

◆ 公司新闻

召开 2015 年第 1 次董事会暨股东会



6 月 16 日，远东资信召开 2015 年第 1 次董事会暨股东会。出席会议的有：公司董

事长白桦、副董事长邢军、副董事长韩学渊、副董事长徐明棋、执行董事陆应林。列席会议的有：监事会副主席李杰丰、监事马薇薇、监事沈颖，以及公司管理层人员。议案内容为（一）听取公司 2014 年度总结和 2015 年度工作计划的报告（二）审议关于公司 2014 年度财务收支预算执行情况及 2015 年度财务预算的预案（三）审议关于公司 2014 年度利润分配的预案（四）审议公司网站改版和数据库系统升级预算的议案。

远东资信编制完成 2015 上海企业社会责任报告

6 月 26 日，公司常务副总裁施建军代表远东资信赴市经济管理干部学院报告厅参加了市经团联组织的“2015 上海市企业社会责任报告发布会”，并作为企业代表上台领取了社会责任报告证书，上海市副市长周波、市发改委、市商务委、市经信委、市国资委、市人社局等单位领导出席会议。

这是远东资信连续第三年编制并发布社会责任报告，通过发布社会责任报告体现了远东资信对客户、股东、员工等利益相关方的高度责任感，履行信息披露义务，接受社会监督。远东资信抱着对客户负责、对社会负责的服务精神，积极参与防范金融风险，用一流的工作质量、产品质量和服务质量创造远东品牌形象，致力于推动信用评级市场的有序发展。



2014 年度社会责任报告编制工作从 2015 年 4 月 10 日启动，主要由研发部、综合管理部负责编制，编制过程中得到了市场部、行政部和财务部的支持，5 月 27 日还根据上海质量管理研究院的意见修改了报告说明。

## 远东资信单靓荣获 2014 年协会优秀联络员

4月28日,上海市信用服务行业协会三届二次会员大会在沪召开。上海市信用服务行业协会会长、上海资信有限公司总裁刘小英,上海市经济和信息化委员会信用管理处副处长王晋,上海市信用服务行业协会副会长、上海新世纪资信评估投资服务有限公司总裁朱荣恩等领导出席会议。大会由协会秘书长饶明华主持,协会秘书长饶明华作了关于会长、副会长变更事宜的说明,向到会的会员单位介绍了协会新任会长刘小英及副会长张琪。大会审议并通过了协会2014年工作总结、2015年工作打算、2014年度财务审计情况报告及《上海市信用服务机构推荐

扶持发展名录的实施办法》等。大会介绍了2014年协会优秀联络员评选情况并由与会领导为获奖人员颁奖。此外,协会秘书长饶明华介绍了2014年协会参与的相关课题研究情况并颁发荣誉证书。远东资信单靓荣获2014年协会优秀联络员。



## 召开员工大会布置贷款企业信用评级营销工作

6月25日,远东资信召开员工大会,会议由公司常务副总裁施建军主持,会议主要布置了下一阶段贷款企业信用评级营销的

工作安排和奖励办法,有助于公司贷款企业信用评级业务营销工作的推进。

## 召开 2015 年第一评级模型验收会

6月3日-4日,公司召开了2015年第一批评级模型验收会,共完成房地产、汽车

整车、航空运输、铝业、公路、光伏6个行业评级模型验收工作。

## ◆ 专题研究

### 行业信用风险研究·导读

行业是介于宏观经济和微观经济之间的中观经济范畴，是由具有共同特征的企业群体组成的。行业信用风险研究是通过定性和定量相结合的方式，考查行业整体的财务状况和偿债能力，对行业的信用风险进行综合分析。

行业信用风险研究采用的评估维度包括：行业运行情况、行业财务表现、发债企业分析、行业信用发展前景展望共四个维度。其中行业财务表现、发债企业分析两个维度构成了定量评估的基础，采用反映行业偿债能力的财务指标和行业信用利差等，揭示未来行业发债的债务安全边界；行业运行情况和行业信用发展前景展望两个维度构成了定性评估基础，分析行业发展的内、外部冲击，预测未来行业信用发展趋势。

行业运行情况旨在通过行业外部环境分析和行业内部运行态势，总结行业运行特征。行业外部环境分析从宏观环境和行业政策环境两个方面，阐述行业外部环境变化对行业未来发展影响。行业内部运行态势侧重分析行业产销变化、上游供给、行业产能/投资、行业下游需求、行业价格、行业进出口情况。

行业财务表现主要通过五个方面来测评不同行业的财务风险，选取财务杠杆、偿债压力、营运能力和效率、经营业绩和回报、成长性的代表性财务指标，考核这些指标的水平值和趋势变动值，提炼行业财务特征，定量分析行业信用风险。同时，通过行业财务指标横向对比，说明行业相对同类行业和整体宏观经济的财务表现。

发债企业分析通过梳理证券市场行业新发债券的发行基本情况、级别分布情况，存续期内已发债券的跟踪评级变化情况，以及行业信用利差特征，总结发债企业信用风险特征，并通过提炼影响行业重点公司竞争力维度的因素，比较行业代表公司的竞争力比较，揭示行业内风险事件传导机制。

行业信用发展前景展望主要结合行业上下游的未来趋势，新增产能释放情况，抓住影响行业信用变化的主要驱动力因素，预判短期（未来一年）及长期（三至五年）的行业发展总体趋势，尤其是行业拐点的研判。筛选行业信用水平变化驱动力指标，基于行业风险事件，判断其对行业影响力。

# 我国煤炭行业风险逆向传导综合分析

文/潘瑶

**摘要:**2012年以来,在国内外经济形势下行压力下,我国煤炭行业供求发生逆转,结束了过去十年煤炭以卖方为主导的市场格局,煤炭市场景气程度大幅下滑。考虑到目前我国绝大部分煤炭企业均为价格的被动接受者,因此行业需求增速减缓引起的煤价下跌不断挤压煤炭企业盈利空间,在成本刚性的经营模式下,煤炭企业盈利能力及获现能力均面临较大挑战。

另一方面,我国大多数煤炭企业在“黄金十年”期间采取了较为激进的扩张策略,即通过举借带息债务进行兼并重组以扩张企业规模并获取矿产资源,使得煤炭企业历史负担较重、债务规模较高,并推动了行业整体的产能过剩,进一步加重行业供求失衡;同时,煤炭企业在煤化工领域的产业链延伸亦成为投资高、回报低的企业负担之一。

上述内外部因素导致我国煤炭企业近年来各类经营指标表现不佳、资金链紧张、融资环境恶化,煤炭行业在各类金融市场上的信用风险正逐步积累扩大。短期内,我国经济下行压力依旧存在,煤炭行业下游需求或将持续低迷,量价或保持低位运行,行业整体信用风险或将进一步加剧。

## 一、煤炭行业外部压力

### (一)宏观经济下行对煤炭行业逆产业链传导

煤炭行业是我国关系国计民生的基础能源行业,在我国能源发展战略格局中有不可替代的重要作用。我国富煤、贫油、少气的能源结构决定了煤炭是我国能源消费主体,煤炭消费在我国一次能源结构中的占比长期维持在70%左右。作为基础能源,煤炭产品的应用范围通过电力、钢铁、建材、化工四大产业链延伸至基础设施建设、房地产以及机械制造等国民经济重大产业领域,一旦经济实体的终端消费出现波动,便会沿着各产业链自下而上对煤炭行业形成倒逼影响,使煤炭行业呈现略滞后于宏观经济波动的周期性特征。

煤炭行业直接的下游行业一般分为火电、钢铁、建材和化工四大行业,2014年1-11月,四大行业耗煤占比分别为47%、15%、14%和6%,合计用煤占比达80%以上。四大下游行业主要应用于基础设施建设、房地产以及机械制造等重点产业领域,尤其是房地产和基础建设耗煤量占比合计约达20%左右,而二者与我国宏观经济运行休戚相关,



因此煤炭行业景气程度波动的根本动因在于宏观经济变动延产业链逆向传导。

2010年第四季度开始我国宏观经济增速出现放缓,原有的投资拉动型经济增长开始难以为继,经济增长逐渐转入中速发展的阶段。2012年以来,我国固定资产投资增速和房地产投资增速开始双重下滑,煤炭下游主要耗煤行业用煤需求持续放缓。在项目建设超前、产能过剩严重的内部结构失衡状态下,行业需求的减少颠覆原有卖方主导的市场格局,行业呈现供大于求、库存增加、价格下滑、产量减少等衰退信号,煤炭企业效益下降、经营压力加大、项目投资趋缓,煤炭行业结束“黄金十年”的迅猛增长。

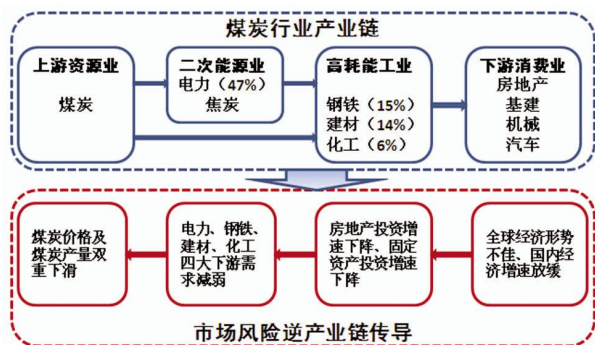


图1 煤炭行业产业链以及市场风险逆产业链传导

数据来源:中国煤炭工业协会,远东资信整理

## (二)环保政策进一步限制市场空间

当前我国环境形势十分严峻,一些地区建设项目和企业的环境违法现象较为突出,因污染企业关停带来的信贷风险加大,已严重影响了社会稳定和经济安全,严格对建设项目的环境监管和信贷管理,已经成为一项紧迫的任务。环保问责制更使落实节能减排指标成为各级政府和环保部门工作的重头戏,与煤炭及煤基产业多属环境污染较重的行业,特别是煤化工行业对环境污染更为严

重。同时,国家及重点煤炭地区陆续出台节能减排、环境保护政策,加大对生态恢复的投入和治理力度,也势必增加煤炭企业的生产运营成本。

与环保政策保持一致的是我国能源结构调整步伐正在加快,节能减排力度逐步加大,国家支持清洁能源发电的优惠政策相继出台,风能、太阳能、水能、核能等清洁能源对火电替代冲击势头明显。据统计,截至2014年11月末,全国水力、核能、风力发电量累计同比增速分别为22.4%、18.3%和3.84%,而火力发电量累计同比下降0.3%。新能源的快速发展既是为国家未来能源安全提供有力保障,同时也必将挤压传统化石能源尤其是煤炭的市场空间,煤炭企业也将面临来自新能源的挑战。

## 二、煤炭行业内部失衡

### (一)超前建设导致产能过剩形势严峻

随着煤炭企业在经营收益率高、市场前景看好和追求做大的心理需求驱动下,煤炭企业在“黄金十年”期间不断收购兼并抢占资源建设新矿,盲目寻求扩张发展。尽管中央层面对于煤炭行业去产能的政策要求早已有之,但地方政府出于对自身经济、财政收入和本地就业的考虑,煤炭行业的产能扩张在2010-2013年有增无减。

2014年,在煤炭行业景气度连续2年持续下滑的行情下,当年新增产能规模开始收缩。但考虑到一般煤矿的建矿周期为三年,即于2012年之前大规模投入的大型煤炭基地即将进入产能集中释放期;即使煤炭行业固投投资增速在2013-2014年已经显著回落乃至为负,2012-2014年间年均5000亿元的投资规模仍将在2016年左右逐步形成产

能,而这一投资规模还尚未将五大发电集团在煤炭行业的扩张核算在内。根据 Wind 测算,目前国内煤矿在建和建成煤矿产能为 40 亿吨以上,而全国煤炭消费在 35 亿吨左右,国内煤炭产能超前建设导致产能过剩形势极为严峻。

### (二)盲目进行产业链延伸加重经营包袱

目前我国煤炭企业为完善产业链、增强企业竞争力,通常选择进行产业链延伸,一般包括煤电一体化和煤化工一体化两条途径,其中煤电一体化的协同效应较为显著,近两年电力业务盈利能力对煤炭企业的贡献较为明显。

但在煤化工一体化方面,以焦炭、甲醇、二甲醚、合成氨等为主要产品的传统煤化工领域发展过快,加之需求不足、地域布局不合理、产品结构、项目资本结构不合理等原因,造成较多煤化工企业陷入经营困难。同时,由于同业恶性竞争严重,成本与市场价格倒挂,大多数煤炭企业煤化工产业出现了严重亏损。煤炭企业煤化工项目多为贷款建设,贷款额度大、财务费用高,企业债务沉重,无疑加重煤炭企业经营包袱。

近年来国内大型能源企业开始大规模投入煤制油、煤制气等转化一次性能源的新型煤化工项目。作为技术和资金密集型的新型煤化工项目,其面临的风险较为复杂,一是项目经济性受到能源价格影响较大,现代煤化工项目普遍投资巨大,而煤炭、原油、未来页岩气大规模开发都可能对煤化工项目的投资回报率产生重要影响,特别是 2014 年下半年来国际原油价格暴跌对已建成的新型煤化工项目的盈利产生较大负面影响;二是新型煤化工技术的可靠性和稳定性尚存在较大不确定性;三是传统煤化工行业面临的产能

过剩风险、资源及环保制约风险等风险依旧是煤炭企业无法避免的压力之一。

## 三、2014 年煤炭企业信用风险表现

### (一)内外部风险对煤炭企业信用的影响

煤炭企业生产模式一般是在取得相关营业证照并满足各项生产销售条件的情况下以销定产,其生产成本主要取决于资源禀赋、开采条件以及各种税费等客观因素,在人工成本压缩空间较小的现状下,自主调整成本的余地相对有限。在成本刚性的经营状态下,煤价下跌成为煤炭企业即期盈利能力大幅下滑、现金流紧张情况加剧的最主要原因。除煤价下跌导致利润缩减外,部分地方国有煤炭企业为做大收入规模进入物流贸易领域,非煤产业大部分选择了尿素、甲醇和焦炭等产能过剩行业,进一步拉低企业整体毛利水平。

相对于外部因素主要影响盈利能力,对煤炭企业偿债能力影响较大则主要取决于煤炭企业内部经营策略。前期资源整合和产业链延伸过程中的大规模盲目扩张则是导致企业债务压力巨大、历史负担沉重、成本控制能力较弱的重要内因。在煤炭行业发展的“黄金十年”中,煤炭企业利润和现金持续积累,融资能力相对较强,在煤炭资源的获取和产能扩张方面普遍制定了较为激进的战略规划,特别是 2009 年开始各产煤大省陆续开展兼并重组和资源整合,煤矿新建和改扩建项目大幅增加,使得煤炭企业债务压力普遍上升。除资源整合外,向煤电、煤化工等领域拓展产业链延伸成为大中型煤炭企业投资的第二大领域。上述两项投资导致煤炭企业普遍积累了较多的外部融资,煤炭行业债务压力较大,历史负担较重。

在内外部因素的共同作用下,煤炭企业

自 2012 年以来无论是财务杠杆、偿债能力还是盈利性以及运营效率,其各个财务指标均不断恶化,行业整体信用风险急剧上升。

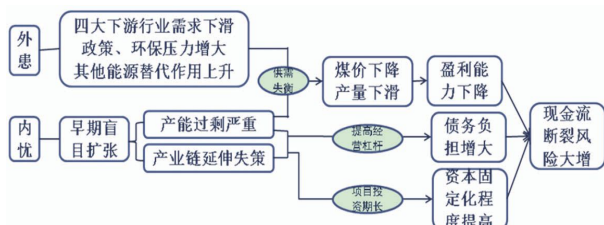


图 2 内外部风险对我国煤炭企业信用的影响途径

资料来源:远东资信整理

## (二) 煤炭行业信用风险在各金融市场的表现

### (1) 信贷市场

在信贷市场,2014 年 1 月银监会要求加强对煤炭信贷审查,中国银监会已经要求各地分支机构加强对煤炭开采行业信贷风险的审查,显示出政府对可能出现违约问题的担忧。银监会还提醒,因企业互联互保引发的风险传染比较严重,部分地区的煤炭企业从“抱团欠款”转向“抱团逃废债”,同样类似于钢贸贷款,部分区域信用环境有所恶化。2014 年 7 月底,银监会进一步下发通知,对联保贷款进行规模限制,同时要求各银行业金融机构在 10 月底之前,完成对担保圈贷款的风险排查,并及时汇报排查结果和高风险客户的风险处置预案。银监会警示,担保圈企业风险较高的地区为长三角、珠三角等地,行业分布为钢贸、煤炭、纺织化纤等;银行要重点监控银行贷款依存度高、民间融资依存度高、生产经营不正常的担保圈企业。

### (2) 债券市场

在债券市场,煤炭企业债发行人平均财务指标呈现不同程度恶化,表现为财务杠杆增加、偿债能力下滑、营运效率降低、

经营回报减少以及成长能力趋弱。2014 年,煤炭企业债券发行人亏损面扩大,亏损家数由上年的 26 家增至 35 家。随着信用资质的下降,煤炭行业发生负面评级调整的发行人家数也呈现上升趋势:自 2012 年开始,陆续有煤炭企业债券发行人被负面评级调整,数目从 2012 年的 1 家增加到 2013 年和 2014 年的 11 和 14 家。

表 1 我国煤炭行业发债企业平均财务指标

主指标	具体分类指标	2012	2013	2014
财务杠杆	资产负债率%	66.45	69.33	71.68
	带息债务/全部投入资本%	64.74	69.37	72.51
	归属母公司股东的权益/带息债务%	1.07	0.62	0.50
偿债压力	速动比率%	0.82	0.78	0.74
	经营活动产生的现金流量净额/负债合计%	0.06	0.04	0.04
	已获利息倍数(EBIT/利息费用)	4.91	2.51	1.60
营运能力和效率	存货周转率(次)	14.53	13.74	11.75
	应收账款周转率(次)	29.86	31.40	22.26
	固定资产周转率(次)	4.11	3.57	2.41
	总资产周转率(次)	0.80	0.75	0.64
经营业绩和回报	销售毛利率%	20.52	16.45	14.24
	成本费用利润率%	7.14	2.89	-0.02
	销售期间费用率%	13.37	13.42	14.12
	净资产收益率 ROE%	4.30	-0.70	-5.17
成长性	固定资产投资扩张率%	30.42	18.37	9.88
	资本项目规模维持率%	410.78	222.06	139.39
	总资产增长率%	0.24	0.16	0.10
	营业收入增长率%	0.23	0.16	-0.01
	利润总额增长率%	-0.24	-0.25	-0.32
	净利润增长率%	-0.26	-0.32	-0.42

