

# 债市聚焦

第 48 期

总第 295 期

2018

## 政策指南

上金所与中央结算合作优化债券充抵保证金业务

银行间债市三机构联合发布通知 国债预发行实行履约担保制度

发改委：支持信用等级达到 AAA 优质企业直接融资

## 市场动向

全国首单区域性股权市场纾困私募可转债发行

2018 地方债发行规模约 4.3 万亿 明年额度有望提前下达

## 风险事件

“16 神雾 E1” 未能兑付债券利息

“16 凯迪 03” 无法按时付息

“18 华阳经贸 SCP002” 未按时支付利息

“17 永泰能源 CP007” 发生违约

## 联合观点

证券市场下跌对证券公司盈利及信用水平影响研究

2018 年服装行业研究报告

锂电池行业 2018 年三季度报

我国工程机械行业两轮周期对比分析

会计准则变更及对地产企业信用水平的影响分析

建筑施工企业信用评级方法的对比与研究

水务行业展望

带量采购，“危”“机”并存



联合资信官方微信平台

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



联合评级官方微信平台

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

## 政策指南

### 上金所与中央结算合作优化债券充抵保证金业务

12月11日，上海黄金交易所国际中心（以下简称“国际中心”）与中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）联合发布《关于调整上海国际黄金交易中心可充抵债券种类及债券充抵折扣率的公告》，合作优化债券充抵保证金业务（以下简称“业务”）。国际中心的会员可利用其托管在中央结算公司的政策性金融债作为信用担保，用于开展上海黄金交易所延期类保证金品种的交易。将政策性金融债纳入业务可充抵债券范围，是国际中心进一步降低国际会员资金成本的重要举措，同时也是中央结算公司不断推进人民币债券担保品在贵金属市场应用的又一成果，标志着我国债券市场和黄金市场互联互通的进一步深化。

此次业务的优化，一方面可以提高国际会员的资产使用效率，优化资产配置，进一步降低在黄金市场的交易成本；另一方面有利于扩大业务发展规模，从而提升境外机构投资于中国黄金市场和债券市场的积极性与活跃度。此外，业务的优化还将进一步加强债券市场和黄金市场的互联互通，产生联动效应，促进两个市场的深化改革与创新发展。

本次业务优化后，市场参与机构积极响应，其中交通银行股份有限公司香港分行成为首家使用政策性金融债开展充抵保证金业务的国际会员。交通银行香港分行通过中央结算公司担保品管理服务系统质押政策性金融债，经国际中心确认后，该笔充抵申请实时生效。

下一步，上海黄金交易所与中央结算公司将不断深入合作，提升上海黄金交易所国际板的市場服务水平，拓展人民币债券担保品在贵金属市场的应用范围，促进债券市场与贵金属市场实现全面的互联互通。

（摘自经济日报，温济聪，2018年12月11日）

[返回目录](#)

### 银行间债市三机构联合发布通知 国债预发行实行履约担保制度

日前，全国银行间同业拆借中心、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场清算所股份有限公司等三机构联合发布通知，明确国债预发行交易实行履约担保制度。国

债预发行履约担保机制包括保证金与保证券。保证券应使用国债、地方政府债券、央行票据、开发性金融机构及政策性银行债券等。交易双方可选择双边履约担保或选择由第三方提供履约担保集中管理服务。交易双方在进行国债预发行交易时，选择双边提供保证券或由第三方提供履约担保集中管理服务的，需在成交单上约定相应的债券登记托管机构或第三方等信息；选择双边提供保证金的，需在成交单上约定保证金信息。

国债预发行是指以即将发行的记账式国债为标的进行的债券买卖行为，也就是在国债正式招标发行前特定期间买卖双方进行交易，并约定在国债招标后按约定价格进行资金和国债交收的交易行为。

国债预发行业务也有助于降低国债承销商的承销风险，也有助于进一步改善国债市场价格发现功能，促进国债市场功能的充分发挥。此外，提供履约担保服务的第三方机构，需在开展业务前向人民银行、财政部报备相关制度安排、服务规则、系统准备等。交易双方及第三方需保存履约担保的办理记录，并根据人民银行和财政部的要求予以提供。

（摘自每日经济新闻，2018年12月12日）

[返回目录](#)

