

## 信用利差快报

## 债券市场研究

2016年3月21日-3月25日

2016年第9期, 总第145期

信用债收益率小幅调整 东北特钢短融违约地方国企公募债刚兑打破

## 本期看点

- **宏观数据:** 2016年1-2月份全国规模以上工业企业实现利润总额7807.1亿元, 同比增长4.8%。工业企业效益状况总体有所改善, 但不同企业类型和不同行业盈利水平进一步分化。分企业性质来看, 私营企业和外资企业盈利能力好于国有企业, 国有控股企业和集体企业利润总额分别同比下降14.5%和0.3%, 而股份制企业、外商及港澳台商投资企业、私营企业利润总额同比均有不同程度的增长, 幅度在5%-8%。分行业来看, 大部分上游行业保持亏损状态; 中游制造业内部利润走势不一, 总体呈现减弱态势; 下游行业受消费稳健带动, 利润增长有所回暖。从工业企业利润后续走势来看, 由于1-2月份工业利润增长主要得益于工业生产领域价格跌幅收窄, 而工业品价格下滑缓解又主要由大宗商品价格短期回调引起, 当前的大宗商品价格并不具备持续性反弹的基础, 后续工业企业利润走势仍取决于需求改善、成本下降是否明显、去库存以及去产能进行程度。
- **资金环境:** 上周央行在公开市场共实施5期逆回购操作, 规模合计3800亿元, 当周共2000亿元逆回购到期, 另有600元中央国库定存到期, 公开市场最终实现货币净投放1200亿元。短期资金的投放在一定程度上满足了部分跨季资金需求, 加之转债申购资金解冻, 使得资金面较前一周有所改善, 货币市场利率普遍小幅下行。近日美联储官员在讲话中透露美联储或将在4月份加息, 这一消息或增加境内资本外流风险, 再考虑到近期价格压力, 预计后续央行货币政策的进一步宽松可能受到限制, 央行或仍将主要采取公开市场操作对资金面的扰动予以对冲, 短期内资金面保持平稳的概率较大。
- **一级市场:** 上周信用债发行市场延续火热行情, 主要信用品种发行总规模增加至1863.18亿元。分券种来看, 除短期融资券发行规模有所回落, 公司债、中期票据和企业债发行规模均较前一周扩张, 其中公司债发行量保持高位稳增长, 企业债和中期票据发行量较前一周增长一倍以上。上周AA级以上短券发行利率较前一周下行, 而各等级企业债、中票和公司债发行利率涨跌互现。
- **二级市场:** 上周现券交易热情有所下降, 交易规模为22915.60亿元, 较前一周回落近10%。收益率方面, 国债收益率除10年期品种小幅上行, 其余期限收益率均下行, 幅度不超过4bp; 信用债收益率有涨有跌, 总体上看, 除5年期以内AA等级信用债收益率下行3bp-8bp, 其余各期限各等级下行动力稍显不足, 长端上行趋势相对明显。受此影响, 上周AAA等级债券除1年期信用利差与前一周基本持平, 其余期限信用利差均扩大, 幅度在1bp-7bp。等级间利差方面, 7年及以下期限品种中, AA+与AA等级间利差收窄, AA与AA-等级间利差有所扩大, 而AAA与AA+等级间利差基本持平。
- **信用风险:** 2016年3月28日“15东特钢CP001”发生实质性违约, 成为首只违约的地方国企公募债券, 同时也是年内第4只违约的短期融资券。事实上, 受钢铁行业整体不景气的影响, 发行人东北特钢集团的经营压力一直较大, 销售回款也并不及时, 内部资金处于紧张状态。但由于发行人对于当地的经济发展和吸纳就业方面具有一定的影响力, 辽宁省、大连市政府在主承销商国开行的推动下多次召开协调会研究债券兑付事宜, 发行人考虑到相关各方可能提供的资金支持, 于3月18日发布了兑付公告。3月24日集团董事长发生意外事件, 该消息对企业生产经营和资金周转带来了极大的负面影响, 当地政府以及主承销商等相关方在到期日前资金协调未果, 最终发行人未获得足够的资金支持而发生违约。从历次债券市场信用风险及违约事件来看, 以往地方国企公募债券的兑付风险均在到期日前在地方政府的积极救助下得以化解, 但“15东特钢CP001”在有政府出面协调的情况下仍不可避免的发生违约。可见, 最终地方国企是否能顺利渡过兑付危机, 仍依赖于政府财政实力、地方的融资环境以及各相关方的支持力度等客观条件。

## 联络人

作者

研究咨询部

袁海霞 010-66428877-656

[hxyuan@ccxi.com.cn](mailto:hxyuan@ccxi.com.cn)

余璐 010-66428877-663

[lyu@ccxi.com.cn](mailto:lyu@ccxi.com.cn)

谭畅 010-66428877-352

[chtan@ccxi.com.cn](mailto:chtan@ccxi.com.cn)

崔子骁 010-66428877-301

[zxui@ccxi.com.cn](mailto:zxui@ccxi.com.cn)

其他联络人

研究咨询部总经理

张英杰 010-66428122

[yjzhang@ccxi.com.cn](mailto:yjzhang@ccxi.com.cn)

