



The 9<sup>th</sup> China International Private Equity Forum  
—The Scientific and Technological Private Equity Forum  
第九届中国企业国际融资洽谈会—科技国际融资洽谈会

# 债券市场创新与发展论坛

会议日期：6月18日



## 主办单位：

天津市金融工作局 天津市发展和改革委员会  
中国人民银行天津分行 中国证券监督管理委员会天津监管局

## 承办单位：

 联合信用管理有限公司 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司

2015CIPEF



## 联合信用管理有限公司

联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）于2000年1月经国家工商总局批准注册成立，注册资金1.36亿人民币。联合信用是目前我国最大的全国性专业信用信息服务机构之一，先后获取了国家发改委、中国人民银行、中国证监会、中国保监会、工信部等部门颁发的所有信用评级业务资质。

联合信用业务涵盖信用行业全部业务领域，包括资本市场信用评级、信贷市场信用评级、信用信息征信与信用信息咨询等业务；业务范围覆盖国内除西藏以外的所有地区，形成完备的信用产品与信用信息服务网络。联合信用在全国共投资设立了11家子公司与27家分公司。

联合信用凭借领先的信用风险管理技术、丰富的信用调查与市场研究经验、专业化的人才队伍和庞大的动态数据库资源，向各级政府管理部门、各类投资人和交易对手提供各类市场主体在从事社会经济活动中遵守国家法律法规、履行商业合约的信息。联合信用坚持“以专业为使用者尽责，以真诚为委托人服务”的核心价值观，业已形成良好的企业品牌与强大的业务服务能力。联合信用发展目标是成为国内领先的信用信息服务商、中国最具公信力的信用服务机构。

## 联合资信评估有限公司

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）是中国最专业、最具规模的信用评级机构之一，是中国人民银行、国家发展和改革委员会、中国保险监督管理委员会等监管部门认可的信用评级机构，是中国银行间市场交易商协会理事单位。国际三大评级机构之一惠誉为公司的重要股东。

联合资信用自己的辛勤努力，以负责任的态度，坚持专业、创新理念，得到了广大投资者的信任和信赖，为一大批发行人提供了各种类别的信用评级服务，得到各监管部门和自律组织的肯定和认可，树立了良好形象，公信力、权威性和影响力不断提升。

联合资信将始终致力于为投资者提供独立、客观、公正的信用评级服务，为投资者的投资决策提供重要参考；努力、真诚的为发行人提供信用评级服务，拓展融资渠道；致力于为金融债券市场及时揭示信用风险，提供信用风险信息，促进金融债券市场健康发展；致力于研究信用风险运行规律，努力为我国市场经济乃至世界经济发展做出重要贡献。

## 联合信用评级有限公司

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）成立于2002年5月，注册资金3000万元，是国内专业从事资本市场信用评级业务的全国性公司之一，联合评级为联合信用全资子公司。公司在天津、北京两地办公，总部设在天津，目前拥有专职信用分析师近60人。

联合评级自成立以来，长期专注于中国信用评级市场的研究和实践工作，先后获得中国国家发展和改革委员会和中国人民银行总行的认可，开展相关信用评级业务，2008年5月获得中国证券监督管理委员会行政许可，从事证券市场资信评级业务。联合评级业务范围主要包括企业主体信用评级、债券评级（公司债、可转债、私募债、金融债、结构融资产品、债权投资计划等）、国家主权评级、拟上市企业风险评析、企业社会责任评价、公司治理评级、私募股权基金风险评价和风险管理咨询等。

联合评级将秉承“独立、客观、公正”的执业准则，为推动中国信用评级行业及债券市场的发展做出贡献。



## 会议日程

13:30

签到

14:00

致辞

陈宗胜先生 天津市政府副秘书长

14:10

主旨演讲：基础设施债务融资创新趋势及信用评级

刘小平女士 联合资信评估有限公司 评级总监

14:40

主旨演讲：保险资金运用及保险资产管理产品

罗桂连先生 中国保监会资金运用监管部 博士

15:10

主旨演讲：债券市场发展流行观点的解读

许余劼先生 中国证监会博士后工作站 博士后

15:40

茶歇

16:00

主旨演讲：新常态 新政策 新债市

刘延冰先生 国海证券 首席投资银行总监

16:30

主旨演讲：中资企业海外发债融资

吴沂女士 惠誉（北京）信用评级有限公司 董事

17:00

主旨演讲：企业资产证券化的现状与评级

万华伟先生 联合信用评级有限公司 副总经理兼评级总监



# 新形势下基础设施债务融资创新趋势 及信用评级

2015年6月18日 刘小平

 联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 目录

1

### 新形势下基础设施债务融资创新趋势

1.1

43号文前后基础设施融资模式的变化

1.2

43号文后基础设施融资方式总览

2

### 重点债券创新品种及信用评级

2.1

地方政府债

2.2

项目收益债

2.3

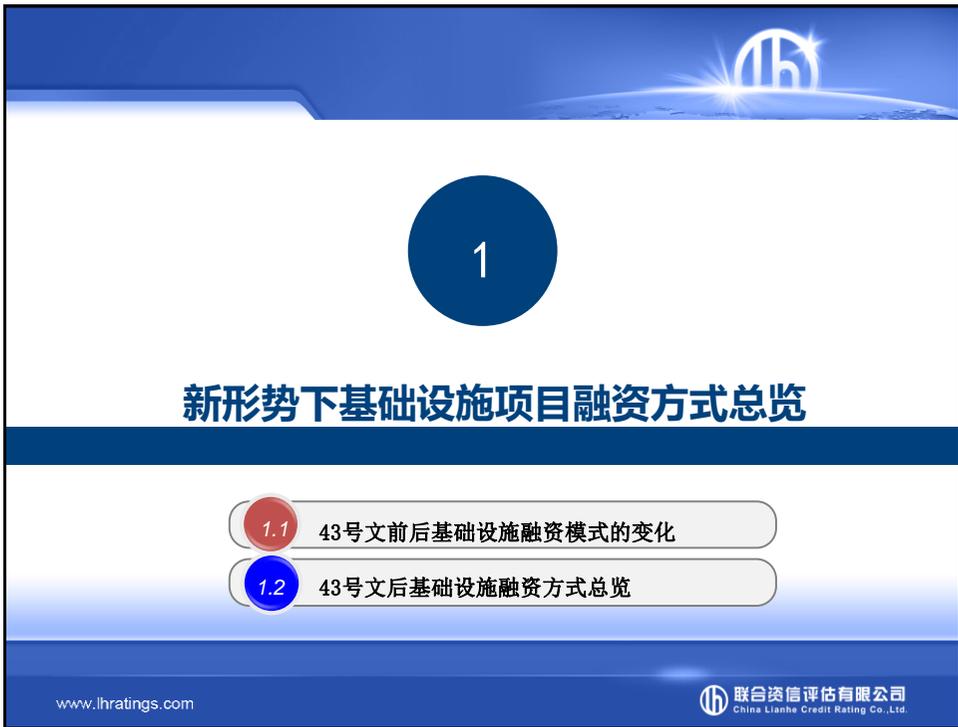
永续债

2.4

超长期含权债

www.lhratings.com

 联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

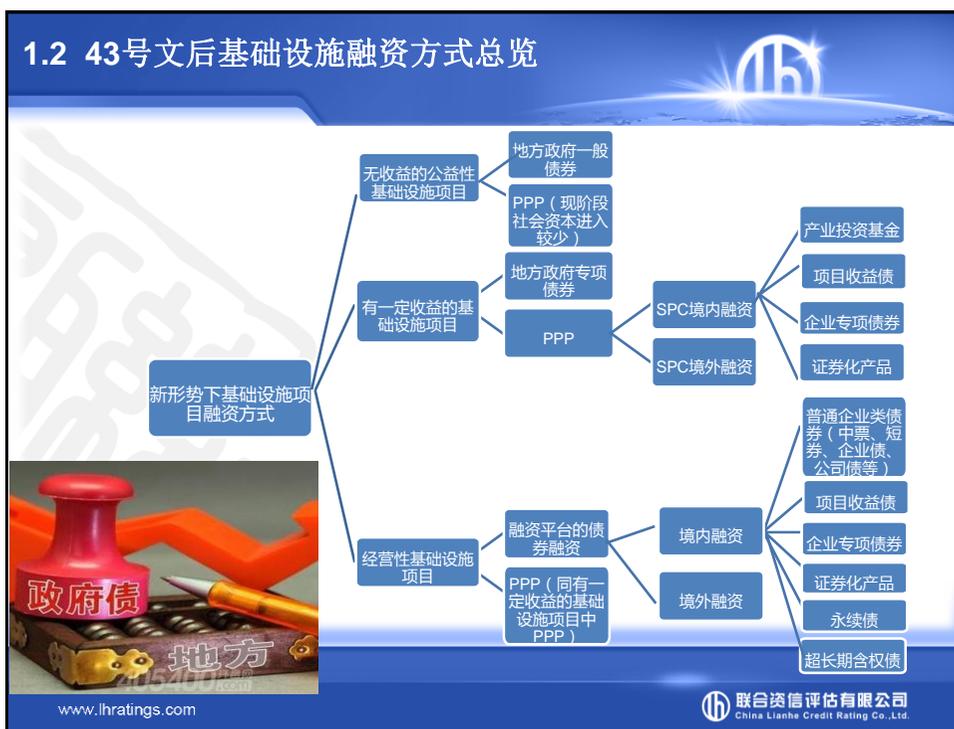


业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com



## 1.2 43号文后基础设施融资方式总览



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2

### 重点债券创新品种及信用评级

2.1 地方政府债

2.2 项目收益债

2.3 永续债

2.4 超长期含权债

www.lhratings.com

联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

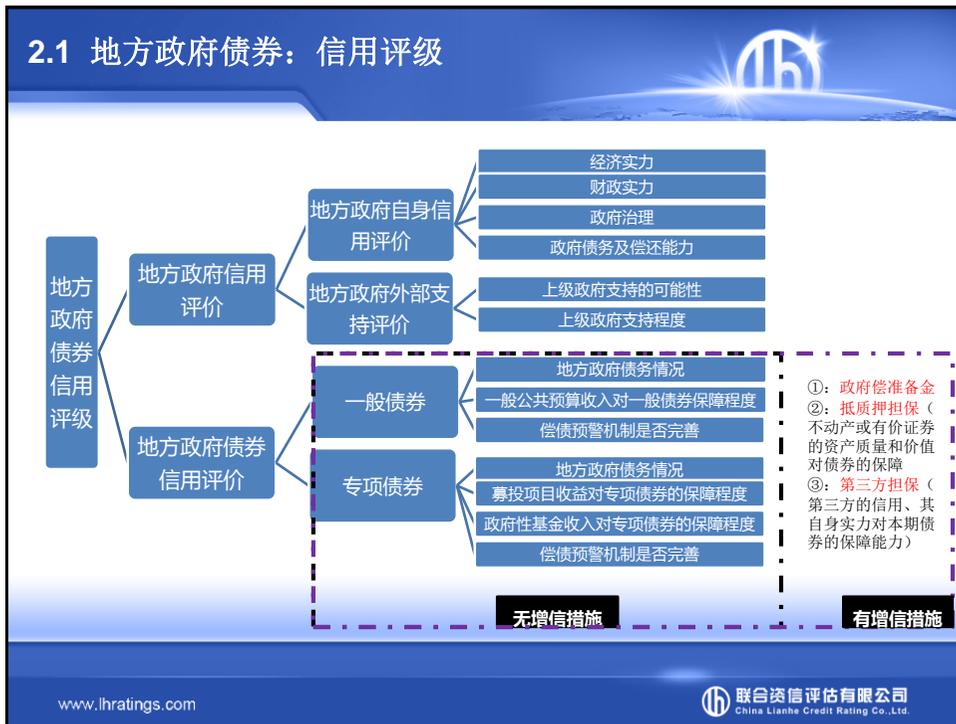
## 2.1 地方政府债券：定义与创新



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.1 地方政府债券：信用评级



## 2.2 项目收益债：定义与创新



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.2 项目收益债：优势

审核政策 (发改委 要求)	传统企业债券	项目收益债
发行主体	境内具有法人资格的企业	境内具有法人资格的企业（eg 融资平台）或仅承担发债项目投资、建设、运营的特殊目的载体（SPC）
发行条件	股份有限公司的净资产不低于人民币3000万元，有限责任公司和其他类型企业的净资产不低于人民币6000万元；累计债券余额不超过企业净资产的40%；最近三年可分配利润足以支付企业债券一年的利息	公开发行符合传统企业债券要求，非公开发行不受限制
偿债资金来源	企业经营利润	完全或基本来源于项目建成后运营收益，项目收益可以包含财政补贴（不超过50%）
发行状况	一年核准后一年内发完	公开发行的项目收益债券，需经国家发改委核准后方可发行，非公开发行的项目收益债券，在国家发改委备案后即可发行，一次核准或注册，两年内发完
资金用途	需按核准用途用于本企业的生产经营，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	只能用于募投项目建设、运营和设备购置，不得置换项目资本金或偿还与项目有关的其他债务，但偿还已使用的超过项目融资安排约定规模的银行贷款除外
流动性	可在银行间、交易所发行流通，可转托管	项目收益债在银行间市场发行流通，公开发行的可在银行间市场交易流通，非公开发行的仅限于合格投资者范围内转让，均不得转托管
信用评级	需要主体和债项评级	公开发行，需要主体和债项评级；非公开需要债项评级，债项级别不低于AA，不强制主体评级
增信措施	纯信用发行，外部担保，抵质押等方式	建立差额补偿机制，也可同时增加外部担保