资料来源:2014 年末煤炭行业发债企业财务数据均值

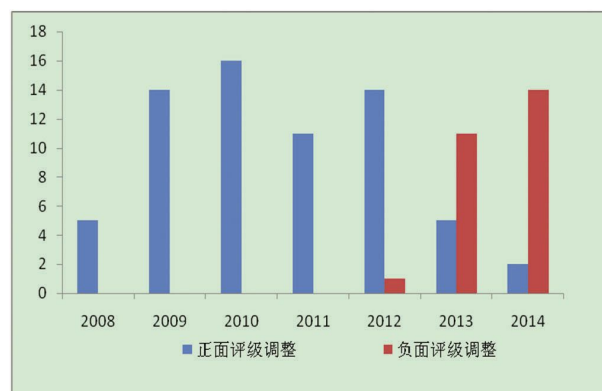


图 3 2014 年我国煤炭债券市场级别下调家数增加

资料来源:远东资信整理



### (3) 信托市场

2014年,煤炭企业在信贷市场以及债券市场上的融资难度增加,在自身经营恶化、债务负担沉重的状况下极易引发现金流断裂、企业亏损等经营风险,使其在其他金融市场融资产品的信用风险进一步上升。在信托市场,2014年煤炭企业作为融资方的整体发行规模骤降、兑付风险大增。

**表 2 2014 年我国煤炭行业信托违约事件**

(单位:亿元)

到期日	规模	发行人	产品名称	借款人	地区	结果
2014.01.31	30	中诚信托	中诚信托·诚至金开 1 号集合信托计划	振富能源	山西	不支付第三期利息
2014.02.07	2.89	吉林信托	吉信·松花江(77)号山西福裕能源项目收益权集合资金信托计划(四期)	联盛	山西	已逾期
2014.02.19	1	吉林信托	吉信·松花江(77)号山西福裕能源项目收益权集合资金信托计划(五期)	联盛	山西	已逾期
2014.02.21	5	山西信托	山西信托山西联盛能源投资有限公司权益投资集合资金信托计划第三期	联盛	山西	已逾期
2014.03.11	1.09	吉林信托	吉信·松花江(77)号山西福裕能源项目收益权集合资金信托计划(六期)	联盛	山西	6 期产品全部违约
2014.07.25	13	中诚信托	中诚信托·诚至金开 2 号集合信托计划	新北方	山西	延期兑付
2014.12.23	11.4	华润信托	华润信托鑫金 2 号孝义德威集合资金信托计划	德威煤业	山西	延期兑付

资料来源:远东资信整理

## 四、2015 年煤炭行业信用风险预测

### (一) 煤炭产量无法提升

1992-2014 年间我国煤炭产量与 GDP 基本同步上升,尤其是 2002 年煤炭价格市场化之后,煤炭产量与 GDP 的同步趋势更加明显,

二者相关系数高达 0.833,呈显著正相关。对二者进行格兰杰因果检验后结果表明 GDP 的变动引导煤炭产量。进一步取 GDP 滞后数据与煤炭产量及煤炭价格做相关性分析,结果显示煤炭产量对 GDP 的滞后期为一个季度左右,煤炭价格对 GDP 的滞后期为半年左右。

**Correlations**

	InGDP	InPro
InGDP Pearson Correlation	1	.833**
Sig. (2-tailed)	.	.000
N	84	84
InPro Pearson Correlation	.833**	1
Sig. (2-tailed)	.000	.
N	84	84

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level

**图 4 我国 GDP 与煤炭产量显著正相关(对数)**

资料来源:远东资信整理

Pairwise Granger Causality Tests  
Date: 04/11/13 Time: 14:59  
Sample: 1 84  
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LNGDP does not Granger Cause LNPRO	82	12.1273	3.E-05
LNPRO does not Granger Cause LNGDP		2.52421	0.0867

**图 5 因果检验显示“GDP 引导煤炭产量”**

资料来源:远东资信整理

**表 3 GDP 对煤炭产量和煤炭价格的先导性作用**

	GDP <sub>t</sub>	GDP <sub>t+1</sub>	GDP <sub>t+2</sub>	GDP <sub>t+3</sub>
煤炭产量	.777**	<b>.921**</b>	.912**	.806**
煤炭价格	.880**	.867**	<b>.888**</b>	.833**

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level

从波幅来看,由于煤炭行业所有下游需求全部与国民经济高度正相关,导致煤炭行业的波动幅度大于国民经济的波动幅度。根据历年数据对比表明:11%的 GDP 增速为煤炭行业产量增速波幅的临界值,即当 GDP 增速大于 11%时煤炭产量增速高于 GDP 增速,而在国民经济下行阶段煤炭行业无法选择具有支撑性的需求市场来抵制行业景气



程度的下滑,GDP增速小于11%时煤炭产量增速则低于GDP增速。2014年我国GDP增速为7.4%,且未来难以提升至11%以上水平,因此2015年煤炭行业产量增速预计将维持低位运行。

### (二)煤炭价格维持低位

从1997-2014年我国煤价PPI的历史波动情况来看,煤价PPI的市场敏感度较高,呈现出较为明显的周期性波动,17年间经历五个发展周期,每个周期平均期限约3.4年。从前四个周期来看,我国煤价PPI在20%左右的幅度内波动,并呈震荡上升趋势,整体趋势与我国过去十余年间宏观经济上升趋势基本保持同步。除受宏观经济波动影响外,其波峰波谷的形成主要受到产业政策、市场供求关系转变等因素的影响。

2014年,我国煤炭价格PPI最低点为-14.24%,甚至低于次贷危机后的-11.44%的最低历史水平。2014年末,随着国内外煤炭供应减少,以及下游需求有所回升,煤价PPI企稳止跌。但考虑到我国经济发展增速未出现明显好转、煤炭产能过剩短期内无法根本性改善,预计未来我国煤价PPI将维持在-10%左右徘徊,其出现回升拐点的时间尚需以来整体经济形势回暖及市场需求的拉动,目前尚无法明确反弹时间。

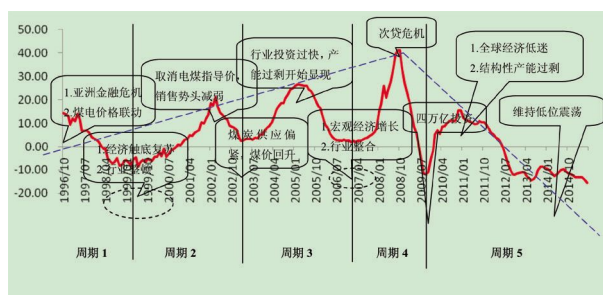


图6 1997-2014年我国煤炭价格PPI经历五个周期

资料来源:远东资信整理

### (三)煤炭行业信用风险加剧

2015年我国将继续保持在“新常态”下的平稳运行,经济下行压力依旧存在。随着我国进一步进行经济结构调整,固定资产投资增速或将持续趋缓;考虑到楼市供求关系基本转为整体平衡和局部过剩,房地产市场预计将不会出现持续性暴涨。受此影响,煤炭行业下游需求或将继续维持低迷状态。通过上述分析,煤炭行业产量及价格均仍保持低位运行。

上述因素对于煤炭企业来说,使得其盈利能力及获现能力无望大幅回升,利润水平或将进一步挤压,对于投资方而言第一还款来源保障能力降低;另外,融资环境恶化加剧煤炭企业流动性风险,资金周转不畅或将增加煤炭企业到期兑付的违约概率。整体而言煤炭行业信用风险或将加剧。

## 陷入困境的中国干散货船制造业

文/周蕾蕾

全球新造船市场在经历了 2013 年的强劲反弹后,自 2014 年下半年开始震荡下行,但相较于油轮和集装箱船市场的筑底企稳,干散货船市场下跌幅度可谓空前,创下了造船史上最惨淡的行情。克拉克松数据显示,2015 年 1-4 月,全球干散货市场新船订单合计 118.93 百万载重吨,同比大幅减少 90.62%。干散货船造价指数由 2014 年 6 月的阶段性高点 137 点一路下跌至 2015 年 4 月的 125 点;其中海峡型干散货船(17.6-18 万载重吨)由 58 百万美元/艘跌至 36 百万美元/艘,巴拿马型(7.5-7.7 万载重吨)由 30 百万美元/艘跌至 27.25 美元/艘。而 5 月份中日韩三国新签订单中并未有散货船成交,干散货新造船市场行情惨淡。

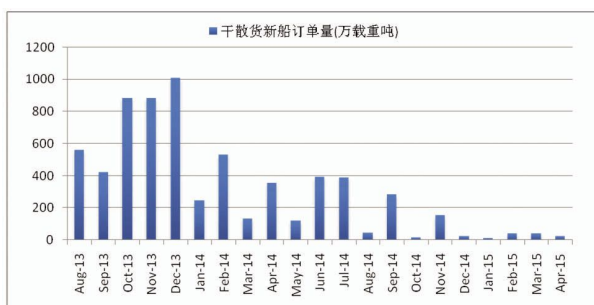


图 1 历年干散货新船订单量

资料来源:上海航运中心,远东资信整理

干散货船量价齐跌的背后是世界旧经济发展模式逐步转变所引发的铁矿石、煤炭等大宗商品的海运需求变化。过去十年,中国经济高速发展带动全球铁矿石、煤炭等大

宗商品的海运需求大幅增长。2005-2010 年中国年均进口铁矿石量同比增速一度超过 30%。大宗干散货运需求激增引发全球干散货运市场繁荣,BDI 从 2006 年的 2000 点附近上扬至 2008 年 5 月的最高点 11793 点。

在干散货运市场繁荣的背景下,船东订造干散货船热情高涨,2008-2010 年全球新承接 1 万载重吨以上的散货船分别为 1071 艘(合计 9110 万载重吨)、246 艘(合计 2530 万载重吨)和 1074 艘(合计 8100 万载重吨)。快速增长的新签订单为造船企业储备充足订单,干散货运力快速投放市场,2010-2013 年间全球干散货船(1 万载重吨以上)造船完工量分别达到 7990 万载重吨、9830 万载重吨、9860 万载重吨和 6260 万载重吨,年均运力增速超过 10%。而金融危机后,以房地产为支柱的中国经济结束了高速增长黄金十年,房地产业发展在 2013 年也进入了持续低迷时期,国内经济结构调整如期而至。旧的经济模式逐步向新经济模式转变使得中国对铁矿石、煤炭等大宗商品进口需求增速放缓,全球干散货海运量增速由 2010 年的 12.55%下降至 2014 年的 4.95%。

航运牛市累积的造船订单集中于近 5 年完工交付,加之船舶拆卸速度慢,干散货船舶总运力增长较快,已达较高水平。据克拉克森统计,2009-2013 年 5 年间全球干散

货船舶运力复合增速达到 11.50%，而同期干散货海运量增速仅为 5.50%。2014 年以来干散货运力规模增幅放缓，但累积运力规模仍处于较高水平，截至 2015 年 1 季度末，总运力已达 7.61 亿载重吨。

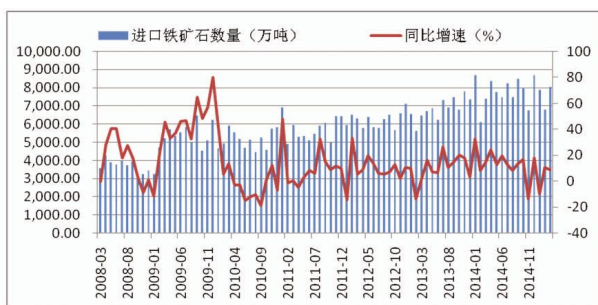


图 2 历年中国进口铁矿石数量及同比增速变动

资料来源：上海航运中心，远东资信整理

前期累积交付的干散货订单使得干散货运力已达历史高位，叠加全球经济缓慢复苏，尤其是中国经济机构调整所引起的干散货运需求回调，全球干散货航运市场供过于求的局面仍持续，代表干散货运市场景气度的 BDI 指数出现单边下滑态势，2014 年以来 BDI 指数持续下跌至历史最低点，跌破 1000 点，至 2015 年 3 月底，BDI 指数仅为 602 点。



图 3 近年干散货运费指数

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从基本面的角度来看，BDI 暴跌表明航运业运力过剩状况恶化，未来几年供求关系难有明显改善，目前航运市场的产能利用率只有 75%，尚未能看到行业趋势性向上的拐点。受累于运价暴跌，航运企业租船收入已

普遍低于成本，即使 2015 年 1 季度全球油价下跌一定程度上缓解航运企业的成本压力，但对解决航运企业经营困境收效甚微。有船舶代理商透露，2015 年 1-5 月已有至少 11 家干散货运输公司申请破产保护，预计到年底这一数字将翻一番，而资金实力雄厚的船东也采取手段降低运营成本。

不断恶化的供求关系使得拆卸船舶成为当前缓解运力过剩的手段之一。据 BIMCO 数据显示，2015 年上半年，全球月平均拆船量达到 330 万载重吨，同比大幅增长 148.12%。其中 4 月拆船活动最为活跃，报废总量达到 536 载重吨，成为上半年单月拆船量最大的一个月。2015 年上半年，希腊船东迄今已报废 54 艘散货船，总运力达到 498.45 万载重吨，系拆船量最大的国家，而中国船东则以 71 艘散货船（总运力为 402.5 万载重吨）的拆卸量位居第二位。考虑到当前规模庞大的已有运力规模，预计 2015 年后的拆卸量仍将有所增长，据克拉克松预计，2015 年全球干散货船拆卸量将达到 1500 万载重吨。

不断恶化的干散货运输供求关系也对干散货船制造业带来深重影响。首先，全球干散货船新船订单大幅下降，2015 年 1-4 月全球新接干散货船订单 118.93 万载重吨，同比减少 90.62%。其次，造船企业手持订单量面临较大的撤单和改单压力。截至 2015 年 4 月末，全球干散货船手持订单量为 15166.61 万载重吨，其中一半以上的订单为 2013 年和 2014 年低船价时期船东和金融机构抄底所形成的增量订单。干散货运输景气度下滑的时期，船东和金融机构接船意愿和履约能力明显不足，撤单和改单现象已频现。根据公开报道，2015 年以来，全球撤单数量为 13 艘，其中，德国船东 Oldendorff 撤销了在 4 家



中国船厂的散货船订单，包括4艘208000载重吨Newcastlemax型散货船和2艘64000载重吨Ultramax型散货船，总价值约为2.66亿美元。继2014年12月，希腊船东ScorpioBulkers宣布将2+4艘新造海岬型散货船订单改为LR2型成品油轮订单后，2015年2月，其又将3艘新造的海岬型散货船订单更改成LR1型成品油轮订单。

深受这一巨变影响的则为中国造船业。中国造船业以建造干散货船见长，大多数造船企业所建造产品以干散货船为主，我国每年干散货船接单量占全球总量的比重超过50%。2015年上半年干散货船需求下滑致使中国造船业新接订单量仅为786万载重吨，同比下降77.4%，由世界第一退居世界第三位。

市场萎缩也使本已陷入融资难境地的造船企业雪上加霜，陷入经营困境的企业不断增加，2015年行业破产企业陡增。即使是国内最大的民营造船企业熔盛重工也不得不走上出售造船业务资产的道路。熔盛重工以建造超大型矿砂船见长，2010年其手持订单量位居全球第一。快速增长的订单促使其大规模举债扩大生产规模，而其后航运市场的衰退加剧了船东延迟支付货款、弃单的意愿，致使背负巨额债务的熔盛重工资金链断裂。2013年开始，熔盛重工陷入经营困境，并于2015年上半年计划出售造船业务。另一家大型民营企业明德重工受累于金融机构对造船行业的紧缩信贷政策，而无法获得金融机构提供的融资和预付款保函，致使资金状况持续恶化而进入破产重组。而与明德重工具有合作关系的舜天船舶频繁遭遇船东弃单，继2014年12月舜天船舶4艘64000吨散货船遭遇船东弃单构成实质性违约后，2015年3月31日，舜天船舶本应交付的2

艘64000吨散货船又遭到船东违约，预计无法收回。频繁遭遇弃单已给舜天船舶造成巨额亏损，而对明德重工债务重组计划的失败预计将给公司带来近19亿元的损失。

2015年3月，由于行业持续衰退和内部经营管理不善，东方重工向江苏省泰州市中级人民法院申请进行债务重组。同月，由于缺乏潜在重组方的积极参与，国内最大的外资造船企业STX大连集团依法进入破产清算程序。4月，温州最大造船企业庄吉船业宣布破产重整。5月，正和造船向法院提出重整申请。

即使避免了弃单风险，国内较多实力强劲的知名企业也遭遇频繁的改单事件。希腊船东Cardiff Marine近日更改了在扬子江船业的散货船订单，将6艘20.8万DWT级Newcastlemax型散货船中的2艘订单更改为2艘1.1万TEU型船订单。挪威船东John Fredriksen正在与新时代造船进行洽谈，希望将其订造的一系列8艘18万DWT级好望角型散货船订单中的4艘改为16万DWT级苏伊士型油轮订单。此外，嘉吉集团也正与新时代造船进行类似的改单洽谈，希望将去年订造的一系列4艘18万DWT级好望角型散货船订单改为油轮订单。新兴航运于2013年在外高桥造船下单订造的2艘好望角型散货船中有1艘已改为VLCC订单，预计将于2017年交付。

纵观全局，旧的经济模式逐步向新经济模式的转变已使得世界航运业发生重大变革，由此引发的造船需求结构发生明显变化。中国造船业过去10年在干散货船市场的优势不再，而在高端船舶市场的技术储备尚未形成，短期内造船业所面临的压力仍在加大。能使企业走出困境的唯一而有效的途径则是造船企业自身不断培养创新力，加快技术创新，适时适应市场需求。

## ◆ 行业研究

# 光伏制造行业信用风险研究报告

文/ 韩保倩 曹宇飞

**摘要:**光伏制造行业属于重要的新能源发电领域之一,在我国面临中长期能源结构调整及节能减排、改善环境污染等方面,具备较为可观的中长期增长前景。2013年以来,受政策引导和市场调整等影响,产业无序发展得到一定遏制,部分落后产能开始退出,行业目前处于调整阶段,行业集中度提升,但整合尚未有效完成。

2014年我国多晶硅产量大幅增长,行业产能利用率快速恢复,但目前硅片环节的业产能利用率仍略低于合理水平。随着国家不断出台《光伏制造行业规范》条件等准入文件,多晶硅电池18%和单晶硅电池20%的转换率标准成为市场主流,未来预计技术导向型支出将逐渐增加。