## 一、资金面有所改善，月内回购利率普遍小幅下行

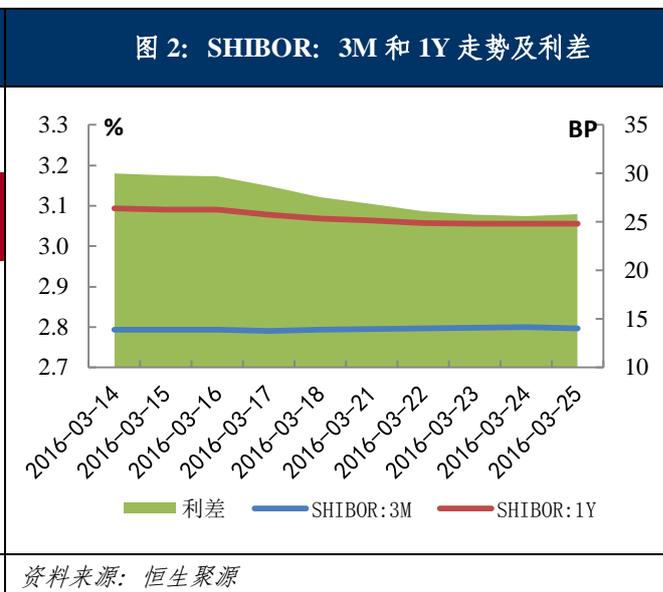
上周央行在公开市场上共实施5期逆回购，全部为7天期品种，中标利率维持2.25%，规模总计3800亿元。当周有5期逆回购到期，规模合计2000亿元，上周公开市场共实现资金净投放1800亿元。另外，上周还有600亿元的中央国库定存到期。

图 1: 央行公开市场操作

操作内容	期限	利率	期数	总规模
逆回购	7天	2.25%	5	3800
逆回购到期	7天	2.25%	5	2000
投放总量	--	--	5	3800
回笼总量	--	--	5	2000
净投放资金	--	--	--	1800

资料来源: 恒生聚源

图 2: SHIBOR: 3M 和 1Y 走势及利差



截至上周五，3月期Shibor报收于2.80%，与前一周基本持平，1年期Shibor报收于3.06%，较前一周下行2bp。3月期Shibor与1年期Shibor之间的期限利差较前一周下降2bp，截至上周五，1年期Shibor较3月期Shibor高26bp (图2)。

图 3: 银行间质押式回购利率走势<sup>1</sup>

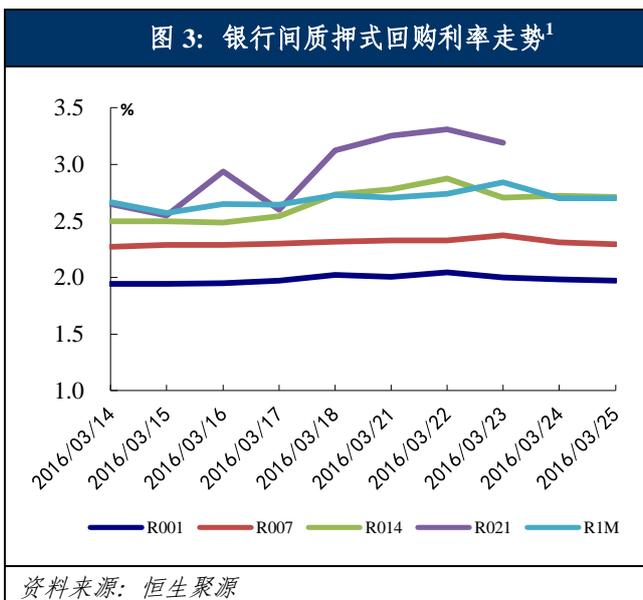
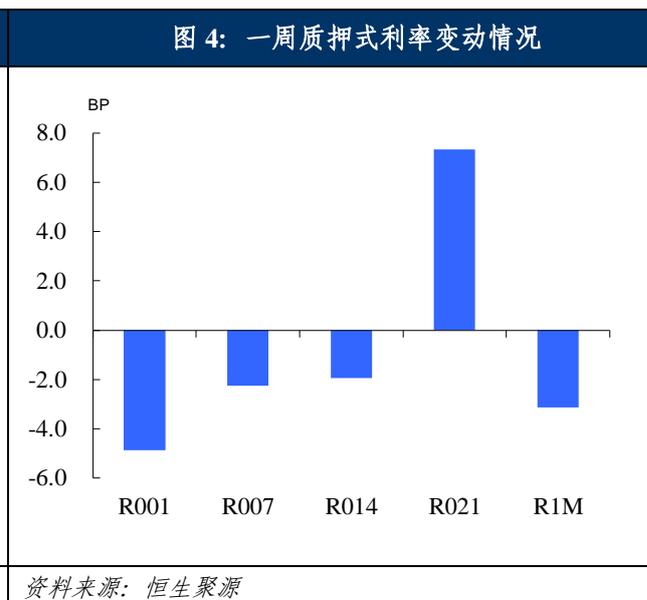