www.lhratings.com

联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

## 2.2 项目收益债：信用评级



www.lhratings.com

联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.3 永续债：定义与创新



www.lhratings.com

联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

## 2.3 永续债：优势

审核政策 (发改委 要求)	传统企业债券	永续债
发债额度	企业债券发行额度受“累计债券余额不超过企业净资产(包括少数股东权益)的40%”的限制。 发债后发债空间减少。	发债后增加“有效净资产”，发债空间反而增加。
募集资金 额度限制	用于固定资产投资项目的，应符合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，不收该比例限制，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%。	募集资金可用于项目资本金。
还本付息	平台企业发行企业债券要求还本付息方式为“每年付息一次、分次还本。在债券存续期内，从第三年开始，在每个计息年度末逐年偿还本金。”	平台企业发行永续债不需要提前还本。
企业债自 查要求	根据发改办财金【2013】1777号文件，对于“从严审核类”和“适当控制规模和节奏类”的发债申请企业和相关的主承销商、会计师事务所和信用评级公司，在债券上报前需完成自查工作。	原则上不需要进行自查。
审批时间	一般企业债券审批时间约在3-6个月，对于满足“加快和简化审核类”的发债申请，审核速度会在此基础上缩短。	享受审核绿色通道，审批时间大约在一个月左右，审批流程比一般企业债券相对简化。
会计处理	债券发行后，计入“负债”科目。	通过一定的方案设计，债券发行后可计入“权益”科目。

www.lhratings.com

联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.3 永续债：国际信用评级

### 关注重点：

混合资本工具发行对于发行人主体信用资质的影响；  
混合资本工具本身的评级。



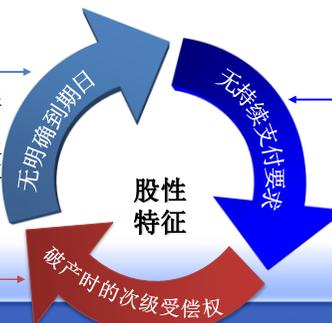
判断的基础均是处于对混合资本工具“股性”强弱的判定。

若股性很强，一定程度上可增强发行人的资本实力，但对持有该工具的投资者是不利的，很有可能导致其投资者遭受的损失比普通债权人更大，一般来讲，债项级别将会在主体级别基础上至少下调2个子级。

### 评级要素：

混合资本工具期限可能很长，但通常会有个期限；是否伴有利率步升机制及步升幅度；是否绑定了重置资本契约

次级属性



主要体现在利息递延机制，选择性递延股性的强弱主要取决于递延支付的年限、条款限制、递延支付部分是否可累积以及其他惩罚措施；利息递延累积限制条款是否容易触发

www.lhratings.com

联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

## 2.3 永续债：国内信用评级



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.4 超长期含权债：定义与创新

**定义**

超长期含权债指期限一般在15年以上，附设多次发行人调整票面利率选择权、投资者回售权、发行人转售选择权的企业债券，是基于传统企业债券，但在发行期限和含权设计上又有所创新的一类债券。

**对比**

要素	传统企业债发行方案	超长期含权债方案
发行人调整票面利率选择权	一般仅在某一年年末付一次上调票面利率选择权及投资者回售权	发行人多次调整票面利率选择权及投资者回售权
	一般均为向上调整票面利率	利率调整方向可向上亦可以向下
发行人转售选择权	发行人受让投资者回售的债券后，一般只能予以注销	发行人受让投资者回售的债券后，有权选择将回售债券进行转售或予以注销

www.lhratings.com 联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

## 2.4 超长期含权债：优势

以5+5N年期超长含权债方案为例，定价方式使得债券票面利率每5年调整一次，且投资者每隔5年有回售选择权；对投资者来说，相当于持有有一个5年期债券，因此其票面利率相当于5年期债券的利率。但相比5年期债券的优势如右边两点：

案例

- 1、超长期含权债方案设计确保发行人以贴近5年期市场利率的成本实现长期险的资金使用，而免去重新上报材料、审核、沟通的时间，大大节约了为此类工作产生的人工成本和时间成本。
- 2、发行人转售选择权的设计确保发行人无需为投资者回售而准备兑付。
- 3、节约了滚动发行所需的承销费用。

较为简单的程序即可实现“滚动发行”

超长期含权债利率调整方向课上亦可向下，当发行人希望延长资金使用期限时，在行权日可以将票面利率调至市场水平；若发行人希望兑付本期债券，则可将票面利率下调，以促进投资者行使回售权。类似给予发行人“回购权”。

赋予发行人灵活控制成本的权利

[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.4 超长期含权债：信用评级



债项级别基本上等同于主体级别，若发行规模偏大、含权设计叠加导致部分时点存在集中兑付压力将对级别产生不利影响。



[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

# 保险资金运用及保险资产管理产品

中国保监会资金运用监管部 罗桂连  
2015年6月18日

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## ■ 主要内容

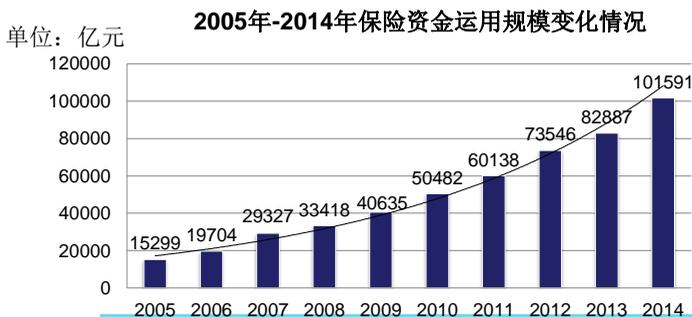
---

- 一、基本情况
  - 二、配置特点
  - 三、主要挑战
  - 四、保险资产管理产品
  - 五、发展展望
-

## 一、基本情况

### (一) 总体规模

- 截至2014年末，保险业总资产10.16万亿元，保险资金运用余额9.33万亿元，近10年总资产平均增速为25%。



业务联系：

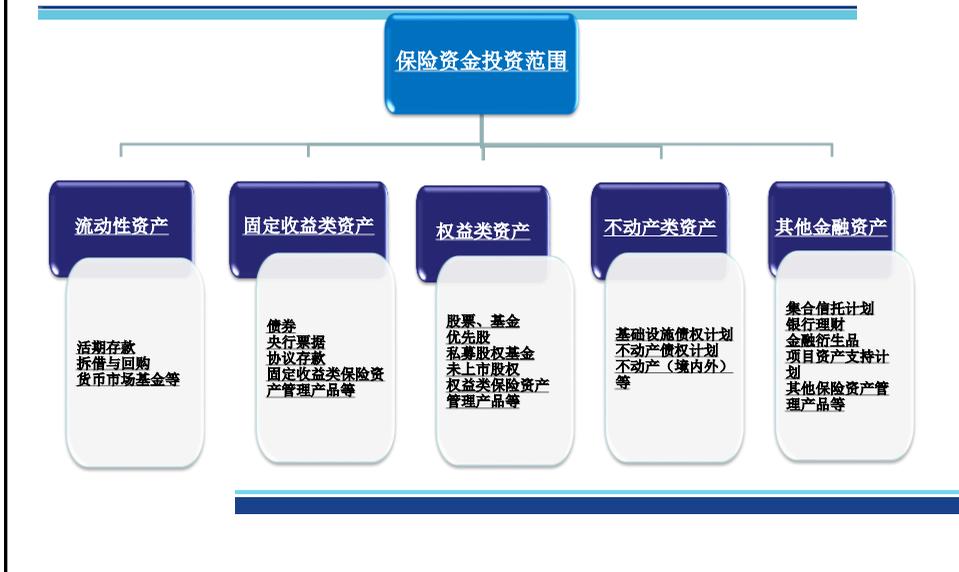
联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

### (二) 投资收益

- 2014年，保险资金运用实现投资收益5358.78亿元；财务收益率6.30%，同比增长1.26个百分点；实现了近五年来最好的投资收益水平。



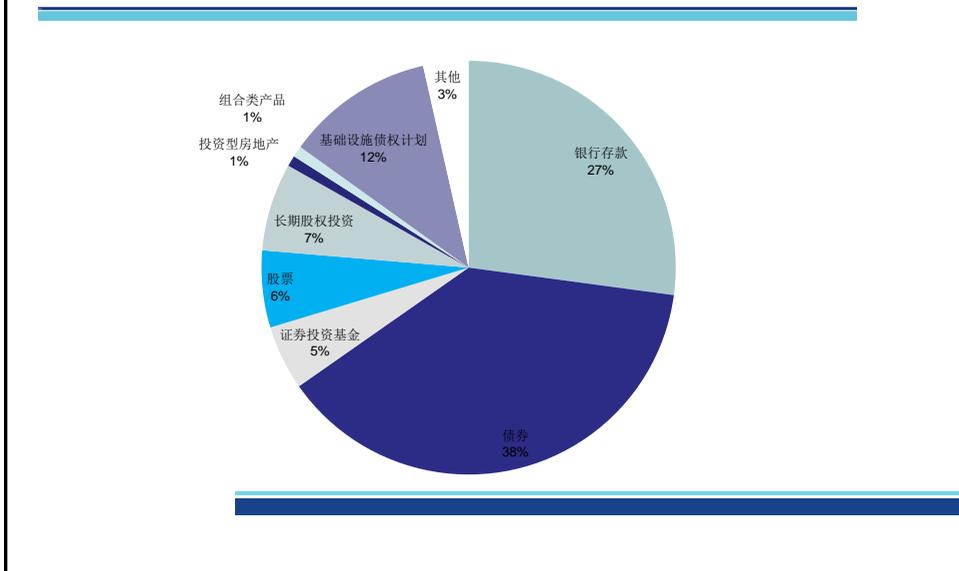
### (三) 投资渠道



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

### (四) 资产配置



## ■ （五）资金特性

---

- **资本性。**保险资金可以为社会经济发展提供急需的资本投资，增加企业资本金，一定程度缓解实体经济负债率高、融资成本高等。
  - **长期性。**保险资金通常期限长、规模大，可以直接对接国家重点重大建设项目等。
  - **稳定性。**保险资金来源稳定，有负债成本要求，追求稳定回报，能够为实体经济提供稳定的资金来源。
- 

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## ■ （六）市场影响力

---

- 债券市场上，保险机构成为仅次于商业银行、基金公司的第三大机构投资者；
  - 在长期债券市场上，已成为最大的投资机构；
  - 在股票市场上，保险机构是第二大机构投资者；
  - 在基金市场上，保险机构已成为最大的机构投资者。
  - 为关系国计民生的重大项目和基础设施建设提供长期稳定资金，服务实体经济发展。比如，保险资金是京沪高铁的第二大股东；投资南水北调工程等。
-

## 二、配置特点

资产类别	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12
一、流动性资产	5.75	6.45	5.17	5.32
二、固定收益类资产	74.2	73.24	69.44	61.72
1、银行存款	27.12	28.65	26.03	23.57
2、债券	47.07	44.59	43.42	38.15
三、权益类资产	14.92	13.97	13.94	16.41
1、股票	6.86	6.5	5.58	6.01
2、证券投资基金	4.91	4.63	4.02	4.09
3、长期股权投资	3.14	2.84	4.33	6.3
四、不动产类资产	3.14	3.58	7.12	8.68
1、投资性房地产	0.55	0.53	0.9	0.84
2、基础设施投资计划	2.59	3.05	6.22	7.84
五、其他投资	1.99	2.76	4.34	7.87
合计	100	100	100	100

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

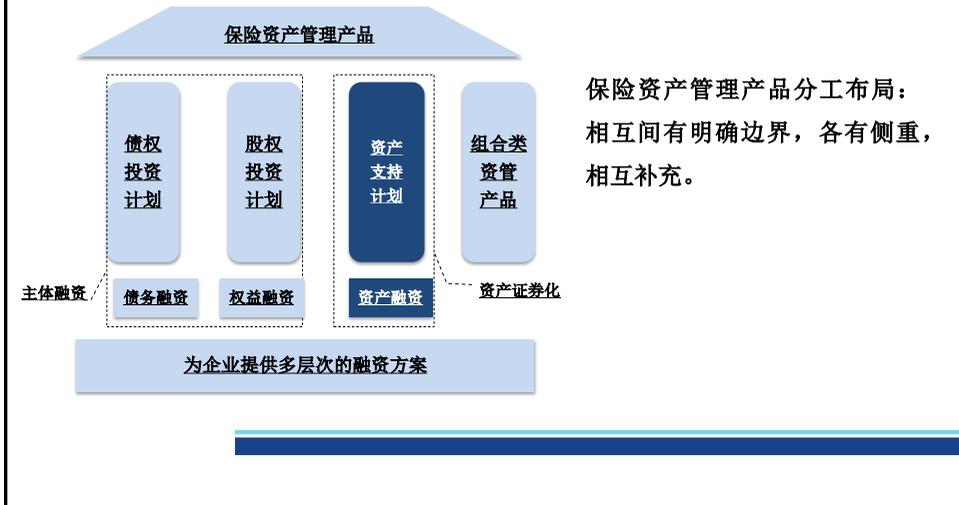
联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 三、主要挑战