## 发改委：支持信用等级达到 AAA 优质企业直接融资

12月12日，国家发改委发布《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》（下称《通知》），支持优质企业发行企业债券进行融资。《通知》提出，支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券，现阶段重点支持满足主体信用等级达到 AAA、主要经营财务指标处于行业或区域领先地位等条件的优质企业。

### 优质企业需满足信用等级、财务指标等条件

《通知》提出，现阶段重点支持的优质企业需满足的条件包括：主体信用等级达到 AAA；主要经营财务指标应处于行业或区域领先地位；生产经营符合国家产业政策和宏观调控政策；最近3年未发生公司信用类债券或其他债务违约；最近3年无重大违法违规行为，未纳入失信黑名单等。

发改委同时列出了优质企业的财务指标参考标准，按类别区分了资产总额和营业收入的下限。第一类企业（包括农林渔牧业、批发和零售业、住宿和餐饮业等）资产总额

超过 1000 亿元，营业收入超过 1000 亿元；第二类企业（交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业等），资产总额超过 1000 亿元，营业收入超过 100 亿元；第三类企业（采矿业，制造业，信息传输、软件和信息技术服务业）资产超过 1200 亿元，营业收入超过 800 亿元；第四类企业（建筑业，房地产业）需资产超过 1500 亿元，营业收入超过 300 亿元。另外，资产负债率不超过所在行业资产负债率重点监管线，未明确重点监管线的，原则上不得超过 85%。

另外，发改委积极支持符合条件的优质民营企业发行企业债券，并将根据市场发展情况，适时调整优质企业支持范围。

### 优质企业债券实行“即报即审”

优质企业在发行债券过程中享受更加灵活宽松的监管措施。《通知》提出，符合条件的企业申报发行优质企业债券，实行“一次核准额度、分期自主发行”的发行管理方式。经发改委核准后，发行人可根据市场情况和自身需求，自主灵活设置各期债券的具体发行方案，包括但不限于各期债券规模、期限、选择权及还本付息方式。发行人在申报阶段可仅设立主承销团，在各期债券发行时明确牵头主承销商及承销团成员。

在审核阶段，优质企业债券实行“即报即审”，安排专人对接、专项审核，比照发改委“加快和简化审核类”债券审核程序，并适当调整审核政策要求。调整包括 5 个方面：在偿债保障措施完善的基础上，允许使用不超过 50% 的债券募集资金用于补充营运资金；核定公开发债规模时，按照公开发行的企业债券和公司债券余额不超过净资产 40% 的口径进行计算；鼓励符合条件的优质上市公司及其子公司发行企业债券；允许优质企业依法依规面向机构投资者非公开发行企业债券；鼓励商业银行以“债贷组合”增信方式，进行债券和贷款统筹管理。

另外，优质企业债券申报阶段应对债券资金用途实行正负面清单管理，申报材料应明确债券募集资金拟投资领域和禁止投向领域，形成“正面清单”和“负面清单”。

“负面清单”包括但不限于：将募集资金借予他人，用于房地产投资和过剩产能投资，用于与企业生产经营无关的股票买卖和期货交易等风险性投资，用于弥补亏损和非生产性支出。

### 要求发行人充分披露信息，投资者自行承担风险

优质企业债券发行人、中介服务机构应当切实履行信息披露义务，真实、准确、完整地 向投资者充分揭示债券投资风险。发改委同时公布了《优质企业债券发行信息披露指引》，要求发行人按此要求编制募集说明书。

发行人应按照监管部门和交易场所的规定，在存续期内定期披露财务情况、经营情况、募集资金使用情况、项目进展情况等相关信息。

《通知》特别强调：本通知对优质企业的任何表述以及发改委对其发行企业债券所作的任何决定，均不表明对发行人的经营风险、偿债风险、诉讼风险以及企业债券的投资风险或收益作出判断和保证。凡欲认购优质企业债券的投资者，请认真阅读募集说明书及有关信息披露文件，进行独立投资判断并自行承担有关风险。

在监管方面，每年 4 月 30 日前，发行人、主承销商应向发改委报送上一年度优质企业债券募集资金使用和项目进展情况，以及本年度债券本息兑付资金安排和偿付风险排查情况。律师事务所应对项目的合规性发表法律意见。地方企业应将上述材料同时抄报省级发展改革部门。

（摘自新京报，2018 年 12 月 12 日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 全国首单区域性股权市场纾困私募可转债发行

