



2008年第2期 总第45期

2008年4月20日

主办

联合资信评估有限公司

编委会

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

编委会主任

邵立强

主编

李振宇

副主编

钟 用 朱海峰 蒋建国 陈东明

本期责任编辑

李振宇

地址 北京市朝阳区建国门外大街甲6号
中环世贸中心D座7层

邮编 100022

电话 8610-85679696

传真 8610-85679228



目 录

报告摘要

1

研究报告

20

2007年度企业债券发行市场分析

21

2008年第一季度短期融资券市场利差分析报告

28

非银行担保对债券信用等级提升问题探讨

34

银行担保谢幕 评级业面临考验——专访联合资信常务副总裁邵立强

37

政策资讯

38

央行加强债券信用评级作业管理

39

银监会要求进一步加强信贷资产证券化业务管理

39

标准普尔指出中资银行应关注国内信用风险

39

抵押债券五大问题需解决

40

高收益率支撑信用产品

41

工元2008年第一期信贷资产支持证券成功发行

41

热逐短融券勿忘信用风险

41

评级公告

43

工商企业评级公告

44

金融机构评级公告

49

资产支持证券评级公告

50



联合资信主要业务

■ 主体评级

对金融机构及其他各类企业等发行人、担保人主体开展的信用评级。

■ 债项评级

对发债主体发行的各种证券如企业债券、金融债券、资产支持证券等开展的评级。

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

银行金融债券、银行次级债券、银行混合资本债券，保险公司次级债券，证券公司债券、证券公司短期融资券，证券公司次级债券，财务公司金融债券；

住房抵押贷款支持证券、银行企业贷款支持证券、不良资产支持证券、企业债权资产支持证券、未来收益支持证券等。

报告摘要



北京京城机电控股有限责任公司

2008年第一期8.9亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年11月10日
分析员：谢凌艳 刘小平

主要数据

项 目	2005年	2006年	2006年	2007年9月
资产总额 (亿元)	177.22	185.67	192.80	205.16
所有者权益 (亿元)	43.62	47.48	47.44	50.42
主营业务收入 (亿元)	76.64	90.43	101.49	89.41
利润总额 (亿元)	2.94	0.25*	3.36	5.99
资产负债率 (%)	63.94	63.51	64.41	65.03
全部债务资本化比率 (%)	22.66	21.77	24.93	22.69
净资产收益率 (%)	3.38	0.41	4.10	--
流动比率 (%)	113.91	111.07	122.97**	122.13**
EBITDA利息倍数(倍)	9.67	6.60	10.11	--
债务保护倍数(倍)	0.23	0.19	0.24	--
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	13.78	12.09	12.88	11.67
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	1.35	-0.42	0.39	0.71
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	0.97	-0.76	0.08	0.98
现金类资产偿债倍数 (倍)	4.33	3.90	4.10	5.03

注：*为清产核资后的数值；清产核资前应为3.32。

**为将短期融资券记入短期债务后调整数据。

2007年9月数据未经审计。

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，北京京城机电控股有限责任公司拟发行的2008年第一期8.9亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险小，安全性高。

优势

1. 公司资产规模较大，资产流动性好。
2. 公司货币资金较多，对本期债券覆盖程度较高。
3. 公司现金流量状况良好，经营活动产生的现金流入规模较大。

关注

近年来原材料和能源价格的上涨在一定程度上压缩了公司的利润空间。

发债主体概况

北京京城机电控股有限责任公司（以下简称“公司”或“京城控股”）是北京市政府授权进行资产经营的国有独资公司，其前身为成立于1949年的北京市人民政府工业局，1997年改制为北京机电工业控股（集团）有限责任公司，2000年更名为现名。截至2006年底，公司注册资本135901.50万元。

公司经营范围包括：授权范围内的国有资产经营管理；投资及投资管理；房地产开发，销售商品

房；房屋租赁；物业管理；劳务派遣；技术转让、技术培训、技术咨询、技术服务；销售机械电器设备（不含汽车）。

公司内设办公室、战略规划与科技部、人力资源部、计划财务部、审计部、经济运营部、投资合作部、信息技术中心、非经营企业管理部、房地产资源管理部及监察处等11个职能部门。2006年，公司下属控股、参股子公司32家，拥有全资事业单位6家。截至2007年9月，员工总人数22100人。

截至2006年底，公司（合并）资产总额192.80亿元，所有者权益47.44亿元；2006年实现主营业务收入101.49亿元，利润总额3.36亿元；经营活动产生的现金流量净额3.50亿元，现金及现金等价物净增加额212.57万元。

公司注册地址：北京市朝阳区东三环中路59号京城机电大厦18层；法定代表人：李济生。

陕西有色金属控股集团有限责任公司 2008年第一期10亿元短期融资券信用评级报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA+
评级展望：稳定
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2008年3月13日
分析员：夏阳 李慧鹏 杨茗茗

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年
现金类资产(亿元)	32.16	64.08	73.97	73.37
资产总额(亿元)	103.41	182.34	238.71	295.91
所有者权益(亿元)	39.72	91.65	133.32	173.72
短期债务(亿元)	14.21	19.48	25.65	36.59
全部债务(亿元)	26.14	27.76	34.05	47.62
营业收入(亿元)	60.39	127.55	160.13	203.39
净利润(亿元)	10.93	42.45	36.67	40.49
EBITDA(亿元)	18.26	58.23	53.87	51.73
经营性净现金流(亿元)	24.97	62.57	39.77	--
净资产收益率(%)	27.52	46.31	27.50	23.31
资产负债率(%)	55.33	44.50	36.89	41.29
速动比率(%)	107.00	117.71	128.92	125.56
EBITDA利息倍数(倍)	20.82	42.71	27.61	31.35
经营现金流动负债比率(%)	60.43	92.24	52.89	--
现金偿债倍数(倍)	3.21	6.41	7.40	7.34

注：公司从2007年开始执行新会计准则，主营业务收入和所有者权益等科目已作相应调整。
2007年数据来自财务快报，未经审计。

评级观点

经联合资信评估有限公司评定，陕西有色金属控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“陕西有色”）拟发行的2008年第一期10亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险小。

优势

1. 公司资产流动性好，现金类资产充足。
2. 公司债务负担较轻，盈利能力强。
3. 公司下属子公司宝鸡钛业股份有限公司2008年1月完成A股增发；金堆城钼业股份有限公司A股IPO已获中国证券监督管理委员会核准，预计将于近期上市。公司融资渠道进一步拓宽，资本结构得到改善。

关注

1. 出口退税率下调、资源税和关税税率的提高将对公司的整体盈利能力产生一定不利影响。
2. 有色金属价格波动较大。
3. 公司钛钒、铅锌和铝加工企业矿产资源自给率较低，原材料供应数量和价格在一定程度上受到市场行情的影响。

公司本部成立的时间晚于大部分子公司，管理链条较长，对下属公司内部资源整合和资金管理力度有待进一步加强。

主体概况

陕西有色金属控股集团有限责任公司的前身是成立于2000年11月3日的陕西有色金属集团有限公司，是陕西省人民政府批准的授权投资机构和国有独资有限公司。2003年，经陕西省人民政府陕政函（2003）112号文件批准同意，陕西有色金属集团有限公司进行改制，并更为现名，改制后注册资本为211000万元。

2004年4月26日，陕西省人民政府与中国铝业公司签署了《关于对陕西有色金属控股集团有限责任公司进行资产重组和加快产业发展的协议》、《补充协议》和《陕西省人民政府、中国铝业公司关于陕西有色金属控股集团有限责任公司资产划转协议》。国务院国资委于2005年8月批准了《资产划转协议》。由于中国铝业公司未履行《资产重组协议》约定的应尽义务（投资开发建设陕西榆林煤电铝一体化项目），公司的管理权、控制权、全部股东权益过去和现在一直由陕西省国资委代表陕西省人

民政府行使和享有。截至目前，公司原董事会组成、公司章程、工商登记均未发生变化。

公司是一家集有色金属地质勘探、冶金设计、矿山开发、冶炼加工为一体的大型综合性国有企业。公司经营范围：授权范围内国有资本（产权、股权、收益）的经营和管理；有色金属及相关产业的项目融资、投资及经营。截至2007年底，公司拥有金堆城钼业集团有限公司、宝钛集团有限公司、汉中八一锌业有限公司和陕西铜川铝业有限公司等18个全资及控股子公司，以及西北有色地质勘查局等3个事业单位。

根据公司提供的财务快报（未经审计），截至2007年底，公司合并资产总额2959104.38万元，所有者权益1737217.07万元（含少数股东权益98204.88万元）；2007年实现营业收入2033899.23万元，净利润404873.00万元（其中归属于母公司所有者的净利润390928.67万元）。

公司注册地址：西安市高新路51号高新大厦21层；法定代表人：宋钧灼。

深圳市能源集团有限公司 2008年第一期20亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年11月2日
分析员：李志博 何璐

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年6月
资产总额(亿元)	207.82	230.08	247.98	266.99
所有者权益(亿元)	80.50	93.13	101.84	149.36
主营业务收入(亿元)	80.69	93.86	97.55	43.61
利润总额(亿元)	20.82	22.10	21.66	8.78
资产负债比率(%)	35.85	35.73	40.73	44.06
全部债务资本化比率(%)	25.08	28.10	36.81	37.58
净资产收益率(%)	13.64	12.64	12.19	--
流动比率(%)	172.63	194.70	185.36	136.60
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	4.77	5.72	5.78	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.34	1.37	1.37	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.21	0.08	-0.42	--
现金类资产偿债倍数(倍)	2.97	2.95	3.02	--

注：2007年6月财务数据按新会计准则编制，未经审计。

评级观点

经联合资信评估有限公司评定，深圳市能源集团有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2008年第一期20亿元短期融资券的信用级别为A-1。

本期债券由中国建设银行股份有限公司授权其深圳市分行提供全额连带责任担保。建设银行具有很强的担保能力。

基于对公司主体长期信用级别和本期短期融资券偿还能力以及建设银行对本期债券所提供担保的综合评估，我们认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险很小，安全性高。

优势

1. 公司主营业务盈利能力较强，经营活动产生的现金流入规模大，现金流量状况良好。

2. 公司现金类资产充足，资产流动性好。

3. 建设银行为本期债券提供担保，对本期债券的信用水平有实质提升作用。

关注

1. 近几年燃料价格持续上涨，公司经营成本控制压力加大。

2. 公司未来几年有大量的在建项目，资金需求比较大。

发债主体概况

深圳市能源集团有限公司前身为

深圳经济特区电力开发公司，成立于1985年7月15日。根据1991年6月15日下发的深圳市人民政府[1991]238号文，深圳经济特区电力开发公司变更为深圳市能源总公司。1997年，根据深圳市人民政府国有资产监督管理委员会[1997]1号文的规定，深圳市能源总公司改制为国有独资公司，同时更名为“深圳市能源集团有限公司”。2003年，华能国际电力股份有限公司对公司实施增资，同时，深圳市投资管理公司转让所持有的部分股权给华能国际，公司改制为有限责任公司，注册资本为95,555.56万元人民币，深圳市国资委和华能国际分别持有公司75%和25%的股权。公司由深圳市国资委直接监管。

公司的主要业务包括：各种常规能源（包括电、热、煤、油和气）和新能源的开发、生产、购销；各种能源工程项目的设计、施工、管理和经营等。

公司是深圳市电能的主要供给者，承担深圳市地区超过50%的用电负荷和58%的生活垃圾焚烧处理量，社会经济地位突出。截至2006年底，公司总装机容量达658.9万千瓦，总装机容量位列南方电网主要发电集团

前茅。

公司下设董事会秘书处、计划发展部、审计部、生产运营部、纪检监察部、人力资源部等10个职能部门，另外还设有4家分公司及分支机构；截至2006年底，公司拥有全资子公司3家、控股子公司5家和参股子公司21家。公司聘用员工1818名。

截至2006年底，公司（合并）资产总额247.98亿元，股东权益合计101.84亿元，少数股东权益45.15亿元；2006年实现主营业务收入97.55亿元，利润总额21.66亿元；经营活动产生的现金流量净额27.42亿元，现金及现金等价物净增加额1.55亿元。

公司注册地址：中国深圳市福田区深南中路2068号；法定代表人：高自民。



厦门港务控股集团有限公司 2008年6亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA-
评级展望：稳定
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2008年1月25日
分析员：孙炜 张成

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年9月
资产总额(万元)	716506.92	971654.38	1184360.94	1371792.12
股东权益(万元)	338270.33	402928.78	407752.61	446155.18
主营业务收入(万元)	74136.00	231603.59	200320.38	205515.23
利润总额(万元)	10395.54	46830.82	54097.41	42349.64
资产负债比率(%)	41.59	37.64	46.13	49.65
全部债务资本化比率(%)	27.71	24.88	35.01	39.57
净资产收益率(%)	1.49	5.18	5.11	---
流动比率(%)	124.45	124.19	165.16	146.24
经营现金流动负债比(%)	13.31	24.91	-33.47	---
现金类资产偿债倍数(倍)	0.60	1.03	0.98	0.94

注：公司2007年9月数据未经审计。

评级观点

经联合资信评估有限公司评定，厦门港务控股集团有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2008年6亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险小，安全性高。

优势

1. 公司现金类资产充裕。
2. 目前公司债务负担较轻。

关注

1. 短期融资券累计发行量对公司现有债务结构影响大，公司短期支付压力增加。
2. 公司经营性现金流对本期债券覆盖程度偏低。

发债主体概况

厦门港务控股集团有限公司前身为厦门市交通国有资产投资有限公司（以下简称“交通国投”），成立于1997年11月4日，系依据1997年7月25日厦门市人民政府“厦府〔1997〕综092号”《厦门市人民政府关于成立厦门市交通国有资产投资有限公司的批复》组建的国有独资公司。根据厦门市人民政府“厦府〔2004〕241号”《关于市交通国有资产投资公司更名等事项的批复》等文件，公司更名为厦门港务控股集团有限公司。2006年公司更名为厦门港务控股集团有限公司。企业法人营业执照注

册号：3502001005320。

公司主要从事投资建设和经营厦门、海沧、嵩屿、中银漳州、刘五店五个港区，以及与港口相关的仓储、物流业。公司已经形成了外轮代理、集装箱和散杂货装卸、港口后勤保障等港口服务体系。截至2007年9月底，公司下设企业策划部、财务部、办公室、投资发展部、人力资源部等7个职能部门，拥有20余家全资或控股的一级子公司，其中包括两家上市公司：厦门国际港务股份有限公司（股票代码：3378HK）及厦门港务发展股份有限公司（股票代码：000905）。

截止2006年底，公司合并资产总额1184360.94万元，所有者权益407752.61万元。2006年实现主营业务收入200320.38万元，利润总额54097.41万元，经营活动产生的现金流量净额-76813.13万元。

截至2007年9月底，公司（合并）资产总额1371792.12万元，所有者权益446155.18万元；2007年1~9月，公司实现主营业务收入205515.23万元，利润总额42349.64万元；经营活动产生的现金流量净额24422.00万元，现金及现金等价物净增加额-6061.73万元。

公司法定住所：厦门市湖里区东

渡路127号六楼；法定代表人：郑永恩。



内蒙古包钢钢联股份有限公司

2008年第一期5亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2008年2月20日
分析员：张晓斌 孙 炜

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年9月
资产总额(万元)	1284462.67	1220900.79	1385391.04	3147358.99
所有者权益(万元)	491919.91	638741.46	781975.33	1331693.82
主营业务收入(万元)	1624616.37	1897097.13	1826546.18	1796433.62
利润总额(万元)	97640.81	112750.65	73212.80	115640.19
资产负债资本化比率(%)	61.70	47.68	43.56	57.69
全部债务资本化比率(%)	46.95	31.93	24.66	39.81
净资产收益率(%)	17.85	15.76	8.36	--
流动比率(%)	120.40	126.73	120.39	73.10
经营现金流动负债比率(%)	65.13	-1.57	6.13	24.19
现金偿债倍数(倍)	9.33	4.18	6.02	9.83

注：公司从2007年开始执行新会计准则，其中，主营业务收入为营业收入，所有者权益包括少数股东权益。2007年9月财务报表未经审计。

评级观点

经联合资信评估有限公司评定，内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2008年第一期5亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险小，安全性高。

优势

1. 公司现金类资产充裕，对本期短期融资券保障能力强。
2. 公司经营活动获现能力强，经营性净现金流对本期短期融资券覆盖程度高。

关注

以流动比率及速动比率衡量，公司短期偿债能力偏弱。

主体概况

内蒙古包钢钢联股份有限公司是经内蒙古自治区人民政府内政股批字（1999）6号文批准，由包头钢铁（集团）有限责任公司、山西焦煤集团有限责任公司、中国第一重型机械（集团）有限责任公司、中钢集团天津公司和包头市鑫垣机械制造有限公司于1999年6月29日共同发起设立的股份有限公司。经中国证监会证监发字（2001）16号文批准，公司于2001年2月14日在上海证券交易所公开发行人民币普通股35000万股。公司于2006年3月完成股权分置

改革。2007年8月，公司完成对包钢集团相关资产收购。截至2007年9月底，公司注册资本642326.08万元，其中包钢集团持有公司61.20%股权。公司实际控制人为内蒙古自治区国有资产监督管理委员会。

公司是中国三大重轨生产基地之一、六大钢管生产基地之一，主要从事冷轧板卷、热轧板卷、无缝钢管、重轨、大型型材、棒材、带钢和特钢等品种的生产销售。

截至2007年9月底，公司资产总额3148258.99万元，所有者权益（含少数股东权益）1332593.82万元；2007年1~9月实现营业收入1796433.62万元，利润总额115640.19万元，净利润104005.07万元；2007年1~9月经营活动产生的现金流量净额408782.60万元，现金及现金等价物净增加额27540.20万元。

公司注册地址：内蒙古包头市昆区河西工业区；公司法定代表人：曹中魁。

四川成渝高速公路股份有限公司 2008年15亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA-
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年11月12日
分析员：丁继平 刘 君

评级观点

经联合资信评定，四川成渝高速公路股份有限公司（以下简称“成渝高速”或“公司”）拟发行的2008年15亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，我们认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

优势

公司融资渠道畅通。

关注

相对于发行规模，现金类资产以及经营活动现金流对本期债券的覆盖程度较低。

公司流动性指标偏低，短期支付压力较大。

企业概况

四川成渝高速公路股份有限公司是经原国家经济体制改革委员会批准，由四川高速公路建设开发总公司独家发起设立的股份有限公司，于1997年10月7日在香港联合交易所发行H股上市。截至2006年底，公司总股本为25.5806亿股，其中川高公司占39.3%，为公司第一大股东；华建交通经济开发中心占25.7%；H股（境外公众股）占35%。

公司主要从事高速公路的管理、收费、养护及投资等业务，目前经营成渝高速公路四川段和成雅高速公路，拥有成都城北出口高速公路60%的权益和成都机场高速公路25%的权

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年上半年
资产总额(万元)	786160.73	770497.68	773825.29	749310.34
所有者权益(万元)	486008.07	501032.62	518008.31	519606.57
主营业务收入(万元)	94797.61	100788.57	108377.7	--
利润总额(万元)	25964.84	29470.20	32868.97	28135.39
资产负债资本化比率(%)	35.36	32.39	31.77	30.66
全部债务资本化比率(%)	33.61	30.87	28.06	27.62
净资产收益率(%)	4.72	5.04	5.25	--
流动比率(%)	168.34	127.45	31.16	43.78
EBITDA利息倍数(倍)	5.09	5.20	5.89	--
经营现金流动负债比率(%)	102.92	82.53	30.31	--
现金类资产偿债被数倍	0.59	0.50	0.28	--

注：2007年上半年财务数据未经审计，按新会计准则编制

益。成渝高速是四川省政府批准的唯一专门进行投资、建设和经营管理收费公路的上市公司，也是中国西部唯一的基建类H股上市公司。

截至2006年底，纳入公司合并报表口径的子公司共5家，下设董事会办公室、总经理办公室、党委办公室、人力资源部、工程管理部、投资管理部、财务会计部、营运安全部、审计部、监察部和营运安全部等部门。

截至2006年底，公司合并资产总额773825.29万元，所有者权益518008.31万元，少数股东权益9963.36万元。2006年公司实现主营业务收入108377.70万元，利润总额32868.97万元。

公司注册地址：四川省成都市武侯祠大街252号；法定代表人：唐勇。

西部矿业集团有限公司 2008年第二期5亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2008年3月12日
分析员：沈 磊 李慧鹏

主要数据：

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年9月
资产总额(万元)	525254.54	750322.90	1371892.22	2053117.30
所有者权益(万元)	55958.35	112720.04	245273.10	1237493.75
主营业务收入(万元)	256000.96	468799.20	1214374.67	786802.31
利润总额(万元)	36650.84	62422.96	217629.69	176099.78
资产负债率(%)	67.12	63.93	58.75	39.73
全部债务资本化比率(%)	60.25	55.56	47.40	29.66
净资产收益率(%)	11.19	8.38	24.03	--
流动比率(%)	85.56	81.78	104.27	202.86
经营现金流动负债比率(%)	17.38	11.99	17.57	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.92	0.87	2.29	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	6.03	11.63	37.43	--
现金类资产偿债倍数(倍)	1.33	2.97	6.18	--

说明：2007年9月数据按新会计准则核算

评级观点

经联合资信评估有限公司（联合资信）评定，西部矿业集团有限公司（以下简称“西矿集团”或“公司”）拟发行的2008年第二期5亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险小，安全性高。

优势

1. 公司近三年年末货币资金余额规模较大，对本期债券的保障程度较高。

2. 公司经营活动产生的现金流入规模逐年增长，主营业务获取现金的能力较强，经营性现金流净额对本期债券保障程度较高。

3. 公司下属核心子公司西部矿业股份有限公司2007年7月成功在A股市场发行上市，公司融资渠道得到有效扩展，大额权益性资产注入有效改善其资产负债水平。

关注

1. 公司未来资本支出规模大，资金需求量大。

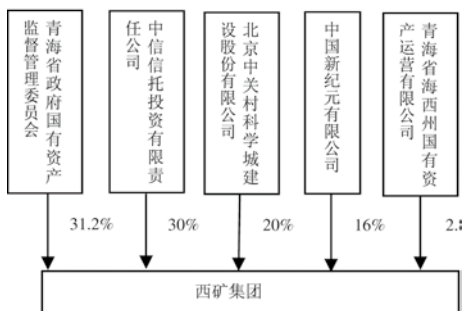
2. 金属及采矿业受制于商品周期及国家产业政策影响。

企业概况

西部矿业集团有限公司的前身是于1982年8月成立的锡铁山矿务局，2000年，经中国铜铅锌集团公司中

铜资字[2000]019号文件批准，改制为西部矿业有限责任公司。2005年至2006年，公司进行资产重组和增资扩股，截至2006年底，公司注册资本由原来的15802万元增至160000万元，股东增至5家，其中青海省国资委作为第一大股东持股31.20%（见表1）。2006年7月，公司正式更名为现名。