光伏行业在经历了2009-2011年产能的无序扩张后,随着市场需求的萎缩,企业开工率不足,盈利迅速下滑,企业债务规模较大,财务结构稳健性较弱。2013年以来,由于光伏产品价格的回升,光伏行业企业经营状况有所改善,2014年,随着国家对于光伏行业的投入加大,光伏产品价格的提升,行业集中度有所提高,企业盈利能力提升较为明显,亏损面收窄。

现阶段我国光伏产业内企业发展增加了两个新的特点,一是向下游电站业务延伸,二是优势企业和弱势企业分化。2014年

我国中小规模的光伏企业,尤其在组件领域,将通过被收购或其他方式,将产能向大型光伏企业手中集中,行业集中度进一步提升,但也伴随着高财务杠杆。因此市场投资者对于光伏企业的企业债保持谨慎态度,从尚德破产、赛维重组等事件都显示着光伏行业已经成为“信用风险事件频发”的高危地带。

## 一、行业运行概况

表1 我国光伏制造行业主要运行指标

指标	单位	2011	2012	2013	2014	同比增长
全球光伏新增装机量	GW	30.2	32	36	48.1	33.61%
中国光伏新增装机量	GW	2.2	4.5	12	13	8.33%
全球多晶硅产量	万吨	24	24	25.5	30.7	20.39%
中国多晶硅产量	万吨	8.4	7	8.4	13.2	57.14%
全球太阳能电池产量	GW	35	36	40	未公布	——
中国太阳能电池产量	GW	21	23	26	33	26.92%
多晶硅片价格	美元/片	1.12	0.81	0.92	0.90	-2.17%
组件价格	美元/瓦	0.95	0.65	0.68	0.59	-13.24%

资料来源:Wind 资讯。

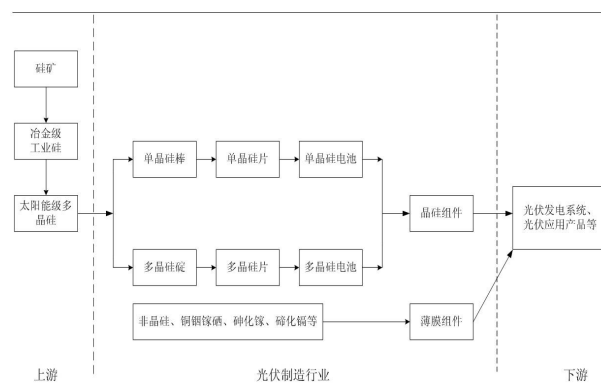


图1 光伏制造行业产业链结构图

资料来源:远东资信整理

### (一)行业概况

根据光伏行业协会数据<sup>1</sup>,2014年我国多晶硅产量达13.2万吨,同比增长57%,占全球多晶硅产量的43%,多晶硅进口10.22万吨。多晶硅开工企业不断增加,恢复到18家以上,开工企业产能达15.6万吨,行业产能利用率大幅提升,达到84.6%。

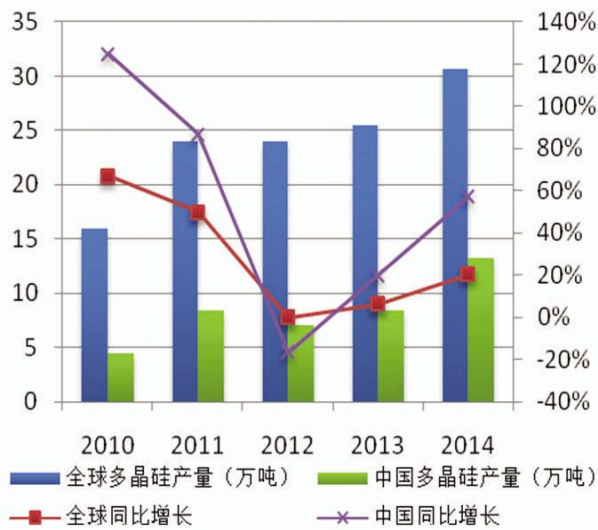


图2 2010-2014年多晶硅产量

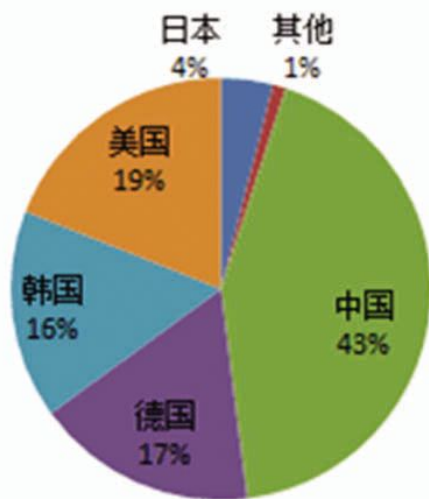


图3 2014年全球多晶硅生产分布

资料来源:赛迪智库、硅业分会,远东资信整理

表2 2013年全球十大多晶硅厂商产能产量

企业	国别	2013年产能 (吨)	2013年产量 (吨)
江苏中能(保利协鑫子公司)	中国	65000	50400
Wacker	德国	52000	46000
OCI(估计)	韩国	42000	35000
Hemlock(估计)	美国	42500	33000
REC	美国	25000	20500
特变电工	中国	17000	7900
Tokuyama(估计)	日本	15400	7500
MEMC(估计)	美国	8000	6000
大全新能源	中国	6000	4800
亚洲硅业(无锡尚德子公司)	中国	5000	4000
合计		277900	215100

资料来源:光伏行业协会,远东资信整理

2014年我国多晶硅产量13.2万吨,产量主要集中在江苏中能、特变电工、大全新能源等几家企业,行业集中度较高,前十名产量占比达到91%,前五家达到77%。目前国内主要的多晶硅生产厂商包括江苏中能、特变电工、洛阳中硅、大全新能源、宜昌南玻、神州硅业、亚洲硅业、四川瑞能、内蒙晶阳、盾安光伏,上述十家主要多晶硅企业总产能达到13.25万吨,总产量达到12.15万吨。其他规模较小的生产企业,由于停产时间较长,存在库存积压、生产成本偏高等复产障碍,复产依赖于生产技术改进,产能未来有望逐渐向一线厂商集中。

表3 2014年国内主要多晶硅厂商产能产量

企业	2014年产能 (吨)	2014年产量 (吨)	产能利用率
江苏中能	65000	65500	100.77%
特变电工	17000	16000	94.12%
洛阳中硅	10000	9500	95.00%
大全新能源	6500	6300	96.92%
宜昌南玻	6000	4700	78.33%
神州硅业	5000	4500	90.00%
亚洲硅业	5000	4500	90.00%
四川瑞能	8000	4500	56.25%
内蒙晶阳	5000	3000	60.00%
盾安光伏	5000	3000	60.00%
合计	132500	121500	平均: 82.14%

<sup>1</sup>《我国光伏产业2014年回顾与2015年展望》,中国光伏行业协会,2015.1



资料来源:2015年1月15日,德国莱茵TÜV光伏峰会(常州举行),远东资信整理

根据光伏协会数据,2014年我国硅片产量达38GW,同比增长28%,电池片产量33GW,同比增长32%,组件产量35GW,同比增长27.2%。从行业集中度来看,硅片环节集中度较好,前十家企业市场占比在77%左右,而电池片和组件环节集中度有待提升,前十家企业市场占比在50%左右,多晶硅产品仍是市场主流,占据市场份额80%以上。

从产能利用率上看,我国硅片环节整体产能利用率在72%以上,电池片环节整体产能利用率低于70%,组件环节产能利用率较低。根据美国等研究机构经验数据,行业整体产能利用率在78%–83%之间为合理水平,因此可初步判断目前行业产能利用率仍略低于合理水平。

我国是全球硅片和电池组件最主要的生产区域,其次,台湾、东南亚也是主要的生产国,生产规模较大,多晶硅是主流产品,产业集中度不断提升。硅片主要出口区域为中国台湾、韩国、马来西亚、菲律宾和日本。我国组件产品主要销往日本、欧洲及美国。

表4 2013年全球十大硅片、电池组件厂商

硅片				电池、组件			
企业	国别/地区	产能 (GW)	产量 (GW)	企业	国别/地区	产能 (GW)	产量 (GW)
保利协鑫	中国大陆	10.00	8.60	英利绿色能源	中国大陆	2.80	3.10
英利绿色能源	中国大陆	2.80	2.30	天合光能	中国大陆	2.45	2.471
昱辉	中国大陆	2.20	2.10	阿特斯	中国大陆	2.60	1.80
绿能	中国台湾	2.00	1.90	晶科能源	中国大陆	2.00	1.70
旭阳雷迪	中国大陆	1.80	1.60	First Solar	美国	2.56	1.628
赛维	中国大陆	3.30	1.50	韩华新能源	中国大陆	1.62	1.30
晶科能源	中国大陆	1.80	1.50	晶澳太阳能	中国大陆	1.80	1.218
Nexolon	韩国	1.70	1.30	Sun Power	美国	1.27	1.134
隆基	中国大陆	1.30	1.20	京瓷	日本	1.20	1.10
天合光能	中国大陆	1.40	1.20	Solar Frontier	日本	0.98	0.92
合计		28.30	23.20	合计		19.28	16.371

数据来源:CPIA,2014.4

2 德国研究机构 EuPDResearch,《德国光伏市场概览》,2015.2

3 太阳能产业协会、GTMResearch

4 光伏市场联盟 2015.1 预测。光伏市场联盟包括亚欧清洁能源(太阳能)咨询机构(AECEA)、比利时贝克勒尔学院(BecquerelInstitute)、西班牙 Creara 与日本 RTS 公司。

表5 2014年国内主要组件企业产能产量

企业	2014年产能 (GW)	2014年产量 (GW)	产能利用率
天合光能	3.80	3.70	97.37%
英利绿色能源	4.20	3.30	78.57%
晶科能源	3.20	3.00	93.75%
阿特斯	3.00	2.70	90.00%
晶澳太阳能	3.00	2.30	76.67%
韩华新能源	1.90	1.42	74.74%
昱辉	1.35	1.20	88.89%
海润光伏	1.20	0.94	78.33%
中利腾晖	1.30	0.70	53.85%
正泰	0.80	0.70	87.50%
合计	23.75	19.96	平均: 81.97%

资料来源:2015年1月15日,德国莱茵TÜV光伏峰会(常州举行),远东资信整理

随着国家不断出台《光伏制造行业规范》条件等准入文件,多晶硅电池18%和单晶硅电池20%的转换率标准成为市场主流,未来预计技术导向型支出将逐渐增加,市场调研公司 HIS 预计 2014 年光伏资本支出将达 33.7 亿美元,同比增长 42%,预计 2015 年光伏资本将达到 42.4 亿美元,同比增长 25%。

2014 年,全球新增光伏装机容量 48.1GW,同比增长 33.61%,中国、美国、日本仍是主要需求市场,成为全球光伏需求稳定增长的重要引擎。

欧洲光伏产业协会 (EPIA)2015 年 3 月数据显示,2014 年欧洲光伏新增装机容量仅为 7GW,同比下降 36%,英国是欧洲市场的唯一亮点,首次超过 2GW,而德国装机容量再次萎缩,至 2.8GW<sup>2</sup>。美国 2014 年新增装机容量达 6.2GW,创历史纪录,同比增长 30%以上<sup>3</sup>;日本 2014 年光伏新增装机容量预计将达到 9GW 以上<sup>4</sup>,同比增长 50%;在新兴市场中,南非、印度、泰国、智利、墨西哥和土耳其表现抢眼,规模共计 3GW。

2014 年我国光伏新增装机容量 13GW 左右,并网装机量 10.6GW 左右。由于规模控制与光伏电站审批权下放的政策衔接问题,部分省市下达计划较慢,造成 2014 年年底光伏电站集中建成并网。至 2014 年年底,我国累计光伏装机量为 26.52GW。其中,分布式光伏发电不超过 5GW,我国光伏市场仍以大型地面电站为主;由于 2014 年年底有大批已开工建设未投产的项目(估计 5GW 以上),加上部分地区已建成但未纳入规模,预计 2015 年我国光伏市场将出现较大增长。

我国光伏发电已呈现东中西共同推进,逐渐由西向东发展的格局。中东部地区 2014 年新增装机容量达 5.6GW,占全国的 53%。分省份来看,内蒙、江苏、青海 2014 年新增装机容量居于前列,分别为 1.64GW、1.52GW 和 1.02GW,分布式光伏新增装机中江苏、浙江、广东居于前列,分别为 0.57GW、0.27GW 和 0.2GW。

同时,随着地面电站的不断建设,有关光伏电站质量问题不断出现。2014 年 10 月,光伏行业协会数据称,地面电站问题主要集中在设备质量、电站设计、电站施工和电站运维等方面。目前建成的电站里大概 1/3 左右质量不合格,还有一部分电池 3 年已经衰减了原来规定 25 年应该衰减的量,甚至出现当年衰减 30% 以上的情况。组件质量过差导致其衰减加速和寿命缩短,直接影响到电站的投资回报率。针对光伏电站质量问题,行业主管部门也开始加强光伏行业质量监管。

## (二)行业价格分析

硅料价格 2013 年底开始逐渐上行,2014 年上半年达到年内最高点后开始小幅下跌,现阶段走势稳定,2014 年价格平均值为 22.03 美元/千克。2014 年以来硅料厂商集中度逐渐提高,订单以规模较大、稳定的老客户

为主,长单客户稳定拿货,基本采取现款现货。库存方面,市场硅料库存整体保持平衡,供需基本稳定,下游需求没有呈现上扬趋势。

硅片年内弱势下行,截至 2014 年底单晶硅片 156mm 价格报价 1.14 美元/片,较年初价格下跌 1.72%;多晶硅片 156mm 价格 0.9 美元/片,较年初价格下跌 2.18%。疲软的需求和不断积压的库存影响了国内硅片的价格,根据国信证券调研情况显示,企业普遍反应开工情况不乐观,一线企业相对要好于二三线企业,开工率可达 100%,二线企业开工率约为 50%,且主要以代工为主,部分已经开始缩减产能甚至停产。产能不大的企业一般只做付款方式比较好的订单,且以老客户为主,预计短期内市场仍以窄幅波动为主。

电池片方面,单晶电池片走势较为平稳,多晶电池片价格下跌较快。国信证券市场调研结果显示,目前市场反馈付款条件没有以前好,回款慢,周转资金相对较为吃紧,部分企业为了尽快回笼资金,投入后期生产,所以在成交价上均留有议价空间。不过较大的一线企业回款压力相对较好,基本上以做高效电池片为主,而且大多供自己下游组件厂用,所以外销压力相对较小。就总体市场情况来说,企业资金相对紧张,下游需求疲软加大了国内电池片厂商的降价压力,短期价格难以上扬。

单晶组件价格较为稳定,多晶组件年初以来价格不断下滑。主要原因受到下游需求的疲软,日本 FIT 的降低也使得系统集成商追求更低的价格。部分国内一线企业是从硅片到组件全配套生产的,大多都是跟地面电站项目捆绑合作的,订单已经锁定,但是这种利益捆绑不利就是其付款条件相对较差,项目启动慢于预期,开工率较低,回款慢。同时整体行业冷淡,市场心态不稳,价格短期回暖可能较小。

表 6 2014 年光伏产品价格数据

	单位	最高价	最低价	平均价	2014.12.31	较年初变动	变动率
硅料							
国产多晶硅料(一级料)	美元/千克	22.90	19.61	22.03	21.36	1.75	8.90%
国产多晶硅料(二级料)	美元/千克	19.79	18.41	19.18	19.39	0.98	5.32%
进口多晶硅料	美元/千克	22.65	19.23	22.10	21.91	2.68	13.93%
硅片							
单晶硅片(125mm*125mm)	美元/片	0.74	0.70	0.72	0.70	-0.05	-6.07%
单晶硅片(156mm*156mm)	美元/片	1.21	1.09	1.15	1.14	-0.02	-1.72%
多晶硅片(156mm*156mm)	美元/片	1.03	0.86	0.92	0.90	-0.02	-2.18%
电池片							
单晶电池(125mm*125mm)	美元/瓦	0.49	0.39	0.42	0.39	-0.02	-5.83%
单晶电池(156mm*156mm)	美元/瓦	0.46	0.39	0.42	0.39	-0.05	-11.21%
多晶电池(156mm*156mm)	美元/瓦	0.39	0.31	0.34	0.32	-0.07	-17.88%
组件							
单晶组件	美元/瓦	0.72	0.67	0.69	0.67	-0.04	-6.28%
多晶组件	美元/瓦	0.68	0.53	0.59	0.59	-0.09	-13.15%

注:统计区间为 2014.1.1-2014.12.31,统计频率为每周。

资料来源:solarzoom, Wind 资讯, 远东资信整理

### (三)行业进出口分析

从加工方式上来说,2014 年全年按加工贸易方式进口多晶硅量达到 7.21 万吨,占总进口量的 70.5%。2014 年,自韩国进口多晶硅按加工贸易进口 2.47 万吨,占自韩国总进口量的 69.1%;自美国按加工贸易进口多晶硅为 1.85 吨,占自美国累计总进口量的 87.6%,从美国进口绝大部分都是通过加工贸易方式,其余从一般贸易渠道进口的为不受“双反”影响的半导体多晶硅;自德国按加工贸易方式进口多晶硅 1.79 万吨,占自德国总进口量的 59.1%。

2014 年 1 月,商务部公布对美韩太阳能级多晶硅反倾销终裁结果,对美国企业所征收的反倾销税率在 53.3%-57%,韩国企业在 2.4%-48.7%,其中 OCI 株式会社所征税率仅

为 2.4%,实施期限为自 2014 年 1 月 20 日起 5 年。但与此同时商务部规定若以加工贸易方式进口,则这些多晶硅产品连正常的关税都可以减免,更无需缴纳保证金和反倾销税。上述规定导致来自美韩的多晶硅进口中以“加工贸易”方式占比超过 2/3。针对上述情况,商务部和海关总署 2014 年 8 月 14 日发布关于“暂停多晶硅加工贸易”的“58 号公告”<sup>5</sup>,以 8-12 月作为下游企业长单执行缓冲期,2014 年 12 月 31 日起正式暂停所有进口申请。该举措有利于加速国内在光伏领域拥有原料自主权,对国内光伏产业发展具有重要意义。

根据海关数据统计,2014 年全年我国进口多晶硅 10.22 万吨,同比增长 26.69%,创历史进口最高纪录;出口累计 0.23 万吨,同比减少 51.17%。2014 年全年多晶硅进口创历史新高突破 10 万吨,首要原因在于 2014 年 8 月“58 号公告”发布后,各地在执行日之前(8 月 15 日至 31 日)突击审批新的多晶硅加工贸易业务。从 8 月到 12 月期间,除了 10 月进口 0.807 万吨外,其余月份均超过 2014 年的月进口平均值 0.85 万吨,其中 11 月进口达 1.17 万吨的历史最高值,进口量主要来自于韩国、德国和美国。按照海关监管规定,以电子帐册制监管的大型进口企业的加工贸易已于 12 月 31 日自动关闭,但以加工贸易手册按笔登记的仍然会持续。预计 2015 年上半年开始多晶硅加工贸易将逐步减少,全年多晶硅进口量将有所下降。