12 月 12 日，江西省股交中心日前成功备案发行全国区域性股权市场首单纾困私募可转债——九江市海纳电讯技术有限公司纾困私募可转债。此次纾困可转债采用一次备案多次发行的方式，首次发行规模为 2500 万元，募集资金将用于机器设备采购、基础设施投入、原材料购买以及补充企业流动资金。

本期纾困私募可转债的发行主体九江市海纳电讯技术有限公司，是九江开发区于 2015 年从深圳引入的通讯设备制造企业，主要从事通信直放站、滤波器、合路器、双工器多系统合路平台等广泛应用于无人机、智能机器人、智能穿戴、5G、云运算等领域的产品研发、生产和销售。

江西省股交中心相关负责人表示，此次纾困私募可转债的发行，充分利用了区域性股权市场的融资功能，在拓宽民营企业资金渠道、化解民营企业流动性风险上具有重要示范作用。

据悉，纾困私募可转债是江西省股交中心响应国家号召研发的创新型金融产品。江西省股交中心作为地方人民政府扶持中小微企业政策措施的综合运用平台，在国家大力发展多层次资本市场、支持民营企业的背景下，结合江西省民营企业发展特点，对一批治理规范、前景广阔、信用较好，对产业结构升级转型和区域经济发展具有引领作用，但短期需要一定流动性资金支持的优质企业推出纾困私募可转债业务，助力江西民营企业跨越“融资高山”，促进省内资本市场服务实体经济。

（摘自中国证券报，张红瑜，2018年12月13日）

[返回目录](#)

## 2018 地方债发行规模约 4.3 万亿 明年额度有望提前下达

依据中央国债登记结算有限责任公司信息披露发现，今年地方债的发行呈现出年初低开、二季度提速、8月达到高峰的趋势：7月开始攀升（7569.54亿元），8月达到顶峰（8829.70亿元），9月开始下降（7485.46亿元），10月大幅降为2560.31亿元，11月则遽降为459.4133亿元。

12月13日，中共中央政治局召开会议研究2019年经济工作时指出，明年要继续打好三大攻坚战。另据全国人大网消息，12月14日的十三届全国人大常委会第十七次委员长会议上，委员长建议，12月23~29日的十三届全国人大常委会第七次会议审议授权提前下达部分新增地方政府债务限额的议案。

有专家分析指出，地方政府债务限额需在每年3月全国两会的全国人大通过后才能下达，这导致每年前两个月地方政府发债额度几乎为零，“此次全国人大如果授权提前下达部分新增地方政府债务限额，可以让地方更早发行债券，让地方债发行额度在12个月份中更为平均，减少对市场的冲击”。

另外，新增专项债是地方融资的重要渠道，从目前专项债的发行种类来看，土地储备专项债券发行占比较大，而从已发行专项债来看，募集资金多用于市政建设、交通运输、保障性住房建设安居工程等基础设施建设领域。随着四季度基建投资开始发力，地方债发行的积极效应已经显现。此前有专家测算，全年新增专项债中将有数千亿“输血”

基建，在杠杆作用下，预计撬动的投资规模或超万亿。

同时，受限于政府隐性债务约束，未来基建投资反弹幅度有限。国泰君安证券研究所全球首席经济学家花长春表示，预计 11 月份固定资产投资同比增速稳定在 5.7%。交行首席经济学家连平则认为，虽然房地产投资增速或略有下降，但基建投资的政策支持力度加大，增速可能上升，加之制造业投资保持稳定增长，这将带动 11 月整体投资增速继续回升至 6%。

（摘自时代周报，谢洋，2018 年 12 月 18 日）

[返回目录](#)

## 风险事件

### “16 神雾 E1” 未能兑付债券利息

2018 年 12 月 12 日，神雾科技集团股份有限公司发公告称，根据“16 神雾 E1”《募集说明书》的约定，公司应于 2018 年 12 月 15 日兑付“16 神雾 E1”自 2017 年 12 月 15 日至 2018 年 12 月 14 日的利息，因公司流动资金紧张，预计公司无法按期兑付“16 神雾 E1”的利息。

事实上，早在今年 5 月 4 日，神雾集团就发布关于“16 神雾 E1”担保违约公告称，公司未履行追加担保义务，未使担保比例不低于 140%，已违反“16 神雾 E1”募集说明书关于追加担保的约定，构成募集说明书约定的违约事件。

