具体级别见表1。

表1 AA类级国家等级情况表

主权	长期外币评级	长期本币评级
日本	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
沙特阿拉伯	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
韩国	AA	AA
俄罗斯	AA	AA
巴西	AA	AA
南非	AA <sup>-</sup>	AA <sup>-</sup>
墨西哥	AA <sup>-</sup>	AA <sup>-</sup>

日本是世界第三大经济体，经济、金融实力雄厚，国民生活水平高；是世界最大的债权国，境外资产雄厚，外债总额远低于其它发达国家。但日本经济增长乏力，财政赤字不断扩大，致使政府债务规模庞大，是工业化国家中政府负债率最高的国家。

沙特阿拉伯依靠巨额的石油收入，成为世界上最富裕的国家之一，人均国民收入较高。但沙特经济过渡依赖于石油部门，经济结构较为单一，政府目前正大力发展非石油部门，以改善经济结构；沙特的政府债务和外部债务均较低，且有较强的债务偿还能力。

韩国经济以出口为主导模式，长期保持着较高的增长率；财政状况良好，除2009年外，近五年均保持着财

政盈余；政府债务及外部债务负担均较低，但财政收入较低，政府或有较多隐含债务。

俄罗斯自然资源丰富，石油类产品出口优势明显，人均国民收入较高，政府债务及外债压力较小，但经济对石油类资源的依赖较强，易受国际石油市场价格波动的影响，且营商环境较差，通货膨胀常年维持在较高水平。

巴西资源丰富，经济具备一定的增长潜力；规范的财政体制保证了财政状况的健康、稳定；但其国家教育水平低下，贫富差距悬殊，基础设施落后；广义政府和公共部门债务负担较重；外部融资能力有待提高，外汇储备较为充足。

南非是非洲地区最大和最重要的经济体，拥有相对完善的市场经济体系；自然资源丰富，经济开放程度高，产业门类齐全且竞争力较强，但物价水平较高，失业率长期处于很高的水平；近年财政赤字扩大，政府债务规模上升；外债规模较小，但出口能力不强，外汇储备是其外债偿还的重要保障。

墨西哥是拉美地区主要经济体和世界主要贸易国之一，自然资源丰富，基础设施条件较好，经济开放程度高，政府债务规模较小。但墨西哥财政收入长期偏低，经常项目余额长期赤字，经济增长依赖石油出口，加之该国的贩毒产业导致社会安全稳定系数较低。

### 2、评级比较

鉴于上述国家的经济发展类型差异较大，我们将发达国家与新兴国家分别与同类AAA级国家进行比较。

日本与韩国经济发达，人均GDP较高，但均低于AAA级发达国家平均水平。日本经济增长缓慢，长期处于经济低迷、增长乏力的状态，近五年平均GDP增长率为-0.1%，低于AAA级发达国家的均值。日本是发达国家中政府负债率最高的国家，政府债务相当于GDP的比例高达212%，远高于其他发达经济体76%的平均水平。韩国由于对重化工业的培育以及出口主导型经济战略的实施，近年保持着较高的经济增长速度，但其人均GDP不到AAA级发达国家人均GDP平均水平的一半，经济实力相对不足。虽然韩国的财政收入水平相对较低，但政府债务总额与净额相当于GDP的比例远低于发达经济体的平均水平，并在2010年恢复了财政盈余，政府债务负担较轻。沙特阿拉伯各项经济指标均较好，但其经济结构单一，经济发展严重依赖石油出口，并且君主制

统治下的政治风险较大。

与中国相比，俄罗斯、巴西、南非和墨西哥在经济总量、经济增速及经济稳定性方面均逊于中国。俄罗斯、巴西和墨西哥均曾出现恶性通货膨胀，近五年俄罗斯、南非和巴西的CPI长期处于较高状态，而南非的就业形势最为严峻，近五年平均失业率高达24%。

在政府债务和外部债务方面，相较中国，巴西、南非和墨西哥的债务负担较重，财政收入对债务偿还的保障能力较弱。俄罗斯债务规模小于中国，且财政收入较高，但其财政收入主要依靠资源税，特别对石油的依赖较大，具有不稳定性。上述国家的外债规模均较低，但对外债偿还的保障能力均远低于中国。

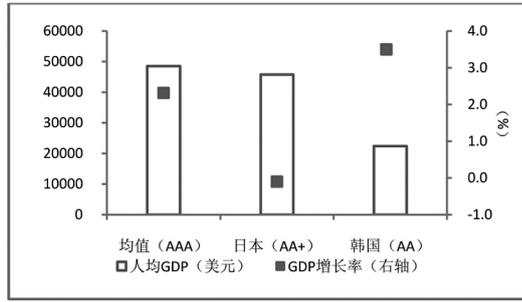


图5 AA级发达国家经济发展水平

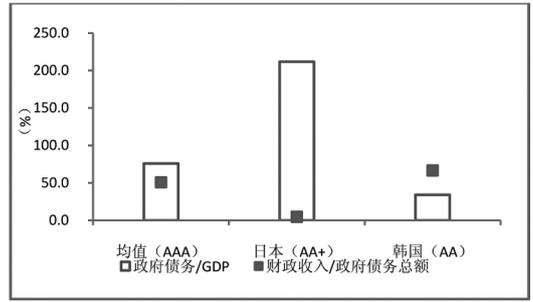


图6 AA级发达国家政府债务情况

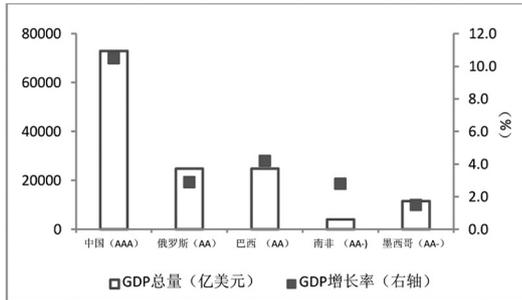


图7 AA级新兴国家经济发展水平

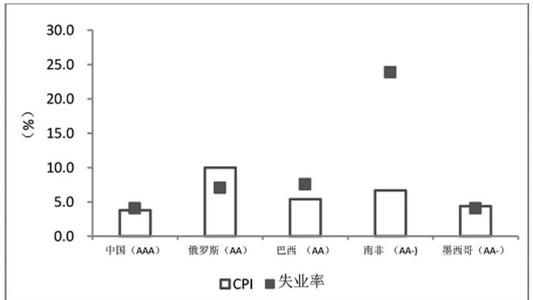


图8 AA级新兴国家CPI与失业率情况

(三) A级

1、评级观点

在所评的19个主权国家中，长期本、外币主权信用等级为A+级的共有三个国家，分别为意大利、印尼和印度。

意大利是世界第七大经济体，工业较为发达，但国家长期处于经济低迷、政治松散的状态。近年，意大利深陷金融危机和欧债危机之中，主权债务不断攀升，经济前景欠佳。意大利政府虽然进行了一些改革，但由于经济增长潜力不足，经济总体下行趋势明显，公共财政状况在短期内很难得到改善。

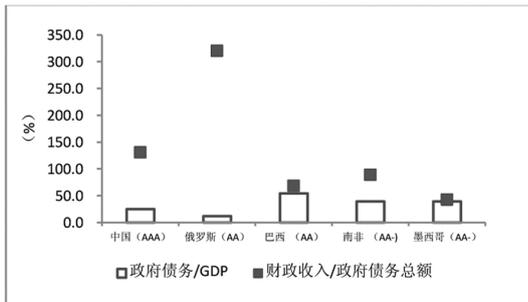
印尼近几年受外部环境的影响相对较小，经济增长较快，自然资源丰富，出口优势明显，政府债务及外债压力均不大。但印尼人均国民收入较低，产业结构有待优化，地区和城乡经济发展不平衡以及基础设施建设有待加强。

印度主要依靠内需拉动经济增长，受外部环境影

响相对较小，近年来经济增长速度位于世界前列，软件服务出口优势明显。但印度人均国民收入较低，政府稳定性较差，政府财政支出和公共债务压力较大。

2、评级比较

意大利是A类级别国家中唯一的发达国家，与同级



注：墨西哥外汇储备/外部债务总额为2010年数据。

图9 AA级新兴国家政府债务情况

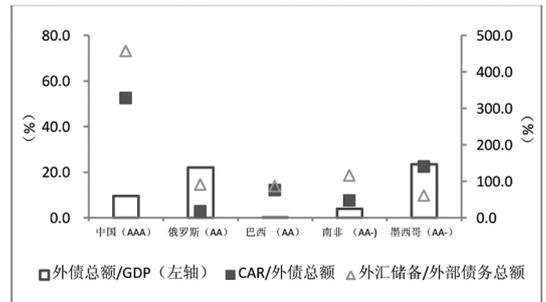


图10 AA级新兴国家外部债务情况

别的新兴国家状况有很大不同。意大利的产业结构及人均国民收入均处于较好水平，但较低的生产效率、较差的营商环境、较少的研究经费投入和高等教育质量不高等问题使其落后于高级别国家行列。意大利20年来经济总量仅增长7%，特别是近年受金融危机和欧债危机的影响，经济衰退严重，近5年GDP年平均增长率为-6%，失业率长期处于较高状态。意大利政府债务规模较大，相当于GDP的120.1%，公共债务总量排名世界第三、欧洲第一，并且呈现继续上升的趋势。意大利债务总量

远高于AA级国家（除日本外），且政府财政收入对债务的保障能力也低于AA级国家。意大利政府债务持有人中外国持有者的比例较高，存在较大的流动性风险。意大利外债规模也较大，相当于GDP的比例超过100%，高于所有AA级国家的水平，并且意大利出口竞争力不断下降，经常账户赤字不断扩大，外部融资状况恶化，经济前景不佳，其外债偿还的保障能力低于AA级国家。

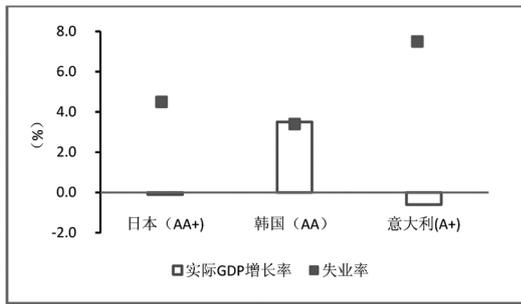


图 11 A级发达国家经济增长表现

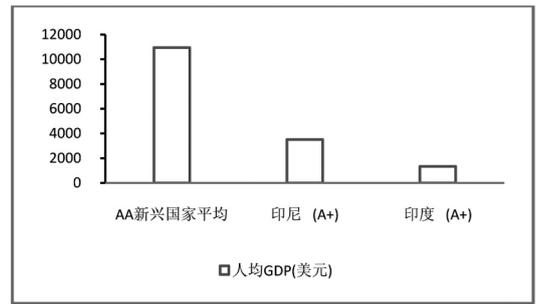


图 12 A级新兴国家人均GDP情况

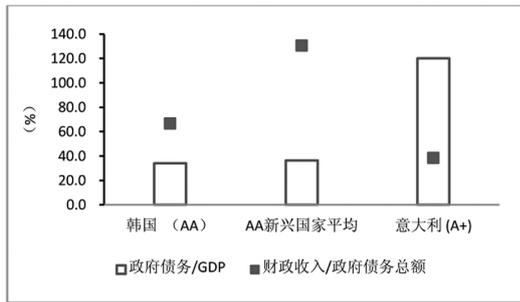


图 13 A级发达国家政府债务情况

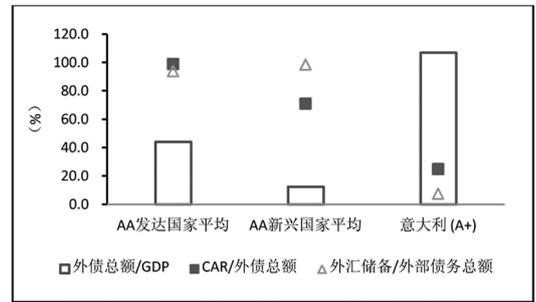


图 14 A级发达国家外部债务情况

印尼和印度作为新兴国家，近年经济增长较快。但在保持经济高速增长的同时，两国的通货膨胀水平和就业情况都不乐观。相比AA级新兴国家，印尼和印度虽然经济总量较大，但人均GDP较低，经济发展水平相对落后。近年，印度财政支出不断增加，导致财政赤字扩大，政府的融资需求不断增大，政府债务规模持续上升。印度财政赤字水平和政府债务规模均高于AA级新兴国家平均水平，且政府财政收入对其债务的保障能力低于AA级新兴国家平均水平。印尼虽然政府债务规模较小，财政状况较好，但其外债规模较大，高于AA级新兴国家平均水平，且外债偿还保障能力较低。

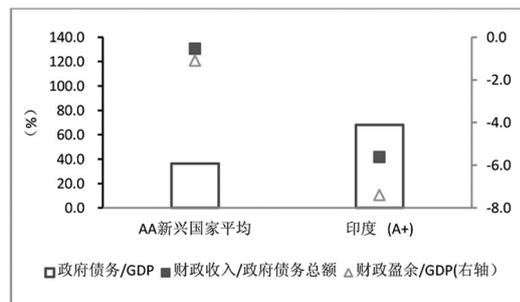


图 15 A级新兴国家政府债务情况

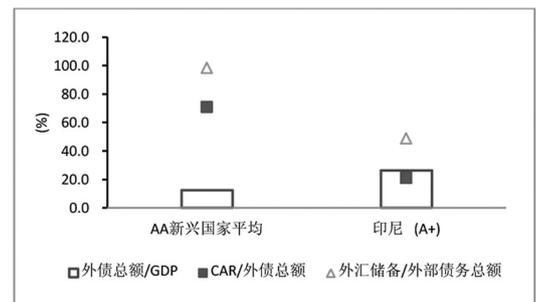


图 16 A级新兴国家外部债务情况

经济波动大，经济发展不平衡，历史上曾多次发生经济危机，经济产业结构有待调整，市场化改革有待进一步深化，特别是对外资的管理能力有待提升。

阿根廷资源丰富，农产品和矿产品在国际市场上具

备竞争优势，经济结构比较合理。但阿根廷政局不够稳定，政策持续性和一致性较差，政府治理能力不高；财政赤字规模具有扩大的趋势，政府债务规模较高，财政收入对政府债务的保障能力逐年增强；外部债务规模不大，外部融资能力和对外部债务的保障能力有待提高；历史上出现多次债务违约的情况，是全球主权违约记录较多的国家。

#### (四) 投机级别

##### 1、评级观点

在19个受评国家中，联合评级将土耳其和阿根廷的主权信用等级评定为投机级的国家，其中土耳其的长期外币信用等级为BB+，长期本币信用等级为BBB；阿根廷长期本、外币信用等级均为BB+。

土耳其是世界第17大经济体，已成为世界经济增长较快的新兴工业国家之一，公共财政状况良好，融资能力强，经济增长潜力较大。但土耳其政治稳定性较差，

##### 2、评级比较

近年，土耳其和阿根廷经济增速较快，但波动大，相比A级新兴国家，通货膨胀较严重，失业率较高。经济稳定性不足是两个国家评级不高的一个重要因素。与土耳其不同，阿根廷政府债务规模较大，但公共部门的

债务负担较轻。两个国家的财政收入增长迅速，对其债务的保障能力增强。但他们外债规模相比A级新兴国家较大，且出口能力不强，经常账户收入对于外部债务的保障能力较弱。土耳其的外汇储备较少，受外国资本冲击的

可能性较大，因此其外币信用等级低于本币信用等级。

从各家评级机构对19个国家的主权信用评级结果来看，对于AAA级别的国家，联合评级基本与其他评级机构给出的级别一致。对于中国的主权信用评级级别，联合评级高于其他所有评级机构给出的级别。联合评级认为中国作为世界最大的债权国，除人均GDP较低外，其它各项经济指标是其它国家无法比拟的，以中国作为衡量标准来界定各国主权信用等级是合乎我国投资者的利益。以中国为标杆，以评级的本质含义来评价，联合评级从审慎的角度评定各主权国家的本外币信用等级。因此联合评级给出的其他国家主权信用等级略高于其他

评级机构。

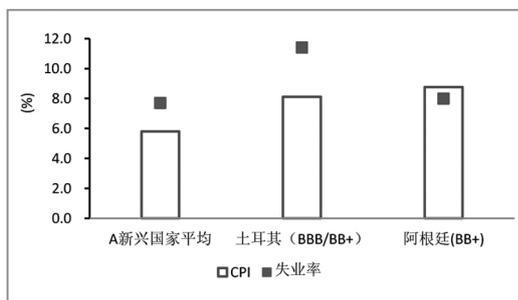


图 17 投机级国家CPI及失业率情况

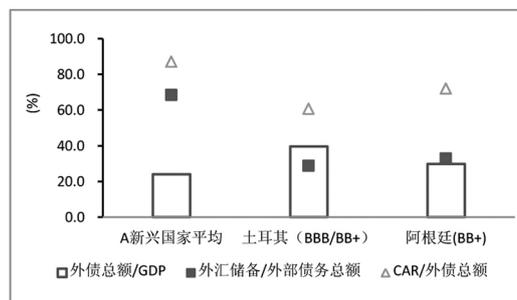


图 18 投机级国家外部债务情况

表 2 各家评级机构主权信用等级对比情况表

	标普		穆迪		惠誉		大公		中诚信		联合	
	长期外币	长期本币	长期外币	长期本币	长期外币	长期本币	长期外币	长期本币	长期外币	长期本币	长期外币	长期本币
加拿大	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AAA <sub>g</sub>	AAA <sub>g</sub>	AAA	AAA
法国	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	Aa1	Aa1	AAA	AAA	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	AA <sub>g</sub>	AA <sub>g</sub>	AAA	AAA
英国	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	AAA <sub>g</sub>	AAA <sub>g</sub>	AAA	AAA
澳大利亚	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AA <sup>+</sup>	AAA	AAA <sub>g</sub>	AAA <sub>g</sub>	AAA	AAA
德国	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	AAA	AAA
美国	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	Aaa	Aaa	AAA	AAA	A	A	AAA <sub>g</sub>	AAA <sub>g</sub>	AAA	AAA
中国	AA <sup>-</sup>	AA <sup>-</sup>	Aa3	Aa3	A <sup>+</sup>	AA <sup>-</sup>	AA <sup>+</sup>	AAA	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	AAA	AAA
日本	AA <sup>-</sup>	AA <sup>-</sup>	Aa3	Aa3	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
沙特	AA <sup>-</sup>	AA <sup>-</sup>	Aa3	Aa3	AA <sup>-</sup>	AA <sup>-</sup>	AA	AA	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
韩国	A <sup>+</sup>	AA <sup>-</sup>	Aa3	Aa3	AA <sup>-</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	AA <sup>-</sup>	AA <sub>g</sub> <sup>-</sup>	AA <sub>g</sub> <sup>-</sup>	AA	AA
俄罗斯	BBB	BBB <sup>+</sup>	Baa1	Baa1	BBB	BBB	A	A	Ag	Ag	AA	AA
巴西	A <sup>-</sup>	BBB	Baa2	Baa2	BBB	BBB	A <sup>-</sup>	A <sup>-</sup>	BBB <sub>g</sub> <sup>+</sup>	BBB <sub>g</sub> <sup>+</sup>	AA	AA
南非	BBB	A <sup>-</sup>	Baa1	Baa1	A	BBB <sup>+</sup>	A	A	Ag	Ag	AA <sup>-</sup>	AA <sup>-</sup>
墨西哥	BBB	A <sup>-</sup>	Baa1	Baa1	BBB	BBB <sup>+</sup>	BBB	BBB	BBB <sub>g</sub> <sup>+</sup>	BBB <sub>g</sub> <sup>+</sup>	AA <sup>-</sup>	AA <sup>-</sup>
意大利	BBB <sup>+</sup>	BBB <sup>+</sup>	Baa2	Baa2	A <sup>-</sup>	A <sup>-</sup>	BBB	BBB	BBB <sub>g</sub>	BBB <sub>g</sub>	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>
印尼	BB <sup>+</sup>	BB <sup>+</sup>	Baa3	Baa3	BBB <sup>-</sup>	BBB <sup>-</sup>	BBB <sup>-</sup>	BBB <sup>-</sup>	BBB <sub>g</sub> <sup>-</sup>	BBB <sub>g</sub> <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>
印度	BBB <sup>-</sup>	BBB <sup>-</sup>	Baa3	Baa3	BBB <sup>-</sup>	BBB <sup>-</sup>	BBB <sup>-</sup>	BBB <sup>-</sup>	BBB <sub>g</sub>	BBB <sub>g</sub>	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>
土耳其	BB	BBB <sup>-</sup>	Ba1	Ba1	BBB <sup>-</sup>	BBB	BB <sup>-</sup>	BB	BB <sub>g</sub>	BB <sub>g</sub>	BB <sup>+</sup>	BBB
阿根廷	B <sup>-</sup>	B <sup>-</sup>	B3	B3	B	B	B <sup>-</sup>	B	B <sub>g</sub>	B <sub>g</sub>	BB <sup>+</sup>	BB <sup>+</sup>

注：资料来源于各家评级机构网站。

## 附表:

表1 联合评级主权信用等级设置及含义

等级	含义
AAA	潜在的信用风险极低,按期偿付债务本息的能力极强,几乎不受可预见的不利情况的影响
AA	潜在的信用风险很低,按期偿付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,且影响很小
A	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
BBB	潜在的预期信用风险低,具备足够的按期偿付债务本息,易受环境和经济条件的不利变化的影响
BB	可能触发信用风险事件,尤其是受到不利经济冲击;尚可从商业部门或金融部门获取资金,偿付债务的本息。
B	触发信用风险事件的迹象明显,保障债务安全的能力较弱,能够偿还现有债务的本息,对于即将到期的债务的保障能力依赖于可持续的、良好的商业和经济环境
CCC	违约事件已经成为可能,对债务负担的偿还能力仅仅依赖于稳定、良好的商业和经济环境
CC	出现了多种违约事件先兆
C	违约事件即将发生
D	已经违约,进入重组或者清算程序

注:除AAA级、CCC级(含)以下等级外,每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调,表示略高或略低于本等级。

表2 受评国家主要数据指标

	加拿大 (AAA)	法国 (AAA)	英国 (AAA)	澳大利亚 (AAA)	德国 (AAA)	美国 (AAA)	中国 (AAA)	日本 (AA+)	沙特 (AA+)	韩国 (AA)
GDP(亿美元)	17361	28083	24176	14882	35770	150940	72981	58554	5768	11164
实际GDP增长率	1.2	0.5	0.2	2.6	1.2	0.6	10.5	-0.1	3.6	3.5
人均GDP(美元)	50345	44400	38918	65477	43742	48387	5414	45800	20540	22424
CPI	1.9	1.8	3.2	3.0	1.8	2.2	3.8	-0.2	5.9	3.4
失业率	7.2	8.6	6.9	4.9	7.4	7.7	4.1	4.5	5.3	3.4
财政盈余/GDP(右轴)	-2.5	-5.2	-7.5	-2.5	-1.7	-6.6	-1.0	-6.0	12.1	1.2
政府债务/GDP	81.8	86.0	85.7	22.9	81.5	97.6	24.8	211.7	6.1	34.1
财政收入/政府债务总额	49.5	59.1	47.6	92.6	54.7	0.9	131.3	4.6	819.2	66.6
外债总额/GDP	41.2	193.2	421.0	49.4	148.9	99.7	9.5	52.1	20.6	35.7
CAR/外债总额	84.1	11.7	10.9	-	-	45.8	329.0	26.9	222.6	170.8
外汇储备/外部债务总额	8.5	10.3	0.9	6.5	4.1	-	457.7	110.7	260.6	76.9
	俄罗斯 (AA)	巴西 (AA)	南非 (AA)	墨西哥 (AA)	意大利 (A <sup>+</sup> )	印尼 (A <sup>+</sup> )	印度 (A <sup>+</sup> )	土耳其 (BBB/ BB <sup>+</sup> )	阿根廷 (BB <sup>+</sup> )	
GDP(亿美元)	24808	24751	4082	11553	28083	8465	16761	7371	4729	
实际GDP增长率	2.9	4.2	2.8	1.5	-0.6	5.9	7.8	3.62	6.9	
人均GDP(美元)	12945	12696	8070	10064	36116	3512	1339	10498	10941	
CPI	10	5.4	6.7	4.4	2.0	6.3	5.3	8.12	8.8	
失业率	7.1	7.6	23.9	4.1	7.5	7.8	7.6	11.4	8.0	
财政盈余/GDP(右轴)	0.7	0.2	-2.9	-2.3	-3.6	-1.0	-7.4	-2.76	-0.3	
政府债务/GDP	12	54.2	39.3	39.5	120.1	24.3	68.1	39.4	62.3	
财政收入/政府债务总额	320.7	68.8	89.4	43.1	38.4	66.6	41.7	56.4	147.7	
外债总额/GDP	22	0.1	3.9	23.4	106.9	26.4	21.5	39.6	29.8	
CAR/外债总额	18.1	76.7	47.8	141	24.8	21.1	153.0	60.7	72.0	
外汇储备/外部债务总额	91.5	87.1	116.5	61.6	7.4	48.8	88.1	28.8	32.9	

注:数据均为2011年数据,其中实际GDP、CPI、失业率和财政盈余/GDP为2007~2011年的五年平均值,澳大利亚外汇储备/外部债务总额和墨西哥外汇储备/外债总额为2010年数据。

数据来源:联合评级

# 证券公司净资本监管体系研究

联合资信评估有限公司 赖金昌

## 一、国际金融组织的资本监管规定

### (一) 国际证监会组织的规定

为兼顾统一性与灵活性，国际证监会组织（IOSCO）对资本充足性的规定都为原则性的条款，包括资本监管框架、最低监管资本要求以及外部监管与内部风险管理。

#### 1. 资本监管框架

(1) 证券公司应有足够的流动资产去应对可能面临的风险损失，因此其流动性和偿债能力应达到一定的标准。

(2) 证券公司所持有的有价证券及商品头寸应按照市价计量以反映其真实价值，防止投资风险逐步积累导致资产价值虚高。

(3) 基于风险的最低资本要求应涵盖所有的经营风险，包括市场风险、流动性风险、信用风险、操作风险等，并能反应无法衡量的风险。允许符合条件的证券公司运用内部模型法计算风险资本，但内部模型须经过严格的检验与测试。

#### 2. 最低监管资本要求

监管机构应根据不同业务类型设置相应的监管资本最低进入标准，但该标准不能过高以避免因参与者过少而导致竞争的缺乏。

#### 3. 外部监管与内部风险管理

证券公司应定期向监管机构上报公司经营状况、财务状况、资本充足性情况，监管机构应该定期或不定期开展检查。同时，强调将外部资本监管与证券公司内部风险管理有机结合。

### (二) 巴塞尔委员会的规定

随着全球金融市场的发展，巴塞尔协议（Basel Accord）经历了一个逐渐演变、不断完善的过程。

#### 1. 巴塞尔协议 I

主要针对信用风险。首先，将监管资本划分为一级资本和二级资本。其次，根据资产类别、性质以及债务主体的不同，确定相应表内外项目的风险权重并计算风险资产。在此基础上计算资本充足率：

$$\text{一级资本充足率} = \frac{\text{一级资本}}{\sum \text{信用风险资产}} * 100\% \geq 4\% \quad (1)$$

$$\text{总资本充足率} = \frac{\text{总资本}}{\sum \text{信用风险资产}} * 100\% \geq 8\% \quad (2)$$

巴塞尔委员会在 1988 年 7 月公布该协议后，又对相关进行了数次局部修订。其中，1996 年 1 月发布的《关于市场风险的补充规定》建立了市场风险资本监管要求，并提出了两种方法计量市场风险：标准法和内部模型法。

#### 2. 巴塞尔协议 II

完善了信用风险计量方法，增加了操作风险管理，并建立了资本监管的三大支柱：最低资本要求、外部监管、市场约束。

##### (1) 最低资本要求

$$\text{一级资本充足率} = \frac{\text{一级资本}}{\sum \text{信用风险资产} + \sum \text{市场风险资产} + \sum \text{操作风险资产}} * 100\% \geq 4\% \quad (3)$$

$$\text{总资本充足率} = \frac{\text{总资本}}{\sum \text{信用风险资产} + \sum \text{市场风险资产} + \sum \text{操作风险资产}} * 100\% \geq 8\% \quad (4)$$

对信用风险资产，规定了“标准法”和“内部评级法”两种计量方法，其中内部评级法有初级法和高级法之分。对首次纳入资本监管的操作风险资产，规定了基本指标法、标准法和高级计量法三种计量方法。

##### (2) 外部监管与市场约束

增加了外部监管和市场约束两大支柱，通过监管机构对金融机构资本充足性状况的检查评价以及投资者、审计机构、评级机构等市场主体对金融机构的约束作用，进一步完善了资本监管体系。

#### 3. 巴塞尔协议 III

新修改的内容主要包括：

##### (1) 提高最低资本要求

对监管资本作了更严格的扣减规定；制定了三个最低资本充足率标准：核心一级资本最低比率 4.5%，一级资本最低比率 6%，总资本最低比率 8%；规定了两个超额资本要求：储备资本要求比率 2.5%，逆周期资本要求比率 0~2.5%。还规定必须运用核心一级资本来满

足储备资本要求和逆周期资本要求。

### (2) 增设杠杆率指标

$$\text{杠杆率} = \frac{\text{一级资本}}{\sum \text{表内外资产}_i} \quad (5)$$

杠杆率不得低于 3%，它是对基于风险计量的资本充足率的补充。

### (3) 增设流动性风险比率指标

引入了两项流动性指标：流动性覆盖率 (LCR) 和稳定融资比率 (NSFR)。流动性覆盖率要求在压力情境下，银行的流动性须能够至少满足 30 天的支付需要；稳定融资比率要求银行一年以内可用的稳定资金大于需要的稳定资金。

## 二、各国（地区）对证券公司资本充足性的规定

### (一) 美国

美国证券交易委员会 (SEC) 在《证券交易法》中，对证券经纪交易商提出净资本要求，认为衡量资本充足与否则有两个准则：最低资本准备额和净资本比率限制，这就是对证券公司资本监管有较大影响的“原始方案”。该方案对净资本的定义是净资产加上部分次级债，再减去资产负债表中不能立即转换为现金或变现后将产生一定比率损失的项目扣减额，用公式表示就是  $C=A(1-H)-L$ 。其中，C 为净资本，A 为总资产，L 为总负债，H 为各项资产的加权平均扣减比例， $H=\sum H_i A_i/A$ ， $H_i$  为资产  $A_i$  的扣减比例。在最低资本准备额准则下，从事经纪业务或自营业务的证券公司，其净资本不得低于 25 万美元。在净资本比率准则下，要求证券公司总负债不能超过净资本的 20 倍。其监管理念是“负债应有足够高流动性的资产作为担保”，证券公司若要通过负债增加业务项目，则必须相应提高其净资本金额。

美国证券交易委员会另外颁布了一个“替代方案”，要求证券公司的净资本不得低于借方余额（证券公司向其债务人或客户之应收款项）的 2%，同时不得低于 25 万美元。借方余额主要是证券公司应收帐款总额，包括客户现金帐户及保证金帐户的借方余额、期权交易须缴纳的保证金等。

2004 年美国证券交易委员会增加了一种新的证券经纪交易商净资本计算规则。该方法是可自愿选择的，而非强制性的。只要证券经纪交易商资金足够雄厚（如持有 50 亿美元以上净资本）、风险控制措施得当，就可以选择采用新的净资本计算方法，即通过其内部的数学模型来计算其市场和衍生品相关的信用风险，不需要再按常规方法计算，也无需再遵循负债与净资本的比例限制要求，但这些证券经纪交易商必须同意美国证券交易委员会可以对其集团整体进行监管。该方法要求每月在控股公司的层面计算资本充足率，确保初步净资本至少达到 10 亿美元，常规净资本达到 5 亿美元。但当初步净资

本少于最低要求时，合并监管对象就将触发监管预警机制，证券经纪交易商必须立即通知 SEC，由其决定是否采取补救措施。2004 年制定的计算规则未能通过扩大监管范围，来更好地了解 and 防范金融集团的财务和经营危机，防范系统性风险，反而积聚了更大的风险，未能避免金融危机的爆发。

### (二) 日本

日本的资本监管规定主要就最低资本额、负债比率和资产持有额进行了规定。综合类证券公司最低资本不少于 30 亿日元，经纪类最低资本不少于 3 亿日元。证券公司负债合计额不得超过资本（加各类法定公积、及有价证券之未实现收益），而持有限额则由金融监督部门以资产类别具体规定。日本政府借鉴他国的资本规定的基础上，颁布证券公司自有资本充足率的规定，将风险观念首次纳入净资本监管体系中，基本要求为：

$$\frac{\text{自有资本(第一类资本+第二类资本)} - \text{固定资产}}{\text{市场风险价值} + \text{信用风险价值} + \text{操作风险价值}} \geq 120\%$$