2014 年我国从韩国、美国、德国进口多晶

5 自 2014 年 9 月 1 日起暂停太阳能级多晶硅加工贸易进口业务申请的受理。2014 年 9 月 1 日前已经商务主管部门批准的加工贸易业务,可在合同有效期内执行完毕。以企业为管理单元的联网监管企业可在 2014 年 12 月 31 日前执行完毕。上述业务到期仍未执行完毕的不予延期,按加工贸易内销、退运或其他规定办理。



硅 8.71 万吨, 占总进口量的 85.2%, 其中从韩国进口量为 3.57 万吨, 占总进口量的 35.0%; 从美国进口量为 2.11 万吨, 占总进口量的 20.6%; 从德国进口量为 3.02 万吨, 占总进口量的 29.6%; 其他地区进口量为 1.51 万吨, 占总量的 14.8%。自韩国的进口占比日渐增加, 主要原因在于首先无论采取一般贸易方式还是加工贸易方式, 2.4% 的反倾销税对韩国影响均不大; 其次我国对美国和德国相对较高的惩罚性关税促使德美多晶硅厂商均在韩国建厂设立多晶硅项目; 第三, 韩国本土的多晶硅企业在经历“双反”终裁后, 被征税率较低的企业开始逐渐恢复生产, 产量逐渐释放。

## 二、发债企业及行业财务情况

### (一) 发债企业情况

目前市场上可统计的光伏制造企业债券共涉及 6 个企业主体, 共计 11 只债券, 其中企业债 2 只, 中期票据 4 只、短期融资券 5 只。市场评定级别目前除了上海超日和江西赛维分别是 C 和 CCC 之外, 其余债券和主体等级集中在 AA-。2014 年没有新发光伏制造行业债券。

**表 7 市场上可统计光伏制造企业债券**

主体	债券简称	债券类型	上市日期	摘牌日期	评级机构
江苏中能硅业科技发展有限公司	11 苏中能债	一般企业债	2011/11/24	2018/11/12	中诚信
保定天威英利新能源有限公司	10 英利 MTN1	一般中期票据	2010/10/13	2015/10/13	上海新世纪
英利能源(中国)有限公司	12 英利 MTN1 (已到期)	一般中期票据	2012/5/3	2015/5/3	中诚信
	12 英利 MTN2	一般中期票据	2012/5/3	2017/5/3	中诚信
晶科能源有限公司	11 晶科 CP01 (已到期)	一般短期融资券	2011/1/14	2012/1/14	中诚信
	11 晶科 CP02 (已到期)	一般短期融资券	2011/3/24	2012/3/23	中诚信
	11 晶科 CP03 (已过期)	一般短期融资券	2011/7/11	2012/7/11	中诚信
	12 晶科 CP001 (已到期)	一般短期融资券	2012/4/23	2013/4/23	中诚信
上海超日太阳能科技股份有限公司	11 超日债	一般企业债	2012/3/7	2017/3/7	鹏元
江西赛维 LDK 太阳能科技有限公司	11 赛维 MTN1 (已到期)	一般中期票据	2011/12/8	2014/12/8	上海新世纪
	11 江西赛维 CP001 (已到期)	一般短期融资券	2011/10/21	2012/10/21	上海新世纪

资料来源: 远东资信整理

**表 8 光伏制造企业市场评级情况**

	2011	2012		2013		2014
英利能源(中国)有限公司	—	AA (1月)	AA- (9月)	AA-		AA-
保定天威英利新能源有限公司	—	AA		AA-		AA-
晶科能源有限公司	AA	AA		AA-		AA-
江苏中能硅业科技发展有限公司	—	AA		AA-		AA-
上海超日太阳能科技股份有限公司	AA	AA (6月)	AA- (12月)	BBB+ (4月)	CCC (5月)	C
江西赛维 LDK 太阳能科技有限公司	AA	A+ (6月)	A (8月)	BBB+ (9月)	B+	CCC

注: 此处所列年份为评级报告出具时间, 一般依据上一年的报告或前一期报表

### (二) 行业财务状况

光伏行业在经历了 2009-2011 年产能的无序扩张后, 随着市场需求的萎缩, 企业开工率不足, 盈利迅速下滑, 企业债务规模较大, 财务结构稳健性较弱。2013 年以来, 由于光伏产品价格的回升, 光伏行业企业经营状况有所改善, 行业景气度提升, 企业开始逐渐偿还贷款, 缩小负债规模, 改善其资本结构, 提高财务稳健性。2014 年年报数据中, 晶澳太阳能财务结构数据最低, 分别是资产负债率 62.26%, 带息负债比率 43.93%; 天合光能、阿特斯、晶科能源、大全新能源等企业财务状况处于好转中, 稳健性有所提高。

2014 年, 随着国家对于光伏行业的投入加大, 光伏产品价格的提升, 行业集中度有所提高, 企业盈利能力提升较为明显, 亏损面收窄。毛利水平主要取决于产品价格和成本变动, 目前产品价格回升, 下跌空间较小, 同时企业在各个环节的成本仍有降低的空间, 带动企业毛利水平的进一步回升。从 2014 年年报数据看, 重点光伏制造企业毛利率均达到 10% 以上, 平均毛利水平达到 17.59%, 平均净利率 2.65%。其中大全新能源、保利协鑫能源和晶科能源毛利水平实现 20% 以上。重点光伏企业目前仅有英利、昱辉

阳光和海润光伏略有亏损,总体来看,企业的盈利出现了恢复性的增长。

表 9 主要光伏企业毛利率及净利润列表

证券代码	证券简称	销售毛利率(%)				净利润(亿美元)			
		2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
DQ.N	大全新能源	33.66	-43.10	-23.95	23.70	0.33	-1.12	-0.71	0.17
JKS.N	晶科能源	15.57	4.84	20.30	22.45	0.43	-2.45	0.31	1.19
3800.HK	保利协鑫能源	33.19	7.83	11.91	20.55	5.50	-4.54	-0.86	2.52
CSIQ.O	阿特斯太阳能	9.60	6.98	16.66	19.62	-0.91	-1.95	0.32	2.40
YGE.N	英利绿色能源	16.69	-3.24	10.87	17.31	-5.09	-4.88	-3.19	-2.12
TSL.N	天合光能	16.24	4.41	12.29	16.87	-0.38	-2.67	-0.72	0.59
JASO.O	晶澳太阳能	4.30	-0.81	10.61	15.55	-0.90	-2.64	-0.78	0.69
SOL.N	昱辉阳光	9.75	-3.68	6.80	13.40	0.00	-2.43	-2.59	-0.34
600401.SH	*ST海润	12.07	8.96	14.09	12.24	0.64	0.00	-0.33	-1.55

注:以 2014 年年报毛利水平从高到低排序

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

### 三、行业信用发展趋势展望

从产业周期的角度来看,从 2008 之后,全球光伏产业进入一种非理性高速增长阶段,2011 年受供求关系以及欧美双反政策的影响,光伏行业进入低谷期,从 2011 年中期到 2013 年中期,行业快速滑入低谷进行整合,2013 年下半年,行业基本面略有好转,部分企业实现了单季度经营盈利,2014 年行业依旧随着市场需求回升而呈复苏态势。

中国光伏终端市场仍有巨大提升空间。从我国下游电站开发来看,目前电站建设享受如电价补贴和增值税减半等一系列直接财税利好,光伏电站的投资收益率能维持在 10%以上水平,导致地面光伏电站开发进入了爆发阶段,电站建设过剩、资金链紧张、电站质量问题等不断出现。按《国家能源局关于下达 2014 年 14GW 光伏新增建设规模通知》中所述,2014 年我国计划新增光伏装机 14GW,同比增长 24%,其中分布式光伏装机 8GW,地面电站装机 6GW。我国未来将加大分布式光伏的发展力度,完善辅助补偿机制、补贴政策,促进分布式光伏的发展。但是

由于分布式光伏在商业模式、银行信贷等方面存在很多不完善的地方,2014 年我国实际完成装机 10.6GW,其中光伏电站 8.55GW,分布式 2.05GW,分布式光伏远远没有达标。

目前我国光伏产业存在主要问题在于:

一是国内市场环境有待改善。备案规模管理模式有待进一步提高,分布式商业模式有待突破,光伏电站消化存在压力,部分地区存在弃光苗头(部分地区弃光率已达到 20%以上)。

二是国外市场呈现不确定性。美国、欧盟等部分出口市场存在贸易壁垒,日本等部分市场出现发展后劲乏力现象,新兴市场发展潜力有待进一步挖掘。

三是技术发展任重道远。产品同质性较高,在一些高效电池、新型电池的研发方面与国外仍有一定差距,高端装备仍依赖进口,如 PERC 电池技术所需装备等。

四是标准检测认证体系亟待健全。随着资本市场对光伏电站关注度增加,光伏电站质量愈受关注,亟待完善标准认证检测体系,通过引进第三方保险、敦促供应商提升服务质量等方式保障产品质量问题。

五是企业经营仍存压力。“增量不增利”的情况仍在延续,供给快速提升和市场不确定性仍将给产品价格带来压力,加上金融机构对制造业的“消极”态度,我国光伏企业经营压力仍有待进一步缓解。

继续维持长期判断不变,光伏行业的彻底回暖需要洗牌的进一步推进,通过并购重组等方式将产能集中到行业龙头、优质企业手中,进一步提升行业集中度,这样才能使行业结构趋近合理,行业良性发展。现阶段我国光伏产业内企业发展增加了两个新的特点,一是向下游电站业务延伸(BT和

EPC 为主要方式), 二是优势企业和弱势企业分化(高效产品、成本控制、品牌效应、融资能力等)。2014 年我国中小规模的光伏企业, 尤其在组件领域, 将通过被收购或其他方式, 将产能向大型光伏企业手中集中, 行业集中度进一步提升。

在行业洗牌并购的过程中, 光伏企业的信用风险也会进一步上升, 光伏企业目前还是存在一定产能过剩, 资金压力较大, 杠杆水平很高, 市场投资者对于光伏企业的企业债保持谨慎态度, 企业融资渠道主要还是依靠银行贷款。从尚德破产、赛维重组等事件都显示着光伏行业已经成为“信用风险事件频发”的高危地带。

#### 四、行业信用风险关注点

**(一)光伏行业近几年外部经营环境变化较大, 光伏企业由于前期资本支出较大, 导致如今财务杠杆水平较高, 财务稳健性较差, 偿债压力很大, 存在资金链断裂及违约的风险**

光伏行业受行业特点的影响, 具有前期投入大、投资回收期长、资产流动性弱的特征, 在企业产能大规模的扩张的进程中, 多数光伏企业采取了激进的财务政策, 资金来源很大比例来自债务融资, 包括银行债务、信托类产品、融资租赁、发行债券或票据等, 资金投向产能扩张或向上下游发展上。债务融资满足了企业快速扩张的资金需求, 同时也推高了企业的融资成本, 导致行业普遍资产负债率在 80% 左右, 财务杠杆处于极高水平。伴随着 2011 年开始行业景气度下滑的到来, 产能过剩严重, 产品价格一路下滑, 企业现金流不断绷紧, 偿债压力极大。

2013 年以来, 由于国内需求爆发, 行业景气度提升, 产品价格回升, 企业经营状况

改善, 盈利能力增强。但由于光伏企业普遍背负着较大负债规模, 同时从分析来看, 主要光伏企业纷纷致力于在企业不同层次进行技术改造和设备升级, 向下游电站发展, 或是持续扩张产能, 资金需求仍然较大, 存在现金流风险忽然放大, 导致资金链断裂的可能, 行业供需情况的改善不容乐观。

**(二)由于单晶硅硅片的非硅成本下降较快, 未来将有希望取代部分多晶硅市场份额, 晶硅产品市场格局将有所调整**

2014 版的国际光伏技术路线图(ITRPV) 表示, 到 2024 年单晶硅片将占据晶硅市场的 50% 左右。由于单晶硅硅片的非硅生产成本的直线下降, 单晶硅片将很快就能挑战多晶硅的支配地位。面对单晶硅市场显现出来的市场机遇, 国内主流单晶硅片厂商将产品规格统一为“M1”和“M2”(205 毫米和 210 毫米), 有利于降低上下游产业链成本, 抢占市场份额。而其余以多晶硅产品为主的主要晶硅厂商如保利协鑫、天合光能等也纷纷调整产品策略, 开始较大力度开发单晶硅产品。在国内光伏制造企业厂商纷纷布局单晶硅生产的同时, 台湾和日本光伏电池厂也纷纷提高单晶比重, 扩展单晶产品生产线, 包括日本京瓷、三菱、韩国 LG、台湾新日光等均有相关规划。

**(三)光伏企业易受到贸易争端影响, 虽然近年来随着我国需求爆发, 企业纷纷转移销售重心, 但对海外市场仍旧具有一定的依赖性**

主要光伏企业多在美股或港股上市, 销售网络遍布全球, 国外销售收入在收入结构中占比较大。考虑欧洲“双反”达成了输欧光伏产品价格、数量的限制, 未来欧洲市场需求将会持续下滑, 行业成本下降趋势将会趋缓, 单个市场变数加大, 海外市场易受到贸



易争端、汇率风险影响,光伏企业业绩存在波动风险。

**(四)光伏产品由于相对传统能源来说,成本较高,因此行业需求主要依赖政府补贴支持,随着德国、欧盟等地区对于光伏补贴的逐步取消,企业成本压力加大**

由于光伏发电相对传统能源发电具有不经济性,目前仍是严重依赖政策。国内主要电池片、组件企业业务收入主要依靠政府对客户的补贴及刺激政策。面对主要光伏市场光伏补贴政策的变动,随着欧盟主要国家对于光伏补贴的取消,光伏组件企业成本压力加大,存在业绩下滑的可能。

**(五)光伏企业中民营资本较多,股权结构复杂,关联交易频繁,相互占款、担保情况较多,一个环节出现问题,将会蔓延到整条业务链条**

太阳能光伏行业中民营资本较多,下属

公司较多,股权结构复杂,内部关联交易频繁,错综复杂,难以准确判断风险点,经济向好,各环节流转顺利的话,一切都好,如果环境发生变化,一个环节出现问题,会很快蔓延至集团整个资金链条。

**(六)光伏电站所存在的过剩及质量问题不容忽视**

目前电站建设坐享如电价补贴和增值税减半等一系列直接财税利好,投资收益率能维持 10%以上水平,导致电站开发进入了井喷阶段,装机容量也在不断上涨,潜在产能过剩问题已不容忽视。随着光伏装机的迅猛提升,有关光伏电站的质量问题不断出现。组件质量过差,导致其衰减加速和寿命缩短,首先对电站投资回报率产生重要影响。针对光伏电站质量问题,行业主管部门也开始加强对光伏行业质量监管,不断完善电站准入标准。

## 铝业行业信用风险研究报告

文/王静慧 黄骏

**摘要:**2014年在西部地区新增产能投产下,我国电解铝产量仍维持较快的增长。终端需求方面,建筑、电力、交运三大领域铝消费乏力。国内供大于求的矛盾依然难以有效化解。下游铝价尽管在三季度出现小幅反弹,但回升动力不足,总体仍呈现回落趋势。与此同时,上游铝土矿资源受到印尼政府出口禁令影响,进口均价上涨。在成本推动和产品价格双重压力下,2014年铝业企业经营困难情况,资产负债率高企,盈利持续恶化。

从债券市场来看,截至2014年末,铝业行业尚未发生违约事件。铝业企业发行利差基本与级别基本相符。2014年信用级别发生变动的是,评级公司上调对山东魏桥铝电有限公司、辽宁忠旺集团有限公司、湖南晟通科技集团有限公司的信用级别。但从信用利差来看,虽然新世纪对山东魏桥铝电有限公司从AA调升至AA+,但信用利差没有出现相应的下降,投资人仍然没有相应地降低对其信用风险的判断。市场对于民营企业信用风险的溢价补偿仍然较高。

2014年初以来,影响铝业行业信用的先导性指标LEM铝价、工业增加值、制造业PMI仍面临较大压力,预计短期内铝业信用水平仍将承压,2015年铝业是否具备整体

性触底回升的前景仍不明朗。但是随着行业竞争格局的加剧,各项关键指标维持弱势,产品结构较为单一、竞争优势不明显,由于前期产能扩张而导致财务杠杆高企,流动性压力加大的铝业企业可能会爆发出信用风险。

### 一、行业运行态势表现

**在电力成本优势的驱使下,2014年国内电解铝新建产能主要集中在新疆、青海、甘肃、山东、内蒙古五个地区,产能规模创历史新高**

近十年来,我国电解铝产业快速发展,产量年均增速达到14.54%。我国电解铝产量占全球总产量的比例从十年前的24.47%上升到45.96%,已成为全球最大的电解铝生产大国。2014年我国电解铝产量达2438.20万吨,同比增长10.60%,增速与上年基本持平,远高于全球6.70%的增速。

2014年我国氧化铝产量4777.30万吨,同比增长7.66%,增速较上年下降较快,主要由于氧化铝上游铝土矿进口量下降所致。但我国氧化铝产量增速仍远高于同期全球1.15%的增速。我国氧化铝产量占全球总产量的比例从十年前的13.16%上升到44.09%。



图 1 全球及我国电解铝产量及增速(2004-2014年)

资料来源:World Aluminium



图 2 全球及我国氧化铝产量及增速(2004-2014年)

资料来源:World Aluminium

2014年伴随着政府调控力度逐渐加大,国内新增电解铝产能较上一年有所下降。虽然从绝对增量水平来看,2014年中国电解铝产能增长规模仍处于近十年高位,但产能增速同比显著放缓。2014年国内电解铝新建产能为474万吨,主要集中在新疆、青海、甘肃、山东、内蒙古五个地区。2014年国内电解铝产能达到3584万吨,同比增长12.2%,增速回落7个百分点。

2014年上半年受到电解铝价格持续低迷影响,近200万吨的高成本产能被淘汰,但在西部地区新增产能投产下,全年电解铝产量依旧处于净增加状态。新增产能主要来自以西北为主的低成本区域,减产主要是西南,中部及东部。受益于新疆地区丰富的煤炭资