（摘自搜狐财经，2018 年 12 月 12 日）

[返回目录](#)

### “16 凯迪 03” 无法按时付息

2018 年 12 月 14 日，凯迪生态环境科技股份有限公司发布公告称：于 2016 年 12 月 15 日发行的“16 凯迪 03”至 2018 年 12 月 15 日将期满 2 年。因公司目前资金周转困难，不能按期支付“16 凯迪 03”的利息，公司会积极筹措资金，争取尽早完成债券利息的支付。

值得注意的是，据 Wind 数据统计，凯迪生态目前已经有 4 次债券违约记录，分别

为“11 凯迪 MTN1”，违约日期 2018 年 5 月 7 日；“16 凯迪 01”，违约日期为 2018 年 9 月 5 日；“16 凯迪 02”，违约日期为 2018 年 9 月 5 日；“11 凯迪债”，违约日期为 2018 年 11 月 19 日。

（摘自 Wind，2018 年 12 月 14 日）

[返回目录](#)

### “18 华阳经贸 SCP002”未按时支付利息

上海清算所公告，2018 年 12 月 17 日是中国华阳经贸集团有限公司 2018 年度第二期超短期融资券“18 华阳经贸 SCP002”的付息兑付日。截至当日日终，公司仍未收到中国华阳经贸集团有限公司支付的付息兑付资金，无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。

今年 9 月 30 日，华阳经贸集团发生了“15 华阳经贸 MTN001”回售付息违约，且根据《募集说明书》约定，一旦“15 华阳经贸 MTN001”发生违约，就将触发“18 华阳经贸 CP001”、“18 华阳经贸 CP002”、“18 华阳经贸 SCP002”和“18 华阳经贸 SCP003”的交叉保护条款约定情形。

（摘自上清所网站，2018 年 12 月 17 日）

[返回目录](#)

### “17 永泰能源 CP007”发生违约

上海清算所发布通知称，2018 年 12 月 17 日是永泰集团有限公司 2017 年度第七期超短期融资券“17 永泰能源 CP007”的付息兑付日；截至 17 日日终，仍未收到永泰集团有限公司支付的付息兑付资金，无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。债券已构成实质违约。

（摘自第一财经，2018 年 12 月 17 日）

[返回目录](#)

## 联合观点

### 证券市场下跌对证券公司盈利及信用水平影响研究

2015 年股灾以来，证券市场呈现震荡下行的趋势，尤其是进入 2018 年以来，A 股连续跌破多个整数关口，市场交投低迷，成交量大幅下滑；与此同时，证券公司经营表现受市场影响较大，全行业证券公司营业收入和净利润自 2015 年开始连续三年下滑。本文重点研究证券公司经营表现与证券市场、盈利能力和信用水平之间相关性，分析国内外评级机构在信用评级中对于盈利能力的考量，并探讨因市场系统性因素所引起的盈利下滑对证券公司信用水平的影响。主要观点如下：

1、证券公司盈利能力与市场波动具有极强的相关性，其中，自营、经纪、信用等业务与市场相关度较高；业务多元化程度越高、业务与市场关联度越低、盈利越稳定，则证券公司越具有更高的信用水平。

2、从评级角度来看，盈利能力及其稳定性反映了证券公司资本内生、吸收损失以及从意外冲击中复原的能力。因此，盈利能力是评估证券公司信用水平的重要指标之一；评级机构对盈利能力的考察主要集中在获利能力、成本控制能力以及盈利稳定性等方面。

3、证券公司盈利指标与信用水平之间存在相关度，其中，营业收入、营业利润率、自有资产收益率越高，利润波动性越低，代表证券公司获利能力越强、盈利更加稳定，则越有利于证券公司获得更高的信用级别。

4、近年来，证券市场震荡下行，证券公司整体盈利受市场影响较大呈现下滑态势，目前其对证券公司信用水平的影响整体可控；但市场不确定性因素仍存在，需关注受市场影响较大、资本实力较弱且股东背景一般的证券公司信用风险变化情况。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/2tEkPN8OWHZp-2rhHYCzZg>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级金融部供稿，2018 年 12 月 13 日）

[返回目录](#)