表1 公司股东持股情况



资料来源：公司提供

公司是一家集有色金属地质勘探、矿山开发、冶炼加工为一体的大型综合性国有企业。公司经营范围主要为对授权范围内的国有资产进行经营管理；有色金属及相关产业的投资及经营。截至2006年底，公司合并范围包括西部矿业股份有限公司在内的17家全资及控股子

公司。

截止2006年底，公司合并资产总额1371892.22万元，负债总额805954.73万元，少数股东权益320664.39万元，所有者权益245273.10万元；2006年实现主营业务收入1214374.67万元，利润总额217629.69万元；2006年经营活动产生的现金流量净额114352.98万元。

公司注册地址：西宁市五四大街52号；法人代表：毛小兵。



泸州市兴泸投资集团有限公司

2007年7亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：A+
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AA+
评级时间：2007年12月3日
分析员：丁继平

评级观点

基础设施建设是国民经济的重要基础性支柱行业，也是政府投资的重点，随着我国城市化进程的加快，该行业前景良好。

泸州市兴泸投资集团有限公司(以下简称“兴泸集团”或“公司”)是泸州市政府国有资产监督管理委员会授权经营的大型国有独资公司，其下属企业多为区域内行业龙头企业，具有一定的经营垄断性，经营风险小。目前公司债务负担基本合理，盈利水平正常，经营活动获得现金的能力较强，偿债能力正常，同时考虑到公司在城市基础设施建设领域能够得到政府在资金和政策层面的大力支持，公司整体信用风险较小。

本期债券由中国建设银行股份有限公司(以下简称“建设银行”)和泸州市商业银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。建设银行和泸州市商业银行的担保能力可进一步提升本期债券的信用水平。同时泸州市人大常委会批准政府用财政收入来偿还本期债券的本息。综合分析，本期债券到期不能还本付息的风险小。

优势

1. 公司为泸州市国有独资公司，有良好的政府背景，能获得地方政府的有力支持。
2. 公司在区域内经营规模大，部分业务属特许经营，具有一定的经营垄断性。
3. 地方政府大规模的资本金注入保证了项目建设的顺利进行。
4. 公司间接融资渠道比较畅通。

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年上半年
资产总额(万元)	380158.47	467613.38	483329.60	423408.87
所有者权益(万元)	195227.46	257310.83	225943.69	230260.86
营业业务收入(万元)	32794.42	37590.12	93161.67	35909.74
利润总额(万元)	9866.92	9147.82	14884.59	12414.93
资产负债比率(%)	47.85	44.21	52.50	44.76
全部债务资本化比率(%)	38.58	30.30	35.88	31.32
净资产收益率(%)	4.88	3.40	6.51	--
流动比率(%)	220.09	193.35	184.00	195.82
EBITDA利息倍数(倍)	4.42	4.20	6.06	--
债务保护倍数(倍)	0.10	0.11	0.16	--

注：2007年上半年财务数据未经审计

关注

1. 土地收储中心的划出，对公司收入和利润产生一定影响。
2. 基础设施建设项目中公益类项目较多，建设周期长，资金需求量大，市场化程度低，盈利能力弱。
3. 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。政府对公司资产的划拨，可能对公司经营稳定性产生影响。
4. 公司未来城建类投资项目较多，除地方财政支持外，对外部资金有一定需求，资金压力较大。

发债主体概况

泸州市兴泸投资集团有限公司系于2003年1月28日经泸州市人民政府泸市府发(2002)133号文批准，由泸州市财政局投资组建的国有独资公司。根据泸市府发(2006)37号文，公司出资人变更为泸州市政府国有资产监督管理委员会。公司主要为泸州市政府实施经营城市战略，在城市基础设施、市政公用事业建设以及能源、交通、高新技术产业、支柱产业

业等方面进行投融资活动，是泸州市政府投资、融资和管理的平台。

截至2007年6月底，公司下设董事办、党委办、总经办、人力资源部、财务部、投资部、资产管理部、审计部等部门，拥有8家一级子公司。

截至2006年底，公司(合并)资产总额483329.60万元，所有者权益225943.69万元，少数股东权益3660.77万元；2006年公司实现主营业务收入93161.67万元，利润总额14884.59万元。

公司注册地址：泸州市江阳区童家路1号；法定代表人：黄毅。

国家电网公司 2008年第一期300亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AAA
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2008年1月17日
分析员：夏阳 王佳

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年上半年
资产总额(亿元)	11115.37	11696.98	12127.86	12672.58
所有者权益(亿元)	3953.26	4319.89	4642.44	4889.93
主营业务收入净额(亿元)	5900.56	7127.03	8545.24	4625.65
利润总额(亿元)	97.25	143.98	269.85	184.09
资产负债率(%)	63.44	61.94	60.45	60.11
全部债务资本化比率(%)	49.98	45.89	43.23	41.65
净资产收益率(%)	1.45	2.04	3.84	--
流动比率(%)	85.90	63.28	48.95	54.24
EBITDA利息倍数(倍)	5.21	6.35	8.13	--
经营现金流负债比率(%)	31.77	31.05	36.71	--
筹资活动前现金流量净额偿债保护倍数(倍)	0.20	0.09	-0.48	--
现金类资产偿债倍数(倍)	4.84	3.24	2.37	--

注：2007年上半年数据未经审计

评级观点

经联合资信评估有限公司评定，国家电网公司（以下简称“公司”）拟发行的2008年第一期300亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险很小，安全性高。

优势

1. 公司资产质量良好，债务负担正常，盈利能力逐年提升。
2. 公司货币资金充足，对本期短期融资券保障能力较强。
3. 公司经营活动现金流对本期短期融资券保障能力较强。

关注

公司未来几年资本支出压力大。

主体概况

国家电网公司系根据国务院关于印发电力体制改革方案的通知（国发[2002]5号），在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有独资企业，经国务院同意进行国家授权投资的机构和国家控股公司的试点，在国家计划中实行单列。根据《国务院关于组建国家电网公司有关问题的批复》（国函[2003]30号）及原国家经贸委《关于印发〈国家电网公司组建方案〉和〈国家电网公司章程〉的通知》（国经贸电力[2003]268

号），公司于2003年5月13日在国家工商行政管理总局注册成立。注册号1000001003790(4-2)，注册资本2000亿元。

公司主要经营以下业务：依法经营国家电网公司及有关企业中由国家投资形成并由国家电网公司拥有的全部国有资产；从事电力购销业务，负责所辖各区域电网之间的电力交易和调度；参与投资、建设和经营相关的跨区域输变电和联网工程；根据国家有关规定，经有关部门批准，从事国内外投融资业务；经国家批准，自主开展外贸流通经营、国际合作、对外工程承包和对外劳务合作等业务；从事与电力供应有关的科学研究、技术开发、电力生产调度信息通信、咨询服务等业务；经营国家批准或允许的其他业务。

公司内设办公厅、发展策划部、财务部、安全监察部、生产部、营销部、农电工作部等29个职能部门，公司拥有49个全资、控股公司，参股中国南方电网有限责任公司。

截至2006年底，公司合并资产总额12127.86亿元，所有者权益4642.44亿元，少数股东权益153.62亿元；2006年公司实现主营业务收入8545.24亿元，利润总额269.85亿

元，经营活动产生的现金流量净额1536.82亿元。公司共有员工150.4万人。

公司注册地址：北京市西城区西长安街86号；法定代表人：刘振亚。



广西柳州钢铁（集团）公司 2008年第一期10亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA-
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2008年2月20日
分析员：张成 张晓斌

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年9月
资产总额(万元)	1098927.49	1364265.91	1664743.25	2201747.77
所有者权益(万元)	559121.25	616662.46	720731.62	918712.90
主营业务收入(万元)	1146005.21	1522600.91	2035188.33	1948264.93
利润总额(万元)	127251.40	68034.62	113388.54	99767.13
资产负债率(%)	48.91	54.60	56.49	58.27
全部债务资本化比率(%)	32.87	44.06	43.30	44.98
净资产收益率(%)	20.99	9.50	13.75	--
流动比率(%)	109.08	84.57	100.98	113.79
EBITDA利息倍数(倍)	9.84	4.61	5.60	--
经营现金流负债比率(%)	11.50	21.84	22.43	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.70	-1.34	0.18	-3.15
现金类资产偿债倍数(倍)	1.10	1.46	3.26	4.92

注：公司从2007年开始执行新会计准则，其中，主营业务收入为营业收入，所有者权益包括少数股东权益。2007年9月财务报表未经审计。

评级观点

经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，广西柳州钢铁（集团）公司（以下简称“公司”或“柳钢集团”）拟发行的2008年第一期10亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险小。

优势

1. 现金类资产规模较大，资产整体流动性较强。
2. 经营活动现金流状况好，经营活动的获现能力较强。

关注

流动比率和速动比率偏低，短期偿债能力偏弱。

随着未来投资规模进一步扩大，公司对外部融资需求相应加大。

发债主体概况

广西柳州钢铁（集团）公司是广西壮族自治区直属的大型国有独资企业，属地方骨干钢铁企业，是国家512家重点企业之一，其前身是创建于1958年的原柳州钢铁厂。公司实际控制人为广西壮族自治区国有资产监督管理委员会。截至2007年底，公司注册资本221961万元。

柳钢集团整体资产可分为上市部分和非上市部分。公司钢铁主业资

产大部分已注入柳州钢铁股份有限公司，柳钢股份于2007年2月27日在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：柳钢股份，股票代码：601003），发行总股本71188.70万股，2007年6月25日送股后，总股本为142377.40万股，柳钢集团持股84%。柳钢股份主要从事炼钢、炼铁、炼焦、钢材轧制及其副产品的生产销售等。柳钢集团非上市业务部分规模相对较小，主要包括汽车货物运输、房地产、化工产品和气体产品的生产销售等。根据《中国钢铁工业统计月报》统计数字显示，柳钢集团在2006年我国重点钢铁企业粗钢产量排名中位居第18位。在2006年中国企业500强中，公司名列第198位。截至2007年底，公司拥有10家二级单位、12家全资或控股子公司，共有员工16196人。

截至2006年底，公司合并资产总额1664743.25万元，负债合计940449.10万元，所有者权益720731.62万元。2006年公司实现主营业务收入2035188.33万元，利润总额113388.54万元。

截至2007年9月底，公司合并资产总额2201747.77万元，负债合计1283034.87万元，所有者权益

（含少数股东权益）918712.90万元。2007年1～9月，公司实现营业收入1948264.93万元，利润总额99767.13万元。

公司注册地址：广西壮族自治区柳州市北雀路117号；公司法定代表人：陈永南。



中国华能集团公司

2008年第1期50亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AAA
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年12月20日
分析员：杨茗茗 王佳

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年6月
资产总额(亿元)	1563.02	2268.86	2860.75	3254.64
股东权益(亿元)	206.21	221.49	242.13	835.41
主营业务收入(亿元)	538.12	736.40	841.55	491.17
利润总额(亿元)	73.63	80.97	96.21	59.25
资产负债率(%)	62.26	67.62	72.7	74.33
全部债务资本化比率(%)	58.21	62.31	66.88	69.23
净资产收益率(%)	7.27	6.01	8.93	---
流动比率(%)	67.99	48.51	40.63	44.55
EBITDA利息倍数(倍)	6.31	5.56	5.56	---
经营现金流动负债比率(%)	40.88	29.65	29.07	---
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.09	-3.97	-5.15	---
现金类资产偿债倍数(倍)	2.57	2.55	3.09	3.97

注：2007年中期财务报表按新会计准则编制，其中，主营业务收入为营业收入，股东权益中含少数股东权益

评级观点

经联合资信评定，中国华能集团公司（以下简称“华能集团”或“公司”）拟发行的2008年第1期50亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险很小，安全性很高。

优势

1. 公司现金类资产充足。
2. 公司经营活动现金流强劲，对本期债券覆盖程度较高。

关注

公司中期内仍将快速发展，资本支出规模较大。

企业概况

中国华能集团公司创立于1985年，是经国务院批准成立的国有重要骨干企业，是国家授权投资的机构和控股公司的试点，注册资本200亿元。截至2007年10月，公司在全国23个省市拥有运营的全资、控股电厂87个，可控装机总容量为6277.33万千瓦，约占全国装机容量的10%，是全国装机容量最大，年发电量最多的电力集团公司。

公司主要经营以下业务：实业投资经营及管理；电源的开发、投资、建设、经营和管理；组织电力（热力）的生产、销售；从事信息、交通运输、新能源、环保相关产业及产品

的开发、投资、建设、生产和销售。

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

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

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

公司法定住所：北京市海淀区学院南路40号。法定代表人：李小平。



广州造纸股份有限公司

2008年3.9亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：A+
评级展望：稳定
本期公司债券信用等级：AAA
评级时间：2007年9月17日
分析员：张晓斌 李志博

评级观点

广州造纸股份有限公司（以下简称“公司”）作为我国华南地区新闻纸重要生产企业，地区优势明显；近几年公司资产规模逐年扩大，在新闻纸制造行业具备一定的竞争实力；公司治理结构完善，内部控制制度健全，近年来整体管理水平较高。公司主营业务收入基本稳定，但负债水平逐年上升，盈利能力逐年下降。目前公司资产质量一般，债务负担重，盈利能力较弱，整体偿债能力偏弱。

本期债券由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建行”）授权广东省分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。建行担保实力强，对提升本期债券的信用水平有实质作用。总体看，本期债券到期不能偿还的风险很小。

优势

1. 近几年，我国造纸行业整体发展良好，行业发展前景良好。
2. 公司是华南地区重要的新闻纸生产企业，地域优势明显。
3. 本期公司债券由建行提供担保，建行担保实力强，对提升本期债券的信用水平有实质作用。

关注

1. 造纸行业属于完全竞争行业，近几年新闻纸产品市场竞争激烈，企业经营压力较大。
2. 近年来公司资产负债水平有所上升，债务负担重，盈利能力偏弱。

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(亿元)	172923.50	215021.06	300878.95
所有者权益(亿元)	100343.32	102384.31	97650.60
少数股东权益(亿元)	132979.57	126394.18	137928.60
主营业务收入(亿元)	132979.57	126394.18	137928.60
利润总额(亿元)	11534.56	10753.61	2790.03
资产负债率(%)	41.97	52.38	67.54
全部债务资本化比率(%)	23.45	45.24	62.57
净资产收益率(%)	9.08	7.88	2.36
流动比率(%)	121.11	117.52	113.22
EBITDA利息倍数(倍)	11.95	19.94	4.80
债务保护倍数(倍)	0.80	0.27	0.11

3. 公司所需电、水、热由广纸集团供应。

4. 公司主导产品是新闻纸，品种单一。

5. 公司“林纸一体化”项目投资大。

发债主体概况

广州造纸股份有限公司是经国家外经贸部（现国家商务部）外经贸资二函[2003]209号文批准，于2003年2月21日设立的外商投资股份公司，其中维美实业有限公司持有公司51%股权，广州造纸集团有限公司持有公司47.245%股权，广州市金誉投资有限公司持有公司1.35%股权，广州市诚毅科技软件开发有限公司持有公司0.35%股权，广州番禺大岗镇化工厂持有公司0.055%股权。

2007年3月5日，国家商务部（商批资[2007]261号）同意将金誉投资和大岗化工持有公司的股权转让给维美实业（上述股权转让协议于2006年11月20日签订）。股权转让完成后，维美实业持有公司52.405%股权，广纸集团持有公司47.245%股权，诚毅开发持有公司0.35%股权。

2007年5月24日，广州市对外贸易经济合作局（穗外经贸批

[2007]181号文批准）同意维美实业、广纸集团和诚毅开发三方于2007年3月21日签署的《广州造纸股份有限公司章程修改协议（二）》和《增资协议》，公司将增加股本总额28934万元。本次增资完成后，公司股本总额121402万股，注册资本121402万元，其中维美实业持有52.5468%股权，广纸集团持有47.1866%股权，诚毅开发持有0.2666%股权。根据2007年7月2日广东羊城会计师事务所有限公司出具验资报告[2007]羊验字第11390号，公司已完成增资。公司实际控制人为广州市国资委。

截至2006年底，公司下属1家控股子公司，拥有员工1805人。

截至2006年底，公司合并资产总额300,878.95万元，负债总额203,228.35万元，所有者权益97,650.60万元。2006年公司实现主营业务收入137,928.60万元，利润总额2,790.03万元；经营活动产生的现金流量净额8,354.14万元，现金及现金等价物净增加额32,919.44万元。

公司注册地址：广州市海珠区工业大道广纸路40号；法定代表人：伍星河。

中国长江航运（集团）总公司

2008年度第一期4亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体信用等级：AA-
本期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年12月27日
分析员：王佳孙炜

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	2057680.57	2224359.28	3091355.64
所有者权益(万元)	192830.85	160375.22	378658.25
主营业务收入(万元)	1324410.90	1622058.05	1938517.35
利润总额(万元)	37480.33	48815.91	55019.90
资产负债率(%)	84.04	85.88	73.23
全部债务资本化比率(%)	75.87	73.68	51.77
净资产收益率(%)	11.37	23.06	4.62
流动比率(%)	101.38	86.87	84.08
EBITDA利息倍数(倍)	3.75	4.38	5.32
经营现金流动负债比率(%)	22.74	21.38	26.75
现金类资产偿债倍数(倍)	8.83	8.96	13.79

评级观点

经联合资信评估有限公司评定，中国长江航运（集团）总公司（以下简称“长航集团”或“公司”）拟发行的2008年第一期4亿元短期融资券的信用等级为A-1。

基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险小，安全性高。

优势

1. 公司现金类资产较多。
2. 公司经营性现金流量净额充裕。

关注

1. 公司存在大额未确认投资损失。
2. 公司负债水平偏高。

企业概况

中国长江航运（集团）总公司前身为1956年成立的长江区航运局。1984年，根据国务院50号文件精神，成立了交通部长江轮船总公司，1991年更名为中国长江轮船总公司。1993年3月，以该公司为核心企业组建了长江航运集团。1996年1月1日，核心企业更名为中国长江航运（集团）总公司。目前，公司是我国内河最大的骨干航运企业集团，是国家首批57家试点企业集团和计划单列企业集团之一。

公司经营范围包括：国内沿海、内河普通货船、原油船、成品油船、化学品船、液化气船、商品车滚装船运输；集装箱班轮内支线运输；长江干线及其支流普通客船（含车客渡船、国内旅游船）、涉外旅游船、载货汽车滚装船运输、船舶修造、旅游服务及与水路运输有关的服务业务。

公司内设总经理办公室、发展计划部、安全生产部、财务部、决策办公室、船舶工业事业部等16个管理部门，纳入合并报表的二级子公司20家，其中全资子公司17家，控股子公司3家。

截至2006年底，公司合并资产总额为3091355.64万元，合并负债总额2263881.86万元，合并少数股东权益448815.53万元，合并所有者权益378658.25万元。公司2006年实现主营业务收入1938517.35万元，利润总额55019.9万元，经营活动产生的现金流量净额为469192.35万元，现金及现金等价物净增加额309540.34万元。

截至2007年11月底，公司合并资产总额为4088486万元，负债总额3077528万元，少数股东权益484625万元，所有者权益526333万元。2007年1~11月，公司实现营业收入净额1898364万元，利润总额

81175万元（数据引自公司出具的财务快报）。

公司注册地址：湖北省武汉市江岸区沿江大道89号。法定代表人：刘锡汉。



湖北省能源集团有限公司

2008年第一期10亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA
担保前本期短期融资券信用等级：A-1
担保后本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2008年1月22日
分析员：王佳 张晓斌

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年9月
资产总额(亿元)	220.78	234.88	257.98	286.34
所有者权益(亿元)	36.37	36.10	40.78	79.99
主营业务收入(亿元)	27.07	28.54	33.14	28.26
利润总额(亿元)	0.84	0.70	2.41	7.21
资产负债率(%)	77.90	78.45	78.18	67.68
全部债务资本化比率(%)	76.84	77.42	77.15	65.92
净资产收益率(%)	2.25	1.28	4.16	6.91
流动比率(%)	145.60	127.77	112.25	143.59
EBITDA利息倍数(倍)	3.08	2.96	3.06	--
经营现金流动负债比(%)	30.73	27.37	18.79	--
现金类资产偿债倍数(倍)	1.91	1.78	1.60	2.10

注：公司成立日期为2005年4月，2004年财务数据是按照公司成立之初的资产构成情况模拟而成。

评级观点

湖北省能源集团有限公司（以下简称“湖北能源”或“公司”）以“水电为主、火电为辅”的电源结构符合国家电力产业政策，公司发展前景乐观，主体信用风险小。目前，公司资产质量和流动性良好，经营活动获取现金能力较强，现金流状况整体趋好；现金类资产对本期短期融资券保障程度高，发债主体自身对本期债券偿还能力强。经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，本期短期融资券担保前信用等级为A-1，到期不能偿还的风险小，安全性高。

中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）授权其湖北省分行为本期短期融资券的还本付息提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。建设银行很强的担保能力可进一步提升本期短期融资券的本息偿付的安全性。经联合资信评定，经担保后本期短期融资券到期不能偿还的风险进一步降低，信用等级仍为最高等级A-1。

优势

1. 公司资产质量和流动性良好。
2. 公司经营活动获取现金能力较强，整体现金流状况趋好。
3. 公司现金类资产对本期短期融资券保障程度高。
4. 本期短期融资券由建设银行湖北省分行提供担保，建设银行很强的担保能力将进一步提升本期短期融资券本息偿付的安全性。

关注

公司负债水平高，未来几年债务偿还压力较大。

企业概况

湖北省能源集团有限公司于2005年2月28日经湖北省人民政府批准成立，是由湖北省两大地方电力支柱企业—原湖北省清江水电投资公司与原湖北省电力开发公司合并重组而成。2007年4月23日，根据湖北省国有资产管理委员会与中国长江电力股份有限公司签订的《关于战略投资湖北省能源集团有限公司的协议》，公司由原国有独资有限责任公司变更为湖北省国资委和长江电力共同出资的有限责任公司，注册资本66.6亿元人民币，湖北省国资委和长江电力分别持有公司55%和45%的股权。目前，公司是湖北省最大的省属国有控股公司。

公司主要负责所属电力及其他资产的经营管理，并进行其他能源资源的投资开发。目前公司资产均分布在湖北省境内，截至2007年9月底，公司可控装机容量544.36万千瓦（其中在建266.36万千瓦），权益容量430万千瓦（其中在建178万千瓦）。可

控装机容量中：火电机组180万千瓦（其中在建120万千瓦）；水电机组363万千瓦（其中在建145万千瓦）；风电机组1.36万千瓦。公司已投产水电装机218万千瓦，占湖北省投产水电总装机11.11%；已投产火电装机60万千瓦，占湖北省已投产火电装机4.46%。

目前，公司内设生产经营部、投资开发部、监察审计部、党群工作部、证券法律部、人力资源部、财务部、办公室等8个职能部门（见附件1）。公司投资电力项目16个，其中全资项目3个，控股项目6个，参股项目7个；投资非电产业项目8个（见附件2）。截至2007年9月底，公司纳入合并范围的全资、控股子公司共11家。公司在职职工3916人，其中本部职工63人。