- (一) 资产负债匹配挑战
- (二) 收益率变动挑战
- (三) 全球多元化配置挑战
- (四) 投资能力的挑战
- (五) 负债成本逐年走高
- (六) 外部风险的挑战

## 四、保险资产管理产品

### (一) 主要投资工具



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

### ■ 基础设施投资计划

- **方式：**通过保险资产管理公司发起设立的债权投资计划、股权投资计划等方式投资基础设施项目。
- **投资行业：**目前，投资项目包括交通3250.09亿元、不动产（含土地储备、棚户区改造、保障房、商业地产）3070.68亿元、能源2120.10亿元，合计占比88.17%。其他主要为水利、市政等基础设施和公用事业项目。
- **投资区域：**目前，投资区域覆盖全国27个省市，投资规模前五位的区域分别是上海980亿元、北京903.20亿元、江苏747亿元、天津503.80亿元和浙江492.30亿元，占比分别为10.30%、9.49%、7.85%、5.30%和5.17%。

## ■ 资产支持计划

- **定义：**保险资产管理公司等专业管理机构作为受托人设立支持计划，以基础资产产生的现金流为偿付支持，发行受益凭证的业务活动。
- 2012年，我会允许保险资金开展资产支持计划试点业务。2014年7月我部下发了《项目资产支持计划试点业务监管口径》，近期我部向全行业发送《资产支持计划业务管理暂行办法（征求意见稿）》，将资产支持计划业务从试点走向常态化。

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 资产支持计划试点情况

	类债权计划产品	类名股实债产品	类资产证券化产品
<b>试点阶段产品结构差异较大，初步分为三大类：</b>	交易结构与债权计划基本一致，具有明确投资项目和偿债主体，还款来源为偿债主体综合现金流。注册规模155亿元，占比22.72%。	以基金LP份额或是信托计划份额为基础资产，但投资收益不依赖基础资产，融资主体通过回购承担偿付责任，实质是主体信用融资。注册规模370亿元，占比54.23%。	交易结构与资产证券化产品相似，基础资产转移给计划，以其产生的现金流为计划提供偿付支持，同时具有增信方安排。注册规模157.224亿元，占比23.05%。

前两类产品形式与债权投资计划、股权投资计划存在交叉。

## ■ 股债结合等创新产品

---

- **股债结合：**针对实体经济负债率较高，长期资本金供给不足等问题，保监会借鉴发达市场国家的经验，支持保险机构发挥保险资金期限长、规模大的优势，运用股债结合等类优先股形式，对接实体经济融资项目，满足不同融资需求。比如，泰康资产发起设立了360亿元的中石油管道股权投资计划，中国人寿投资了100亿元的苏州产业基金项目等。

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## ■ (二) 产品的发行机制

---

- 2013年初，保监会将基础设施投资计划等保险资产管理产品的发行审核方式由备案制改为注册制，规范了注册标准和业务流程，成立了产品注册中心进行集中审核登记，改变了过去逐单审批的运作机制。
- 从近一年来的运作情况看，基础设施投资计划注册制改革前规模为2941亿元，2013年末规模为6393.08亿元，2013年增量为3452.08亿元，一年的发行规模超过过去7年的总和。从数字看，成效是显著的。
- 中国保险资产管理业协会成立后，将正式负责保险资产管理产品的注册工作，进一步提高产品注册审核效率。

### ■ (三) 具体案例

#### ➤ (1) 基础设施投资计划

序号	投资年度	投资计划名称	规模(亿元)	偿债主体	期限	收益率(%)	投资项目	担保机构
1	2013	华泰一武汉保障房债权投资计划	30	1、武汉市土地整理储备中心2、武汉市都市产业投资发展有限责任公司	7	6.55	汉阳区黄金口等三项保障房项目	中信银行
2	2011	平安-赣铁债权投资计划	19	江西省铁路投资集团公司	10	5.32	昌九城际铁路项目和沪昆铁路客运专线杭长段	民生银行
3	2013	平安一联投集团债权投资计划	50	湖北省联合发展投资集团有限公司	10	7.3	四条城际铁路项目	兴业银行
4	2014	长江养老-南昌水投债权投资计划	10	南昌水利投资发展有限公司	7	7.2	象湖、抚河截污工程和幸福水系综合整治工程	浦发银行

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

### ■ (三) 具体案例

#### ➤ (2) 股权投资计划（中石油管道项目）

- 中国石油天然气股份有限公司（简称中石油）与保险资金和有关社会资金，共同设立中石油管道联合有限公司（暂定名，简称管道公司），开展天然气管道工程建设等相关业务，注册资本400亿元。中石油以其评估值为200亿元的部分西气东输管道净资产出资，认缴其中50%股权，保险资金与有关社会资金合计认缴其余50%股权。其中，泰康资产等保险机构发起设立投资计划，募集保险资金360亿元，认缴30%股权，投资期限10-20年；北京国联能源产业投资基金（简称国联基金）出资240亿元，认缴20%股权。

### ■ (三) 具体案例

---

- (2) 股权投资计划（中石油管道项目）
  - 中石油、泰康资产及国联基金约定，保险资金预期年投资收益率约为6.5%。泰康资产等保险机构可在投资第10年及投资期届满时，要求中石油或中石油指定机构，收购保险资金持有的管道公司股权。
  - 创新性比较显著：一是确立了固定收益特征较强的股权投资模式；二是为研究解决我国长期资本供给不足及资本多元化等问题提供了有益的思路；三是开辟了保险资金服务实体经济的新角度，有利于探索保险资金深化与中央企业合作、充分挖掘社会优质资源、支持国家经济发展的新渠道；四是建立了股权投资退出及第三方承诺机制，基本保障了投资的本金及收益，创新风险相对可控。
- 

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

### ■ (三) 具体案例

---

- (3) 保险资金投资苏州产业基金项目
  - 苏州国发创业投资控股有限公司（苏州市属国有公司，简称国发创投）发起设立并管理100亿元的股权基金，投资于苏州城市发展和城乡一体化建设等项目，存续期12年。基金份额划分为A、B、C三个级别，金额分别为60亿元、10亿元和30亿元。其中，A级为优先级，B、C级为次后级，A级和B级份额享有每年不低于7.5%的承诺收益。
  - 国寿投控运用国寿集团、国寿股份和国寿财险3家公司的保险资金，以有限合伙方式，认购全部A级份额，投资期10年。
  - 该基金的其余40亿元份额由东吴证券和国发创投出资，东吴证券通过资产管理产品募集10亿元认购B级份额，国发创投代表苏州市政府出资30亿元认购C级份额。
-

### ■ (三) 具体案例

---

- (3) 保险资金投资苏州产业基金项目
  - 主要风险防范措施有：
  - 与苏州城市建设投资发展有限公司签订协议，约定投资期满，或投资期间发生实际收益低于预期等特定情形，由苏州城投受让中国人寿持有的全部基金份额，且收购金额至少覆盖投资本金和预期收益；
  - 与苏州市财政局、中国银行苏州分行、浦发银行苏州分行签订资金监管协议，约定由苏州市财政局在两家银行的资金监管账户存入75亿元收购备付金，如苏州城投未按约定支付收购款，则由备付金支付，备付金不足的差额部分，由两家银行补足；
  - 约定取得基金投资顾问委员会5个席位中的3个。
- 

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## ■ 五、发展展望

---

- “新国十条”确立的新起点
  - “偿二代”重塑监管机制
  - 保险资金运用市场化改革的深化
-

## 我国债券市场发展流行观点的解析

证监博士后科研工作站  
许余劫

2015年6月18日



### 即将分享内容及观点的提要

一 图说我国债券市场整体情况

二 债券市场发展的几大逻辑

三 几点政策建议的思考

## 一、图说债券市场整体情况（1）

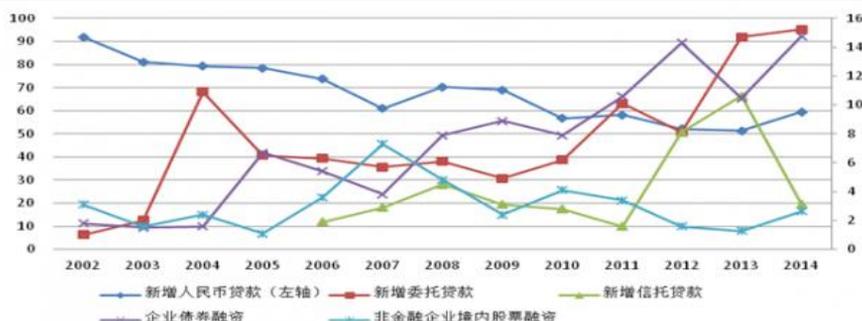


图1. 社会融资规模占比比较 (单位: %)

- 我国的直接融资体系一直不发达，银行业资产占金融系统的比例一直高达95%左右。在这样一个银行占主导的间接融资金融体系下，风险最终由银行承担，难以分散出银行体系，从而金融运行和经济发展都积累了相当大的风险。这是我国金融市场融资结构不合理的突出表现。发展债券市场的基本初衷就是转移并分散银行体系内风险，化解金融风险过度集中于银行体系的难题。

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 一、图说债券市场整体情况（2）

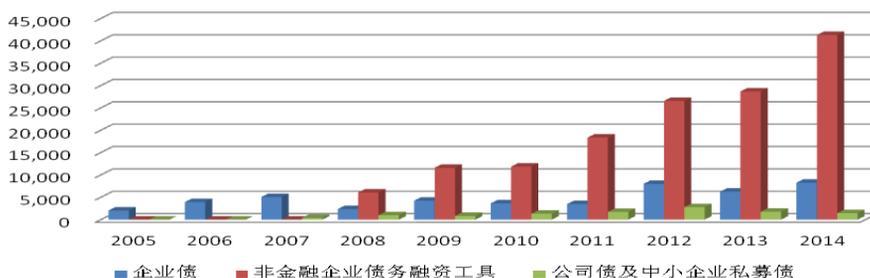


图2. 信用类债券市场逐年发行规模 (单位: 亿元)

- 监管分割：九龙治水；
- 投资人分割：银行不能进入交易所市场，只有上市银行才可以进入交易所债券市场，其他银行通过理财还有资产管理计划；
- 产品分割：现券、回购以及资产证券化都存在分割。

## 一、图说债券市场整体情况（3）

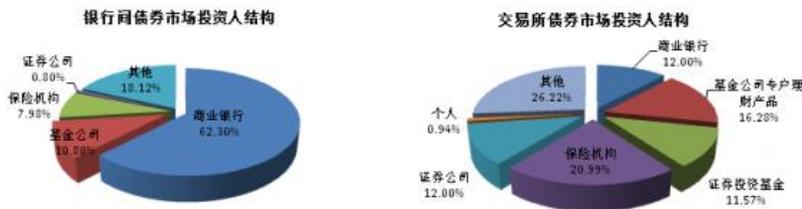


图3.我国债券市场的投资人结构

- 截止2014年12月底，商业银行持债占比超过60%（市场上大约70%的国债、50%以上的中票、77%以上的信贷资产证券化都为银行体系内持有），基金公司持有11%不到，保险机构持有8%不到，证券公司持有微乎其微，0.8%不到，其他投资者（包括特殊结算成员、信用社、非金融机构以及境外机构等）合计持有18%左右。
- 居民财富中金融资产大部分是储蓄存款（60%左右），近些年兴起的银行理财约占10%左右，投资基金份额约占1.8%，高风险的股票在去年4月份股市还没有火爆之时还能达到8%左右，但固定收益类的债券产品从来没有超过1%。

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 一、图说债券市场整体情况（4）

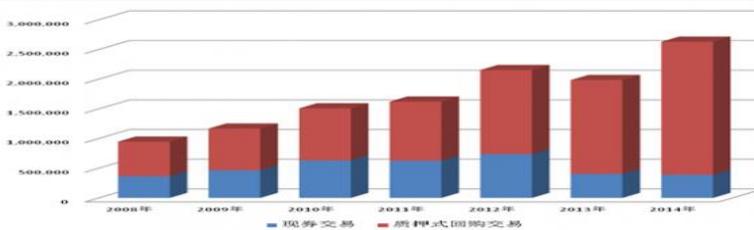


图4.银行间债券市场现券交易量及回购交易量变化情况（单位：亿元）

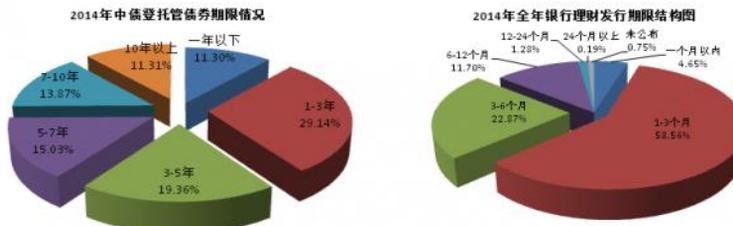


图5.银行间债券市场期限趋于短期化

## 二、债券市场发展的几大逻辑——直接融资功能-1

### 正方观点：

- 债券和股票一样是直接融资，银行投资债券可以为实体经济服务，降低企业融资成本。



### 反方观点：

- ◆ 银行成为银行间债券市场的主要投资者，使债券的直接融资性质退化为间接融资，只是“贷款市场披上了薄薄的一层面纱而已”。

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 二、债券市场发展的几大逻辑——直接融资功能-2

### 科普逻辑

- 发展“信用类债券市场”、“大力提高直接融资比重”，旨在化解金融风险过度集中于银行体系难题。
- 贷款：一对一；债券：多对多。
- **判断直接融资的标准还应当考虑风险由谁真正承担**——是由直接对接融资方的投资人承担，还是由吸收老百姓储蓄作为资本的银行来承担。
- 如果银行大量持有公司债券，会导致债券变相信贷化，不但不利于发展直接融资，还会增加银行体系的系统性风险。在银行资产负债表上变化的不过只是换了一个记账科目，可是带来的问题比单纯的贷款还要多——债券有估值和评级上的波动，在资金面紧张时，市场风险在封闭的银行间市场传播，债券遭遇集中抛售但找不到买家，就可能演变成系统性金融危机的流动性风险。