图 4: 一周质押式利率变动情况



上周月内回购利率较前一周普遍小幅下行。除21天期利率较前一周上行7bp外，其余期限利率下行幅度在2bp到5bp不等。

<sup>1</sup> 3月24日无21天期回购利率数据。

2016年1-2月份全国规模以上工业企业实现利润总额7807.1亿元，同比增长4.8%。工业企业效益状况总体有所改善，但不同企业类型和不同行业盈利水平进一步分化。分企业性质来看，私营企业和外资企业盈利能力好于国有企业，国有控股企业和集体企业利润总额分别同比下降14.5%和0.3%，而股份制企业、外商及港澳台商投资企业、私营企业利润总额同比均有不同程度的增长，幅度在5%-8%。分行业来看，大部分上游行业保持亏损状态；中游制造业内部利润走势不一，总体呈现减弱态势；下游行业受消费稳健带动，利润增长有所回暖。从工业企业利润后续走势来看，由于1-2月份工业利润增长主要得益于工业生产领域价格跌幅收窄，而工业品价格下滑缓解又主要由大宗商品价格短期回调引起，当前的大宗商品价格并不具备持续性反弹的基础，后续工业企业利润走势仍取决于需求改善、成本下降是否明显、去库存以及去产能进行程度。

上周央行在公开市场共实施5期7天期逆回购操作，规模合计3800亿元，当周共有5期规模合计为2000亿元逆回购到期，另有600元中央国库定存到期，公开市场最终实现货币净投放1200亿元。短期资金的投放在一定程度上满足了部分跨季资金需求，加之转债申购资金解冻，使得资金面较前一周有所改善，货币市场利率普遍小幅下行。近日美联储官员在讲话中透露美联储或将在4月份加息，这一消息或增加境内资本外流风险，再考虑到近期价格压力，预计后续央行货币政策的进一步宽松可能受到限制，央行或仍将主要采取公开市场操作对资金面的扰动予以对冲，短期内资金面保持平稳的概率较大。

## 二、发行市场延续火热行情，AA级以上短券发行利率下行

### 1、公司债高位稳增长，中票和企业债发行量大幅增加，短券发行量回落

上周信用债一级市场延续火热行情，主要信用品种发行总规模为1863.18亿元，较前一周进一步扩大约32%。分券种来看，公司债发行规模保持高位稳增长，企业债和中期票据发行规模较前一周增长一倍以上，短期融资券发行规模有所回落。其中，公司债共发行43只，规模757.18亿元；中期票据共发行42只，规模531.7亿元；企业债共发行32只，规模383.8亿元；短期融资券共发行28只，规模190.5亿元。

表 1: 周度债券发行规模

起始和截止时间		公司债	企业债	中期票据	短期融资券 <sup>2</sup>
区间起始日期	区间截止日期	总发行量(亿元)	总发行量(亿元)	总发行量(亿元)	总发行量(亿元)
2016-03-21	2016-03-25	757.18	383.8	531.7	190.5
2016-03-14	2016-03-18	672.5	167.3	274.3	300
2016-03-07	2016-03-11	407	189	462.5	218
2016-02-29	2016-03-04	557.55	73.3	232	235.3

<sup>2</sup>不包括证券公司短融。

2016-02-22	2016-02-26	234.5	0	290.8	342.5
2016-02-14	2016-02-19	0	0	59	35
2016-02-01	2016-02-06	101.52	58	247	63
2016-01-25	2016-01-29	444.4	325.3	246.7	177.2
2016-01-18	2016-01-22	778.5	198.7	266.5	193.5
2016-01-11	2016-01-15	457	134	232	137
2016-01-04	2016-01-08	119	70	28.5	44

资料来源: 恒生聚源

## 2、AA级以上短券发行利率下行，其余主要券种发行利率涨跌互现

上周企业债共发行32只，债项级别包括AAA、AA+和AA共3个级别。AAA等级企业债包括1只5年期和3只7年期，5年期AAA发行利率为3.25%，平均发行利差为70bp；7年期AAA等级平均发行利率为3.70%，较前一周下行6bp，平均发行利差为88bp，较前一周下行6bp。AA+等级企业债包括1只3年期、12只7年期及1只10年期，7年期AA+等级平均发行利率为4.86%，较前一周下行53bp，平均发行利差为206bp，较前一周下行49bp；10年期AA+等级发行利率4.37%，发行利差为154bp。AA等级企业债包括3只3年期、10只7年期及1只10年期，AA等级7年期平均发行利率4.58%，较前一周上行49bp，平均发行利差为206bp，较前一周上行50bp。

上周中期票据共发行42只，债项级别包括AAA、AA+和AA共3个级别。AAA等级中票包括2只永续中票，3只3年期，3只5年期和1只7年期，AAA等级永续中票发行利率为4.40%，较前一周下行220bp；3年期AAA等级中票平均发行利率为3.53%，与前一周持平，平均发行利差为120bp，较前一周上行10bp；5年期AAA等级中票平均发行利率为3.56%，较前一周上行2bp，平均发行利差为101bp，较前一周上行4bp。AA+等级包括2只永续中票，3只3年期和5只5年期，AA+等级永续中票平均发行利率为4.32%，较前一周下行95bp；3年期AA+平均发行利率为3.76%，较前一周上行34bp，平均发行利差为146bp，较前一周上行40bp；5年期AA+平均发行利率为3.77%，较前一周上行2bp，平均发行利差为121bp，较前一周上行4bp。AA等级包括2只永续中票，1只2年期、9只3年期及11只5年期，AA等级永续债平均发行利率为6.17%，3年期AA平均发行利率为4.33%，较前一周下行9bp，平均发行利差为200bp，较前一周下行5bp；5年期AA平均发行利率为4.55%，较前一周上行56bp，平均发行利差为202bp，较前一周上行60bp。