截至2007年9月底，公司（合并）资产总额286.34亿元，股东权益合计79.99亿元，少数股东权益12.55亿元；2007年1~9月实现主营业务收入28.26亿元，利润总额7.21亿元；经营活动产生的现金流量净额8.34亿元。

公司注册地址：湖北省武汉市武昌区徐东大街96号；法定代表人：肖宏江。

深圳发展银行股份有限公司 2008年70亿元次级债券信用评级分析报告

评级结果：主体信用等级：AA+

次级债券信用等级：AA

评级时间：2008年3月10日

分析员：任红 杨杰 韩夷 程艳琴

主要数据

项 目	2005年	2006年	2007年6月
资产总额(亿元)	2223.25	2607.61	3140.56
股东权益(亿元)	50.54	65.97	76.98
营业收入(亿元)	54.51	71.35	48.91
利润总额(亿元)	5.98	19.95	16.90
净利润(亿元)	3.11	13.03	11.24
生息资产利率差率(%)	2.39	2.82	3.11
平均资产收益率(%)	0.15	0.54	-
平均净资产收益率(%)	6.99	22.83	-
成本收入比(%)	47.64	41.44	38.00
不良贷款率(%)	9.33	7.98	7.00
拨备覆盖率(%)	42.77	47.63	48.44
流动性比例(本币,%)	35.89	45.99	46.03
流动性比例(外币,%)	87.86	305.70	47.87
存贷比(%)	58.25	71.36	73.05
资本充足率(%)	3.70	3.71	3.88
核心资本充足率(%)	3.71	3.68	3.86

评级观点

基于深圳发展银行股份有限公司（以下简称“深圳发展银行”）良好的公司治理结构及内控与风险管理体系，清晰的战略定位，持续快速的业务发展，逐步提高的盈利水平，较强的偿债能力以及良好的宏观经济环境等内外部因素，联合资信评估有限公司评定深圳发展银行股份有限公司主体信用等级为AA+，2008年70亿元次级债券的信用等级为AA。该评级结论反映了本次次级债券到期不能偿付的风险很小。

优势

1. 引入国际战略投资者新桥集团后，深圳发展银行公司治理与内控，董事专业素质等方面有了明显的改善。

2. 深圳发展银行建立了垂直独立的风险管理架构，并实行了相应的考核评级体系，风险管理水平得以较大幅度地提高。

3. 深圳发展银行在各项业务快速发展的同时，业务结构转型取得了显著成效，这有利于其保持较强的盈利能力。

4. 深圳发展银行近期将通过多种渠道补充资本，预计其资本充足率将达到或超过同类银行的平均水平。

关注

1. 深圳发展银行的不良贷款率较高，拨备覆盖率低。

2. 深圳发展银行完全化解历史上形成的不良资产尚需一定的时间。

3. 在新桥集团投资锁定期届满

后，新桥集团是否退出以及退出之后对深圳发展银行经营产生的影响有待观察。

发债主体概况

深圳发展银行股份有限公司成立于1987年12月，是在对深圳经济特区内原6家农村信用社进行股份制改造的基础上，向社会公开发售人民币普通股设立的全国性股份制商业银行，总部位于深圳市。1988年4月，深圳发展银行普通股在深圳经济特区证券公司首家挂牌交易；1991年4月，深圳发展银行在深圳证券交易所上市，股票代码000001。2004年，深圳发展银行引入境外战略投资机构—美国新桥投资集团（Newbridge Asia AIV III, L.P.），成为国内首家外资作为第一大股东的中资股份制商业银行。

截至2007年6月30日，深圳发展银行股份总额20.87亿股，前十名股东持股比例合计29.88%，其中前五名股东持股比例分别为：新桥集团持股16.68%，深圳中电投资股份有限公司持股2.98%，中

国工商银行—博时精选股票证券投资基金持股2.00%，国际金融—汇丰—JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION 持股1.81%，海通证券股份有限公司持股1.63%。

截至2007年6月30日，深圳发展银行已在国内各中心城市设立了19家分行（含总行营业部），营业网点250个，设有香港和北京代表处，并与境外70多个国家和地区的600多家银行建立了代理行关系，正式员工7958人，其中62%的员工拥有学士以上（含）学历。

截至2007年6月30日，深圳发展银行资产总额3140.56亿元，其中贷款和垫款净额2003.81亿元；负债总额3063.58亿元，其中存款余额2664.66亿元；股东权益76.98亿元；资本充足率3.88%，核心资本充足率3.86%，不良贷款率7.00%，准备金覆盖率48.44%。2007年1~6月，深圳发展银行实现营业收入48.91亿元，净利润11.24亿元。

工元2008年第一期信贷资产支持证券信用评级分析报告

评级种类：信贷资产支持证券（CLO）
评级结果：

证券名称	名义 金额	总量 占比	票面利率	信用 级别
优先AAA档	66.50	83.01%	浮动利率	AAA
优先A档	9.10	11.36%	浮动利率	A
未评级/ 高收益档	4.51	5.63%	—	NR

报告出具日：2008年3月20日
评估基准日：2008年2月28日
分析员：刘毅荣 刘静 甘铭山

交易概览

法定到期日：2015年1月26日

交易类型：静态现金流型CLO

载体形式：特殊目的信托

信托财产：中国工商银行发放的80.11亿元公司贷款

资产池加权平均信用级别：A+/AA-

信用提升机制：优先/次级结构

发起机构/贷款服务机构：中国工商银行股份有限公司

受托机构/发行人：中诚信托有限责任公司

主承销商/簿记管理人：中信证券股份有限公司

评级观点

联合资信通过对本期交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构尽职及操作风险等多方因素的定性分析，并在资产池信用风险分析及结构现金流分析等量化分析的基础上，确定本期“工元2008年第一期信贷资产支持证券”的评级结果为：优先AAA档资产支持证券的信用等级为AAA，优先A档资产支持证券的信用等级为A，未评级/高收益档资产支持证券未予评级。

上述优先档证券的评级结果反映的是优先档资产支持证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前足额偿付的可能性。

优势

1. 贷款服务机构中国工商银行股份有限公司作为国有控股的大型商业银行，在信贷管理经验及综合经济实力等方面具备一定优势。

2. 所有入池贷款均属正常类贷款，其借款人主要分布于经济较发达的东部沿海地区，资产池借款人加权平均信用级别为A+/AA-，整体信用质量较高。

3. 优先/次级的证券本息支付次

序，使优先AAA档证券获16.99%的信用支持，优先A档证券获5.63%的信用支持。

4. 流动性准备金及各项费用、报酬的限额支付等交易结构设置为优先档资产支持证券提供了一定的流动性支持。

5. 加速清偿事件、违约事件等信用触发机制的设定在一定程度上为优先档资产支持证券的偿付提供了保障。

关注

1. 入池贷款中前五大借款人的未偿本金余额合计占比约为34.42%，且有三户借款人未偿本金余额占比超过5%，债务人集中度较高。

2. 入池贷款中前五大行业的未偿本金余额合计占比为72.07%，且有三类行业的入池贷款占比超过10%，行业集中度较高，个别行业属国家调控行业，产业及监管政策的波动性将可能影响借款人的偿付能力及还款意愿。

3. 部分入池贷款的偿付要依赖于地方政府的财政实力，地方政府的公共支出职责及财政偿债能力等都将给贷款的偿付带来不确定性。

4. 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，国内外相关数据的可靠性尚待验证。

风险缓释

1. 针对资产池债务人集中风险及行业调控风险，联合资信在进行现金流分析及压力测试时对这些因素加以考虑，并模拟了某些不确定性因素突然发生对现金流产生的影响。

2. 大部分入池贷款的借款人所属地区均处于经济较为发达的东部沿海地区，地方政府的财税收入较为稳定，财政实力较为雄厚，偿债能力较强。

针对贷款违约及违约后回收等相关数据的可靠性有待检验等情况，联合资信在进行现金流分析时采用了较为苛刻的压力测试情景。

中粮集团有限公司

2007年第二期30亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年12月10日
分析员：黄 静 刘小平

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年9月
资产总额(亿元)	597.61	726.81	1053.81	1040.76
所有者权益(亿元)	152.34	243.09	281.75	333.57
主营业务收入净额(亿元)	445.84	499.31	747.08	606.94
净利润(亿元)	10.05	16.28	22.40	23.57
资产负债比率(%)	66.04	58.42	65.62	58.27
全部债务资本化比率(%)	56.31	49.39	55.48	44.23
净资产收益率(%)	6.59	6.70	7.95	7.07
流动比率(%)	124.88	120.40	111.49	121.3
经营现金流负债比率(%)	-17.63	-6.05	4.66	41.87
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.88	-0.77	0.96	4.21
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.13	-0.46	-0.57	2.50
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.14	11.63	14.33	20.56
现金类资产偿债倍数(倍)	2.85	2.97	3.68	5.13

评级观点

经联合资信评估有限公司评定，中粮集团有限公司（以下简称“公司”或“中粮集团”）拟发行的2007年第二期30亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，我们认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险较小，安全性高。

优势

1. 公司现金类资产充足，对本期短期融资券覆盖程度高。
2. 公司经营活动的现金流入量和净额对本期短期融资券覆盖程度高。

企业概况

中粮集团有限公司的前身是成立于1952年的中国粮谷出口公司、中国油脂出口公司和中国食品出口公司，1953年中国粮谷出口公司和中国油脂出口公司合并为中国粮谷油脂出口公司，1961年中国粮谷油脂出口公司与中国食品出口公司合并成立中国粮油食品进出口公司，1965年更名为中国粮油食品进出口总公司，1998年更名为中国粮油食品进出口（集团）有限公司，2004年更名为中国粮油食品（集团）有限公司，2007年4月更名为现名。截至2006年底，公司注册资本31223万元，全部为国家资本金。公司是我国最大的进出口公司之一，是从事农产品和食品进出口贸易历史最长、实力最为雄厚的国有企业。

截至2006年底，公司拥有41家二级控股子公司（按2006年财务报表的合并口径），下设办公室、战略部、财务部、人力资源部、研发部、党群部、审计部和法律部等8个职能部门和中粮贸易、中国粮油、中国食品、地产酒店、中国土畜、屯河公司、中粮包装、中粮发展、金融事业部等9大业务板块。截至2006年底，公司拥有在岗职工21906人。

截至2006底，公司（合并）资产总额1053.81亿元，所有者权益281.75亿元，少数股东权益80.59亿元。2006年公司实现主营业务收入净额747.08亿元，利润总额38.09亿元。

截至2007年9月底，公司（合并）资产总额1040.76亿元，所有者权益333.57亿元，少数股东权益100.69亿元；2007年前三季度公司实现主营业务收入净额606.94亿元，利润总额37.65亿元。

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

黑龙江北大荒农业股份有限公司

2007年度15亿元可转换公司债券信用评级分析报告

评级结果: AA

评级时间: 2007年8月7日

分析员: 李志博 黄静

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年
资产总额(万元)	865360.31	968377.39	964611.29	960568.26
所有者权益(万元)	400605.13	442970.11	383670.13	378542.78
主营业务收入(万元)	320503.94	405161.03	467682.72	250889.41
利润总额(万元)	44952.66	49213.81	53717.68	27745.49
资产负债率(%)	52.21	52.96	58.87	60.59
全部债务资本化比率(%)	42.37	33.30	39.42	44.06
净资产收益率(%)	11.14	11.22	13.93	7.26
流动比率(%)	121.64	117.67	96.02	95.70
EBITDA利息倍数(倍)	7.01	6.92	7.99	--
债务保护倍数(倍)	0.21	0.29	0.28	--

注: 2007年上半年报是根据新会计准则调整编制而成, 且未经审计。

评级观点

农业的稳定发展关系国计民生, 随着社会主义新农村建设的深入, 农业产业化经营快速发展, 农业生产的外部经营环境不断改善。

黑龙江北大荒农业股份有限公司(以下简称“公司”)是我国农业龙头企业, 综合农用机械化作业率接近农业发达国家水平, 具备明显的规模、资源、技术、装备上的优势, 符合国家的产业发展政策, 作为农业产业化标志性企业, 公司将优先从国家“新农村建设”中受益。

公司建立了符合自身特点的经营管理模式, 生产经营状况稳定, 风险较小。公司资产结构合理, 主营业务收入持续增长, 盈利能力强, 债务负担偏重, 预计本次可转换公司债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 近几年, 国家不断加大对农业、农村、农民的扶持力度, 随着社会主义新农村建设的深入, 农业发展形势良好。

2. 公司地处三江平原, 农业自然环境优越, 是我国最大商品粮基地的重要组成部分。公司是全国最大的农业上市公司, 规模效益显著。

3. 公司经营符合自身特点, 既可分散经营风险, 又能保证统一调控力度。

4. 公司产业链较为合理完整, 下游工业产业符合国家产业政策和行业发展趋势, 未来发展潜力大。

关注

1. 公司经营对自然环境有较高依存度, 存在不确定因素。

2. 公司农产品精深加工程度较低, 产品附加值不高。

主体概况

黑龙江北大荒农业股份有限公司是经国家经贸委(1998)775号文批准, 由黑龙江北大荒农垦集团总公司作为独家发起人, 以发起设立方式设立的股份有限公司, 于1998年11月27日注册成立。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2002]19号文核准, 公司向社会公开发行人民币普通股股票30000万股, 并于2002年3月29日在上海证券交易所挂牌交易。截至2007年6月底, 公司总股本163429.2万股, 其中北大荒集团持有115189.2万股, 占总股本的70.48%, 社会公众A股股东持有48240万股, 占总股本的29.52%。公司股票简称: 北大荒; 股票代码: 600598。

公司主要从事水稻、小麦、大豆、玉米等粮食作物的生产、精深加工、销售, 2006年完成总播种面积946.6万亩, 实现粮豆总产量381万吨。

截至2006年底, 公司合并资产总额964611.29万元, 所有者权益383670.13万元, 少数股东权益13118.98万元。2006年公司实现主营业务收入467682.72万元, 利润总额53717.68万元, 现金及现金等价物净增加额-18999.49万元。

截至2007年6月底, 公司下设16个从事农业的分公司、1个从事化肥生产的浩良河分公司以及黑龙江省北大荒米业有限公司、黑龙江北大荒纸业有限公司、哈尔滨龙垦麦芽有限公司、黑龙江农垦庆丰边境贸易有限公司等4家直接控股子公司; 公司内部设有企业发展部、生产技术部、市场部、财务部、审计部、人力资源部和办公室共“六部一办”。

公司注册地址: 哈尔滨市南岗区汉水路263号; 法定代表人: 姜夏。



研究报告



2007年度企业债券发行市场分析

联合资信评估有限公司 朱海峰 石雨欣

一、企业债券发行管理体制

自1999年以来，企业债券的发行计划都是通过国务院特批的形式进行。国家发改委从2000年起开始修订新的《企业债券管理条例》，2007年企业债券的发行仍然执行《企业债券管理条例》。

2008年1月4日，国家发改委下发了《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》

（以下简称《通知》）。《通知》从发行环节的简化、债券募集资金适应范围的放宽、约束机制以及发债门槛等方面均有较大程度调整，《通知》的出台解决了企业债券审批难、期限长等问题，拓宽了募集资金的使用范围，降低了企业债券的发行门槛，大大提高了企业发行债券的积极性。

二、2007年企业债券计划发行情况

2007年3月19日，国家发改委以“发改财金[2007]602号”文下达了2007年第一批企业债发行计划，共安排了95家发债主体，发行规模累计992亿元。

此外，国务院还特批了600亿元人民币铁路建设债券和200亿元中国石化川气东送工程债券，使得企业债券发行规模大幅扩大，计划发行规模共计1792亿元。

2007年第一批企业债发行计划中，发行主体属于能源类的25家、交通类的19家、工业类的22家、城建类的22家、高新技术及其他类的7家，不同行业类型的发债主体按家数和发债规模的占比情况如图1和图2。

按照发债主体所处行业的发债家数进行统计，2007年第一批企业债券发行计划中，最多的能源类，占

图1 不同行业类型的发债家数占比情况

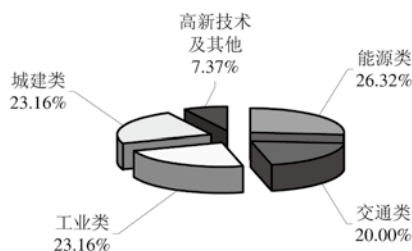
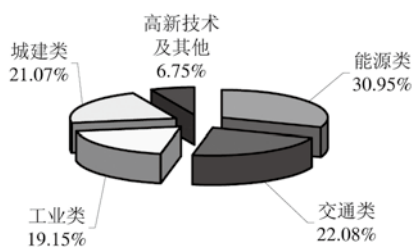


图2 不同行业类型的发债规模的占比情况



资料来源：国家发改委财经司，联合资信整理

26.32%；其次是工业类和城建类，均占23.16%；交通类占20.00%；高新技术（其中2家为中小企业集合债券）及其他类占7.37%。可见，目前经批准可发行企业债的企业主要以能源、工业、城建和交通类等国家重要基础产业为主，并首次出现了“中小企业集合债券”的概念。

按照发债主体所处行业的发行规模进行统计，能源类企业发行规模最大，为307亿元，占30.95%；交通和城建类的分别为219亿元和209亿元，分别占22.08%和21.07%；工业类190亿元，占19.15%；城建类67亿元，占6.75%。95家发债主体企业债发行规模总计992亿元，平均每家发行10.44亿元，从不同类型的平均每笔发债额看，能源类最高，平均每家12.28亿元；其次是交通类，平均每家11.53亿元；发行额最大的是国家电网公司50亿元，最低的是深

圳市中技实业（集团）有限公司3亿元；发行额度在10亿元以下（含10亿元）的共有65家，占发债主体总数的68.42%

可见，不论从所处行业的家数统计，还是从所处行业的发债规模及每笔发债规模统计，企业债券发债主体主要集中分布在能源、交通、工业和城建类等具有相对垄断地位的基础性行业，而且主要属于特大型企业，覆盖的范围较小。受到发行额度限制，企业债券发行的规模较小。

另外，国家发改委在2007年第一批企业债发行计划中推出了“中小企业集合债券”，其一是深圳市20家中小企业集合债券，发行规模为10.3亿元，其二是中关村7家高新技术中小企业集合债券，发行规模为3.7亿元。众所周知，融资难一直是困扰企业、尤其是中小企业和民营企业的一个突出问题。中小企业集合债券是解决中小企业融资难的重大创新，发行中小企业集合债券有利于拓宽中小企业融资渠道，缓解中小企业融资难、贷款难，这体现了国家对中小企业的扶持政策。

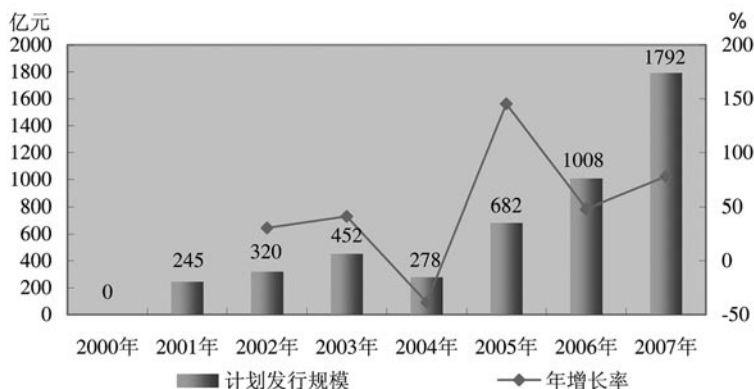
三、2007年度企业债券实际发行情况

1、2007年度企业债实际发行的市场概况

(1) 发行概况

2007年度，共有79家企业发行企业债券81期，实际发行规模累计1709.35亿元（其中1家为2005年发行计划、4家为2006年发行计划）。各个企业发行的企业债券的基本情况如表1所示。

图3 历年企业债计划发行规模



资料来源：国家发改委财经司，联合资信整理

表1 2007年度企业债券实际发行情况

家数	期数	企业名称	发行额度 (亿元)	期限	利率	债券 等级	主体 等级
1*	1	2007年上海世博土地控股有限公司世博建设债券	20	10年	4.05%	AAA	
		2007年上海世博土地控股有限公司世博建设债券15年期	20	15年	4.15%	AAA	
2**	2	2007年新疆天富热电股份有限公司公司债券	2.8	10年	4.50%	AA	
3**	3	2007年中国建材股份有限公司公司债券	10	10年	4.32%	AAA	
4**	4	2007年中国化工集团公司企业债券	15	10年	4.28%	AAA	
5	5	2007年中国石油化工股份有限公司公司债券	50	10年	4.20%	AAA	AAA
	6	2007年中国石化川气东送工程公司债券(5年)	85	5年	5.40%	AAA	AAA
		2007年中国石化川气东送工程公司债券(10年)	115	10年	5.68%	AAA	
6	7	2007年中海油田服务股份有限公司公司债券	15	15年	4.48%	AAA	AAA
7	8	2007年河南省建设投资总公司企业债券（15年期）	5	15年	4.50%	AAA	AA
		2007年河南省建设投资总公司企业债券（20年期）	15	20年	4.62%	AAA	
8	9	2007年中国兵器工业集团公司企业债券	12	10年	4.48%	AAA	AAA
9	10	2007年北京金隅集团有限责任公司公司债券	8	10年	4.43%	AAA	AA
10	11	2007年北京控股集团有限公司公司债券	10	10年	4.55%	AAA	AA
11	12	2007年中国网通（集团）有限公司公司债券	20	10年	4.50%	AAA	AAA
12	13	2007年中国华润总公司企业债券	10	10年	4.50%	AAA	AAA
13	14	2007年天津城市基础设施建设投资集团有限公司公司债券	12	10年	4.55%	AAA	AA
14	15	2007年中海集装箱运输股份有限公司公司债券	18	10年	4.51%	AAA	AA+
15	16	2007年中国铝业股份有限公司公司债券	20	10年	4.50%	AAA	AAA
16	17	2007年湖南泰格林纸集团有限责任公司企业债券	8	10年	5.38%	AA+	AA-
17	18	2007年中国航天科技集团公司企业债券	15	10年	4.50%	AAA	AAA
18	19	2007年青岛国信实业有限公司企业债券	5	10年	4.72%	AAA	A+
19	20	2007年中国国电集团公司企业债券	15	15年	4.83%	AAA	AAA
20	21	2007年天津保税区投资有限公司公司债券	12	10年	4.70%	AAA	AA
21	22	2007年重庆交通旅游投资集团有限公司公司债券***	12	10年	4.80%	AAA	AA-
22	23	2007年中国长江三峡工程开发总公司企业债券	25	10年	4.80%	AAA	AAA
23	24	2007年武汉市城市建设投资开发集团有限公司公司债券	6	15年	5.03%	AAA	AA-
24	25	2007年三一重工股份有限公司公司债券	5	10年	5.20%	AAA	A+
25	26	2007年重庆市能源投资集团公司企业债券	8	10年	5.20%	AAA	AA-
26	27	2007年北京市首都公路发展有限责任公司公司债券	8	10年	5.12%	AAA	AA+
27	28	2007年国家开发投资公司企业债券	20	10年	5.10%	AAA	AAA
28	29	2007年河北省建设投资公司企业债券	18	15年	5.50%	AAA	AA+
29	30	2007年湖州市交通投资集团有限公司公司债券	15	15年	5.48%	AAA	A+
30	31	2007年江西高速公路投资发展（控股）有限公司公司债券	15	15年	5.49%	AAA	AA-
31	32	2007年上海市城市建设投资开发总公司债券	12	15年	5.48%	AAA	AAA-
32	33	2007年深圳高速公路股份有限公司公司债券	8	15年	5.50%	AAA	AA+
33	34	2007年唐山冀东水泥股份有限公司公司债券	6	10年	5.49%	AAA	AA-