## 二、债券市场发展的几大逻辑——投资者结构-1

### 正方观点：

- 我国是以间接融资为主的国家，银行持有债券的比例自然相对较高。现实中，银行持债的比例虽然很高，但还是在持续下降的。而且，银行间债券市场在原有商业银行的基础上，新增了保险公司、证券公司、基金公司等金融机构，也包括企业年金、保险机构产品、信托产品等非法人投资主体，还有非金融机构和境外机构等。



### 反方观点：

- ◆ 商业银行在整个债券市场中处于主导地位，持有的债券一直超过60%，信用类产品银行持有的比重平均为45%左右（加上清所的2.5万亿左右的银行间市场债券。银行间债券市场本质上仍然是银行间的债市。

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 二、债券市场发展的几大逻辑——投资者结构-2

### 科普逻辑

- **投资者结构展现了中国债市发展思路的差异性。**机构投资者为主符合债券大宗交易与精确量化要求等特征，我国债券市场在1997年后逐步形成以机构投资者为主的格局。和我国以银行等国有金融机构为主导的债券市场不同的是，国际市场上的机构投资者的利益更加多元化，他们大多为公众投资人服务，能够实现市场风险分散化。
- 在欧美发达国家，对于居民而言，债券是除了货币之外最主要的金融资产。不但债券市场的整体规模远远超过了股票市场，且居民投资风险较低的固定收益类证券占比一直较高，市场除了对上文提到的实现高效率的、真正的直接融资意义重大外，居民还可以通过投资债券市场抵抗通货膨胀、为子女教育和自己养老作合理的理财规划、分享经济增长中资产增值收益，真正做到“藏富于民”。

## 二、债券市场发展的几大逻辑——场外与场内之争-1

### 正方观点：

- 我国的债券市场组织体系建设上，经历过柜台市场为主，到交易所市场为主，再到银行间市场为主的三个阶段，人们对债券市场应当采用以面向机构投资者的场外市场为主体的模式达成了共识。
- 银行为主要投资人的机构间场外市场；交易所债券市场应该定位为面对中小投资者场内市场。



### 反方观点：

- ◆ 银行间场外市场是银行主导的机构间私募市场，存在不透明的弊端。债市核查风暴揭示出我国银行间债券场在债券发行、销售、交易等多层次和环节的制度、风险监测与控制上存在的诸多问题；金融机构利用债券定价、分配的权利进行寻租，通过现券交易、丙类户、代持养券等方式进行套利与利益输送。

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 二、债券市场发展的几大逻辑——场外与场内之争-2

### 科普逻辑

- 国际上场外市场是债券交易的主要流通场所，这主要是由债券的属性和债券市场的投资者结构所决定的。但真正值得探讨和深究的问题是：**我们到底需要一个什么样的场外市场？**我们需要一个高透明、竞争性的场外市场。
- 长期以来，国内外场外交易市场都存在透明度较低、交易成本较高的问题。随着债券交易电子化和透明化程度的提高，电子交易系统逐步取代传统的电话交易成为主要的债券交易渠道，国际上的场内场外市场界限趋于模糊，争论场内场外已经变得没有意义。
- 成熟债券市场的最大特点是市场分层——交易商之间的批发市场和交易商与客户之间的零售市场。前者主要有大型投行、银行等交易活跃的机构参与，是批发性的市场；后者则主要在大型金融机构（尤其是开展做市业务的机构）与终端投资者之间进行，是零售性的市场。

## 二、债券市场发展的几大逻辑——市场分割-1

### 正方观点：

- 债券市场分割实际上是一个伪命题。从规模上看，中国债券市场的主体是以机构投资者为主体的场外模式银行间债券市场，交易所市场仅仅是补充。在当前分业经营分业监管的体制下监管机构的监管行为扭曲，即**封建式监管**，才是影响债券市场进一步发展最主要的障碍。



### 反方观点：

- 银行间债券市场与交易所市场并存是债券市场分割的突出表现，与市场分割并存的是投资人分割、同实质产品的分割与监管分割，随之而来导致了一系列的规则不统一与混乱。

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 二、债券市场发展的几大逻辑——市场分割-2

### 科普逻辑

- 首先需要承认人为的**投资人分割**。1997年，为了限制违规资金投资股票，对银行资金参与股市的情况要有所控制，银行退出交易所（股市）无疑是合理的，但经过接近20年的发展，当前的法律环境、金融环境和市场环境都已经发生了根本性的变化，银行的风险管理与风险控制能力已经得到加强，再限制商业银行参与交易所债券市场，可以比照比纯银行间外汇市场看“黑匣子”。
- 通过资产证券化，可以看出**产品分割**的产生的负面影响、创新动力不足及各种扭曲表现。
- **监管分割**——信用债券市场监管规则的不统一，导致旨在规避监管的限制，监管套利和监管竞争下的银行表外业务迅速兴起，由此产生了诸如非市场化、非证券的多样化债务问题。需要理顺监管体制。

### 三、几点政策建议的思考-1

#### 一、统一规则、后台，放开前台竞争

- 统一规则，引入竞争：

一级市场方面，我们可以借鉴美国针对公司债券公募和私募发行的不同约束条件和规则。在《证券法》框架下，统一信用类债券市场的一级市场需要的市场主体准入条件、信息披露规则、投资者适当性制度、投资者保护制度和资信评级要求等各项监管规则，以防止监管套利；

二级交易市场方面，在现有市场格局基础上，适度引入竞争机制。在满足统一的投资者规则要求的前提下，允许发行人和投资者自主选择交易场所，促进市场良性竞争和互联互通。在新的电子交易平台上，任何交易者都可以提供流动性，交易商和他们的专业客户之间的差别也会变得模糊，而市场透明度与证券流动性的提高才可以吸引个人投资者（零售）和机构投资者（批发）的广泛参与。

- 统一的登记结算后台：

建议以风险管理需求为导向统一登记结算后台，实现债券市场的顺畅流转和信息共享，建立功能完善的交易结算体系和统一的信息平台。在现代技术基础上统一或者联通债券登记、托管、结算，以实现信息的互通有无。

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

### 三、几点政策建议的思考-2

#### 二、理顺监管体制

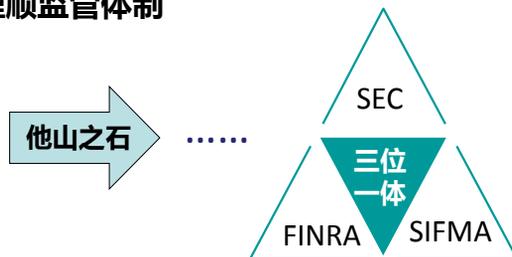
- **SIFMA**：成立于2006年11月，由美国债券市场协会与证券业协会合并而成，总部位于纽约，在伦敦和香港设有分公司。

- **FINRA**：成立于2007年，是由纽交所和美国证券交易商协会（NASD）的自律监管部门合并而成的，它是一个承担金融行业自律职能的组织，本身是一个公司，通过与券商签订合同来承担行业自律监管的职能。具体而言，是通过制定和实施各项规则来实现对其会员机构商业行为的自律监管，为投资人和投资银行之间的商业纠纷提供仲裁和调解机制。FINRA制定的各项规则都需要SEC的批准。

- **SEC**：大萧条和《1933年证券法》的产物。债券市场职责：加强公司信用类债券市场的执法监管，针对证券注册标准、证券欺诈、内幕交易、利益输送和市场操纵等违法行为进行监督，对自律监管机构出台的规则进行指导。

## 五、几点政策建议的思考-2

### 二、理顺监管体制



- **具体建议：**

借鉴海外如美国的金融监管模式，在《证券法》框架下，构建我们自己的“**执法监管（SEC）、授权自律监管（FINRA）以及行业协会（SIFMA）**”三位一体的市场监管体系。

同时，加强不同监管机构间（主要指财政部、发改委、税务总局和一行三会等）的协调与合作。

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 新常态、新政策、新债市

主讲人：刘延冰  
国海证券资本市场部



二〇一五年六月

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 目 录

- 第一章 整体经济形势介绍
- 第二章 证监会公司债券
- 第三章 交易商协会债务融资工具
- 第四章 发改委企业债券
- 第五章 其他金融产品及金融创新

## 1.1 宏观经济环境

### ➤居民财富大转移

存款时代、地产时代——金融时代

### ➤人口结构大拐点

地产见顶、利率驱降、金融崛起

### ➤货币政策大转折

从钱荒到低利率

### ➤资本市场大时代

直接融资助力转型创新



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 1.2 资本市场环境

降准降息交替出现，旨在控制经济下行的通缩风险，降息周期下股债双牛的格局凸显



### 1.3 债务资本市场的新态势

#### 违约

- 违约风险不断上升，信用债市场分化正在不断加剧；
- 例：超日债、湘鄂债、中富债；天威债、桂有色中票

#### 放开

- 证监会主管下公司债放开，扩大发债主体范围
- 发改委出台四类专项债券发行指引，包括城市地下综合管廊建设、战略新兴产业、养老产业、城市停车场建设，放宽发债门槛。

#### 创新

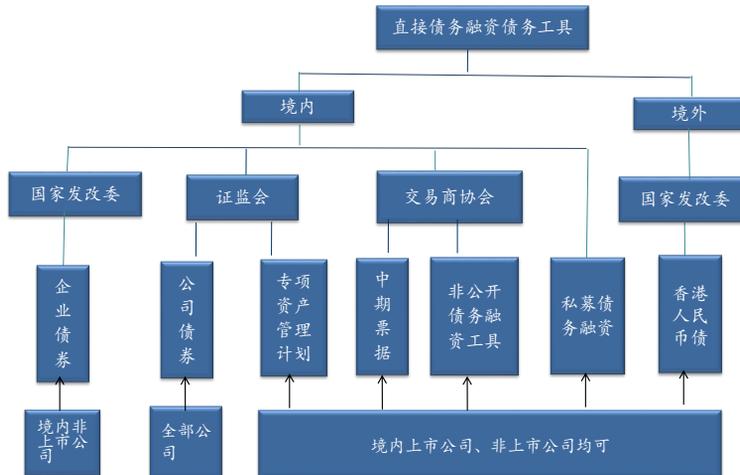
- 可交换债、并购重组债
- 永续期企业债、项目收益债
- 永续中票、项目收益票据
- 资产证券化产品



业务联系：

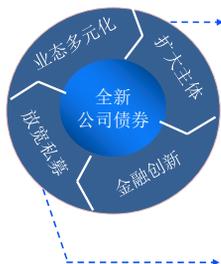
联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

### 1.4 债务资本市场主要产品



## 2.1 公司债券新政特点

1月15日证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》。本次发布的办法是对2007年8月发布的《公司债券发行试点办法》的修订版本，修订的目的是为了规范发展债券市场，提高直接融资比重，缓解融资难、融资贵问题，支持经济稳增长、调结构



### □ 扩大发行主体范围，放松发行条件

《管理办法》将原来限于境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司的发行范围扩大至所有公司制法人。同时明确规定，发债主体不包括地方政府融资平台公司。同时，取消了试点中“发行期限一年以上”的限制，改为“约定在一定期限”，并未提及“不超过最近一期末净资产余额的百分之四十”的限制。为将来《证券法》取消“百分之四十”规定后的落实留下余地。

### □ 丰富债券发行方式

《管理办法》在总结中小企业私募债试点经验的基础上，对非公开发行以专门章节作出规定，全面建立非公开发行制度。我们认为新规对发行主体、发行方式、交易场所的放宽将利好交易所债券市场的发展，私募市场是重要突破口。新办法基本将交易所公开发行债券市场的准入门槛与银行间债券市场降到同一水平，然而是否能够吸引银行和银行理财资金参与交易所债券市场还存在一些隐性政策和协调上的不确定性。新办法并未提供比银行间市场更有竞争力的发行和交易条件，因此，公募债券短期预计很难看到银行参与度的提升。但随着私募债券备案制的放开，预计此类品种将凭借高收益和灵活的条款成为部分较高风险偏好资金的新宠。特别是在资金利率率长期趋势下行的背景下，不排除部分理财资金将适当配置此类品种以提高产品收益率。



业务联系：

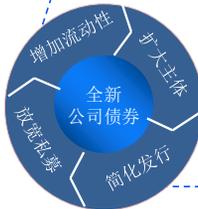
联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.1 公司债券新政特点

1月15日证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》。本次发布的办法是对2007年8月发布的《公司债券发行试点办法》的修订版本，修订的目的是为了规范发展债券市场，提高直接融资比重，缓解融资难、融资贵问题，支持经济稳增长、调结构



### □ 增加债券交易场所

《管理办法》将公开发行公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统（“新三板”）；非公开发行公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台。