证券公司净资本为公司第一类自有资本与第二类自有资本之和，减去公司固定资产的余额。该净资本的规范主要是考察资产负债表中的资产、股东权益项目以及表内外交易科目并扣除流动性差的资产，而并未考虑负债项目。其主要监管理念是“无论负债金额有多大，只要资产负债表内资产和表外交易项目有立即偿还能力即可”。日本政府的新规定借鉴了巴塞尔协议的有关方法，允许证券公司自行选择内部模型或标准法计量市场风险。

### (三) 英国

英国证券及期货管理委员会 (SFA) 认为证券公司的资本充足性主要体现在能满足三部分的资本需求，分别为基本要求 (primary requirement)、交易对手风险要求 (counterparty risk requirement) 和头寸风险要求 (position risk requirement)。其中头寸风险要求是对证券公司影响最大的风险资本要求。英国证券及期货管理委员会颁布了建立在 Markowitz (1952) 的投资组合理论基础之上的投资组合法 (portfolio approach) 作为证券公司自有资本管理的基本方法。该方法对投资组合多元化所产生的风险分散进行了充分考虑，而且随着证券类型的不同风险评估也会不同，被英国众多证券公司所采用。

### (四) 台湾

我国台湾地区的证券监管当局于 1998 年颁布证券公司自有资本管理办法，该办法主要参照日本模式进行构建，再根据自身的证券业务特性进行调整。其基本公式如下：

$$\frac{\text{自有资本净额(第一类资本+第二类资本)} - \text{扣减资产}}{\text{市场风险价值} + \text{信用风险价值} + \text{操作风险价值}} \geq 150\%$$

上述公式中分子项目的“自有资本净额”与日本模式中的“自有资本”类似，主要是以证券公司资产负债表中的股东权益项目为基础，扣除资产项目中的非流动性的资产所得。具体而言，第一类资本是以资产负债表中的股东权益为主，包括股本、资本公积、保留盈余等项目；第二类资本以未实现损益为主，包括违约损失准备、买卖损失准备等项目；扣减资产是指变现性低的非流动性资产，包括预付帐款、固定资产、无形资产等项目。而分母中的三类风险价值等于证券公司以股本或举债资金，为营业或投资目的所取得的现货及期货(含货币市场)头寸市值，乘以根据不同头寸特性确立的风险系数所得。

### 三、各国（地区）对证券公司监管资本的计算方法

由于各国的证券市场环境及监管体系有较大的不同，因而对证券公司面临的证券组合头寸风险有不同的理解，主要有四种比较有代表性的计算方法，分别是台湾地区的净资本法 (Net Capital Approach)、美国证券交易委员会 (SEC) 推行的综合法 (Comprehensive Approach)、巴塞尔委员会提出并在欧盟国家实行的积木法 (Building-block Approach) 以及英国证券及期货管理委员会 (SFA) 推崇的简单组合法 (Simplified Portfolio Approach)。四种方法中，证券头寸风险的资本计提均表示为交易簿或投资组合总价值的一定比例。

#### (一) 净资本法

这种方法是一种最简单、最直接的计算净资本风险价值和相应资本计提的方法，主要在台湾地区采用。其基本理念是假设所有证券头寸均存在风险需求资本计提，总的资本计提量等于不同证券头寸类型的资本计提之和。由于在实际操作中，交易簿中的头寸并非完全风险分散的市场头寸，所以用净资本法计算出来的资本计提量并不是有效防范市场波动带来的损失的最佳量。

#### (二) 综合法

美国证券与交易委员会 (SEC) 要求证券公司以综合法来计算净资本，综合法下的证券组合头寸风险计提准备 (Position Risk Requirement, PRR) 相当于多头头寸价值比重的某一特定比例再加上一部分空头头寸价值比重之和。假设 L、S 分别为多头头寸和空头头寸总价值占组合总价值 (Gross Value, 多头价值 + 空头价值) 的比重， $\beta$  为反映多空头寸风险抵消效果的参数， $\alpha$  为针对头寸风险的资本计提参数，则综合法下头寸组合风险的资本计提比率 PRR 为：

$$PRR = \alpha \{ \text{Max} (L, S) + \text{Max} [\text{Min}(L, S) - \beta \text{Max} (L, S), 0] \}$$

综合法作为计算多头头寸风险资本计提的方法在美国、日本、法国、意大利和香港等多个国家和地区应用多年，只是各国对资本计提公式中的两个参数  $\alpha$ 、 $\beta$  设

定差异较大。对于参数  $\alpha$ ，美国证券交易委员会规定为 15%，日本规定为 10%，澳大利亚规定为 15%，香港规定为不低于 40%。

由于综合法没有考虑分散化投资组合对风险的削减因素，同时对于一个多空头相对平衡的投资组合，也仅仅对多空头寸风险的相互抵消做了部分考虑 (当  $\beta > 0$  时) 或不做考虑 (当  $\beta = 0$  时)，因此它可能会造成资本计提量的高估。

#### (三) 积木法

积木法在计算证券组合头寸风险的资本计提准备时，以风险资产的总价值 (多头头寸价值加上空头头寸价值的绝对值) 和净价值 (多头头寸价值减去空头头寸价值的绝对值) 的一定比例作为计提的基础，用公式表示如下：

$$PRR = X + Y \sum_i P_i$$

其中，X 表示 PRR 对资产总价值的资本计提比例系数，Y 表示对净价值的资本计提比例系数， $P_i$  为持有证券资产 i 的价值占整个资产组合总价值的比例 (当证券 i 为空头时， $P_i$  为负值)，因此  $\sum P_i$  表示证券资产组合的净价值对总价值的比例。上式中的 X、Y，目前欧盟的通行标准为 2% 和 8%，这意味着积木法更多地考虑了多空头寸的风险抵消因素，即该方法承认，多空头相互抵消的平衡的风险资产组合的风险要小于其它前提都一致的纯粹多头或者空头的风险资产组合，这一点较综合法更为先进。然而，积木法的缺点在于没有考虑分散的投资组合对于风险的抵减作用。从资产组合理论的角度看来，只有对于完全分散化的投资组合，且  $X = 0$  的情况下，积木法在理论上才成立。而在现实中，一个不变的常数 X 显然不能反映分散程度不同的投资组合的风险大小。

事实上，对于纯多头的风险资产组合而言，综合法下  $PRR = \alpha L$ ，而在积木法下  $PRR = X + Y$ ，令  $\alpha = X + Y$ ，则综合法和积木法完全一致。

#### 4. 简单组合法

马可维茨 (Markowitz) 1952 年提出了关于证券投资组合风险的计量模型，在他的资产组合理论中指出，证券组合的风险，即证券组合收益率的方差  $\sigma^2$ ，可以用公式表示：

$$\sigma^2 = \sum_i \sum_j \omega_i \omega_j \sigma_{ij} \quad (1)$$

公式 (1) 中  $\omega_i$  和  $\omega_j$  分别为资产 i 和资产 j 在证券组合中所占的比例， $\sigma_{ij}$  是资产 i 和资产 j 收益率的协方差。由于马可维茨的模型过于复杂，夏普于 1963 年提出了单因子市场模型，证券组合的风险  $\sigma^2$  可以表示为：

$$\sigma^2 = \left( \sum_i \omega_i \beta_j \right)^2 \sigma_m^2 + \sum_i \omega_i^2 \sigma_{\epsilon_i}^2 \quad (2)$$

公式 (2) 中， $\sigma^2$  是市场收益率的方差， $\beta_j$  是证券

$j$  的  $\beta$  值,  $\sigma_{\epsilon_i}^2$  是证券  $i$  的残差变异。由于公式 (2) 在计算上仍然十分复杂, 英国证券监管当局进一步简化夏普的公式, 假设一个组合中所有证券的  $\beta$  值均为 1 和残差都相同, 将公式 (2) 进一步简化为:

$$\sigma^2 = \sigma_m^2 + \sigma_{\epsilon_i}^2 \sum_i \omega_i^2 \quad (3)$$

公式 (3) 中  $\sigma_{\epsilon_i}^2$  为一定时间内市场收益率的残差。

简单投资组合法下 PRR 不仅应该反映风险资产组合收益率的方差  $\sigma^2$ , 而且应该反映证券公司能够承受风险的时间, 以及一个可以接受的破产率。英国监管机构对流动性最强的股票资产的时间区间定义为一周, 置信度定为 95%。经过一系列简化后, 简单投资组合法下的风险资本计提比率 PRR 的计算公式为:

$$PRR = 2\sigma = 2\sqrt{\sigma_m^2 + \sigma_{\epsilon_i}^2 \sum_i \omega_i^2} \quad (4)$$

其中,  $\sigma_m^2$  和  $\sigma_{\epsilon_i}^2$  分别为市场周收益率的方差和平均残差水平。对于流动性最佳的股票, 英国监管机构规定  $\sigma_m^2 = 6.75\%$ ,  $\sigma_{\epsilon_i}^2 = 21.5\%$ 。

相对于综合法和积木法, 简单组合法的优点在于充分考虑了投资组合多元化影响和多空头寸的风险抵消, 从理论上讲是最优头寸组合风险的资本计提比率 (PRR) 的计算方法。但是由于该方法的假设前提是所有证券收益只与市场单一因子有关、某一证券投资组合中的所有证券的  $\beta$  值均为 1、残差都相同, 对于不符合该前提的证券市场, 可能会造成头寸组合风险的资本计提的不足。

## 四、我国证券公司净资本监管体系

### (一) 净资本监管发展历程

中国证监会在 1996 年颁布的《证券经营机构股票承销业务管理办法》中首次规定了净资本计算标准, 并在 2000 年 9 月颁布了《证券公司净资本计算规则》, 对净资本计算标准作了修订。2001 年 12 月颁布的《证券公司管理办法》亦对证券公司的资本充足性做出了相应的规定, 要求“综合类证券公司的净资本不得低于两亿元, 经纪类证券公司的净资本不得低于两千万; 证券公司净资本不得低于其对外负债的百分之八”。2005 年 10 月, 新修改的《中华人民共和国证券法》明确了以净资本为核心的证券公司风险监控指标体系, 为准确反映并有效防范证券公司存在的流动性风险提供了法律依据。2006 年 7 月, 中国证监会发布实施《证券公司风险控制指标管理办法》, 正式建立以净资本为核心的风险控制指标体系, 并根据证券市场的发展、行业状况的变化以及新《企业会计准则》的实施于 2008 年 6 月作了进一步的修改完善。较高的风险准备金计提比例, 在一定程度上限制我国证券公司业务规模的增长, 尤其限制了券商开展负债业务的动力, 导致我国证券公司杠杆率较低。2012 年 4 月和 11 月, 证监会发布了 7 号文和 37 号文, 两次对证券公司风险资本准备计算标准进行了修改,

对各项业务以及分支机构设立的风险资本准备计提比例进行了下调, 同时还下调了获得较高分类监管级别证券公司的风险资本准备计算比例。2012 年 11 月, 证监会还发布了《关于调整证券公司净资本计算标准的规定》, 修订了《证券公司净资本计算表》和《证券公司风险控制指标监管报表》, 对净资本计算中的多项扣减比例进行下调。

### (二) 净资本监管体系分析

#### 1. 指标体系

##### (1) 净资本

净资本是衡量证券公司资本充足性和资产流动性状况的一个综合性监管指标, 其计算公式如下:

净资本 = 净资产 - 金融资产的风险调整 - 其他资产的风险调整 - 或有负债的风险调整 - / + 中国证监会认定或核准的其他调整项目。

##### (2) 风险资本准备

证券公司须对各业务分别按规定标准计算风险资本准备, 全面涵盖市场风险、信用风险以及操作风险等各类风险。

##### (3) 风险控制指标

证券公司在经营过程必须持续符合: 净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于 100%; 净资本与净资产的比例不得低于 40%; 净资本与负债的比例不得低于 8%; 净资产与负债的比例不得低于 20%。针对自营股票投资、自营债券投资以及融资融券等业务, 证券公司还须满足相应的风险控制指标要求。

#### 2. 管理机制

##### (1) 动态监控与报告

证券公司须建立动态的风险控制指标监控和补足机制, 确保净资本等各项风险控制指标在任一时点都符合规定标准。还须定期、不定期向监管机构报告各项风险控制指标状况。

##### (2) 敏感性分析与压力测试

证券公司在开展重大业务及现金股利分配前应对风险控制指标进行敏感性分析, 合理确定可达到的最大规模。须建立压力测试机制, 对以净资本为核心的各项风险控制指标开展压力测试, 确保在极端不利情况下风险仍可承受。

#### 3. 差异化计提标准

为鼓励证券公司提升自身的风险管理能力, 我国监管机构允许风险管理能力强、分类监管评级高的证券公司采取较低的比例计算风险资本准备。

#### 4. 行业准入监管

(1) 证券公司经营证券经纪业务的, 其净资本不得低于人民币 2000 万元。

(2) 证券公司经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务等业务之一的, 其净资本不得低于人民币 5000 万元。

(3) 证券公司经营证券经纪业务, 同时经营证券承

销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务等证券业务之一的，其净资本不得低于人民币1亿元。

(4) 证券公司经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务中两项及两项以上的，其净资本不得低于人民币2亿元。

## 五、国内外证券公司资本监管体系比较

### (一) 净资本计算方法比较

我国净资本计算方法基本体现了证监会国际组织对净资本的定义，如有价证券大部分按市价计算，体现其真实价值。从净资本的具体计算方法来看，我国的净资本计算公式在形式上与美国的净资本计算公式最为相近，主要是指在净资产的基础上，根据流动性水平对金融资产作一定的变现扣除，同时扣除变现能力较差的固定资产等其他资产。日本和台湾的净资本计算方法基本采用了巴塞尔协议对资本的定义，净资本包括一级资本和二级资本，并扣除一定的扣减项，体现了不同层级的净资本对证券公司风险承受能力的不同影响，我国对净资本仅作了总量要求，未设一级资本和总资本的区分。

我国的净资本计算方法中的核心部分在于确定金融资产和其他资产的扣减比例，目前实行的净资本计算方法中对金融资产按照流动性的强弱设定了扣减比例，对长期股权投资、固定资产、无形资产等几乎全额扣除；考虑了表外业务因素，全额扣除对外担保，认可母公司担保对公司净资本的补充；认可借入次级债务对净资本的补充。日本的净资本计算方法中仅扣除了固定资产，台湾的净资本计算方法中的扣除项包括了变现能力较差的非流动资产，包括预付账款、固定资产、无形资产等。相比较而言，我国的净资本计算中扣除比例设置较为严厉。

我国证监会的规定是：净资本 / 净资产  $\geq 40\%$ ，说明扣减比例不能高于 60%。证券业协会公开数据显示，截至 2011 年末和 2012 年末，全行业证券公司净资本 / 净资产平均值分别为 84.87% 和 71.59%，扣减比例平均值分别为 15.13% 和 28.41%，扣减比例有较大幅度上升，说明证券行业资产流动性有所下降，但总体流动性仍处于较好水平。

### (二) 风险资本准备计算方法比较

风险资本准备（即 PRR，也称为头寸风险准备、监管资本要求）的计算方法是净资本监管体系中最重要的一部分，也是各国的净资本监管体系中区别较大的，直接关系到证券公司的资本充足水平、监管严厉程度及科学合理水平。我国的风险资本准备的考虑因素与日本、台湾的净资本监管体系类似，均是借鉴巴塞尔协议对风险的定义，主要包括市场风险、信用风险和操作风险。在我国的风险资本准备计算中，市场风险资本准备体现在对权益证券、固定收益证券、衍生品证券等的计算比例中，信用风险资本准备体现在固定收益证券、融资融券业务等的计算比例中，操作风险资本准备体现在分支机构、

营运资本等的计算比例中。

现行我国证券公司风险资本准备计算方法中考虑了空头带来的风险对冲因素，降低了满足会计上套期保值高度有效要求的，即已对冲风险的权益类和固定收益类证券及其衍生品的风险资本计算标准。我国现行的风险资本准备计算方法，未提出内部模型法供选用，较之国外先进的计算方法，我国的计算方法采用的是标准法，没有引入内部模型法；计算方法较为简易，没有考虑投资组合多元化影响，没有引入风险价值计量模型。

在不考虑空头的情况下，各国对持有多头证券的风险计提比例基本可以用参数  $\alpha$  来表示，上文可知美国和澳大利亚规定为 15%，日本和欧盟规定为 10%，香港规定为不低于 40%。我国按照分类监管评级，对评级较高的证券公司采取较低的比例计算风险资本准备，2012 年证监会分类监管评级结果显示，有 34 家获得 A 类评级，53 家获得 B 类评级，8 家获得 C 类评级，其中有 23 家连续 3 年获得 A 类，因此基准计算标准的中枢在 0.2~0.4 倍，我国风险资本准备计算比例的中枢区间和其他国家和地区计提比例对比情况见表 1。总体看，我国对持有多头证券的风险资本准备计算比例较其他国家和地区实行的比例低。

表 1 风险资本准备计算比例对比表

投资证券	中国	美国和澳大利亚	欧盟和日本	香港
权益类证券	3%—6%	15%	10%	$\geq 40\%$
固定收益类证券	1.6%—3.2%			
证券衍生品	4%—8%			

由于连续三年为 A 类的公司的计算标准为 0.2 倍，而 D 类公司的计提标准为 2 倍，两者相差 10 倍，差别非常大，一方面体现了我国的监管对优质公司的扶持力度较大，另一方面也说明了我国不同分类监管评级的证券公司风险资本准备计算比例差别巨大，存在一定的不科学性。

### (三) 风险控制指标比较

以综合类证券公司为例，风险控制指标标准见表 2，其中指标 1、2 均体现公司资本充足性水平，指标 3 体现公司净资产流动性水平，指标 4、5 体现公司杠杆倍数水平，指标 6—12 体现公司自营业务、融资融券业务的风险水平，尤其是持有证券的集中度风险。我国证券公司风险控制指标标准结合了国外集中净资本监管规则，在行业准入上采用了净资本绝对额的规定，该方法和美国的“替代方案”以及日本的监管方法类似，对净资本和负债规模的比例限制与美国的“原始方案”类似，对净资本与各项风险资本准备之和的比例限制和日本、台湾的方法类似。

从风险控制指标标准上看，我国的经纪行业准入门槛要求是净资本不低于 2000 万元，比美国的标准要高；我国要求资本杠杆率指标净资本 / 负债的比例不低于 8%，美国“原始方案”中要求净资本 / 负债不低于 5%，

“替代方案”中要求净资本/负债不低于2%，相对而言，我国证券公司资本杠杆率的监管标准要高于美国证券公司的标准；我国要求净资本/各项风险资本准备之和不低于100%。而日本和台湾对净资本与各项风险价值之比分别不低于120%和150%，我国的资本充足率监管指标标准要低于日本和台湾的要求。

证券业协会公开数据显示，2011年末，证券公司全行业资产总额是净资产的2.5倍，扣除客户结算保证金后的资产总额是净资产的1.3倍，远低于国际投资银行业15倍左右的平均水平，也低于我国银行业的16倍、保险业10倍以及信托业30倍的杠杆水平。我国证券公司整体杠杆率低，负债压力小。本文选取了公开风险控制指标的证券公司中选取了18家作为样本（见表3），这些证券公司净资本/各项风险资本准备之和的平均值为416.52%，远高于监管标准100%，说明我国证券行业资本充足情况处于良好水平；净资本/负债和净资产/负债的平均值分别为182.20%和241.72%，也远高于监管标准，整体杠杆率低。

## 六、我国证券公司净资本监管体系的改革方向和建议

2012年初，中国证监会下发了《完善证券公司风控指标体系总体思路（征求意见稿）》，将借鉴新巴塞尔协议对证券公司的风险控制指标进行调整：一是建议建立净资本“逆周期”调节机制，根据市场景气度变化情况，动态调整各项业务风险资本准备的计算比例；二是建议将证券公司净资本区分为核心净资本和附属净资本两个层次，采用核心净资本与资产总额比例的新监管指标；三是建议将证券公司的净资产与负债比例下限从20%调整至10%，这意味着证券公司的理论最大杠杆率从5倍提高到10倍；四是建议取消证券公司净资本率不得低于40%的监管指标，引入流动性覆盖率指标（LCR）和净稳定资金比例指标（NSFR）；五是建议降低部分业务和优质公司风险资本准备计算比例。2012年，证监会连续两次下调了业务和优质公司风险资

本准备的计提比例，证券公司净资本监管体系改革将持续推进。

我们认为完善证券公司风控指标体系的思路都是十分必要的，有几点可以补充：一是鉴于“风险资本准备”是一个经济概念，在会计上并没有真正提取资本准备，容易产生误解，建议统一使用“监管资本要求”或“最低资本要求”；二是从目前证券公司行业的资本充足水平来看仍处于良好水平，行业负债压力低，因此扩大融资渠道，提高杠杆率，某种意义上比降低业务风险资本准备来得更迫切；三是鉴于我国证券公司投资证券风险资本准备的计算比例低于国际水平，建议适当提高投资证券的风险资本准备计算标准，提高证券投资风险防范水平；四是鉴于不同分类监管评级的证券公司风险资本准备计算比例差别巨大，建议缩小差别风险资本准备计算比例，提高公平性和科学性；鼓励有条件的证券公司尝试使用内部模型法计量风险，采用经验数据计量在一定压力情景下和一定置信区间下，公司业务可能面对的市场风险、信用风险等风险价值，有利于提高证券公司风险管理水平和节约资本。

表2 综合类证券公司的风险控制指标标准

项目	预警标准	监管标准
1. 净资本		≥ 2 亿元
2. 净资本 / 各项风险资本准备之和	≥ 120%	≥ 100%
3. 净资本 / 净资产	≥ 48%	≥ 40%
4. 净资本 / 负债	≥ 9.6%	≥ 8%
5. 净资产 / 负债	≥ 24%	≥ 20%
6. 自营权益类证券及证券衍生品 / 净资本	≤ 80%	≤ 100%
7. 自营固定收益类证券 / 净资本	≤ 400%	≤ 500%
8. 持有最大一种权益类证券的成本 / 净资本	≤ 24%	≤ 30%
9. 持有最大一种权益类证券的市值 / 该权益类证券总市值	≤ 4%	≤ 5%
10. 对单一最大客户融资规模 / 净资本	≤ 4%	≤ 5%
11. 对单一最大客户融券规模 / 净资本	≤ 4%	≤ 5%
12. 接受单只最大担保股票市值 / 该股票总市值	≤ 16%	≤ 20%

### 参考文献：

1. 巴曙松，王文强，陈华良．证券行业的净资本监管体系及其制约因素．国际金融研究，2004年第11期。
2. 东方证券研究所课题组．基于资本充足性的证券公司风险管理．2004。
3. 祝瑞敏，李长强．证券业净资本监管规则国际比较．新会计，2010年第4期。
4. 谈伟军，陈代全，王巍．证券公司资本监管体系研究．中国证券业协会2010年度科研课题。
5. 中国证监会．完善证券公司风控指标体系总体思路（2012年初征求意见稿）。
6. 中国证券业协会网站 <http://cx.sac.net.cn>

表3 2011年末18家证券公司风险控制指标表

证券公司	净资本 / 各项风险资本准备之和	净资本 / 负债	净资产 / 负债
中信证券	618.93%	213.69%	315.09%
海通证券	527.66%	282.82%	403.23%
广发证券	463.31%	246.67%	339.51%
国泰君安	368.00%	104.00%	147.00%
招商证券	469.09%	130.51%	216.59%
东方证券	390.27%	74.26%	109.03%
长江证券	470.37%	219.45%	279.68%
安信证券	301.57%	90.81%	160.82%
兴业证券	433.02%	163.14%	225.72%
东吴证券	657.99%	587.77%	727.89%
平安证券	305.66%	39.34%	59.87%
宏源证券	315.07%	140.96%	211.77%
信达证券	275.52%	191.02%	241.06%
华安证券	366.44%	30.12%	46.84%
国金证券	583.22%	361.97%	412.33%
东北证券	339.67%	130.01%	136.50%
国海证券	187.37%	102.29%	128.83%
太平洋证券	424.19%	170.85%	189.13%
平均值	416.52%	182.20%	241.72%

## 评级小贴士



### 信用评级对投资者的作用

投资者是信用评级的主要信息使用者。对于投资者而言，信用评级最主要的功能是风险提示。信用评级还有助于降低投资者的信息成本，方便其投资组合。

#### (1) 信用评级可以给投资者提示风险

信用评级机构利用直观的符号反映被评企业或其发行的证券的信用状况，而投资者通过对评级对象级别的考察，了解其风险大小，这是信用评级的一个基本功能。随着金融市场的迅速发展，债券、次贷、资产证券化、各种衍生工具等得到空前发展，他们在给投资者扩大选择机会的同时，也增加了其所承担的信用风险。这样，投资者的投资决策越来越依赖于专业咨询和分析机构所提供的分析结果，才能在评估风险大小、保证资金安全的前提下实现收益的最大化。

#### (2) 信用评级可以降低投资者的信息成本

金融市场上的投资者要根据市场上披露的信息做出投资所面临的信用风险及其他风险的判断。投资者要识别信息是需要花费代价的，我们称之为信息成本，它主要表现为评估金融资产投资特性所要付出的成本，例如，预期现金流的估计、投资价值分析、对手违约的概率及违约风险大小的预测等。评级机构为客户提供评级结果可以省去投资者自己收集信息的麻烦，节省投资者的信息成本。

#### (3) 有利于投资者进行投资组合

评级结果可以作为投资者进行证券组合、风险控制与管理的参考依据，在投资对象的信用等级发生变化时，投资者会及时地对自己的投资组合进行调整以符合自己的风险与收益的均衡。

# 2012年度短期融资券市场利差分析报告

联合资信评估有限公司 胡岩 王妮娜 李洁 黄滨 刘小平

## 一、短券发行市场情况

**短期融资券发行数和发行规模持续增长，中高等级发行人发行空间扩大，超短期融资券分流效应显现**

与2011年相比，短期融资券发行继续呈增长态势，2012年全年共有625家企业累计发行短券825期（纯信用短券806期，有担保短券19期），同比分别增长38.27%和35.02%，合计发行规模为8920.47亿元，同比增长11.29%。2012年度短券发行家数和发行期数均大幅增长，主要与短券到期量、企业的融资意愿以及短券相对于贷款的成本优势有关。首先，目前短券发行人倾向于分期滚动发行，旧券的到期通常会引发新券的发行；其次，短券对于银行流动资金贷款具有较高的替代性，由于发行短券具有成本优势，企业更倾向于通过发行短券降低融资成本。

2012年短券到期量为8142.10亿元，全年净投放778.37亿元，同比下降41.84%。截至2012年底，短券市场存量8621.97亿元。2012年6月19日，银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）正式通知银行间债券市场各主承销商，凡公开市场评级在AA（含AA）以上的发行人，将不区分企业性质，允许其短券和中期票据发行额度互不占用。此举意味着中高等级发行人中长期债券余额和短券余额理论上可分别扩大至净资产的40%上限，大大拓展了中高等级发行人发行短券的空间。不过，从短券发行规模和净融资量看，2012年并未出现放量增长，净融资额甚至出现了下降（见图1），主要原因是超短券发行主体扩容对短券发行的分流效应。2012年5月，交易商协会将超短券的发行主体范围扩大至一般AAA级央企及其一般AAA级核心子公司。由于超短券发行手续更简便，滚动发行更便捷，2012年超短券发行规模和净融资额分别达到5637亿元和2996亿元，同比分别增长196.71%和898.67%，预计未来将有越来越多AAA发行人以发行超短券替代短券发行。

2012年短券平均单笔发行规模10.81亿元，较2011年减少2.31亿元。从发展趋势看，短券自2009年以来平均发行规模呈逐年下降趋势，主要原因为：首先，随着短券市场的不断发展，市场参与者日渐成熟，考虑到资金偿还及使用效率等因素，小额多笔滚动发行方式渐

趋流行；其次，中低等级发行人日益增加，其发行规模普遍低于高等级发行人；第三，随着超短券发行主体范围扩大，部分原有的大额短券发行人转向超短券市场。

从不同季度的发行规模来看，2012年短券发行逐季增长，由一季度的1557.17亿元攀升至四季度的2911.10亿元，年中发行利率相比年初显著下降是推动下半年短券供给量大幅增长的重要因素。

从发行期限来看，2012年所发行的短券仍以1年期为主，其中发行期限为1年期的共有796期，占96.48%；发行期限在1年以下的共有29期，占3.52%。

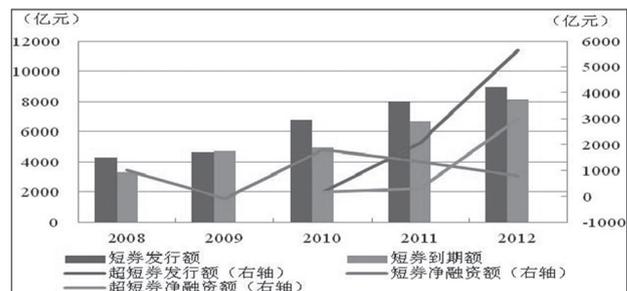
从利率方式来看，由于对未来通胀预期减弱，投资

表1 短券发行基本情况

项目	2005年5-12月	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
发行规模(亿元)	1424.00	2912.50	3356.10	4298.50	4627.05	6767.35	8015.60	8920.47
发行期数(期)	79	241	264	268	263	443	611	825
发行家数(家)	61	185	216	214	209	336	452	625
平均单笔发行规模(亿元)	18.03	12.09	12.71	16.04	17.59	15.28	13.12	10.81

注：以上数据未包括超短期融资券和期限在1年以内的中小企业集合票据，下同。

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理。



资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

图1 近年短券和超短券发行规模和净发行额情况

机构更倾向于配置风险较低的固定利率产品，浮动利率短券仅出现4期。

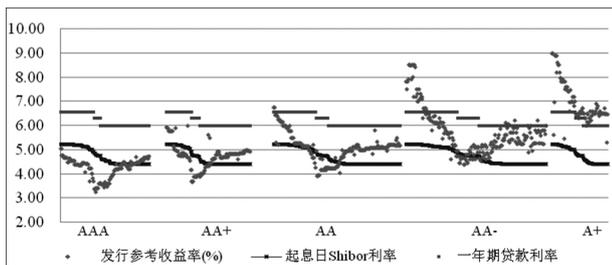
按照所有制性质划分，2012年短券发行主体中，民营企业发行主体占比有明显增加，全年民营企业发行人共193家，占30.88%，而2011年民营发行企业仅为108家，占23.89%；国有企业418家，占66.88%，较去年下降9.23个百分点。虽然国有企业发行人数量占比有所下降，但整体发行规模仍占比例较大，2012年国有企业发行规模7713.62亿元，占比86.38%。

发行主体信用等级分布方面，与2011年相比，2012年A<sup>+</sup>~AAA级别发行主体均有较大幅度增长。其中，中低信用等级发行主体增幅较大，AA<sup>-</sup>和A<sup>+</sup>级别发行主体分别有186家和87家企业发行短券，同比分别增长51.22%和74.00%。从未来发行趋势上看，随着高等级发行人资源的逐渐减少，新增发行人将以中低信用等级发行主体为主，整体信用等级中枢呈下降趋势。

从各级别发行主体发行规模占比情况看，由于企业信用等级与总资产规模和净资产规模高度相关，加之债券发行通常受净资产40%的约束，因此尽管高等级发行人数量占比较低，但发行规模通常占比较高。2012年AAA等级发行人数量占比仅13.92%，但发行规模占比高达58.42%，而AA<sup>-</sup>和A<sup>+</sup>级别发行人数量合计占比43.68%，但发行规模合计占比仅12.46%。

债项信用等级方面，2012年新发行短券债项级别均为A-1。由于2012年部分行业景气度超预期下行，行业内企业经营陷入困境，风险点时有显现。2012年9月，“11赛维CP001”的债项评级由A-1下调至A-2级，10月，“11新中基CP001”的债项评级由A-1下调至B级。不过随着二者于2012年10月和11月相继兑付，截至2012年底，存续期内短券债项级别均为A-1。

### 短券发行利率走势呈“高位回落”、“急速下探”、“快速上升”、“小幅上涨”四个阶段



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理  
注：1. 剔除担保债券、附息浮动式利率、A<sup>-</sup>级短券1期及1年以下期限的短券合计53期。2. 2012年央行两次降息，1年期贷款基准利率由6.560%相继降至6.310%和6.000%。

图2 2012年度各主体级别短券发行利率与Shibor(1Y)走势

2012年，在经济周期性探底、通胀走入底部的组合下，央行两次降息两次降准改善实体经济融资环境，同时通过停发央票、逆回购等措施保持适度的流动性，债券市场资金面较上年明显宽松。短券上半年供少需多，下半年供多需少，投资者风险偏好则随信用风险点的时隐时现而划过一条由“过度乐观”到“过度谨慎”的轨迹。受上述因素影响，2012年短券发行利率呈现“高位回落”、“急速下探”、“快速上升”、“小幅上涨”四个阶段，但年末利率基本上仍低于年初利率。