家数	期数	企业名称	发行额度 (亿元)	期限	利率	债券 等级	主体 等级
34	35	2007年广东省交通集团有限公司公司债券	10	10年	5.20%	AAA	AA
35	36	2007年淮北矿业(集团)有限责任公司公司债券	6	10年	5.20%	AAA	AA
36	37	2007年神华集团有限责任公司公司债券	10	10年	5.15%	AAA	AAA
37	38	2007年上虞市交通投资公司企业债券	6	15年	5.73%	AAA	A
38	39	2007年宁波城建投资控股有限公司公司债券	20	10年	5.30%	AAA	AA-
39	40	2007年芜湖市建设投资公司公司债券	8	10年	5.25%	AAA	AA
40	41	2007年永城煤电集团有限责任公司公司债券	5	10年	5.34%	AAA	AA
41	42	2007年招商局集团有限公司企业债券	18	10年	5.20%	AAA	AAA
42	43	2007年中粮集团有限公司公司债券	6	15年	5.30%	AAA	AAA
43	44	2007年宁夏交通投资有限公司公司债券	8	15年	5.35%	AAA	AA-
44	45	2007年上海国际机场股份有限公司公司债券	25	10年	5.20%	AAA	AAA
45	46	2007年国家电网公司企业债券	40	10年	5.20%	AAA	AAA
		2007年国家电网公司企业债券	10	15年	5.30%	AAA	
46	47	2007年常州高新技术产业开发区发展(集团)总公司企业债券	10	10年	5.35%	AAA	AA-
47	48	2007年柳州市城市建设投资发展有限公司公司债券	10	10年	5.51%	AAA	A+
48	49	2007年柳州市城市建设投资发展有限公司公司债券	8	10年	5.45%	AAA	AA
49	50	2007年中国盐业总公司企业债券	5	10年	5.36%	AAA	AA
50	51	2007年台州市基础设施建设投资有限公司公司债券	8	10年	5.69%	AAA	A+
51	52	2007年上海华谊(集团)公司企业债券	8	10年	5.15%	AAA	AA
52	53	2007年深圳市能源集团有限公司公司债券	5	10年	5.25%	AAA	AA
53	54	2007年内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司公司债券	8	10年	5.70%	AAA	AA-
54	55	2007年中国大唐集团公司企业债券	12	20年	5.53%	AAA	AAA
55	56	2007年广东韶能集团股份有限公司公司债券	6	10年	5.68%	AAA	A+
56	57	2007年陕西省高速公路建设集团公司企业债券	5	10年	5.70%	AAA	AA-
57	58	2007年武汉高科国有控股集团有限公司公司债券	5	10年	5.80%	AAA	AA-
58**	59	2007年江苏红豆实业股份有限公司公司债券	5	10年	6.05%	AAA	A
59	60	2007年中国铁通集团有限公司公司债券	8	5年	5.30%	AAA	AA+
60	61	2007年神华宁夏煤业集团有限责任公司公司债	8	15年	5.80%	AAA	AA+
61	62	2007年横店集团控股有限公司公司债券	5	10年	6.02%	AAA	A+
62	63	2007年苏州城市建设投资发展有限责任公司公司债券	6	10年	5.90%	AAA	AA-
63	64	2007年南京公用控股(集团)有限公司公司债券	18.5	10年	5.70%	AAA	AA
64	65	2007年深圳市中小企业集合债券	10	5年	5.70%	AAA	
65	66	2007年山东省高速公路集团有限公司公司债券	15	15年	5.85%	AAA	AA+
66	67	2007年北京城建投资发展股份有限公司公司债券	5	7年	6.08%	AA	A+
67	68	2007年第一期中国铁路建设债券	90	7年	5.38%	AAA	AAA
			260	10年	5.60%		
			100	15年	5.75%		
	69	2007年第二期中国铁路建设债券	150	10年	5.53%	AAA	
68	70	2007年四川省煤炭产业集团有限责任公司公司债	5	10年	6.02%	AAA	AA-
69	71	2007年安庆市城市建设投资发展(集团)有限公司公司债券	8	10年	6.08%	AAA	AA-
70	72	2007年广州汽车集团股份有限公司公司债券	6	10年	6.02%	AAA	AA+
71	73	2007年中国电影集团公司企业债券	5	7年	6.10%	AAA	AA
72	74	2007年中国诚通控股集团有限公司公司债券	5	10年	6.05%	AAA	AA-
73	75	2007年山西焦煤集团有限责任公司公司债券	15	10年	6.05%	AAA	AA+
74	76	2007年西部矿业集团有限公司公司债券	5	10年	6.10%	AAA	AA
75	77	2007年中国广东核电集团有限公司公司债券	20	10年	5.90%	AAA	AAA
76	78	2007年湖南晟通科技有限公司公司债券	5	15年	6.48%	AAA	A
77	79	2007年天津泰达投资控股有限公司公司债券	6	10年	6.48%	AAA	AA-
78	80	2007年中关村高新技术中小企业集合债券(4家)	3.05	3年	6.15%	AAA	
79	81	2007年湖南湘投控股集团有限公司公司债券	8	10年	6.19%	AAA	AA-

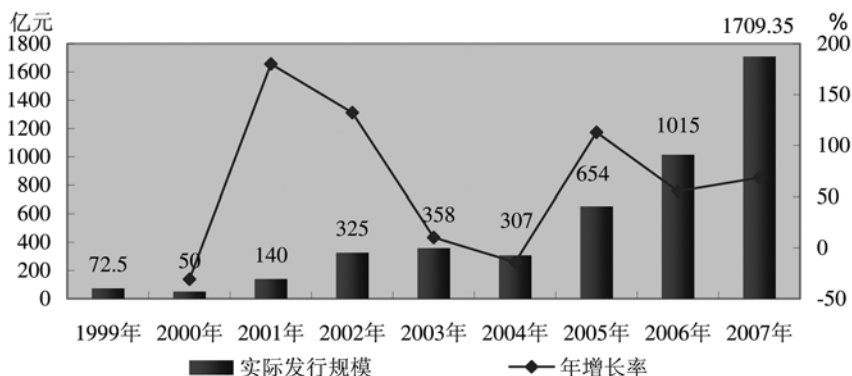
注：“*”为2005年审批额度；“**”为2006年审批额度；“****”公司改名为“重庆高等级公路建设投资有限公司”。

资料来源：中国债券网，联合资信整理

(2) 发行规模

2007年第一批企业债券发行计划的95家企业中，截至2007年底，已有73家企业共发行836.55亿元企业债券，占2007年度第一批计划发行家数和额度的比例分别为76.84%和84.33%。2007年度，包括2005年（1家）、2006年（4家）发债计划以及铁路建设债券（两期）以及中国石化川气东送工程债券（两期）在内，企业债券实际发行规模1709.35亿元。历年企业债券发行规模如图4所示。企业债券实际发行情况与计划发行规模趋同。

图4 历年企业债券实际发行情况



资料来源：中国债券网，联合资信整理

表2 2007年度各家评级公司的评级情况

评级机构	发行家数 (家)	市场占有率	发行期数 (期)	市场占有率	发行额度 (亿元)	市场占有率
联合	32	40.51%	33	40.75%	519.85	30.41%
中诚信	26	32.91%	27	33.33%	928.5	54.32%
大公	18	22.78%	18	22.22%	201	11.76%
新世纪	3	3.80%	3	3.70%	60	3.51%
合计	79	100.00%	81	100.00%	1709.35	100.00%

资料来源：中国债券网，联合资信整理

表3 2007年度企业债发行承销情况

主承销商	承销家数 (家)	承销规模 (亿元)	主承销商	承销家数 (家)	承销规模 (亿元)
国开行	12	171.25	西南证券	2	20
银河证券	10	192.75	联合证券	2	12.5
中信证券	9	170.5	国都证券	2	20
中金公司	8	218.7	方正证券	2	16
国泰君安	8	137.5	长江证券	2	18
中银国际	7	182.1	中投证券	1	75
中信建投	4	30.5	申银万国	1	20
平安证券	4	80.8	民生证券	1	5
高盛华	4	95.7	金元证券	1	15
招商证券	3	58.05	华欧证券	1	9
华林证券	3	35	宏源证券	1	5
海通证券	3	21	国联证券	1	6
国海证券	3	24	第一创业	1	8
广发证券	3	24	德邦证券	1	6
中国建银	2	10	渤海证券	1	12

注：联合主承销的情况下，承销家数各算一家，承销规模按参与主承销家数平均统计；华林证券中包括华西证券。

资料来源：中国债券网，联合资信整理

(3) 发行结构

从2007年度实际发行情况看，按照企业债券的性质划分，中央企业24家，地方企业55家，分别占发债主体总数的30.38%和69.62%。从不同企业债券性质的发行额度看，中央企业债共发行1194亿元，平均每家公司发行额度49.75亿元；地方企业债发行规模515.35亿元，平均每家公司发行额度9.37亿元，地方企业债发行的总体规模远低于中央企业债的发行规模，主要由于铁道部发行的铁路建设债券600亿元和中国石化川气东送工程债券200亿元的发行规模较大。按照发行规模划分，发行规模在20亿元及以上的12家，占15.19%；发行规模在10~20亿元之间的26家，占32.91%；发行规模在10亿元以下的41家，占51.90%。

按照发行主体所处的区域划分，北京有26家，占32.91%，其中大部分为中央企业；其次分别为浙江、上海、广东、天津、江苏和湖南，在4~6家之间；湖北、河南、安徽、重庆、山东、河北在2~3家，新疆、四川、山西、陕西、青海、宁夏、内蒙、江西和广西均只有1家。可以看出，企业债发行主体主要以北京地区为主，浙江、上海和天津次之，其他省份较少。

(4) 评级机构

2007年度已发行企业债券中参与评级的评级机构包括：联合资信评估有限公司（联合）、中诚信国际信用

评级有限责任公司（中诚信）、大公国际资信评估有限公司（大公）、新世纪资信评估投资服务有限公司（新

世纪），各家评级的市场占有率情况如表2。

从表2看，从发行家数看，联合

评级32家，占40.51%；从发行期数看，联合的市场占有率为40.75%；从发行额度看，中诚信占54.32%（主要是600亿元铁路建设债，占中诚信评级发行额度的64.6%），联合市场占有率30.41%。联合、中诚信和大公三家评级公司合计占市场总体的份额超过95%。

（5）主承销商

从2007年度已发行企业债券的承销情况看，主承销商共30家，其中包括1家银行（国开行）和29家证券公司，各主承销商的承销家数和承销规模情况如表4所示。

从表3的统计情况看，主承销家数较多的是国开行、银河证券、中信证券、中金公司、国泰君安和中银国际，主承销家数在5家以上，其主承销规模均在150亿元以上，中金公司超过200亿元。其他证券公司的承销规模相对较小。

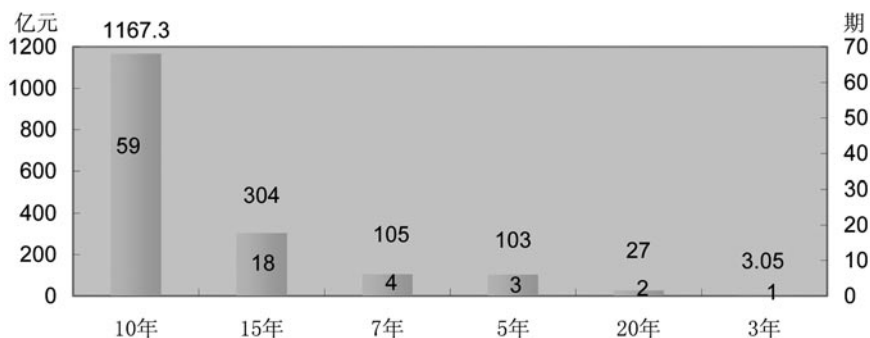
2、2007年度企业债券发行条款

（1）发行期限

2007年度发行的81期企业债中（世博建设债有两个品种，10年期和15年期；河南省建设投资总公司企业债有两个品种，15年和20年；国家电网公司企业债有2个品种，10年和15年；第一期铁路建设债券有三个期限品种，7年期、5年期和10年期；中石化川气东送工程公司债有2个品种，在此处占比计算中按照87期统计），期限为10年的59期，占67.82%，15年期的18期，占20.69%，7年期、5年期、20年期和3年期分别为4期、3期、2期和1期，合计占11.49%。按不同发行期限的规模情况看，10年期规模合计1167.3亿元，占2007年度企业债券发行规模合计的68.29%，其余期限发行规模累计均较小，其分布情况如图5。

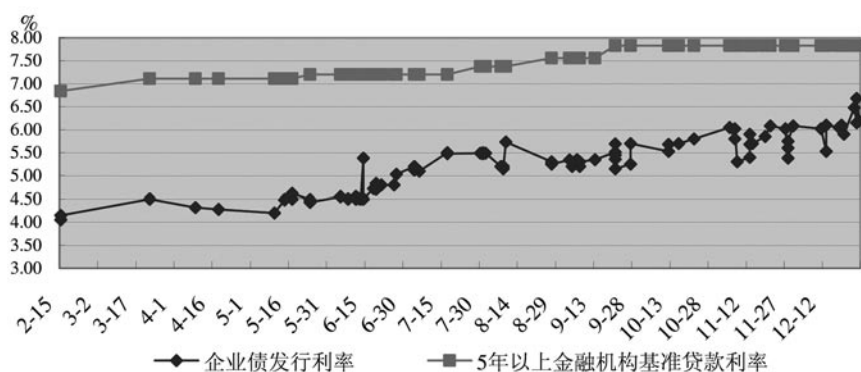
从图5可以看出，债券期限以10年期为主，15年期次之，其他期限仍比较少。可见，企业债券主要以长期（10年及10年以上）为主，中期企业债（3~7年）还比较少。但从发展

图5 2007年度不同期限的企业债券期数和规模情况



资料来源：中国债券网，联合资信整理

图6 2007年度企业债的发行利率整体走势



资料来源：中国债券网，联合资信整理

趋势看，预计期限为3~7年的企业债券将会增加。

（2）发行利率

受央行利率调整的影响，2007年度企业债的发行利率总体水平呈逐步上升的趋势，1~4月份发行的家数较少，共发行5期，均是2005年和2006年审批的额度，10年期债券发行利率在4.00%~4.50%之间。2007年第一批企业债券实际从5月份开始发行，5月10日中国石油化工股份有限公司2007年10年期50亿元企业债券为2007年发行的第一只债券，其发行利率为4.20%，其后发行的企业债券发行利率一直成上升趋势。企业债发行利率逐步上升，其主要原因是，2007年5年以上金融机构基准贷款利率已经连续5次上调，共上升了0.99个百分点，导致企业债券利率持续升高，12月底发行的企业债券利率最高已经

达到6.68%（中关村高新技术中小企业集合债券）。

不同期限的企业债券按照月份的统计如表4所示。10年期企业债券占绝大多数，从10年期企业债券的利率变动看，3月份的新疆天富热电股份有限公司2007年10年期2.8亿元企业债券发行利率4.50%为同期最高，6月份的湖南泰格林纸集团有限责任公司2007年10年期8亿元公司债券，为国内首只抵押债券，其发行利率5.38%，上述两期债券均为同期最高发行利率，4~12月份，企业债发行利率持续上升，12月底10年期企业债券发行利率上升到最高的6.48%。15年期企业债券发行期数相对较少，发行利率截至12月底均低于6.00%；20年期企业债券仅有2期，5月份的河南省建设投资总公司2007年15亿元企业债券，其发行利率为4.62%，10月份的中国大唐集团2007年12亿

元企业债券发行利率为5.53%；7年期、5年期发行期数和规模均较小，利率基本为6%左右，中关村高新技术中小企业3年期3.03亿元集合债券发行利率为6.68%，为目前企业债券发行利率之最。

从相同月份不同期限的企业债券发行利率看，2月份15年期企业债发行利率高于10年期企业债发行利率0.1个百分点；5月份，20年期企业债券发行利率高于15年期发行利率0.12个百分点，高于10年期企业债券发行利率平均0.28个百分点；6月份15年期企业债券发行利率大部分在4.80%左右，10年期企业债券发行利率大部分在4.50%左右，最高的是湖南泰格林纸集团有限责任公司2007年10年期8亿元公司债券，其发行利率5.38%，主要原因是国内首只抵押债券，因此，6月份15年期企业债券发行利率平均高于10年期平均发行利率0.3个百分点。从7月份看，15年期企业债券发行利率在5.50%左右，10年期平均发行利率在5.10%~5.20%之间，15年期的发行利率平均高于10年期平均发行利率0.3~0.4个百分点。从8月份看，15年期企业债券仅有一期，发行利率为5.73%（上虞市交通投资公司2007年8亿元企业债券），10年期企业债券中除唐山冀东水泥股份有限公司2007年6亿元公司债券发行利率为5.49%，其余几期发行利率大部分为5.20%左右，15年期企业债券发行利率平均高于10年期0.5个百分点左右。从9~12月份看，15年期企业债券发行利率与10年期发行利率没有明显差异，甚至部分10年期企业债券发行利率高于15年期发行利率。

可见，随着5年以上金融机构基准贷款利率的不断上调，企业债券发行利率呈现明显的上升趋势。

另外，企业债券发行利率与债券信用等级及主体信用等级有关。三只非AAA级债券（2007年新疆天富热电股份有限公司2.8亿元公司债券、2007湖南泰格林纸集团有限责任公司8亿元公司债券和2007年北京城建投资发展股份有限公司5亿元企业债

表4 2007年度不同期限的企业债发行利率

月份	10年期	15年期	20年期	7年期	5年期	3年期
1	--	--	--			
2	4.05%	4.15%	--			
3	4.50%	--	--			
4	4.28%~4.32%					
5	4.20%~4.48%	4.48~4.50%	4.62%			
6	4.50%~5.38%	4.83%~5.03%	--			
7	5.10%~5.20%	5.48%~5.50%	--			
8	5.15%~5.49%	5.73%	--			
9	5.15%~5.70%	5.30%~5.35%				
10	5.68%~5.80%		5.53%			
11	5.60%~6.08%	5.75%~5.85%		5.38%~6.08%	5.30%~5.70%	
12	5.53%~6.48%	5.90%		6.10%		6.68%

资料来源：中国债券网，联合资信整理

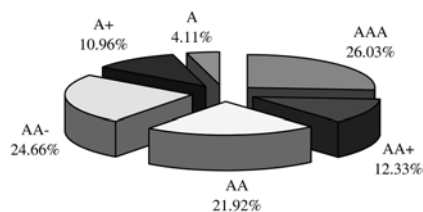
券）的发行利率均为同期最高。以2007年12月份发行的10年期企业债券发行利率看，2007年第二期中国铁路建设债券的发行利率为5.53%，主体信用等级为AAA；2007年湖南晟通科技有限公司公司债券的发行利率为6.48%，主体信用等级为A。虽然债券信用等级均为AAA，但由于主体信用等级不同，发行利率两者相差95BP。

（3）主体信用等级分布

2007年度发行的81期企业债券中，债券信用等级为AAA级的78期，主要因其均以国开行、中行、农行、工行、建行、交通银行等国内大型商业银行为担保；债券等级为AA+级（2007湖南泰格林纸集团有限责任公司8亿元公司债券）的1期，其发行的担保方式采用抵押担保，用其泰格林纸总部21413m²综合用地及不动产进行抵押，发行利率为5.38%；债券信用等级为AA级的有2期，为2007年新疆天富热电股份有限公司2.8亿元公司债券，其担保单位为乌鲁木齐市商业银行股份有限公司，发行利率4.50%；另外一期是2007年北京城建投资发展股份有限公司5亿元企业债券，其担保为北京银行股份有限公司，发行利率6.08%。与同期发行的其他企业债券相比，新疆天富热电、湖南泰格林纸和北京城建的发行利率均为同期最高，这主要与债券的信用等级有关。

2007年度发行的81期企业债券涉及发行主体79家，其中5家企业发行的5期企业债券由于为2007年以前审批额度，除江苏红豆实业股份有限公司有主体长期信用等级外，其他4家均无主体长期信用等级，另外深圳和中关村中小企业集合债无主体级别（深圳20家企业和中关村4家企业的主体信用等级为BBB-至A+），剩余的73家发债主体中，主体长期信用等级涉及的范围包括AAA级（包括AAA-级）、AA+级、AA级、AA-级、A+级和A级等信用等级，其中AAA级19家，AA+级9家，AA级16家，AA-级18家，A+级8家和A级3家，各个企业主体长期信用等级的占比情况如图7所示。

图7 2007年度企业债发债主体信用等级分布情况



资料来源：中国债券网，联合资信整理

可以看出，除中小企业集合债券外，企业债发行主体信用等级主要以AA-级及以上为主，A+级和A级相对较少，目前企业债发行主体整体信用等级普遍较高。

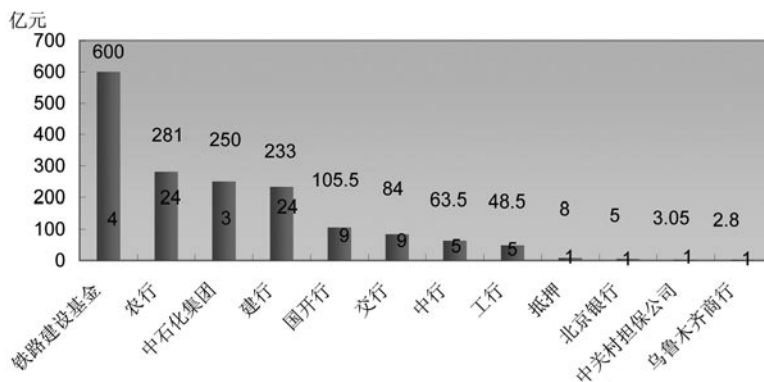
(4) 担保

2007年度发行的企业债中，1期为无担保债券（中国长江三峡工程开发总公司2007年10年期25亿元企业债券），1期为抵押担保（湖南泰格林纸集团有限责任公司2007年10年期8亿元公司债券），2期为企业担保（中国石油化工集团公司为中国石油化工股份有限公司2007年10年期50亿元公司债券、为中国石化川气东送工程5年期85亿元和10年期115亿元公司债券提供担保），2期为城市商业银行担保（乌鲁木齐市商业银行股份有限公司为新疆天富热电股份有限公司2007年10年期2.8亿元公司债券提供担保、北京银行股份有限公司为北京城建投资发展股份有限公司2007年7年期5亿元公司债券提供担保），1期为担保机构担保（中关村集合债券，北京中关村科技担保有限公司担保，国家开发银行担保再担保），另外铁路建设基金为2007年第一期和第二期中国铁路建设债券提供担保；其余均为国开行、中行、农行、工行、建行和交通银行的全国性商业银行担保，2007年度企业债担保情况如图8所示。