源,电解铝产能继续呈现出由东中部高成本地区向能源丰富的西部地区转移的趋势。电解铝是高耗能产业,基本上是工业品制造中对电力消耗最大的,平均而言生产一吨原铝大约需要1.4万度电,电力成本约占电解铝总成本的41%左右。而新疆地区煤炭资源丰富,储量约占全国39.6%。2013年全国电解铝冶炼平均电价0.43元/度,而同期新疆地区电解铝冶炼平均电价仅为0.21元/度,廉价电力成本推动铝业企业不断向西迁移。据新疆有色金属工业协会近期数据显示,2014年全年该地区已有电解铝产能535万吨,生产电解铝产量共计426.8万吨,同比增长73.3%。

**我国铝业行业上游铝土矿资源对外依存度高,由印尼禁止铝土矿出口产生的冲击预计将持续**

我国优质铝土矿资源匮乏,多数为一水硬铝石,铝硅比低。截至2013年末,中国铝土矿资源总储量经重新勘探后为8.3亿吨,有所增长,但是占全球的比例仅为2.96%。矿石资源对外依存度上也在不断扩大。2008年-2014年我国铝土矿自给率平均不到50%。2005年至2013年,我国铝土矿进口量整体呈现连续快速增加之势。2010年进口规模为3036万吨,是2005年进口量的14.1倍,平均年增长率为53.4%。受金融危机影响,2009年铝土矿进口量有所下降,但2010年铝土矿进口量明显恢复,同比增长53.15%。2013年中国最大的铝土矿进口国印尼宣布自2014年起禁止铝土矿出口,2014年中国铝土矿进口量同比下滑48.3%,降至3628万吨左右,由印尼禁止铝土矿出口产生的冲击预计将持续。

**铝业行业下游需求增长乏力,供需格局难以改善**



我国铝业终端消费主要由建筑、电力、交通运输等领域构成，分别约占消费总量的30%、15%和15%。由于宏观经济调结构的影响，2014年我国房地产市场正在收缩，增速大幅减缓。2014年，全国房地产开发投资95036亿元，同比上年名义增长10.50%（扣除价格因素实际增长9.90%），比2013年回落9.30个百分点。2014年电力热力行业固定资产投资增速18.32%，同比上年有所回落。交通运输方面，从2010年以来年中国汽车产量呈不断增长态势，2013年产量相较于前一年涨幅更是达到15.9%。2014年汽车产量虽然持续增加，但是增长率已有所下降。据中商产业研究院数据库(AskCIData)最新数据显示，2014年中国汽车产量高达2389.33万辆，比去年同期仅增长了0.1%。下游需求的疲软导致铝业供需不平衡，呈现持续过剩局面。

#### 全年铝价略有反弹，总体仍呈回落趋势

2014年一季度，电解铝价触及4年来的最低位，LME铝价达到1671美元/吨，上海期货交易所铝价低至12635元/吨。低迷的铝价使得国内外冶炼厂不得不减产，新投产计划放缓。二季度，海外经济持续向好，在供应端有所缩减的情况，海外需求缺口扩大，国内需求升温，从而使得国内外铝价开始反弹回升并在三季度初创出年内新高，伦铝达到2119.50美元/吨，沪铝达到15010元/吨。

高企的铝价使得新增和关停产能一度重返，进入四季度，沪铝在国内产能持续释放、下游消费不足的情况下，价格回落。截至2014年年末沪铝价格回落至13067元/吨的价格，LME铝价回落至1859美元/吨。总体来看，铝价下降趋势仍未发生根本性改变。铝价的持续低位使得铝冶炼企业经营业绩持续下滑。

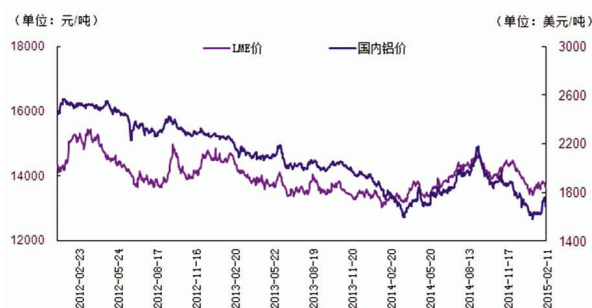


图3 沪铝与LME铝价格(2012.1.4–2015.2.11)

资料来源:Wind, 远东资信整理

#### 从行业整体发展趋势来看，行业盈利能力未能出现改善的情况下，即使财务杠杆扩张速度下降，流动性仍然承压

近年来铝业行业在产能持续增加，需求乏力的背景下，财务表现上显示出以下几个特征：其一、行业整体财务杠杆不断上升，至2014年末行业平均资产负债率达到66.76%。于此同时，产能的增加也在资本固定化比率上有所反应，2014年末行业平均资本固定化比率从上年末的364.15%上升至472.28%。其二、产销速度降低使得行业整体流动性下降，自2008年以来流动比率呈下降趋势，仅2010年有明显上升（由于个别企业当年流动比率、速动比率过高导致）。其三、供需结构的不平衡，产品价格的下降下，行业体盈利能力呈下滑趋势。其中销售毛利率从2007年的21.97%下降至2014年的87.73%，净资产收益率从2007年的22.72%下降至2014年的-5.76%，2014年较上年大幅下降10.02个百分点（主要由于个别企业巨额亏损所致）。其四、盈利能力和流动性的下降，反应到偿债能力上，铝业行业自2008年以来经营性现金净流入与流动负债的比率整体处于缓慢下降趋势，虽然企业整体对现金流的管理较为重视，但仍从2008年的25.94%下降至2014年的19.41%。其五、从行

业整体发展趋势来看,行业盈利能力未能出现改善的情况下,即使财务杠杆扩张速度下降,流动性仍然承压。

## 二、行业最新政策

围绕铝业的政策主要在两方面,淘汰落后产能、调整出口政策。2010年来我国出台了一系列政策限制提高行业准入门槛,加大淘汰落后产能的力度,促进行业兼并重组,淘汰落后产能,严格限制新增产能,化解产能过剩。但在政府陆续颁布一系列政策的同时,我国电解铝产能却仍然大规模扩张。政策的执行力度有待商榷。深究行业产能过剩的原因,与地方GDP冲动对应的是部门和行业利益分割,生产要素不能自由流动和组合,是电解铝产能过剩和重复建设的重要原因。目前,电解铝企业在追求规模效益的同时,不得不向上游电厂和煤矿发展;煤炭企业为了追求利益最大化,在向发电和电解铝下游扩展;而电力企业则向电解铝和煤矿两头发展。煤、电、铝三方的利益分割,使得各自朝“煤-电-铝”全产业链发展,由此造成的重复建设、资源浪费。

从行业策略环境来看,仍然是在“淘汰”、“化解”、“优化”三条主线下进行。不断从细化方法、环保、融资等环节推动产业结构优化。2014年政策重点仍然是落后产能,优化产业结构。2014年1月发改委、国土、环保、质检总局各部委员出台影响铝业行业融资政、核准等方面的政策,力在淘汰落后产能,优化产业结构。年末及2015年年初出台的政策则涉及到推动产业向中西部资源丰富、低成本地区转移。

以国内外经验来看,政策是基础原材料行业去产能的主导推动力;虽然2014年政府仍然着力推动淘汰落后产能,但仅淘汰小型高成本铝业企业,对整体行业产能不明显。远东资信认为未来政策变化仍然是影响铝业行业整体运行的关键因素,需继续关注未来行业政府去产能化的执行力度。

## 三、行业发债情况

### (一)行业发债情况

#### 发行债券期限趋短,发行利差基本与级别基本相符

2014年铝业行业存续期内发债企业共有21家,存续债券总量72只。从债券类型来看,以短期融资券、中期票据、私募债为主,其中中期票据数量居首为19只,短期融资券和私募债次之,分别为17只和16只,超级短期融资券4只,企业债和公司债合计16只。从债券发行期限来看,1年期的短融,及5年期的中票私募债占比最高。1年的短融发行用途以补充流动资金为主,5年期的中票发行用途以项目技改为主。

2014年铝业行业16家企业发行债券71只。从债券类型来看,以私募债、短期融资券、超级短期融资券、为主,其中私募发行数量居首21只,短期融资券和超级短期融资券次之,分别为20只和16只,中期票据6只,企业债和公司债合计7只。从债券发行期限来看,1年期的短融和私募债,及270天的超级短期融资券占比最高,发行期限趋短。

从债项级别的分布来看,短融融资券级别分布均为A-1,其余债项分布中AA占比最高<sup>1</sup>;从主体级别的分布来看,同样是以

<sup>1</sup> 2014年发债企业统计公布债项级别的有33只,公布主体级别39只。

AA级为主。从发行利差来看,债项 AAA 的 14 中铝业 MTN002、14 中铝业 MTN001 的发行利差在 3% 以下, 债项 AA 的 14 神火 MTN002、14 宏桥债 02 等发行利差基本在 3% 以上,信用级别高的债发行利差较低。其中债项 AA+ 的 14 忠旺债发行利差低于债项 AAA 的 14 中铝业 MTN002, 与中诚信 2014 年中上调辽宁忠旺级别相符。

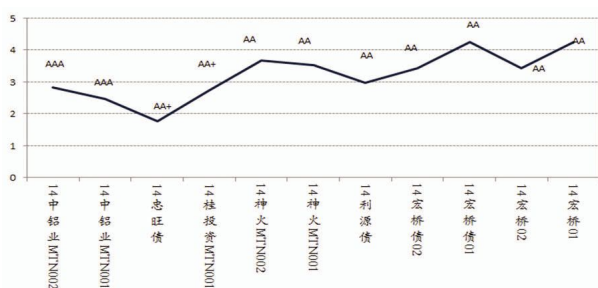


图 4 2014 年部分铝业企业发行利差

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

## (二)行业信用风险揭示

### 在上调魏桥铝电信用级别的同时,市场对民营企业信用风险溢价补偿仍然较高

从 2014 年铝业行业存续期间企业债项级别的分布来看,短融融资券级别分布均为 A-1, 其余债项分布中 AA+ 占比最高。2014 年存续期内债券未发生债项级别降低的情况,基本维持上年债项级别。级别上调的是中诚信对辽宁忠旺集团有限公司的债项级别从 2013 年的 AA 上调至 AA+ 之外,调级理由主要是,中诚信认为 2014 年该公司工业型材和铝型材深加工生产线项目的陆续投放使得公司高附加值产品占比不断提高,整体竞争实力和抗风险能力有望进一步增强。新世纪对山东魏桥铝电有限公司债项级别从 2014 年中跟踪评级报告的 AA 上调至年报的 AA+, 调级该企业电力能源自给率较高,因规模扩张形成了较强的成本优势。

从主体级别的分布来看,同样是以 AA+

级为主。2014 年主体级别未发生级别调降情况,多以维持上年主体级别为主,中诚信对辽宁忠旺集团有限公司的主体级别从 2013 年的 AA 上调至 AA+,。新世纪对山东魏桥铝电有限公司主体级别从 2014 年中跟踪评级报告的 AA 上调至年报的 AA+, 联合资信对湖南晟通科技集团有限公司的主体级别从 2013 年的 A+ 上调至 AA-。湖南晟通科技集团有限公司 07 年发行的“07 晟通债”由中国建设银行股份有限公司提供不可撤销连带责任担保,因此其债项级别为 AAA, 而主体级别较低。联合资信认为该公司在产能释放的同时,不断调整其产品结构,深加工产品向全铝运输车发展,综合实力和抗风险能力将进一步提高。

对 2014 年存续期间铝业发债企业信用利差进行分析,选择主体级别 AAA 的 10 中铝 MTN1, 主体级别 AA+ 的 13 魏桥铝电 MTN1 和 11 桂投资 MTN1, 主体级别 AA 的 12 云铝 MTN2 和 10 神火 MTN1 分析债券信用级别与市场收益率的关系。以债券交易日结算到期收益率与同期限国债到期收益率的差为信用利差。10 中铝 MTN1(AAA)2014 年全年信用利差为 0.2% 到 2% 之间, 平均值为 1.11%, 呈现前低后高的趋势。10 中铝 MTN1 (AAA)2014 年全年信用利差为 0.2% 到 2% 之间, 平均值为 1.11%, 呈现前低后高的趋势。13 魏桥铝电 MTN1(AA+) 与 11 桂投资 MTN1(AA+) 全年信用利差则出现较大的差异。13 魏桥铝电 MTN1 信用利差保持在 3% 到 4.5% 之间, 平均利差为 3.85%; 而 11 桂投资 MTN1 信用利差保持在 0.5% 到 3% 之间, 平均为 1.75%。12 云铝 MTN2(AA) 全年信用利差分别为 1.5% 到 2.7% 之间, 平均值为 2.02%; 10 神火 MTN1(AA) 全年信用利差



分别为 1.0%到 3.8%之间, 平均值为 2.68%, 与呈现前低后高的趋势。以上三类债券的全年信用利差均显现前低后高的走势, 与 2014 年投资人对整体债券违约风险预期上升相关。随着 2013 年私募债的违约风险暴露, 以及 2014 年逐步出现的公募债偿还延期, 市场对债券的风险溢价抬高, 对于债券的信用风险的补偿溢价上升。同样, 高级别债 (AAA) 的信用利差低于稍低级别债 (AA+ 与 AA) 的信用利差。然而, 虽然新世纪对山东魏桥铝电有限公司从 AA 调升至 AA+, 但信用利差没有出现相应的下降, 投资人仍然没有相应地降低对其信用风险的判断。并且 13 魏桥铝电 MTN1 年度平均信用利差 3.85% 远高于主体级别为 AA 的 12 云铝 MTN2 的 2.02%, 及 10 神火 MTN1 的 2.68%。远东资信认为, 市场对于民营企业信用风险的溢价补偿仍然较高。



图 5 2014 年部分铝业企业信用利差

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

远东资信对存续期间发债企业主体级别进行评级结果显示, 2014 年铝业发债企业信用水平基本维持在 2013 年信用水平。与此同时, 评级公司对发债企业调级, 新世纪、中诚信分别上调山东魏桥铝电和辽宁忠旺的主体级别。但从被调级企业山东魏桥铝电信用利差的变化也显示, 市场对其信用风险的判断仍然没有下调, 整个铝业行业企稳回升的趋势仍然不明显。

#### 四、行业信用风险趋势展望

铝的周期性与宏观经济周期性高度相关, 铝价与行业信用水平间存在一致性相关, 且制造业 PMI、工业增加值增速两项指标对铝业存在周期性先导指标特征。铝业的下游主要为建筑、电力和交通运输, 均与宏观经济高度相关。当宏观经济处于上升期时, 下游行业增长迅速, 对铝的需求增加, 产品价格上升, 行业整体盈利水平提高, 偿债能力增强; 当宏观经济处于下降期时, 下游行业增速放缓甚至出现负增长, 铝产品需求萎缩, 价格下跌, 行业整体盈利水平下降, 偿债能力降低。铝价一定程度上反映了行业的总体景气水平, 因此下面着重分析铝价的周期性影响因素, 以指导行业周期性分析。根据 2003 年以来, LME 铝月度均价与我国工业增加值增速、我国制造业 PMI 指数的时间序列分析表明, 铝价与上述两者存在显著联系, 而且, 工业增加值增速、制造业 PMI 指标存在领先铝价变动 1-5 月的特征, 即上述两指标对铝价存在一定程度的先行预示作用。例如, 2008 年 11 月制造业 PMI 见底 (38.8%), 2008 年 11 月工业增加值增速见底 (5.4%), 而铝价见底时间为 2009 年 3 月 (1373.95 美元/吨), 滞后 PMI 和工业增加值增速 4 个月。

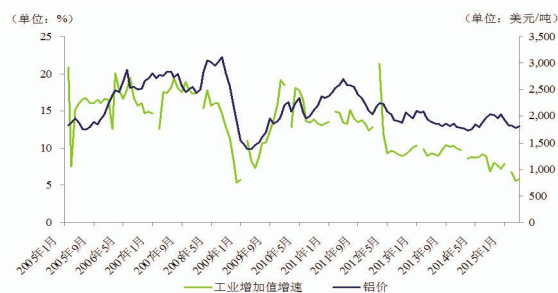
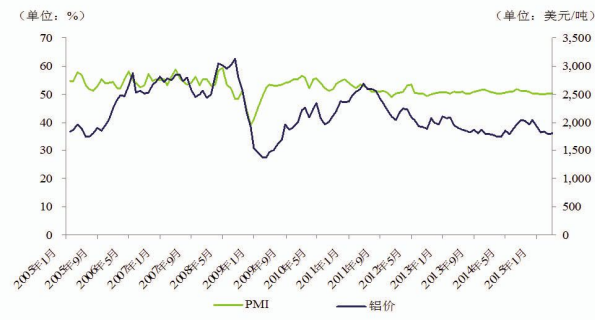


图 6 影响铝业的周期性  
先导性指标-铝价与工业增加值

资料来源: Wind, 远东资信整理



**图 7 影响铝业的周期性**

**先导性指标-铝价与制造业 PMI**

资料来源:Wind,远东资信整理

2014年初以来,上述几个指标仍面临较大压力,其中2014年工业增加值增速

7.0%,增速较上年的7.6%继续下降;2014年制造业PMI平均为50.70%,仅稍稍高于荣枯分界线,而LME铝价则持续低迷。因此,预计短期内铝业信用水平仍将承压,或将进一步有所下滑,2015年铝业是否具备整体性触底回升的前景仍不明朗。截至2014年末,铝业行业尚未发生违约事件。但是随着行业竞争格局的加剧,各项关键指标维持弱势,产品结构较为单一、竞争优势不明显,由于前期产能扩张而导致财务杠杆高企,流动性压力加大的铝业企业可能会爆发出信用风险。

## 收费公路行业信用风险研究报告

文/闫明健 倪悦

**摘要：**宏观经济增速放缓和产业结构的调整影响下,2014年公路行业下游货运需求增速放缓,而高铁开通对公路客运的分流作用愈加明显,客运需求增速亦下滑。我国公路行业大规模投资建设期已结束,总体投资增速放缓。受我国高等级公路逐渐向中西部偏远地区延伸、桥隧占比提升、征地拆迁成本以及人工成本上升等因素影响,公路造价成本上升较快。随着投融资机制的转变,未来我国各地方交投集团将剥离统筹融资职能,其作为市场化运营为主,依靠路产运营的收益以偿还资金,但短期内各地方交投集团的融资职能及地方政府提供隐性支持的模式仍将维持。

2014年全行业资产负债率维持高位,债务负担较重,财务结构稳健性未有改善。当年,行业虽然收入增速回升,但毛利率水平略有下降,加之债务负担较重导致利息支出较大,挤压了利润空间,行业整体总资产报酬率有所下滑,盈利能力有所弱化,整体偿债能力变化大。