上周公司债共发行43只，债项级别包括AAA、AA+和AA共3个级别。AAA等级公司债包括7只3年期、8只5年期和1只10年期，3年期AAA等级平均发行利率为3.39%，较前一周上行41bp，发行利差为104bp，较前一周上行42bp；5年期AAA等级平均发行利率为3.25%，较前一周下行10bp，平均发行利差为70bp，较前一周下行9bp。AA+等级公司债包括1只2年期、10只3年期及6只5年期，3年期AA+等级平均发行利率为4.16%，

较前一周上行54bp，平均发行利差为182bp，较前一周上行58bp，5年期AA+等级平均发行利率为3.53%，较前一周上行2bp，平均发行利差为99bp，较前一周上行6bp。AA等级公司债包括2只2年期、7只3年期和1只5年期，3年期AA等级平均发行利率5.32%，较前一周下行21bp，平均发行利差为299bp，较前一周下行15bp；5年期AA等级发行利率为5.39%，较前一周下行9bp，发行利差为287bp，较前一周下行3bp。

上周普通短融共发行28只，除2只9月期和1只3月期，其余期限全部为1年，主体级别包括AAA、AA+、AA和AA-共4个级别。AAA等级平均发行利率为3.04%，较前一周下行9bp，平均发行利差为97bp，较前一周下行5bp；AA+等级平均发行利率为2.89%，较前一周下行84bp，平均发行利差为83bp，较前一周下行81bp；AA等级平均发行利率为3.37%，较前一周下行56bp，平均发行利差为131bp，较前一周下行53bp；AA-等级平均发行利率为6.50%，较前一周上行55bp，平均发行利差为444bp，较前一周上行64bp。

表 2: 信用债发行利率均值 (%)<sup>3</sup>

利率	年限	AAA	AA+	AA
企业债	5年	3.25	--	--
	7年	3.70	4.86	4.58
中期票据	3年	3.53	3.76	4.33
	5年	3.56	3.77	4.55
	永续	4.40	4.32	6.17
公司债	3年	3.39	4.16	5.32
	5年	3.25	3.53	5.39
短融	1年	3.04	2.89	3.37

资料来源：恒生聚源

表 3: 信用债发行利率变动 (bp)

利率	年限	AAA	AA+	AA
企业债	5年	--	--	--
	7年	-6	-53	49
中期票据	3年	0	34	-9
	5年	2	2	56
	永续	-220	-95	--
公司债	3年	41	54	-21
	5年	-10	2	-9
短融	1年	-9	-84	-56

资料来源：恒生聚源

表 4: 信用债发行利差均值 (bp)

利率	年限	AAA	AA+	AA
企业债	5年	70	--	179
	7年	88	206	206
中期票据	3年	120	146	200

表 5: 信用债发行利差变动 (bp)

利率	年限	AAA	AA+	AA
企业债	5年	--	--	--
	7年	-6	-49	50
中期票据	3年	10	40	-5

<sup>3</sup>当周发行债券的利率平均值，其中 x+y 年期视同 x 年期

	5年	101	121	202
公司债	3年	104	182	299
	5年	70	99	287
短融	1年	97	83	131

资料来源：恒生聚源

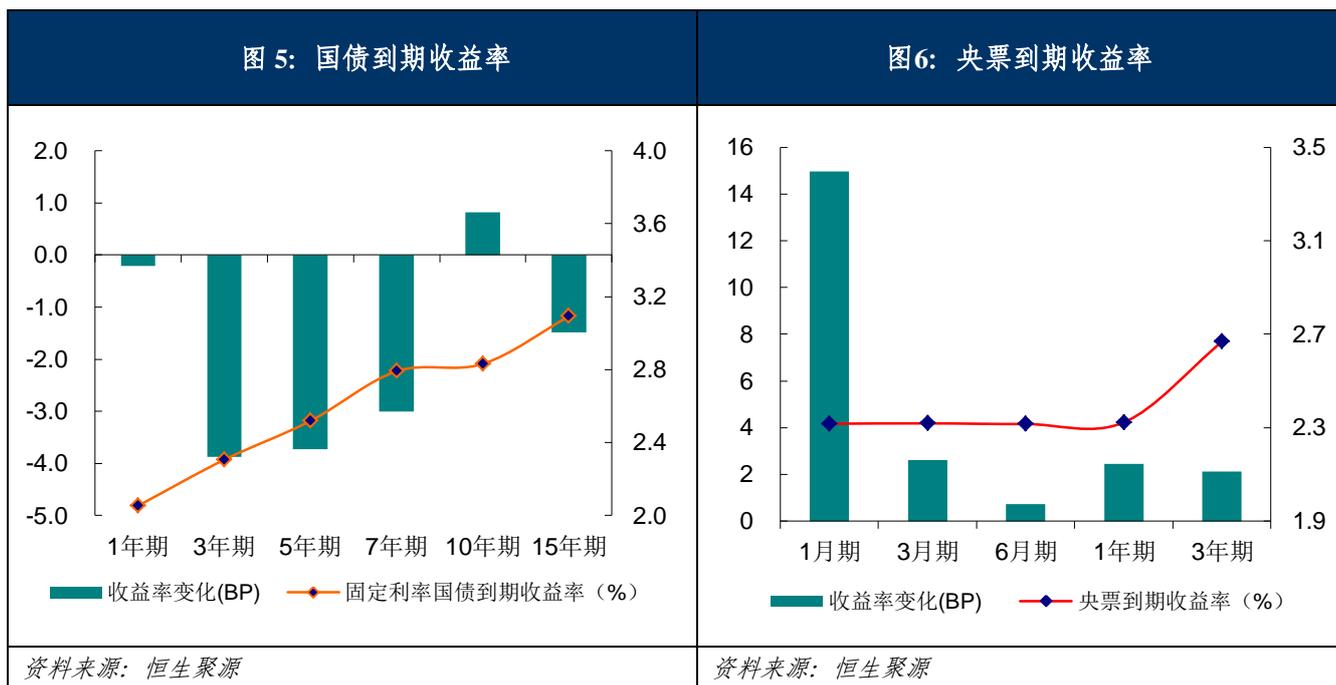
	5年	4	4	60
公司债	3年	42	58	-15
	5年	-9	6	-3
短融	1年	-5	-81	-53