### □ 简化发行审核流程

《管理办法》取消公司债券公开发行的保荐制和发审委制度，以简化审核流程。根据新办法，公开发行的公司债券只需编制和报送申请文件，证监会受理后三个月内作出是否核准的决定，而仅面向合格投资者公开发行的公司债券的核准程序还将进一步简化。非公开发行债券采取备案制，只需在发行完成后五个工作日内向证券业协会备案。并放松了首次发行的时间和金额。



## 2.2 案例：舟山港（小公募）+洲际油气（非公开）

### > 舟山港公开发行公司债券

- > 此次舟山港债券发行规模7亿元，期限5年，公司债由浙商证券主承销，39家机构参与网下认购，认购金额为33.9亿元，认购倍数4.84倍，最终确定票面利率4.48%，创近期债券市场AA+债券最低利率。
- > 据舟山港公司债券募集说明书显示，本次债券募集资金主要用于舟山港集团补充经营流动资金及置换利息较高的银行贷款。



### > 洲际油气非公开发行公司债券

- > 洲际油气公司债券的发行是债券新政改革后首单成功发行的非公开公司债券，其成功发行标志着非公开公司债券发行工作正式开闸，为新常态下中国债券市场公司债券的扩容吹响了第一声号角！
- > 洲际油气本期债券发行规模为13亿元，主承销商为长城证券。本期债券主体/债项评级为AA-/AA-（联合信用），无担保，票面利率为7.5%。



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.3 公司债券基本发行要求

- > 根据《管理办法》，公司债券发行主体由原上市公司、证券公司拓宽至所有公司制法人，可采用公开及非公开两种方式发行，并取消了保荐制和发审委制度，简化审核流程，公司债券进入历史性的快速发展期

发行方式	公开发行	非公开发行
发行主体	<input type="checkbox"/> 公司制法人	<input type="checkbox"/> 公司制法人，且不属于负面清单范畴
审核方式	<input type="checkbox"/> 核准	<input type="checkbox"/> 备案
净资产限制	<input type="checkbox"/> 股份有限公司净资产不低于3,000万元，有限责任公司和其他类型企业净资产不低于6,000万元	<input type="checkbox"/> 无
净利润	<input type="checkbox"/> 最近三个会计年度平均净利润足以支付其自身发行债券一年的利息	<input type="checkbox"/> 无
发行规模限制	<input type="checkbox"/> 累计余额不超过净资产的40%	<input type="checkbox"/> 无
资金使用	<input type="checkbox"/> 募集资金应当用于核准用途 <input type="checkbox"/> 除金融类企业外，募集资金不得转借他人	<input type="checkbox"/> 募集资金应当用于约定的用途 <input type="checkbox"/> 除金融类企业外，募集资金不得转借他人



### 2.3 公司债券基本发行要求（续）

项目	公开发行	非公开发行
信用评级	<ul style="list-style-type: none"> <li>应当委托具有从事证券服务业务资格的资信评级机构进行信用评级；债券有效存续期间，应当每年至少向市场公布一次定期跟踪评级报告</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>是否进行信用评级由发行人确定，并在债券募集说明书中披露</li> </ul>
流通地点	<ul style="list-style-type: none"> <li>应当在依法设立的证券交易所上市交易、全国中小企业股份转让系统或者国务院批准的其他证券交易场所转让</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>可以申请在证券交易所、全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台转让</li> <li>仅限于合格投资者范围内转让</li> </ul>
信息披露	<ul style="list-style-type: none"> <li>涉及的重大事项要求强制披露</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>应当按照募集说明书的约定履行</li> </ul>



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

### 3.1 债务融资工具产品介绍

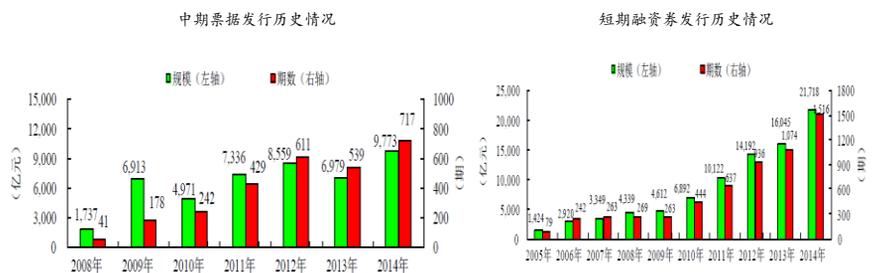
交易商协会债务融资工具主要产品类别如下：

- 短期融资券
- 中期票据
- 非公开定向债务融资工具
- 中小企业集合票据
- 超短期融资券
- 永续中票



### 3.2 债务融资工具市场情况

非金融企业债务融资工具市场已经成为我国公司信用类债券的主板市场，短融、中票、PPN是该市场工具谱系中的核心产品。



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

### 3.3 债务融资工具的发行要求

#### 城投公司发行债务融资工具的硬性标准

- ▶ 原则上要求申报企业不得列入银监会融资平台企业名单，对于列入银监会平台名单的企业，若有下列特殊情况，可酌情沟通：
  - 1、偿债能力不依赖当地财政的产业类企业
  - 2、因企业性质为全民所有制而被列入名单的企业
  - 3、因承担保障房建设任务而被列入名单的企业
  - 4、承担城市轨道交通建设任务的企业
- ▶ 房地产收入占比不超过30%，但土地一级开发收入不再视为房地产收入

#### 协会审批重点关注——六真原则



#### 4.1 企业债最新政策

- **一、鼓励优质企业发债用于重点领域、重点项目融资**
- AA+及以上的债券，募集资金用于七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，不受发债企业数量指标的限制。
- 发行战略性新兴产业、养老产业、城市地下综合管廊建设、城市停车场建设、创新创业示范基地建设、电网改造等重点领域专项债券，不受发债企业数量指标的限制。
- **二、支持县域企业发行企业债券融资**
- 县域企业发行用于重点领域、重点项目建设的优质企业债和专项债券，不受发债企业数量指标的限制。
- **三、放宽地方政府债务限制**
- 符合国发[2014]43号文件精神，偿债保障措施完善的企业发行债券，不与地方政府债务率和地方财政公共预算收入挂钩。
- 将本区域企业发行企业债券、中期票据等余额一般不超过上年度GDP8%的预警线提高到12%。
- **四、鼓励企业发债用于特许经营等PPP项目建设**
- 鼓励一般生产经营类企业和实体化运营的城投企业通过发行一般企业债券、项目收益债券、可续期债券等，用于经有关部门批准的基础设施和公共设施特许经营等PPP项目建设。

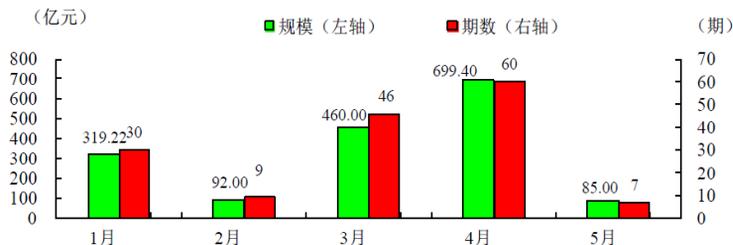


业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

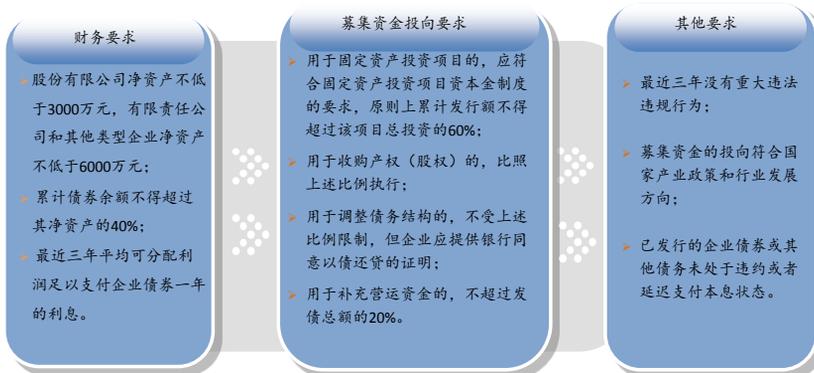
#### 4.2 企业债市场情况

- **企业债券发行数量有所下降**
- 随着公司债的放开，企业债在消化了2014年上报的存量后，后续供给较往年有所下降。



### 4.3 企业债发债要求

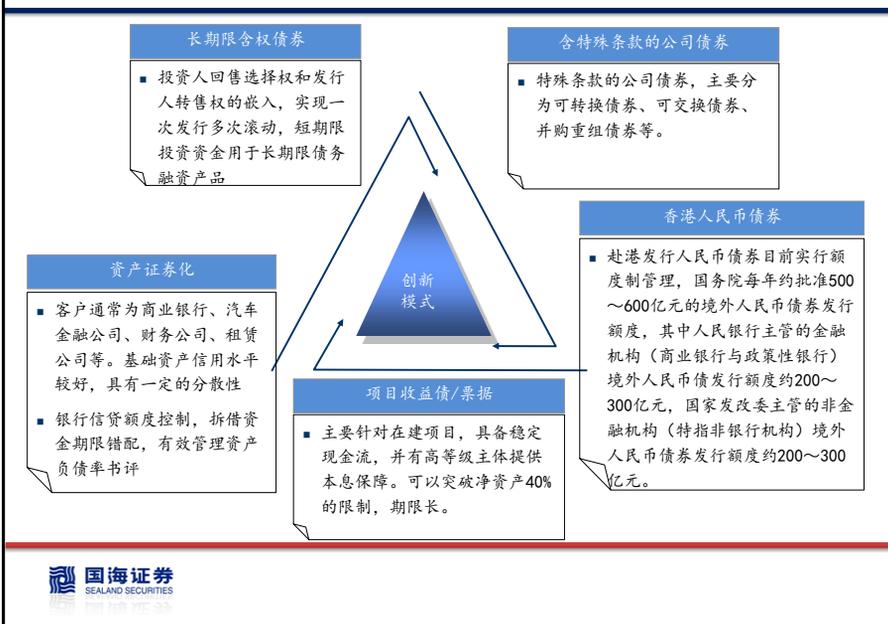
- 国家发改委将企业债券主要分为两类：产业类和平台类。
- 产业类企业债券：具有实体生产经营业务的企业所发行的，募集资金用于产业类固定资产投资项目建设的企业债券。
- 平台类企业债券：政府投融资平台类企业所发行的，募集资金用于公益性或者准公益性固定资产投资项目建设的企业债券。
- 《企业债券管理条例》对企业债券的发行基本条件规定如下：



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

### 5.1 其他金融产品概览



## 5.2 资产证券化产品分类

■ 国内资产证券化市场已推出的产品包括：

以金融机构（主要是商业银行）的信贷资产为证券化基础资产，成为信贷资产证券化；

以企业资产为真官话基础资产，成为企业资产证券化或专项资产管理计划；

由非金融企业向银行间市场发行的资产支持票据，是介于债券与资产证券化之间的一种类证券化产品

■ 除上述产品外，从2007年开始，监管部门及各个金融机构一直推进房地产信托投资基金（REITs）产品

信贷资产证券化	企业资产证券化	资产支持票据	REITS
指银行金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券受益的结构化融资活动	指证券公司以资产转向支持计划为特殊目的载体，以计划管理人身份面向投资者发行资产支持受益凭证，按照约定用受托资金购买原始权益人能够产生稳定现金流的基础资产，将该基础资产的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理业务	非金融企业向银行间市场发行的，由基础资产产生的现金流作为还款支持的，别约定在一定期限内还本付息的债务融资工具	通过发行股票或受益凭证，集合公众投资者资金，由专门机构经营管理，通过将投资不动产所产生的收入以派息的方式分配给投资者，从而使投资人获取长期稳定的投资收益
针对小微企业贷款、信用卡、汽车贷款、个人消费贷款等高收益高风险的信贷资产	针对拥有长周期、稳定现金流的行业，如燃气、水网、垃圾焚烧、保障房等公共基础设施，路桥收费权、电厂收费权等经营性项目	类似于企业资产证券化	房地产项目



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

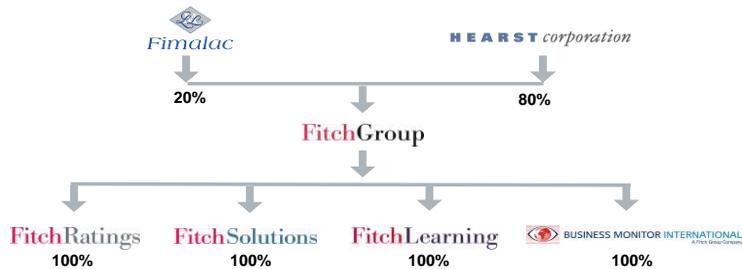
## 目录

1. 惠誉评级概述
2. 中资企业海外债项重点项目分享
3. 评级服务和评级流程

**FitchRatings**

## 公司概况和结构

- 领先的信息服务机构
- 全球三大评级机构之一，在信用领域具备专长和重要市场地位
- 由在巴黎证交所上市的国际企业支持服务公司Fimalac S.A.和多媒体和信息公司Hearst Corporation联合控股
- 创立于1923年，制定并引入了“AAA到D”的评级范围
- 总部分设于纽约与伦敦两地