一季度，央行通过公开市场操作、调整存款准备金率、停发央票等数量型工具灵活控制货币供应量，银行间流动性逐月缓解，短券发行利率高位回落。

二季度，宏观经济指标放缓超预期，央行通过运用逆回购、下调法定存款准备金率、降息等货币政策工具向实体经济释放流动性，货币政策由中性偏向宽松。“11

海龙CP01”的如期兑付减轻了投资者对于低信用等级品种信用风险的担忧，强化了投资者对债券刚性兑付的预期，市场风险偏好明显回升，二级市场在本季度走出一波牛市，带动一级市场短券发行利率呈急速下降走势。

三季度，银行间资金面明显紧张，相对于短券供给的大幅增长，需求方则态度迟疑。在短券供应量不断提升、降准预期落空、投资者获利回吐动机较强、企业信用基本面恶化等因素影响下，短券的需求受到一定程度的压制，反馈到一级市场上，短券发行利率不断攀升。

四季度，宏观经济数据显示经济出现触底复苏迹象，央行继续通过逆回购调节货币供应，同时年末银行信贷规模较小，资金陆续回流至银行体系，银行间资金面紧张局面有所缓解，但由于短券供应压力仍较大，短券发行利率下行遇到阻力。从本季度发行利率走势看，特别是在年末因素冲击下，资金面出现阶段性紧张，短券发行利率出现一定提升外，各级别短券发行利率整体小幅上涨。

### 短券发行主体主要分布于工业行业，城投类企业发行短券须满足“六真”原则，证券公司短券发行重启

从2012年短券发行主体行业分布来看，发行人主要为工业企业。从发行期数看，2012年电力行业短券发行期数最多，共发行短券78期，商贸流通、建筑施工、农林牧渔、煤炭排名2~5位。从发行规模来看，电力行业发行总额最高，发行规模为1866亿元，占2012年总发行规模的比为20.92%，建筑施工、钢铁、金融、商贸流通排名2~5位。

2012年度共有11家城投类企业发行短券，发行规模为159.20亿元。2012年7月3日，交易商协会召开专题会议，提出放开信用评级AA级以上的地方城投公司发行短券和中票，但申请企业必须遵守“六真”原则，即真公司、真资产、真项目、真支持、真偿债、真现金流。交易商协会还提出针对性的要求，如对于房地产业务收入占比超过30%的城投公司认定为房地产企业，属禁止发债类，但对于投向为保障房的项目不在此范围。此举意味着只要符合“六真”原则和交易商协会其他相关要求，城投类企业在银行间市场发行债券可以不受银监会退出类名单所限。

2012年有4家证券公司发行15期短券，分别为中信证券5期、招商证券4期、国泰君安证券4期和广发证券2期。这是2005年以来证券公司首度重启短券发行，4家证券公司主体长期信用等级皆为AAA级，债项信用等级为A-1，发行期限均为90天。时隔7年重启证券公司发行短期融资券，将在一定程度上改变券商依赖股权融资的现状。

### 华北仍为全国短券重点发行区域，华东地区发债活跃度增加

由于大型国企集中的优势，华北地区主体信用等级为AAA的企业共47家，占全部AAA发行人数量的54.02%；全年总发行额3968.20亿元，占全年发行总额

的 44.48%，为全国短券重点发行区域。北京市发行家数为 91 家，在全国发债的省、直辖市中排名第一，主要原因是北京市大型国有企业较为集中，而大型国有企业一直是短券发行的主力。

发行家数方面，北京市依靠国有大型企业集中优势，江苏省和浙江省凭借发行资源丰富的优势，在发行总家数上排名前三。华东地区发行家数在七个地区中排名第一，其中主体信用级别为 A<sup>+</sup>~AA<sup>+</sup> 级发行家数均位列各地区首位。

### 工、农、中、建四大银行短券发行市场的优势地位稳固，银行间债市承销资格向券商开放

2012 年参与短券发行的主承销商共计 24 家。按承销规模统计，建设银行总承销额度 1005.80 亿元，继续排名第一，工商银行、中国银行、农业银行、招商银行、兴业银行、中信银行、光大银行、民生银行和国家开发银行总承销额度分别位列 2~10 位，构成了当年承销的第一梯队，其余银行总承销额度均低于 400 亿元。

按照承销期数统计，兴业银行为 96 期，位居首位；中信银行 82 期屈居次席，中国银行 74 期，建设银行 69 期，招商银行 68 期，农业银行 62 期，其余各家银行承销均在 50 期以下。

2012 年度发行额度超过（含 100 亿元）100 亿元的短券共 8 期，合计发行额度达 1025 亿元，占 2012 年发行总额度的 11.48%。以上 8 期均采用联合承销方式，其中工商银行参与 4 期，在大额项目中占据优势。

2012 年共有 3 家证券公司参与短券承销，分别为中

金公司、中信证券和国泰君安证券。2012 年 11 月，交易商协会发布《关于证券公司类会员参与非金融企业债务融资工具主承销业务市场化评价有关事项的公告》，启动了券商参与非金融企业债务融资工具主承销业务市场评价工作，对证监会最近一次监管分类结果 AA 及以上级别和具备公司债承销业务经验的证券公司，开放了银行间债券市场主承销商通道。

## 二、短券利差分析

2012 年全年短券发行期数共 825 期，剔除 4 期计息方式为浮息的样本、19 期担保样本及 29 期期限在 1 年内的样本（其中含担保样本 2 个），上市后较长时间内无交易的样本 2 个<sup>1</sup>，剩余短券样本共计 773 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 773 期样本。

2012 年度短券发行利率、首日交易利率与 SHIBOR 利率的相关性检验见表 2。从全年数据来看，基本表现为主体信用等级越高，短券发行利率与 SHIBOR 利率的相关性越低。分季度看，2012 年 1-3 季度，AA<sup>-</sup> 以上级别主体所发短券发行利率和发行日 SHIBOR 利率、交易利率和交易日 SHIBOR 利率之间的相关性较强；2012 年 4 季度，各主体所发短券上述相关性较前 3 季度明显降低，主要原因在于：

① 4 季度以来宏观经济已出现温和回升迹象，在此背景下，以往风险较高的低等级高收益短券违约风险降低，投资者对高收益债券偏好有所提升。在 4 季度的收益率走势上，则表现为与低信用等级债券相比，高信用

表 2 2012 年度短券利率与 1 年期 SHIBOR 利率相关性检验结果

主体级别	模型变量	1Q2012		2Q2012		3Q2012		4Q2012		2012 年全年	
		复相关系数 R	显著性检验 Sig.	复相关系数 R	显著性检验 Sig.						
AAA	发行利率	0.804	0.000	0.938	0.000	0.870	0.000	0.339	0.032	0.183	0.029
	发行日 SHIBOR 利率										
	交易利率	0.461	0.006	0.920	0.006	0.884	0.006	0.383	0.015	0.090	0.287
AA <sup>+</sup>	发行利率	0.795	0.000	0.864	0.000	0.628	0.000	0.197	0.180	0.363	0.000
	发行日 SHIBOR 利率										
	交易利率	0.692	0.000	0.807	0.000	0.708	0.000	0.230	0.115	0.260	0.003
AA	发行利率	0.840	0.000	0.919	0.000	0.820	0.000	0.293	0.017	0.448	0.000
	发行日 SHIBOR 利率										
	交易利率	0.692	0.000	0.696	0.000	0.827	0.000	0.110	0.380	0.323	0.000
AA <sup>-</sup>	发行利率	0.872	0.000	0.918	0.000	0.609	0.000	0.247	0.094	0.593	0.000
	发行日 SHIBOR 利率										
	交易利率	0.778	0.000	0.846	0.000	0.600	0.000	0.231	0.119	0.536	0.000
A <sup>+</sup>	发行利率	0.909	0.000	0.888	0.000	0.071	0.754	0.039	0.883	0.828	0.000
	发行日 SHIBOR 利率										
	交易利率	0.921	0.000	0.761	0.000	0.124	0.582	0.026	0.920	0.783	0.000

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

<sup>1</sup> 其中，“12 众和 CP001”于 1 月 21 日上市，直到 2 月 21 日才有首次交易；“12 威海广泰 CP001”2 月 20 日上市，截至 2012 年 4 月 5 日无交易。上述两个样本在本部分的分析中删除。

等级债券需求降低，发行和交易利率快速上行，且上行幅度大于低等级债券上行幅度。

② 4 季度末短券市场供大于求也是短券发行利率及交易利率上扬的因素。

③ 4 季度末，银行面临资本充足率考核以及投资者对 2013 年债市走向存在分歧等因素，也使得投资者为了调整仓位而对整体信用债尤其是流动性较好的短期债券的需求减少，从而使得年末短券市场整体发行利率和交易利率上行。

2012 年全年，各等级主体所发短券利率走势均呈现 V 型，与 SHIBOR 整体下行的走势相背。

## 1、主体信用与利差分析

### (1) 主体信用等级与利差

2012 年利差水平整体有所下降，并呈现前降后升趋势

2012 年债券市场资金面整体宽松，短券利差较上年有所下降。整体利差水平呈现前降后升的趋势。具体而言，2012 年上半年，资金面持续放宽，银行间市场对各品种债券需求较大，使得短券利差水平持续下降；2012 年 3 季度开始，资金面略紧，短券利差有所上行；2012 年 4 季度则受投资者资产配置、年末翘尾等因素影响，短券发行及交易利率上扬，而 SHIBOR 则呈持续走低趋势，使得发行及交易利差继续上行。2012 年前 3 季度，AAA 及 AA<sup>+</sup> 级别主体所发短券负利差现象明显，4 季度开始负利差逐步收窄直至为正。

短券利差与主体级别的相关性较高，各信用等级主体级差仍存在分水岭

从表 3、表 4 中可以看到，2012 年度短券发行主体信用等级对利差的影响主要体现在以下方面：① 发行人主体信用等级与短券利差之间的反向关系显著性。② 利差 I 和利差 II 级差仍存在分水岭，体现在 AA<sup>-</sup> 与 A<sup>+</sup> 之间级差水平平均远远高于其他级别见的级差水平。③ 本年度 AA 与 AA<sup>+</sup> 之间利差 I 及利差 II 的级差为最小值，说明相对其他相邻级别而言，AA<sup>+</sup> 和 AA 级别间的区分度最小。

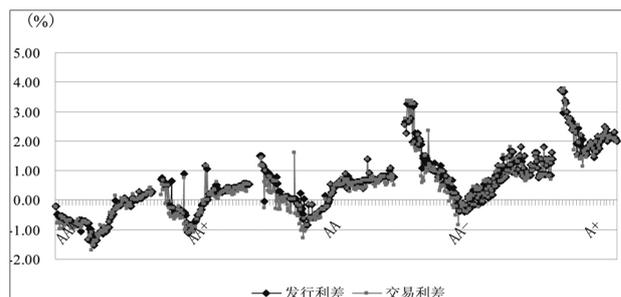
2012 年，AA<sup>+</sup> 级别

中，“12 湘高速 CP001”发行利差和交易利差均较高。此外，AA 级别中，交易利差最高的点为“12 营口港 CP001”，主要是由于该短券发行规模偏大且主体债务负担较重，二级市场流动性不足，其首日交易利率高达 6.72%，远高于同期同级别主体所发短券交易利率。

表 3 2012 年各季度利差 I、利差 II 情况

主体级别	利差 I 均值 (BP)					利差 II 均值 (BP)				
	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012	2012 全年	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012	2012 全年
AAA	-65.90	-100.91	-54.44	8.89	-49.20	-75.21	-107.02	-52.90	8.37	-52.42
AA <sup>+</sup>	11.28	-58.58	-2.65	41.77	7.00	-9.33	-70.32	-7.40	34.66	-2.94
AA	63.84	-28.45	21.02	71.72	35.83	40.45	-44.19	18.04	64.39	24.50
AA <sup>-</sup>	202.79	33.77	80.41	110.57	95.17	191.18	23.26	82.30	107.41	89.50
A <sup>+</sup>	322.88	204.20	193.59	213.23	223.25	323.48	193.41	193.35	212.57	219.26

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理



资料来源：中国债券网，wind 资讯，联合资信整理

图 3 2012 年度各主体级别短券发行利率与 Shibor (1Y) 走势

整体看，2012 年资金面整体较为宽松，短券发行利差整体有所下降，并呈现前降后升的 V 型走势。短券发行人的主体信用等级对利差产生十分重要的影响，短券利差与主体级别整体相关性很高。

### (2) 主体信用等级主要影响因素与利差

利差在不同规模企业间的结构性差异

2012 年，主体规模在 100-500 亿元以上的短券发行期数最多，占全部发行短券的 36.09%。从表 5 可以看出，主体规模越大，短券的发行利率和利差水平越低，其中

表 4 2012 年度各主体级别对应的利差 I、利差 II 的情况

主体级别	利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利差 I			利差 II		
			均值 (BP)	级差 (BP)	标准差 (BP)	均值 (BP)	级差 (BP)	标准差 (BP)
AAA	3.25~5.03	4.25	-49.20	--	48.65	-52.42	--	51.21
AA <sup>+</sup>	3.66~6.00	4.74	7.00	56.19	50.91	-2.94	49.48	52.60
AA	3.91~6.73	5.06	35.83	28.83	51.87	24.50	27.44	56.43
AA <sup>-</sup>	4.39~8.50	5.69	95.17	59.34	77.99	89.50	65.00	80.05
A <sup>+</sup>	6.00~8.98	6.99	223.25	128.09	54.98	219.26	129.76	58.48

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

规模在 500 亿元及以上的主体表现最为显著。究其原因，主要是由于规模 500 亿元及以上的企业中，AAA 级信用等级企业较为集中，因此拉大与其他主体规模发行利率的差异。

#### 利差在不同行业间的结构性差异

从 2012 年发行主体行业分布情况看，电力、钢铁、交通运输等行业集中了较多信用等级较高发行主体，其发行利率处于较低水平，从而使得利差均值相对较低，而纺织服装、家用电器、新能源 / 新技术信用等级较低，其发行利率和利差均处于相对高位。

#### 利差在不同企业性质间的结构性差异

本年度发行短券以国有企业为主，其次是民营企业。2012 年，中外合资企业共发行 10 期短期融资券，其中 4 期为上海国际港务（集团）股份有限公司发行。上海国际港务（集团）股份有限公司级别为 AAA，从而拉低了中外合资企业整体的发行利率水平及利差水平。而本年度参与短券发行的 5 家外商独资企业主体级别为 AA<sup>-</sup> 的 3 期，AA 的 1 期，AA<sup>+</sup> 的 1 期，拉低了外商独资企业的发行利率及利差水平。2012 年，从有统计意义的样本情况来看，国有企业所发短券的发行利差仍然高于民营企业。

## 2、发行期限与利差分析

本部分分析涉及发行期限，因此仅剔除付息式浮动利率和有担保短券（含 1 期发行期限小于 1 年），合计 800 期。本年度所发行的短券仍以 1 年期为主，发行期限为 1 年期的共有 773 期，占 96.63%；发行期限在 1 年以下的 27 期，占 3.37%。发行期限越短，所发短券的平均利率水平及利差水平越低。另一方面，发行 1 年期以下债券的企业大多都是高信用等级企业，这也使得利率及利差差异进一步加大。

## 3、发行规模与利差分析

发行规模越大，所发短券的平均利率水平越低，利差也随之减少。联合资信认为，市场定价对发行额度的反应主要源于主体规模的影响，短券发行额度和主体规模高度相关，因此发行额度对利差的影响，实际上源于主体规模以及信用级别对市场定价的作用，主体规模大的发行主体信用等级也往往较高，所对应的利差就处于相对低水平。

## 三、评级机构业务情况分析

### 1、评级机构市场份额

本年度债券市场发行量较上年增幅较大，4 家评级机构共出具 825 期短券评级报告，较上年的 611 期大幅增长 35.02%（见表 5）。

## 2、信用等级认可度检验

从信用等级认可度来看，AAA 级别上，大公、联合和中诚信的发行利差及交易利差差异不明显（5 个 BP 以内）；在 AA<sup>-</sup>~AA<sup>+</sup> 级别上各评级机构利差水平差异较大，最低的利差和最高利差（含利差 I 和利差 II）相差 20~30 个 BP 之间。投资者未对四家评级机构出具的评级结果表现出明显的认知一致性。

表 5 2012 年各评级机构出具评级短券报告情况（期）

	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	35	68	43	15	161
AA <sup>+</sup>	28	52	31	23	134
AA	54	72	41	42	209
AA <sup>-</sup>	49	75	56	48	228
A <sup>+</sup>	21	23	31	17	92
A	---	---	---	---	---
A <sup>-</sup>	---	---	---	1	1
合计	187	290	202	146	825
其中：AA <sup>-</sup> 以上占比	88.77%	92.07%	84.65%	87.67%	88.73%

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理



## 规范和促进信用评级行业发展的重大举措

联合资信评估有限公司 李振宇

日前，中国银行间市场交易商协会发布了《非金融企业债务融资工具信用评级业务自律指引》（简称《评级指引》）。这是我国银行间债券市场基础设施建设的一个重要举措，标志着银行间债券市场自律体系的进一步完善，对于规范和促进我国信用评级业发展具有重大意义。

根据市场需求和实践，交易商协会目前已基本建立起包括规则、指引、办法等涉及债券发行、信息披露等一系列自律规范体系，明确了债务融资工具各业务环节的基础制度性要求，完善了市场基础设施建设。信用评级行业的规范发展关系到债券市场的健康发展，是债券市场的重要基础设施。交易商协会在多年实践的基础上，根据我国债券市场发展的实际，适时出台《评级指引》，是对债券市场基础设施的重大完善。

信用评级机构作为银行间市场的重要成员，需要建立健全自律管理，以保护市场各方合法权益，规范信用评级行业发展，提升评级行业的公信力，促进非金融企业债务融资工具市场健康运行。在参考国内外评级发展经验和教训的基础上，总结我国信用评级行业的实践探索，交易商协会组织市场成员制订《评级指引》，填补了我国银行间市场信用评级行业自律规则空白，进一步健全和完善了银行间市场自律规则，是我国评级业自律规范的重要探索。

在遵循我国现有评级行业法规的基础上，《评级指引》从信用评级机构及人员、信用评级业务基本要求、自律管理等多方面提出了比较系统的自律规则，针对我国评级业存在的问题进一步进行了细化和补充。如关于信息披露提出了具体的披露内容和时间的要求，强调要定期公开披露业务开展和合规情况等，鼓励推行双评级制度，提倡由在市场化评价中排名靠前的或不同收费模式的信用评级机构对同一受评对象同时进行评级；对信用评级机构终止信用评级结果进行了规范；对于复评的具体时间和程序进行了明确等等。这些细化或补充的规则将有力地促进评级行业的规范。

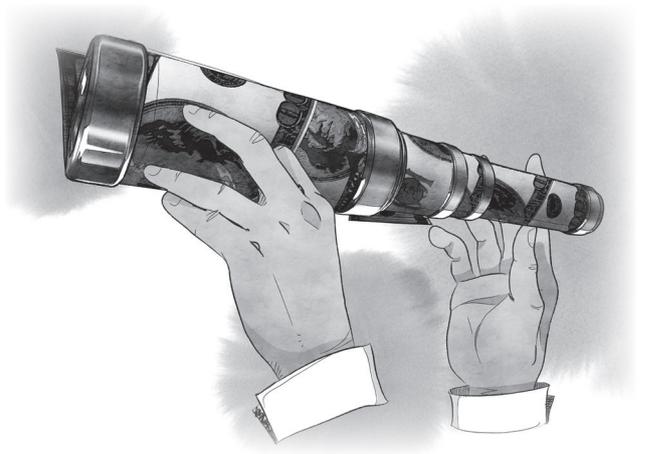
此外，《评级指引》对投资人委托评级和主动评级进行了规范。这是国内信用评级行业自律规则的首创。其中，对投资人委托评级的基本程序进行了规范，总结了我国初步探索的经验；交易商协会鼓励信用评级机构开展主动评级，同时也提出了主动评级的基本程序和规则。

《评级指引》对于发行人、主承销商、投资人等涉及评级业务的主体在评级业务过程中的行为也提出了自律要求，如受评企业、信用评级委托方、信用评级结果使用方及其他相关主体应共同维护信用评级的独立、客

观和公正，受评企业、主承销商及其他相关方不得进行级别招标，受评企业应配合信用评级机构开展相关评级业务等。这些规则将为评级机构规范发展创造良好的环境。

评级机构应高度重视《评级指引》，首先要组织全体员工认真学习，进行培训。其次，要组织专门班子，认真对照《评级指引》，检查现有制度，逐条进行研究和修订。目前来看，至少需要制定或修改《评级程序》、《评级新业务评估制度》、《评级质量检验制度》、《终止评级制度》、《主动评级制度》、《合规监督工作机制和制度》等。第三，需要抓紧行动起来，改进和完善评级的实际操作。完善评级作业环节（如实地调查、跟踪评级、项目人员构成、报备等方面），加强内部建设（包括公司网站、数据库、法规制度培训等），及时落实有关信息披露和报告要求等。

《评级指引》的出台和实施，必将提高评级机构和从业人员的执业能力和职业道德，推动评级行业规范发展和进步；提升信用评级行业的公信力和影响力，促进债务融资工具市场健康发展。



# 成都城建投资管理集团有限责任公司

## 2013年度20亿元公司债券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间: 2013-01-14  
 发行规模: 20亿元  
 期限: 7年  
 利率: 6.18%

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: 2012年4月5日  
 分析师: 胡岩 陈丹

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年
资产总额(亿元)	603.13	642.78	649.17
所有者权益(亿元)	61.82	89.03	101.66
长期债务(亿元)	278.71	350.16	290.73
全部债务(亿元)	393.89	374.37	346.96
营业收入(亿元)	31.65	50.28	56.49
利润总额(亿元)	2.80	6.27	6.74
EBITDA(亿元)	4.33	8.21	8.58
经营性净现金流(亿元)	-91.28	14.69	28.26
营业利润率(%)	20.33	21.12	20.00
净资产收益率(%)	3.99	5.72	5.14
资产负债率(%)	89.75	86.13	84.35
全部债务资本化比率(%)	86.44	80.79	77.34
流动比率(%)	229.90	351.92	294.76
全部债务/EBITDA(倍)	91.01	45.59	40.42
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.22	0.41	0.43

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对成都城建投资管理集团有限责任公司(以下简称“公司”)的评级,反映了公司作为成都市投融资和基础设施建设主体,获得了政府持续的资金支持,以及公司经营性业务较为成熟、收入及盈利能力相对稳定的优势。同时联合资信也关注到,公司债务负担重、应收款项回收期不确定、未来投资规模较大等因素对其偿债能力产生的不利影响。

公司未来将以项目投融资和资本经营为纽带,以城市基础设施建设为基本支点,房地产业务开发和能源产业投资并举,经营规模有望进一步扩大。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券为7年期债券,偿债资金来源为公司自有经营业务形成的现金回流。公司针对本期债券设置了后5年每年按照20%的比例等额偿还本金的模式,有利于缓解集中偿付压力。联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

◇ 成都是中国西部重要城市,近年经济实力和财政水平稳步增长,公司具有良好的外部发展环境。

◇ 作为成都市主要的投融资主体,市政府给予公司持续的资金支持和配置土地的支持。

◇ 公司房地产、燃气供应等自有经营性业务较为成熟。

### 关注

◇ 公司负债水平高,债务负担重。

◇ 公司市政项目投资业务的运营模式导致未来公司资金回流和借款本息的偿还在时间上的匹配得不到保障。

◇ 公司应收款项规模较大,未来回收时间存在不确定性。

◇ 公司未来投资规模较大,面临一定的资金压力。

◇ 公司房地产板块收入占比高,受宏观经济政策调控影响较大。

### 主体概况

成都城建投资管理集团有限责任公司成立于2004年6月16日。公司成立初期由原成都市煤气总公司改制后的国有股权及剥离出的资产,以及成都市兴蓉投资股份有限公司、成都市兴东投资有限公司、成都市兴南投资有限公司的全部资本构成;2007年底公司与干道指挥部合并;2008年公司经成都市国资委批准,通过新设及更名方式先后组建了基础建设投资公司、新居建设投资公司、城投地产公司、城投资产经营公司,注册资本

21亿元。

2008年4月,公司用资本公积及未分配利润9.8亿转增实收资本,注册资本从21亿元增加至30.8亿元。

2010年10月,公司用资本公积7.7亿转增实收资本,注册资本从30.8亿元增加至38.5亿元。公司实际控制人为成都市国有资产监督管理委员会。

公司经营范围包括:成都市城市基础设施、公共设施的建设、投融资及相关资产经营管理;项目招标、项目咨询、其他基础设施项目的投资;土地整理、房地产开发及物业管理。

公司内设机构为14个部门:办公室、人力资源部、财务部、投资发展部、审计部、业绩考核部、纪检监察室、工程技术部、工程造价管理部、拆迁安置部、征地安置部、资产管理部、沙河管理办公室、新居工程管理办公室。截至2011年底,公司共有二级企业(单位)19家。

截至2011年底,公司(合并)资产总额649.17亿元,所有者权益101.66亿元;2011年公司实现营业收入56.49亿元,利润总额6.74亿元。

公司注册地址:成都市金家坝街3号;法定代表人:杨祖华。

# 榆林市城市投资经营集团有限公司

## 2012年度15亿元公司债券信用评级报告

## 本期债券发行信息

发行时间: 2012-12-04  
 发行规模: 15亿元  
 期限: 6年  
 利率: 6.81%

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: 2012年4月13日  
 分析师: 王紫临 李想

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年
资产总额(亿元)	104.61	125.08	200.01
所有者权益(亿元)	50.12	56.00	98.51
长期债务(亿元)	22.21	37.54	57.43
全部债务(亿元)	27.50	37.77	59.54
营业收入(亿元)	1.81	1.50	9.48
利润总额(亿元)	2.37	3.07	1.45
EBITDA(亿元)	3.04	3.51	2.69
经营性净现金流(亿元)	1.09	1.36	0.73
营业利润率(%)	-11.32	-3.64	16.54
净资产收益率(%)	4.71	5.52	1.28
资产负债率(%)	52.09	55.23	50.75
全部债务资本化比率(%)	35.43	40.28	37.67
流动比率(%)	551.71	1082.57	564.65
全部债务/EBITDA(倍)	9.03	10.77	22.17
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.20	0.23	0.18

### 评级观点

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)对榆林市城市投资经营集团有限公司(以下简称“公司”或“榆林城投”)的评级反映了公司作为代表榆林市政府从事基础设施建设的唯一运营实体,在经营垄断性、区位优势和政府支持等方面优势突出。联合资信同时注意到,公司目前经营市场化程度偏低,整体盈利能力偏弱。抵押土地资产未来的变现价值和可操作性存在不确定性。

伴随榆林市经济快速发展,地方财政实力不断提升,对公司的支持力度有望进一步加强,有助于支撑公司信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设立提前分期偿还条款,有助于缓解本期债券集中偿付压力;同时,公司以土地资产为本期债券提供抵押担保;此外,公司为本期债券设立了偿债资金专户,并聘请监管人进行监管,有助于本期债券本息的按时偿付。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险较低,安全性较高。

### 优势

◇ 榆林市经济发展快速,财政实力较强。

◇ 公司作为榆林市政府授权的唯一市政建设的运营实体,经营业务具有区域垄断优势,得到地方政府在政策和财力上的大力支持。

◇ 公司为本期债券设立的偿债保护条款对本期债券本息形成保障作用,偿债资金提前归集措施及分期偿付条款有助于缓解本期债券集中偿付压力。

### 关注

◇ 公司目前自身盈利能力偏弱。

◇ 公司承担较多的市政项目工程的建设,存在一定的资本支出压力。

◇ 公司以划拨地为本期债券抵押,土地变现后仍需缴纳土地出让金,且抵押土地面积较大,未来其集中变现价值存在不确定性。

◇ 公司已于2010年发行14亿元“10榆城投债”,存续期为2010年12月28日~2017年12月27日,如本期债券2012年发行成功,2015~2018年,公司共需偿付两期共计29亿元公司债券,该段期间还款压力较大。

### 主体概况

榆林市城市投资经营集团有限公司系经榆林市人民政府批准成立的国有独资公司,注册资金为3亿元人民币。

币。公司为榆林市人民政府直管单位,榆林市国有资产监督管理委员会履行出资人的职责,持有公司100%的权益。

公司是榆林市政府授权参与地区基础设施和公用事业建设的唯一运营实体。公司是经榆林市人民政府批准设立的国有独资公司,遵照“政府主导、市场运作、公司经营”的原则经营城市国有资产,是榆林市城市重要资源的总储备、城建资金运作的总渠道、实施政府经营城市的总载体。

公司设投资发展部、财务融资部、工程管理部、造价管理部、企业管理部、监察审计部、综合办公室、党群工作部等8个部门。截至2011年底,公司共有全资子公司11家,控股子公司3家,参股公司1家。

截至2011年底,公司合并资产总额为200.01亿元,所有者权益合计为98.51亿元(其中少数股东权益5.09亿元)。2011年,公司实现营业收入9.48亿元,利润总额1.45亿元。

公司注册地址:榆林市经济开发区(市环保局办公楼二层);法定代表人:王永胜。

# 宝鸡市投资（集团）有限公司

## 2012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：2012-12-26  
 发行规模：10亿元  
 期限：6年  
 利率：7.14%

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  
 本期企业债券信用等级：AA  
 评级时间：2012年6月27日  
 分析师：张丽 刘俊宏

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年
现金类资产（亿元）	9.77	10.15	17.31
资产总额（亿元）	111.69	120.39	147.77
所有者权益（亿元）	63.89	64.6	68.68
短期债务（亿元）	1.84	0.06	0.00
全部债务（亿元）	26.24	28.36	42.90
营业收入（亿元）	6.05	6.31	13.17
利润总额（亿元）	3.8	1.13	2.83
EBITDA（亿元）	5.42	4.47	5.02
经营性净现金流（亿元）	1.26	3.47	0.27
营业利润率（%）	10.47	1.98	8.99
净资产收益率（%）	5.04	1.72	4.11
资产负债率（%）	42.8	46.34	53.52
全部债务资本化比率（%）	29.11	30.51	38.45
流动比率（%）	135.54	154.59	196.51
全部债务/EBITDA（倍）	4.84	6.35	8.55
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.54	0.45	0.50

### 评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对宝鸡市投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“宝鸡投资”）的评级反映了公司作为宝鸡市本级主要的基础设施建设主体，其经营受益于宝鸡市区域经济增长的良好外部环境；近年来，宝鸡市政府以资产划拨和资金补贴等形式给予公司持续性支持。同时，联合资信也关注到公司业务公益性强，受政策指导影响较大，整体收益水平对政府补贴依赖较大等因素对其偿债能力可能带来的不利影响。

伴随宝鸡市各项产业的稳步发展，地方税收留存将保持增长，地方财政对公司的支持力度有望进一步提高。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置了后四年等额偿还本金的期限方式，有助于化解集中偿付风险；同时本期债券设置了以政府回购资金为主要来源的偿债基金专户，并由银行实施监管，有助于回款资金的落实。综合来看，本期债券到期不能偿还的风险低。

### 优势

◇ 宝鸡市经济持续发展，为公司经营提供有利的外部环境。

◇ 作为宝鸡市主要的基础设施建设主体，宝鸡市政府给予了公司持续性的支持。

◇ 2010年底政府授权公司代表宝鸡市政府参股经营的麟北煤业，有助于提升公司未来盈利能力。

### 关注

◇ 本期债券设置了后四年等额偿还本金的期限方式，有助于化解集中偿付风险；同时本期债券设置了由政府回购资金为主要来源的偿债基金专户，并由银行实施监管，有助于回款资金落实。

◇ 公司投资经营主要取决于政府决策，受政策指导影响较大。

◇ 公司业务公益性强，整体收益水平对政府补贴依赖较大。

◇ 公司基础设施建设投资规模大，未来面临一定的资金压力。

### 主体概况

宝鸡市投资（集团）有限公司，是根据2006年12月29日宝鸡市人民政府宝政发[2006]66号《关于成立宝鸡市投资（集团）有限公司的决定》文件，由宝鸡市国有资产监督管理委员会出资组建的国有独资有限公司，截至2011年底，公司注册资本为人民币10亿元。

公司作为宝鸡市政府主要的综合投资、建设和经营主体，承担对国有资产收益收缴和产权处置收入的责任，建立并合理安排国有资产投资，促使国有资产滚动增值。其主要经营范围包括城市建设及基础设施投资、文化教育、生态投资开发、房地产开发等。

截至2011年底，公司拥有10家全资子公司、1家控股子公司。公司本部下设投资发展部、工程部、经营管理部、综合部、人力资源部、财务部等6个职能部门。

截至2011年底，公司（合并）资产总额147.77亿元，所有者权益68.68亿元（其中少数股东权益0.49亿元）；2011年公司实现营业收入13.17亿元，利润总额2.83亿元。