### 一、行业运行态势分析

#### (一)行业总量分析

**2010年以前我国公路里程超常规增长;“十二五”以来,我国新增公路里程增速放**

#### **缓,但公路等级结构正在不断优化**

2014年末,我国公路总里程446.39万公里,比上年末增加10.77万公里。公路密度46.50公里/百平方公里,提高1.12公里/百平方公里。全国等级公路里程390.08万公里,比上年末增加14.53万公里。等级公路占公路总里程87.4%,提高1.2个百分点。其中,二级及以上公路里程54.56万公里,增加2.13万公里,占公路总里程12.2%,提高0.2个百分点。全国高速公路里程11.19万公里,比上年末增加0.75万公里。其中,国家高速公路7.31万公里,增加0.23万公里。全国高速公路车道里程49.56万公里,增加3.43万公里。根据“十二五”规划,要求到2015年全国公路网总里程达到450万公里,高速公路通车里程达到8.3万公里,依据2014年末我国公路里程情况,预计到2015年末,将超过规划目标。

从增速看,经过了前期的迅猛发展后,2010年以后我国公路里程整体增速放缓,但保持在2.5%以上,2014年为3.26%。而高速公路里程增速则在近两年下滑明显,2013年与2014年的增速分别仅为7.85%、6.70%,而2010-2012年其增速均在10%以上,说明我国高速公路投资已出现放缓迹象。从技术等级看,等外公路里程数逐渐减少,我国公路技术结构不断优化。



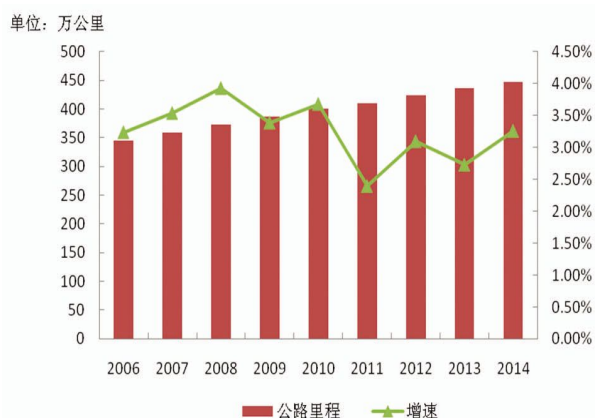


图 1 2006 年以来我国公路总里程情况  
数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

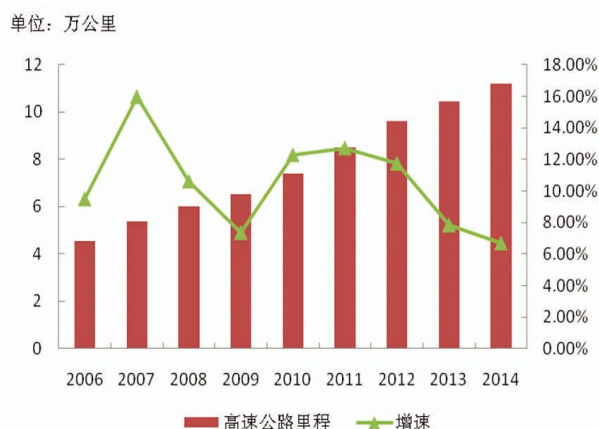


图 2 2006-2012 年我国高速公路里程情况  
数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

表 1 2006-2014 年我国公路里程和高速公路里程比较表

年份	公路里程 (万公里)	公路里程增速 (%)	高速公路里程 (万公里)	高速公路里程增速 (%)
2006	345.70	3.23	4.53	9.49
2007	358.37	3.54	5.39	15.96
2008	373.02	3.92	6.03	10.61
2009	386.08	3.39	6.51	7.37
2010	400.82	3.68	7.41	12.28
2011	410.64	2.39	8.49	12.72
2012	423.75	3.09	9.62	11.75
2013	435.62	2.72	10.44	7.85
2014	446.39	3.26	11.19	6.70
2015 年规划	450.00	--	10.80	--
2030 年规划	580.00	--	11.80	--

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

表 2 2011-2014 年我国各技术等级公路里程构成

单位:万公里

年度	高速	一级	二级	三级	四级	等外
2011	8.49	6.81	32.05	39.36	258.64	65.28
2012	9.62	7.43	33.05	40.19	270.58	62.79
2013	10.44	7.95	34.05	40.7	282.41	60.07
2014	11.19	8.54	34.84	41.42	294.1	56.31

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

## (二)行业需求分析

高铁开通对公路客运的分流作用愈加明显,而宏观经济疲软对公路货运亦产生一定的负面影响,总体来看 2014 年我国公路客运量和货运量增速均出现一定程度的下滑

2014 年,全国营业性客运车辆完成公路客运量 190.82 亿人、旅客周转量 12084.10 亿人公里,比上年分别增长 3.0% 和 7.4%,平均运距 63.33 公里;而 2013 年完成公路客运量 185.35 亿人、旅客周转量 11250.94 亿人公里,按可比口径比上年分别增长 4.2% 和 1.0%,平均运距 60.70 公里。2014 年,全国营业性货运车辆完成货运量 333.28 亿吨、货物周转量 61016.62 亿吨公里,比上年分别增长 8.3% 和 9.5%,平均运距 183.08 公里;而 2013 年完成货运量 307.66 亿吨、货物周转量 55738.08 亿吨公里,按可比口径比上年分别增长 10.9% 和 11.2%,平均运距 181.16 公里。

虽然 2014 年我国公路客运量和旅客周转量继续保持增长态势,但由于高铁开通带来的分流作用愈加明显,我国公路客运量增速和旅客周转量增速均继续呈现出放缓迹象。受宏观经济疲软影响,2014 年我国公路货运量和货物周转量增速亦放缓。在我国经济进入增速放缓、转型提质的“新常态”时机下,政府对经济增速的容忍度进一步扩大,公路行业整体需求将维持低位。

表 3 2006-2014 年我国公路运输量情况表

年份	公路客运量 (亿人)	公路旅客周 转量 (亿人公里)	公路货运量 (亿吨)	公路货物周 转量(亿吨公里)
2006	186.05	10130.85	146.63	9754.25
2007	205.07	11506.77	163.94	11354.69
2008	268.21	12476.11	191.68	32868.19
2009	277.91	13511.44	212.78	37188.82
2010	305.27	15020.81	244.81	43389.67
2011	328.62	16760.25	282.01	51374.74
2012	355.70	18467.55	318.85	59534.86
2013	185.35	11250.94	307.66	55738.08
2014	190.82	12084.10	333.28	61016.62

数据来源:Wind 资讯,远东资信整理

注:根据 2013 年开展的交通运输业经济统计专项调查,对公路水路运输量的统计口径和推算方案进行了调整。2013 年(含)起数据采用新的统计口径录入,与历史数据不可比。

### (三)投资与融资

公路行业超常规投资建设期已经结束,但我国公路基础设施建设仍处于集中建设、加快成网的关键阶段,公路建设任务依然繁重,资金需求规模依然庞大;另一方面随着我国高等级公路逐渐向中西部偏远地区延伸、桥隧比占比提升、征地拆迁成本以及人工成本上升等因素影响,公路造价成本上升较快

2014 年,全社会固定资产投资 512761 亿元,同比增长 15.3%,扣除价格因素,实际增长 14.7%。其中,固定资产投资(不含农户) 502005 亿元,同比增长 15.7%,农户投资 10756 亿元,同比增长 2.0%。2012 年以来,我国全社会固定资产投资增速持续下滑,其中 2014 年固定资产投资增速明显回落,制造业投资增长放缓及房地产业投资增长下滑系主要原因。值得注意的是,同期基础设施投资却保持了较高的增速,当年基础设施投资(不含电力)额为 86669 亿元,增长 21.5%,尽管比上年仍出现了 0.9 个百分点的放缓,但对于稳定固定资产投资增长仍具有十分重要的作用。

2014 年基础设施投资中,道路运输业固定资产投资额 24892.86 亿元,同比增长 20.30%。

2014 年,我国完成公路建设投资 15460.94 亿元,同比增长 12.9%,占全社会固定资产投资的 3.02%,占基础设施投资的 17.84%,占道路运输业固定资产投资的 62.11%。其中,高速公路建设完成投资 7818.12 亿元,增长 7.1%;普通国省道建设完成投资 4611.82 亿元,增长 18.9%。农村公路建设完成投资 3030.99 亿元,增长 20.4%,新改建农村公路 23.21 万公里。纳入《集中连片特困地区交通建设扶贫规划纲要(2011-2020)》的 505 个贫困县完成公路建设投资 3442.92 亿元,增长 8.1%,占全国公路建设投资 22.3%。受我国高等级公路逐渐向中西部偏远地区延伸、桥隧比占比提升、征地拆迁成本以及人工成本上升等因素影响,我国公路造价成本上升较快。

总体来说,公路行业超常规投资建设期已经结束,公路行业超常规投资建设期已经结束,但我国公路基础设施建设仍处于集中建设、加快成网的关键阶段,公路建设任务依然繁重,资金需求规模依然庞大。考虑到“十二五”目标完成进度有所不同,以及经济面临下滑压力,部分地区或将基建投资作为稳增长手段,部分区域的公路投资建设规模仍较大。



图 3 2008-2014 年我国公路建设投资情况

数据来源:国家交通部统计公报,远东资信整理

**未来我国各地方交投集团将不再承担统筹融资职能，转而以市场化运营为主，依靠路产运营的收益以偿还资金，但短期内各地方交投集团的融资职能及地方政府提供隐性支持的模式仍将维持**

我国公路行业主要实行地方政府“自行筹资、自行贷款、自行收费、自行还贷”的投融资体制。在此模式下，中国收费公路建设资金主要来源于地方自筹及银行贷款为主的债务性资金。目前，我国公路投资运营主体以交通投资集团为主，一般由各省设立一个或多个省级交通投资集团统筹全省大部分收费公路的投融资、建设和运营。同时，在省市共建模式下，市县一级亦设立收费公路平台企业参与本市县周边公路建设。以交通集团为主的投资运营主体通过举债融资，积累了较大的债务规模。

根据 2014 年 12 月 23 日中国交通运输部首次发布的《2013 年全国收费公路统计公报》，截至 2013 年底，全国收费公路累计建设投资总额为 54432 亿元(不含已取消收费公路)，其中高速公路累计建设投资 49067 亿元，其他公路累计建设投资 5365 亿元，分别占 90.10%、9.90%。截至 2013 年底，全国收费公路累计建设资本金投入 16876 亿元，占比 31.00%(地方自筹为主)；累计债务性资金投入为 37556 亿元，占收费公路累计建设投资总额的 69.00%(其中银行贷款占 93.6%)。截至 2013 年底，全国收费公路债务余额为 34308 亿元。

从政策环境变化看，在国家财税体制改革背景下，收费公路行业投融资机制面临改革。2014 年 9 月 21 日，国务院于发布了《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》【国发(2014)43 号】，指出“加强政府或有

债务监管。剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务”。据此，我国各地方交投集团最终将不再承担统筹融资职能，转而以市场化运营为主，依靠路产运营的收益以偿还资金，同时原本较为隐蔽的地方政府支持也将通过地方政府债务的形式予以透明化。2013 年地方政府债务审计中，多数地方交投集团债务被认定为政府负有担保责任和救助责任债务，仅少数被认定为负有直接偿还责任的债务。市场化模式转变完成后，公路行业自身能够产生的相对稳定的现金流将成为最重要的偿债资金来源之一，各地方交投集团的偿债责任将更加明确。然而，考虑到公路行业投融资机制的转变需要逐步推进，市场化模式的完成仍待时日，因而短期内各地方交投集团的融资职能及地方政府提供隐性支持的模式仍将维持。

## 二、行业财务表现

表 4 我国收费公路行业主要财务指标

主指标	具体分类指标	2012	2013	2014
财务杠杆	资产负债率(%)	59.18	59.84	60.29
	带息负债比率(%)	76.13	76.70	75.64
偿债压力	现金流动负债比率(%)	33.65	31.78	34.46
	经营活动净现金流/带息债务(%)	14.67	12.13	12.73
	EBIT 利息保障倍数	4.58	4.47	3.01
营运能力和效率	应收账款周转率(次)	3220.39	1073.58	616.39
	营业收入现金率	101.54	104.70	100.81
	总资产周转率(次)	0.14	0.13	0.12
经营业绩和回报	销售毛利率(%)	51.87	49.26	49.18
	期间费用率	35.54	31.81	35.21
	总资产报酬率(%)	5.53	5.61	5.22
	总资产增长率(%)	18.61	13.15	11.71
成长性	销售增长率(%)	6.17	15.04	19.58
	销售利润增长率(%)	-21.94	-0.81	27.24

资料来源:Wind 资讯,2011-2013 年公路发债企业平均值。



公路行业具有投资规模大、回收期长的特点,对银行贷款等长期债务的依赖程度大,因此债务负担较重,2014 年全行业资产负债率维持高位,财务结构稳健性未有改善。当年,收费公路行业虽然收入增速回升,毛利率水平略有下降,加之债务负担较重导致利息支出较大,挤压了利润空间,行业整体总资产报酬率有所下滑,盈利能力有所弱化。

根据《2014 年全国收费公路统计公报》2014 年通行费收入 3916 亿元,在扣除必要的养护、运营、税费、其他支出后,可用于偿债的资金为 2636.6 亿元,而当年还本付息总需求为 4207.7 亿元,无法由扣除必要支出后的通行费收入完全覆盖。作为收费公路投融资主体的企业,对债务资金的本息偿还在很大程度上仍依赖政府补助,投资收益,其他业务收益以及非流动资产处置损益等。

### 三、行业发债情况

2014 年全年,收费公路行业企业在公开市场发行债券共计 97 支,较 2013 年增加 47 支,其中企业债减少 4 支,公司债增加 2 支,短期融资券(包括超短期融资券)增加 17 支,中期票据增加 10 支,私募债 22 支。收费公路行业企业在公开市场直接债务融资工具以短期融资券和中期票据为主。2014 年处于存续期的债券中,主体级别调整有 2 家,均为级别调升;债项评级调整有 8 家,亦均为调升。

表 5 2013-2014 年收费公路行业  
各类债券发行数量情况

年份	2013	2014	合计
短期融资券	--	17	17
中票	18	28	46
公司债	3	5	8
企业债	6	2	8
私募债	23	45	68
合计	50	97	147

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

2014 年,公路行业短期融资券银行间市场最高发行利率为 5.26%,最低发行利率为 4.83%,平均发行利率为 4.00%;中期票据银行间市场最高发行利率为 8.50%,最低发行利率为 5.07%,平均发行利率为 6.09%;公司债最高发行利率为 6.09%,最低发行利率为 4.87%,平均发行利率为 5.51%;企业债最高发行利率为 7.22%,最低发行利率为 6.90%,平均发行利率为 7.06%;私募债最高发行利率为 10.04%,最低发行利率为 5.40%,平均发行利率为 5.40%。从近两年公路行业发行债券的利率来看(如表),债券融资成本有所上升。

表 6 2013-2014 年公路行业  
企业发行债券利率一览

年份		2013	2014
短融	最高	--	5.26
	最低	--	4.00
	平均	--	4.83
中票	最高	8.10	8.50
	最低	4.98	5.07
	平均	6.16	6.09
公司债	最高	5.88	6.09
	最低	4.58	4.87
	平均	5.20	5.51
企业债	最高	8.20	7.22
	最低	5.44	6.90
	平均	6.35	7.06
私募债	最高	7.40	10.04
	最低	5.18	5.40
	平均	6.29	7.09

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

### 四、行业信用发展趋势展望

综合上述分析,我国公路行业经历了 2009 年、2010 年的超常规增长后,在调整经济结构、转变经济增长方式的背景下,我国公路投资增速总体趋缓。而从 2014 年我国的经济形式看,经济发展阶段性转换成为必然,整体宏观经济面临的条件和环境转入新常态,经济运行状态,经济运行状态、经济发

展模式、政策导向等外部环境的变化,对收费公路行业产生一定影响。

在我国经济进入增速放缓、转型提质的“新常态”的时机下,政府对经济增速的容忍度进一步扩大,公路行业整体需求将维持低位。而在投资方面,公路行业大规模投资建设期已经结束,考虑到“十二五”目标完成进度有所不同,以及经济面临下滑压力,部分地区或将基建投资作为稳增长手段,部分区域的公路投资建设规模仍较大。投融资机制方面,根据“43号文”精神,地方政府与市场主体的债务界限将逐步明晰,长远看,地方交投集团将逐步剥离统筹融资职能,其作为市场化运营主体,偿债资金将主要来源于路产运营收益,短期内,其原本获得的隐性政

府支持也将通过政府性债务认定等方式予以显性化,但考虑转型需过渡期,投融资机制理顺仍需时间,短期内其融资职能及获得的政府隐性支持或将维持。财务层面,公路行业企业债务负担重,整体盈利能力弱,而行业收费调整存在一定不确定性,行业债务的偿还在很大程度上依赖财政补贴等非经营性损益。

在此背景下,路产成熟,自身经营效益较好,投资压力较小的运营类公路,信用品质较好;对于债务负担较重,未来投资压力较大,经营性现金流对债务保障程度较差的交投类企业,则需多关注财政支持等外部支持对企业信用品质的影响。总体来看,收费公路行业信用品质总体保持稳定。

# 汽车制造行业信用风险研究报告

文/ 张云鹏 金润美

**摘要：**汽车产业是我国国民经济的重要支柱产业之一，汽车整车作为汽车制造业的关键子行业，尚处于成长阶段，并面临进一步的产业升级和结构优化。同时，汽车整车制造行业系资金技术密集型行业，规模效应显著，且与宏观经济走向紧密联系，周期性显著，汽车产品销量增长率与 GDP 的增速基本呈现出一定的正相关性。2014 年度乘用车和商用车市场销售状况分化显著，乘用车销量增速相对平稳，受宏观经济增速放缓，同时国四排放标准执行后整车厂生产技术升级准备不充分等因素影响，商用车市场产销量降幅均较大。

汽车整车行业负债规模较大，资产负债率较高，但财务结构稳健性尚可，近年来汽车整车行业盈利增速放缓，但销售利润率水平相对稳定，费用控制得当，整体经营效益较好。

国家政策支持有助于未来节能及新能源汽车产业的发展，为汽车产业带来新的发展机遇，同时亦对我国汽车制造企业提出更高要求，有利于进一步促进汽车产业升级，兼并重组仍是未来行业发展的主要方向。

宏观经济增速放缓，加之受交通拥堵、城市限行限购、节能车补贴门槛提高等不利因素影响，汽车市场面临销量增速面临继续回调的可能性，由此可能对行业企业经营状况及行业信用环境产生的不利影响需关注。