FitchRatings

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 惠誉评级亚太地区分支机构

分支机构和关联公司：

- 惠誉评级(澳大利亚)有限公司
- 惠誉(北京)信用评级有限公司
- 惠誉(香港)有限公司
- 惠誉评级印度私人有限公司
- PT惠誉评级印度尼西亚有限公司
- 惠誉评级日本有限公司
- 惠誉评级有限公司韩国代表处
- 惠誉评级新加坡有限公司
- 惠誉评级斯里兰卡有限公司
- 惠誉评级台湾有限公司
- 惠誉评级(泰国)有限公司
- 韩国评级
- 联合资信评估有限公司
- 印度评级与研究



FitchRatings

## 惠誉具有领先的市场地位

### 在中国企业首次在国际市场发行债券的 债项评级领域

(2013年1月1日-2015年6月4日)

市场份额	惠誉	穆迪	标普
按交易笔数比较	85%	80%	78%
按发行金额比较	88%	86%	83%

来源: Dealogic  
2013年1月1日至2015年6月4日  
不包括通过第三方备用信用证担保的交易

### 在中国的国际公共财政融资评级领域 (2013年1月1日-2015年至今)

市场份额	惠誉	穆迪	标普
按交易笔数比较	100%	85%	80%
按发行金额比较	100%	90%	87%

来源: Dealogic  
2015年6月1日, 不包括通过第三方备用信用证  
担保的交易

#### 业务联系:

联合资信评估有限公司 刘强 电话: 85679696—8811 手机: 13701082612 邮箱: liuqiang@lhratings.com  
联合资信评估有限公司 马新江 电话: 85679696—8836 手机: 13301118401 邮箱: maxj@lhratings.com  
联合信用评级有限公司 庄园 电话: 85172818—8098 手机: 18601346158 邮箱: 18601346158@163.com

## 案例研究 - 中国长江三峡集团公司

### 惠誉 + 1

主要交易信息 / 2015年6月	
发行人	中国长江三峡集团公司
发行人评级	惠誉: A+ / 穆迪: Aa3 / 标普: A
发行评级	惠誉: A+ / 穆迪: Aa3
形式	Reg S / 144A
期限	2 批: 7年, 10年
规模	7亿欧元 (7年期) 7亿美元 (10年期)
票息	1.7% (7年期) 3.7% (10年期)
承销行	摩根大通, 德意志银行, 中国工商银行, 高盛, 中国银行, 法兴银行, 建银国际, 中信证券国际

投资者构成	
中东投资者	3%
欧洲投资者	34%
亚洲投资者	46%
对冲基金	4%
银行	28%
保险公司及退休基金	22%
其他	1%
资产管理机构	45%



#### 交易亮点:

- 惠誉评级授予三峡财务I (开曼) 有限公司的7亿美元、以及三峡财务II (开曼) 有限公司的7亿欧元高级无抵押票据 'A+' 的最终评级。这两笔票据由中国长江三峡集团公司担保; 三峡财务I (开曼) 有限公司和三峡财务II (开曼) 有限公司均由中国三峡集团全资所有。
- 本交易惠誉的评级为A+, 穆迪评级为 Aa3。
- 该债项主要由各类机构投资者购买。资产管理机构占45%, 银行占28%, 保险公司及退休基金占22%。
- 亚洲投资者的认购将近一半 (46%), 其余的由欧洲 (34%), 美国投资者 (17%) 及中东投资者 (3%) 认购。

FitchRatings

www.fitchratings.com

## 案例研究 – 青岛城市建设投资集团

### 惠誉 +1



主要交易信息 / 2015年2月	
发行人	香港国际（青岛）有限公司
维好协议提供方的发行人评级	青岛城市建设投资集团 惠誉: BBB+ / 标普: BBB
发行评级	惠誉: BBB+ / 标普: BBB-
形式	Reg S
期限	2档期限– 5年期 / 10年期
规模	5亿美元 (5年期); 3亿美元 (10年期);
票息	4.75% (5年期); 5.95% (10年期)
承销行	法巴, 中国招商银行, 华泰金融

#### 交易亮点:

- 该债券是香港国际（青岛）有限公司的高级无抵押债且与发行人的所有债券享有同等权益。
- 该债券受益于维好协议、股权购买承诺以及青岛城市建设投资集团（青岛城投集团）签发的不可撤销跨境美元备用信用协议。
- 惠誉认为，维好协议、流动性支持协议以及股权购买承诺体现了青岛城投集团为确保香港国际（青岛）有限公司拥有充足的资金偿还发行债券的债务的强烈意愿。
- 该票据的惠誉评级与青岛城投集团的发行人违约评级一致，而该票据的标普评级比青岛城投集团的评级低一个级别。
- 本次发行从180个账户获得了25亿美元以上的认购额。
- 惠誉对青岛城投集团的评级可以作为同类企业未来发债的参考基准。青岛城投集团的债项发行为中国的地方政府融资平台今后发行境外债券树立了很好的榜样。

FitchRatings

www.fitchratings.com

#### 业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 案例研究– 阿里巴巴集团

### 亚洲公司所发行的有史以来规模最大的美元债券

主要交易信息 / 2014年11月	
发行人	阿里巴巴集团控股有限公司
发行人评级	惠誉: A+ / 穆迪: A1 / 标普: A+
发行评级	惠誉: A+ / 穆迪: A1 / 标普: A+
形式	Reg S / 144A
期限	6 档期限: 固定利率: 3年, 5年, 7年, 10年, 20年 浮动利率: 3年
规模和票息	3年期10亿美元: 1.625%; 5年期22.5亿美元: 2.5%; 7年期15亿美元: 3.125%; 10年期22.5亿美元: 3.6%; 20年期7亿美元: 4.5% 3年期3亿美元 (浮动利率): 3-mth Libor+52 bps 总计: 80亿美元
承销行	花旗, 德意志, 高盛, 小摩, 大摩, 法巴, 汇丰, 荷兰国际, 瑞穗, 瑞信, 星展



#### 交易亮点:

- 此次发行是亚洲公司历史上最大规模的美元债项发行，也是本年全球最大的投资级债券发行交易之一。惠誉、穆迪和标普对本债项的评级分别为 A+, A1 和A+。
- 此次发行受到市场广泛欢迎。80亿美元六个批次的交易共吸引了550亿美元的订单，订单金额几乎是发行规模的七倍。
- 美国投资者的购买比例约占总规模的四分之三。亚洲投资者对此次债项的认购超过了110亿美元，并获得了15%至20%的份额。
- 此次债项的定价参考了美国蓝筹科技巨头，如亚马逊和易趣。

FitchRatings

www.fitchratings.com

## 案例研究 – 中粮置地控股有限公司 惠誉独家授予评级

主要交易信息 / 2014年11月	
发行人	中粮置地控股有限公司
维好协议提供者的发行人评级	中粮（香港）有限公司 惠誉: A- / 穆迪: A3 / 标普: A-
发行评级	惠誉: A-
形式	Reg S
期限	5 年
规模	8亿美元
票息	3.625%
承销行	中银国际, 星展, 高盛, 汇丰, 澳新, 交银国际, 工银亚洲, 小摩, 永隆

投资者构成	
亚洲投资者	80%
欧洲投资者	20%

投资者构成 (按类型)	
资产和基金管理	58%
银行	16%
私人银行	15%
保险公司	8%
其他	3%



### 交易亮点:

- 中粮置地控股有限公司是中粮（香港）有限公司（A-/稳定）的子公司，后者持有中粮置地67.03%的股份。
- 本票据评级与中粮香港的高级无抵押评级水平相同，因为该票据以授予维好协议以及股权购买承诺协议（EIPU）来确保发行方和保证人员具备足够资产和流动性来满足各自对高级票据的义务。
- 本次发行从262个账户共获得了总计53亿美元的认购额。亚洲投资者购买了80%，欧洲投资者购买了剩下的20%。该交易的成功体现了投资者对于惠誉独家评级的债项的高度认可。
- 从投资者类型看，基金管理公司购买了58%，银行16%，私人银行15%，保险公司8%，其他3%。

FitchRatings

www.fitchratings.com

### 业务联系：

联合资信评估有限公司 刘强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 案例研究– 北京基础设施投资有限公司 3家评级



主要交易信息 / 2014年11月	
发行人	Eastern Creation II Investment Holdings Ltd
维好协议提供方的发行人评级	北京基础设施投资 惠誉: A+ / 穆迪: A1 / 标普: A+
发行评级	惠誉: A+ / 穆迪: A2 / 标普: A-
形式	Reg S
期限	2 档期限 – 3年期和5年期（较长，到2020年1月）
规模	7亿美元（3年期） 3亿美元（5年期）
票息	2.625%（3年期） 3.25%（5年期）
承销行	苏格蘭皇家, 汇丰, 小摩, 工银, 中银

### 交易亮点:

- 该票据由京投公司的全资子公司京投（香港）有限公司（京投（香港））提供无条件不可撤销担保。
- 京投提供了维好协议和股权购买和投资承诺以确保京投（香港）拥有充足的资产和流动性满足京投的20亿美元中期票据计划下发行的债券担保下的债务，该中期票据计划的惠誉评级也为A+级。
- 该票据的惠誉评级与京投的发行人违约评级一致，而该票据的穆迪评级比京投的评级低一个级别，标普的评级比京投低两个级别。
- 到目前为止，惠誉已经为京投发行的总计13亿美元的票据授予评级。

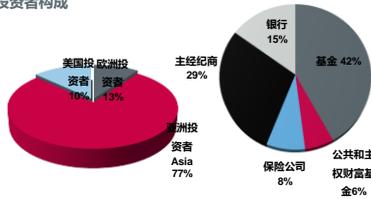
FitchRatings

www.fitchratings.com

## 案例研究 – 中化香港的6亿美元次级永续债

惠誉 + 1

主要交易信息 / 2013年4月	
发行人	中化全球资本有限公司
发行人评级	惠誉: BBB+ / 穆迪: Baa1 / 标普: BBB
发行评级	惠誉: BBB- / 穆迪: Baa3
形式	Reg S
规模	6亿美元
票息	5%
承销行	花旗, 瑞银, 高盛, 大摩, 汇丰
投资者构成	



中国中化集团公司  
SINOCHEM GROUP

### 交易亮点:

- 中国中化集团通过发行混合企业债筹资6亿美元。
- 本交易惠誉的评级为BBB-, 穆迪评级为 Baa3。
- 交易的最终收益定价为5%。
- 总交易认购量达到了37亿美元。该债项由许多机构投资者购买。基金管理机构占42%，私人银行占29%，银行为15%，保险公司为8%，公共和主权财富基金为6%。
- 亚洲投资者的认购占大部分（77%），其余的由美国（10%）和欧洲投资者（13%）认购。

FitchRatings

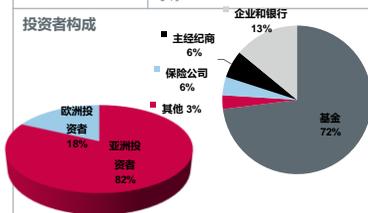
www.fitchratings.com

### 业务联系:

联合资信评估有限公司 刘强 电话: 85679696—8811 手机: 13701082612 邮箱: liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话: 85679696—8836 手机: 13301118401 邮箱: maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄园 电话: 85172818—8098 手机: 18601346158 邮箱: 18601346158@163.com

## 案例研究 – 万科企业股份有限公司

主要交易信息 / 2013年3月	
发行人	万科企业股份有限公司
发行人评级	惠誉: BBB+ / 穆迪: Baa2 / 标普: BBB+
发行评级	惠誉: BBB+ / 穆迪: Baa3 / 标普: BBB
形式	Reg S
期限	5年
规模	8亿美元
票息	2.625%
承销行	汇丰, 德意志, 中银, 星展, 瑞银, 小摩
投资者构成	



### 交易亮点:

- 万科是中国最大的住宅地产商（按收入计），公司通过首次美元债券市场发债集资8亿美元，吸引了70亿美元的认购。
- 本交易的惠誉评级为BBB+，穆迪评级为Baa3，标普评级为BBB。
- 投资者热衷购买万科的债项是因为万科在中国地产行业中是评级最高的借款企业，因此，即使在中国政府出台抑制地产投机的政策背景下，万科仍然可以进入债券市场融资。万科在建设中国政府鼓励的面向大众市场的物业方面，有着非常好的过往业绩。
- 该五年期债项的定价比美国国债高195个基点，和其他同等评级的中国地产参与者相比，发行结果理想。
- 该债项大部分（72%）由基金管理机构购买，说明优质投资人对其有强烈兴趣。

FitchRatings

www.fitchratings.com

## 为什么选择惠誉？

### ✓ 对于获得境内母公司支持和/或使用维好协议发行结构有更深刻的认识和更专业的了解

- 根据得到的数据并在符合条件的基础上，惠誉通过“自上而下”或“自下而上”的评级方法，能够将政府和/或母公司的支持纳入子公司的评级分析中。
- 如果覆盖率的分析满足条件，惠誉可以实现公司发行人违约评级和债项评级的等同（通过维好协议发行结构）。而其他国际评级机构在维好协议发行结构下，通常会以发行人的违约评级作为起点，经过下调后得出债项评级。

### ✓ 发行人可以直接与惠誉信用分析师进行沟通，共同讨论信用观点

- 和其他国际评级机构相比，惠誉在中国（北京和上海）的评级分析师数量更多。
- 惠誉的每个分析师都有专注的评级主体范围，能够在分析和研究上更加突出重点，从而提供更优质的信用评级意见和更有深度的信用研究成果。

### ✓ 透明的评级方法和标准

- 主要行业的评级方法论在惠誉的行业信用因素报告中均有清晰阐述，详情参见fitchratings的网站。

### ✓ 知名的全球投资者都在使用惠誉评级

- 惠誉独家评级、惠誉+1和三家评级的模式已被投资者广泛认可，投资者在内部审批流程中使用惠誉的评级和研究。

### ✓ 执行高效——评级周期快

- 与发行人和承销行合作密切，以确保信用评级报告和研究报告及时公布，满足发行人在新发债项和投资者路演方面的时效要求

FitchRatings

www.fitchratings.com

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 从启动评级到公布评级结果——评级流程介绍



FitchRatings

www.fitchratings.com



# 企业资产证券化发展现状与评级

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co.,Ltd.