公司注册地址：宝鸡市保虢路125号行政中心6号楼C座；法定代表人：赵荣。

# 北京能源投资（集团）有限公司

## 2012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：2012-12-10  
 发行规模：20亿元  
 期限：365天  
 利率：4.58%

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：2012年8月21日  
 分析师：孙媛 张莉

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
现金类资产（亿元）	38.38	44.33	93.38	74.39
资产总额（亿元）	900.68	900.09	1024.10	1273.76
所有者权益（亿元）	321.29	308.71	319.22	461.11
短期债务（亿元）	210.69	251.25	248.21	235.54
全部债务（亿元）	455.51	479.44	555.18	614.14
营业收入（亿元）	109.95	147.16	200.49	138.63
利润总额（亿元）	17.42	20.07	23.67	13.31
EBITDA（亿元）	50.29	54.91	77.12	—
经营性净现金流（亿元）	25.03	31.78	39.18	-26.47
净资产收益率（%）	4.83	5.48	5.25	—
资产负债率（%）	64.33	65.70	68.83	63.80
速动比率（%）	35.34	28.49	46.07	47.53
EBITDA 利息倍数（倍）	2.56	3.39	2.65	—
经营现金流负债比（%）	8.82	9.57	11.12	—
现金偿债倍数（倍）	1.92	2.22	4.67	3.72

注：公司2012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，北京能源投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“京能集团”）拟发行的2012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等级以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险极低。

### 优势

◇ 公司是北京地区主要的能源供应主体，在首都能源保障体系中拥有重要地位，日常经营中能够获得来自地方政府的有力支持。

◇ 公司装机规模优势明显、资产布局合理、煤炭供应保障程度较好，整体抗风险能力强。

◇ 公司主要的参股电厂多为华能、国电、大唐等五大发电集团优质电厂，可分享其在管理和技术等方面的优势。

◇ 公司经营活动获取现金能力较强，现金类资产和经营活动现金流对本期债券覆盖程度较高。

### 关注

◇ 公司发电资产以火电为主，盈利能力易受电煤价格波动影响。

◇ 公司资本支出规模大，债务规模持续扩张；未来大规模资本支出将

加大公司筹资压力。

### 主体概况

北京能源投资（集团）有限公司是北京市人民政府出资设立，根据北京市人民政府国有资产监督管理委员会京国资发字[2004]45号文《关于北京国际电力开发投资公司与北京市综合投资公司合并重组相关问题的通知》的批准，由北京国际电力开发投资公司与北京市综合投资公司于2004年12月合并重组成立的国有独资企业，是北京市政府出资的唯一电力投资主体。截至2012年3月底，公司注册资本130亿元人民币。

公司是一家以电力能源为主业的多元业务投资集团公司，目前的业务组合有电力能源、科技实业、园区建设和房地产、金融投行等4大战略业务单元。

截至2012年6月底，公司总部下设董事会办公室、总经理办公室、战略规划部、综合计划部、财务与产权管理部、电力能源建设部、电力生产经营部、安全与科技环保部、实业管理部、人力资源部、审计与内控部、

法律事务部、证券与资本运营部、党群工作部、燃料管理部15个职能部门。

截至2011年底，公司（合并）资产总额为1024.10亿元，所有者权益319.22亿元，其中少数股东权益78.86亿元；2011年公司实现营业收入200.49亿元，利润总额23.67亿元。

截至2012年6月底，公司（合并）资产总额为1273.76亿元，所有者权益461.11亿元，其中少数股东权益84.60亿元；2012年1~6月公司实现营业收入138.63亿元，利润总额13.31亿元。

公司注册地址：北京市西城区复兴门南大街甲2号天银大厦A西9层；法定代表人：陆海军。



# 陕西延长石油（集团）有限责任公司 2012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：2012-12-05  
发行规模：30亿元  
期限：365天  
利率：4.58%

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：2012年10月15日  
分析师：姚德平 祖宇

## 财务数据

项 目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
现金类资产（亿元）	113.65	159.58	150.17	193.90
资产总额（亿元）	1133.14	1448.28	1772.82	1961.19
所有者权益（亿元）	539.45	625.75	786.09	901.46
短期债务（亿元）	119.62	167.90	278.58	305.64
全部债务（亿元）	260.29	372.97	445.44	478.46
营业收入（亿元）	806.87	1020.71	1236.53	760.20
利润总额（亿元）	50.17	100.54	138.02	70.31
EBITDA（亿元）	131.10	206.94	261.69	—
经营性净现金流（亿元）	99.02	226.06	225.27	124.94
净资产收益率（%）	7.51	12.05	13.33	—
资产负债率（%）	52.39	56.79	55.66	54.04
速动比率（%）	48.76	49.87	46.88	65.42
EBITDA 利息倍数（倍）	14.50	16.06	14.20	—
现金偿债倍数（倍）	3.79	5.32	5.01	6.46

注：2012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，陕西延长石油（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）拟发行的2012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以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

## 优势

◇ 公司是中国国内具有石油和天然气勘探开采资质的四家大型集团公司之一，产业链条较为完善，生产经营稳定，盈利能力强。

◇ 公司债务负担适宜，财务弹性良好。

◇ 公司经营活动获现能力强，现金类资产及经营活动现金流对本期短期融资券覆盖程度高。

## 关注

◇ 公司在建项目多，投资规模大，存在较大的对外融资需求。

◇ 征收石油特别收益金及成品油税费改革对公司盈利能力构成一定的影响，而新资源税的实施将进一步增加公司的税收负担。

## 主体概况

陕西延长石油（集团）有限责任公司前身是创建于1905年的延长石油官厂，于2005年12月29日由原陕西省延长石油工业集团公司、延

长油矿管理局及延炼实业集团公司、榆林炼油厂等6家企业，与陕北延安、榆林两市的14个县区石油钻采公司通过紧密型整合重组而成。截至2011年底，公司注册资本100亿元，陕西省国资委、延安市国资委和榆林市国资委的出资比例分别为51%、44%和5%。

公司业务经营范围为：石油、天然气勘探、开采、加工、运输、销售（危险化学品经营许可证有效期至2011年12月31日）；石油化工产品（仅限办理危险化学品工业生产许可证，取得许可证后按许可内容核定经营范围）及新能源产品（专控除外）的开发、生产和销售；与油气共生或钻遇的其他矿藏的开采、经营业务；煤炭、萤石、盐、硅、硫铁矿等矿产资源的地质勘探、开发、加工、运输、销售和综合利用（仅限于子公司凭许可证在有效期内经营）；煤层气的开发利用；煤化工产品的研发、生产及销售；兰碳的开发和综合利用；煤炭、萤石、盐、硅、硫铁矿等矿物深加工；与上述业务相关的勘察设计、技术开发、技术服务；石油机械、配件、助剂（危险品除外）的制造、加工；项目建设及生产经营；房地产开发；酒店管理；自营代理各类商品及技术的进出口，但国家限定

公司经营或禁止进出口的商品及技术除外（上述经营范围中，法律法规有专项规定的，凭许可证书在有效期内经营）。截至2011年底，公司纳入合并报表范围的企业共有51家。

截至2011年底，公司（合并）资产总额1772.82亿元，所有者权益786.09亿元（其中少数股东权益159.82亿元）；2011年公司实现营业收入1236.53亿元，利润总额138.02亿元。

截至2012年6月底，公司（合并）资产总额1961.19亿元，所有者权益901.46亿元（其中少数股东权益210.07亿元）；2012年1~6月公司实现营业收入760.20亿元，利润总额70.31亿元。

公司注册地址：陕西省延安市宝塔区七里铺；法定代表人：沈浩。



# 浙江省杭州市2012年度第一期 区域集优中小企业集合票据信用评级报告

## 本期债券发行信息

发行时间：2012-12-24  
发行规模：5亿元  
期限：3年  
利率：5.41%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：本期集合票据信用等级：AAA  
评级时间：2012年10月19日  
分析师：潘诗湛 李小健 张丽

## 集合票据发行人及担保人

集合票据发行人		评级结果	
		信用等级	评级展望
1	杭州东方文化园旅业集团有限公司	A-	稳定
2	浙江华欣新材料股份有限公司	BBB+	稳定
3	浙江联达化纤有限公司	BBB	稳定
集合票据担保人		评级结果	
中债信用增进投资股份有限公司		AAA	

## 评级观点

近年来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营企业的发展。但中小企业个体的抗风险能力有限，尤其是2011年以来，多重因素导致中小企业景气度下降，面临的经营风险逐步加大。为此，国家和地方政府不断出台相关扶持政策，为中小企业的持续发展提供支撑。

本期集合票据参与发行主体为杭州市中小企业，所涉及行业相关度较低。联合资信关注到本期集合票据参与企业家数相对较少，风险的分散作用有限。

中债信用增进投资股份有限公司为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债信用增进投资股份有限公司担保实力很强，有效提升了本期集合票据的信用水平。综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

## 优势

◇ 杭州市经济稳定增长，为区域内企业发展提供良好的外部条件。

◇ 本期集合票据发行人所涉及行业相关度较低。

◇ 作为本期集合票据的信用增信机构，中债信用增进投资股份有限公司担保实力很强，可有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

## 关注

◇ 本期集合票据的发行人中小企业，经营状况易受国家宏观经济政

策和产业政策调整的影响。尤其2011年以来，国内外经济形势动荡导致中小企业面临的经营风险逐步加大。

◇ 本期集合票据参与企业相对较少，风险分散作用有限。

## 主体概况

浙江省杭州市2012年度第一期区域集优中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）由杭州市人民政府委托杭州市人民政府金融办公室牵头组织，联合3家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集合票据计划发行总额度为5.00亿元，期限为3年，各联合发行人仅负责偿还各自本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

中债信用增进投资股份有限公司对本期票据存续期限内应付本息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证担保。

杭州市人民政府设立了资金规模为1.00亿元的中小企业直接债务融资发展基金。发展基金将由杭州市人民政府、人民银行杭州市中心支行、中债信用增进投资股份有限公司与杭

州银行股份有限公司共同监管。同时，杭州市人民政府、人行杭州市中支、中债信用增进投资股份有限公司、杭州银行共同签订了基金监管协议；四方约定：

(1) 发展基金由杭州市人民政府出资设立，基金规模最高为1.00亿元。目前，1.00亿元的发展基金已全部到位。

(2) 发展基金以专户形式在杭州银行股份有限公司设立，并由杭州市人民政府金融办、人民银行杭州支行、中债信用增进投资股份有限公司、杭州银行股份有限公司四方共同监管。

(3) 发展基金仅能用于因发行人违约时，中债信用增进投资股份有限公司履行信用增进责任而实际代偿的每期票据本金、实际代偿的票面利息。基金累计计划付规模上限为基金项下债务融资工具累计发行额的5%。



# 海宁市资产经营公司

## 2012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: 2012-12-12  
 发行规模: 10亿元  
 期限: 5年  
 利率: 6.25%

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  
 本期中期票据信用等级: AA  
 评级时间: 2012年10月23日  
 分析师: 李小建 陈丹

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
资产总额(亿元)	227.01	288.76	363.26	383.29
所有者权益(亿元)	87.53	127.11	177.55	184.56
长期债务(亿元)	76.64	75.18	88.92	89.95
全部债务(亿元)	112.90	105.62	116.29	103.85
营业收入(亿元)	20.32	20.59	38.60	15.03
利润总额(亿元)	2.72	4.19	10.00	5.41
EBITDA(亿元)	5.66	6.82	13.69	—
经营性净现金流(亿元)	1.76	26.86	20.55	14.47
营业利润率(%)	8.06	23.73	27.19	34.57
净资产收益率(%)	2.68	2.70	4.53	—
资产负债率(%)	61.44	55.98	51.12	51.85
全部债务资本化比率(%)	56.33	45.38	39.58	36.01
流动比率(%)	208.50	188.85	236.74	198.36
全部债务/EBITDA(倍)	19.95	15.48	8.49	—
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.57	0.68	1.37	—

注: 2012年上半年财务数据未经审计。

### 评级观点

海宁市资产经营公司(以下简称“公司”)是海宁市从事城建、交通和水务等公益性和准经营性项目建设、投资和运营,以及皮革专业市场、旅游资源、生物农药生产等经营性资产运营的主体。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在所属区域经济实力、公益性业务区域垄断性以及政府支持等方面的优势,并肯定了其经营性业务已形成的竞争实力。联合资信同时注意到,公司公益性和准经营性业务自身盈利能力偏弱,对政府支持的依赖性较强,公司治理结构和内控管理有待进一步强化等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

海宁市经济增长势头良好,政府对公司公益性和准经营性业务支持力度相应不断增强,加之公司经营业务盈利水平稳步增长,有望进一步支撑其财务及信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司EBITDA及经营活动现金流对本期中期票据覆盖程度较高,对本期中期票据偿还形成较有力保障。

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。

### 优势

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

◇公司作为海宁市重要的国有资

产经营公司,承担了海宁市城建、交通、水务等公益性和准经营性基础设施项目建设和运营,政府支持力度大,且长期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。

◇公司皮革专业市场开发经营等经营性业务盈利水平稳定增长,在业内已形成较强的竞争实力,为公司未来发展形成有力支持。

◇公司整体债务负担较轻,经营性现金流状况良好。

### 关注

◇近年来,海宁市财政实力增长主要得益于基金收入增长,未来受房地产宏观调控政策影响,基金收入的增长情况值得关注。

◇公司公益性和准经营性业务自身盈利能力偏弱,对政府支持的依赖性较强。

◇公司治理结构和内控管理有待进一步强化。

◇公司对外担保规模较大,存在一定或有负债风险。

◇公司未来投资规模大,融资压力较大。

### 主体概况

海宁市资产经营公司由海宁市人民政府授权海宁市财政局出资组建,当时注册资本为5200万元。截至2012年6月底,公司注册资本变更至200000万元。公司实际控制人为海宁市财政局。

公司是海宁市政府直属的唯一一家负责市区城市基础设施、交通和水务等公益性及准经营性市政业务,以及皮革专业经营和开发、旅游等经营性业务的国有资产经营公司。

截至2012年6月底,公司拥有27家一级子公司,其中下属子公司浙江钱江生物化学股份有限公司为上交所上市公司,公司持有其33.30%的股份;下属子公司海宁中国皮革城股份有限公司为深交所上市公司,公司持有其58.97%的股份。

截至2012年6月底,公司资产总额383.29亿元,所有者权益合计184.56亿元;2012年1~6月公司实现营业收入15.03亿元,利润总额为5.41亿元。

公司注册地址:海宁市海州街道水月亭西路336号;法定代表人:陈金明。

# 泸州市兴泸投资集团有限公司

## 2012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: 2012-12-21  
 发行规模: 15亿元  
 期限: 5年  
 利率: 6.31%

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: 2012年10月24日  
 分析师: 刘献荣 张丽

### 财务数据

项 目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
资产总额(亿元)	133.16	145.00	164.96	168.49
所有者权益(亿元)	99.34	104.65	110.68	112.21
长期债务(亿元)	21.76	23.75	36.99	36.42
全部债务(亿元)	23.92	24.51	37.11	36.64
营业收入(亿元)	4.67	5.21	6.85	3.62
利润总额(亿元)	4.02	5.19	6.89	4.34
EBITDA(亿元)	5.29	6.64	8.31	—
经营性净现金流(亿元)	-1.95	2.90	2.01	2.49
营业利润率(%)	37.98	34.14	38.81	36.86
净资产收益率(%)	3.92	4.79	6.04	—
资产负债率(%)	25.39	27.82	32.90	33.41
全部债务资本化比率(%)	19.40	18.98	25.11	24.61
流动比率(%)	357.12	331.38	358.22	307.12
全部债务/EBITDA(倍)	4.52	3.69	4.47	—
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.35	0.44	0.55	—

注: 1. 公司2012年上半年财务数据未经审计; 2. 公司长期应付款为有息债务, 本报告中债务及相关指标已进行调整。

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对泸州市兴泸投资集团有限公司(以下简称“公司”或“兴泸集团”)的评级反映了公司作为泸州市城市基础设施投融资、建设及国有资产运营主体, 在经营环境、区域规模、业务垄断性、政府支持及股权收益等方面的显著优势。同时联合资信也关注到, 近几年公司代建业务资金需求量大、未来资本性支出较多、投资收益实现质量较低等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

随着城市化进程的加快, 泸州市经济发展迅速, 财政实力增强。泸州市政府在资本金、股权划拨、财政补贴、债务偿还以及政策优惠等方面对公司进行的持续、稳定支持有望继续支撑公司的信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流以及EBITDA对本期中期票据的覆盖能力较弱, 但考虑到泸州市财政实力不断增强、市政府对公司的支持持续、稳定以及公司持有的泸州老窖股份有限公司股票变现能力较强, 本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

### 优势

◇ 泸州市区域经济持续发展, 财政收入上升, 为公司发展创造了良好的外部环境。

◇ 公司为泸州市国有独资公司, 在资本金注入、股权投资、政策优惠等方面能得到政府的持续支持。

◇ 公司在泸州市区域内经营规模

大, 部分业务属特许经营, 具有一定的经营垄断性。

◇ 公司是泸州老窖第二大股东, 持有的泸州老窖股票变现能力较强, 对本期中期票据具有一定的保障作用。

### 关注

◇ 公司基础设施建设投资项目均由政府指派, 建设周期长, 资金需求量大, 债务规模上升。

◇ 作为地方性投资企业, 公司投资与经营主要取决于地方政府决策, 对地方政府依赖程度较高。

◇ 公司主营业务收入及利润较低, 利润总额主要来源于泸州老窖的投资收益。

◇ 公司未来对外投资规模大, 资金压力上升。

### 主体概况

泸州市兴泸投资集团有限公司是2003年1月28日经泸州市人民政府批准(泸市府发〔2002〕133号), 由泸州市财政局投资组建的国有独资

公司。2006年, 公司出资人变更为泸州市国有资产监督管理委员会(泸市府发〔2006〕37号)。截至2012年6月底, 公司注册资本46.44亿元。

公司是泸州市政府从事城市基础设施投融资、建设管理以及国有资产经营管理等方面的运营主体。公司经营范围包括: 从事能源、交通、基础设施、支柱产业及高新技术产业的投资; 对公用企业、经营性项目进行参股、控股; 对授权的国有资产进行经营、管理, 并通过资本营运, 开展投资、融资业务; 开发建设、投资理财的信息咨询及委托代理业务(以上经营项目不含法律、法规和国务院决定的前置审批和许可项目)。

截至2012年6月底, 公司拥有一级子公司13家。

截至2012年6月底, 公司资产总额168.49亿元, 所有者权益112.21亿元(含少数股东权益3.26亿元)。2012年1~6月, 公司实现营业收入3.62亿元, 利润总额4.24亿元。

公司注册地址: 泸州市江阳区董家路1号; 法定代表人: 黄毅。

# 天津滨海新区建设投资集团有限公司 2012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: 2012-12-04  
发行规模: 30亿元  
期限: 5年  
利率: 5.20%

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: 2012年10月24日  
分析师: 陈静 王紫临 何苗

## 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
资产总额(亿元)	746.13	1193.64	1482.53	1575.88
所有者权益(亿元)	267.18	559.01	673.00	691.34
长期债务(亿元)	389.80	454.81	565.58	684.50
全部债务(亿元)	411.55	518.92	650.58	710.10
营业收入(亿元)	7.36	110.03	83.93	31.83
利润总额(亿元)	9.57	16.29	6.21	1.23
EBITDA(亿元)	10.94	18.91	10.29	—
经营性净现金流(亿元)	-68.02	-23.43	-25.88	19.16
营业利润率(%)	70.46	13.40	5.83	6.44
净资产收益率(%)	3.19	2.88	0.89	—
资产负债率(%)	64.19	53.17	54.60	56.13
全部债务资本化比率(%)	60.64	48.14	49.15	50.67
流动比率(%)	853.68	553.27	532.27	791.77
全部债务/EBITDA(倍)	37.61	27.44	63.20	—
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.36	0.63	0.34	—

注: 公司2012年上半年财务数据未经审计。

## 评级观点

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)对天津滨海新区建设投资集团有限公司(简称“公司”)的评级反映了其具备的良好的产业政策和外部机遇、持续有力的政府支持、稳定的资金回流、较为成熟的经营性业务板块和多样化的融资渠道等多方面的优势。联合资信也注意到公司受政府政策的影响较大、债务负担重等因素对公司经营和发展可能带来的影响。

滨海新区开发已纳入国家发展战略,定位明确,将获得中央及地方各级政府的大力支持。作为滨海新区基础设施投融资建设的主体,公司区域地位显著,外部支持明确,可支配资金在未来有望进一步增长。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以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险低。

## 优势

◇ 滨海新区处于环渤海地区的中心位置,总面积2270平方公里,是深圳的1.2倍,上海浦东的2倍,天津市中心城区(外环线内)的7倍,具有明显的区位优势和产业聚集优势。

◇ 滨海新区近年来地区生产总值和财政收入大幅增长,主要经济指标增速高于天津市4~7个百分点,滨海新区政府成立后具有独立的财政管理权限,公司面临良好的外部发展环境。

◇ 天津滨海新区的开发已纳入国

家发展战略,受到中央的高度重视。作为天津滨海新区城市基础设施投资建设的主渠道和融资创新平台,公司在土地开发成本返还、增加资本金、税收优惠、政府补助等方面,获得了中央、天津市和滨海新区各级政府的大力支持。

◇ 公司经营性业务的主要组成部分高速公路、环保产业均具有较明显的资源垄断性和业务垄断性。

## 关注

◇ 公司代表政府履行城市基础设施投资建设与运营管理等职能,在投资和经营上受政府政策的影响较大。

◇ 公司债务负担重,未来投资规模大。

◇ 公司现金收入比低,有待进一步改善。

## 主体概况

天津滨海新区建设投资集团有限公司是由天津市国资委出资,委托天津市滨海新区人民政府实施国有资产监督管理的国有独资企业,公司注册

资本金300亿元,截至2012年6月底,公司实收资本296.64亿元。

公司主要职能是按照滨海新区国民经济和社会发展规划、城市总体规划、土地利用规划和建设发展的需要,重点从事滨海新区重大基础设施建设和重要区域的开发、履行项目建设融资、资本运营、经营城市资源的职责、对其投资新区基础设施建设项目进行投资管理和资本运作。

截至2012年6月底,公司合并资产总额为1575.88亿元,所有者权益合计为691.34亿元(其中少数股东权益7.65亿元)。2012年1~6月,公司实现营业收入31.83亿元,利润总额1.23亿元。

公司注册地址:天津经济技术开发区第二大街42号1801室;法定代表人:李光照。



# 太原重工股份有限公司

## 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: 2013-01-30  
 发行规模: 10亿元  
 期限: 365天  
 利率: 4.77

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: 2012年10月29日  
 分析师: 周 旭 闫昱州

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
现金类资产(亿元)	25.39	38.38	28.63	31.66
资产总额(亿元)	107.66	148.77	187.16	204.62
所有者权益(亿元)	30.55	53.64	57.15	56.23
短期债务(亿元)	19.07	23.32	32.54	29.21
全部债务(亿元)	22.07	28.02	44.14	60.58
营业收入(亿元)	80.69	96.54	103.26	40.83
利润总额(亿元)	5.54	6.72	4.05	-1.16
EBITDA(亿元)	7.77	9.24	7.02	—
经营性净现金流(亿元)	0.55	4.84	0.27	-6.55
净资产收益率(%)	18.13	12.15	6.83	—
资产负债率(%)	71.62	63.94	69.47	72.52
速动比率(%)	99.00	124.19	102.63	109.63
EBITDA利息倍数(倍)	9.57	10.82	5.64	—
经营现金流负债比(%)	0.75	5.45	0.24	—
现金偿债倍数(倍)	2.54	3.84	2.86	3.17

注: 公司2012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,太原重工股份有限公司(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

◇ 公司是国内大型重型机械设备的主要制造企业之一,大型矿用挖掘机、大型起重机等产品在国内具有较高的市场份额,竞争优势显著。  
 ◇ 公司现金类资产和经营性现金流入量规模大,对本期短期融资券保护程度较高。

### 关注

◇ 受宏观经济波动影响,钢铁等多个行业固定投资增速减缓影响,公司利润规模呈波动下降趋势。  
 ◇ 公司有息债务增长较快,债务负担有所增加。  
 ◇ 公司经营活动现金净流量波动大。

### 主体概况

太原重工股份有限公司是1998年经山西省人民政府晋政函[1998]50号文批准,由太原重型机械集团有限公司、山西大同齿轮集团有限责任公司、山西省经贸资产经营有限责任公

司共同发起,通过向社会公开募股设立的股份有限公司。公司1998年7月6日在山西省工商行政管理局登记注册,1998年9月4日在上海证券交易所挂牌交易(公司A股代码为600169,为中国重机行业第一家上市公司)。2001年9月公司原第一大股东太重集团根据国家对于国有大中型骨干企业实施债转股的政策,将其持有的全部股份公司股份作为出资,与中国华融资产管理公司合资组建太原重型机械(集团)制造有限公司,太重集团持股70.94%。随后,太重集团将其持有的占太重股份公司总股本45.5%的股份16931万股转由太重制造持有,并经财政部财企(2002)320号《财政部关于太原重工股份有限公司国有股划转有关问题的批复》同意,办理了股权过户手续,使得太重制造成为太原重工的第一大股东,是本公司的实际控制人。因此,公司最终母公司为太原重型机械集团有限公司,最终控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司经营业务范围包括制造销售火车轴、冶金、轧钢、锻压、起重、非标设备、加压气化炉、压力容器、工

矿配件、油膜轴承、精密锻件、结构件、齿轮及汽车变速箱;机电技术服务;机械设备安装、调试、修理、改造;经营自产产品的出口业务和自产所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务(国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外);公路汽车货运;挖掘设备、减速机、钢轮产品的销售;国际货物运输代理业务。

截至2012年6月底,公司拥有4家全资子公司,1家控股公司。

截至2012年6月底,公司(合并)资产总额204.62亿元,所有者权益56.23亿元;2012年1~6月实现营业收入40.83亿元,利润总额-1.16亿元。

公司注册地址:太原市万柏林区玉河街53号;法定代表人:王创民。



# 河南省新乡市2012年度第一期区域集优中小企业集合票据信用评级报告

## 本期债券发行信息

发行时间：2012-12-26  
发行规模：2.7亿元  
期限：3年  
利率：5.90%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：本期集优票据信用等级：AAA  
评级时间：2012年11月9日  
分析师：潘诗湛

## 评级观点

近年来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的发展。但中小企业个体的抗风险能力有限，尤其是2011年以来，多重因素导致中小企业景气度下降，面临的经营风险逐步加大。为此，国家和地方政府不断出台相关扶持政策，为中小企业的持续发展提供支撑。

本期集优票据参与发行主体为河南起重机器有限公司、河南新科隆电器有限公司、河南三力炭素制品有限公司三家中小企业，所涉及行业相关度较低。联合资信关注到本期集优票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）为本期集优票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债增进公司担保实力很强，有效提升了本期集优票据的信用水平。综合看，本期集优票据不能按期还本付息的风险极低。

## 优势

◇ 新乡市经济稳定增长，为区域内企业发展提供良好的外部条件。

◇ 本期集优票据发行人所涉及行业相关度较低。

◇ 作为本期集优票据的信用增信机构，中债增进公司担保实力很强，可有效提升本期集优票据本息偿还的安全性。

## 关注

◇ 本期集优票据的发行人均为中小企业，经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。尤其2011年以来，国内外经济形势动荡导致中小企业面临的经营风险逐步加大。

◇ 本期集优票据参与企业相对较少，区域集中度偏高，风险分散作用有限。

## 主体概况

新乡市2012年度第一期中小企业集合票据由河南省新乡市人民政府金融工作办公室协调、建设银行股份有限公司主承销，3家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集优票据计划发行总额度为2.7亿元，期限为3年，采取浮动利率形式，1年期定期存款利率挂钩浮动，浮动利差按簿记建档结果确定。还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。各联合发行人仅负责偿还各自本期集优票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集优票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

中债信用增进投资股份有限公司就本期集优票据存续期限内发行人应偿付的2.7亿元本金及其相关利息、罚息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供无条件不可撤销的连带责任保证。

新乡市人民政府发起设立了新乡市中小企业直接债务融资发展基金。发展基金是由新乡市人民政府以财政资金出资设立而形成的对发债企业通

过区域集优实现债务融资提供保障的专项基金。

同时，新乡市人民政府、人行新乡市中支、中债增进公司、建设银行新乡分行共同签订了基金监管协议，四方约定：

(1) 发展基金由新乡市人民政府出资设立，基金规模最高为0.50亿元。目前，0.50亿元的发展基金已全部到位。

(2) 发展基金以专户形式在建设银行新乡分行开立，由新乡市政府、人行新乡市中支、中债公司、建设银行新乡分行四方共同监管。

(3) 发展基金仅能用于因发行人违约时，中债增进公司履行信用增进责任而实际代偿的每期票据本金、实际代偿的票面利息，每期票据对应基金的可划付金额为该期票据发行金额的12.5%。



# 东北特殊钢集团有限责任公司 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: 2013-01-14  
发行规模: 14亿元  
期限: 5年  
利率: 6.10%

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: AA  
评级展望: 稳定  
本期中期票据信用等级: AA  
评级时间: 2012年11月12日  
分析师: 祁志伟 闫昱州

## 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年9月
资产总额(亿元)	258.81	359.10	472.06	517.53
所有者权益(亿元)	56.35	45.43	89.59	90.26
长期债务(亿元)	70.98	102.42	83.87	94.35
全部债务(亿元)	164.79	264.28	329.95	346.69
营业收入(亿元)	105.53	124.96	141.54	108.39
利润总额(亿元)	1.07	1.43	1.80	0.87
EBITDA(亿元)	10.87	11.83	14.64	—
经营性净现金流(亿元)	-3.08	9.59	30.99	44.12
营业利润率(%)	7.37	11.50	12.89	16.26
净资产收益率(%)	1.69	2.38	1.33	—
资产负债率(%)	78.23	87.35	81.02	82.56
全部债务资本化比率(%)	74.52	85.33	78.65	79.34
流动比率(%)	64.63	60.75	67.61	66.99
全部债务/EBITDA(倍)	15.16	22.34	15.92	—
EBITDA利息倍数(倍)	2.52	1.98	0.71	—
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.78	0.85	1.05	—

注: 1. 长期应付款中的有利息部分计入长期债务; 2. 公司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”)对东北特殊钢集团有限责任公司(以下简称“公司”)的评级,反映了公司作为中国北方最大的特殊钢生产基地,在产品种类、市场占有率、科研水平、生产规模等方面具有的优势;同时联合资信也关注到钢铁行业周期性波动明显,公司债务负担重等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司大连生产基地现已全部竣工投产,随着新基地产能规模的释放和公司产品结构的调整,公司经营规模将进一步扩大,产品竞争优势将更为明显,发展前景良好,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。

## 优势

◇ 特钢行业受国家《钢铁行业十二五规划》支持力度较大,是未来钢铁行业重要的发展方向,具有良好的市场前景。

◇ 公司是中国北方最大的特殊钢生产基地,产品种类比较齐全,主要产品(工模具钢、轴承钢等)国内市场占有率较高,综合竞争能力较强。

◇ 公司拥有国内一流的特殊钢研发基地,较强的研发能力为企业持续发展提供了保障。

◇ 公司大连基地环保搬迁项目现已全部竣工投产,生产能力、装备水平和产品规格均得到大幅提升,有助

于公司未来经营规模的扩大和整体盈利水平的提升。

◇ 公司经营活动获现能力良好,经营活动现金流对本期中期票据覆盖程度较高。

◇ 公司已分别于2012年7月5日和9月20日收到土地补偿款合计金额29亿元,并已全部用于银行贷款的偿还。

## 关注

◇ 2011年下半年起,钢铁行业景气度持续下行,下游需求乏力,目前行业处于周期性低谷。

◇ 2012年前三季度,受管理费用上升及营业外收入下降影响,公司利润规模同比有所下滑。

◇ 公司负债水平高,债务负担重。

◇ 公司存货规模大、占比较高,且公司未计提存货跌价准备,面临一定的跌价风险。

◇ 公司对外担保金额大,担保比例高。

## 主体概况

东北特殊钢集团有限责任公司是由辽宁省国资委、黑龙江省国资委、抚顺特殊钢(集团)有限责任公司、中国东方资产管理公司、中国华融资产管理公司和中国建设银行股份有限公司于2004年9月共同出资组建的大型特殊钢企业集团。截至2012年9月底,公司注册资本364417万元,其中辽宁省国资委拥有公司30.82%股份,为实际控制人。

公司主要从事特殊钢产品生产和销售,是中国东北最大的特殊钢生产和科研基地。截至2011年底,公司纳入合并范围的有19家子公司(其中抚顺特殊钢股份有限公司为上市公司)。

截至2012年9月底,公司资产总额为517.53亿元,所有者权益合计90.26亿元;2012年1~9月,公司实现营业收入108.39亿元,利润总额0.87亿元。

公司注册地址:辽宁省大连市金州区登沙河临港工业河滨南路18号;法定代表人:赵明远。

# 中国电子科技集团公司

## 2012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: 2012-12-19  
 发行规模: 24亿元  
 期限: 3年  
 利率: 4.79%

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级结果: 主体长期信用等级: AAA  
 评级展望: 稳定  
 本期中期票据信用等级: AAA  
 评级时间: 2012年11月14日  
 分析师: 胡岩 张莉