从各机构的担保情况看，2007年铁路建设债券规模较大，铁路建设基金担保规模达600亿元，次之，农业银行在各大商业银行中担保期数和规模均最大，担保规模累计281亿元，中石化集团由于为中石化川气东送工程债券做担保，担保规模超过200亿元，建行与农行相比，担保期数相当，担保规模累计低于农行，国开行和交行担保规模比较接近，均担保9期，担保规模在100亿元左右，中行和工行担保规模相对较少。从银行担保的期数看，农行和建行各24期，国开行和交行各9期，工行和中行各5期，乌鲁木齐市商业银行和北京银行各1期。

2007年10月份，银监会下发了《有效防范企业债担保风险的意见》（银监发〔2007〕75号），要求商业银行全面停止对以项目债为主的企业债进行担保。我国企业债

图8 2007年度企业债担保情况



资料来源：中国债券网，联合资信整理

市场主要是机构投资者，其中保险公司是最大的投资者，根据有关规定，保险公司只能购买有商业银行担保的企业债。因此非银行担保的企业债发行市场受到了严重考验，企业债发行必须寻求新的担保形式。

四、企业债发行市场未来展望

企业债是我国资本市场债券品种，是企业中长期直接融资渠道。2007年企业债市场规模进一步扩大，实际发行规模1709.35亿元，同比增长68.41%，债券品种进一步丰富，无担保的信用债券首次发行，中小企业集合债和抵押债券首次推出，债券市场整体快速发展。但银监会的有关停止商业银行对企业债担保的意见使企业债的发行面临严重考验。

根据2008年1月4日发改委《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》对企业债发行核准程序进行改革，将先核定规模、后核准发行两个环节，简化为直接核准发行一个环节。

《通知》要求，发改委自受理申请日起3个月内（发行人及主承销商根据反馈意见补充和修改申报材料的时间除外）作出核准或不予核准的决定，不予核准的应说明理由。债券利率由企业根据市场情况确定，但不得超过国务院限定的利率水平。

《通知》对发债企业进行了一系列限定，完善企业债市场化约束机制，提出企业可发行无担保信用债券、资产抵押债券和第三方担保债券。对多数企业而言，信用发行方式难以被投资人接受，因此资产抵押作为发债担保可能成为今后大多数企业债融资的选择。

《通知》对企业发债募集资金用途进行了限制：筹集资金的投向符合国家产业政策和行业发展方向，所需相关手续齐全；用于固定资产投资项目的，应符合固定资产投资项目资本金制度的要求，原则上累计发行额不得超过该项目总投资的60%；用于收购产权（股权）的，比照该比例执行；用于调整债务结构的，不受该比例限制，但企业应提供银行同意以债还贷的证明；用于补充营运资金的，不超过发债总额的20%。另外，债券筹集资金必须按核准用途用于本企业生产经营，不得擅自挪作他用，不得用于弥补亏损和非生产性支出，也不得用于房地产买卖、股票买卖以及期货等高风险投资。

总体看，《通知》的颁布与实施，将会进一步促进企业债发行市场快速发展，但解决企业债担保问题是目前企业债市场面临的严峻考验。

五、上市公司债券发行情况

2007年8月14日，中国证监会发

布《公司债券发行试点办法》，标志着我国公司债券发行工作正式启动。截至2007年底，有3只公司债券发行：

中国长江电力股份有限公司，第一期发行额40亿元，发行时间2007年9月24日，债券期限为10年，固定票面利率为5.35%，由建设银行提供担保，主体信用等级和债券信用等级均为AAA，保荐人为华泰证券有限责任公司。

海洋石油工程股份有限公司，发行总额12亿元，发行时间2007年11月9日，债券期限为10年，固定票面利率为5.77%，由中国银行提供担保，主体信用等级和债券信用等级均为AAA，保荐人中国国际金融有限公司。

华能国际电力股份有限公司，发行时间2007年12月25日，发行规模为60亿元，其中：5年期10亿元，固定票面利率5.67%；7年期17亿元，

固定票面利率；10年期33亿元，固定票面利率5.90%，中国银行和建设银行分别提供25亿元和35亿元本息担保，主体信用等级和债券信用等级均为AAA，保荐人为中信证券股份有限公司。

上述三只公司债券均由银行提供担保，且主体信用等级和债券信用等级均为AAA，这与近几年发行的企业债券并没有什么区别，只是主管部门不同而已。

2008年第一季度短期融资券市场利差分析报告

联合资信评估有限公司

一、宏观环境与债券市场运行情况

一季度中国债券市场所处的宏观环境较为复杂，一方面外汇占款不断增加引起货币供应量继续攀升，股市低迷导致资金分流至债券市场，以及居民存款回流银行，多重因素影响使得债券市场资金供给更加充裕；另一方面，中国政府决定实行“从紧的货币政策”，强调对信贷的控制，一季度内两次上调存款准备金率，同时加大对直接融资和债券市场的支持力度。在两方面因素共同作用下，债券市场较为活跃。截至一季度末，中国债券市场存量情况如下：国债余额46644亿元、央票39670亿元、金融债37504亿元、企业债4699亿元、短券3698亿元。

总体来看，一季度宏观货币供应量的增长和中国资本市场的结构化差异增加了债券市场的资金供给，尽管仍然受到紧缩性的货币政策和加息预期的影响，短券市场规模仍持续增长，是继国债、央票和金融债之后的第四大债券产品，并正在发展成为非金融机构企业直接融资的重要渠道。

二、短券发行市场情况

短券发行规模显著增加，主体信用等级仍然呈现“中间多两头少”态势

从2005年5月至一季度末，共有345家累计发行短券668期，实际发行规模8802.5亿元。截至一季度末，短券市场存量3698亿元。一季度内共有76家企业发行短券84期，发行主体数量和发行期数较上年同期分别增长35.71%和42.37%，发行期数快于发行主体增长幅度是由于受一季度短券市场趋暖、银行信贷紧缩以及加息预期等多重因素的影响，个别发行主体缩短一、二期短券发行间隔时间所致；一季度实际发行规模合计1109.90亿元，较上年同期增长83.48%；一季度平均每笔筹资13.21亿元，较上年同期增长28.88%。

可见，一季度短券发行主体数量显著增加，发行规模明显扩大，发行短券的吸引力增大，主体信用等级依旧保持了“中间多、两头少”的态势，其中AA和AA-支数共占到了全部新发短券的62.35%左右。

短券发行利率先升后降，成本优

势依然明显

央行分别于2008年1月25日和3月25日两次上调存款准备金率至15.50%，一季度Shibor利率持续攀升，一年期Shibor利率由期初的4.58%小幅升至一季度末的4.70%左右；而存款准备金率的调整对一季度短券市场发行利率冲击并不明显；一季度内金融机构贷款基准利率也未发生变动，一年期贷款利率仍然维持在7.47%的水平。

2008年一季度各月平均发行利率呈下降趋势，其中1月、2月和3月分别为6.24%，6.14%和6.03%。从2月份开始，不同主体信用级别短券平均发行利率均较期初有所下降，其中AAA的平均发行利率由2月上旬的4.99%下降到3月下旬的4.86%，AA的平均发行利率由5.90%下降到5.70%，A的平均发行利率由7.61%下降到7.46%。一季度短券发行利率整体波动区间在4.86%~7.61%范围内，除1月17日南京纺织品进出口股份有限公司发行的“08宁南纺CP01”发行利率（7.61%）略高外，其余所发短券利率均低于一年期贷款利率，短券成本优势依然明显，

市场环境也较2007年底有所好转。

短券发行主体性质仍以国企为主，民营、集体企业占比较小

一季度内短券发行主体共计76家。其中国有独资企业36家（含9家中央企业），占47.37%；国有控股企业（不含上市公司）14家，占18.42%；上市公司21家，占27.63%；民营企业及外资企业合计5家，占6.58%。可见，国有独资及控股企业数占发行主体总数的65.79%，仍然是目前短券的主要发行群体。

华东地区、北京等地发债主体踊跃，东北等地发债主体较少

从发行主体区域分布来看，华东地区仍是发行主体最为密集的地区，除上海市（共有6家）外，共有22家企业发行短券；北京市居于次席，共有16家发行，其中有9家为中央企业；其余地区发行主体相对分散，其中东北地区发行主体最少，为1家。短券市场发行主体仍以经济发达的华东地区、北京市等地的企业为主。

工行、光大、建行等行承销份额领先，恒丰银行等行承销份额仍不乐观。

一季度参与短券发行的主承销商共计16家。按承销规模统计，工商银行承销规模最大，总承销额度达282.90亿元；民生银行、光大银行、建设银行分列2~4位，承销规模分别为169.50亿元、107.50亿元和106亿元；其余银行承销额度不足100亿元，其中恒丰银行承销额度最小，为3.3亿元。一季度国家电网公司发行额度为300亿元的“08电网CP01”短券，由工商银行和民生银行联合主承，显著提升了这两家承销商的承销规模（由两家承销商联合承销的，承销额度和期数均按50%计算）。按照承销期数统计，光大银行和建设银行分别为10期，并列首位；工商银行和兴业银行各为9.5期；其余各家银行表现一般，其中中国进出口银行和恒丰银行承销期数均为1期，承销期数相对较小。

总体来看，工商银行、光大银行、建设银行仍位居短券市场承销的

表1 短券利率与1年期Shibor利率相关性检验结果

模型变量	方法	复相关系数R 主体级别=AA	拟合优度系数 R Square	经调整后的拟合优度系数 Adjusted R Square	显著性检验 Sig.
发行利率 发行日shibor利率	enter	.797a	.636	.615	.000
交易利率 交易日shibor利率		.882 a	.777	.765	.000

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表2 一季度各级别发行主体对应的利差I、利差II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	方差	均值 (BP)	级差	方差
AAA	4.86~4.99	4.94	27	-	0.06	8	-	0.09
AAA-	5.45	5.45	82	55	-	70	62	-
AA+	5.38~6.10	5.65	93	11	0.26	67	-3	0.28
AA	5.65~6.20	5.88	119	26	0.15	96	29	0.27
AA-	5.80~6.60	6.22	153	34	0.19	127	31	0.29
A+	6.97~7.40	7.14	243	90	0.19	212	85	0.57
A	7.45~7.61	7.51	283	40	0.13	274	62	0.20
A-	-	-	-	-	-	-	-	-

第一梯队，优势较为明显。

分析中，主要是针对主体信用等级与利差之间的关系进行分析和检验。

三、短券利差分析

联合资信选取了一季度信用等级为AA的企业，对一季度短券的发行利率、交易利率与Shibor的相关性进行检验。从检验结果来看，两者与Shibor利率显著相关（见表1），说明以Shibor利率为基准的短券发行市场化定价机制已经逐步形成。

1、主体信用与利差分析

目前短券的信用评级包括主体信用等级的评定和债项等级的评定。由于《信用评级管理指导意见》中将短券的最高等级定为“A-1”，且市场中只有A-1级别的短券发行，这在一定程度上导致发行企业的短券全部集中在最高等级上，从而使债项评级失去了应有的风险揭示和定价作用，而发行主体信用等级成为短券发行和交易定价的重要参考依据。因此在利差

（1）主体信用等级与利差

短券利差与主体级别的相关性较高，低级别企业利差快速增加

表2为各个不同主体信用等级的发行利率以及利差I和利差II的均值、方差等情况。与2007年第四季度相比，利差I、利差II均值均较2007年第四季度有所下降，但利差绝对值仍处于高位。

从表2和图1可以看出，发行人主体级别与短券利差之间的反向关系具有显著性，即随着主体长期信用等级的降低，除AA+之外，其余各个信用等级的平均发行利率、利差I和利差II的均值、级差均呈明显的稳定增长趋势。其中AAA的利差I为27BP，利差II为8BP；A的利差I为283BP，利差II为274BP。但由于各级别主体在发行时间上存在差异，受市场利率环境影响，部分级别利差分布区间存在重叠。

总的来看，短券发行人的主体信用等级对利差产生十分重要的影响，不同主体信用等级的利差具有显著差异，低级别主体信用利差快速增加。

为进一步研究发行主体信用等级对利差I、II的影响程度，以下通过方差分析法进行检验，以确定信用等级对利差影响的显著性和各信用等级间的差异化。

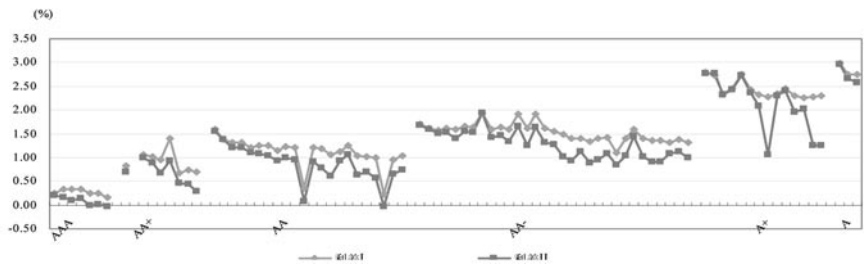
表3为方差分析法对各信用等级所对应的利差数据显著性检验的结果，主要检验包括均值差异和显著性水平两项指标，均值差异项中标注“*”的和显著性水平低于0.05的结果表示通过检验，所对应的因变量间存在显著性差异；否则视为未通过检验，不存在差异。从结果可见，无论是采用利差I、还是利差II作为自变量进行方差分析时，AA+和AA的差异性检验均无法通过，也就是说在一季度，AA+和AA信用等级在利差方面并未表现出明显的差异性。联合资信认为，一季度主体级别为AA+的样本量较少（仅有7个），缺乏代表性，而主体级别为AA的短券发行时间多集中于2月下旬以后，发行利率有所下降，利差空间收窄，可能在一定程度上影响了检验结果；此外，一季度湖南有色金属控股集团有限责任公司获得中诚信AA-和大公AA+的双评级结果，最终发行的“08湘有色CP01”发行利率为6.10%，首日交易利率为5.6375%，其利差空间较其余AA+级别明显放大，也对最终的检验结果产生了一定的影响。

除AA+和AA以外，其他信用等级之间的利差数据均表现出了明显的差异性，发行主体信用等级对利差I、利差II具有显著影响。由此也可以判断，一季度短券市场对于发行主体信用等级的认可程度较高。

(2) 主体信用等级主要影响因素与利差

主体信用等级主要受企业性质、企业规模、行业、财务指标等因素的影响，由于各类财务指标与利差的映射关系分析相对复杂，以下仅从其他三个方面分析这些因素通过主体级别

图1 一季度各级别发行主体短券利差分布情况



数据来源：中国债券网 联合资信整理

表3 方差分析法对信用等级——利差显著性检验的结果

变量 (1)	变量 (J)	信用等级-利差I显著性检验结果		信用等级-利差II显著性检验结果	
		均值差异 (1-J)	显著性 (Sig.)	均值差异 (1-J)	显著性 (Sig.)
A	A+	.3969048*	0.043	.6137905*	0.006
	AA-	1.2993462*	0.000	1.4656237*	0.000
	AA	1.6371933*	0.000	1.7845333*	0.000
	AA+	1.8957619*	0.000	2.0663762*	0.000
	AAA	2.5601048*	0.000	2.6560048*	0.000
A+	A	-.3969048*	0.043	-.6137905*	0.006
	AA-	.9024415*	0.000	.8518332*	0.000
	AA	1.2402886*	0.000	1.1707429*	0.000
	AA+	1.498857*	0.000	1.4525857*	0.000
	AAA	2.1632000*	0.000	2.0422143*	0.000
AA-	A	-1.2993462*	0.000	-1.4656237*	0.000
	A+	-.9024415*	0.000	-.8518332*	0.000
	AA	.3378471*	0.000	.3189097*	0.000
	AA+	.5964157*	0.000	.6007525*	0.000
	AAA	1.2607585*	0.000	1.1903811*	0.000
AA	A	-1.6371933*	0.000	-1.7845333*	0.000
	A+	-1.2402886*	0.000	-1.1707429*	0.000
	AA-	.3378471*	0.000	-.3189097*	0.002
	AA+	0.2585686	0.000	0.2818429	0.061
	AAA	.9229114*	0.000	.8714714*	0.000
AA+	A	-1.8957619*	0.000	-2.0663762*	0.000
	A+	-1.4988571*	0.000	-1.4525857*	0.000
	AA-	-.5964157*	0.000	-.6007525*	0.000
	AA	-0.2585686	0.068	-.2818429	0.061
	AAA	.6643429*	0.000	.5896286*	0.002
AAA	A	-2.5601048*	0.000	-2.6560048*	0.000
	A+	-2.1632000*	0.000	-2.0422143*	0.000
	AA-	-1.2607585*	0.000	-1.1903811*	0.000
	AA	-.9229114*	0.000	-.8714714*	0.000
	AAA	-.6643429*	0.000	-.5896286*	0.002

对信用利差间接产生的影响。

利差在企业性质上呈现显著的结构性差异

发债企业性质不同，其发行利率有较大差别。表4为一季度发行的短券平均发行利率、利差I和利差II的

均值、方差等情况。可以看出，央企短券的平均发行利率最低，利差均值最小，其他非央企的国有独资或控股企业所发短券的利率和利差水平略高，民营企业则普遍偏高。短券市场对于民营企业的信用风险更加敏感，相比较而言，国有企业的融资成本更

具优势。

利差在企业规模上呈现一定的结构性差异

从表5可以看出，主体规模越大，发行短券的利率和利差水平越低。其中规模在500亿元以上与500亿元以下的主体发行的短券利差存在显著差异；而规模在500亿元以下的不同规模之间的企业利差差异相对较小。

利差在行业上结构性差异仅仅表现在个别行业上

从一季度发行主体行业分布情况看（见表6），采掘业、电力、煤气和水供应业行业主体发行利率和利差水平相对较低，建筑业、农林牧渔业等行业主体发行利率和利差较高，其余行业主体发行利率和利差并未体现出明显差异。

2、发行期限与利差分析

一季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77期，占91.67%；发行期限在1年以下的7期，占8.33%。一般来说，长期限品种相对于短期品种有较高的利差。从一季度的情况来看（见表7），短券利差并未随期限结构的缩短呈现下降趋势，主要原因是一季度发行期限在一年以下的短券较少，且由于受到发行时机、发行主体信用等级等多种因素的影响，期限结构对利差的影响效果并不显著。

3、发行规模与利差分析

除发行主体的信用级别和期限结构外，发行规模也会在一定程度上影响短券的利差，表8为一季度内不同发行额度的短券利差分布。发行额度越大，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，一季度二者相关系数达0.98，因此额度对利差的影

表4 一季度发行主体性质对利差影响分析

企业性质	发行期数 (期)	平均发行利率 (%)	利差I		利差II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
央企	9	5.46	78	0.54	53	0.52
国有独资	28	6.17	150	0.56	121	0.57
国有控股	18	6.01	133	0.59	107	0.63
上市公司	23	6.20	152	0.69	130	0.72
民营 (除上市公司外)	6	7.03	238	0.48	231	0.58

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表5 一季度发行主体规模对利差影响分析

主体规模	发行期数 (期)	平均发行利率 (%)	利差I		利差II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
500亿元及以上	11	5.28	59	0.41	37	0.40
100~500亿元	43	6.15	147	0.60	121	0.64
50~100亿元	19	6.29	162	0.57	142	0.63
低于50亿元	11	6.63	197	0.59	75	0.75

表6 发行主体行业对利差影响分析

主体行业	发行期数 (期)	平均发行利率 (%)	利差I		利差II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
采掘业	9	5.90	123	0.56	95	0.59
电力、煤气和水供应业	14	5.71	103	0.9	75	0.9
钢铁	6	6.04	138	0.24	119	0.32
建筑业	4	6.80	211	0.80	189	0.85
交通运输业	9	6.13	144	0.42	108	0.24
农林牧渔业	2	7.19	253	1.37	240	0.53
批发和零售贸易业	5	6.1	155	0.95	146	1.04
文化传播业	2	6.7	205	0.57	199	0.63
信息技术业	2	6.1	143	0.25	117	0.11
制造业	25	6.27	136	0.51	159	0.61
综合	6	5.93	124	0.67	103	0.74

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表7 短券期限结构对利差影响分析

发行期限	发行期数 (期)	平均发行利率 (%)	利差I		利差II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
一年期	77	5.71	149	0.68	125	0.73
一年期以下	7	6.17	103	0.44	78	0.38

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

响，实际上源于主体规模以及信用评级对市场定价的作用，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。

四、二级市场对一级市场发行定价市场化程度检验

从二级市场来看，随着短券市场规模的扩大，发行人数量的增多，以及投资者信用分析水平的提高，短券交易收益率水平的市场化程度较高，并且被认为能够更加真实地反映投资者对各发行人信用水平及其发行的短券流动性的评估。因此，二级市场短券交易价格以及一、二级市场交易利差水平在一定程度上能够检验一级市场短券发行定价的市场化程度。

从整体情况看（见表9），一季度短券发行利率和首日交易利率相关性较高，相关系数达0.952，说明一级市场发行定价市场化程度相对较高。

从不同信用等级的一、二级交易利差看（见图2），不同信用等级发行主体发行短券一、二级交易利差存在较大差别。一季度信用等级最高的AAA发行主体，一、二级交易利差整体保持在较低的水平，均值为19BP，一、二级市场间的套利空间比较稳定，二级市场对发行利率认可程度相对较高。一季度信用等级在AA~AA+的发行主体，交易利差波动幅度相对较大，最高利差超过50BP，但整体利差均值并未体现出明显的差异性。一季度信用等级为A+的信用主体交易利差波动幅度-6BP~105BP，波幅过大，一、二级市场套利空间极不稳定，甚至出现负值。对于信用级别为AAA-和A的发行主体，因其样本量较少，在此不作分析。

上述分析结果表明，一季度短券发行利率和首日交易利率整体相关性较高。AA-及以上信用等级主体所发短券一、二级市场利差空间相对较小，稳定性较强，一级市场发行定价市场化程度较高；A+及以下信用等级主体所发短券交易利差波动过大，

表8 短券发行规模对利差影响分析

发行额度	发行期数 (期)	平均发行利率 (%)	利差I		利差II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
50亿元及以上	2	4.91	20	0.06	-1	0.03
10~50亿元	33	5.83	116	0.60	92	0.58
5~10亿元	27	6.20	153	0.49	131	0.60
低于5亿元	22	6.61	193	0.63	164	0.77

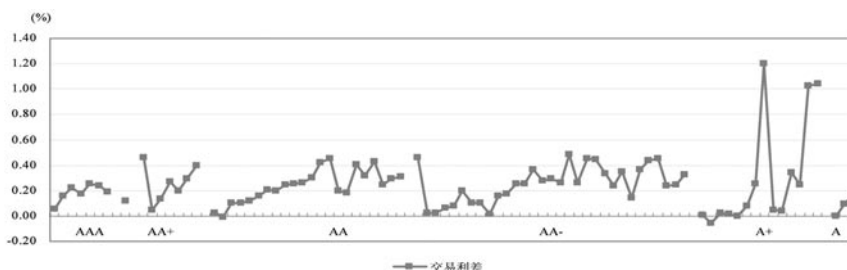
数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表9 一季度短券一、二级市场定价相关性检验结果