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 目录 Contents

**1** 资产证券化业务概况

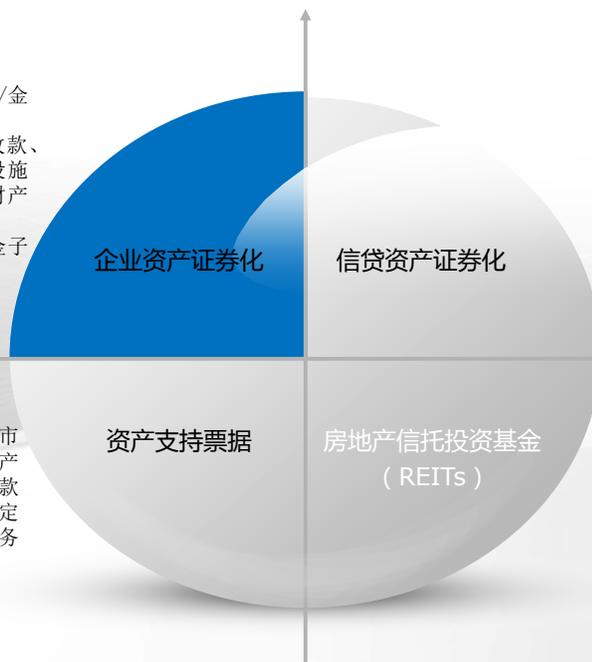
**2** 企业资产证券化发展现状

**3** 企业资产证券化评级关注

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co.,Ltd.

## 1.1 国内资产证券化产品的主要分类

- 主管部门：证监会；
- 发起人：非金融企业/金融机构；
- 基础资产：企业应收款、信托收益权、基础设施收益权、商业物业财产权利等；
- SPV：证券公司/基金公司专项计划



- 主管部门：央行、银监会；
- 发起人：银行业金融机构（商业银行、政策性银行、汽车金融公司、金融租赁公司等）；
- 基础资产：商业贷款、住房抵押贷款、汽车贷款、信用卡贷款等；
- SPV：特殊目的信托

- 非金融企业向银行间市场发行的，由基础资产产生的现金流作为还款支持的，并约定在一定期限内还本付息的债务融资工具

- 监管部门及各金融机构自2007年起筹备推进；

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co., Ltd.

业务联系：

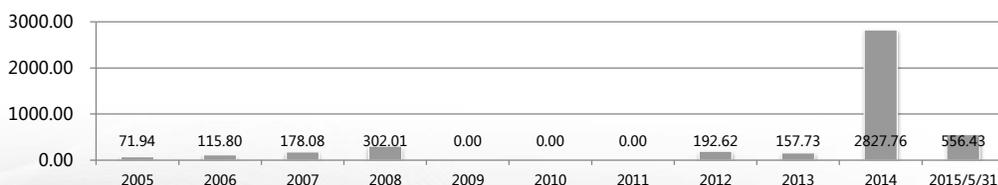
联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

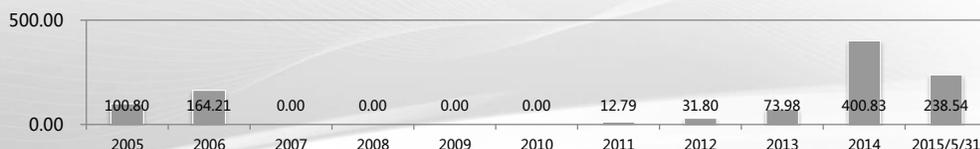
联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 1.2 资产证券化历年政策与发行情况

信贷资产支持证券（亿元）



企业资产支持证券（亿元）



2008. 《关于进一步加强信贷资产证券化业务管理工作的通知》

2009. 《证券公司企业资产证券化业务试点指引(试行)》

2014. 《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》

2014. 《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》

2004. 《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》

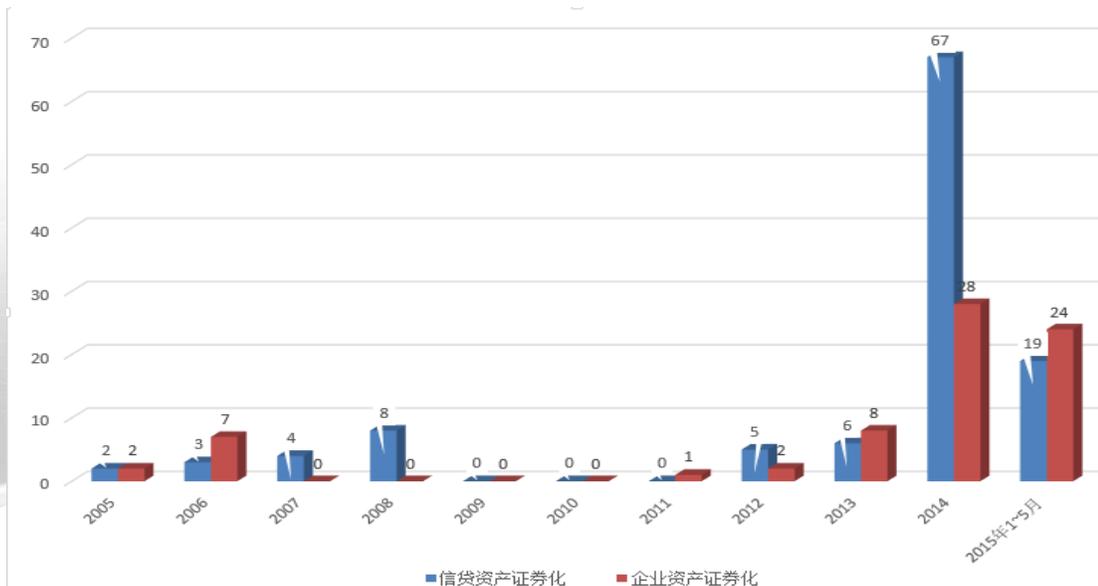
2005. 《信贷资产证券化试点管理办法》

2012. 《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》

2013. 《证券公司资产证券化业务管理规定》

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co., Ltd.

## 1.3 资产证券化历年发行规模



注：截至2015年5月底，根据已公开发行业务产品统计

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co., Ltd.

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.1 国内企业资产证券化业务发展历程

2005	2006	2009	2013	2014
2005年第一单中金联通试点； 2005年8月~2006年8月，8家证券公司试点9单项目	2006年3月，管理细则出台：《证券公司专项资产管理业务的通知》； 2006年~2009年4月，试点总结，期间发生2008年次贷危机	2009年5月，证监会出台了《证券公司企业资产证券化试点业务指引（实行）》，此后推出6单产品	2013年3月15日发布《证券公司资产证券化业务管理规定》，明确企业资产证券化业务发展模式与方向	2014年2月，为配合国家简政放权政策精神，证监会取消证券公司专项计划；2014年11月，《管理规定》重新出台，将审批制改成了备案制，同时将基金子公司纳入SPV范围内

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co., Ltd.

## 2014年证监会新规特点

- **特殊目的载体范围扩大：**《管理规定》将企业资产证券化业务中可以设立特殊目的载体的主体范围扩大，从券商拓展至券商和基金子公司；
- **有负面清单的备案制：**最新的《管理规定》中采取了“有负面清单的事后备案制+基金业协会自律管理”的模式，证券公司或基金子公司需在项目成立后的5个工作日内向基金业协会备案，后者负责实施负面清单管理并在必要时更新；备案制的实施，将极大程度的缩短项目执行周期、提升企业资产证券化业务的融资效率；
- **充实信息披露要求：**《证券公司及基金管理公司资产证券化业务信息披露指引》明确了计划说明书中“专项计划资产的管理安排”中包含的内容、计划说明书中需包含原始权益人风险自留情况和特有人会议安排、细化了在计划说明书中对基础资产的信息披露要求、在法律意见书中需要包含该计划风险隔离的效果和循环购买的有效性（如有）、对信用评级报告（如有）的披露要求做出细化规定并要求信用评级机构定期披露、年度报告的披露时间改为4月30日之前且内容上增加了特定原始权益人的经营情况和各档证券的本息兑付情况等。



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.2 企业资产证券化产品类型

### 既有债权类

- **企业应收款：**工商企业间应收款（中国网通、中国五矿）、
- **租赁债权：**企业设备租赁（远东租赁、广汇租赁）和其他商业租赁的租金回收款等
- **BT类：**保障房工程（徐州市保障性安居工程），棚户区改造工程（建发禾山后埔-枋湖），BT项目回购款（中建三局）

### 小额贷款类

- **小额贷款：**小贷公司或平台发放的小额贷款（金通小贷、阿里小贷）等
- **消费贷款：**汽车个人消费贷款（广汇租赁）、银行个人消费贷款（平安小消）等

### 未来收益权类

- **公用/公共事业收费类：**电费收入（华能澜沧江、南通天电），供热费收入（迁安热力），污水处理费收入（南京公用），供气费收入（嘉兴天然气）等
- **运输收费类：**路桥通行费收入（蒙高速、大成西黄河大桥）等
- **票务收入类：**乐园门票（欢乐谷、长隆公园）等

### 商业物业类

- **商业物业租金及管理费收益权：**（海印股份）
- **商业物业REITS：**（中信启航、苏宁云创）



## 2.2 企业资产证券化基础资产类型

### 既有债权类

- ✓ 企业应收款：工商企业间应收款（中国网通、中国五矿）；
- ✓ 小额贷款：小额贷款债权（中和农信）等；
- ✓ 租赁债权：企业设备租赁（远东租赁、广汇租赁）和其他商业租赁的租金回收款等。

### 收益权类

- ✓ 公用/公共事业收费类：电费收入（华能澜沧江、南通天电等），供热费收入（长春供热），污水处理费收入（南京公用），垃圾处理费收入等
- ✓ 运输收费类：高速公路通行费收入（包东高速公路），公路桥梁通行费收入（大成西黄河大桥），铁路运输服务费收入，公路渡口收费收入，公路隧道收费收入等
- ✓ 票务收入类：乐园门票（欢乐谷、长隆公园）等

### 商业物业类

- ✓ 商业物业类：商业物业租金及管理费收益权（海印股份）、商业物业准REITS（中信启航、苏宁云创）

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co., Ltd.

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.2 企业资产证券化基础资产的选择

根据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及《资产证券化业务基础资产负面清单》总结以下基础资产选择原则：

- 不在负面清单中的项目才可以操作；
- “重大无先例”的项目需由证监会、基金业协会及交易所共同论证。

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co., Ltd.

# 负面清单



1. 以地方政府为直接或间接债务人的基础资产。
2. 以地方融资平台公司为债务人的基础资产。



3. 矿产资源开采收益权、土地出让收益权等产生现金流的能力具有较大不确定性的资产。
4. 两种与不动产相关的基础资产：无稳定现金流的不动产租金债权；待开发或在建占比超过10%。



5. 不能直接产生现金流、仅依托处置资产才能产生现金流的基础资产。
6. 法律界定及业务形态属于不同类型且缺乏相关性的资产组合。



7. 违反相关法律法规或政策规定的资产
8. 最终投资标的为上述资产的信托计划受益权等基础资产。



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.2 企业资产证券化基础资产的选择

### 法律标准

- 资产边界清晰且权利完整（e.g.原始权益人获得该基础资产或产生基础资产现金流的财产性权利以及持续运作的相关法律文件）
- 特定资产本身或所附着资产不存在抵押、质押（通过专项计划相关安排，解除抵押、质押的除外）等法律限制情况
- 基础资产可特定化

#### ➤ 案例1：

主题乐园的经营者：合法拥有土地使用权，项目建设及验收文件，安保与消防文件等；

#### ➤ 案例2：

某高速公路收费权已质押给银行，可否在获批后解除质押？如何操作？



## 2.2 企业资产证券化基础资产的选择

### 现金流标准

- 能产生独立、持续、稳定的现金流；
- 资产存续已有一定期限，且现金流历史记录良好，数据容易获得；
- 有明确的计量方法、核对凭证等；
- 可通过账户设置等方式锁定现金流归集路径；
- 现金流收入由可以预测的要素组成，如销售量、销售价格等

➤ 案例：

门票基础资产现金流的特定化：设立电子销售系统与现金流的特定化



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.2 企业资产证券化基础资产的选择

### 现金流合计规模和原始权益人

- 发行规模建议在5~10亿元以上，对应现金流和及规模为7~15亿元以上
- 在当前阶段主体资质优良的原始权益人更容易获得市场认可



## 2.3 企业资产证券化的意义及作用

**降低中小企业融资成本：**通过资产证券化的结构化安排，优先级证券能够获得超过主体信用的评级

**融资快捷，成本可控：**备案制的背景下，由于发行时间大大缩短，能让企业合理判断获取资金的预期时间；在交易所市场发行，产品成本对标公开市场发行品种，企业融资成本能获得有效控制

**不受净资产规模限制：**可突破传统债务融资工具（如公司债、中期票据等）再融资总额方面不超过净资产40%的限制

### 既有债权类

**盘活存量，可进行报表调节：**针对表内债权资产，资产证券化可以盘活账面存量资产。在不增加企业资产负债率的前提下帮助企业募集营运资金，而募集资金一方面可以满足企业的融资需求，另一方面可以直接用来偿还企业存续的高成本负债，从而间接或直接降低企业资产负债率。

### 未来收益和商业物业类

- 针对表内**固定资产（商业物业等）**，REITs等形式的资产证券化可以做到物业表外持有，将重资产自持型经营转为轻资产表外型运营，减少资产折旧及维护造成的盈利压力；
- 通过将**公共事业类基础资产**做成资产证券化后，有助于化解政府性债务问题，同时也有利于缓解城镇化融资负担。通过市场化的方式解决PPP项目的投资、运营及回报周期偏长的难题。
- **路桥收费收入**的证券化能够为运营公司提供新的融资渠道，并通过内外部增信安排获得超过主体的信用评级。
- **票务收入类资产**的证券化能够将企业未来现金流提前归集使用，有助于拓宽融资渠道。

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co., Ltd.