### 财务数据

项 目	2009年	2010年	2011年	2012年9月
资产总额(亿元)	732.21	970.86	1108.63	1145.61
所有者权益(亿元)	360.56	467.69	572.30	641.94
长期债务(亿元)	2.91	2.47	8.82	11.43
全部债务(亿元)	20.10	30.90	34.78	44.82
营业收入(亿元)	449.68	548.88	708.95	584.47
利润总额(亿元)	43.83	53.15	71.14	50.35
EBITDA(亿元)	61.36	74.35	93.88	—
经营性净现金流(亿元)	76.43	71.91	29.12	-78.99
营业利润率(%)	22.48	22.95	23.00	19.62
净资产收益率(%)	11.30	10.56	11.38	—
资产负债率(%)	50.76	51.83	48.38	43.97
全部债务资本化比率(%)	5.83	6.20	5.73	6.63
流动比率(%)	155.63	157.68	165.62	193.33
全部债务/EBITDA(倍)	0.33	0.42	0.37	—
EBITDA利息倍数(倍)	83.31	100.95	127.46	—
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.56	3.10	3.91	—

注: 公司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”)对中国电子科技集团公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为国务院国资委直接管理的大型国有骨干企业,在技术研发、行业地位、经营规模等方面具有的显著优势。同时,联合资信也关注到公司民品在市场开拓和规模化经营方面还有待进一步提高,经营性净现金流存在一定波动等因素给公司经营和发展可能带来的不利影响。

公司资产规模、主营业务收入逐年增长,盈利能力保持稳定,未来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,安全性极高。

### 优势

◇ 公司作为大型国有重点骨干企业,技术研发实力雄厚,在国防现代化建设中具有重要地位。

◇ 公司业务发展良好,营业收入逐年增长,盈利能力稳定。

◇ 公司有息债务负担很轻,财务弹性良好。

◇ 公司现金充裕,经营活动现金流和EBITDA对本期拟发行中期票据覆盖程度高。

### 关注

◇ 公司的民品产业面临激烈的市场竞争,公司在市场开拓和规模化经营方面还有待进一步提高。

◇ 军工行业具有一定的特殊性,对单一用户的依赖程度较高,订单的波动将会对公司经营业绩造成一定影响。

### 主体概况

中国电子科技集团公司成立于2002年2月,是由国务院批准,在原信息产业部部分直属电子研究院所及所办企业的基础上组建的大型国有企业。截至2012年9月底,公司注册资本577531.60万元。国务院国有资产监督管理委员会为公司的出资人和实际控制人,出资比例占公司实收资本的100%。

公司经营范围:承担军民用国家重大电子信息系统工程建设;民用电子信息软件、材料、元器件、整机和系统集成及相关共性技术的科研、开发、生产、销售;自营和代理各类商品及技术的进出口业务(国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外);经营进料加工和“三来一补”业务;经营对销贸易和转口贸易;实业投资;资产管理;从事电子商务电子信息服务;组织本行业内企业的出国(境)参、办展。

截至2011年底,公司内设办公厅、规划计划部、军工部、科技部、人力资源部、财务部、资产运营部、民品产业部、基础产品部、国际合作部、党群工作部、质量安全与社会责任部、纪检监察与审计部等职能部门;拥有子企业470户,其中二级59户、三级243户、四级146户、五级22户,其中上市公司7家。公司拥有15个国家重点实验室、4个研究应用中心、9个研发中心和20个博士后科研工作站,现有职工9.8万余人。

截至2011年底,公司资产总额为1108.63亿元,负债总额536.33亿元,所有者权益(含少数股东权益)572.30亿元;2011年度公司实现营业收入708.95亿元,利润总额71.14亿元。

截至2012年9月底,公司资产总额为1145.61亿元,负债总额503.67亿元,所有者权益(含少数股东权益)641.94亿元;2012年1~9月公司实现营业收入584.47亿元,利润总额50.35亿元。

公司注册地址:北京市海淀区万寿路27号;法定代表人:熊群力。

# 攀钢集团有限公司

## 2012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: 2012-12-12  
 发行规模: 30亿元  
 期限: 365天  
 利率: 4.97%

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: 2012年11月16日  
 分析师: 祁志伟 闫昱州

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
现金类资产(亿元)	27.94	61.25	68.32	68.16
资产总额(亿元)	384.60	493.34	665.35	740.55
所有者权益(亿元)	205.18	221.76	292.67	263.06
短期债务(亿元)	77.94	64.10	122.80	155.00
全部债务(亿元)	129.18	141.89	191.54	271.06
营业收入(亿元)	154.67	184.24	220.17	116.68
利润总额(亿元)	2.81	11.77	31.40	7.00
EBITDA(亿元)	14.73	26.22	47.38	—
经营性净现金流(亿元)	9.58	16.77	16.81	7.67
净资产收益率(%)	0.05	3.15	8.58	—
资产负债率(%)	46.65	55.05	56.01	64.48
速动比率(%)	127.00	69.33	50.26	44.92
EBITDA利息倍数(倍)	3.37	4.16	4.52	—
经营现金流流动负债比(%)	7.66	8.88	5.66	—
现金偿债倍数(倍)	0.93	2.04	2.28	2.08

### 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,攀钢集团有限公司(以下简称“公司”)拟发行的2012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,安全性高。

### 优势

◇ 2011年12月31日,公司与鞍山钢铁集团完成了重大资产置换,公司主营业务已转型为矿产开发(主要是铁矿石采选)、钒钛综合利用,整体盈利能力显著增强。

◇ 公司是中国第二大铁精矿生产企业、国内最大的钒制品和最大的钛原料生产企业,具有较强的市场竞争优势。

◇ 公司铁矿石资源储量丰富,资源保障程度高,钒提取和钛白粉生产技术处于国内领先水平。

◇ 公司现金类资产和经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力较强。

### 关注

◇ 2011年下半年以来,钢铁行业下游需求乏力,景气度持续下行,公司存续钢铁业务面临较大的经营压力。

◇ 公司铁矿石及钒制品业务与钢铁行业关联度高,钢铁行业景气度下行将对上述两个板块盈利规模和盈利水平稳定性产生一定负面影响。

◇ 公司存货规模较大,且主要由原材料和库存商品构成。2011年下半年以来,由于铁矿石及钢铁产品价格持续走低,公司存货存在跌价风险。

◇ 公司债务负担趋重,短期偿债压力较大;且未来两年规划投资金额较大,对外融资需求较强。

### 主体概况

攀钢集团有限公司成立于1965年,原名攀枝花钢铁厂,1972年更名为攀枝花钢铁公司,1992年更名为攀枝花钢铁(集团)公司,2010年更名为攀钢集团有限公司。2010年5月20日,并经国务院批准,公司与鞍山钢铁集团公司实行联合重组,并于2010年7月注册成立鞍钢集团公司,公司成为鞍钢集团的全资子公司,最终实际控制人为国资委。2011年12月31日,公司与鞍钢实施了重大资产重组,并于当日顺利完成交割截至2012年6月底,公司注册资本50.00亿元。

重组前,公司以钢铁为主业,兼营钒钛业务;重组完成后,公司业务转型为包括铁矿石采选与钒钛制品生产、加工、应用以及剩余部分钢铁业务。

截至2012年6月底,公司下设董事会办公室、经济运行部、财务部、企业管理部、科技管理部、安全环保部、人力资源部、规划发展部等15个职能部门。截至2012年6月底,公司拥有二级子公司9家,其中控股子公司5家,分公司1家,直属单位3家,其中攀钢集团钢铁钒钛股份有限公司于1996年11月在深圳证券交易所上市。公司拥有在职员工86578人。

截至2012年6月底,公司(合并)资产总额740.55亿元,合并所有者权益263.06亿元(其中少数股东权益96.92亿元)。2012年1~6月公司实现营业收入116.68亿元,利润总额7.00亿元。

公司注册地址:四川省攀枝花市向阳路;法定代表人:樊政炜。

# 江苏省淮安市2013年度第一期区域集优中小企业集合票据信用评级报告

## 本期债券发行信息

发行时间：2013-01-17  
发行规模：4亿元  
期限：2年  
利率：5.80%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：本期集合票据信用等级：AAA  
评级时间：2012年11月20日  
分析师：仲大伟 赵杰

## 评级观点

近年来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的发展。但中小企业个体的抗风险能力有限，尤其是2011年以来，多重因素导致中小企业景气度下降，面临的经营风险逐步加大。为此，国家和地方政府不断出台相关扶持政策，为中小企业的持续发展提供支撑。

本期集合票据参与发行主体为江苏戴梦特化工科技股份有限公司、江苏淮阴水利建设有限公司、江苏翔宇电力装备制造有限公司、淮安锦纶化纤有限公司四家中小企业，4家发行人发行额度较高，对现有债务影响较大；同时，联合资信也关注到中小企业经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响，本期集合票据参与企业家数较少，风险的分散作用相对有限。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债增进公司担保实力极强，有效提升了本期集合票据的信用水平。综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

## 优势

◇ 淮安市经济稳定增长，区域内中小企业发展的外部环境良好。

◇ 本期集合票据采用区域集优模式发行，得到了政府的大力支持。

◇ 本期集合票据发行人所涉及行业相关度较低。

◇ 中债增进公司为本期集合票据

提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

## 关注

◇ 本期集合票据的发行人中小企业，经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。尤其2011年以来，国内外经济形势动荡导致中小企业面临的经营风险逐步加大。

◇ 4家发行人发行额度较高，对现有债务影响较大。

◇ 本期集合票据参与企业较少，区域集中度偏高，风险分散作用相对有限。

## 主体概况

江苏省淮安市2013年度第一期区域集优中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）由江苏省淮安市人民政府金融工作办公室协调、中国银行主承销，4家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集合票据计划发行总额度为4亿元，期限为2年，采用固定利率支付方式付息。还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。各联合发行人仅负责偿还各自本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

中债信用增进投资股份有限公司就本期集合票据存续期限内发行人应偿付的4亿元本金及其相关利息、罚息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供无条

件不可撤销的连带责任保证。

淮安市人民政府发起设立了中小企业直接债务融资发展基金。发展基金是由淮安市人民政府以财政资金出资设立而形成的对发债企业通过区域集优实现债务融资提供保障的专项基金。同时，淮安市人民政府、人行淮安市中支、中债增进公司、中国银行淮安市分行共同签订了基金监管协议，四方约定：

(1) 发展基金由淮安市人民政府出资设立，基金规模最高为1亿元。目前1亿元的发展基金已全部到位。

(2) 发展基金以专户形式在中国银行淮安市分行开立，由淮安市人民政府、人行淮安市中支、中债增进公司、中国银行淮安市分行四方共同监管。

(3) 发展基金仅用于淮安区域集优项下任何一个发行人和反担保机构同时违约时向中债公司偿付，偿付规模为淮安区域集优项下债务融资工具累计发行总额的八分之一。



# 重庆两江新区2013年度第一期区域集优中小企业集合票据信用评级报告

## 本期债券发行信息

发行时间：2013-01-16  
 发行规模：2.10亿元  
 期限：3年  
 利率：5.78%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：本期集合票据信用等级：AAA  
 评级时间：2012年12月13日  
 分析师：张丽 潘诗湛

## 评级观点

近年来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的发展。但中小企业个体的抗风险能力有限，尤其是2011年以来，多重因素导致中小企业景气度下降，面临的经营风险逐步加大。为此，国家和地方政府不断出台相关扶持政策，为中小企业的持续发展提供支撑。

本期集合票据参与发行主体为重庆市博恩科技（集团）有限公司、重庆市宇邦线缆有限公司、重庆远大印务有限公司三家中小企业，行业集中度低；本期集合票据参与企业户数较少，风险的分散作用相对有限，3家发行人发行额度对现有债务影响较大。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评估有限公司评定，中债增进公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。中债增进公司担保实力很强，有效提升了本期集合票据的信用水平。基于中债增进公司对本期集合票据的持续担保，联合资信对本期集合票据的评级展望为稳定。

综合分析，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

## 优势

◇ 重庆市经济快速增长，政府为中小企业发展提供了一系列支持政策，为区域内中小企业的发展提供了较好的外部环境。

◇ 中债增进公司为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

◇ 本期集合票据采用区域集优模式发行，得到了地方政府的大力支持。

## 关注

◇ 本期集合票据的发行人均为中小企业，经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。尤其2011年以来，国内外经济形势波动导致中小企业面临的经营风险逐步加大。

◇ 本期集合票据参与企业较少，风险分散作用相对有限。

◇ 本期集合票据3家发行人发行额度较大，均对其现有债务形成较大影响。

◇ 审计机构对发行人重庆市博恩科技（集团）有限公司2009~2011年审计报告出具了保留意见。

## 主体概况

重庆两江新区2013年度第一期区域集优中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）是由重庆两江新区管理委员会协调，中国光大银行股份有限公司主承销，3家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集合票据计划发行总金额为2.10亿元，期限为3年，采取固定利率形式。还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。各联合发行人仅负责偿还各自本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集合票据

发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

中债信用增进投资股份有限公司就本期集合票据存续期限内发行人应偿付的2.10亿元本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证。

重庆两江新区管理委员会发起设立了中小企业直接债务融资发展基金。发展基金是由重庆两江新区管理委员会出资设立，对发债企业通过区域集优直接债务融资工具融资提供支持的专项资金。同时，重庆两江新区管理委员会、人民银行重庆营业管理部、中债增进公司、中国光大银行股份有限公司重庆分行共同签订了基金监管协议。



# 中国化工集团公司 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：2013-01-22  
发行规模：25亿元  
期限：365天  
利率：4.24%

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：2012年12月17日  
分析师：祁志伟 姚德平

## 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年9月
现金类资产(亿元)	256.25	268.48	296.31	334.08
资产总额(亿元)	1675.99	1796.12	2477.01	2635.94
所有者权益(亿元)	330.99	328.10	384.18	411.56
短期债务(亿元)	561.52	634.81	851.07	886.03
全部债务(亿元)	998.57	1096.88	1558.04	1640.09
营业收入(亿元)	1080.35	1402.24	1791.25	1507.88
利润总额(亿元)	12.34	20.35	21.61	3.13
EBITDA(亿元)	103.73	122.84	155.94	—
经营性净现金流(亿元)	61.50	66.35	91.34	65.44
净资产收益率(%)	0.55	2.19	1.82	—
资产负债率(%)	80.25	81.73	84.49	84.39
速动比率(%)	58.93	54.52	48.45	52.30
EBITDA利息倍数(倍)	2.18	2.34	2.08	—
经营现金流流动负债比(%)	7.22	7.08	7.12	—
现金偿债倍数(倍)	10.25	10.74	11.85	—

注：公司2012年三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,中国化工集团公司(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

◇公司规模经济优势明显,在中国化工行业中处于领导地位;公司产品涉及化工行业多项领域,多元化经营有利于分散市场风险。

◇公司在化工新材料、氯碱化工、农用化工、橡胶轮胎等细分市场拥有显著的科研优势,对海外公司的成功收购将进一步提升公司的市场竞争力。

◇公司经营性净现金流逐年增长,经营活动现金流和现金类资产对本期短期融资券具有良好的保障能力。

## 关注

◇公司业务板块集中于化工行业产业链下端,近年来行业产能过剩压力逐渐显现,市场竞争激烈,同时公司盈利能力易受行业周期性变化和原料价格波动影响。

◇2012年前三季度,受合并范围变化导致期间费用同比大幅上升影响,公司利润总额较上年同期大幅

下降。

◇公司债务规模大幅上升,债务负担重对外部融资依赖程度高。

## 主体概况

中国化工集团公司成立于2004年4月,是经国务院国函[2003]115号文批准,在中国蓝星(集团)总公司和中国昊华化工(集团)总公司基础上重组设立的国有大型企业,隶属国务院国资委管理。截至2012年9月底,公司注册资本101.65亿元,为国务院国资委的全资子公司,实际控制人为国务院国资委。

公司发展定位为“老化工、新材料”,经过近年的整合重组,目前,公司已经形成化工新材料及特种化学品、基础化学品、石油加工及炼化产品、农用化学品、橡胶制品、化工装备等六大业务板块,塑造了集科研开发、工程设计、生产经营、内外贸易为一体的比较完整的化工产业格局。

截至2012年9月底,公司拥有蓝星公司、昊华化工总公司、中国昊华化工集团股份有限公司等14家二级专业公司;本部设有生产经营办、

财务部、规划发展部、信息企划部、科技部、人事部、监事部等职能部门。

截至2011年底,公司资产总额2477.01亿元,所有者权益合计384.18亿元(其中少数股东权益187.65亿元);2011年,公司实现营业收入1791.25亿元,利润总额21.61亿元。

截至2012年9月底,公司资产总额2635.94亿元,所有者权益411.56亿元(其中少数股东权益198.56亿元);2012年1~9月,公司实现营业收入1507.88亿元,利润总额3.13亿元。

公司注册地址:北京市海淀区北四环西路62号;法定代表人:任建新。



# 广州市水务投资集团有限公司

## 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: 2013-01-18  
 发行规模: 15亿元  
 期限: 5年  
 利率: 5.40%

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: 2012年12月18日  
 分析师: 陈丹 刘叶婷

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年9月
资产总额(亿元)	210.31	388.25	406.87	423.33
所有者权益(亿元)	64.77	60.10	55.43	51.22
长期债务(亿元)*	63.27	221.81	240.07	240.07
全部债务(亿元)*	116.92	221.81	240.07	240.07
营业收入(亿元)	34.91	41.05	32.63	24.23
利润总额(亿元)	-1.70	-3.36	-3.97	-3.42
EBITDA(亿元)	1.94	1.60	4.19	—
经营性净现金流(亿元)	6.70	0.99	4.85	0.01
营业利润率(%)	13.10	9.78	7.17	16.43
净资产收益率(%)	-2.77	-5.79	-7.35	—
资产负债率(%)*	69.20	84.52	86.38	87.90
全部债务资本化比率(%)*	64.35	78.68	81.24	82.42
流动比率(%)	41.32	114.26	147.36	103.81
全部债务/EBITDA(倍)*	60.14	138.95	57.27	—
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.13	0.11	0.28	—

注: 2009年财务数据为2010年期初数; 2010年财务数据为2011年期初数; 2012年三季度财务数据未经审计; \*未剔除因转借资金产生的有息债务。

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对广州市水务投资集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为广州市主城区唯一从事涉水投资和供水经营的主体,在区域垄断经营和政府支持等方面的显著优势。同时,联合资信注意到,公司供水经营的盈利能力弱,对地区水价政策依赖高,以及公司承担地区涉水工程投资额大等方面给公司经营及财务状况带来的不利影响。

未来污水资产的划入,将进一步扩大公司经营范围,完善公司水务经营链条;2012年5月,广州市上调自来水价格,有效改善了公司水务业务的盈利能力,并将对公司的经营提供有力的支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据无担保,基于公司主体基本信用状况以及对本期中期票据偿债能力,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

### 优势

◇广州地区经济实力强,工业和商业发达,为水务经营提供稳定的发展环境。

◇基于公司承担公用事业的经营和投资职能,公司持续获得广州市政府在资金和资产等方面的支持。

◇公司从事的供水经营的区域垄断优势突出,2012年广州市自来水价格上调,很大程度上缓解了公司水务业务经营压力。

◇公司水务业务获现能力强,公

司有息债务全部为长期债务,债务构成符合行业及经营特点。

◇公司现金类资产和经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较好。

### 关注

◇广州市原水水质较差,公司制水成本持续增长,但水价受政府管制,公司水务业务近三年持续亏损。

◇公司承担地区涉水工程投资大,债务负担重。

◇公司资产中应收款项占比大,回款周期存在一定不确定性。

◇公司目前尚无董事会和监事会,治理结构有待完善。

### 主体概况

广州市水务投资集团有限公司是由广州市人民政府出资,于2008年成立的国有独资公司,由广州市财政局代行出资人职责。公司初始注册资本2.00亿元,增至2009年底的13.65亿元后至今保持不变。

公司经营职能:一方面,承担广

州市主城区自来水供应。公司属于区域供水公司,经营历史上百年;截至2012年9月底,公司拥有7个自来水厂,供水能力合计465万吨/日,管网覆盖面积520万平方米;2011年公司实际年供水量达到14.36亿吨。另一方面,公司承担广州市城区涉水等相关工程的投资。公司承担涉水建设投资资金主要来源包括:银行贷款、政府拨款的建设资金以及公司经营沉淀的自有资金。此外,广州市政府为提升公用事业管理效率,广州市城区污水和排水的资产也将划入公司,目前该部分资产评估和划转手续尚在办理中。

截至2012年9月底,公司拥有全资一级子公司5家。

截至2012年9月底,公司(合并)资产总额为423.33亿元,所有者权益合计51.22亿元,2012年1~9月,公司实现营业收入24.23亿元,营业利润-3.49亿元,利润总额-3.42亿元。

公司注册地址:广州市天河区临江大道501号;法定代表人:骆宁安。

# 江苏省苏州市新兴产业2013年度第一期区域集优中小企业集合票据信用评级报告

## 本期债券发行信息

发行时间：2013-01-10  
发行规模：2.06亿元  
期限：3年  
利率：5.80%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：本期集优票据信用等级：AAA  
评级时间：2012年12月26日  
分析师：潘诗湛 董莹洋 仲大伟

## 评级观点

近年来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的发展。但中小企业个体的抗风险能力有限，尤其是2011年以来，多重因素导致中小企业景气度下降，面临的经营风险逐步加大。为此，国家和地方政府不断出台相关扶持政策，为中小企业的持续发展提供支撑。

本期集优票据参与发行主体为苏州春兴精工股份有限公司、苏州新创汽车空调有限公司两家中小企业，2家发行人所涉及行业相关度较低，有助于降低行业集中风险；同时，联合资信也关注到本期集优票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评估有限公司评定，中债增进公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。中债增进公司担保实力很强，有效提升了本期集合票据的信用水平。基于中债增进公司对本期集合票据的持续担保，联合资信对本期集合票据的评级展望为稳定。

综合看，本期集优票据不能按期还本付息的风险极低。

## 优势

◇ 苏州市区位优势明显，区域经济稳步增长，为当地中小企业发展提供了良好的外部环境。

◇ 作为本期集优票据的信用增信机构，中债增进公司担保实力很强，可有效提升本期集优票据本息偿还的

安全性。

## 关注

◇ 本期集优票据的发行人中小企业，经营状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。尤其2011年以来，国内外经济形势动荡导致中小企业面临的经营风险逐步加大。

◇ 本期集优票据参与企业较少，风险分散作用有限。

## 主体概况

江苏省苏州市新兴产业2013年度第一期区域集优中小企业本期集合票据（以下简称“本期集优票据”）由江苏省苏州市人民政府委托苏州市金融工作办公室牵头，联合2家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集优票据计划发行总金额为2.06亿元，期限为3年。各联合发行人仅负责偿还各自本期集优票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集优票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

中债信用增进投资股份有限公司就本期集优票据存续期限内发行人应偿付的2.06亿元本金及其相关利息、罚息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供无条件不可撤销的连带责任保证。

苏州市人民政府发起设立了苏州市中小企业直接债务融资发展基金。发展基金是由苏州市人民政府以财政资金出资设立而形成的对发债企业通过区域集优实现债务融资提供保障的专项基金。同时，苏州市人民政府、人行苏州市中支、中债增进公司、中信银行苏州分行共同签订了基金监管协议，四方约定：

(1) 发展基金由苏州市人民政

府出资设立，基金规模最高为1.50亿元。目前，1.50亿元的发展基金已全部到位。

(2) 发展基金以专户形式在中信银行苏州分行开立，由苏州市政府、人行苏州市中支、中债公司、中信银行苏州分行四方共同监管。

(3) 发展基金仅能用于因发行人违约时，中债增进公司履行信用增进责任而实际代偿的每期票据本金、实际代偿的票面利息，每期票据对应基金的可划付金额为①有中债公司接受反担保机构的情况下，拨付金额为该期票据发行金额的5%；②在没有中债公司接受的反担保机构的情况下，拨付金额为该期票据发行金额的12.5%。本期集优票据采用区域绩优模式发行，政府支持力度大。



# 万向钱潮股份有限公司

## 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: 2013-01-30  
 发行规模: 15亿元  
 期限: 270天  
 利率: 4.57

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: 2012年12月28日  
 分析师: 周旭 郭畅

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年9月
现金类资产(亿元)	9.43	27.70	27.91	34.99
资产总额(亿元)	58.09	80.79	88.05	95.32
所有者权益(亿元)	18.77	40.40	41.22	38.46
短期债务(亿元)	22.98	22.27	27.25	23.37
全部债务(亿元)	24.93	22.44	27.25	38.24
营业收入(亿元)	55.70	78.20	81.73	58.01
利润总额(亿元)	3.54	5.53	5.83	2.80
EBITDA(亿元)	7.36	9.11	9.20	—
经营性净现金流(亿元)	7.27	4.51	4.15	3.81
净资产收益率(%)	16.03	11.69	12.36	—
资产负债率(%)	67.69	50.00	53.18	59.65
速动比率(%)	52.35	102.15	93.76	124.57
EBITDA利息倍数(倍)	5.60	9.26	11.74	—
经营现金流流动负债比(%)	19.47	11.23	8.87	—
现金偿债倍数(倍)	0.63	1.85	1.86	2.33

注: 公司2012年三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,万向钱潮股份有限公司(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

◇ 公司是中国大型的汽车零部件生产企业之一,产品组合丰富,技术实力和品牌影响力处于国内领先地位,竞争优势突出。

◇ 公司现金类资产较为充裕,资产流动性较好。

◇ 公司经营活动现金流入量对本期短期融资券覆盖程度较好。

### 关注

◇ 汽车行业优惠政策退出及部分城市治堵限行等政策的实施,使得中国汽车行业呈现增速回落趋势,导致汽车零部件行业的增速放缓。

◇ 公司债务规模增长较快,债务负担加重。

### 主体概况

万向钱潮股份有限公司是经浙江省股份制试点工作协调小组“浙股(1992)1号”文件批准,由万向集团有限公司(以下简称“万向集团”)、

中国汽车工业投资开发公司、中国工程与农业机械进出口公司、华联汽车发展有限公司四家发起人于1993年共同发起,以募集方式设立的股份有限公司。1994年1月,公司股票在深圳证券交易所挂牌交易(万向钱潮,000559.SZ)。截至2012年9月底,公司股本总额15.93亿元,其中万向集团有限公司持有公司51.53%的股份,鲁冠球先生持有80%的万向集团股权,为公司实际控制人。

公司经营范围主要包括:汽车零部件及相关机电产品的开发、制造和销售,实业投资开发,金属材料、建筑材料的销售。

公司下设市场部、财务部、技术中心、战略发展部、国际业务部、行政部、审计检查科、人事部等职能部门。截至2012年9月底,按合并口径,公司拥有控股一级子公司18家。

截至2011年底,公司(合并)资产总额88.05亿元,所有者权益41.22亿元;2011年公司实现营业收入81.73亿元,利润总额5.83亿元。

截至2012年9月底,公司(合并)资产总额95.32亿元,所有者权益38.46亿元;2012年1~9月公司

实现营业收入58.01亿元,利润总额2.80亿元。

公司注册地:浙江省杭州市萧山区万向路;法定代表人:鲁冠球。



# 南通港闸区国有资产经营总公司

## 2013年度12亿元企业债券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间：2013-01-09  
 发行规模：12亿元  
 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  
 担保方主体长期信用等级：AA+  
 本期债券信用等级：AA+  
 评级时间：2013年1月6日  
 分析师：刘献荣 于浩洋

### 财务数据

项 目	2009年	2010年	2011年
资产总额(亿元)	115.82	163.19	239.07
所有者权益(亿元)	40.37	62.92	85.03
长期债务(亿元)	8.70	12.20	12.70
全部债务(亿元)	15.67	22.31	18.29
营业收入(亿元)	3.82	9.43	13.80
利润总额(亿元)	1.72	2.31	3.72
EBITDA(亿元)	1.74	2.33	3.74
经营性净现金流(亿元)	13.16	11.27	43.66
营业利润率(%)	43.19	20.05	3.83
净资产收益率(%)	3.14	2.75	3.28
资产负债率(%)	65.14	61.44	64.43
全部债务资本化比率(%)	27.96	26.18	17.70
流动比率(%)	55.37	76.23	65.35
全部债务/EBITDA(倍)	9.03	9.58	4.89
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.19	0.31

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对南通港闸区国有资产经营总公司(以下简称“港闸国资”或“公司”)的评级反映了公司作为南通市港闸区基础设施建设、土地开发和保障性住房项目建设的经营主体,在外部经营环境、政府支持、业务垄断等方面具有一定优势。同时,联合资信也关注到公司业务基本由政府指定,自身盈利能力弱;经营活动现金流量受政府财政资金到位影响较大以及资产流动性偏弱等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

公司保障性住房建设和代建工程将是未来几年投资重点,外部融资压力加大,但保障性住房销售资金回笼有保证以及政府财政对公司的持续支持,将继续支撑公司的信用基本面,联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券由南通国有资产投资控股有限公司提供连带责任保证担保;公司为本期债券设立了专项偿债账户,并根据本息偿还情况设置了分期归集偿还计划,有助于降低债券本息集中偿付压力。偿债资金专户由中国银行股份有限公司南通港闸支行进行监管,同时中国银行股份有限公司南通港闸支行为本期债券提供流动性贷款支持。本期债券到期不能偿还的风险低。

### 优势

◇近年来南通市及港闸区经济实力和财政实力不断增强,为公司发展提供了良好的外部环境。

◇公司是南通市港闸区基础设施建设、土地开发和保障性住房建设的经营主体,获得了政府在财政补贴、资产划拨及增资等方面的较大支持。

◇公司业务均由港闸区政府指定,具有区域垄断性,收入增长较快。

◇本期债券由南通国有资产投资控股有限公司提供连带责任保证担保,同时设立分期偿还条款,有助于降低债券本息集中偿付压力。

### 关注

◇公司资产以其它应收款、存货和在建工程为主,变现能力弱。

◇公司经营和投资业务主要由政府指定,整体盈利能力较弱。

◇公司经营活动现金流量受政府财政资金到位影响较大,收入实现质量波动性大。

### 主体概况

南通市港闸区国有资产经营总公司前身为南通市港闸区城市建设开发总公司,系依据南通市港闸区政府“港闸政[2002]60号”文由南通市港闸区

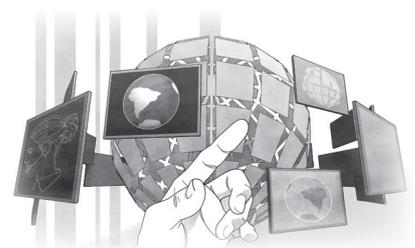
国有资产管理局(现南通市港闸区国有资产监督管理办公室)出资设立的国有独资公司。2011年5月,公司名称更为现名,注册资本5000万元。

公司经营范围包括:产业投资,基础设施建设与管理,国内贸易,国有资产经营与管理,土地开发经营(以上范围涉及到国家专项规定的按规定执行)。

目前公司设有综合管理部、投资发展部、产权监管部、财务审计部四个职能部门,下辖2家一级子公司,7家二级子公司。

截至2011年底,公司资产总额239.07亿元,所有者权益合计85.03亿元。2011年公司实现营业收入13.80亿元,利润总额3.72亿元。

公司注册地址:南通市城港路18号;法定代表人:葛锦坤。



# 山西煤炭运销集团有限公司

## 2013年度25亿元公司债券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间: 2013-01-28  
 发行规模: 25亿元  
 期限: 7+3年  
 利率: 5.25%

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: AAA  
 评级展望: 稳定  
 本期债券信用等级: AAA  
 评级时间: 2013年1月9日  
 分析师: 钟睿 侯煜明

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年
资产总额(亿元)	683.85	965.58	1113.17
所有者权益(亿元)	204.60	263.94	312.56
长期债务(亿元)	161.52	341.18	421.77
全部债务(亿元)	221.09	393.62	488.99
营业收入(亿元)	730.05	1327.88	1586.09
利润总额(亿元)	43.01	53.55	53.81
EBITDA(亿元)	58.29	83.66	105.30
经营性净现金流(亿元)	-20.23	30.26	40.38
营业利润率(%)	12.98	10.81	12.11
净资产收益率(%)	14.58	13.75	9.10
资产负债率(%)	70.08	72.69	71.92
全部债务资本化比率(%)	51.94	59.86	61.01
流动比率(%)	167.38	207.33	215.91
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	4.71	4.64
EBITDA利息倍数(倍)	10.65	4.93	3.41
EBITDA/本期债券额度(倍)	2.33	3.35	4.21

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对山西煤炭运销集团有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了公司作为山西省煤炭资源整合主体及全国特大型煤炭运销企业之一,在资源禀赋、煤炭贸易、运销体系等方面的综合优势。同时,联合资信也注意到公司整合矿井多、资本支出和安全管理压力大、债务负担偏重等因素给公司经营及发展带来的不利影响。

近年来,公司煤炭资源储量及产量快速提升。未来随着自有煤炭产能的逐步释放及非煤产业链的延伸,公司有望加快转型,提升综合竞争力,进而巩固行业领先地位。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债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