### 2018 年服装行业研究报告

2017 年，服装行业整体运行情况较上年略有好转，收入规模较上年有所提升，但盈利能力分化明显，存货周转率及应收账款周转率较上年基本维持稳定，存货及应收账款

仍是服装企业需要关注的经营指标；行业整体现金收入比维持在较好水平，债务规模较小；2018年服装零售表现出持续弱复苏状态，未来行业将面临较好的发展环境。

伴随着我国国民经济的持续发展和国民衣着消费水平的不断扩大，我国服装产业也日趋成熟，国际竞争力也由劳动力成本优势向产品质量创新优势、产品开发创新优势、品牌创新优势等高层次优势转变。2017年以来服装行业各项指标呈现出弱复苏状态，2018年服装行业维持弱复苏状态，低速增长，主要体现在中高端品牌企业收入及盈利规模均有所提升。

我国服装行业发展进入品牌经营期，品牌对于消费者的吸引力与影响力逐步扩大，服装企业的品牌文化和品牌理念等将渗入到服装的综合品牌价值中，服装企业准确定位自身品牌、确立自身品牌风格、提升自身的品牌附加值同时拓展多品类品牌将成为服装市场的新市场格局。同时，越来越多的服装企业注重供应链的管理以及全产业链布局，供应链管理未来将趋于精细化，不仅仅只是纯粹对销售数据，而是基于大数据平台对各种原材料，设计与研发，生产与采购，供应商管理，成本管理，品质管理，甚至样衣制作与跟进管理等供应链数据进行记录，汇总和分析。同时通过全产业链布局和精细化供应链管理优化整合各个资源和环节的效率，以更快的速度更低的成本响应市场的需求。未来拥有较高品牌价值，产品具有独特性及辨识度，且有与之相匹配的供应链管理体系的服装企业将会表现出更高的信用水平。

查看全文请点击 [https://mp.weixin.qq.com/s/VjU\\_C-fbOt3fZ71KRVN1rA](https://mp.weixin.qq.com/s/VjU_C-fbOt3fZ71KRVN1rA)

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商四部供稿，2018年12月13日）

[返回目录](#)

## 锂电池行业 2018 年三季度报

2018年1~9月，锂电池产业链保持了较好的发展态势，行业整体景气度较高；2018年以来，主要原材料价格不断下降，一定程度上减轻了锂电池企业的成本压力，同时，锂电池制造商对下游汽车厂商议价能力依然较弱，产品价格不断下降，进一步挤压了锂电池制造商的盈利空间。需对锂电池制造企业经营状况，特别是对产品价格、应收账款规模变化和回收情况以及未来扩产的资金需求加以关注。

虽然锂电池行业较高的景气度仍在延续，但结构性产能过剩、产品价格持续下降以及补贴退坡等因素日益显现。在市场竞争日益激烈的情况下，行业内具有技术优势、规

模优势以及质量优势的龙头企业有望得到进一步发展，预计未来行业集中度将继续提高，行业内龙头企业抗风险能力将得到进一步增强；而中小型企业日益复杂的市场环境下，将面临更大的经营风险，具有不同技术水平和不同规模的锂电池制造企业信用状况将出现分化。长期来看，新能源汽车仍然是汽车行业未来极为重要的发展方向，锂电池行业仍有着良好的发展机遇。综上，联合评级对锂电池行业的展望为“稳定”。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/KfsA17k7B7eg7Zf-KybeFg>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商四部供稿，2018年12月13日）

[返回目录](#)

## 我国工程机械行业两轮周期对比分析

联合评级认为，本轮工程机械周期较上一轮存在着较多不同，本文分别从供给、需求和政策三个角度得出以下结论：

1、不同于上一轮周期行业产能的非理性扩张，本轮周期行业产能扩张更加稳健，未出现与需求背离的盲目扩张现象，行业内企业经营策略更加谨慎，行业进入良性竞争阶段。

2、上一轮周期，行业需求以来自房地产和基建行业的新增需求为主；本轮周期，行业已逐步进入存量时代，更新需求占据主导力量；下游行业中基建投资拉动作用更为明显。

3、不同工程机械设备生命周期不同，更新需求轮动可以支撑行业景气度；“一带一路”促进海外需求增长，环保政策促进国内存量设备的更新换代，两项政策叠加有助于工程机械行业景气度提升。

4、上一轮周期，我国采取了积极的财政政策，“四万亿政策”透支了后续市场需求；本轮周期，宏观政策更加温和，为工程机械行业提供了稳定的政策环境。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/QJEVGtD78aOR7iycaz65yw>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商四部供稿，2018年12月14日）