资料来源：恒生聚源

上周信用债发行市场延续火热行情，主要信用品种发行总规模增加至1863.18亿元。分券种来看，除短期融资券发行规模有所回落，公司债、中期票据和企业债发行规模均较前一周扩张，其中公司债发行量保持高位稳增长，企业债和中期票据发行量较前一周增长一倍以上。上周AA级以上短券发行利率较前一周下行，而各等级企业债、中票和公司债发行利率涨跌互现。总体上看，个券发行利率多集中于3.00%至5.40%区间内。

### 三、现券交易热情回落，信用债收益率普遍小幅调整

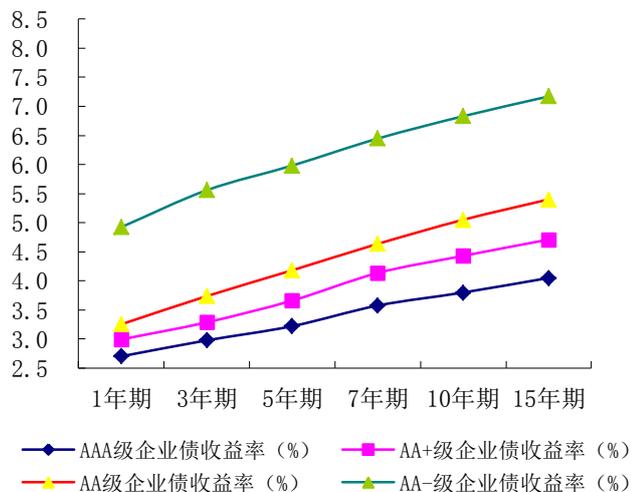
#### 1、国债收益率变化



上周国债收益率较前一周普遍小幅下行。截至上周五，除10年期收益率较前一周上行1bp，其余期限国债收益率均下行，幅度不超过4bp（图5）。上周央票收益率较前一周全面上行，其中1月期收益率上行15bp，更长期限收益率上行幅度不超过3bp（图6）。