### 优势

◇ 公司规划整合煤炭资源量大,为公司可持续发展提供了可靠保障。公司近年煤炭产能快速提升,随着整合矿井产能逐步释放,公司自产煤炭业务有望实现快速发展。

◇ 公司煤炭运销网络覆盖山西全省,运销能力突出,公路煤炭贸易在省内具有垄断优势。随着山西全省整合矿井及新建矿井的逐步复(投)产,在煤炭下游需求拉动下,公司煤炭内销量及营业收入快速增长。

◇ 公司现金类资产、EBITDA及

经营活动现金流对本期债券本金覆盖程度高。

### 关注

◇ 随着公司煤炭贸易规模的逐渐扩大,公司整体营业利润率有所下降。

◇ 公司资源整合涉及矿井多,分散广,地质条件及生产环境多样,存在安全及管理压力。

◇ 公司公路煤炭贸易模式面临由行政管理向市场化运作转变的转型挑战。

◇ 公司债务规模快速增加,债务负担偏重。

◇ 公司未来投资规模大,对外部融资依赖程度高。

### 主体概况

山西煤炭运销集团有限公司的前身为山西省煤炭运销总公司,成立于1983年。2007年7月,经山西省人民政府以《山西省人民政府办公厅晋政办函[2007]》批准,由山西省国资委(持股比例51.03%)和11个市国

资委(持股比例合计48.97%)共同组建山西煤炭运销集团。截至2011年底,公司注册资本101.56亿元。

公司经营范围:煤炭、焦炭运输销售,投资煤炭企业开发,煤焦科技开发、技术转让,煤炭化工、煤炭发电等。

公司现有综合办公室、财务管理部、企业管理部、发展研究部、项目管理部、铁路事业部、公路事业部、审计监察部、安全生产管理局、法律事务部、人力资源部等职能部室。

截至2011年底,公司合并资产总额1113.17亿元,所有者权益312.56亿元(其中少数股东权益61.10亿元);2011年实现营业收入1586.09亿元,利润总额53.81亿元。

公司地址:山西省太原市开化寺街82号;法定代表人:刘建中。



# 成都兴城投资集团有限公司

## 2013年度20亿元公司债券信用评级报告

### 本期债券发行信息

发行时间：2013-01-28  
 发行规模：20亿元  
 期限：7年  
 利率：6.17%

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1月11日  
 分析师：程晨 张丽

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年
资产总额(亿元)	298.75	317.34	342.20
所有者权益(亿元)	77.25	84.99	105.11
长期债务(亿元)	109.80	123.08	111.53
全部债务(亿元)	135.38	153.38	150.55
营业收入(亿元)	23.80	19.92	19.12
利润总额(亿元)	1.25	3.50	4.31
EBITDA(亿元)	1.36	3.62	4.69
经营性净现金流(亿元)	-25.20	-43.05	2.18
营业利润率(%)	6.78	20.69	28.10
净资产收益率(%)	1.21	2.24	3.08
资产负债率(%)	74.14	73.22	69.28
全部债务资本化比率(%)	63.67	64.34	58.89
流动比率(%)	186.56	116.79	90.60
全部债务/EBITDA(倍)	99.50	42.39	32.08
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.07	0.18	0.23

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对成都兴城投资集团有限公司(以下简称“公司”)的评级结果反映了公司作为成都市东部、南部新区起步区基础设施投资建设重要主体,在区域经济环境、政府支持等方面具备的显著优势。同时,联合资信也关注到受城市基础设施建设基本特性的影响,公司项目建设周期长、投资额大、土地一级开发和房地产业务易受宏观经济和政策影响、经营业务收入规模相对较小等因素,对公司经营及发展带来的不利影响。

成都市不断增强的财政实力及其对公司持续的支持有助于支撑公司的整体偿债能力。随着东部和南部新区起步区项目开发进度的逐步推进,公司土地一级开发收益与投融资规模将逐步实现动态平衡,公司外部融资压力有望缓解,偿债能力有望增强。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,而且本期债券分期偿还,有效降低未来集中偿付压力。基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的评估,本期公司债券偿付风险低。

### 优势

◇近年来成都市经济实力和财政实力不断增强,为公司发展提供了良好的外部环境。

◇公司是成都市东部、南部新区起步区基础设施建设的重要实体,得

到了成都市政府在资本金注入、建设资源配置等方面的较大支持。

◇公司经营活动产生的现金流量以及财政城建资金拨付规模较大,对本期公司债券的覆盖程度较高。

### 关注

◇公司一级土地开发业务和房地产业务受宏观经济及行业政策的影响,波动性较大。

◇公司近年来建设项目较多,建设周期较长,资金回收有限,对财政资金拨付和外部融资需求较高。

◇本期公司债券发行额度大,依靠土地出让返还作为偿债资金的主要来源,易受宏观经济及政策的影响。

### 主体概况

成都兴城投资集团有限公司原名为成都市兴城投资有限公司,是成都市国有资产监督管理委员会于2009年3月投资30亿元成立的国有独资企业。2008年,兴南公司和兴东公司以新设合并方式组建为兴城公司,成为成都市城市建设和经营的新型投融资平台;2012年2月兴城公司更名为

现名。截至2011年底,公司注册资本为30亿元,实收资本为30亿元,成都市国有资产监督管理委员会是发行人的唯一股东,为公司实际控制人。

公司营业执照许可的经营范围为:土地整理与开发;城市配套设施,环境治理的投融资,建设和管理;廉租房、经济适用房、限价商品房和普通商品房的开发建设;资本运作;特许经营;国有资产经营管理;对外投资;其他非行政许可的经营项目。目前公司主营业务包括城市土地整理与开发、重大项目的建设、房地产开发、资产经营与物业管理四大板块。

截至2011年底,公司拥有成都人居置业有限公司、成都市兴东置业有限公司等4家全资子公司,1家控股子公司和2家参股公司。

截至2011年底,公司(合并)资产总额342.20亿元,所有者权益105.11亿元(其中少数股东权益65.20万元);2011年公司实现营业收入19.12亿元,利润总额4.31亿元。

公司注册地址:成都市高新区濯锦东路99号;法定代表人:张正红。

# 贵阳银行股份有限公司 2012年次级债券信用评级分析报告

## 本期债券发行信息

发行时间：2012-12-28  
发行规模：12亿元  
期限：5+5年  
利率：6.50%

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA-  
次级债券信用等级：A+  
评级时间：2012年3月29日  
分析师：田兵 陈瑾 赖金昌

## 财务数据

项目	2011年	2010年	2009年
资产总额(亿元)	820.66	634.44	495.60
股东权益(亿元)	53.39	37.34	26.64
营业收入(亿元)	27.01	19.68	14.92
净利润(亿元)	11.56	8.21	4.10
不良贷款率(%)	0.73	1.19	3.81
拨备覆盖率(%)	563.49	374.11	156.99
贷款拨备率(%)	4.13	4.47	4.58
成本收入比(%)	32.16	27.90	31.63
平均资产收益率(%)	1.59	1.45	0.93
平均净资产收益率(%)	25.48	25.67	19.03
流动性比例(%)	48.48	49.79	54.39
存贷比(%)	53.32	54.40	55.44
资本充足率(%)	13.42	14.88	11.49
核心资本充足率(%)	11.00	11.78	9.42
所有者权益/资产总额(%)	6.51	5.88	5.38

## 评级观点

近年来，贵阳银行股份有限公司持续完善公司治理及内控机制，加快推进全面风险管理体系建设，各项主营业务发展较快，资产质量明显改善，盈利能力较强，资本充足。

联合资信评估有限公司确定贵阳银行股份有限公司主体长期信用等级为AA-，拟发行的2012年次级债券（不超过人民币12亿元）信用等级为A+。该评级结论反映了本次次级债券的违约风险较低。

## 优势

◇ 国务院于2012年初出台促进贵州经济社会发展的2号文件，未来几年贵州省经济有望实现加速发展，这将给贵阳银行带来重大发展机遇；

◇ 资产质量持续提高，盈利能力较强；

◇ 持续增资扩股和利润留存提升了资本实力，资本充足性处于良好水平。

## 关注

◇ 业务规模的扩张、经营地域的扩张及市场竞争环境的变化对公司治理、内部控制及风险管理等方面提出更高要求，全面风险管理体系尚待健全；

◇ 以公司银行业务收入为主，业务结构有待优化；

◇ 政府融资平台类贷款规模较大，且现金流覆盖情况不理想、担保措施不够有力，潜在风险值得关注。

## 主体概况

贵阳银行股份有限公司前身为贵阳市城市合作银行，由原贵阳市25家城市信用社及联社的股东、贵阳市财政局于1997年共同发起设立；1998年更名为贵阳市商业银行，2010年9月更名为贵阳银行股份有限公司（以下简称“贵阳银行”）。经历数次增资扩股，2011年末贵阳银行股本增至17.99亿元，前五大股东及持股比例见表1。

贵阳银行业务范围主要包括：吸收公众存款，发放短期、中期和长期贷款，办理国内结算；办理票据贴现、承兑；发行金融债券、代理发行、代理兑付、承接政府债券、买卖政府债券；从事同业拆借；提供信用证服务及担保；代理收付款项及代理保险业务，提供保管箱业务，办理地方财政信用周转使用资金的委托存贷款业务；经监管机构批准的各项代理业务；外汇业务；经监管机构批准的其他业务。

截至2011年末，贵阳银行在贵阳市内共设有总行营业部和90家支行，在贵州省毕节市、凯里市、遵义

市及四川省成都市设有分行；在职员工2369人。

2011年末，贵阳银行资产总额820.66亿元，其中贷款净额365.06亿元；负债总额767.27亿元，其中存款余额715.24亿元；所有者权益53.39亿元；不良贷款率0.73%；拨备覆盖率563.49%；资本充足率13.42%，核心资本充足率11.00%。2011年，贵阳银行实现营业收入27.01亿元，净利润11.56亿元。

注册地址：贵州省贵阳市中华北路77号；法定代表人：王大鸣。



# 上海农村商业银行股份有限公司 2012年金融债券信用评级分析报告

## 本期债券发行信息

发行时间: 2012-12-12  
发行规模: 50亿元  
期限: 3年  
利率: 4.40%

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+  
金融债券信用等级: AA+  
评级时间: 2012年5月3日  
分析师: 任红 田兵 张舒

## 财务数据

项目	2011年	2010年	2009年
资产总额(亿元)	3099.27	2521.01	2122.50
股东权益(亿元)	250.66	232.26	130.69
营业收入(亿元)	90.27	63.77	50.27
净利润(亿元)	32.02	22.26	19.69
成本收入比(%)	38.70	44.01	43.74
平均净资产收益率(%)	13.26	12.23	16.22
平均资产收益率(%)	1.14	0.96	1.03
不良贷款率(%)	1.17	1.35	1.88
拨备覆盖率(%)	255.09	154.47	98.41
贷款拨备率(%)	2.97	2.09	1.85
流动性比例(%)	37.01	41.58	43.80
人民币存贷比(%)	67.23	66.99	66.36
资本充足率(%)	16.12	17.23	11.95
核心资本充足率(%)	13.36	15.19	10.21
股东权益/资产总额(%)	8.09	9.21	6.16

## 评级观点

近年来,上海农村商业银行股份有限公司(以下简称“上海农商银行”)业务转型和结构调整取得较好成效,主营业务发展势头良好,营业收入增长快速;历史遗留问题资产有效化解,整体资产质量逐步提高;2010年增资扩股后,资本实力明显增强,为业务发展提供了有力的资本支持。联合资信评估有限公司确定上海农村商业银行股份有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>,2012年金融债券(不超过人民币50亿元)的信用等级为AA<sup>+</sup>。该评级结论反映了上海农商银行的偿债能力较强,本期金融债券到期不能偿付的风险很小。

## 优势

◇“先郊区后城市、先上海后周边”的发展战略较快推进,跨区域布局逐步显现;以“三农”、中小企业和社区居民为主要客户群体,差异化的经营策略有助于增强核心竞争力;

◇资产规模较快扩大,营业收入快速增长,资本充足;

◇历史问题资产有效化解,财务实力得以夯实,拨备水平明显提高。

## 关注

◇信贷投放的增长、产品种类的丰富及异地分支机构的开设、村镇银行的批量化筹建等,对上海农商银行的经营管理及风险控制水平提出更高要求;

◇房地产及政府融资平台贷款比

重较大,其潜在风险值得关注;

◇宏观经济增速减缓和经济结构调整,给商业银行运营带来一定压力。

## 主体概况

上海农村商业银行股份有限公司成立于2005年8月,初始注册资本30亿元,是在上海市原234家农村信用合作社改制基础上,由地方国有企业、外资银行、民营企业、自然人等共同参股组建的区域性商业银行。2008年,上海农商银行引入战略投资者澳大利亚和新西兰银行集团有限公司,注册资本增至37.46亿元。2010年,上海农商银行实施定向增发,股本增至50亿元。

上海农商银行经营范围主要包括:吸收公众存款;发放短期、中期和长期贷款;办理国内外结算;办理票据承兑与贴现;代理发行、代理兑付、承销政府债券;买卖政府债券、金融债券;从事同业拆借;从事银行卡服务;外汇存款,外汇贷款,外汇汇款,国际结算,同业外汇拆借,资信调查、咨询和见证业务;代理收付款项及代理业务;提供保管箱服务;

经中国银行业监督管理委员会批准的其他业务,结汇、售汇业务。

截至2011年末,上海农商银行在上海城乡区域设有345家机构网点,另在浙江嘉善和湖南湘潭各设有1家支行;员工总数5328人,其中本科及以上学历的员工约占80%。

截至2011年末,上海农商银行资产总额3099.27亿元,其中贷款净额(含贴现)1622.80亿元;负债总额2848.61亿元,其中存款余额2475.48亿元;股东权益250.66亿元;资本充足率16.12%,核心资本充足率13.36%;不良贷款率1.17%,拨备覆盖率255.09%。2011年,上海农商银行实现营业收入90.27亿元,净利润32.02亿元。

注册地址:上海市浦东新区银城中路8号15-20楼、22-27楼;法定代表人:胡平西。



# 广发银行股份有限公司

## 2012年次级债券信用评级分析报告

### 本期债券发行信息

发行时间: 2012-12-27  
 发行规模: 45亿元  
 期限: 10+5年  
 利率: 5.60%

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: AAA  
 次级债券信用等级: AA+  
 评级时间: 2012年7月31日  
 分析师: 杨杰 赖金昌 秦永庆

### 财务数据

项目	2012年6月末	2011年末	2010年末	2009年末
资产总额(亿元)	10469.33	9189.82	8143.90	6664.87
股东权益(亿元)	587.41	527.06	428.82	221.90
不良贷款率(%)	1.57	1.34	1.58	2.40
拨备覆盖率(%)	190.30	231.21	208.48	156.08
贷款拨备率(%)	2.99	3.10	3.30	3.74
人民币流动性比例(%)	45.05	48.22	55.61	54.28
存贷比(%)	73.82	71.64	72.35	68.15
股东权益/总资产(%)	5.61	5.74	5.27	3.33
资本充足率(%)	11.34	11.10	11.02	8.98
核心资本充足率(%)	8.52	8.05	8.30	5.62
项目	2012年1~6月	2011年	2010年	2009年
营业收入(亿元)	154.70	281.73	219.58	151.15
净利润(亿元)	58.01	95.86	61.89	33.87
净利差(%)	2.52	2.78	2.62	2.24
成本收入比(%)	39.09	39.94	41.26	48.47
平均资产收益率(%)	1.18	1.11	0.84	0.56
平均净资产收益率(%)	20.82	20.06	19.02	16.21

注: 2012年1-6月的平均资产收益率和平均净资产收益率经简单年化计算得到。

### 评级观点

广发银行股份有限公司(以下简称“广发银行”)公司治理逐步完善,内控与风险管理水平逐步提升,各项业务稳步发展,资产质量持续改善,盈利能力较强。联合资信评估有限公司确定广发银行主体长期信用等级为AAA,拟发行的次级债券(不超过45亿元)信用等级为AA+,该评级结论反映了本次次级债券违约的风险很小。

### 优势

- ◇ 公司治理机制逐步完善,内控与风险管理水平逐步提升;
- ◇ 主要股东能在客户资源、经营管理及资本补充等方面给予较大支持;
- ◇ 各项业务稳步发展,信用卡业务在国内股份制商业银行中具有较强的竞争优势;
- ◇ 资产质量持续改善,拨备较充足;
- ◇ 盈利水平持续提升。

### 关注

- ◇ 资本充足性持续改善,但业务发展对资本消耗明显;
- ◇ 不良贷款率仍有压缩空间,2012年上半年不良贷款率有所反弹;
- ◇ 需关注宏观经济增速放缓、经济结构调整以及利率市场化进程逐步推进等因素对商业银行的业务发展、资产质量等带来的影响。

### 主体概况

广发银行股份有限公司前身为广东发展银行股份有限公司,成立于1988年,是中国首批股份制商业银行之一,总部位于广州市。广东发展银行股份有限公司于2011年4月更名为广发银行股份有限公司。

2005~2006年,广发银行进行了财务重组,引入了由花旗集团(CITIGROUP INC.)、中国人寿、国家电网、中信信托、IBM信贷(IBM CREDIT LLC)等组成的国内外战略投资者团队。投资者团队共出资242.67亿元人民币,获得了广发银行85.59%的股权。其中,美国花旗集团、中国人寿、国家电网、中信信托各持20%的股权。2009年,广发银行向全体股东按每10股派送红股0.5股,派发股份红利后,广发银行总股本增至119.79亿股,增加了5.70亿股。2010年,银监会批准国网资产管理有限公司受让国家电网公司所持有的20%广发银行股份,国网资产管理有限公司于2010年12月改组变更为英

大国际控股集团有限公司。2010年,广发银行进行了定向增发,股本增至154.02亿股,募集资金净额149.74亿元。

截至2012年6月末,广发银行在国内共设立31家分行,580家分支机构,并在北京和香港设有代表处;员工人数19428人。

截至2012年6月末,广发银行资产总额10469.33亿元,其中贷款净额5427.35亿元;负债总额9881.92亿元,其中存款余额7499.37亿元;股东权益587.41亿元;不良贷款率1.57%,拨备覆盖率190.30%;资本充足率11.34%,核心资本充足率8.52%。2012年上半年,广发银行实现营业收入154.70亿元,净利润58.01亿元。

注册地址:中国广东省广州市越秀区东风东路713号;法定代表人:董建岳。

# 北京农村商业银行股份有限公司 2012年次级债券信用评级分析报告

## 本期债券发行信息

发行时间：2012-12-27  
发行规模：51亿元  
期限：5+5年  
利率：5.60%

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+  
次级债券信用等级：AA  
评级展望：稳定  
评级时间：2012年9月25日  
分析师：韩夷 温丽伟 秦永庆

## 财务数据

项目	2012年6月末	2011年末	2010年末	2009年末
资产总额(亿元)	3976.00	3768.33	3311.46	2841.34
股东权益(亿元)	177.56	162.33	127.85	78.65
不良贷款率(%)	2.81	3.49	4.78	7.48
拨备覆盖率(%)	176.31	156.00	109.15	65.32
贷款拨备率(%)	4.96	5.44	5.22	4.88
流动性比例(%)	45.87	50.45	53.41	65.39
存贷比(%)	56.01	50.39	46.83	46.66
股东权益/总资产(%)	4.47	4.31	3.86	2.77
资本充足率(%)	14.09	14.87	14.05	11.08
核心资本充足率(%)	9.11	9.52	9.02	7.42
项目	2012年1~6月	2011年	2010年	2009年
营业收入(亿元)	56.05	101.75	69.38	57.98
净利润(亿元)	14.41	22.31	9.62	7.74
成本收入比(%)	44.91	44.67	49.79	51.51
平均资产收益率(%)	0.74	0.63	0.31	0.30
平均净资产收益率(%)	16.95	15.38	9.38	9.97

注：1、本报告数据为母公司口径；2、2012年1~6月的平均资产收益率和平均净资产收益率经简单年化计算得到。

## 评级观点

北京农村商业银行股份有限公司(以下简称“北京农商银行”)主营业务稳步发展,营业收入快速增长,资产质量持续改善,盈利能力稳步提升。联合资信评估有限公司确定北京农村商业银行股份有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>,拟发行的次级债券(不超过51亿元)信用等级为AA,评级展望为稳定。该评级结论反映了本次次级债券违约的风险很低。

## 优势

- ◇ 在北京地区经营历史较长,机构数量多,农村网点覆盖面广;
- ◇ 主营业务集中在北京地区,区位优势较为明显;
- ◇ 主要股东在资本补充、不良资产处置等方面给予了较大支持;
- ◇ 储蓄存款占比较高,存款结构较为稳定。

## 关注

- ◇ 业务快速发展对其内部控制及风险管理水平提出更高要求;
- ◇ 不良贷款占比仍较高,未来清收处置进程有待关注;
- ◇ 需关注宏观经济增速放缓、经济结构调整以及利率市场化进程逐步推进等因素对商业银行的业务发展、资产质量等带来的影响。

## 主体概况

北京农村商业银行股份有限公司

前身为北京市农村信用合作社(含14家区县联社)。2005年10月,北京市农村信用合作社以发起设立方式改制变更为股份有限公司,注册资本50.75亿元,其中原农信社所属127家法人信用社净资产折股12.27亿元,其他发起人股东以货币出资38.48亿元。2010年,北京农商银行实施增资扩股,注册资本增至95.52亿元。

经营范围包括:吸收公众存款;发放短期、中期和长期贷款;办理国内结算;办理票据承兑与贴现;代理发行、代理兑付、承销政府债券;买卖政府债券、金融债券;从事同业拆借;从事银行卡业务;代理收付款项及代理保险业务;提供保管箱服务;外汇存款、外汇贷款、外汇汇款、国际结算、同业外汇拆借、外汇担保、资信调查、咨询和见证业务、结售汇业务;经中国银行业监督管理委员会批准的其他业务。

截至2012年6月末,北京农商银行设有分支机构694家(含总行营业部),分布在北京城区以及下辖的

各区县。其中管辖支行25家,非管辖支行177家,分理处491家;拥有控股村镇银行2家。

截至2012年6月末,北京农商银行资产总额3976亿元,其中贷款净额1813.29亿元;负债总额3798.44亿元,其中存款余额3407.17亿元;股东权益177.56亿元;不良贷款率2.81%,拨备覆盖率176.31%;资本充足率14.09%,核心资本充足率9.11%。2012年上半年,北京农商银行实现营业收入56.05亿元,净利润14.41亿元。

注册地址:北京市西城区金融大街9号;法人代表:乔瑞。



# 天津银行股份有限公司

## 2012年次级债券信用评级分析报告

### 本期债券发行信息

发行时间: 2012-12-27  
 发行规模: 15/12亿元  
 期限: 5+5/10+5年  
 利率: 5.90/5.99 %

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+  
 次级债券信用等级: AA  
 评级展望: 稳定  
 评级时间: 2012年10月19日  
 分析师: 韩夷 温丽伟 秦永庆

### 财务数据

项目	2012年6月末	2011年末	2010年末	2009年末
资产总额(亿元)	2557.10	2353.60	2038.50	1496.70
股东权益(亿元)	155.05	143.22	109.13	83.27
不良贷款率(%)	0.93	0.93	1.02	1.54
拨备覆盖率(%)	333.34	349.58	332.70	214.56
贷款拨备率(%)	3.09	3.26	3.41	3.31
流动性比例(%)	38.05	41.92	49.29	60.84
存贷比(%)	61.24	55.66	48.33	47.30
股东权益/总资产(%)	6.06	6.09	5.35	5.56
资本充足率(%)	11.22	11.33	11.30	12.48
核心资本充足率(%)	10.23	10.24	9.92	10.48
项目	2012年1~6月	2011年	2010年	2009年
营业收入(亿元)	31.16	49.90	42.91	34.66
净利润(亿元)	12.80	21.21	17.31	13.10
成本收入比(%)	27.40	33.33	30.66	35.26
平均资产收益率(%)	1.04	0.97	0.98	0.96
平均净资产收益率(%)	17.18	16.81	17.99	16.04

### 评级观点

天津银行股份有限公司(以下简称“天津银行”)建立了良好的公司治理结构,内控与风险管理体系逐步完善;多手段化解不良资产,资产质量持续改善;营业收入较快增长,盈利能力较强。联合资信评估有限公司评定天津银行主体长期信用等级为AA+,2012年拟发行的次级债券(不超过27亿元)信用等级为AA,评级展望为稳定。该评级结论反映了本次次级债券违约的风险很低。

### 优势

- ◇ 业务发展势头良好,跨区域发展有助于天津银行拓展业务增长空间,增加收入来源;
- ◇ 天津银行借助澳新银行的先进管理经验,正在逐步构建符合自身特色的风险管理体系,风险控制水平逐步提高;
- ◇ 在天津地区经营历史较长,网点覆盖面广,决策链条短,在天津当地同业中保持了较强的竞争力;
- ◇ 不良贷款率持续下降,资产质量良好,资本较充足。

### 关注

- ◇ 对同业负债依赖度相对较高;
- ◇ 跨区域经营对公司治理、资本、风险控制等方面提出更高要求;
- ◇ 政府融资平台贷款及房地产行业贷款占比相对较高,信托理财产品投资规模快速增长,未来资产质量的

变化值得关注;

◇ 宏观经济增速放缓,经济结构调整以及利率市场化进程逐步推进将给银行业经营带来一定影响。

### 主体概况

天津银行股份有限公司的前身是成立于1996年11月的天津城市合作银行。天津城市合作银行是在原天津65家城市信用社的基础上组建而成的商业银行,1998年8月更名为天津市商业银行,2006年,为充实资本和完善公司治理结构,天津市商业银行引入澳新银行作为战略合作伙伴。2007年2月,天津市商业银行更名为天津银行股份有限公司。经过多次增资扩股,2012年6月末天津银行股本为41.23亿元。

天津银行主营业务范围包括:吸收公众存款;发放短期、中期和长期贷款;办理国内结算;办理票据贴现;发行金融债券;代理发行、代理兑付、承销政府债券;买卖政府债券;从事同业拆借;提供担保;代理收付款项及代理保险业务;提供保险箱业务;办理地方财政信用周转使用资金的委托贷款业

务。外汇存款、外汇贷款;外汇汇款、外币兑换;国际结算;结汇、售汇;同业外汇拆借;外汇担保;外汇借款;外汇票据的承兑和贴现;资信调查、咨询、见证业务。买卖和代理买卖股票以外的外币有价证券;自营外汇买卖和代客外汇买卖;经中国银行业监督管理委员会批准的其他业务(以上范围内国家有专营专项规定的按规定办理)。

截至2012年6月末,天津银行营业网点合计213家,基本实现了天津各区县营业网点全覆盖;天津银行在全国设有北京、上海、成都、济南、唐山等5家异地分行;在职员工4236人。

截至2012年6月末,天津银行资产总额2557.10亿元,其中贷款净额1105.97亿元;负债总额2402.06亿元,其中存款余额1771.02亿元;股东权益155.05亿元;不良贷款率0.93%,拨备覆盖率333.34%;资本充足率11.22%,核心资本充足率10.23%。2012年上半年,天津银行实现营业收入31.16亿元,净利润12.80亿元。

公司地址:天津市河西区友谊路15号;法定代表人:王金龙。

# 安信证券股份有限公司

## 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：2013-01-09  
 发行规模：10亿元  
 期限：91天  
 利率：4.20%

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：AAA  
 短期融资券信用等级：A-1  
 评级展望：稳定  
 评级时间：2012年10月24日  
 分析师：杨杰 李鹏 秦永庆

### 财务数据

项 目	2011 年末	2010 年末	2009 年末
资产总额 (亿元)	326.15	412.57	433.73
自有资产 (亿元)	153.30	100.64	92.63
自有负债 (亿元)	65.26	12.66	13.88
总债务 (亿元)	47.00	0.00	0.00
股东权益 (亿元)	88.04	87.98	78.75
净资本 (亿元)	59.29	65.64	66.90
净资本 / 净资产 (%)	66.54	74.07	84.61
净资本 / 自有负债 (%)	90.85	518.48	481.99
自有资产负债率 (%)	42.57	12.58	14.99
净资本 / 各项风险准备之和 (%)	301.57	353.18	338.70
项 目	2011 年	2010 年	2009 年
营业收入 (亿元)	29.62	39.90	47.01
净利润 (亿元)	7.90	13.33	21.08
EBITDA (亿元)	13.84	20.10	29.66
总债务 / EBITDA (倍)	3.40	0.00	0.00
营业费用率 (%)	65.50	51.82	37.46
平均资产收益率 (%)	6.22	13.79	24.24
平均净资产收益率 (%)	8.98	15.99	26.72
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.83	16.13	29.23

### 评级观点

安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）公司治理比较健全，主营业务稳步发展，风险控制能力强，行业地位快速提升，资产流动性良好，综合实力不断增强。联合资信评估有限公司确定安信证券股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，拟发行的 2013 年第一期短期融资券（不超过 10 亿元）信用等级为 A-1，评级展望为稳定。该评级结论反映了本期短期融资券还本付息能力很强，安全性很高。

### 优势

◇ 控股股东为财政部出资成立的国有独资公司，在证券行业具有显著的地位，安信证券获得股东支持的可能性大；

◇ 安信证券拥有证券、直投、期货、基金等多元化经营平台，有助于公司提高综合竞争力；

◇ 融资融券、资产管理等新业务发展较快，安信证券未来收入结构有望得到改善。

### 关注

◇ 安信证券市场竞争力有待进一步提升；

◇ 安信证券净资本规模处于行业中游水平，考虑到业务发展及负债规模的增加，资本实力有待提高；

宏观经济增速放缓、国内股票市场持续低迷等因素对证券行业的

业务发展和收益水平可能带来系统性风险。

### 主体概况

安信证券股份有限公司成立于 2006 年 8 月，总部位于深圳。2006 年，安信证券分别收购原广东证券、中国科技证券和中关村证券的证券类资产。截至 2011 年末，安信证券注册资本为 28.25 亿元。安信证券第一大股东为中国证券投资者保护基金有限责任公司，持股比例为 83.14%。

经营范围包括：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；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券业务，中国证监会批准的其他证券业务。

截至 2011 年末，安信证券设有 5 家分公司和 117 家证券营业部，全资拥有安信国际金融控股有限公司、安信期货有限公司、安信乾宏投资有

限公司，参股安信基金管理有限公司。公司员工总数 5494 人（含非全日制用工，但不包括委托合同经纪人）。

截至 2011 年末，安信证券资产总额 326.15 亿元，其中客户资金存款 145.28 亿元；负债总额 238.11 亿元，其中代理买卖证券款 172.84 亿元；股东权益 88.04 亿元，净资本 59.29 亿元。2011 年，安信证券实现营业收入 29.62 亿元，净利润 7.90 亿元。

注册地址：深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层、28 层 A02 单元；法人代表：牛冠兴。



# 招商银行股份有限公司

## 2012年第一期次级债券信用评级分析报告

### 本期债券发行信息

发行时间: 2012-12-27  
 发行规模: 117亿元  
 期限: 10+5年  
 利率: 5.20%

评级机构: 联合信用评级有限公司

评级结果: 主体长期信用等级 AAA  
 次级债券信用等级 AA+  
 评级展望 稳定  
 评级时间: 2012年11月16日  
 分析师: 田兵 张舒

### 财务数据

项目	2012年6月末	2011年末	2010年末	2009年末
资产总额(亿元)	33227.01	27949.71	24025.07	20679.41
股东权益(亿元)	1813.62	1650.10	1340.06	927.83
不良贷款率(%)	0.56	0.56	0.68	0.82
拨备覆盖率(%)	404.03	400.13	302.41	246.66
贷款拨备率(%)	2.24	2.24	2.05	2.02
人民币流动性比例(%)	49.41	44.28	37.04	34.47
折人民币存贷比(%)	69.85	71.80	74.59	73.69
股东权益/总资产(%)	5.46	5.90	5.58	4.49
资本充足率(%)	11.55	11.53	11.47	10.45
核心资本充足率(%)	8.32	8.22	8.04	6.63

项目	2012年1~6月	2011年	2010年	2009年
营业收入(亿元)	571.19	961.57	713.77	514.46
净利润(亿元)	233.76	361.27	257.69	182.35
成本收入比(%)	32.20	36.19	39.90	44.86
平均资产收益率(%)	1.53	1.39	1.15	1.00
平均净资产收益率(%)	27.00	24.17	22.73	21.17

注: 2012年上半年收益率指标经过年化计算得到。

### 评级观点

近年来,招商银行股份有限公司(以下简称“招商银行”)公司治理及内控水平进一步提高,业务转型取得良好成效,市场竞争力持续提高,资产质量良好,拨备充足,盈利能力较强。联合资信评估有限公司评定招商银行主体长期信用等级为AAA,拟发行的2012年第一期次级债券(不超过117亿元)信用等级为AA+,评级展望为稳定。该评级结论反映了本期次级债券违约的风险很低。

### 优势

- ◇ 公司治理规范,风险管理与内控体系比较完善;
- ◇ 战略定位清晰,业务转型成效显著,具有较突出的行业地位;
- ◇ 与同类银行相比,产品和服务种类齐全,业务创新能力较强,零售银行业务具有较为明显的竞争优势;
- ◇ 收入结构良好,资产质量高,资本充足。