模型变量	方法	复相关系数R	拟合优度系数 R Square	经调整后的拟合优度 系数 Adjusted R Square	显著性检验 Sig.
发行利率 首日交易利率	enter	.952a	.905	.904	.000
利差I 利差II		.950	.902	.901	.000

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

图2 一季度各级别主体短券交易利差波动情况



二级市场交易对发行定价的认可程度仍不理想，一级市场发行定价市场化程度有待提高。

五、评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

联合资信、中诚信和大公三家市场占有高，新世纪的市场地位较弱

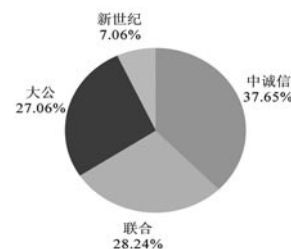
一季度内4家评级机构共出具85期发行主体信用评级报告，其中湖南有色金属控股集团有限公司获得中诚信AA-和大公AA+的双评级结果，均计入统计样本。从市场份额来看（见图3），中诚信、联合资信、大公三家机构在中国短券评级业务市场仍占

主导地位，占总业务量的92.94%，中诚信共出具主体级别32期，居首位；联合资信和大公分别为24和23期，市场份额比较接近。

联合资信和中诚信的受评主体信用等级分布更为合理

从主体信用等级分布情况看

图3 一季度短券评级业务市场份额



(见表10)，中诚信和联合AA级以上(含AA级)分别为14和13期，分别占各自业务总量的43.75%和54.17%，整体受评主体信用等级分布较为合理。

2、信用等级认可度检验

以下利用一季度所发短券的利差I、利差II数据，对中诚信、联合资信、大公三家评级机构出具的信用等级进行均值检验，基本思路为：通过分析一、二级市场利差波动范围，检验同一信用级别的发行主体所发行短券市场利率分布的集中度，以此判断投资者对各信用评级机构所评信用等级的认可程度。对于同一主体信用等级，所对应的利差分布范围越窄(标准差越小)，表明市场对该项主体评级的认可度越趋向一致。

从表11的利差检验结果来看，短券市场对于各评级机构的评级结果认可度存在较大差异，在AA-主体信用级别上，投资者对联合资信出具的信用等级认可度高，利差I和利差II标准差为三家机构的最小值；在AA级别上，投资者对大公的认可度较高；在AAA和AA+级别上，中诚信所出具的级别更受市场认可；对于A+级别，发行市场对中诚信认可程度较高，而二级交易市场则更认同联合资信出具的级别。

六、总结

2008年第一季度，受货币供应量持续增长、股市资金回流等因素的影响，债券市场资金供给量更加充裕；短券由于期限结构短、流动性强、投资回报率相对较高，以及新一轮债券型基金的批量发行，使得短券市场需求强劲。

受货币政策调控以及短券发行成本比较优势的影响，短券成为企业直接融资、缓解流动性的重要手段。2008年一季度短券发行规模较往年显著增加，月均发行利率先升后降，除“08宁南纺CP01”发行利率

表10 一季度各评级机构出具主体级别情况(期)

机构	中诚信	联合资信	大公	新世纪	合计
AAA	5	2			7
AAA-				1	1
AA+	3	2	1	1	7
AA	6	9	6	2	23
AA-	15	8	7	1	31
A+	3	3	6	1	13
A			3		3
A-					0
合计	32	24	23	6	85

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表11 各评级机构所评主体级别利差检验结果

主体级别	评级机构	样本数	利差I检验			利差II检验		
			均值	标准差	样本比例	均值	标准差	样本比例
A	大公	3	2.8303	0.1277255	3.90%	2.7399	0.204223	3.90%
	Total	3	2.8303	0.1277255	3.90%	2.7399	0.204223	3.90%
A+	联合	3	2.5274	0.2303568	3.90%	2.4872	0.2517307	3.90%
	中诚信	3	2.3021	0.027238	3.90%	1.7618	0.4438573	9.10%
	大公	7	2.4607	0.2034503	9.10%	2.1023	0.6904651	16.90%
	Total	13	2.4395	0.19126	16.90%	2.1125	0.5896458	10.40%
AA-	联合	8	1.5082	0.1290824	10.40%	1.3053	0.2581181	19.50%
	中诚信	15	1.5283	0.2259357	19.50%	1.2718	0.3205127	9.10%
	大公	7	1.5854	0.1878223	9.10%	1.2954	0.2868121	9.10%
	Total	30	1.5363	0.1918252	39.00%	1.2862	0.2879636	39.00%
AA	联合	7	1.1576	0.1462658	9.10%	0.887	0.2989748	9.10%
	中诚信	5	1.2371	0.208729	6.50%	1.0269	0.3438037	6.50%
	大公	6	1.2339	0.0995429	7.80%	1.0245	0.182347	7.80%
	Total	18	1.2051	0.1491222	23.40%	0.9717	0.2719749	23.40%
AA+	联合	2	0.8586	0.2300925	2.60%	0.5923	0.4142939	2.60%
	中诚信	3	0.7877	0.1451562	3.90%	0.5293	0.1248798	3.90%
	大公	1	1.4047		1.30%	0.9409		1.30%
	Total	6	0.9141	0.2792267	7.80%	0.6189	0.257671	7.80%
AAA	联合	2	0.1997	0.0634275	2.60%	-0.0146	0.0249609	2.60%
	中诚信	5	0.2984	0.0402343	6.50%	0.1233	0.0794846	6.50%
	Total	7	0.2702	0.0637789	9.10%	0.0839	0.0940779	9.10%
总体	联合	22	1.3576	0.6231315	28.60%	1.1486	0.7130852	28.60%
	中诚信	31	1.2862	0.593034	40.30%	1.0226	0.5687935	40.30%
	大公	24	1.9009	0.6234567	31.20%	1.6288	0.7318553	31.20%
	Total	77	1.4982	0.662583	100%	1.2475	0.7068788	100%

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

(7.61%)略高外，其余利率均低于一年期贷款利率。

2008年一季度短券的发行主体仍以国有企业为主，信用级别仍呈现“中间多，两头少”的分布态势。通过回归分析和显著性检验，除受双评级以及发行时间等多重因素影响使得AA+和AA尚未通过检验外，其他信

用等级的短券与利差之间的反向关系具有统计显著性，即不同信用等级主体所发行的短券利差存在明显差异，级差随着主体信用等级的下降呈现加速增长态势。主体信用等级已经成为短券利差的重要影响因素。2008年一季度短券的期限结构和发债额度并未对利差产生显著影响。

2008年一季度，高级别信用主体一、二级市场利差空间较小，稳定性较强，一级市场发行定价市场化程度很高；低级别信用主体所发短券交易利差波动过大，二级市场交易对发行定价的认可程度仍不理想，一级市场

发行定价市场化程度有待提高。

2008年一季度，联合资信、中诚信与大公占据了短券90%以上的评级市场，其中联合资信、中诚信整体受评主体信用等级分布更为合理。此外不同评级机构所评短券均值和标准差

有所差异，2008年一季度所发短券中，AA-的样本量最多，联合资信评级的均值和标准差均最小，投资者认可度高。

非银行担保对债券信用等级提升问题探讨

联合资信评估有限公司 李振宇 刘静

一、问题的提出

日前，银监会向商业银行发布了《关于有效防范企业债担保风险的意见》，对银行业金融机构为企业发行债券提供担保及其他融资类担保行为进行了规范，要求各银行停止对以项目债为主的企业债进行担保，对其他用途的企业债券、公司债券、信托计划、保险公司收益计划、券商专项资产管理计划等融资性项目原则上也不再出具银行担保。

之前，企业债发行时一般会寻求国有银行的担保，由于国有银行的信用级别一般较高，因此银行担保一般会显著提高债券的信用等级，评级机构一般主要依据担保银行的信用等级来确定债券的等级，等级的确定相对比较容易，投资者也比较认同评级机构的评级观点。

《意见》叫停了银行对企业债的担保，企业债券的信用提升方式正在发生变化，如部分企业债券直接以企业信用作为信用支撑、有的以企业资产为抵押而提升债券信用、有的以其他的非银行机构提供担保来提升债券等级。目前来看，后者正成为重要的企业债券信用提升方式。在这种情况下，如何评价担保对债券的信用提升程度就成为评级机构、承销商、发行人及投资者关注的重要问题。

一般来说，对于非银行机构提供担保的债券，如果发行人不能如期支付本息，担保人应承担担保责任（连带责任担保下），如果担保人也不能如期支付本息，债券就会发生违约。也就是说，只有出现发行人和担保人同时违约时（连带责任担保下），债券才会发生违约，也就是债券违约问题等价于发行人（A）和担保人（B）同时违约的问题，即需要考虑A、B违约的联合分布。

二、有关理论

假设发行人为A，担保人为B，在B提供连带责任担保的条件下，债券发生违约等价于A、B同时违约。

假定A信用等级为 R_1 ，相应的违约率为 p_1 ；B信用等级为 R_2 ，相应的违约率为 p_2 ，A、B之间的违约相关系数为 ρ ，下面计算债券的违约率。

假设随机变量 $X = \begin{cases} =1 & \text{发行人A违约} \\ =0 & \text{发行人A不违约} \end{cases}$

即发行人A发生违约等价于 $X = 1$ 。

因为 $P(X = 1) = p_1$ $P(X = 0) = 1 - p_1$

所以 $Ex = \sum x \cdot P(X = x) = 1 \times p_1 + 0 \times (1 - p_1) = p_1$

$Var(x) = E(x - Ex)^2 = p_1(1 - p_1)$

因为A、B之间具有一定的相关性，所以要计算A、B同时发生违约的概率，必需考虑相关系数 ρ 。

相关系数的定义为 $\rho = \frac{\text{cov}(X, Y)}{\sqrt{Var(X)Var(Y)}}$

其中 $\text{cov}(X, Y)$ 表示X、Y之间的协方差，其计算公式为：

$\text{cov}(X, Y) = E(X - EX)(Y - EY) = EXY - EX \cdot EY$

因为 $XY = \begin{cases} =1 & \text{当} X=1, Y=1 \text{时} \\ =0 & \text{当} X=0 \text{或} Y=0 \text{时} \end{cases}$

所以 $EXY = 1 \times P(X=1, Y=1) = P(X=1, Y=1)$

$P(X=1, Y=1)$ 表示 A 和 B 同时发生违约的概率，也就是债券违约的概率。

由前面的推导得到：

$$\begin{aligned} P(X=1, Y=1) &= EXY \\ &= EX \square EY + \text{cov}(X, Y) \\ &= EX \square EY + \rho \sqrt{\text{Var}(X) \text{Var}(Y)} \\ &= p_1 p_2 + \rho \sqrt{p_1 p_2 (1-p_1)(1-p_2)} \end{aligned}$$

三、担保对债券信用提升程度分析

根据上述理论分析，可以看出，债券的违约率和发行人或担保人的违约率成正比， P_1 或 P_2 越大，债券违约率越大；和相关系数 ρ 成正比， ρ 越大，债券违约率越大。

根据发行人、担保人信用等级之间的关系，债券的违约率可分以下三种情况考虑：

1、发行人和担保人信用级别

在这种情况下， $p_1 = p_2$ ，那么 $P(X=1, Y=1) = (1-\rho)p_1^2 + \rho p_1$

当发行人和担保人的违约不相关时， $\rho = 0$ ，

$P(X=1, Y=1) = p_1^2 < p_1$ ，担保人的信用提升作用明显。

当发行人和担保人的违约完全正相关时， $\rho = 1$ ，

$P(X=1, Y=1) = p_1$ ，担保不能起到信用提升作用。

当相关系数介于 0 到 1 之间时，债券的违约率介于 p_1^2 至 p_1 之间，

担保对债券有一定的信用提升作用，主要视相关系数而定。

2、担保人的信用等级高于发行人的信用等级

在这种情况下， $p_1 > p_2$ ，

$$P(X=1, Y=1) = p_1 p_2 + \rho \sqrt{p_1 p_2 (1-p_1)(1-p_2)}$$

当发行人和担保人的违约不相关时， $\rho = 0$ ，

$P(X=1, Y=1) = p_1 p_2 < p_1$ ，担保人的信用提升作用明显。

当发行人和担保人的违约完全正相关时， $\rho = 1$ ，

$$P(X=1, Y=1) = p_1 p_2 + \sqrt{p_1 p_2 (1-p_1)(1-p_2)}$$

记 $M = p_1 p_2 + \sqrt{p_1 p_2 (1-p_1)(1-p_2)}$ ，可知 $p_2 < M < p_1$ ，担保人具有

一定的信用提升作用。

当相关系数介于 0 到 1 之间时，债券的违约率介于 $p_1 p_2$ 至 p_1 之间，

担保对债券有一定的信用提升作用，提升程度的大小视相关系数

和具体的信用等级而定。

3、担保人的信用等级低于发行人的信用等级

在这种情况下, $p_1 < p_2$,

$$P(X=1, Y=1) = p_1 p_2 + \rho \sqrt{p_1 p_2 (1-p_1)(1-p_2)}$$

当发行人和担保人的违约不相关时, $\rho = 0$,

$P(X=1, Y=1) = p_1 p_2 < p_1$, 担保人的信用提升作用明显。

当发行人和担保人的违约完全正相关时, $\rho = 1$,

$$P(X=1, Y=1) = p_1 p_2 + \sqrt{p_1 p_2 (1-p_1)(1-p_2)}$$

记 $M = p_1 p_2 + \sqrt{p_1 p_2 (1-p_1)(1-p_2)}$, 可知 $p_1 < M < p_2$,

担保人没有信用提升作用。

当相关系数介于 0 到 1 之间时, 债券的违约率介于 $p_1 p_2$ 至 p_2

之间, 担保对债券信用提升的大小视相关系数和具体的信用

等级而定。

的信用等级不同, 债券的信用等级可以取二者中较高的一个, 而且要重视分析担保人因为担保(可预见时期内)而产生的新的偿债压力是否会对其自身的信用等级产生影响; 如果发行人和担保人的信用等级相同, 担保提供的信用提升作用需要慎重对待, 必须重视分析担保人因为担保而产生的新的偿债压力是否会对其自身的信用等级产生影响, 未必足以使债券提升至上一个信用等级。

四、结论

从上面的分析中可以看出, 由第三方提供担保的债券, 担保人的信用等级能否对债券的信用等级提供有利的提升作用, 要考虑相关性和具体的信用等级。

发行人和担保人之间违约的相关性与其所处行业、地区、国家等因素有关。目前, 全球经济一体化趋势、国内市场化趋势日益明显, 世界各国(地区)经济的相互依赖性越来越强, 违约的相关性有提高的趋势, 而且违约相关性大小的分析难度也很大。

理论上不同的信用等级对应不同的违约率, 但是违约率是一个后验数据, 目前国内缺少关于违约率的统计数据, 国外数据能否适用有待于实践检验。

需要注意的是, 上述理论分析中隐含了一个假定, 即第三方承诺担保后对其自身信用等级没有影响。这个假定实际上可能不成立。如果企业开展的对外担保业务达到一定程度, 必然会对其自身信用等级产生影响。当然, 上述分析也没有考虑担保对违

约后回收率的影响(一般来讲, 有担保比没有担保可能在回收率上有帮助)。

我国的近几年市场实践表明, 在第三方提供的担保中, 由于约束机制不健全, 往往会出现长时间的拖欠问题, 即在发债人不能履行其偿还义务时, 提供担保的第三方往往需要法律诉讼才会履行其担保义务, 这就在实践上降低了担保的信用提升作用。

根据我国以往的经验, 债券甚至贷款很容易出现“担保圈”问题, 即部分企业间进行“互保”或者更隐蔽的“连环保”。在这种情况下, 如果评级机构做出“企业间担保可以大幅提升信用等级”的结论, 无疑会出现如下悖论: 仅仅由于企业间的互保或连环保, 在各个企业信用无变化的情况下, 每个企业的债券或贷款的信用等级明显提升。进一步推论, 由于担保因素, 全国企业发行的债券或贷款的信用风险更紧密地联系了起来, 信用风险被集聚, 而表现出来的却是信用风险大幅下降。

考虑到以上诸多因素, 评级机构的一般看法是, 如果发行人和担保人

银行担保谢幕 评级业面临考验

——专访联合资信常务副总裁邵立强

商业银行取消对企业债券担保将带来哪些连锁反应，对评级公司将带来哪些挑战？如何评价国际评级机构在次贷危机中的表现？围绕这些问题，近期本报记者对联合资信评估有限公司（简称联合资信）常务副总裁邵立强进行了一次专访。

取消银行担保“搅局”

2007年10月银监会的一纸意见，改变了企业债发行全找银行担保的做法。国家发改委今年1月发布的通知也明确，要完善企业债券市场化约束机制，规定企业可发行无担保信用债券、资产抵押债券和第三方担保债券。

从有担保到无担保的一小步，不仅动摇了投资者原先的投资理念，也对保险资金投资范围的限制提出了质疑，而且对评级公司提出了更高的要求。

“投资限制不应一刀切，对担保的强制要求实际上并不合理。有担保和无担保的AA级以上债券，对应的风险是一致的。既然限定了级别，再限制有无担保意义并不大。”邵立强说。

2005年8月出台的《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》规定，保险机构投资的企业（公司）债券，应具有国内信用评级机构评定的AA级或者相当于AA级以上的长期信用等级。至于无担保的企业（公司）债券，由中国保监会另行规定，但目前并无具体规定。邵立强同时认为，对AA级以下的债券，投资限制也应适度放开。

评级公司面临长期考验

银行担保从企业债券市场谢幕，

意味着评级公司的评级结果将得到重视，成为债券定价和投资决策的参考标准之一。

“担保取消之后，如无其他保障措施，债券信用主要取决于发债主体信用，主体信用把握得准与不准，对于评级公司是一个考验。”

邵立强表示，这种考验不是眼前的，是对评级公司研究水平、评级经验与能力，甚至评级思想与理念的长期考验。如果评级公司提供的级别跟违约率不相对应，那么其产生的负面影响将影响到评级机构的未来发展。

当前，一些企业对评级机构存在认知误区，认为评级机构拥有很大的权力，“给出”的评级结果能够左右债券定价。邵立强表示，这种观点是错误的，评级机构左右不了市场，也不能随意给出级别，只能客观地揭示企业的信用风险。“揭示得准确，投资者才可能依照级别去定价；如果级别偏离了客观情况，市场不会予以认同。长此以往，投资者会对评级失去信任，甚至会质疑信用评级存在的合理性。”

针对一些业内人士呼吁的双评级制度，邵立强也表示支持与赞同，“如果实行双评级制度，评级机构之间一定程度上会存在相互制约作用，可以提高评级的客观性和可靠性。不同机构的评级结果可以有差异，但是客观情况下，这种差异会在合理的范围内。”双评级也应在定价上优于单一评级。

次贷危机问责评级机构

已有15年评级从业经验的邵立强认为，评级行业的发展取决于资本市场的发展，资本市场的市场化程度越高、规模越大，对评级的需求和依赖就会越强。经过多年的发展，投资者

已逐渐认识到评级的作用，评级在债券发行的定价上已经发挥了作用。

邵立强针对当前评级机构业务资质的管理现状，建议由一个部门对评级机构统一进行资质管理，其他部门可以对该部门认定的资质加以使用。目前，中国人民银行从银行间市场角度、发改委从企业债角度、证监会从公司债角度、保监会从投资角度，对国内评级公司业务资质进行多头认定管理。但不同资质所指向的评级主体，在很大程度上是同一类主体。

目前，联合资信取得了央行、发改委、保监会等监管部门的资格认定，在债券评级领域拥有领先地位。据邵立强透露，联合资信已同国际著名的评级公司惠誉开展股权合作和业务交流，通过交流快速提升评级技术水平。

对于国际评级机构在次贷危机中的表现，邵立强发表评论说，在次贷危机中，评级机构负有一定责任，相信出现这种局面不是主观所为，主要应是评级机构对这类产品缺乏评级经验，对风险的把握缺少历史依据，对未来宏观形势走势的判断偏于乐观。

来源：国际金融报

政策资讯



央行加强债券信用评级作业管理

央行日前下发《关于加强银行间债券市场信用评级作业管理的通知》，要求有债券评级资格的国内评级公司做好现场访谈作业管理。

《通知》要求，信用评级机构要认真做好现场访谈工作，深入、详尽地了解发行人的相关情况，按月填写《信用评级机构现场访谈作业情况表》，于月后5个工作日内报送人民银行征信管理局。业内人士指出，《通知》主要为规范银行间债券市场信用评级机构的评级作业行为，加强对信用评级机构评级作业的管理，对债券发行人高层管理人员及有关人员进行现场访谈，是信用评级机构对发行人实地调查中的重要步骤，也是信用评级分析的重要基础之一。

《通知》规定，信用评级机构初次对某企业开展信用评级时，从初评工作开始日到信用评级报告初稿完成日，单个企业主体的信用评级或债券评级一般不少于15天，集团企业主体的信用评级或债券评级一般不少于45天。信用评级机构连续对某企业进行信用评级时，从初评工作开始日到信用评级报告初稿完成日，单个企业主体的信用评级或债券评级一般不少于10天，集团企业主体的信用评级或债券评级一般不少于20天。

来源：上海证券报

银监会要求进一步加强信贷资产证券化业务管理

银监会近日发布了《关于进一步加强信贷资产证券化业务管理工作的通知》。通知指出，为保障信贷资产证券化业务的稳健发展，切实加强风险监管，证券化资产以好的和比较好的资产为主；如试点不良资产证券化，各行要切实做好违约风险和信用(经营)风险的分散和信息披露工作。对于因证券发起、信用增级、投资以及贷款服务等形成的证券化风险暴露都要计提资本，确保资本充足和审慎经营。

该通知是面向国家开发银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行以及各股份制商业银行发出的。自2005年信贷资产证券化试点工作启动以来，部分银行相继开办了该项业务，业务规模日益扩大。

强调资产质量，循序渐进推进证券化业务。通知指出，各行要根据自身业务水平及管理能力等情况循序渐进发展证券化业务。

确保“真实出售”，控制信贷风险。一是发起行要切实落实证券化资产的“出表”要求，做到真实出售，降低银行信贷风险；二是发起行要准确区分和评估交易转移的风险和仍然保留的风险，对保留的风险必须进行有效的监测和控制。

强调“经济实质”，严格资本计提。通知强调，参与证券化业务的相关银行要严格遵循资本监管的有关要求，对于风险的衡量应依据交易的“经济实质”，而不仅仅是“法律形式”，准确判断资产证券化是否实现了风险的有效转移。

加强风险管理和内部控制，防范操作风险。一是在发起资产支持证券时，发起行应建立针对性较强的证券化业务内部风险管理制度，具体内容应涵盖业务流程与管理、基础资产选调流程、证券化业务会计处理方法等。要确保将信贷资产证券化业务风险管理纳入总体风险管理体系，持续有效地识别、计量、监测和控制各类相关风险。二是在履行贷款服务功能时，贷款服务银行要明确信息提供、资金划付等工作的业务操作流程和内部规章制度，建立严格的内部监督审核机制，动态监控系统运行情况，提高系统功能完备性及稳定性，优化信息系统支持，明确每一个环节的时间截点，确保严格履行相关合同中的义务。