## 一、2014 年我国汽车制造行业运行情况

在宏观经济增速放缓及相关政策因素影响下，2014 年汽车产销量增速放缓，但整体来看，我国尚处于汽车普及阶段，加之新能源汽车市场发展较快，汽车市场下游需求仍较大。2014 年我国前十大汽车集团销量占比继续上升，乘用车市场自主及日系品牌份额下降，德系品牌市场占有率保持高位。汽车制造业上游钢材等主要原材料价格低迷，而关键零部件及技术升级等因素又使得厂商面临成本上升压力。汽车产品价格的需求弹性增大，2014 年乘用车价格下滑。整车制造行业企业亏损家数上升，盈利增速放缓。

### **(一)受宏观经济增速放缓及相关政策因素影响，乘用车和商用车市场销售状况分化显著，汽车产销量及投资增速回归理性增长**

汽车销售市场历经 2009-2010 年高速增长后，2011 年和 2012 年汽车销售增长率持续走低，分别仅为 2.45%和 4.33%。2013 年汽车销量实现恢复性增长，同比增长 13.87%，增速重回两位数。2014 年受我国汽车增长基数高、宏观经济增速放缓，同时为减排治堵，国内环保标准落实且多地限行限购政策进一步推行实施等多方面因素影响，

汽车市场回归理性增长,2014年销量增速降至6.86%。2014年全国汽车产销分别为2372.29万辆和2349.19万辆,就产销规模而言连续六年保持世界第一,同比分别增长7.26%和6.86%。

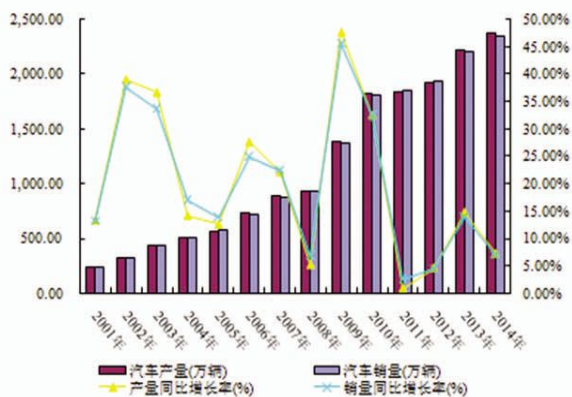


图1 我国汽车产销量及增速

资料来源:Wind资讯,远东资信整理

我国民用汽车普及水平仍较低,乘用车市场需求较大,乘用车销量增速相对平稳,2014年乘用车产销分别为1991.98万辆和1970.06万辆,同比增长10.2%和9.9%,其中轿车增速放缓,SUV、MPV依旧保持高速增长,交叉型乘用车销量增速继续下降。

而另一方面,由于宏观经济增速放缓,同时国四排放标准执行后使得汽车厂商成本上升,但整车厂生产技术升级准备不充分,使2014年度轻型货车产销量降幅达到12.90%。受上述因素影响,2014年的商用车市场产销量降幅均较大,商用车产销分别为380.31万辆和379.13万辆,分别同比下降5.7%和6.5%(详见图2),其中货车销量下降8.9%,客车方面受到城市公交(含新能源车)、校车增长及轻型客车带动,使客车市场继续保持平稳增长,全年客车销量同比增长8.4%。

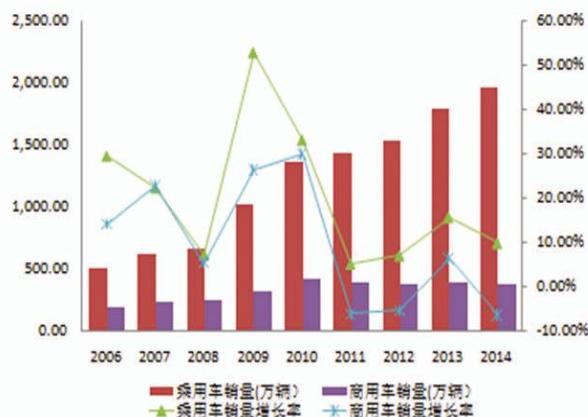


图2 乘用车与商用车市场销量情况比较

资料来源:Wind资讯,远东资信整理

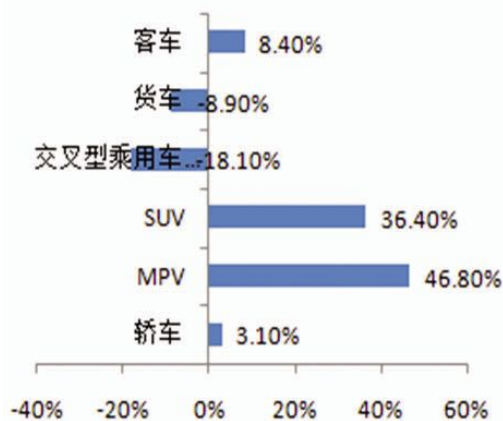


图3 2014年各类汽车产品销量增速情况

资料来源:中国汽车工业协会,远东资信整理

从投资及产能利用率方面来看,2014年我国汽车行业固定资产投资规模稳步增长,但投资规模增速平稳下降。2014年全年汽车整车制造业固定资产投资累计额为2339.93亿元,累计同比增加11.81%。2014年末国内汽车产能达到2586.56万辆,产能利用率为76.34%,其中合资品牌和自主品牌产能利用率分别为98.36%和49.48%,差异较为显著。

**(二)我国汽车整车制造行业市场集中度较高,2014年乘用车市场自主及日系品牌份额下降,德系品牌市场占有率保持高位**



我国汽车整车制造行业市场集中度相对较高,根据中国汽车工业协会统计数据,2014年中国汽车销量排名前十位的企业集团销量合计为2107.65万辆,比上年增长8.9%,高于全行业增速2.1个百分点,占汽车销售总量的89.7%,比上年提高1.7个百分点。

表1 汽车整车制造行业销量排名情况

排名	汽车(按集团)		乘用车		商用车	
	企业名称	销量	企业名称	销量	企业名称	销量
1	上汽	558.37	一汽大众	178.09	北汽福田	54.79
2	东风	380.25	上海大众	172.90	东风公司	90.02
3	一汽	308.61	上海通用	172.39	金杯股份	28.38
4	长安	254.78	上汽通用五菱	158.64	江淮	25.87
5	北汽	240.09	北京现代	112.00	江铃	24.88
6	广汽	117.23	重庆长安	97.33	一汽	23.38
7	华晨	80.17	东风日产	95.42	上汽通用五	21.95
8	长城	73.08	长安福特	80.60	重汽	17.61
9	奇瑞	48.61	神龙	70.40	重庆长安	13.88
10	江淮	46.47	东风悦达	64.60	长城	11.83
	合计	2107.66	合计	1201.97	合计	272.59
	所占比重	89.72%	所占比重	61.01%	所占比重	71.90%

资料来源:中国汽车工业协会,远东资信整理

我国自主品牌轿车销量在2009-2010年实现了较快速度增长,一方面由于国家政策支持,对自主品牌小排量的补贴作用更为显著;另一方面由于自主品牌车企在三、四线省市级农村地区销售渠道建立较为完善,这些地区需求的较快增长。然而近年来,合资企业进一步增加国外品牌汽车新车型推出数量、加快新车型推出速度且加大中小型车推出力度。同时合资品牌中低端车型的推出、以及销售渠道向中低端下移,使得合资品牌销售优势得以提升。普通消费者在相同价位区间内同类车型选择时更加倾向于国际品牌,乘用车自主品牌面临较为激烈的市场竞争,市场份额持续下滑,但中国品牌SUV市场份额上升,成为亮点。

2014年自主品牌乘用车销售757万辆,同比增长4.1%,占有率为38.4%,比去年下降2.1个百分点。其中,自主品牌轿车销售277万辆,同比下降17.4%,市场占有率为

22.4%,比去年下降5.6个百分点。自主品牌SUV销售55万辆,同比增长50.36%,占SUV市场份额为44.76%,比去年增长4.14个百分点。2014年德、日、美、韩、法各系乘用车分别占乘用车销量的20%、16%、13%、9%和4%,其中日系车占有率下降了0.34%,其余系别都有不同程度上升。

### (三)上游钢材等主要原材料价格低迷,但关键零部件及技术升级等因素致成本上升

汽车生产涉及钢铁、冶金、塑料、陶瓷等原材料工业,以及电子、电器等多个产业部门,这些行业和汽车产业的关系都十分密切。据统计全世界钢材产量的约15%,铝产量的约25%,橡胶产量的约50%,塑料产量的约10%,石油产量的1/3以上用于汽车产业。汽车零部件生产所需原材料中,较为主要的包括钢材、铜铝、塑料以及橡胶等,占总成本比例约在60%-80%之间。同时,汽车零部件制造企业也为整车装配制造企业提供各类零部件及组件。

企业采购原材料主要通过协议采购和现货市场购买两种途径进行,由于主要原材料最终由钢铁、有色金属、石油、天然橡胶等大宗商品的供需决定市场交易价格,多数零部件生产企业只能通过对上游商品价格走势的判断规避风险,整体议价能力较弱。

在原材料价格大幅波动时,风险通常将在零部件企业和整车装配企业之间分摊,而分摊比例主要取决于:相对的议价能力、零部件的重要性的和零部件在整车成本中的占比。

当行业需求不足时,产品价格下降将吞噬一部分成本下降带来的盈利弹性,使得整车制造企业盈利空间被挤压得同时,汽车配件制造企业盈利也有所减少。

2014年以来钢材、橡胶等部分生产资料

价格持续低迷，一定程度上缓解了原材料采购环节的成本压力，但核心技术与关键电子零部件以及相关知识产权等在成本中占较高比重，技术升级压力仍成为导致整车制造企业成本上升的重要因素。

#### **(四)我国尚处于汽车普及阶段,汽车市场下游需求仍较大**

国家统计局数据显示,2014年末全国民用汽车保有量达到15447万辆(包括三轮汽车和低速货车972万辆),比上年末增长12.4%(2013年同比增长率为13.70%),其中私人汽车保有量12584万辆,增长15.5%。民用轿车保有量8307万辆,增长16.6%,其中私人轿车7590万辆,增长18.4%。2014年末我国民用汽车保有量为113辆/千人,与主要发达国家超过500辆/千人和世界平均183辆/千人的汽车保有量水平相比,我国汽车需求市场仍存在较大增长空间。

此外,作为汽车新兴市场国家,我国居民汽车消费意愿仍较强。汽车消费量与汽车价格和国民收入水平关系较大。近年来我国国民经济保持稳定增长态势,居民收入水平亦保持较快增速,据国家统计局1月20日公布的数据显示,2014年全年全国城镇居民人均可支配收入28844元,比上年增长9.0%,扣除价格因素实际增长6.8%;农村居民人均可支配收入10489元,比上年增长11.2%,扣除价格因素实际增长9.2%。未来每年我国仍将有大量人口群体具有购车实力,居民购买力有效提高将为汽车在城镇和农村市场拓展提供有力基础。

另一方面,城镇化也会进一步促进对汽车消费的需求,至2014年末我国城镇人口接近7.49亿,城镇化率达到54.77%,较上年提高1.04个百分点,全国50万至100万人口

的城市82个,20万至50万人口的城市233个。随着我国新型城镇化进程的发展,居民生活水平的提高,必然会带来对出行便利的需求,汽车消费需求就会呈现加速增长态势,此外城市化所带动的小型城市基础设施与公共设施的投入,新住宅项目的建设,农村土地的拆迁,大型公共服务设施的建设、城市物流的运输,环卫、市政工程等都增加了对汽车的需求。

其次,我国区域发展不均衡,各区域间经济总量差异较大,各省份汽车保有量差异大。一、二线城市经过多年的汽车普及,汽车保有量已经达到较高水平,而农村及三、四线城市汽车普及率相对于快速增长的公路等基础设施投资仍相对较低,以中西部地区为例,其汽车千人保有量平均仅为60辆左右,远低于东部沿海省市,这些区域的汽车市场发展潜力较大。未来几年随着中西部居民收入水平增加,购买力提升,汽车在三四线城市及欠发达地区的普及率将进一步提高。

我国尚处于汽车普及阶段,汽车市场需求较大,汽车整车销售市场后续发展机会和发展空间可观。

#### **(五)多项支持政策出台,新能源汽车市场快速发展**

2009年国务院在《汽车产业调整振兴规划》中即对新能源汽车的发展有所规划,但是由于制约新能源汽车发展的瓶颈——高成本、突破性技术欠缺和发展方向不明确等,都致使新能源汽车推广受阻。2012年以来,关于新能源汽车的诸多利好政策密集出台。2013年9月,国家相关部门出台了《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》,其中明确了在2013年-2015年对消费者购买新能源汽车继续给予补贴。

2014 年国家推出包括公车采购、免购置税、免费车牌等一系列支持新能源汽车产业发展的具体政策,据统计,2014 年我国共出台了 16 项与新能源汽车有关的政策。

首先,电动车摇号指标逐年增加将满足刚需人群购车需求。按照北京公布的机动车数量调控办法,2015 年北京今年小客车全年 15 个指标量中,普通小客车指标由去年的 13 万个调整为 12 万个,新能源车指标则由去年的 2 万个调整为 3 万个,增加 1 万个;

其次,中央及地方财政购车补贴、免征汽车购置税,减轻了消费者的购车成本。2014 年 1 月 28 日,四部委联合发布《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》,新补贴标准为 2014 年在 2013 年补贴标准额度基础上下降 5%,2015 年在 2013 年标准基础上下降 10%。此前公布的标准为:2014 年与 2015 年的补贴标准将在 2013 年的基础上分别下降 10%与 20%。

在国家补贴标准调整的同时,2014 年 2 月 8 日,四部委发布《关于支持沈阳长春等城市或区域开展新能源汽车推广应用工作的通知》。全国范围内新能源汽车推广应用城市的数量达到了 40 个,涉及的城市数量达到 88 个。11 月 25 日,财政部、科技部、工信部、发改委四部门联合下发《关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知》,中央财政拟安排资金,对新能源汽车推广城市或城市群给予充电设施建设奖励。为鼓励消费者购买新能源汽车,财政部、国家税务总局、工信部还下发《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》,规定自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日,纯电动以及符合条件的插电式(含增程式)混合动力、燃料电池三类新能源汽车免征车辆购置税。2014 年 7 月 13 日,国家发改委

等五部委联合公布了《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》,指出 2014 年至 2016 年,中央国家机关以及纳入新能源汽车推广应用城市的政府机关和公共机构,购买的新能源汽车占当年配备更新总量的比例不低于 30%,并在以后将逐年提高。

随着政府全面出台支持发展新能源汽车的政策,企业对产品的升级改进和社会对新能源汽车认可度的提升,2014 年新能源汽车有了较快的发展,全年新能源汽车销量为 7.5 万辆,同比增长 324%,其中纯电动汽车销售 4.5 万辆,同比增长 208%,插电式电动车销售 3 万辆,同比增长 878%。中国成为继美国之后的世界第二大新能源汽车市场。

#### (六)汽车进出口市场保持增长,进口市场表现突出

2014 年汽车商品进出口总体保持增长。据中国汽车工业协会统计整理的海关总署汽车进出口数据显示,2014 年汽车商品进出口总额首次超过 1800 亿美元,达到 1829.13 亿美元,同比增长 13.65%,增幅高于上年同期 8.23 个百分点,其中进口表现更为突出。

2014 年,汽车商品进口表现好于上年,累计进口金额接近千亿美元,达到 985.99 亿美元,同比增长 19.46%,增幅高于上年同期 13.96 个百分点。从全年汽车商品进口金额变化情况来看,基本呈现出高开低走态势,1 月同比增速最高,超过 50%,2 月后同比增速有所回落,6 月和 7 月虽有所增长,但增幅没有超过一季度,8 月后增速回落较快,其中 11 月同比呈负增长,但 12 月增幅又有所提升。

在七大类汽车进口商品中,汽车整车增长贡献度较上年明显提高,进口金额增长贡献度达到 74.29%,高于上年 41.24 个百分点。2014 年,在汽车主要进口品种中,乘用车占



比依然最高,共进口 140.27 万辆,占汽车进口总量的 98.37%。

与上年相比,欧美等发达国家仍然稳居进口市场主导,其中日本超过德国位居进口量第一,葡萄牙取代瑞典也进入前十。2014 年,汽车进口量位居前十位国家依次是:日本、美国、德国、英国、韩国、墨西哥、比利时、斯洛伐克、加拿大和葡萄牙。2014 年,我国从上述十国共进口汽车 134.25 万辆,占汽车进口总量的 94.14%。

2014 年,全球经济形势较上年有所好转,但局部不稳定因素依然存在,尤其是乌克兰危机爆发后,我国对俄罗斯及乌克兰出口下滑十分明显;受汇率波动影响,国际主要货币对美元贬值也在一定程度上削弱了我国汽车产品出口竞争力。此外,我国汽车出口企业总体实力依旧不强,出口品种多数集中在 1.0L-1.5L 的小排量市场,在中高端市场竞争力明显不足,出口在价值链竞争上基本处于劣势。更为重要的是,我国出口企业海外拓展能力亟需加强。

2014 年汽车商品出口金额继续保持小幅增长,累计出口金额 843.14 亿美元,同比增长 7.08%,贸易逆差为 142.85 亿美元,与上年相比,增加 101.80 亿美元,逆差明显加大。从月度汽车商品出口金额同比增长变化情况来看,总体呈现较明显波动;2 月下滑较快,3 月-4 月有所增长,但增幅未超过 1 月,5 月-6 月增幅又有所回落。7 月同比增幅超过 10%,8 月增幅继续回落,9 月-10 月呈小幅增长,11 月同比下降,但降幅低于 2 月,12 月呈快速增长。从季度变化来看,一季度出口金额最低,其他季度出口金额均超过 200 亿美元。在汽车整车出口主要品种中:轿车下降依然明显,货车小幅增长,客车增幅趋缓。

2014 年,汽车商品出口金额排名前 50 位的国家(含地区)累计出口 751.05 亿美元,占汽车商品出口总额的 89.08%。2014 年,出口金额排名前十位的国家依次是:美国、日本、罗斯、韩国、德国、伊朗、墨西哥、英国、越南和 日利亚。2014 年,上述十个国家共出口金额 428.17 亿美元,占汽车商品出口总额的 50.78%。

### (七)汽车产品价格的需求弹性增大,乘用车价格下滑,国产商用车价格稳中有升

近年来随着我国汽车制造行业产能不断扩大以及部分市场需求的提前释放,市场竞争进一步加剧,并且二、三线乃至四、五线城市正逐步成为汽车市场快速增长的主导力量,但由于三、四线城市消费水平较一线城市仍有很大差距,消费对象主要集中在中档、中低档汽车产品,对汽车价格变化较为敏感,因此汽车产品整体价格的需求弹性也逐步增大。