### 关注

- ◇ 房地产行业以及政府融资平台贷款可能对银行业信贷资产质量产生一定的不利影响;
- ◇ 宏观经济增速减缓、经济结构调整、利率市场化等因素,给商业银行运营带来一定压力。

### 主体概况

招商银行股份有限公司是经中国

人民银行批准,于1987年3月组建成立的全国性股份制商业银行。2002年,招商银行A股在上海证券交易所上市;2006年,招商银行H股在香港联交所上市。经过历次的增资扩股,截至2012年6月末,招商银行股本总额215.77亿股。

截至2012年6月末,招商银行在境内设立了94家分行及813家支行,2家分行专营机构(信用卡中心和小企业信贷中心),1家代表处,2067家自助银行,1家全资子公司招银金融租赁有限公司;在香港拥有1家分行以及永隆银行有限公司、招银国际金融有限公司2家子公司;在纽约设有分行和代表处;在伦敦和台北分别设有代表处。截至2012年6月末,招商银行共有在职员工44765人。

截至2012年6月末,招商银行资产总额33227.01亿元,其中贷款和垫款净额17438.92亿元;负债总额31413.39亿元,其中客户存款余额24564.36亿元;股东权益1813.62亿元不良贷款率0.56%;拨备覆盖率404.03%;资本充足率11.55%,核心资本充足率8.32%。2012年上半年,

招商银行实现营业收入571.19亿元,净利润233.76亿元。

注册地址:中国广东省深圳市福田区深南大道7088号;法人代表:傅育宁。



# 乐山市商业银行股份有限公司 2013年金融债券信用评级报告

## 本期债券发行信息

发行时间：2013-01-18  
发行规模：9/6亿元  
期限：3/5年  
利率：5.80%/5.90%

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：A  
金融债券信用等级：A  
评级展望：正面

评级时间：2013年1月10日  
分析师：张舒 赖金昌

## 财务数据

项目	2012年6月末	2011年末	2010年末	2009年末
资产总额(亿元)	237.84	223.72	171.51	105.99
股东权益(亿元)	18.88	16.10	8.33	5.53
不良贷款率(%)	0.54	0.70	0.89	1.23
拨备覆盖率(%)	706.69	594.55	301.19	220.79
贷款拨备率(%)	3.61	4.17	2.67	2.71
流动性比例(%)	59.01	70.50	55.14	55.36
存贷比(%)	61.50	63.04	59.16	65.69
股东权益/总资产(%)	7.94	7.20	4.86	5.22
核心资本充足率(%)	12.24	12.06	9.71	9.90
资本充足率(%)	14.45	14.54	11.49	11.70
项目	2012年1~6月	2011年	2010年	2009年
营业收入(亿元)	5.20	7.60	4.59	3.02
净利润(亿元)	2.82	1.88	1.42	1.18
成本收入比(%)	27.54	27.16	32.00	33.66
平均资产收益率(%)	2.45	0.95	1.03	1.40
平均净资产收益率(%)	32.30	15.37	20.55	25.04

注：1、2012年1~6月收益率指标经过年化计算得到。2、成本收入比、不良贷款率、贷款拨备率、拨备覆盖率、流动性比例、存贷比均为母公司口径数据。

## 评级观点

近年来，乐山市商业银行股份有限公司（以下简称“乐山银行”）法人治理及内部控制逐步改善，主营业务呈现良好发展态势，营业收入增长较快，盈利能力较强，资本较充足。联合资信评估有限公司评定乐山市商业银行股份有限公司主体长期信用等级为A，2013年金融债券（不超过人民币15亿元）的信用等级为A，评级展望为正面。该评级结论反映了本次金融债券的违约风险较低。

## 优势

- ◇ 管理决策半径较短，业务运营效率高；
- ◇ 在当地金融市场具备较强竞争力，微小企业贷款业务发展较好；
- ◇ 不良贷款率持续下降，资产质量不断改善，拨备充足；
- ◇ 资本较充足。

## 关注

- ◇ 贷款行业集中度较高；
- ◇ 信托类资产投资规模较大；
- ◇ 信息化水平和管理精细化水平有待进一步提高；
- ◇ 需关注宏观经济增速放缓、经济结构调整以及利率市场化进程逐步推进等因素对商业银行的业务发展、资产质量带来的影响。

## 主体概况

乐山市商业银行股份有限公司是

在原乐山市城市信用社的基础上组建成立。1997年2月，乐山城市合作银行股份有限公司正式挂牌成立，注册资本1亿元。1998年5月，乐山城市合作银行股份有限公司更名为乐山市商业银行股份有限公司。截至2012年6月末，乐山银行注册资本10.57亿元，其中国家股、法人股以及个人股分别占13.20%、84.63%、2.17%。

乐山银行业务范围包括：吸收公众存款；发放短期、中期和长期贷款，办理国内结算、票据贴现、发行金融债券；代理发行、代理兑付、承销政府债券；买卖政府债券；从事同业拆借；提供担保；代理收付款项及代理保险业务；提供保管箱业务；办理地方财政信用周转使用资金的委托存、贷款业务；经监管部门批准的其他业务。

截至2012年6月末，乐山银行共有分支机构40家，其中包括1家异地分行（眉山分行）；3家村镇银行，分别是仁寿民富村镇银行、乐山嘉州民富村镇银行以及成都蒲江民富村镇银行；在职员工600余人。

截至2012年6月末，乐山银行资产总额237.84亿元，其中贷款净额104.30亿元；负债总额218.96亿元，其中存款余额171.89亿元；股东权益18.88亿元；不良贷款率0.54%，拨备覆盖率706.69%；资本充足率14.45%，核心资本充足率12.24%。2012年上半年，乐山银行实现营业收入5.20亿元，净利润2.82亿元。

注册地址：四川省乐山市市中区春华路南段439号；法定代表人：蔡昌庆。



# 广东榕泰实业股份有限公司

## 2012年公司债券信用评级分析报告

### 本期债券发行信息

发行时间: 2013-01-24  
 发行规模: 7.5亿元  
 期限: 5年  
 利率: 5.9%

评级机构: 联合信用评级有限公司

评级结果: 本期公司债券信用等级: AA  
 发行人信用等级: AA  
 评级展望: 稳定  
 评级时间: 2012年6月29日  
 分析师: 张兆新 张连娜

### 财务数据

项 目	2009年	2010年	2011年	2012年3月
资产总额(亿元)	26.71	29.00	30.01	28.97
所有者权益(亿元)	17.13	18.32	19.02	19.20
长期债务(亿元)	0.56	0.28	0.00	0.00
全部债务(亿元)	8.33	8.87	9.69	9.16
营业收入(亿元)	13.13	16.03	13.24	2.60
净利润(亿元)	1.09	1.31	0.85	0.18
EBITDA(亿元)	2.18	2.45	2.03	-
经营性净现金流(亿元)	-0.66	1.32	3.13	-1.89
营业利润率(%)	16.48	13.89	13.84	19.67
净资产收益率(%)	7.61	7.39	4.56	0.94
资产负债率(%)	35.85	36.82	36.61	33.72
全部债务资本化比率(%)	32.71	32.61	33.76	32.30
流动比率	1.45	1.40	1.25	1.22
EBITDA全部债务比	0.26	0.28	0.21	-
EBITDA利息倍数(倍)	4.83	5.62	3.96	-

注: 发行人于2007年开始执行新会计准则; 本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2012年一季度财务数据未经审计。

### 评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对广东榕泰实业股份有限公司(以下简称“公司”或“广东榕泰”)的评级反映了其作为国内氨基复合材料龙头生产企业,在国内氨基复合材料市场占有率一直保持行业领先,整体竞争实力较强。但联合评级也注意到宏观经济波动对公司经营业绩带来的不利影响,同时目前公司主营业务相对较为单一,面临着一定的市场替代风险。

公司具有稳定的采购和销售渠道,主导产品氨基复合材料一直保持良好的盈利水平。公司资产规模中等,资产质量良好,盈利能力尚可,现金流情况正常,目前债务负担不重,整体偿债能力较强。未来随着公司的化工基地的建成和太阳能电池产品的投产,业务多元化格局将会初步形成,整体抗风险能力将有所增强,联合评级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公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

◇ 公司是国内氨基复合材料的龙头生产企业,在国内同行业中处于主导地位,整体竞争实力较强。

◇ 公司已建立较为稳定、完善的原料供应和产品销售渠道,与客户的关系良好。

◇ 公司具有氨基复合材料生产的

自主知识产权,技术和生产工艺均处于国内行业领先水平。

◇ 公司对氨基复合材料的下游客户具有较强的议价能力,能够有效转移生产中原料涨价风险,成本传导顺畅。

◇ 未来随着公司的化工基地的逐步建成和太阳能电池产品的投产,公司或将会有较好发展。

### 关注

◇ 公司氨基复合材料及增塑剂产品的原料均为石化产品,石油价格的上涨使公司面临着一定的原料成本压力。

◇ 宏观经济波动对公司的盈利状况产生一定的不利影响。

◇ 目前公司主营业务相对较为单一,面临着一定的市场替代风险。

### 主体概况

广东榕泰实业股份有限公司由广东榕泰高级瓷具有限公司和揭阳市兴盛化工原料有限公司作为主要发起人

于1997年12月25日发起设立的股份有限公司,初始总股本为12,000万股。2001年5月28日公司向公开发行人人民币普通股4,000万股,并于2001年6月12日在上海证券交易所上市交易。

截至2011年12月底,公司股本60,173万股,全部为流通股。公司前两名股东分别为榕泰瓷具(持股比例22.18%)和兴盛化工(持股比例13.51%),两者为一致行动人,公司实际控制人为林素娟女士。

截至2012年3月底,公司(合并)资产总额289,686.52万元,负债合计97,679.39万元,所有者权益(含少数股东权益)192,007.13万元。2012年一季度公司实现营业收入25,993.53万元,净利润1,788.45万元。经营活动产生的现金流量净额-18,947.14万元,现金及现金等价物净增加额-33,895.39万元。

公司注册地址:广东省揭阳市榕城区新兴东二路1号;法定代表人:杨启昭。

# 2012年大秦铁路股份有限公司 公司债券（第一期）信用评级分析报告

## 本期债券发行信息

发行时间：2012-12-10  
发行规模：50亿元  
期限：3年  
利率：4.88%

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：本期公司债券信用等级：AAA  
发行人信用等级：AAA  
评级展望：稳定  
评级时间：2012年9月10日  
分析师：刘洪涛 金磊

## 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
资产总额(亿元)	829.98	1,001.46	941.21	972.21
所有者权益(亿元)	538.52	563.42	628.37	631.05
长期债务(亿元)	134.44	134.58	114.66	114.73
全部债务(亿元)	165.44	259.08	174.58	174.69
营业收入(亿元)	332.46	420.14	450.07	222.55
净利润(亿元)	71.47	104.11	116.99	60.66
EBITDA(亿元)	139.02	188.61	204.38	103.89
经营性净现金流(亿元)	86.44	169.16	151.08	40.40
营业利润率(%)	36.19	39.09	37.94	37.92
净资产收益率(%)	13.80	18.90	19.63	9.63
资产负债率(%)	35.12	43.74	33.24	35.09
全部债务资本化比率(%)	23.50	31.50	21.74	21.68
流动比率	0.89	0.49	0.48	0.58
EBITDA全部债务比	0.84	0.73	1.17	0.59
EBITDA利息倍数(倍)	24.90	17.84	18.57	25.33
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.78	3.77	4.09	2.08

注：1、2012年上半年财务报告未经审计，相关指标未年化。2、2009年财务数据为2010年年初追溯调整后数据，2010年为2011年年初数。3、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对大秦铁路股份有限公司（以下简称“大秦铁路”或“公司”）的评级反映了公司作为担负中国“西煤东运”战略任务规模最大的煤炭运输企业和国内第一家以路网干线为资产主体的上市公司，在企业规模、运输能力、生产设备、管理水平、技术先进性和货运资源等方面具备的综合竞争实力和突出的市场地位。

同时，联合评级也关注到公司经营将面临铁路运输行业改革、路网规划、运输车流径路变化、煤炭市场需求受国民经济波动影响较大等风险因素。

稳定的煤炭货运资源，以及先进的大能力和专业化的煤炭运输通道为公司煤炭运输业务的持续增长奠定了坚实基础。公司主营业务突出，整体盈利能力强，财务状况稳健。联合评级对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用等级以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

## 优势

◇公司是承担中国“西煤东运”战略任务规模最大的煤炭运输企业，具有很强的竞争实力和突出的市场地位，经营规模大，抗风险能力强。

◇公司主要货源地区的煤炭资源丰富，货运资源稳定，承接煤炭中转的秦皇岛港和曹妃甸港接卸能力强，公司整体的业务竞争实力强。

◇公司所辖大秦线是中国第一条具有世界先进水平的单元电气化重载运煤专线，是中国运输能力最大的重载煤炭运输专用通道。

◇公司近年来整体经营状况良好，业务规模不断扩大，收入及利润稳步增长，财务状况始终比较稳健，具有很强的偿债能力。

## 关注

◇公司在经营中面临铁路运输行业改革带来的风险、运价风险、路网规划和运输车流径路变化的风险等政策风险。

◇公司客户集中度较高，如果主要客户煤炭产量下降，或对铁路煤炭运输的需求下降，公司的业务经营将受到不利影响。

◇煤炭市场需求受国民经济波动影响较大，对公司经营业绩会产生直接影响。

## 主体概况

大秦铁路股份有限公司由原北京铁路局作为主发起人，与大同煤矿集团有限责任公司、中国中煤能源集团公司、秦皇岛港务集团有限公司等发起人共同发起设立的股份有限公司，于2004年10月28日正式注册成立，公司成立时总股本为994,645.41万股，其中原北京铁路局持有公司95.164%的股份。

2006年8月1日，公司股票在上海证券交易所挂牌上市，截至2012年6月30日，公司总股本1,486,679.15万股，其中太原铁路局为公司第一大股东，持股比例61.70%，公司实际控制人为铁道部。

截至2012年6月底，公司合并资产总额972.21亿元，负债合计341.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）631.05亿元。2012年1~6月公司实现营业收入222.55亿元，净利润（含少数股东损益）60.66亿元；经营活动产生的现金流量净额40.40亿元，现金及现金等价物净增加额37.78亿元。

公司住所：山西省大同市站北街14号；法定代表人：杨绍清。

# 北京康得新复合材料股份有限公司 2012年公司债券信用评级分析报告

## 本期债券发行信息

发行时间: 2012-12-14  
发行规模: 9亿元  
期限: 5年  
利率: 5.9%

评级机构: 联合信用评级有限公司

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

评级时间: 2012年9月17日

分析师: 李晶 罗昌明 刘晓佳

## 财务数据

发行人				
项目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
资产总额(亿元)	5.58	11.45	18.99	38.98
所有者权益(亿元)	2.73	8.90	10.52	28.20
长期债务(亿元)	0.50	1.00	0.00	1.00
全部债务(亿元)	2.47	1.82	7.16	9.10
营业收入(亿元)	3.64	5.24	15.26	9.62
净利润(亿元)	0.46	0.70	1.31	1.80
EBITDA(亿元)	0.75	1.09	2.09	2.55
经营性净现金流(亿元)	0.46	1.09	1.61	0.76
营业利润率(%)	24.67	26.11	19.18	31.39
净资产收益率(%)	20.60	12.06	13.45	9.28
资产负债率(%)	51.15	22.28	44.59	27.66
全部债务资本化比率(%)	47.53	16.97	40.49	24.40
流动比率	1.18	5.31	1.39	3.05
EBITDA/全部债务(倍)	0.30	0.60	0.29	0.28
EBITDA利息倍数(倍)	7.62	9.97	9.52	11.51
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.07	0.10	0.19	0.23
担保方				
项目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
资产总额(亿元)	11.16	21.09	31.14	50.92
所有者权益(亿元)	5.03	11.41	12.79	29.70
营业收入(亿元)	6.82	9.68	21.60	13.78
净利润(亿元)	0.50	0.90	1.62	2.01
营业利润率(%)	23.42	21.98	18.33	26.32
资产负债率(%)	54.92	45.88	58.92	41.67

注: 1、公司于2007年开始执行新会计准则; 2、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。

## 评级观点

联合信用评级有限公司对北京康得新复合材料股份有限公司(以下简称“康得新”或“公司”)的评级反映了其作为全球最大预涂膜生产企业,在产能规模、产品研发设计、产业链延伸、生产设备及工艺等方面具备综合优势。公司投资建设的光学膜产业集群项目是目前国内最大的光学膜产业集群项目。同时,联合评级也关注到公司预涂膜产能扩张产生的短期市场压力、光学膜专业生产技术人员不足造成的用工压力、光学膜产业集群项目投资规模较大导致的资金压力等因素可能对公司经营带来的影响。

公司预涂膜产品主要面向印刷包装行业,产销量全球第一;光学膜产品已获得了三星等国际大客户的性能认证,有望成为国内外一流品牌厂商的长期合作伙伴和主力供应商。

本期债券由康得投资集团有限公司(以下简称“康得集团”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。康得集团资产质量良好,经营规模较大,其担保对本期债券信用状况具有积极的影响。总体看,本期债券到期不能偿付的风险很小。

## 优势

◇ 预涂膜行业属于国家鼓励发展行业,公司预涂膜产品市场前景看好。

◇ 公司预涂膜的产能已跃居全球第一,通过向上延伸自制BOPP基材、横向拓展到光学膜领域,逐步形成规模化、集群化的全产业链优势。

◇ 目前国内光学膜主要依赖进

口,公司光学膜产品性能不断提升而价格更低,具有显著的进口替代优势。

◇ 公司引进国际先进的生产设备和工艺,研发实力较强,掌握多种核心原材料的配方,产品稳定性好附加值高。

## 关注

◇ 公司预涂膜短期产能扩张,有待市场逐步消化。

◇ 公司快速吸收消化了光学膜生产技术,并在短期内实现了产业化,专业化生产人员相对不足。

◇ 光学膜募投项目投资规模较大,会产生一定的资金压力。

## 主体概况

北京康得新复合材料股份有限公司的前身为北京康得新印刷器材有限公司,是由北京市康得机电发展总公司、澳中技术发展有限公司共同出资组建,注册资本为4,000,000.00美元。

截至2012年6月底,公司合并资产总额389,839.88万元,负债合计107,836.54万元,所有者权益(含少数股东权益)282,003.34万元。2012年1~6月公司实现营业收入96,164.28万元,净利润(含少数股东损益)17,963.62万元;经营活动产生的现金流量净额7,601.47万元,现金及现金等价物净增加额156,079.30万元。

公司注册地址:北京市昌平区昌平科技园区振兴路26号;法定代表人:钟玉。

# 桐昆集团股份有限公司

## 2012年（第一期）公司债券信用评级分析报告

### 本期债券发行信息

发行时间：2013-01-21  
 发行规模：13亿元  
 期限：5年  
 利率：5.85%

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：本期公司债券信用等级：AA  
 发行人主体信用等级：AA  
 评级展望：稳定  
 评级时间：2012年9月18日  
 分析师：张兆新 刘晓佳

### 财务数据

项 目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
资产总额(亿元)	39.31	57.35	108.52	113.05
所有者权益(亿元)	15.80	28.97	68.77	69.20
长期债务(亿元)	2.39	1.59	0.66	0.96
全部债务(亿元)	15.33	17.01	22.86	28.89
营业收入(亿元)	93.22	147.02	201.18	91.06
净利润(亿元)	3.50	12.00	12.43	0.89
EBITDA(亿元)	6.69	17.63	20.15	3.84
经营性净现金流(亿元)	5.79	10.13	6.86	1.26
营业利润率(%)	6.62	11.64	10.44	4.52
净资产收益率(%)	25.04	53.58	25.44	1.29
资产负债率(%)	59.80	49.48	36.63	38.79
全部债务资本化比率(%)	49.24	37.00	24.95	29.46
流动比率	0.76	1.04	1.38	1.18
EBITDA全部债务比	0.43	1.04	0.88	0.13
EBITDA利息倍数(倍)	15.76	38.52	31.15	6.12

注：1、2012年上半年财务报告未经审计，相关指标未年化。2、2009年财务数据为2010年年报期初追溯调整后数据，2010年为2011年期初数。3、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对桐昆集团股份有限公司（以下简称“公司”或“桐昆股份”）的评级反映了其作为全球最大的涤纶长丝生产企业，在政策支持、生产设备、原料采购、产品质量、成本管理等方面的优势；同时，联合评级关注到国内化纤行业竞争激烈、原油价格大幅波动给公司经营所带来的不确定性。

目前，中国纺织品市场容量大，发展前景良好。未来公司仍将以涤纶长丝为主业，并积极向产业链上游拓展，随着在建项目产能的进一步释放，公司有望继续保持在涤纶长丝生产领域的优势地位。联合评级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公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

◇ 化纤行业在扩大出口、创造税收、吸纳就业方面发挥着重要作用，受国家政策的大力支持。

◇ 公司是全球最大的涤纶长丝生产企业，生产规模较大，经营历史较长，成本管理水较高，盈利能力强。

◇ 公司主要研发和生产设备处于国内领先地位，所生产的产品技术水平高且品质稳定。

◇ 公司IPO募投项目“嘉兴石化年产80万吨PTA工程”可以进一步延长和完善公司涤纶长丝产品的产

业链，从根本上改善原材料PTA供给状况，提升主营业务产品毛利率和企业的抗风险能力。

### 关注

◇ 化纤行业竞争十分激烈，与宏观经济相关性较大。目前世界经济疲软，出口增速下滑，对化纤行业形成较大冲击，公司2012上半年净利润出现大幅下滑。

◇ 公司涤纶长丝产品的主要原材料近年受国际原油价格和国内期货炒作等因素影响，价格波动较大，相应增加了公司控制成本的难度。

◇ 公司投资项目较多且金额较大，未来面临较大的资本支出压力。

### 主体概况

桐昆集团股份有限公司前身是1982年在桐乡县洲泉镇成立的桐乡县化学纤维厂，注册资本200万元。

截至2012年6月末，公司总股本为963,600,000股，其中浙江桐昆控股集团有限公司持有公司37.62%

的股份，为公司的控股股东。

公司主要经营聚酯和涤纶长丝的研发、生产和销售，主要产品为涤纶长丝和聚酯切片。

截至2012年6月底，公司合并资产总额1,130,505.52万元，负债合计438,551.99万元，所有者权益（含少数股东权益）合计691,953.52万元；2012年1~6月实现营业收入910,561.51万元，净利润（含少数股东损益）8,865.28万元；经营活动产生的现金流量净额12,624.00万元，现金及现金等价物净增加额-63,453.89万元；公司有直属厂区5个，控股企业15家。

公司办公地址：浙江省桐乡市经济开发区光明路199号；法定代表人：陈士良。



# 永泰能源股份有限公司

## 2012年公司债券（第二期）信用评级分析报告

### 本期债券发行信息

发行时间：2013-01-31  
 发行规模：9亿元  
 期限：3+2年  
 利率：5.45%

评级机构：联合信用评级有限公司

评级结果：本期公司债券信用等级：AA+  
 发行人主体信用等级：AA+  
 评级展望：稳定  
 评级时间：2013年1月17日  
 分析师：刘洪涛 钟月光

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年9月
资产总额(亿元)	19.49	40.62	146.49	366.30
所有者权益(亿元)	5.99	7.88	36.99	165.07
长期债务(亿元)	1.62	9.35	45.18	72.84
全部债务(亿元)	7.90	28.14	93.80	142.82
营业收入(亿元)	21.88	27.95	20.62	49.91
净利润(亿元)	0.22	1.62	3.33	6.95
EBITDA(亿元)	0.57	4.75	11.57	—
经营性净现金流(亿元)	1.46	3.73	4.03	14.96
营业利润率(%)	3.21	15.21	57.21	40.99
净资产收益率(%)	4.24	23.42	14.84	6.88
资产负债率(%)	69.27	80.59	74.75	54.94
全部债务资本化比率(%)	56.87	78.12	71.71	46.39
流动比率	0.77	0.99	1.27	0.76
EBITDA全部债务比	0.07	0.17	0.12	—
EBITDA利息倍数(倍)	3.00	4.40	2.52	—
EBITDA/本期偿债倍数(倍)	0.04	0.30	0.72	—

### 评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对永泰能源股份有限公司(以下简称“公司”)的评级结果反映了其作为煤炭生产企业在山西省具有煤炭资源整合主体资格的优势,以及公司在生产规模、资源储量、煤炭品种、盈利能力等方面具有的较强优势。同时,联合评级也关注到公司收购煤矿所带来资本支出压力的加大、煤矿企业特有的安全风险等因素对公司经营产生的不利影响。

2012年3月,公司完成非公开发行募集资金约49亿元,资本金实力显著增强。未来公司仍将以煤炭生产为主业,力争建成年产千万吨级规模的煤炭生产基地,联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由永泰投资控股有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。永泰控股为公司第一大股东,资产规模较大,资产质量良好,其担保显示出控股股东对公司发展的信心和支持力度。总体看,本期债券到期不能偿付的风险很小。

### 优势

◇ 煤炭行业属资源型产业,虽然受宏观经济影响,景气度有所波动,但未来发展前景看好。

◇ 公司在山西省具有华瀛山西等三个煤炭资源兼并重组整合主体资格,未来有望获得更多煤炭资源。

◇ 公司煤炭资源储备较为丰富,公司主产煤炭品种(焦煤)具有一定的稀缺性。

项目	2009年	2010年	2011年	2012年6月
资产总额(亿元)	34.56	65.32	171.82	313.10
所有者权益(亿元)	7.50	14.75	42.71	112.20
营业收入(亿元)	26.42	32.20	23.27	32.55
净利润(亿元)	-0.21	0.73	1.96	2.51
资产负债率(%)	78.30	77.43	75.14	64.16
流动比率	0.89	1.16	1.25	0.77

注：1、公司2012年1-9月财务报表未经审计，相关指标未年化。2、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、由于公司长期应付款为对外融资租赁借款，其金额计入长期债务。4、公司未提供2012年1-9月现金流量表补充资料表。

◇ 公司煤炭主业发展迅速,随着技改矿的投产,未来原煤产能逐年增长,营业收入及利润总额有望保持快速增长。

### 关注

◇ 未来资源税从价征收以及环境影响导致的煤炭价格波动将对煤炭行业的经营稳定性带来不利影响。

◇ 公司对地方煤矿的整合易受安全事故的影响,存在安全压力。

◇ 公司未来投资规划的实施可能进一步加大资本支出的压力。

### 主体概况

永泰能源股份有限公司以泰安润滑油调配厂作为发起人,改组为泰安鲁润股份有限公司。

截至2012年9月底,公司合并资产总额3,662,962.15万元,负债合计2,012,283.58万元,所有者权益1,650,678.57万元,其中归属母公司所有者权益815,307.24万元。2012年1-9月,公司实现营业收入499,091.91万元,净利润69,477.07万元;经营活动产生的现金流量净额149,574.55万元,现金及现金等价物净增加额146,927.47万元。

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

# 俄罗斯联邦 主权信用评级分析报告

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

评级时间：2012年12月31日

## 评级观点

俄罗斯联邦自然资源丰富，石油类产品出口优势明显，人均国民收入较高，政府债务及外债压力较小，但经济对石油类资源的依赖较强，易受国际市场石油价格波动的影响，且营商环境较差，通货膨胀常年维持在较高水平。综合各种因素，联合信用评级有限公司评定俄罗斯联邦长期外币信用等级为 AA，长期本币信用等级为 AA。

## 优势

- ◇ 自然资源丰富，石油、天然气等资源类产品出口优势明显；
- ◇ 人均 GDP 较高；
- ◇ 财政收支情况良好，政府债务负担较轻；
- ◇ 外部债务压力不大，且对外贸易和外汇储备保持较好水平，对偿还外债的保障能力较强。

## 关注

- ◇ 经济的发展对石油、天然气等自然资源的依赖较强，经济增长受国际石油价格波动影响较大；
- ◇ 营商环境较差，对外资的吸引力较小；
- ◇ 通货膨胀历年处于较高水平，政府对通货膨胀的管理效率有待提高。

## 主体概况

俄罗斯联邦(以下简称“俄罗斯”)国土面积为 1707.52 万平方公里，是世界上领土面积最大的国家，地跨欧

## 主要数据

项目	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
GDP(亿美元)	24808	21430	16250	16480	13670
GDP 增长率(%)	4.3	4.3	-7.8	5.2	8.5
人均 GDP(美元)	12945	10409	8616	11700	9145
CPI(%)	8.4	6.9	11.7	14.1	9.0
失业率(%)	6.1	7.2	8.2	7.8	6.1
财政盈余/GDP(%)	1.6	-3.5	-6.3	4.9	6.8
政府债务/GDP(%)	11.96	11.82	11.34	7.88	8.51
财政收入/政府债务(%)	320.69	300.35	309.09	497.39	468.26
外债总额/GDP(%)	21.97	22.82	28.75	29.16	33.94
CAR/外债总额(%)	18.13	14.31	10.60	21.58	16.60
外汇储备/外债总额(%)	91.47	98.04	94.05	88.71	103.20

注：1、财政盈余/GDP 为负表示财政赤字；2、政府债务为一般政府债务总额；3、CAR 为经常性财政收入。

亚两大洲和东西两半球。截至 2012 年 6 月末，俄罗斯总人口约 1.4 亿，其中俄罗斯族占总人口的 79.8%。莫斯科是俄罗斯的首都，是全国政治、经济、科学文化及交通中心。俄语是俄罗斯唯一的官方语言，但不同的共和国经常将自己民族的语言作为国内的官方语言；东正教是联邦内的主要宗教，其次为伊斯兰教。

1991 年，苏联解体，俄罗斯脱离苏联成为主权国家，俄罗斯苏维埃联邦共和国更名为俄罗斯联邦，同时俄罗斯继承苏联成为联合国安全理事会常任理事国。俄罗斯是 G8 成员国之一，2012 年 8 月，俄罗斯正式成为世界贸易组织(WTO)成员。

俄罗斯是世界上自然资源最丰富的国家之一，是全球最大的天然气出口国及 OPEC 以外最大的原油输出国，俄罗斯的煤、铝、铁、铀、黄金等蕴藏量均居世界前列。

自苏联解体以来，俄罗斯摆脱了高度集权的政治经济体制，组建起了自由市场、多党政治、三权分立、议会民主、自由选举等现代民主国家体制的雏形。目前俄罗斯实行联邦民主制，以俄罗斯联邦宪法和法律为基础，立法、司法、行政三权分立又相互制约、相互平衡。俄罗斯联邦会议(即

议会)是俄罗斯联邦的代表与立法机关。联邦会议采用两院制，下议院称为国家杜马(代表联邦各主体)，上议院称为联邦委员会(代表联邦)。总统是国家元首，由人民直选产生。总统拥有相当大的行政权力，有权任命包括总理在内的高级官员，但必须经议会批准；总统同时也是武装部队的首领以及国家安全会议的主席，并可以不经议会通过直接颁布法令。



# 墨西哥合众国 主权信用评级分析报告

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-  
评级时间：2012年12月31日

## 评级观点

墨西哥合众国（以下简称“墨西哥”），是拉美地区主要经济体和世界主要贸易国之一。墨西哥自然资源丰富，金融、法律、经济和政治体系较为完善，基础设施条件较好，经济开放程度高，产业门类齐全，政府债务与主权债务以及经常项目赤字规模均较小，但其财政收入长期偏低，经济增长依赖石油出口，并且该国的贩毒产业昌盛，导致社会暴利事件频繁发生。综合多方面因素，联合信用评级有限公司评定墨西哥长期外币信用等级为AA<sup>-</sup>，长期本币信用等级为AA<sup>-</sup>。

## 优势

- ◇ 在拉美地区和占据重要经济地位，是拉丁美洲第三大经济体；
- ◇ 自然资源丰富，地理气候条件优越，各类产业齐全，经济、金融体系、基础设施等较为完善；
- ◇ 市场开放，对外贸易十分发达；
- ◇ 政府债务及外部债务规模偏小。

## 关注

- ◇ 贩毒产业猖獗，涉毒暴力情况严重；
- ◇ 经济增长对外依存度高，对美国的投资和市场需求有较大的依赖；
- ◇ 对外贸易长期逆差，经常项目赤字，官方外汇储备较少，外汇获取能力不强；
- ◇ 财政收入水平长期偏低，且主要来自于石油出口，财政收入来源单一。

## 主要数据

项目	2011年	2010年	2009年	2008年	2007年
GDP（亿美元）	11553	10359	8824	10945	10359
实际GDP增长率（%）	3.9	5.5	-6.2	1.2	3.3
人均GDP（美元）	10064	9133	7876	9893	8831
CPI（%）	3.4	4.2	5.3	5.1	3.9
失业率（%）	5.3	5.2	3.5	3.4	3.2
财政盈余/GDP（%）	-2.7	-2.8	-2.6	-1.8	-1.7
政府债务/GDP（%）	39.5	37.7	38.5	33.8	36.5
财政收入/政府债务（%）	43.05	46.30	46.84	53.11	48.4
外债总额/GDP（%）	23.4	22.3	19.1	19.2	18.2
CAR/外债总额（%）	141.0	138.5	164.5	162.9	173.0
外汇储备/外债总额（%）	-	61.6	47.9	47.9	50.6