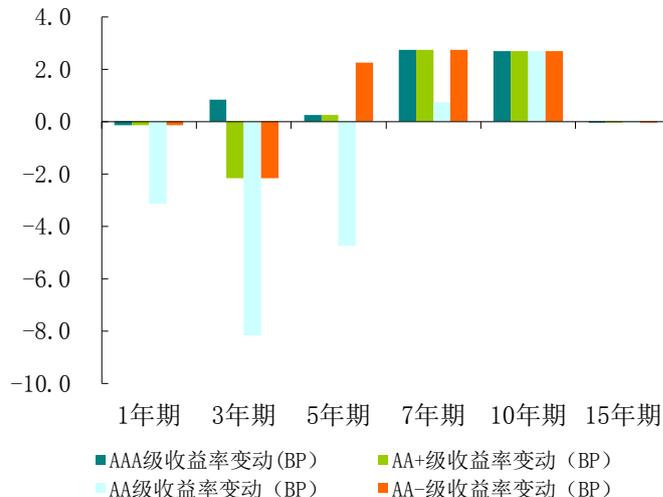
#### 2、企业债到期收益率变化

图7：企业债主要期限到期收益率



资料来源：恒生聚源

图8：企业债主要期限到期收益率变化

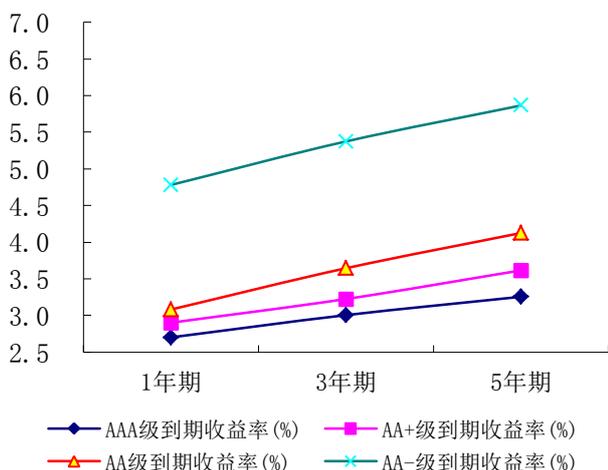


资料来源：恒生聚源

上周企业债收益率小幅调整，总体上看，除5年期以内AA等级企业债收益率下行3bp-8bp，其余各期限各等级下行动力稍显不足，7年期和10年期上行趋势相对明显，但幅度不超过3bp（图7，图8）。