科学合理制定贷款服务考核机制，防范道德风险。尤其是对于证券化后出现借款人违约的贷款，要切实加大催收力度，提高催收要求和处置效率，实施动态监控，降低操作风险和声誉风险。

规范债权转移相关工作，防范法律风险。发起行应聘请具有良好专业能力和丰富经验的律师事务所、承销商、会计顾问、评级机构等专业机构，确保业务各个环节、步骤的规范运作。

通知最后强调，参与证券化业务的相关银行要按照有关监管规定做好基础资产池信息披露工作，切实保护投资者利益。在向次级证券投资者披露基础资产信息时，应督促投资者按照相关约定做好重要客户信息的保密工作。参与证券化业务的相关银行要提高公众对信贷资产支持产品价值的认识，充分揭示风险。同时，做好投资者培养工作，尤其是对中小投资者的培养工作。

来源：证券日报

标准普尔指出中资银行应关注国内信用风险

标准普尔评级服务公司昨日(3月21日)发布的研究报告指出，相对于次贷危机的影响，中资银行所面临的更多的是国内的信用风险。随着宏观调控措施力度加大，中资银行在维持资产质量上面临较大压力，国内银行业不良贷款率有上行风险。

标准普尔金融机构评级副董事廖强表示，信贷紧缩将会致使一些企业的经营环境发生变化，从而影响银行贷款的质量。他举例说，在内外经济波动的影响下，出口部门、房地产等企业都将面临着经营及还款成本加大的压力，如果企业的定价能力没有提高，则会对银行业的经营带来较大的风险。

廖强认为，今年中国银行业的信贷质量仍处于可控水平，银行机构应提高应对市场风险的能力，在贷款发放上要注重结构调整并提高自身的风险定价能力。

报告称，中资银行的市场风险偏好总体比较保守，风险管理能力与市场状况是匹配的。尽管美国次级抵押贷款市场危机将众多国际银行卷入其中，但由于大多数中资银行在该市场的涉足规模较小，因此对他们的整体

影响有限。报告指出，中资银行的企业贷款业务面临更多挑战。2008年该业务不良贷款比率可能会显著增加，因为信贷紧缩政策可能对边际借款人的偿还能力产生不良影响，导致关注类贷款恶化为不良贷款，而且贷款增速放缓也使得稀释作用降低。

来源：中国证券报·中证网

■ 抵押债券五大问题需解决

去年6月14日，国内首只抵押债券——07湘泰格债成功发行。今年年初，国家发改委进一步明确企业债券的发行可采用信用担保、抵押担保或第三方担保等形式。而去年10月12日，银监会下发了银行担保“禁令”，企业债券必须向无担保、抵押担保等其他担保方式发展。而抵押担保将会成为未来企业债券主要的担保方式之一。

抵押债券的相关问题

1、抵押物范围。根据《担保法》的规定，以下财物可以抵押：抵押人所有的和依法有权处分的房屋及其他地上定着物，机器、交通运输工具及其他财产；抵押人依法有权处分的国有土地使用权；抵押人依法承包并经发包方同意抵押的荒地土地使用权。抵押物除必须符合《担保法》规定的条件外，一般还应符合以下条件：坚固耐用，不易毁损；通用性强，容易变现；价值稳定，不易贬值，受市场波动的影响小。

2、抵押率标准。确定抵押率的依据主要有：（1）抵押物的适用性、变现能力。选择的抵押物适用性要强，由适用性判断其变现能力。对变现能力较差的，抵押率应适当降低。（2）抵押物价值的变动趋势。一般可从下列方面进行分析：实体性贬值、功能性贬值、经济性贬值或增值。

3、审查抵押资产的有效性。对于产权关系模糊，所有权、使用权不明或有争议的资产，债券代理人一定要禁止发行人进行抵押，因为这

部分资产违反法律规定，会造成无效抵押，失去了担保效力，使抵押担保债券形成风险。

4、抵押资产保险的要求。在债券存续期间，发行人应为抵押资产购买必要的保险，保险单上的保险赔偿第一受益人为债券持有人；办理抵押担保前，抵押人已办理抵押物保险的，应要求保险公司出具变更债券持有人为第一受益人的批单；保险期应能够覆盖债券存续期，如有多份保单，则最早到期保单的保险期限应能够覆盖债券存续期；投保总值不少于抵押物估价总值；抵押有效期内，发行人不得以任何理由中断保险或退保。

5、抵押资产的评估。在评估方法上，要根据实际情况合理采用市场比较法、收益还原法、成本法、清算价格法和基准地价系数修正法等，采用保守性原则，使抵押的风险最小化。

6、抵押登记。抵押物须依法到相关部门进行登记，登记后抵押合同才能生效。

7、抵押资产的监管。因为发行人在抵押期间不转移对抵押品的占有，发行人设定抵押后仍占有抵押品，所以抵押资产监管人监管抵押品存在很多困难。对于债券抵押资产，债券代理人每年对其评估一次，并把评估结果进行披露，对抵押品价值灭失或减少的，要求发行人追加抵押财产，形成动态的监管制度。

8、抵押资产变现。新《破产法》的颁布为抵押担保企业债券的发行扫除了一道法律障碍，有利于抵押担保企业债券的发展。由于抵押物大多是个性化而非标准化的财产，这就需要有一个发达的二级流通市场。

9、相关机构。与银行担保的企业债券相比，抵押债券的中介机构无需担保人，但需要以下三个中介机构配合：资产评估机构、债券代理人、抵押资产监管人。

五方面完善抵押债券发行

1、抵押资产的选择。对于抵押

资产，一定要选择价值稳定、易变现、折旧低的资产。不动产，如房地产等，能够保值升值，并具有成熟的二级市场，是抵押资产的首选；机器设备等动产也可以作为抵押资产，但动产本身存在一定的损耗和折旧，用作抵押资产抵押率不高，债券增级的效果不如房地产；股票、债券、银行定期存单等证券作为抵押资产，比较容易变现，但其价值不太稳定，有效监管此类抵押资产对发行期限较长的企业债券来说是一个不小的挑战。

2、抵押率的选择。抵押率越低，对债券的增信效果越好，对债券持有人的利益保护也越高，但对于大部分企业来说，用于抵押的闲置资产有限，可供抵押的资产可能不能完全覆盖债券的本息和。因此，借鉴商业银行抵押贷款的经验确定合适的抵押率是需重点考虑的问题。

3、法律的完善。抵押债券在中国才刚刚起步，涉及债券代理人、抵押资产监管人以及多处抵押资产、抵押登记部门、保险，要准备多个法律文件，办理多项资产抵押登记手续。但是国内没有成熟的经验，主要是借鉴商业抵押贷款来操作，但企业债券有期限长的特点，这需要监管机构适时出台相应的抵押债券业务操作指引，对发行抵押债券在法律上给以支持和保障。

4、评级机构的市场公信力和影响力。国内评级机构的市场地位和影响力远远没有达到发达国家级机构的位置，这使得债券评级在取代银行担保方面的公信力仍然不足。近几年，联合资信、中诚信等评级公司迅速发展，已在市场上树立了一定的公信，这为抵押债券的发展打下了良好的基础。

5、加强投资者风险识别能力。目前，国内投资者对抵押债券的认识不足，对其风险不能较准确判断，故对抵押债券的收益率需求较高。保险公司投资规范，对风险的识别能力高于其他机构，对企业债券需求也大，但受制于政策，不能投资于抵押债券，这也对抵押债券的销售构成较大障碍，因此抵押债券的快速发展要求

保监会放行保险公司投资抵押债券。
来源：中国证券报

高收益率支撑信用产品

2月份CPI将继续创新高，通胀压力进一步加大，这一点目前已经成为市场共识。我们认为三月份央行仍将以数量型调控为主，通过公开市场操作、上调存款准备金率等措施回收流动性。此外，从减轻负利率程度及稳定通胀预期的角度来看，三月份加息一次的概率较大。三月份债券市场将总体偏弱，等待政策信号的进一步明确。而信用产品由于其绝对收益率高企，将继续受到资金追捧，走势相对乐观。

信用产品收益率继续回落

由于市场资金充裕，信用产品供给较少，企业债收益率继续回落；短期融资券收益率企稳回落，一二级市场利差处于高位；分离交易可转债的纯债部分，继续受到机构资金追捧，收益率出现大幅下降，新券收益率低于老券。

从银行间企业债的一级市场来看，2月份新发品种AA+评级5+5年期品种08兴沪债发行利率为5.95%，AAA品种国家电网债7年和10年期品种发行利率为5.25%和5.35%。

从二级市场收益率走势来看，2月份各期限品种收益率均出现回落走势。10年期品种收益率下降10bp，为5.67%。3年期收益率下降幅度较小，其余各期限品种均出现10bp以上幅度的下降，收益率曲线略有平坦。7Y-3Y利差已处历史低位，为30bp左右。从银行间企业债与国债的信用利差来看，2月份各期限品种利差高位震荡，短期端上升17bp，中长端波动在5bp以内。

受到资金买入力度继续加大的影响，分离交易可转债纯债收益率再次出现较大幅度下降。有担保品种收益率下降40bp，收在6.0%附近，无担保品种收益率下降30bp，收在6.80%附近。有无担保的信用利差有所扩

大，目前为80bp。新上市的08赣粤债（有担保）收在5.84%，08中远债（无担保）收在6.42%，收益率低于老券，明显受到资金追捧。

2月份公司债成交平淡，收益率保持平稳，其中07长电债收于5.34%，较上月下降1bp；07海工债收于5.58%，较年初下降5bp。新发行的5年期承德钒钛公司债，发行利率为6.80%。

供给有所恢复

2月已发行的有兴沪债和国网债，金额207亿元。一季度作为企业债发行“真空期”的情况在今年仍没有扭转的可能，但较过去同期发行规模会有所扩大，预计一季度企业债发行规模在350亿左右。目前已发行216亿元。

短期融资券保持较快的发行节奏，2月份短期融资券发行上市量为272亿元，高于到期量（186.4亿元）。由于08年一季度到期金额597亿元，我们预计一季度的发行量可能在800亿元左右，已经发行531.2亿元。

2月份新发的分离交易可转债有中国石化和上海国际港务，期限分别为6年和3年，金额324.5亿元。已有发行预案的有中国平安等10只，金额超过800亿元。公司债2月份发行的有承德钒钛13亿元，下月即将发行的有金地12亿元、粤电力20亿元等。

08年三月份影响信用产品市场走势的因素主要包括三点：（1）通胀压力不断增强，市场对货币紧缩政策预期依然存在，而2月份数据的出台可能引发央行加息一次；（2）市场资金对高收益品种的追捧热情将会维持一段时间（3）信用产品供给保持低速增长。

综合以上因素我们认为，08年三月份中长期信用产品市场呈中性，企业债收益率高位震荡，其中10年期AAA品种收益率目标区间为（5.60%，5.80%）；如果三月份没有加息，短期融资券收益率将继续小幅回落，其中1年期AA品种目标区间

为（5.20%，5.40%）。如果加息，收益率短期内会出现一定上升，目标区间调整为（5.35%，5.55%）；分离交易可转债的纯债部分，继续受到资金追捧，收益率将出现20bp左右的下降，有担保品种收益率在5.70%附近。

建议配置型机构继续加大除分离交易可转债以外信用产品的买入力度，而对于分离交易可转债则需要控制买入节奏；交易型机构则可考虑兑现分离交易可转债的帐面浮盈，更多关注短融市。

来源：中国证券报·中证网

工元2008年第一期信贷资产支持证券成功发行

由中信证券担任主承销商和簿记管理人的中国工商银行“工元2008年第一期信贷资产证券化信托”近日成功设立，这标志着信贷资产证券化试点启动以来最大规模的试点项目成功发行。

据悉，本期信贷资产支持证券发行总规模为80.11亿元，其中，评级为优先AAA档、优先A档、未评级/高收益档资产支持证券的发行量分别为66.5亿元、9.1亿元、4.51亿元。按照簿记建档程序，各类投资机构对优先级资产支持证券进行了积极认购。优先AAA档、优先A档资产支持证券的最终发行利率分别确定为5.04%、5.99%，即分别在一年期定期存款利率基础上加0.90%、1.85%。本期信贷资产支持证券的基础资产池行业与地域分散度较高，整体信用风险较低。按照五级分类标准，资产池贷款均为正常类。

来源：证券时报

热逐短融券勿忘信用风险

在短期融资券投资热情下不可忽视对其信用风险的控制，短融信用风险除了传统的违约风险，还包括发行人信用等级变化下降的风险，在对未来预期不确定的情况下，后者往往会给投资者带来更大的损失。

短融券市场经历冰火两重天

自去年9月至今年一季度,我国短融市场经历了从乏人问津到一票难求的冰火两重天过程。去年四季度受利率和准备金上调以及新股发行密集导致流动性紧张等多种因素影响,短融发行利率迅速上升,一二级市场利差出现倒挂,部分评级为A的发行利率甚至超过同期贷款利率水平。进入2008年,短融发行规模迅速扩大,截至3月21日共发行短融76支,发行金额1054.9亿元,发行数量和规模分别是去年同期的1.58倍和2.12倍。短融扩容并未影响投资需求;相反,由于年初各机构风险额度的释放、部分机构开始配置性建仓、流动性充裕以及受市场对宏观经济长期预期不确定且缺少短期高收益投资品质等因素的推动,短融成为投资者竞相追逐的热点。除了商业银行,债券基金、保险公司和其他金融机构也加大了短融的投资规模。

热逐短融券勿忘信用风险

目前短期融资券绝对收益率处于较高水平;一二级市场利差又高达50BP,比去年同期高近30BP,在市场对长期预期不确定的情况下确实是适宜的配置品种,但此时投资者更需强化对信用风险的防范。

短期融资券信用风险包含两个层次的内容,除了通常所指的短融发行人违约不能偿还借款而导致损失的违约风险;还包括由于发行人信用评级的变动导致短融市场价值变动而引起的损失可能性,也即信用等级变动风险。多数投资者仅关注第一层次的违约风险,且主要根据发行人的长期评级对风险进行评判,这很难对信用风险进行客观评估。

评级体系不完善和信用等级集中化给违约风险的评判带来了很大的困难。目前我国评级机构水平参差不齐,级别划分不够细化,同一等级的发行人信用风险可能存在很大差异。2008年除已成功发行兑付的企业继续滚动发行;受信贷紧缩等政策的影

响,将出现更多从银行信贷体系转向短融市场的新面孔,这些首次发行人往往不是资质最好的AAA企业,也不是信用等级最低的企业。以2008年前3个月为例,首次发行的31个短融,仅有1个AA+以上级别和9个A+以下级别,大部分集中于AA-和AA级;而去年同期,两端等级约占短融总量的一半以上,信用等级趋于集中化。

对于投资者忽视的信用等级变动风险,在目前市场对未来预期不明朗的前提下则显得更加重要。目前短融市场火爆的重要原因之一就是市场对长期预期不确定,持有短融既能获得较高的绝对收益,又能在经济形势变化时迅速变现。如果短融发行人信用恶化,尽管投资者可通过一直持券获得本息;但短融价格将迅速下降,此时若经济发生较大波动或市场流动性重新回到类似2007年下半年的紧张状态,投资者将无法按计划对资产配置进行调整,从而遭受重大损失。

短融券信用配置策略

2008年我国宏观经济的系列变化决定了发行人所在行业的周期变化,结合前文所强调的发行人信用等级变化风险,我们建议采取如下信用配置策略。

2008年我国宏观经济变化对各行业的主要影响表现在:第一,内需强劲,外需放缓。在国内投资和消费需求稳步上涨和奥运会召开等因素刺激下,以满足内需为主的行业收入将提高,如煤炭、电力、钢铁、交运、零售、航空等行业。但人民币加速升值和全球经济减速将影响企业产出,出口型企业收入水平会有所降低,如纺织、电子类。第二,生产要素价格上涨。那些不具成本优势、缺乏议价能力企业的主营业务盈利水平将下降,如机械、建筑建材、纺织、汽车、房地产、电子、造纸、化纤、有色行业;相反,资源型行业如石油石化、煤炭等行业将受益。第三,宏观调控和信贷紧缩。不符合节能减排政策和产业政策的行业将首先面临冲击,如

有色、建材、化工、钢铁、房地产等行业。而基础设施和公共事业类贷款将保持稳定,如煤炭、电力、燃气等行业。同时,目前处于投资密集期,资金需求较大的企业的流动性将受到信贷紧缩政策的影响。第四,资本市场波动性提高。近两年我国股票市场的繁荣推动企业投资收益的普遍增长,预计2008年股票市场的波动性将进一步提高,相应地企业投资收益将有所波动。

因此,投资者须结合行业的周期性变化,将短融的收益率与发行人的信用状况相结合,选择信用等级可能提升的发行人,以在保持流动性的前提下获得最高的风险调整后收益。从短期融资券发行人看,建议投资池配置采取“国有重点企业+优势行业优势企业+中性行业龙头”的策略,也即,考虑将重点国有企业,优势行业中偿债能力较强、盈利能力较好的优势企业以及中性行业中的龙头企业纳入投资池;对于劣势行业予以规避。其中,国有重点企业是指大型央企;优势行业是指在今年的宏观环境下现金流充足、信用趋势良好的行业,如煤炭、电信、石油等行业;中性行业是指信用趋势比较稳定或内部信用趋势分化的行业,如有色金属、钢铁、机械制造、汽车等行业;对于房地产等信用趋势下降的劣势行业,应予以适当规避。

来源:中国证券报·中证网

评级公告



联合资信评级公告

(截止2008年3月31日)

工商企业评级公告

发行人	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
铁道部	2001年15亿元15年期企业债	AAA	2001-11-15	AAA	2007-11-08	2001-12-26	2016-12-25
	2003年30亿元18年期企业债	AAA	2003-08-06	AAA	2007-11-08	2003-08-25	2010-08-25
	2004年35亿元10年期企业债	AAA	2004-06-20	AAA	2007-11-08	2004-10-12	2014-10-12
中国航空技术进出口总公司	企业主体长期信用			AA	2007-10-10		
	2002年5亿元7年期企业债	AAA	2002-03-27	AAA	2004-07-10	2002-06-17	2009-06-17
	2006年5亿元10年期企业债	AAA	2006-02-24	AAA	2007-10-10	2006-04-21	2016-04-21
中国远洋运输(集团)总公司	2002年20亿元15年期企业债	AAA	2002-07-09	AAA	2007-11-26	2002-08-29	2017-08-29
	2005年10亿元10年期,10亿元20年期企业债	AAA	2005-07-22	AAA	2007-11-26	2005-10-09	2015-10-09 2025-10-09
	企业主体长期信用	AAA	2007-06-26	AAA	2007-10-20		
武汉钢铁(集团)公司	2002年15亿元7年期企业债	AAA	2002-09-05	AAA	2007-06-25	2002-11-05	2009-11-05
	2007年第一期30亿元短期融资券	A-1	2007-06-26	A-1	2007-10-20	2007-09-03	2008-09-03
	2002年15亿元10年期企业债	AAA	2002-09-26	AAA	2007-10-10	2002-12-09	2012-12-09
重庆市城市建设投资公司	2002年15亿元15年期企业债	AAA	2002-10-21	AAA	2006-07-03	2002-12-12	2017-12-12
江苏交通控股有限公司	2003年10亿元10年期企业债	AAA	2002-12-02	AAA	2007-06-27	2003-01-24	2013-01-23
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	2003年15亿元10年期企业债	AAA	2003-06-13	AAA	2007-08-08	2003-10-28	2013-10-27
中国石油天然气股份有限公司	2006年20亿元5年期企业债	AAA	2006-07-18	AAA	2007-08-08	2006-10-23	2011-10-19
	2003年6亿元10年期企业债	AAA	2003-07-28	AA	2007-07-26	2003-11-04	2013-11-04
江苏悦达集团有限公司	2003年6亿元10年期企业债	AAA	2003-12-16	AAA	2007-05-23	2004-02-19	2014-02-19
北京首都旅游集团有限责任公司	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2007-09-12	AAA	2007-06-25		
中国石油化工股份有限公司	2004年35亿元10年期企业债	AAA	2003-06-13	AAA	2007-06-25	2004-02-24	2014-02-23
	2007年50亿元10年期企业债	AAA	2007-04-11	AAA	2007-06-25	2007-05-10	2017-05-10
	2007年第一期100亿元短期融资券	A-1	2007-09-12			2007-10-22	2008-04-22
	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2003-12-25	AAA	2007-07-30	2004-03-31	2014-03-30
中国通用技术(集团)控股有限责任公司	2004年15亿元10年期企业债	AAA	2004-03-20			2004-04-29	2014-04-29
中信国安集团公司	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2003-10-10	AAA	2007-08-06	2004-05-26	2014-05-26
中国长江航运南京长江油运有限公司	2004年24.44亿元10年期,15.56亿元15年期企业债	AAA	2004-04-16	AAA	2007-06-27	2004-09-22	2014-09-21 2019-09-21
河南高速公路发展有限责任公司	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2004-10-10	AAA	2006-07-17	2004-11-16	2014-11-16
中国海运(集团)总公司	企业主体长期信用	AAA	2007-01-24	AAA	2007-08-13		
	2004年20亿元10年期企业债	AAA	2004-10-25	AAA	2007-08-13	2004-12-02	2014-12-01
	2007年第二期30亿元短期融资券	A-1	2007-05-14	A-1	2007-08-13	2007-05-24	2008-05-23
浙江省交通投资集团有限公司	2004年14亿元7年期企业债	AAA	2003-12-18	AA+	2007-06-28	2004-12-14	2011-12-14
中国华润总公司	企业主体长期信用	AAA	2007-05-08	AAA	2006-06-28		
	2005年30亿元10年期企业债	AAA	2005-05-11	AAA	2006-06-28	2005-05-27	2015-05-27
	2006年30亿元15年期企业债	AAA	2006-01-16			2006-03-07	2021-03-07
	2007年10亿元10年期企业债	AAA	2007-05-08	AAA	2007-06-28	2007-06-11	2017-06-11
广东省交通集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-04-25	AA	2007-06-18		
	2005年15亿元15年期企业债	AAA	2005-04-25	AAA	2007-04-18	2005-06-29	2020-06-29
	2007年10亿元10年期企业债	AAA	2007-04-25			2007-08-07	2017-08-07
北京能源投资(集团)有限公司	2005年15亿元5年期,5亿元7年期企业债	AAA	2005-06-05	AAA	2007-07-04	2005-07-06	2010-07-06 2012-07-06
四川省投资集团有限责任公司	2005年10亿元10年期,10亿元15年期企业债	AAA	2005-09-23	AAA	2007-08-06	2005-11-04	2015-11-04 2020-11-04
广西投资(集团)有限公司	2005年10亿元10年期企业债	AAA	2005-06-10	AAA	2007-07-27	2005-12-15	2015-12-15
中国国际贸易中心股份有限公司	2005年10亿元10年期企业债	AAA	2005-10-26	AAA	2007-06-26	2005-12-23	2015-12-23
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-04-16				
	2005年10亿元15年期企业债	AAA	2005-10-17	AAA	2006-06-20	2005-12-26	2020-12-26
	2007年6亿元15年期企业债	AAA	2007-04-16			2007-06-27	2022-06-27
河南省建设投资总公司	企业主体长期信用	AA	2007-04-06				
	2006年10亿元10年期企业债	AAA	2005-12-26	AAA	2007-06-25	2006-01-19	2016-01-19
	2007年5亿元15年期,15亿元20年期企业债	AAA	2007-04-06			2007-05-17	2022-05-16 2027-05-16
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-08-30				
	2006年13亿元10年期企业债	AAA	2006-02-13	AA	2007-06-27	2006-03-21	2016-03-21
	2007年第一期6.7亿元短期融资券	A-1	2007-08-30			2007-11-27	2008-11-28
南山集团公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-17	A+	2007-05-14		
	2006年10亿元10年期企业债	AAA	2006-04-15	AAA	2007-05-14	2006-06-13	2016-06-13
	2007年12亿元短期融资券	A-1	2007-04-17			2007-07-30	2008-07-30