[返回目录](#)

## 会计准则变更及对地产企业信用水平的影响分析

2017年7月5日，财政部修订发布了《企业会计准则第14号——收入》，自我国2006年发布收入准则和建造合同准则至今已逾十载，财政部首次对收入相关准则进行了全面修订，主要是为了与2014年5月发布的《国际财务报告准则第15号——客户合同收入》保持趋同。本次准则修订的主要内容包括：统一收入确认模型，解决目前收入确认时点的问题；收入确认时点的判断标准由风险报酬转移变成控制权转移；解决了包含多重交易安排合同的收入确认问题；对于某些特定交易（或事项）的收入确认和计量给出了能更好的指导实务操作的规定。

新会计准则改变了合同收入的确认方式，对所有行业都有或多或少的影响，但对于电信、工程或房地产等涉及长期合同的行业影响更大。从房地产行业来看，确认合同收入的时间点将发生重大变化。会计准则的变更对企业利润表是否有影响，主要取决于房企是否对全款客户在某一时段内确认收入，依赖于企业及会计师事务所对于收入确认条件的判定，不同的判定对企业的收入和利润变化程度影响显著。采用新准则，资产负债表中新增一些科目，主要体现在合同资产和合同负债；一般情况下，采用新准则对房企的资产负债率会有小幅的改善，但改善幅度有限；但也会出现资产负债率增加的情况。

通过对新准则对财务科目以及相关指标影响的分析，结合港股房企运用新准则的实际情况来看，联合评级提出不能通过新准则的实行，从而改变以往对房企普遍的评判标准，主要原因在于对全款客户在某一时段内确认收入的房企比例较低以及在某一时段内确认收入对于每个房企的影响程度差异很大。但新会计准则的实行仍需要评级机构重点关注全款客户占比较大且已经对其在某一时段内确认收入的房地产企业，该类企业可能受惠于新准则，使得当年收入有不同幅度的增长；且由于新准则下资产负债表中部分科目的表动，该类房地产企业的资产负债率和债务资本化比率等指标将有所变动，从而影响企业信用评级的部分债务指标。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/5LhPvSqn1IxAPZUL1SAfw>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商二部供稿，2018年12月14日）

[返回目录](#)

## 建筑施工企业信用评级方法的对比与研究

本文对国内外共计九家主要评级机构的建筑施工行业评级方法进行了研究、分析与对比，涉及各家机构的评级逻辑以及评级要素等，旨在从中寻找值得借鉴与参考的信用风险分析要点。通过对比得到以下几点启示：

1、针对建筑施工行业特点，国内外多家机构均将其认为对企业信用风险有重大影响的更加细化的定性指标放入打分系统中，从而对企业（初始）级别产生直接影响。其中，惠誉将客户关系、项目投标政策等要素放入评级体系中，更加直观与具有前瞻性地评估企业的项目经营风险。标普则将企业的市场声誉、细分市场专营性等作为评估企业竞争地位的要素，从而避免仅用财务量化指标衡量风险带来的片面性。总体来看，国外评级机构在指标的细化程度以及指标标准的制定等方面值得我们借鉴。

2、国外评级机构针对建筑施工行业的特点对偿债指标进行了定制化修正。例如，标普将营运现金流债务比率（FFO/全部债务）以及债务 EBITDA 倍数为核心指标的基础上，设置了两个补充覆盖率指标以及三个补充回报率指标，并根据不同的初始锚点，选取不同的补充指标对核心指标反映的评级结果进行调整。惠誉则在以 FFO 作为偿债来源的基础上对其适当调整得出调整后 FFO 并以此对调整后利息支出进行覆盖以评价企业偿债能力。相较而言，国内评级机构在偿债指标的选择上针对性及差别化使用方面有待提升。

3、标普和穆迪均将财务政策作为核心指标进行评估，认为财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而会对财务风险和经营风险形成影响。就我国情况来看，不同性质的建筑施工企业对待风险的偏好程度有较大差距，很多代表性的央企承担着建设国家基础设施项目、维持国内建筑行业稳步发展同时解决就业的重任，与迅速扩大业务板块相比，控制债务、维持企业的平稳发展更为重要。而对于想要在市场上迅速扩张业务规模的企业而言，可能发生承接超过自身体量的业务的情形。对于风险偏好程度不同的企业，其对债务的把控程度是不同的，建议将其纳入定性指标进行评估。具体来说，可以通过对企业过往投融资情况、股权分配较利息偿还优先程度等方面进行分析，来判断企业财务政策的保守程度。同时，对到期债务的监测也可纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低