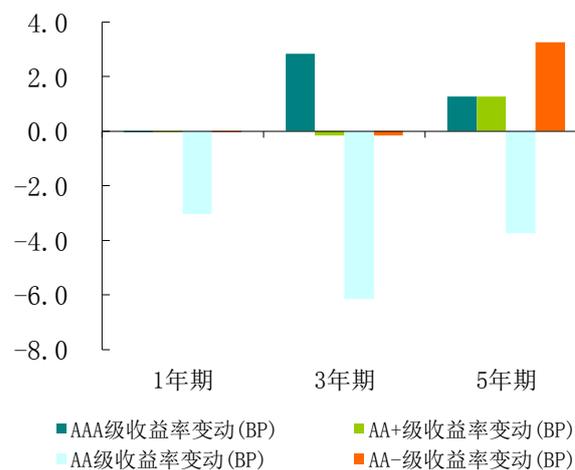
### 3、中短期票据收益率变化

图9：中短期票据主要期限到期收益率



资料来源：恒生聚源

图10：中短期票据主要期限到期收益率变化

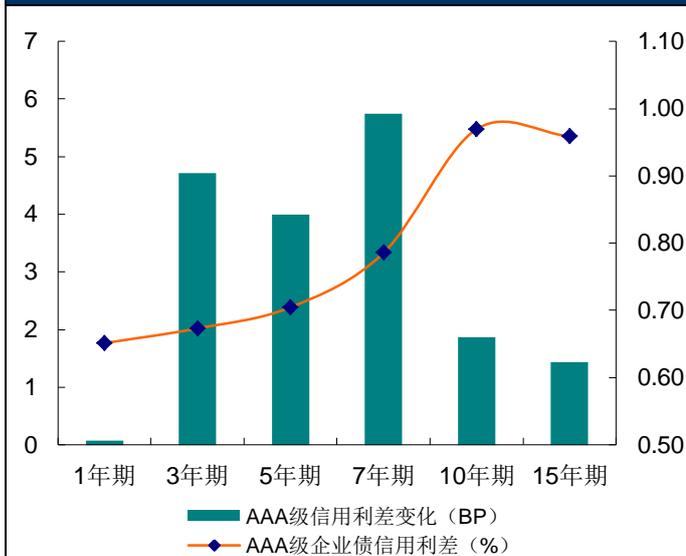


资料来源：恒生聚源

上周AA级各期限中短期票据收益率较前一周下行，幅度在3bp到7bp不等，其余各等级各期限收益率均较前一周基本持平或上行，幅度不超过4bp（图9，图10）。

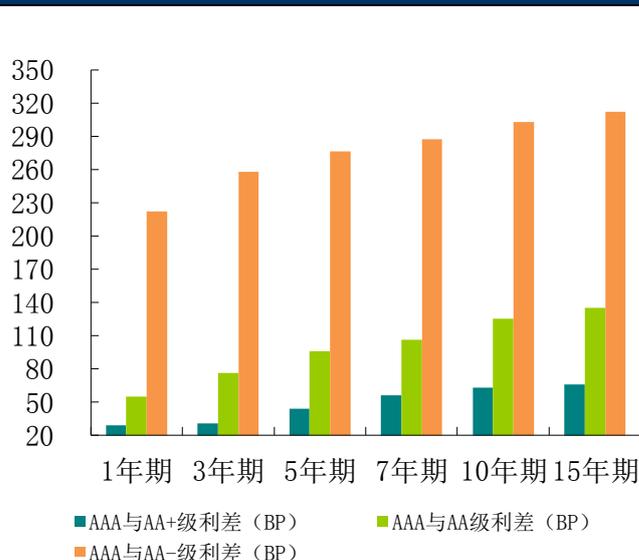
### 4、企业债信用利差及评级利差变化

图11: AAA级企业债主要期限信用利差



资料来源: 恒生聚源

图12: 企业债主要期限评级利差



资料来源: 恒生聚源

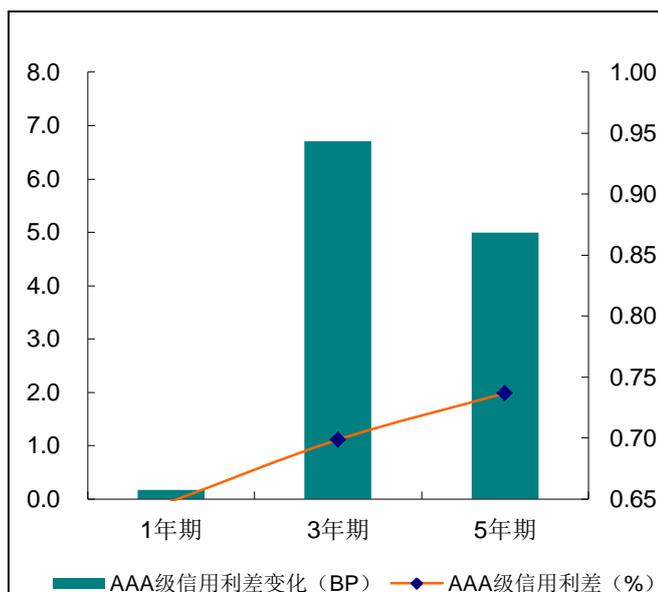
上周1年期AAA等级企业债信用利差与前一周基本持平，更长期限信用利差扩大幅度在1bp到6bp不等（图11）。

截止上周五，1年期、3年期、5年期、7年期、10年期和15年期AAA与AA+级企业债评级利差分别为29bp、31bp、44bp、56bp、63bp和66bp,对应期限AAA级与AA级企业债评级利差分别为55bp、76bp、96bp、106bp、125bp和135bp,AAA级与AA-级企业债评级利差为222bp、258bp、276bp、287bp、303bp和312bp(图12)。

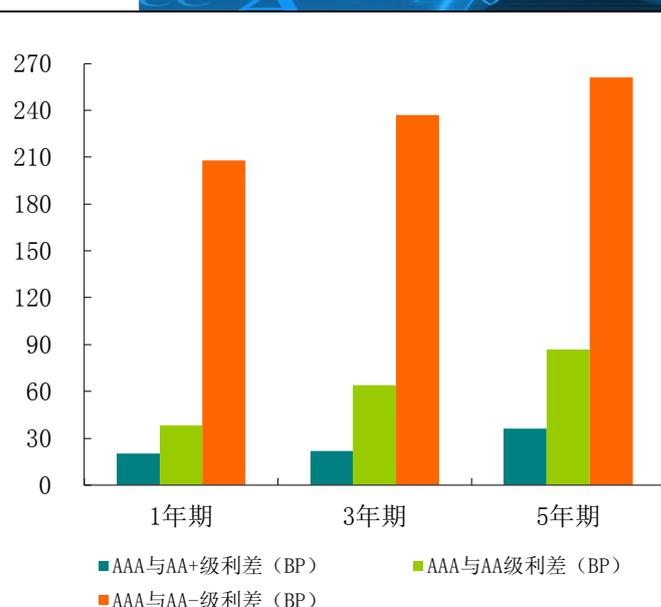
### 5、中短期票据信用利差及评级利差变化

图13: AAA级中短期票据主要期限信用利差

图14: 中短期票据主要期限评级利差



资料来源: 恒生聚源



资料来源: 恒生聚源

截至上周五，1年AAA等级中期票据信用利差与前一周基本持平，3年期和5年期信用利差分别较前一周扩大7bp和5bp（图13）。

截至上周五，1年期、3年期和5年期AAA与AA+级中短期票据评级利差为20bp、22bp和36bp，对应期限AAA与AA级票据评级利差为38bp、64bp和87bp，AAA与AA-级票据评级利差为208bp、237bp和261bp(图14)。

上周现券交易热情有所下降，交易规模为22915.60亿元，较前一周回落近10%。收益率方面，国债收益率除10年期品种小幅上行，其余期限收益率均下行，幅度不超过4bp；信用债收益率有涨有跌，总体上看，除5年期以内AA等级信用债收益率下行3bp-8bp，其余各期限各等级下行动力稍显不足，长端上行趋势相对明显。受此影响，上周AAA等级债券除1年期信用利差与前一周基本持平，其余期限信用利差均扩大，幅度在1bp-7bp。等级间利差方面，7年及以下期限品种中，AA+与AA等级间利差收窄，AA与AA-等级间利差有所扩大，而AAA与AA+等级间利差基本持平。

2016年3月28日“15东特钢CP001”发生实质性违约，成为首只违约的地方国企公募债券，同时也是年内第4只违约的短期融资券。事实上，受钢铁行业整体不景气的影响，发行人东北特钢集团的经营压力一直较大，销售回款也并不及时，内部资金处于紧张状态。但由于发行人对于当地的经济发展和吸纳就业方面具有一定的影响力，辽宁省、大连市政府在主承销商国开行的推动下多次召开协调会研究债券兑付事宜，发行人考虑到相关各方可能提供的资金支持，于3月18日发布了兑付公告。3月24日集团董事长发生意外事件，该消息对企业生产经营和资金周转带来了极大的负面影响，当地政府以及主承销商等相关方在到期日前资金协调未果，最

终发行人未获得足够的资金支持而发生违约。从历次债券市场信用风险及违约事件来看，以往地方国企公募债券的兑付风险均在到期日前在当地政府的积极救助下得以化解，但“15东特钢CP001”在有政府出面协调的情况下仍不可避免的发生违约。可见，最终地方国企是否能顺利渡过兑付危机，仍依赖于政府财政实力、地方的融资环境以及各相关方的支持力度等客观条件。