续上表

发行人	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
吉林亚泰（集团）有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-05-15	A-	2007-10-12		
	2007年第一期3亿元短期融资券	A-1	2007-05-15	A-1	2007-10-12	2007-06-22	2008-06-24
长春城市开发（集团）有限公司	2006年8亿元10年期企业债	AAA	2006-01-23	AAA	2007-12-10	2006-07-19	2016-07-19
中国北方机车车辆工业集团公司	2006年5亿元10年期企业债	AAA	2006-08-15	AAA	2007-07-05	2006-11-01	2016-11-01
中粮集团有限公司	企业主体长期信用	AAA	2006-09-15	AAA	2007-05-22		
	2007年6亿元15年期企业债	AAA	2007-05-15			2007-09-05	2022-09-05
	2007年第二期30亿元短期融资券	A-1	2007-12-10			2007-12-20	2008-12-19
杭州市城市建设资产经营有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-06-11	AA+	2008-01-10		
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2007-06-11	A-1	2008-01-10	2007-06-28	2008-06-28
广东巨轮模具股份有限公司	2007年2亿元5年期可转债	AA	2006-09-08	AA	2007-08-01	2007-01-19	2012-01-07
新疆天富热电股份有限公司	2006年2.8亿元10年期企业债	AA	2006-09-05	AA-	2007-10-15	2007-03-22	2017-03-22
武汉钢铁股份有限公司	2007年75亿元5年期分离交易可转债	AAA	2007-02-01	AAA	2007-03-17	2007-03-26	2012-03-25
北京京城机电控股有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-11-10	AA	2007-05-25		
	2008年第一期8.9亿元短期融资券	A-1	2007-11-10			2008-03-14	2009-03-17
辽宁供水集团有限责任公司	企业主体长期信用	A	2007-10-22				
	2007年第二期3亿元短期融资券	A-1	2007-10-22			2007-11-28	2008-11-28
江苏阳光集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-26	AA-	2007-09-28		
	2007年第二期10亿元短期融资券	A-1	2007-07-26	A-1	2007-09-28	2007-08-09	2008-08-12
陕西有色金属控股集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA+	2008-03-13	AA+	2007-07-04		
	2007年第二期5亿元短期融资券	A-1	2007-04-02			2007-04-24	2008-04-24
	2007年第三期10亿元短期融资券	A-1	2007-07-04			2007-12-12	2008-12-12
	2008年第一期10亿元短期融资券	A-1	2008-03-13			2008-03-24	2009-03-25
中铁五局（集团）有限公司	企业主体长期信用	AA	2006-09-11	AA-	2007-06-06		
	2007年4.9亿元短期融资券	A-1	2006-08-16			2007-03-30	2008-04-02
广东康美药业股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-03-16	A+	2007-10-10		
	2007年4亿元短期融资券	A-1	2007-03-16	A-1	2007-10-10	2007-04-11	2008-04-11
上海百联集团股份有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-02-05	AA	2007-10-09		
	2007年10亿元短期融资券	A-1	2007-02-05	A-1	2007-10-09	2007-04-13	2008-04-15
南京新港高科技股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-02-09	AA-	2007-11-06		
	2007年5亿元短期融资券	A-1	2007-02-09	A-1	2007-11-06	2007-05-14	2008-05-15
中国兵器工业集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-04-23				
	2006年12亿元10年期企业债	AAA	2007-04-23			2007-05-24	2017-05-23
无锡市国联发展（集团）有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-10-25	AA-	2007-10-25		
	2007年第一期8亿元短期融资券	A-1	2007-02-25	A-1	2007-10-25	2007-06-05	2008-06-05
	2007年第二期7亿元短期融资券	A-1	2007-10-25			2007-11-13	2008-11-13
佛山华新包装股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2006-10-15	A+	2007-10-26		
	2007年4.2亿元短期融资券	A-1	2006-10-15	A-1	2007-10-26	2007-06-07	2008-06-10
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-04-20				
	2007年12亿元10年期企业债	AAA	2007-04-20			2007-06-11	2017-06-11
中海集装箱运输股份有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-04-09	AA+	2007-08-13		
	2007年18亿元10年期企业债	AAA	2007-04-09	AAA	2007-08-13	2007-06-12	2017-06-12
湖南泰格林纸集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA-	2007-04-27				
	2007年8亿元10年期企业债	AA+	2007-04-27			2007-06-14	2017-06-14
中国航天科技集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-05-20				
	2007年15亿元10年期企业债	AAA	2007-05-20			2007-06-14	2017-06-14
首钢总公司	企业主体长期信用	AA+	2007-05-08	AA+	2007-12-28		
	2007年度第一期30亿元短期融资券	A-1	2007-05-08	A-1	2007-12-28	2007-06-14	2008-06-14
青岛国信实业有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-02				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-04-02			2007-06-18	2017-06-18
兖矿集团有限公司	企业主体长期信用	AAA	2007-03-29				
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2007-03-29			2007-06-22	2008-06-22
邯钢钢铁集团有限责任公司	2007年第二期10亿元短期融资券	A-1	2007-08-02			2007-08-28	2008-08-28
	企业主体长期信用	AA	2007-02-12	AA	2007-12-20		
三一重工股份有限公司	2007年第一期22亿元短期融资券	A-1	2007-02-12	A-1	2007-12-20	2007-07-02	2008-07-03
	企业主体长期信用	A+	2007-04-20	A+	2007-10-10		
华新水泥股份有限公司	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-04-20	AAA	2007-10-10	2007-07-04	2007-07-04
	企业主体长期信用	A-	2007-04-18	A	2008-02-25		
西宁特殊钢股份有限公司	2007年度5亿元短期融资券	A-1	2007-04-18	A-1	2008-02-25	2007-07-05	2008-07-04
	企业主体长期信用	A+	2007-03-23				
广东省宜华木业股份有限公司	2007年第一期3.5亿元短期融资券	A-1	2007-03-23			2007-07-06	2008-07-08
	2007年第二期3.5亿元短期融资券	A-1	2007-07-20			2007-08-28	2008-08-28
广东省宜华木业股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-06-18	A+	2007-11-26		
	2007年第一期3.8亿元短期融资券	A-1	2007-06-18	A-1	2007-11-26	2007-07-06	2008-07-06

续上表

发行人	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
厦门建发股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-23	A+	2007-10-31		
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2007-04-23	A-1	2007-10-31	2007-07-10	2008-07-10
北京首都创业集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-04-03	AA-	2008-01-8		
	2007年第一期9亿元短期融资券	A-1	2007-04-03	A-1	2008-01-8	2007-07-20	2008-07-22
金隆铜业有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-28	A+	2007-10-10		
	2007年度5亿元短期融资券	A-1	2007-04-28	A-1	2007-10-10	2007-07-24	2008-07-24
烟台万华华信合成革有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-05-15				
	2007年第一期6.5亿元短期融资券	A-1	2007-05-15			2007-07-27	2008-07-29
	2008年第一期6.5亿元短期融资券	A-1	2007-11-01			2008-01-09	2009-01-09
江西高速公路投资发展(控股)有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-04-30				
	2007年15亿元15年期企业债	AAA	2007-04-30			2007-07-30	2017-07-30 2022-07-30
北大方正集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-06-06	AA	2007-11-26		
	2007年第一期15亿元短期融资券	A-1	2007-06-06	A-1	2007-11-26	2007-08-03	2008-08-05
	2007年第二期15亿元短期融资券	A-1	2007-11-26			2007-12-27	2008-12-26
淮北矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-10-26				
	2007年6亿元10年期企业债	AAA	2007-05-24			2007-08-08	2017-08-08
	2007年第二期8亿元短期融资券	A-1	2007-10-26			2007-11-12	2008-11-12
神华集团有限责任公司	企业主体长期信用	AAA	2007-06-27	AAA	2007-10-08		
	2007年20亿元10年期企业债	AAA	2007-06-27	AAA	2007-10-08	2007-08-08	2017-08-08
西安电力机械制造公司	企业主体长期信用	AA	2007-07-05				
	2007年第一期6.5亿元短期融资券	A-1	2007-07-05			2007-08-08	2008-08-09
上海市交通投资公司	企业主体长期信用	A	2007-05-08				
	2007年8亿元15年期企业债	AAA	2007-05-08			2007-08-09	2022-08-09
江西稀有稀土金属钨业集团公司	企业主体长期信用	A+	2007-06-06	A+	2007-12-28		
	2007年度4亿元短期融资券	A-1	2007-06-06	A-1	2007-12-28	2007-08-20	2008-08-20
安徽山鹰纸业股份公司	2007年4.7亿元5年期可转债	AA-	2007-04-16			2007-09-05	2012-09-05
宁夏交通投资有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-06-07				
	2007年8亿元15年期企业债	AAA	2007-06-07			2007-09-06	2017-09-06 2022-07-30
三一集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-05-10	A+	2007-09-28		
	2007年8亿元短期融资券	A-1	2007-05-10	A-1	2007-09-28	2007-09-07	2008-09-09
万向钱潮股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-06-01	AA-	2008-01-07		
	2007年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-06-01	A-1	2008-01-07	2007-09-11	2008-09-12
常州高新技术产业开发区发展(集团)总公司	企业主体长期信用	AA-	2007-08-08				
	2007年10亿元10年期企业债	AAA	2007-08-08			2007-09-13	2017-09-13
中信国安信息产业股份有限公司	2007年17亿元6年期分离交易可转债	AA+	2007-04-27			2007-09-14	2013-09-13
天津药业集团有限公司	企业主体长期信用	A	2007-05-30				
	2007年度5亿元短期融资券	A-1	2007-05-30			2007-09-20	2008-09-23
安阳钢铁股份有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-07-02				
	2007年8亿元10年期企业债	AAA	2007-07-02			2007-09-21	2017-09-21
深圳市能源集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-11-02				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-04-28			2007-09-27	2012-09-27 2017-09-27
	2008年第一期20亿元短期融资券	A-1	2007-11-02			2008-02-18	2009-02-19
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-24				
	2007年8亿元10年期企业债	A-1	2007-07-24			2007-09-27	2017-09-27
厦门港务控股集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-24	AA-	2008-01-10		
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2007-07-24			2007-10-10	2008-10-10
	2008年第一期6亿元短期融资券	A-1	2008-01-25			2008-03-24	2009-03-25
烟台港集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-07-03				
	2007年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-07-03			2007-10-11	2008-10-11
浙江省铁路投资集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-05-22				
	2007年12亿元短期融资券	A-1	2007-05-22			2007-10-12	2008-10-14
中国南方工业集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-07-27				
	2007年第一期30亿元短期融资	A-1	2007-07-27			2007-10-15	2008-10-15

续上表

发行人	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
宁波杉杉股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-05-23				
	2007年度5.5亿元短期融资券	A-1	2007-05-23			2007-10-15	2008-10-16
中国黄金集团公司	企业主体长期信用	AA	2007-06-08				
	2007年第一期5亿元短期融资券	A-1	2007-06-08			2007-10-15	2008-10-15
武汉高科国有控股集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-09				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-07-09			2007-10-22	2017-10-22
内蒙古包钢钢联股份有限公司	企业主体长期信用	AA	2008-02-20	AA	2007-11-16		
	2007年第一期8亿元短期融资券	A-1	2007-03-23	A-1	2007-11-16	2007-10-23	2008-10-23
	2008年第一期5亿元短期融资券	A-1	2008-02-20			2008-03-19	2009-03-20
江苏红豆实业股份有限公司	企业主体长期信用	A	2007-08-31				
	2007年5亿元7年期企业债	AAA	2007-08-31			2007-11-05	2014-11-05
广东物资集团公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-23				
	2007年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-07-23			2007-11-06	2008-11-07
中铁大桥局集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-07-20				
	2007年度4.9亿元短期融资券	A-1	2007-07-20			2007-11-08	2008-11-11
武汉邮电科学研究院	企业主体长期信用	AA-	2007-06-06				
	2007年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-06-06			2007-11-08	2008-11-11
中国铁通集团有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-07-27				
	2007年8亿元5年期企业债	AAA	2007-07-27			2007-11-08	2012-11-08
中国石化川气东送工程公司	企业主体长期信用	AAA	2007-10-08				
	2007年85亿元5年期,115亿元10年期企业债	AAA	2007-10-08			2007-11-13	2012-11-13
厦门象屿集团有限公司	企业主体长期信用	A	2007-06-26				
	2007年第一期2亿元短期融资券	A-1	2007-06-26			2007-11-14	2008-11-14
深圳市中小企业集合债券	2007年10亿元5年期企业债	AAA	2007-09-12			2007-11-14	2012-11-14
深圳市远望谷信息技术股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-09-12				
深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-09-12				
深圳市金立通信设备有限公司	企业主体长期信用	A	2007-09-12				
深圳市宝德科技股份有限公司	企业主体长期信用	A	2007-09-12				
深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	企业主体长期信用	A	2007-09-12				
深圳市好易通科技有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市卓识教育管理顾问有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市邦凯电子有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市飞马国际供应链股份有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市雄韬电源科技有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市金洲精工科技股份有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市嘉达高科产业发展有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市中航信息科技产业有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳豪威真空光电子股份有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-09-12				
深圳市高新奇科技股份有限公司	企业主体长期信用	BBB+	2007-09-12				
深圳市一体医疗科技有限公司	企业主体长期信用	BBB+	2007-09-12				
深圳市好家庭实业有限公司	企业主体长期信用	BBB+	2007-09-12				
深圳市新天下集团有限公司	企业主体长期信用	BBB	2007-09-12				
深圳市驰源实业有限公司	企业主体长期信用	BBB-	2007-09-12				
蛇口晶石电子有限公司	企业主体长期信用	BBB-	2007-09-12				
中国石油化工集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-10-22				
	2007年第二期100亿元短期融资券	A-1	2007-10-22			2007-11-27	2008-05-28
四川省煤炭产业集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA-	2007-11-05				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-11-05			2007-11-27	2017-11-28
广州汽车集团股份有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-08-24				
	2007年6亿元10年期企业债	AAA	2007-08-24			2007-12-11	2017-12-11
唐山钢铁股份有限公司	2007年30亿元5年期可转债	AA+	2007-08-27			2007-12-14	2012-12-13
	企业主体长期信用	AA-	2007-09-26				
中国诚通控股集团有限公司	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-09-26			2007-12-18	2017-12-18
	企业主体长期信用	AA	2007-08-07			2007-12-19	2012-12-19
黑龙江北大荒农业股份有限公司	2007年15亿元5年期可转债	AA	2007-08-07			2007-12-19	2012-12-19
	企业主体长期信用	A+	2007-11-13				
北京京客隆商业集团股份有限公司	2007年3.7亿元短期融资券	A-1	2007-11-13			2007-12-19	2008-06-20
	企业主体长期信用	A	2007-11-09				
湖南晟通科技有限公司	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-11-09			2007-12-24	2017-12-24
	企业主体长期信用	AAA	2007-11-09				

续上表

发行人	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
中关村高新技术中小企业集合债券	2007年3.05亿元3年期企业债	AAA	2007-08-28			2007-12-25	2010-10-25 2010-11-25 2010-12-25
北京和利时系统工程股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-08-28				
北京北斗星导航技术股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-08-28				
神州数码(中国)有限公司	企业主体长期信用	A	2007-08-28				
有研亿金新材料股份有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-08-28				
江苏华西集团公司	企业主体长期信用	A+	2007-05-03				
	2007年第一期9亿元短期融资券	A-1	2007-05-03			2007-12-25	2008-12-26
广东省广晟资产经营有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-09-18				
	2007年第二期15亿元短期融资券	A-1	2007-09-18			2007-12-26	2008-09-23
安徽江淮汽车集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-09-30				
	2007年第一期7亿元短期融资券	A-1	2007-09-30			2007-12-26	2008-12-26
新希望集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-06-18				
	2008年第一期3亿元短期融资券	A-1	2007-06-18			2008-01-09	2009-01-09
山西兆光发电有限责任公司	企业主体长期信用	A+	2007-10-12				
	2008年5亿元短期融资券	A-1	2007-10-12			2008-01-11	2009-01-14
山东省商业集团总公司	企业主体长期信用	AA-	2007-11-06				
	2008年10亿元短期融资券	A-1	2007-11-06			2008-01-14	2009-01-15
上海振华港口机械(集团)股份有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-11-12				
	2008年第一期23亿元短期融资券	A-1	2007-11-12			2008-01-15	2009-01-15
淮南矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-08-06				
	2008年第一期15亿元短期融资券	A-1	2007-08-06			2008-01-16	2008-10-14
江苏省盐业集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA-	2007-09-14				
	2008年第一期5亿元短期融资券	A-1	2007-09-14			2008-01-16	2009-01-16
唐山国丰钢铁有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-08-29				
	2008年第一期11亿元短期融资券	A-1	2007-08-29			2008-01-18	2009-01-20
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-10-16				
	2008年25亿元短期融资券	A-1	2007-10-16			2008-01-22	2009-01-22
中铁四局集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-10-08				
	2008年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-10-08			2008-01-31	2009-01-23
安徽省皖能股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-09-11				
	2008年9.5亿元短期融资券	A-1	2007-09-11			2008-02-02	2009-02-02
四川成渝高速公路股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-11-12				
	2008年第一期15亿元短期融资券	A-1	2007-11-12			2008-02-19	2009-02-19
西部矿业集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-11-10				
	2008年第一期4.6亿元短期融资券	A-1	2007-11-10			2008-02-21	2009-02-21
	2008年第二期5亿元短期融资券	A-1	2008-03-12			2008-03-20	2009-03-21
泸州市兴泸投资集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-12-03				
	2008年7亿元10年期企业债	AA+	2007-12-03			2008-02-26	2018-02-26
国家电网公司	企业主体长期信用	AAA	2008-01-17				
	2008年50亿元7年期,150亿元10年期企业债	AAA	2008-01-17			2008-02-28	2015-02-28 2018-02-28
	2008年第一期300亿元短期融资券	A-1	2008-01-17			2008-03-21	2009-03-24
广西柳州钢铁(集团)公司	企业主体长期信用	AA-	2008-02-20				
	2008年第一期10亿元短期融资券	A-1	2008-02-20			2008-03-7	2009-03-11
中国华能集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-12-20				
	2008年第一期50亿元短期融资券	A-1	2007-12-20			2008-03-12	2009-03-13
广州造纸股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-09-17				
	2008年3.9亿元10年期企业债	AAA	2007-09-17			2008-03-13	2018-03-13
中国长江航运(集团)总公司	企业主体长期信用	AA-	2007-12-27				
	2008年第一期4亿元短期融资券	A-1	2007-12-27			2008-03-17	2009-03-18
湖北省能源集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2008-01-22				
	2008年第一期10亿元短期融资券	A-1	2008-01-22			2008-03-25	2009-03-26

金融机构评级公告

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

资产支持证券评级公告

发起机构/ 贷款服务机构	受托机构/发行人	证券名称	发行额 (亿元)	占比	票面利率	信用级别	首次评级	发行时间	法定到期日
上海浦东发展银行 股份有限公司	华宝信托有限责 任公司	2007年第一期优先 A 级资产 支持证券	36.38	83%	浮动利率	AAA	2007-08-28	2007-09-11	2012-04-22
		2007年第一期优先 B 级资产 支持证券	3.42	7.8%	浮动利率	A+			2012-04-22
		2007年第一期优先 C 级资产 支持证券	2.5	5.7%	浮动利率	BBB			2012-04-22
		2007年第一期次级资产支持 证券	1.53	3.5%	—	NR			2012-04-22
中国工商银行股份 有限公司	华宝信托有限责 任公司	2007年工元一期优先 A 1 级 资产支持证券	21	52.23%	固定利率	AAA	2007-09-24	2007-10-10	2013-11-30
		2007年工元一期优先 A 2 级 资产支持证券	12	29.84%	浮动利率	AAA			2013-11-30
		2007年工元一期优先 B 级资 产支持证券	4.95	12.31%	浮动利率	A			2013-11-30
		2007年工元一期次级资产支 持证券	2.26	5.62%	—	NR			2013-11-30
中国建设银行股份 有限公司	中诚信托投资有 限责任公司	2007-1个人住房抵押贷款证 券化信托A级资产支持证券	35.82	86.10%	浮动利率	AAA	2007-11-30	2007-12-11	2039-01-26
		2007-1个人住房抵押贷款证 券化信托B级资产支持证券	3.56	8.56%	浮动利率	A			2039-01-26
		2007-1个人住房抵押贷款证 券化信托C级资产支持证券	0.82	1.98%	浮动利率	BBB			2039-01-26
		2007-1个人住房抵押贷款证 券化信托次级资产支持证券	1.4	3.36%	—	NR			2039-01-26
兴业银行股份有限 公司	中国对外经济贸 易信托投资有限 公司	2007年兴元一期优先A1级信 贷资产支持证券	25	47.68%	固定利率	AAA	2007-11-30	2007-12-13	2014-04-26
		2007年兴元一期优先A2级信 贷资产支持证券	18	34.33%	浮动利率	AAA			2014-04-26
		2007年兴元一期优先B级信 贷资产支持证券	5.7	10.87%	浮动利率	A			2014-04-26
		2007年兴元一期次级信贷资 产支持证券	3.73	7.12%	—	NR			2014-04-26
中国建设银行股份 有限公司	中诚信托有限责 任公司	建元2008-1重整资产证券化 信托优先级资产支持证券	21.5	77.76	固定利率	AAA	2008-01-16	2008-01-24	2012-12-28
		建元2008-1重整资产证券化 信托次级资产支持证券	6.15	22.24	—	NR			2012-12-28
中国工商银行股份 有限公司	中诚信托有限责 任公司	工元2008年第一期优先AAA 档资产支持证券	66.5	83.01%	浮动利率	AAA	2008-03-20	2008-03-27	2015-01-26
		工元2008年第一期优先A档 资产支持证券	9.1	11.36%	浮动利率	A			2015-01-26
		工元2008年第一期未评级 / 高收益档资产支持证券	4.51	5.63%	—	NR			2015-01-26