注：1、财政盈余/GDP为负表示财政赤字；2、政府债务为一般政府债务总额；3、财政收入为经常性财政收入；4、外汇储备为官方外汇储备；5、CAR为经常项目收入。

## 主体概况

墨西哥合众国地处北美洲南部，拉丁美洲西北端，是仅次于巴西、阿根廷的拉美地区第三经济大国。

墨西哥领土面积约198万平方公里，居世界第13位，境内多为高原和山地；气候宜人，自然条件较为优越。

墨西哥全国划分为31个州和1个联邦区，首都墨西哥城。全国人口数量约有1.2亿，居世界第11位，在拉丁美洲居第二位；居民由印欧混血人和印第安人后裔两种民族构成。官方语言为西班牙语；主要信奉宗教为天主教；流通货币是墨西哥比索。

墨西哥自然资源丰富。森林覆盖面积约为4500万公顷，占领土总面积的1/4，水力资源也十分充沛。此外，墨西哥还是矿产大国，金、银、铜、铅、锌等十余种矿产品蕴藏量位居世界前列，其中白银产量多年居世界之首。

墨西哥历史悠久，是印第安古文明中心之一。曾遭西班牙殖民者入侵，在1521年沦为西班牙殖民地。经长达300年的殖民统治，在1821年，墨西哥脱离西班牙的殖民统治，

成立了墨西哥共和国。在随后的四十余年里，墨西哥分别遭到了来自美国、英国、法国以及西班牙的侵略，直到1910年，民主革命的爆发，墨西哥合众国正式成立，并在1917年颁布首部资产阶级民主宪法。

墨西哥实行总统制联邦共和国制度，仿照美国采用了立法、行政、司法三权分立，总统是国家元首和政府首脑。政府分为经济、安全与司法、人文发展三类职能。同时，墨西哥也是多党制国家。革命制度党领导人恩里克·培尼亚·涅托是墨西哥现任总统。

在外交方面，墨西哥奉行独立自主的外交政策，现已与187个国家建立外交关系。同时也是20国集团、北美自由贸易区等多个国际组织的成员国和不结盟运动观察员。

在对外贸易方面，墨西哥同243个国家和地区建立了贸易关系，并与32个国家签有自由贸易协定，是发展中国家中唯一同时与欧盟和北美自由贸易区签订自由贸易协定的国家。

# 土耳其共和国 主权信用评级分析报告

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：BB+  
长期本币信用等级：BBB  
评级时间：2012年12月31日

## 主要数据

项目	2011年	2010年	2009年	2008年	2007年
GDP(亿美元)	7371	7311	6146	7303	6472
实际GDP增长率(%)	8.5	9.0	-4.8	0.7	4.7
人均GDP(美元)	10498	10050	8554	10298	9246
CPI(%)	6.5	8.6	6.3	10.4	8.8
失业率(%)	9.8	11.9	14.0	11.0	10.3
财政盈余/GDP(%)	-1.3	-3.6	-5.5	-1.8	-1.6
政府债务/GDP(%)	39.4	42.4	46.1	40.0	39.9
财政收入/政府债务(%)	56.4	53.0	47.7	53.6	55.0
外债总额/GDP(%)	39.6	39.9	43.6	37.9	38.6
CAR/外债总额(%)	60.7	54.9	55.2	65.1	60.2
外汇储备/外债总额(%)	28.8	29.4	27.7	26.4	30.5

注：1、财政盈余/GDP为负表示财政赤字；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。

## 评级观点

土耳其共和国(简称“土耳其”),近年已成为世界经济增长较快的新兴工业国家之一,公共财政状况良好,融资能力强,经济增长潜力较大。但土耳其政治稳定性较差,经济波动大,内、外部经济失衡现象明显,经常账户的长期赤字导致外债规模较大,外债偿还保障能力较低;其资本市场过于依赖外国资本,受外国资本冲击的可能性较大。综合各种因素,联合信用评级有限公司评定土耳其长期外币信用等级为BB<sup>+</sup>,长期本币信用等级为BBB。

## 优势

- ◇ 经济增长较快,经济增长潜力较大;
- ◇ 人口结构年轻化,营商环境在新兴国家中较好;
- ◇ 政府财政状况良好,融资和债务管理能力较强;
- ◇ 一般商品进口依赖较小,外部融资能力较强。

## 关注

- ◇ 经济波动大,通货膨胀严重,失业率较高;
- ◇ 政府经济管理能力较差,政治稳定性较差;
- ◇ 政府债务期限较短,面临较大的流动性风险;
- ◇ 外债规模较大,经常账户赤字严重,缺乏基础外汇的获取能力,资本市场受外国资本影响较大,易受外国资本冲击。

## 主体概况

土耳其地跨亚、欧两洲,地理位置优越,国土面积约78.4万平方公里,人口约7472万。土耳其99%的居民信奉伊斯兰教,国家整体带有明显的宗教色彩。

土耳其共和国成立于1923年10月29日,自建国后的60年间始终实行中央计划经济体制。土耳其政府在上世纪80年代初开始进行经济体制改革,加强市场的调节作用,推行出口型战略,大量吸收外资,使其经济在此后的30年实现了较快增长。土耳其经济主要以农业和制造业为基础,工业是其经济发展的主要推动力,其中,纺织、食品加工工业发达,能源、化工、钢铁、水泥、汽车等工业发展较快。

土耳其政治以议会民主制的共和体制为框架,奉行多党制。目前,土耳其的执政党为正义与发展党,是一个保守、温和的伊斯兰右翼党派。现任总理与议会主席均来自这一政党,立法权的独立性不足。土耳其暴力恐怖活动时有发生,腐败现象严重,政局多变,历史上曾多次发生经济危机,政府在经济管理方面的能力较差。

2011年土耳其经济总量世界排名第17位,人均收入为10444美元,

近5年的年平均实际经济增长率为3.6%。截至2011年底,土耳其一般政府债务总额相当于GDP的39.4%,债务净额相当于GDP的33.9%,在新兴国家中属于中等水平;外债总额相当于GDP的41.5%,在新兴国家中较高。土耳其近五年平均经常账户赤字达6%;近五年平均对外净资产相当于GDP的-43.32%,是新兴国家中最大的债务国。



# 沙特阿拉伯 主权信用评级分析报告

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+  
评级时间：2012年12月31日

## 评级观点

沙特阿拉伯(以下简称“沙特”),石油储备量位于世界第二,依靠巨额的石油收入,成为世界上最富裕的国家之一,人均国民收入较高。但沙特经济过度依赖于石油部门,经济结构较为单一,政府目前正大力发展非石油部门,以改善经济结构。沙特的政府债务和外部债务均较低,且有较强的债务偿还能力。综合各种因素,联合信用评级有限公司评定沙特长期外币信用等级为AA<sup>+</sup>,沙特长期本币信用等级为AA<sup>+</sup>。

## 优势

- ◇ 长期保持较高的经济增长率,人均国民收入较高;
- ◇ 有大量的石油储备和较高的石油产量;
- ◇ 除2009年外,近十年均保持较高水平的财政盈余,政府债务负担较轻;
- ◇ 外部债务负担较轻,主权外部债务为零,且有较大的主权外部资产;
- ◇ 经常账户收入较高,长期保持经常账户盈余,外汇储备量排名世界第三,保证了沙特外部债务的偿还能力。

## 关注

- ◇ 国家治理能力较弱;
- ◇ 经济过度依赖于石油部门,经济结构较为单一;
- ◇ 本国居民人口失业率过高、外来移民人口过多;
- ◇ 内需较低、国内消费过度依赖

## 主要数据

项目	2011年	2010年	2009年	2008年	2007年
GDP(亿美元)	5768.24	4507.92	3766.93	4763.05	3848.91
GDP增长率(%)	6.77	4.64	0.10	4.23	2.02
人均GDP(美元)	20540.3	16423.4	14051.0	18202.8	15091.3
CPI(%)	5.01	5.34	5.07	9.87	4.17
失业率(%)	-	-	5.4	5.0	5.6
财政盈余/GDP(%)	13.70	5.19	-6.13	35.52	12.24
政府债务/GDP(%)	6.1	9.9	15.9	13.2	18.5
财政收入/政府债务(%)	819.2	444.1	226.5	468.5	240.9
外债总额/GDP(%)	20.6	26.5	31.9	24.9	28.5
CAR/外债总额(%)	222.6	288.4	184.7	236.5	361.0
外汇储备/外债总额(%)	260.6	378.0	350.5	387.9	507.4

注:1、财政盈余/GDP为负表示财政赤字;2、政府债务为一般政府债务总额;3、CAR为经常账户收入。

于政府部门;

- ◇ 财政收入过度依赖于石油收入,具有较大不稳定性。

## 主体概况

沙特阿拉伯位于亚洲西南部的阿拉伯半岛。国土面积为225万平方公里,人口约2370万。沙特首都为利雅得,官方语言为阿拉伯语,货币名称为沙特里亚尔。

沙特是君主制王国,禁止政党活动,政治体制是二元制君主立宪制。国王集立法权、行政权和司法权于一身,是权力中心和实际统治者。沙特的国家治理能力较弱。沙特国内一直存在宗教矛盾,但目前国内局势保持基本稳定。伊朗核问题不断升级,伊朗与美国和以色列的矛盾日益激化,中东地区发生军事冲突的可能性有所上升,会对沙特的石油生产和运输产生不利影响。

沙特的石油储量、产量和销量均居世界前列,石油收入是国家最主要的经济来源。沙特政府利用巨额的石油收入,制定了庞大的经济发展计划,使沙特从传统落后的农牧业经济迅速向以石油工业为基础的经济类型转变,到70年代已成为世界上人均国民收入最高的国家之一。但沙特经

济过度依赖于石油出口,经济结构较为单一。

2011年,沙特GDP为5768.24亿美元,GDP年增长率为6.77%。近五年年均财政盈余相当于GDP的比例为11.5%,财政状况良好。截至2011年底,沙特政府总债务361亿美元,相当于GDP的6.1%;财政收入是政府总债务的八倍,债务偿还能力较强;外债总额1187亿美元,相当于GDP的20.6%,处于较低水平,其中主权外部债务为零;外债净额-5768亿美元,外部净资产较大。



# 联合资信评估有限公司评级公告

(2012年12月1日至2013年1月31日) \*

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
浙江省交通投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2012-10-29	AAA/ 稳定	2012-12-10			
	2012年度第三期中期票据	25			AAA	2012-10-29	2012-12-12	10年	5.37
北京能源投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2011-07-21	AAA/ 稳定	2012-08-21			
	2012年度第一期短期融资券	20			A-1	2012-08-21	2012-12-10	365天	4.58
泸州市兴泸投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2012-10-24	AA/ 稳定	2012-12-28			
	2012年度第一期中期票据	15			AA	2012-10-24	2012-12-21	5年	6.31
中国华能集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2012-09-26	AAA/ 稳定	2012-11-29			
	2012年度第四期短期融资券	40			A-1	2012-09-26	2012-12-05	365天	4.58
	2012年度第五期短期融资券	40			A-1	2012-11-29	2012-12-12	365天	4.65
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	2011-08-18	AAA/ 稳定	2012-10-15			
	2012年度第二期短期融资券	30			A-1	2012-10-15	2012-12-05	365天	4.58
厦门钨业股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-05-24	AA/ 稳定	2012-11-13			
	2012年度第一期中期票据	5			AA	2012-11-13	2012-12-19	3年	5.56
攀钢集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-11-16	AA+/ 稳定	2012-12-31			
	2010年度第一期中期票据	20	AA	2011-12-30	AA+	2012-12-31	2010-08-30	3年	4.05
	2012年度第一期短期融资券	30	A-1	2012-11-16	A-1	2012-12-31	2012-12-12	365天	4.97
东北特殊钢集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2012-09-06	AA/ 稳定	2012-11-12			
	2013年度第一期中期票据	14			AA	2012-11-12	2013-01-14	5年	6.10
中国化工集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2012-12-17	AAA/ 稳定	2012-12-28			
	2013年度第一期短期融资券	25			A-1	2012-12-17	2013-01-22	365天	4.24
福建漳龙实业有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-08-17	AA/ 稳定	2012-12-11			
	2012年度第二期短期融资券	5			A-1	2012-12-11	2012-12-28	365天	5.17
海宁市资产经营公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-12-19	AA/ 稳定	2012-10-23			
	2012年度第一期中期票据	10			AA	2012-10-23	2012-12-12	5年	6.25
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-11-13	AA+/ 稳定	2012-12-31			
	2013年度第一期短期融资券	10			A-1	2012-11-13	2013-01-28	365天	4.54
山东省商业集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-09-26	AA+/ 稳定	2012-12-05			
	2013年度第一期短期融资券	15			A-1	2012-12-05	2013-01-22	365天	4.54
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	2012-10-24	AAA/ 稳定	2012-11-28			
	2012年度第一期短期融资券	25			A-1	2012-10-24	2012-12-18	365天	4.70
	2012年度第一期中期票据	30			AAA	2012-10-24	2012-12-04	5年	5.20
陕西电子信息集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-12-04	AA/ 稳定	2012-12-28			
	2012年度第二期中期票据	4			AA	2012-12-04	2012-12-20	5年	6.11
山西煤炭运销集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2012-12-31	AAA/ 稳定	2013-01-09			
	2013年公司债券	25			AAA	2013-01-09	2013-01-28	7+3年	5.25
湖南省高速公路建设开发总公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-08-06	AA+/ 稳定	2012-11-13			
	2012年度第三期短期融资券	20			A-1	2012-11-13	2012-12-20	365天	5.50
江苏省苏豪控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-09-12	AA/ 稳定	2012-12-07			
	2013年度第一期短期融资券	8			A-1	2012-12-07	2013-01-15	365天	5.01
石药集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-01-16	AA/ 稳定	2012-10-26			
	2013年度第一期短期融资券	3			A-1	2012-10-26	2013-01-15	365天	5.01
丹东港集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-10-16	AA/ 稳定	2012-11-09			
	2012年度第一期短期融资券	10			A-1	2012-11-09	2012-12-27	365天	5.17
榆林市城市投资经营集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-04-13	AA/ 稳定	2012-07-18			
	2012年公司债券	15			AA+	2012-04-13	2012-12-04	6年	6.81
广东省广业资产经营有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-09-18	AA+/ 稳定	2012-12-24			
	2013年度第一期中期票据	5			AA+	2012-09-18	2013-1-10	5+2年	5.52
广西玉柴机器集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-11-09	AA/ 稳定	2012-12-28			
	2012年度第一期中期票据	8			AA	2012-11-09	2012-12-27	3年	5.54

\*注: 公告内容仅包括2012年12月1日至2013年1月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

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			
江阴澄星实业集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-06-12	AA/ 稳定	2012-11-12			
	2013 年度第一期短期融资券	6			A-1	2012-11-12	2013-01-22	365 天	4.86
	2013 年度第一期中期票据	5			AA	2012-11-12	2013-01-23	5 年	6.01
中国电子科技集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2012-08-22	AAA/ 稳定	2012-11-14			
	2012 年度第一期中期票据	24			AAA	2012-11-14	2012-12-19	3 年	4.79
广州市水务投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-12-18	AA+/ 稳定	2012-12-28			
	2013 年度第一期中期票据	15			AA+	2012-12-18	2013-01-18	5 年	5.40
武汉经济发展投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-11-28	AA/ 稳定	2012-12-17			
	2012 年度第二期中期票据	4.5			AA	2012-11-28	2012-12-26	5 年	6.10
宝鸡市投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-06-27	AA/ 稳定	2012-12-27			
	2012 年公司债券	10			AA	2012-06-27	2012-12-26	6 年	7.14
成都交通投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-07-05	AA+/ 稳定	2012-10-24			
	2012 年度第一期中期票据	10			AA+	2012-10-24	2012-12-25	5 年	6.60
山西煤炭进出口集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-10-23	AA+/ 稳定	2012-11-07			
	2012 年度第一期中期票据	10			AA+	2012-10-23	2012-12-04	5 年	5.56
中煤集团山西金海洋能源有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-11-30	AA+/ 稳定	2012-12-31			
	2012 年度第一期中期票据	8.5			AA+	2012-11-30	2012-12-25	5 年	5.53
正泰集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-09-06	AA/ 稳定	2012-10-10			
	2012 年度第一期中期票据	12			AA	2012-10-10	2012-12-11	3 年	5.80
四川恒鼎实业有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2012-05-28	AA/ 稳定	2012-10-29			
	2012 年度第二期短期融资券	6			A-1	2012-10-29	2012-12-19	365 天	5.40
天士力制药集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-12-03	AA/ 稳定	2012-12-31			
	2012 年度第二期短期融资券	4			A-1	2012-12-03	2012-12-19	365 天	5.18
中国城市建设控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-11-27	AA+/ 稳定	2012-12-10			
	2012 年度第二期中期票据	10			AA+	2012-11-27	2012-12-14	5 年	5.55
	2012 年度第一期短期融资券	15			A-1	2012-10-08	2012-12-20	365 天	4.94
万向钱潮股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2011-11-07	AA/ 稳定	2012-12-28			
	2013 年度第一期短期融资券	15			A-1	2012-12-28	2013-01-30	270 天	4.57
广州汽车工业集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2012-12-12	AAA/ 稳定	2012-12-14			
	2013 年度第一期短期融资券	6			A-1	2012-12-12	2013-01-17	365 天	4.40
安徽国贸集团控股有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-11-25	AA-/ 稳定	2013-01-07			
	2013 年度第一期短期融资券	4			A-1	2013-01-07	2013-01-25	365 天	5.04
辽宁成大股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-07-18	AA/ 稳定	2012-12-26			
	2013 年度第一期中期票据	7			AA	2012-12-26	2013-01-31	3 年	
云南世博旅游控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2012-12-06	AA-/ 稳定	2012-12-27			
	2012 年度第二期中期票据	3.7			AA-	2012-12-06	2012-12-28	3 年	6.13
太原重工股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-09-20	AA/ 稳定	2012-10-29			
	2013 年度第一期短期融资券	10			A-1	2012-10-29	2013-01-30	365 天	4.77
翔鹭石化股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2012-12-13	AA/ 负面	2012-12-28			
	2012 年度第二期中期票据	7			AA	2012-12-13	2012-12-27	3 年	5.80
江苏奕淳集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-12-23	AA-/ 稳定	2012-11-29			
	2013 年度第一期短期融资券	3.40			A-1	2012-11-29	2013-01-21	365 天	6.00
恒力集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-11-10	AA-/ 稳定	2012-11-26			
	2012 年度第二期短期融资券	9			A-1	2012-11-26	2012-12-21	365 天	5.80
江苏国泰国际集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-10-09	AA/ 稳定	2012-11-20			
	2012 年度第二期短期融资券	4			A-1	2012-11-20	2012-12-14	365 天	5.21
青岛国信发展(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 正面	2012-07-19	AA+/ 正面	2012-10-25			
	2012 年公司债券	20			AA+	2012-07-19	2012-12-12	10 年	6.40
内蒙古大唐国际托克托发电有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定		AA+/ 稳定	2012-11-01			
	2012 年度第一期短期融资券	10			A-1	2012-11-01	2012-12-06	365 天	4.95

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			
保山市国有资产经营有限责任公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2012-07-19			
	2012年公司债券	8			AA	2012-07-19	2012-12-10	7年	7.30
山东岚桥工贸集团有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2012-07-02			
	2012年度第一期短期融资券	3			A-1	2012-07-02	2012-12-11	365天	5.80
山东玉皇化工有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2012-10-18			
	2012年度第一期短期融资券	5			A-1	2012-10-18	2012-12-13	365天	5.70
江苏宏图高科技股份有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 正面	2012-11-05			
	2012年度第二期短期融资券	3			A-1	2012-11-05	2012-12-24	365天	5.64
浙江省杭州市中小企业	2012年度第一期区域集优中小企业集合票据	5			AAA	2012-10-19	2012-12-24	3年	5.90
1、杭州东方文化园旅业集团有限公司	企业主体长期信用	2			A-/ 稳定	2012-10-19			
2、浙江华欣新材料股份有限公司	企业主体长期信用	2			BBB+/ 稳定	2012-10-19			
3、浙江联达化纤有限公司	企业主体长期信用	1			BBB/ 稳定	2012-10-19			
河南省新乡市中小企业	2012年度第一期区域集优中小企业集合票据	2.7			AAA	2012-11-09	2012-12-26	3年	5.90
江苏省淮安市中小企业	2012年度第一期区域集优中小企业	3.5			AAA	2012-12-11	2012-12-27	3年	5.80
南京新港开发总公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-01-07			
	2013年企业债券	7			AA	2013-01-07	2013-01-08	7年	6.80
兴源轮胎集团有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2012-11-02			
	2013年度第一期短期融资券	6			A-1	2012-11-02	2013-01-08	365天	5.64
南通市港闸区国有资产经营总公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2013-01-06			
	2013年企业债券	12			AA+	2013-01-06	2013-01-09	7年	7.15
江苏省苏州市新兴产业	2013年度第一期区域集优中小企业集合票据	2.06			AAA	2012-12-26	2013-01-10	3年	5.80
成都城建投资管理集团有限责任公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2012-04-05			
	2013年公司债券	20			AA+	2012-04-05	2013-01-14	7年	6.18
中国庆华能源集团有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2012-12-21			
	2013年度第一期短期融资券	3			A-1	2012-12-21	2013-01-15	365天	5.40
	2013年度第一期中期票据	6			AA-	2012-12-21	2013-01-17	3年	6.40
福建龙溪轴承(集团)股份有限公司	企业主体长期信用				A+/ 稳定	2012-12-28			
	2013年度第一期短期融资券	1.50			A-1	2012-12-28	2013-01-16	365天	5.30
重庆两江新区中小企业	2013年度第一期区域集优中小企业集合票据	2.10			AAA	2012-12-13	2013-01-16	3年	5.78
江苏省淮安市中小企业	2013年度第一期区域集优中小企业集合票据	4.00			AAA	2012-11-20	2013-01-17	2年	5.80
山东省青岛市中小企业	2013年度第一期中小企业集合票据	1.20			AAA	2012-12-05	2013-01-16	3年	6.00
北京京能清洁能源电力股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2012-12-11			
	2013年度第一期短期融资券	9			A-1	2012-12-11	2013-01-23	365天	4.24
成都兴城投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2013-01-11			
	2013年公司债券	20			AA+	2013-01-11	2013-01-28	7年	6.17
蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2013-01-28			
	2013年公司债券	8			AA+	2013-01-28	2013-01-30	8年	6.80
招商银行股份有限公司	主体长期信用	-	AAA/ 稳定	2012-06-19	AAA/ 稳定	2012-11-16			
	2012年第一期招商银行股份有限公司次级债券	117			AA+/ 稳定	2012-11-16	2012-12-27	10+5年	5.20
广发银行股份有限公司	主体长期信用	-	AAA/ 稳定	2012-06-26	AAA/ 稳定	2012-07-31			
	广发银行股份有限公司2012年次级债券	45			AA+	2012-07-31	2012-12-27	10+5年	5.60
上海农村商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA+	2012-05-03	AA+/ 稳定	2012-06-27			
	2012年上海农村商业银行股份有限公司金融债券	50			AA+	2012-05-03	2012-12-12	3年	4.40
贵阳银行股份有限公司	主体长期信用		AA-	2012-03-29	AA-/ 稳定	2012-04-27			
	2012年贵阳银行股份有限公司次级债券	12			A+	2012-03-29	2012-12-28	5+5年	6.50

# 评级公告

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			
天津银行股份有限公司	主体长期信用				AA+/ 稳定	2012-10-19			
	天津银行股份有限公司 2012 年次级债券 (品种一)	15			AA/ 稳定	2012-10-19	2012-12-27	5+5 年	5.90
	天津银行股份有限公司 2012 年次级债券 (品种二)	12					2012-12-27	10+5 年	5.99
北京农村商业银行股份有限公司	主体长期信用				AA+/ 稳定	2012-09-25			
	2012 年北京农村商业银行股份有限公司次级债券	51			AA/ 稳定	2012-09-25	2012-12-27	5+5 年	5.60
乐山市商业银行股份有限公司	主体长期信用		A	2012-06-14	A/ 正面	2013-01-10			
	2012 年乐山市商业银行股份有限公司次级债券	5			A-	2012-06-14	2012-12-26	5+5 年	7.10
	2013 年乐山市商业银行股份有限公司金融债券 (品种一)	9			A/ 正面	2013-01-10	2013-01-18	3 年	5.80
	2013 年乐山市商业银行股份有限公司金融债券 (品种二)	6					2013-01-18	5 年	5.90
安信证券股份有限公司	主体长期信用				AAA/ 稳定	2012-10-24			
	安信证券股份有限公司 2013 年度第一期短期融资券	10			A-1/ 稳定	2012-10-24	2013-1-9	91 天	4.20
中国航空技术国际控股有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2011-12-31	AAA/ 稳定	2012-12-29			
	2006 年企业债券	5	AAA	2011-12-31	AAA	2012-12-29	2006-04-21	10 年	4.10
	2010 年企业债券	15	AAA	2011-12-31	AAA	2012-12-29	2010-08-26	10 年	4.30
北京首都旅游集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2012-07-10	AAA/ 稳定	2012-12-25			
	2010 年度第一期中期票据	6	AA+	2011-10-26	AAA	2012-12-25	2010-03-22	5 年	4.93
	2010 年度第二期中期票据	4	AA+	2011-10-26	AAA	2012-12-25	2010-04-23	5 年	4.93
	2010 年企业债券	9	AA+	2011-10-26	AAA	2012-12-25	2010-05-06	3+3 年	4.08
中国长江航运 (集团) 总公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2011-12-01	AA/ 负面	2012-12-25			
	2009 年度第二期中期票据	6	AAA	2011-12-01	AAA	2012-12-25	2009-06-29	5 年	4.39
中国普天信息产业股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2012-08-09	AA+/ 稳定	2012-12-26			
	2009 年公司债券	16	AA	2011-12-15	AA+	2012-12-26	2009-03-24	3+3 年	5.28
西宁城市投资管理有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-07-26	AA/ 稳定	2012-12-31			
	2008 年企业债券	10	AA	2011-07-26	AA	2012-12-31	2008-12-16	5+2 年	6.38
海盐县国有资产经营有限公司	企业主体长期信用		A+/ 稳定	2011-10-17	AA-/ 稳定	2012-12-31			
	2009 年公司债券	10	AA	2011-10-17	AA	2012-12-31	2009-03-30	4+3 年	7.16
山东黄金集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2012-05-30	AAA/ 稳定	2012-12-28			
	2011 年度第一期中期票据	12	AA+	2011-12-27	AAA	2012-12-28	2011-1-11	5 年	5.26
广州市中小企业集合票据	2010 年度中小企业集合债券	1.5	AAA	2009-12-25	AAA	2011-12-30	2010-5-21	3 年	3.55 (浮)
	4 广州市普邦园林配套工程有限公司		BBB-/ 稳定	2011-12-30	A-/ 稳定	2012-12-31			
5 广州市江丰实业股份有限公司	企业主体长期信用		BBB/ 稳定	2011-12-30	BBB/ 负面	2012-12-31			
	西安市文化和科技中小企业	2.21	AAA	2011-12-30	AAA	2012-12-31	2010-10-21	3 年	4.30
1 陕西合容电气电容器有限公司	企业主体长期信用	0.3	BBB/ 负面	2011-12-30	BBB/ 稳定	2012-12-31			
	3 西安隆基硅材料股份有限公司	0.5	A/ 稳定	2011-12-30	A/ 负面	2012-12-31			
4 西安曲江文化旅游 (集团) 有限公司	企业主体长期信用	0.8	A-/ 稳定	2011-12-30	A-/ 负面	2012-12-31			
北京住总集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-08-08	AA/ 稳定	2012-12-31			
	2010 年企业债券	8	AAA	2011-08-08	AAA	2012-12-31	2010-11-23	5+2 年	5.30
江西稀有稀土金属钨业集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-12-29	AA-/ 负面	2012-12-31			
	2011 年度第一期中期票据	5	AA-	2011-12-29	AA-	2012-12-31	2011-01-14	3 年	5.50
	2011 年度第二期中期票据	5	AA-	2011-12-29	AA-	2012-12-31	2011-04-26	3 年	6.08
汉中市城市建设投资开发有限公司	企业主体长期信用		A+/ 稳定	2011-12-28	AA-/ 稳定	2012-12-31			
	2011 年市政项目建设债	8	AA+	2011-12-28	AA+	2012-12-31	2011-3-14	5+2 年	7.48
景德镇市国有资产经营管理有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-12-29	AA/ 稳定	2012-12-31			
	2011 年市政项目建设债	8	AA	2011-12-29	AA+	2012-12-31	2011-03-23	5+2 年	7.48

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			
泰山玻璃纤维有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-12-30	AA-/ 稳定	2012-12-31			
	2011年度第一期中期票据	6.6	AA+	2011-12-30	AAA	2012-12-31	2011-04-21	5年	6.16
溧阳市城市建设发展有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-05-30	AA/ 稳定	2012-12-31			
	2011年企业债券	12	AA	2011-05-30	AA	2012-12-31	2011-11-08	7年	8.20
佛山市公用事业控股有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-06-29	AA+/ 稳定	2012-12-31			
	2011年企业债券	8	AA	2011-05-03	AA+	2012-12-31	2011-11-22	5+2年	7.80
永州市城市建设投资开发有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2011-08-30	AA/ 稳定	2012-12-31			
	2011年政项目建设债券	10	AA+	2011-08-30	AA+	2012-12-31	2011-12-05	5+5年	8.40
北京京能热电股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-01-16	AA/ 正面	2012-12-26			
	2011年度第一期短期融资券	3	A-1	2011-11-09	A-1	2012-12-26	2011-12-28	365天	6.87
	2012年度第一期短期融资券	3	A-1	2012-01-16	A-1	2012-12-26	2012-03-08	365天	5.77
江苏熔盛重工有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2011-10-20	AA/ 负面	2012-12-31			
	2012年度第一期中期票据	20	AA	2011-10-20	AA	2012-12-31	2012-03-28	3年	5.95
杭州市城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2012-04-05	AAA/ 稳定	2012-12-31			
	2009年公司债券	22	AA+	2011-10-18	AAA	2012-12-31	2009-04-14	3+3年	4.35
	2012年度第一期中期票据	13	AA+	2011-12-01	AAA	2012-12-31	2012-04-11	5年	5.70
海航商业控股有限公司	2012年公司债券	16	AAA	2012-04-05	AAA	2012-12-31	2012-04-25	6年	5.90
	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2012-02-15	AA/ 稳定	2012-12-26			
徐州市新盛建设发展投资有限公司	2012年度第一期中期票据	9	AA-	2011-09-05	AA	2012-12-26	2012-04-13	3年	7.80
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-05-04	AA+/ 稳定	2012-12-25			
江中药业股份有限公司	2012年公司债券	15	AA	2012-05-04	AA+	2012-12-25	2012-05-08	6年	7.48
	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2012-05-15			
	2012年公司债券	5			AA	2012-05-15	2012-12-07	3年	5.39

\*注：公告内容仅包括2012年12月1日至2013年1月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

## 联合信用评级有限公司评级公告

(2012年12月1日至2013年1月31日) \*

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
大秦铁路股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2012-09-10			
	2012年公司债券	50			AAA	2012-09-10	2012-12-10	3年	4.88
北京康得新复合材料股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2012-09-17			
	2012年公司债券	9			AA	2012-09-17	2012-12-14	5年	5.9
永泰能源股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2012-11-01			
	2012年公司债券	16			AA+	2012-11-01	2012-12-20	5年	5.68
东莞勤上光电股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2012-10-25			
	2012年公司债券	4			AA	2012-10-25	2012-12-27	7年	6.38
荣信电力电子股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2012-11-01			
	2013年公司债券	6			AA	2012-11-01	2013-01-18	5年	5.9
广东水电二局股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2012-06-06			
	2012年公司债券	4.7			AA	2012-06-06	2013-01-18	6年	5.5
桐昆集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2012-09-18			
	2012年公司债券	13			AA	2012-09-18	2013-01-21	5年	5.85
希努尔男装股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2012-09-13			
	2012年公司债券	4			AA	2012-09-13	2013-01-21	5年	5.85
广东裕泰实业股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2012-06-29			
	2012年公司债券	7.5			AA	2012-06-29	2013-01-24	5年	5.9
永泰能源股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2013-01-17			
	2012年公司债券	9			AA+	2013-01-17	2013-01-31	5年	5.45

\*注：公告内容仅包括2012年12月1日至2013年1月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

## 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
俄罗斯联邦	长期外币信用等级			AA	2012-12-31
	长期本币信用等级			AA	2012-12-31
墨西哥合众国	长期外币信用等级			AA-	2012-12-31
	长期本币信用等级			AA-	2012-12-31
土耳其共和国	长期外币信用等级			BB+	2012-12-31
	长期本币信用等级			BBB	2012-12-31
沙特阿拉伯	长期外币信用等级			AA+	2012-12-31
	长期本币信用等级			AA+	2012-12-31