## 附表：

表6：监管创新动态

时间	监管部门	政策文件	核心内容
2016年3月21日	央行、民政部、银监会、证监会、保监会	《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》（银发[2016]65号）	文件提出，到2025年，基本建成覆盖广泛，种类齐全、功能完备、服务高效、安全稳健，与我国人口老龄化相适应，符合小康社会要求的金融服务体系。支持符合条件的中小养老服务企业在中小板、创业板、全国中小企业股份转让系统上市融资。支持处于成熟期的优质养老服务企业通过发行企业债、公司债、非金融企业债务融资工具等方式融资。鼓励银行业金融机构探索以养老服务机构有偿取得的土地使用权、产权明晰的房产等固定资产为抵押，提供信贷支持。鼓励信托公司利用信托制度优势，积极开发各类附带养老保障的信托产品。

资料来源：中诚信国际整理

表7：月度债券发行只数及规模

时间	公司债		企业债		中票		短融 <sup>4</sup>	
	发行只数	总发行量(亿元)	发行只数	总发行量(亿元)	发行只数	总发行量(亿元)	发行只数	总发行量(亿元)
2016-02	22	336.02	5	66.8	45	620.3	71	461
2016-01	102	1798.84	56	728	77	754.70	68	551.60
2015-12	74	990.8	40	565.4	90	1241.2975	64	580.5
2015-11	60	1388	29	51	120	1671	94	841.8
2015-10	34	527.75	14	374.5	101	1495	88	817.7
2015-09	39	615	19	282	95	1359.7	123	1043.7
2015-08	51	879.7	20	384	68	900.3	126	1031.4
2015-07	36	688.9	13	316	92	1063.7	90	735.6
2015-06	20	450.29	17	374	103	1205.7	97	779.2
2015-05	12	170	11	429	85	1306.5	123	1025.4

<sup>4</sup> 自2015年起短期融资券不包括证券公司短融，下同

2015-04	9	103.5	58	687.9	72	828.6	100	1060.4
2015-03	10	94.45	42	428	54	1031	90	764.2
2015-02	4	55	8	83	27	323.5	41	423.3
2015-01	10	147.5	30	325.22	26	396.7	74	547.3

资料来源：聚源统计

表 8：年度债券发行只数及规模

时间	公司债		企业债		中票		短融	
日期	发行只数	总发行量 (亿元)	发行只数	总发行量 (亿元)	发行只数	总发行量 (亿元)	发行只数	总发行量 (亿元)
2016 年以来	242	4294.59	126	1600	224	2580.2	185	1593.5
2015 年	350	5923.89	305	4787.8	912	12699.28	1090	9560
2014 年	87	995	585	8421.48	713	9758.4	1330	14941.43
2013 年	119	2202.15	384	6244.8	510	6918.2	968	11132.5
2012 年	187	2507.5	491	7984.5	565	8453.3	952	14753.47
2011 年	83	1291.2	200	3471.3	407	7269.7	637	10122.3
2010 年	23	511.5	180	3621.2	223	4924	444	6892.35
2009 年	47	734.9	189	4247.18	174	6900	263	4612.05
2008 年	15	288	71	2366.9	41	1737	269	4338.5
2007 年	5	112	85	1696.3	0	0	263	3349.1
2006 年	0	0	51	1015	0	0	242	2919.5
2005 年	0	0	37	654	0	0	84	1453

资料来源：恒生聚源

表 9：月度债券净融资额

时间	公司债	企业债	中票	短融
Feb-16	316.6876	-110.2	259.8	41.7
Jan-16	1721.24	652	447.7	-114.7
Dec-15	872.09	432.4	994.0957	225.5
Nov-15	1347.8	-166	1302.1	48.92
Oct-15	497.35	306.5	963	-130.65
Sep-15	581.22	96	924.7	111.2
Aug-15	655.8	258.7	536.3	-56.8
Jul-15	612.9	32	836.9	-10.1
Jun-15	390.29	279	883.2	-682.2
May-15	55	368.2	819.5	-132.3
Apr-15	93.5	590.9	263.1	-434.1
Mar-15	-43.85	346	389.3	-748.5
Feb-15	6	-2	204.2	-215.4

	Jan-15	123.3	325.22	283.2	-91.4	
资料来源: 聚源统计						

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一支证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

报告编号：2016009 (P)

#### 作者部门职称

袁海霞  
余璐  
谭畅  
崔子骁

研究咨询部  
研究咨询部  
研究咨询部  
研究咨询部

高级分析师，项目经理  
分析师，项目经理  
助理分析师  
助理分析师



中诚信国际信用评级有限公司  
(穆迪投资者服务公司成员)  
地址：北京市复兴门内大街156号  
北京招商国际金融中心D座7层  
邮编：100031  
电话：(86010) 66428877  
传真：(86010) 66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO., LTD  
An Affiliate of Moody's Investors Service  
ADD: 7<sup>th</sup> Floor, Tower D.  
Beijing Merchants International Finance Center  
No. 156, Fuxingmennei Avenue, Beijing, PRC. 100031  
TEL: (86010) 66428877  
FAX: (86010) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>