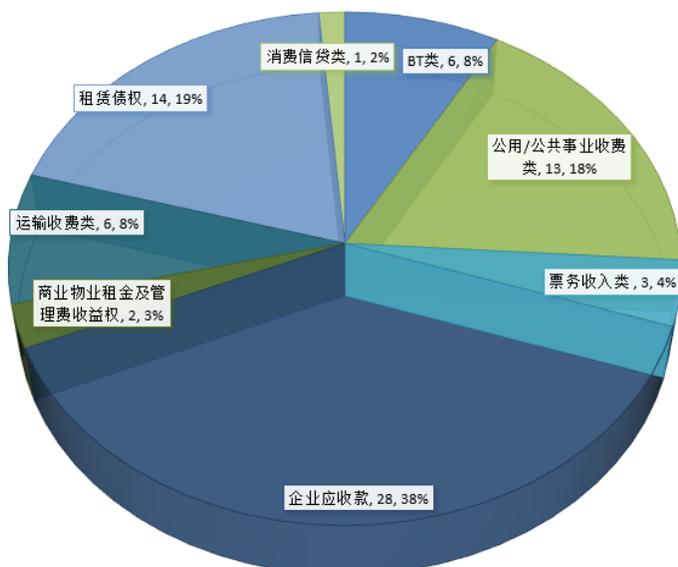
业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 2.4 企业资产证券化发展现状



期限	利率区间	加权平均利率
1年期及以下	5.3%~7.5%	6.07%
2年期	4.5%~9.5%	6.28%
3年期	4.9%~9.5%	6.52%
4年期	5.4%~8.9%	6.73%
5年期	5.4%~9.2%	7.01%

注：2011~2015年5月底，根据已发行产品统计

注：截至2015年5月底，根据已发行产品统计

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co., Ltd.

### 3.1 企业资产证券化信用评级分布情况

	AAA	AA+	AA	合计
<b>既有债权类：</b>				
租赁债权	11	3	0	14
企业应收款	7	0	0	7
BT类	6	2	0	8
消费贷款类	1	0	0	1
<b>未来收益权类：</b>				
运输收费类	5	1	0	6
票务收入类	1	2	0	3
公用/公共事业收费类	6	6	1	13
<b>小额贷款类</b>	17	1	0	18
<b>商业物业类</b>	2	1	0	3

已发行的资产支持证券来看，优先级评级主要集中在AAA和AA+，整体信用质量较高。



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com  
 联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com  
 联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

### 3.2 主流资产证券化的特点——租赁资产

#### 公司需求

**需求：**租赁公司资产与负债期限结构不匹配，资金来源渠道比较单一导致流动性不足。主体信用级别不高，发债成本高。

**意义：**租赁资产证券化有利于租赁公司增加融资渠道，扩大经营规模，提升综合竞争能力，改善资产负债结构，租赁公司主体信用级别不高，通过结构化设计能够提升优先级证券的信用评级，降低融资成本，因而提供租赁公司的盈利水平和能力。

#### 评级关注

**违约率和回收率：**一般通过对历史静态数据分析得出历史违约率与回收率，并结合其驱动因素（租赁期限、设备种类等）与行业历史统计等得出针对特定项目的违约率和回收率；

**资金混同风险：**资产服务机构信用状况恶化，丧失清偿能力或破产导致基础资产的回收款可能与其他资金混同；

**资产池集中度：**债务人集中度、地区集中度、设备类型和制造商集中度分析。

#### 增级措施

**流动性准备金：**流动性准备金账户的设置有利于下期证券息费的正常支付和提高流动性；

**优先次级结构/超额抵押：**劣后受偿的证券对优先受偿的证券提供信用支持；超额抵押方式下证券本息清偿完毕后，资产池剩余收益由发起人持有；

**差额支付/第三方担保：**差额支付承诺和第三方担保可形成一定的外部信用支持。

#### 发展前景

**租赁行业：**在欧美等发达国家，融资租赁渗透率约为15%~30%。我国融资租赁行业仍处于初步阶段，目前的渗透率较发达国家有很大的上升空间。

**租赁公司：**我国中小企业融资困难，租赁资产证券化可以有效地解决中小企业融资困难的问题。



## 3.2 主流资产证券化的特点——小额贷款

### 公司需求

**原因：**相对于银行或其他金融金钩高杠杆，小贷公司的融入资本非常有限。

**解决方法：**小贷公司的资产质量普遍较高、不良率低，资产证券化有助于小贷公司盘活资产，提高流动性，借助资本市场增加其融资来源。另外，资产证券化有助于增加小微企业的贷款规模。

### 评级关注

**借款人偿还能力：**关注借款人的基本情况、历史信用状况；

**资金混同风险：**资产服务机构发生信用危机，丧失清偿能力甚至破产，贷款的本息回收和贷款服务机构其他资金混同的风险；

**主体管理水平：**小额贷款资产证券化通常设置循环购买，很难通过初始入池资产质量评价小贷公司的管理能力，因此需要对主体的股东背景、经营状况、贷款发放流程、风险控制、贷后管理等方面进行综合性的评判；

**违约率和回收率：**违约率和回收率是评价小额贷款质量的核心指标之一，是对小额贷款未来损失估计的基础。结合贷款历史情况、借款人基础信息和信用指标得出违约率和回收率。

### 发展前景

我国目前拥有8,000余家小贷公司和近10,000亿的贷款余额，且在宏观经济下行的大方向下，小贷公司的盈利能力较客观。小贷公司的信贷资产质量高、不良率低，具有证券化的良好基础。在政策加码的情况下，未来，小额贷款资产证券化或将成为小贷公司融资的常规方式之一。

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co., Ltd.

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 3.2 主流资产证券化的特点——应收账款

### 公司需求

**原因：**我国80%企业采取赊销方式，资金需求大。

**解决方法：**应收账款证券化提供一种偿付期与其资产的偿还期相匹配的资产融资方式，对资产负债表中具体项目进行调整和优化，盘活存量资产，增加资产流动性。

### 评级关注

**债务人集中度：**一般来说，资产池中单个债务人应收账款不应超过全部的1%~3%；

**行业集中度：**债务人的行业过分集中可能会受到行业景气度影响导致集中违约；

**损失率或违约率：**损失率或违约率是评价应收账款质量的核心指标，是对应收账款未来损失估计的基础。通过对逾期应收账款比率得出损失率或违约率。

### 增级幅度

**增级幅度决定因素：**债务人集中度及其信用水平、应收账款周转天数、违约率或损失率预估、触发条款和风险控制条款等，一般情况下，AAA级证券必要的增级水平在15%~25%之间。

**增级幅度计算：**采用历史统计静态池方法（增级幅度=增级额/应收款余额）、蒙特卡洛模拟法、以及债务人集中度衡量法（信用增级幅度覆盖前N大债务人）等方法。

### 发展前景

**债券市场：**2015年以来市场已对应收账款类资产的证券化做了尝试，目前已有成功发行的产品，且评级相对较高，优先级均达AAA的水平。

**企业角度：**目前国内激烈的商业竞争态势使赊销成为扩大销售的手段之一，企业应收账款市场存量很大，且企业均有较强的应收账款再融资/出表需求。

 联合信用评级有限公司  
United Credit Ratings Co., Ltd.

## 3.2 主流资产证券化的特点——公路/票务收益权类

### 竞争优势

公路收费权、路桥收费权、景区门票收费权、航空客票收益权等资产相对来说可以产生比较稳定的现金流，也可以对应到相关明确的资产。

### 评级关注

**宏观环境：**行业的周期性、政策支持、消费水平、行业竞争对经营主体未来收入的影响；  
**经营主体：**经营主体一般都是未来的资产服务商，对未来的现金流影响很大；  
**经营分析：**收费公路/票务的需求分析、竞争地位、特许经营权及历史运营数据统计等因素对评级结果影响较大；  
**未来现金流覆盖：**未来债权对应收入与再投资收入对各期证券所需现金流的覆盖倍数；  
**资金混同风险：**收款账户的独立性需得到保证，以缓解因原始权益人自有资金混同而可能给投资者造成的损失。

### 发展前景

公路/票务收益权类资产一般与主体经营状况直接相关，难以实现真正意义上的风险隔离，证券化过程中面临的主要问题在于如何通过内外部的增信安排提升优先级证券的信用水平。经过近几年的尝试，收益权类资产已经成功发行了较多单产品，未来仍有较大的发展空间。



业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com

## 3.2 主流资产证券化的特点——商业物业

### 竞争优势

对证券发起人而言，与其他融资方式相比，商业房地产抵押贷款证券化拥有发行价格低、剪流动性强、资产负债表表外融资、释放商业地产价值的同时保持增长的特点。

### 评级关注

**定性分析：**评级时需考虑商业地产的位置、入住率、市场竞争、物业管理等可能导致房地产功能退化的因素；  
**定量分析：**商业地产的估值水平、  
偿债覆盖倍数（ $DSCR = \text{当年净现金流} / \text{当年的本金和利息偿付额}$ ）、  
以及按揭比率（ $LTV = \text{贷款金额} / \text{以房地产的评估价值}$ ）。

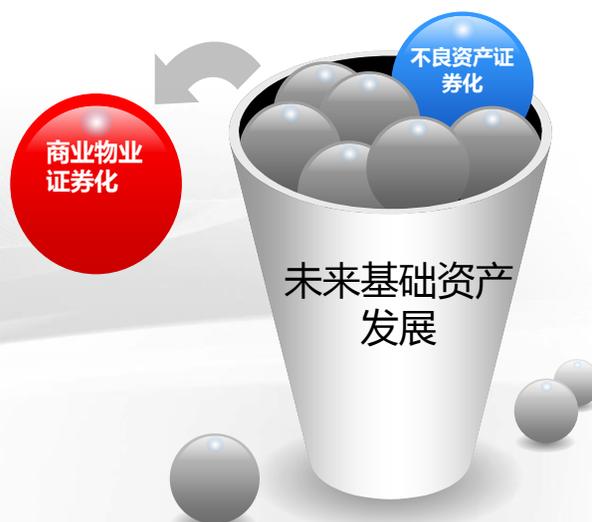
### 发展前景

同最发达的商业房地产抵押贷款证券化的美国相比，我国该业务还处于起步阶段，但作为房地产信贷业务的主要形式，未来发展前景广阔；从房地产市场的角度看，2000年以来中国房地产价格的快速增长形成了一定的泡沫，但泡沫主要集中在住宅市场，商业地产在中国经济快速发展的背景下还存在较大的升值空间。



### 3.3 资产证券化基础资产未来发展

- 既有债权类**
  - 企业应收款
  - 租赁债权
  - BT类
- 收益权类**
  - 公用/公共事业收费类
  - 运输收费类
  - 票务收入类
- 信贷类资产**
  - 小额贷款
  - 对公贷款
  - 零售贷款
  - 房地产贷款
- 商业物业类**
  - 主题乐园、影院门票
  - 写字楼、公寓
  - 城市综合体
  - 大型商超、专业门店



 **联合信用评级有限公司**  
United Credit Ratings Co.,Ltd.

业务联系：

联合资信评估有限公司 刘 强 电话：85679696—8811 手机：13701082612 邮箱：liuqiang@lhratings.com

联合资信评估有限公司 马新江 电话：85679696—8836 手机：13301118401 邮箱：maxj@lhratings.com

联合信用评级有限公司 庄 园 电话：85172818—8098 手机：18601346158 邮箱：18601346158@163.com





联合信用管理有限公司  
天津市和平区曲阜道80号  
电话：022-58356868  
传真：022-58356969  
邮编：300042  
网址：<http://www.lhcls.com>



联合资信评估有限公司  
北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层  
电话：(010) 85679696  
传真：(010) 85679228  
邮编：100022  
Email：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)  
网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)



联合信用评级有限公司  
北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦1201  
电话：010-85172818  
传真：010-85171273  
邮编：100022  
网址：[Http://www.lianhecreditrating.com.cn](http://www.lianhecreditrating.com.cn)