企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

4、多样性因素被多家机构认定为重点因素考量。国外机构对于多样性评估采用定性的方法直接放入打分体系中，其中细分业务多样性和客户的多样性对于国内机构具有较强借鉴意义。首先，分析业务的多样性主要系横向扩张利于降低企业在某一细分行业景气度下降时所受到的冲击，提高其抗风险能力，全产业链布局有助于企业提高利润水平及相关业务进入壁垒。其次，分析客户的多样性主要系若公司对单一客户集中度高，假设该客户陷入困境或合作终止，则公司合同订单量可能会受到较大的波动，继而影响后续收入稳定性。

查看全文请点击 <http://caifuhao.eastmoney.com/news/20181214192746274699090>

（摘自东方财富号，联合资信公用事业一部供稿，2018 年 12 月 14 日）

[返回目录](#)

## 水务行业展望

近年来，我国经济稳定发展，水务行业政策利好，水务企业的外部发展环境向好。2018 年以来，伴随着环保治污政策的推进，水务市场空间得到进一步释放，水务行业投资模式向多元化转变，有助于提升市场化水平；此外，水环境治理需求的增长，带动水利项目投资规模的持续加大。水务行业整体发展稳定，发债水务企业数量较 2017 年变动不大，部分企业信用水平进一步提升，水务行业整体信用状况保持良好。此外，高信用级别的水务企业的利率利差整体低于全行业水平，市场认可度较高。从发债企业样本数据看，水务企业整体盈利能力较好，现金流状况较好，投资活动现金净流出规模较大，高信用级别的水务企业债务负担有所加重，但样本水务企业整体的债务水平可控，水务企业整体偿债能力仍较好。

总体看，随着经济的稳定发展，政府对于水防治的重视程度提升，水务市场发展前景广阔，联合资信认为水务行业信用展望为稳定。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/oOJZd1sOYUSQGy2oCys35Q>

（摘自联合资信微信公众号，联合资信公用事业一部供稿，2018 年 12 月 18 日）

[返回目录](#)

## 带量采购，“危”“机”并存

2018年9月11日，由国家医疗保障局主导的试点联合采购座谈会在上海召开，会议介绍了联合采购要求及操作方法，并公布第一批带量采购清单。根据会议内容，从政策适用的范围来看，北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、西安、成都、厦门 11 个城市被确定为第一批带量采购试点城市；从适用的药品品种来看，第一批采购名单包括了通过一致性评价的仿制药中的 33 个品种；从涉及的市场份额来看，11 个试点城市公立医院年采购额的 60~70%，约占全国医药市场的 12~14% 左右；从采购方式来看，主要包括三种：一是对于入围 3 家及以上的企业（包括原研药企业和两家以上的仿制企业）使用招标采购；二是入围 2 家的企业（原研药企业和一家仿制）采取议价采购方式；三是入围 1 家的原研药企业对应的品种采取与该企业谈判采购；从采购周期看，医院在招标时承诺药品的销量，保证在 8~15 个月之内用完，合同签订后的采购量使用完毕后，就开始下一轮招标；从支付方式看，一旦中标，医保基金支付预付款不低于采购全额的 30%；从政策的最终目的来看，医保局拟通过保证采购量，换取采购药价下降，达到“以价换量、降低药价”的目的。

本次由国家牵头并在全国试点推行的带量采购方案是医疗改革的重要步骤，其与仿制药一致性评价为我国药品的质量和稳定供应划定了方向；未来如有医保基金支付政策配套，将会进一步完善我国药品的质量、供应及价格体系。

长期看，仿制药行业受到质量和采购量的双重压力，行业集中度将进一步提升，药企将更快完成从“销售费用”盈利到“研发投入”盈利模式的转变，药企的资金使用效率将有所提高；在带量采购政策加之国家药品价格谈判政策双重影响下，预计进口原研药价格将继续下降。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/GEtr4eFzsyLIBSKzCKUgQ>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商四部供稿，2018年12月18日）

[返回目录](#)