从 2014 年汽车市场销售价格的全年走势看,国产乘用车价格波动下行,前 11 个月份当中有 7 个月份价格出现下跌,至 11 月份乘用车月平均价格比上年同期下降 0.95%。其中,运动型乘用车与微型客车月平均价格分别比上年同期下降 1.67%和 1.45%;基本型乘用车月平均价格比上年同期上涨 0.16%。

2014 年,国产商用车价格总体稳中有升,至 11 月份商用车月平均价格比上年同期上涨 3.71%,其中,商用客车与商用货车价格均高于上年同期价格水平。

另外,今年以来进口汽车受公车改革以及政府反垄断调查等因素影响,价格持续走低,至 11 月份进口汽车月平均价格比上年同期下降 1.26%。其中,高档大排量进口越野车

价格在反垄断调查影响下,自7月份价格出现较大幅度下滑,至11月份月平均价格比上年同期下降达5.73%。

### (八)整车制造行业企业亏损家数上升,盈利增速放缓,负债水平略有下降

根据 Wind 统计,2014 年汽车整车制造全行业亏损企业共计 105 家,占比达 28%,较 2013 年上升 3.65%;累计亏损总额 169.90 亿元,较上年增加 69.48 亿元,增幅达 69.19%。同时,2014 年行业内 375 家整车制造企业累计实现主营业务收入 34128.48 亿元,同比增长 12.05%;利润总额 3671.74 万元,同比增长 19.56%,增速分别较上年下降 8.02 和 9.20 个百分点。可见,在汽车销量增速回调情形下,整车制造行业亏损企业家数有所上升,相应地累计亏损额亦有所扩大,收入和盈利规模增速均显著放缓。2014 年汽车整车制造行业平均资产负债率为 58.27%,略低于 2013 年末的 58.42%。

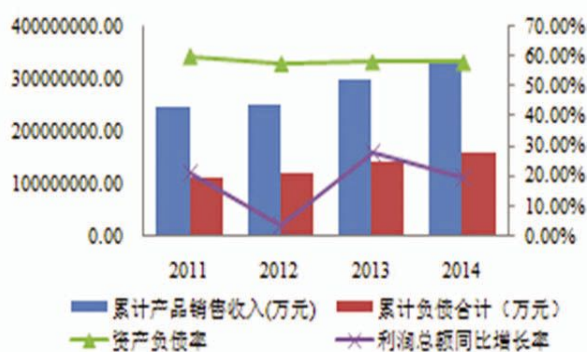


图4 整车制造行业整体盈利及负债水平

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

## 二、2015 年汽车制造行业发展展望

我国经济增速放缓,汽车市场增速回归理性,趋于平稳,技术升级导致成本压力上升对价格起到一定支撑作用,但汽车市场产能结构性过剩特征明显,自主品牌车价面临一

定下行压力,同时受到合资品牌已向中低端市场渗透等因素影响汽车产品价格下降趋势显著。受美国等发达经济体经济回暖,2015 年新兴市场经济增速将略有回升,国际经济形势的趋好因素影响,国内汽车出口规模将进一步扩大,但同时也存在诸多不确定因素,进口市场或将继续回落。此外在多项新政出台后,新能源汽车产销量将快速增长,亦为智能汽车发展奠定了基础。

### (一)预计 2015 年汽车市场将维持平稳增长

近年来我国经济增速放缓并趋于平稳,汽车市场随之也进入相对稳定的增长阶段,在未来不出现影响较大的刺激政策前提下,预计我国汽车市场仍会维持平稳的增长水平。根据汽车工业协会预测数据,2015 年全年我国汽车销量为 2513 万辆(预计其中国内销量 2427 万辆,出口量 86 万辆),预期增速为 7%。

具体而言,从乘用车市场需求的来看,一方面,随着我国宏观调控力度变化及我国经济增长方式转变,汽车市场销量增速有所起伏,但仍保持增长态势;同时,我国民用汽车人均保有量仍较低,尚有可提升的空间;其次,国民人均收入保持平稳上升,促使一二线城市升级换购需求进一步提升,三四线城市市场潜力逐步释放。上述因素都将继续促进未来的乘用车市场发展,我国汽车消费的刚性需求依然存在;再次,2014 年我国出台了一系列的促进新能源汽车发展的政策措施,由于政策的延续性,会继续对 2015 年的新能源车市场产生影响。随着各级政府大力的支持,企业产品技术的不断提升,新能源汽车产品种类的可选择性逐渐增多,以及基础设施建设的不断完善,预计 2015 年我国的新能源

汽车销量将继续保持高速增长;另外,党政机关及行政事业单位公务用车制度改革、黄标车淘汰等政策将促进 2015 年的汽车消费升级。

除上述扩大乘用车消费需求的因素外,也存在诸多因素会抑制汽车消费市场规模的扩大,诸如个别地方政府为了缓解交通及环保压力采取汽车限购措施,将会对汽车消费起到明显的负面影响;《汽车销售管理办法》的修订和实施将会对汽车厂家、经销商等相关企业在产品的销售、渠道的建设以及提供服务等方面都会带来不同程度的影响,由此将导致营销模式的变化、进而增加市场的不确定性。

从商用车市场来看,商用车市场需求受到宏观经济影响较大,在我国经济“新常态”发展阶段,在整体经济发展平稳和没有较大的行业政策影响下,商用车预计会在未来一段时期处于微增长状态。具体来看,客车需求方面,城镇化进程的推进使城市公交及公路客运能保持在稳定的需求水平,促进了客车的增长;货车市场方面,轻型货车升级国四排放标准,增加了制造、购置以及使用成本,成本上升抑制了对轻型货车的需求。预计会继续影响 2015 年轻型货车销量,但影响程度将较 2014 年有所减弱。此外,2014 年制定发布的《物流业发展中长期规划(2014—2020 年)》中涉及到的城市物流建设目标,对商用车销量的增长也会起到积极影响。

## **(二)汽车产品价格下降趋势显著,技术升级成本压力上升对价格起到一定支撑作用**

我国汽车消费市场已由政策推动的偏快增长向平稳增长过渡。汽车产销增速放缓需求趋弱,加之,今年以来随着国内汽车保有量的快速增长,交通拥堵以及大气污染、雾霾天

气不断恶化,少数一线大中城市出台了汽车限行限购政策,促使消费者受“赶政策末班车”心理预期影响,提前透支了部分潜在需求。受此影响,后期随着库存压力不断上升,需求逐步趋弱,均将导致汽车价格下降;其次,产能结构性过剩特征明显,自主品牌车价面临一定下行压力。并且,2014 年以来合资品牌已向中低端市场渗透,从车型外观到技术性能都明显优于自主品牌同类产品,其价格快速下探至 10 万元以下,已与自主品牌价格区间重合,迫使一贯凭借价格优势走低价路线的自主品牌企业将市场重心由一、二线城市向三、四线城市转移,后期细分市场竞争会进一步加剧,自主品牌为抢占市场份额,产品价格将面临较大下行压力。

然而,另一方面技术升级的压力使成本支出呈日益加大趋势。同时,当前劳动力成本以及广告宣传等经营费用的普遍上涨,对汽车价格将会起到一定支撑作用。

总体而言,随着新增产能的逐步释放,2015 年下半年汽车市场降价压力加大,价格下降因素会起主导作用,尤其是竞争激烈的中低端市场,降价幅度可能更大。但受生产成本的制约,价格出现大幅下降的可能性不大,稳中有降的运行态势将成为全年的主要特征。

## **(三)新兴市场增速回升带动出口,进口市场将继续回落**

受美国等发达经济体的带动,2015 年新兴市场经济增速将略有回升。国际经济形势的趋好,虽然有利于国内汽车出口,但同时也存在诸多不确定因素:如中东地区、东欧部分国家政局的不稳定,非洲、南美等市场政策的变化都会对中国汽车出口造成不利影响。中国出口汽车在面临完全市场竞争时,需要进



进一步完善产品布局、提升产品质量,建立稳定的营销体系,最终打造中国品牌,提升市场竞争力。进口汽车在满足消费者个性化、多样化需求上提供了更多选择,预计2015年我国宏观经济增速放缓,进口汽车市场增速也将继续回落。

#### **(四)政策支持下,新能源汽车产销量将快速增长,亦为智能汽车发展奠定基础**

2015年1月21日工信部发布《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》,充电基础设施建设社会化参与将加速放开。这意味着,充电设施缺乏和地方保护严重等阻碍新能源汽车发展的关键问题,将在2015年得到较大程度的缓解,新能源汽车发

展的机制性障碍有望破除。同时,2015年将有更多城市出于环保和交通压力,加入机动车限购行列,政府对于汽车生产企业各车型的油耗标准也将大幅提高,企业发展新能源汽车将迎来政策利好。随着政策推广的深入、产品市场定位的明确,中国新能源汽车大众消费时代即将到来,此外,整车及关键零部件技术的进步、充电基础设施的完善以及商业模式的创新亦有利于新能源汽车行业发展。2015年我国新能源汽车市场地位将得以确立,产销量将快速增长。同时,2015年新能源汽车产业将与互联网思维和互联网技术相结合,亦为实现智能生产和智能汽车打下基础。

## 航空运输行业信用风险研究报告

文/蒋真 王宇翔 陈乙歌

**摘要:**航空运输业是国民经济重要的基础性和服务性行业,主要分为航空客货运输、通用航空服务和航空运输辅助活动三大类。近年来,我国航空运输业一直保持较高的增长速度。2014年受国内外经济增速放缓等因素影响,航空运输业需求疲弱,但在以旅游出行为主的休闲需求带动下,旅客周转量仍保持较快增长;出口回升亦使得货邮周转量增速小幅反弹。目前,我国航空运输业已形成以三大国有控股航空公司为主的寡头垄断格局,但随着民航局重开新航企的审批和对低成本航空的积极扶持,长期来看,将为行业格局带来变革,但短期影响有限。

航空运输业属性决定其负债结构中长期负债占比较大,航空公司购买或者租赁飞机的资金来源主要是银行贷款和国际资本市场融资。因而在我国民航机队规模扩大的同时,航空公司的资产负债率也随之升高。航空公司自有资金实力有限,企业投资活动产生的资金缺口主要依赖筹资性现金流覆盖,加之近几年航空运输业扩张较快,投资金额较多,行业非筹资性现金流表现亦表现不佳,对流动负债的保障程度明显不足。

受益于国际原油价格下跌,2014年行业

经营活动现金盈余得到较大提升,但航空运输企业拥有大量的外币金融负债和资产,盈利能力改善幅度仍将因汇率波动而存在一定不确定性。未来航空运输业资产总规模将继续保持增长,经营规模也将持续扩大,但中国经济增速下行态势显现,加之国内短程航线市场受高铁竞争的影响较大,未来我国航空运输业仍将面临一定的经营压力和市场风险。

### 一、行业的运行情况

#### (一)总体概况

2014年受国内外经济增速放缓等因素影响,我国航空运输业需求疲弱,但在以旅游出行为主的休闲需求带动下,旅客周转量仍保持较快增长;出口回升亦使得货邮周转量增速小幅反弹。根据2015年全国民航工作会议暨航空安全会的统计,预计2014年全年完成运输总周转量742亿吨公里,同比增长10.4%,增速较上年提高0.4个百分点;旅客运输量3.9亿人次,同比增长10.1%,增速较上年回落0.9个百分点;货邮运输量591万吨,同比增长5.3%,增速较上年提高3.3个百分点。2014年我国机场吞吐量为83153.3万人次,比上年增长10.2%;货邮吞吐量1356.1万吨,比上年增

长 7.8%。

2014 年 7 月,《低空空域使用管理规定(试行)》(征求意见稿)的推出,以及 2014 年 10 月 8 日,在国务院总理李克强主持召开的国务院常务会议上明确要求向地方政府全部或部分下放通用机场、非跨境跨省电网等 23 类项目核准权限,使得通用航空行业规模迅速扩大。根据通航资源网的统计,截至 2014 年末,我国通用航空<sup>1</sup>机队在册总数为 1952,较 2013 年(1654 架)新增了 298 架同比增长了 18%;国内实际拥有飞机的通航企业数量,也由 2013 年的 208 家,增加到 2014 年的 257 家,同比增长了 24%。

2014 年 11 月 25 日,民航局、国家发展改革委联合下发了《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》(以下简称《通知》),决定自 2014 年 12 月 15 日起,全面放开民航国内航线货物运价,进一步放开相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的短途航线旅客票价,由航空公司根据生产经营成本、市场供求和竞争状况等自主确定具体价格水平。对继续实行政府指导价的航线票价,改变监管方式,简化监管程序,变事前审批为事中、事后监管。《通知》的出台,一定程度上缓解了航空运输业的竞争压力。

虽然受高铁替代效应,以及人民币兑美元汇率持续走弱的影响,但受益于 2014 年航空燃油价格一路下滑带来的成本下降,2014 年前 11 个月,全行业实现利润 299.4 亿元,已超过 2013 年全年利润总额。

表 1 我国航空运输行业主要运行指标

指标	单位	2011	2012	2013	2014	同比
运输总周转量*	亿吨公里	577.44	610.32	671.12	683.85	11.1%
旅客运输量	亿人	2.93	3.19	3.54	3.92	10.65%
货邮运输量	万吨	557.50	545.00	557.64	593.25	5.7%
可用座公里累计同比增长	%	3.10	3.80	4.60	4.30	--
全行业在册运输飞机*	架	1764	1941	2145	--	--
飞机日利用率*	小时	9.25	9.23	9.53	9.5	-0.1%
正班客座率*	%	81.8	79.6	81.1	81.7	0.3%
正班载运率*	%	72.0	70.6	72.2	72.9	0.2%
国内航线综合票价指数		101.50	98.80	100.90	102.80	1.88%

注:\*代表 2014 年数值为 1-11 月累计值或月末值,且同比增长为与上年 1-11 月数值进行对比。

资料来源:Wind 资讯、中国民航局

## (二)行业运行环境分析

民航运输业的景气程度与国内外宏观经济发展状况密切相关。宏观经济景气度直接影响到经济活动的开展、居民可支配收入、进出口贸易额的增减,进而会影响航空客货运的需求。2014 年全球经济温和复苏,航空客运市场保持增长,货运市场稳步恢复。但 2014 年我国经济增速继续放缓,经济发展进入新常态,作为国民经济的有机组成部分,2014 年我国民航业的发展也相应进入一个新阶段、新常态。

航空运输行业作为我国国民经济基础的产业之一,一直受到政府的关注和支持。中国民用航空局 2013 年 12 月,印发的《民航局关于促进低成本航空发展的指导意见》,进一步降低了设立低成本航空公司及分子公司门槛,简化审批手续;2014 年 7 月发布《低空空域管理使用规定(试行)》第一次征求意见稿

<sup>1</sup> 通用航空,是指使用民用航空器从事公共航空运输以外的民用航空活动。



称,将会进一步简政放权,简化通航相关审批手续,大幅放松通航市场准入。2014年11月,中国民航局、国家发改委联合下发《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》,对继续实行政府指导价的国内航线旅客运输票价,由政府审批航线基准票价改为由航空公司按照规定自行制定、调整基准票价。2014年一系列行业政策均为航空公司灵活应对市场提供有利支持。

### (三)行业运行态势分析

航空运输业的经营风险较高,不仅是因为高技术、高资金,更重要的是生态环境残酷。从产业链来看,航空公司主要和三种类型的公司发生联系,上游的飞机制造商和燃油供应商,下游的机票代理商。但是上游基本都是寡头,而下游正在形成寡头。

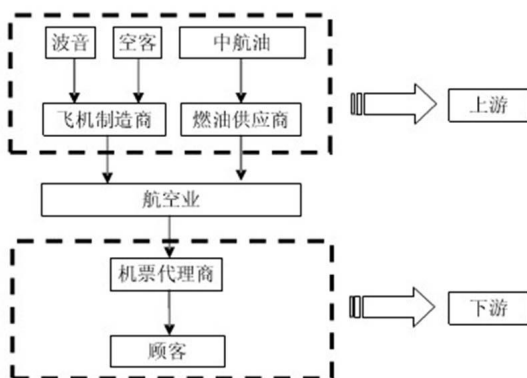


图 1 中国航空运输业产业链结构图

资料来源:银联信 远东资信整理

从产业链的角度,2014年我国燃料油价格的急剧下降,缓解了航空企业的航油成本压力,行业盈利水平有所提高。飞机租赁是各国航空公司更新和扩充机队的基本手段之一,截至2013年末,国内航空公司在册运输飞机2179架,其中融资租赁占20%,经营性租赁占38%。未来五年我国民航业预计交付飞机700多架,到2025年,我国民航业运输规模可达近3000架,其中有60%的飞机

将通过租赁方式运营。



图 2 国际燃油价格走势

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

2014年全国民航工作会议暨航空安全会议指出,2014年安全发展的主要任务首先是要巩固安全的持续性,强化严格管理和科技手段。其中包括要加大资金投入、继续推广新航行技术应用、加快1000万人以上机场II、III类标准运行设备建设。其次,要推动行业转型升级,进一步完善航线网络,加快大型国际航空枢纽建设,以京津冀、长三角、珠三角等地区为重点,构建协同运行的机场群,增加中西部地区国际航线航班,在巩固传统国际市场的基础上,开拓新兴航空市场,同时抓紧制定通航产业发展规划。2014年我国航空运输业共完成固定资产投资达1434.56亿元,较2013年同比增长9.20%,投资速度有所减慢。



图 3 2008-2014年我国航空运输业固定资产投资额及增速

数据来源:Wind 资讯、国家统计局,远东资信整理

航空运输行业下游需求主要分为航空客运需求和航空货运需求两大领域。航空客运需求的主要影响因素包括城镇化率提高、西部市场以及旅游业的发展等。2014年以来,虽然国内外经济增速放缓、高铁冲击等因素继续影响中国航空市场需求,但在以旅游出行为主的休闲需求带动下,中国民航旅客周转量仍保持较快增长,货邮周转量增速在出口回升带动下小幅反弹。



图 4 2010-2015 年 4 月我国航空货运量与货运周转量的同比增速情况

数据来源:Wind 资讯、国家统计局,远东资信整理

反腐政策限制公务出行、经济放缓致、商务客出行明显下降,对票价敏感的休闲旅游游客占比上升、运力较快增长等一系列因素压制了行业平均票价,2014 年中国民航客票价格继续维持低价水平。

#### (四)行业竞争格局变化

航空运输行业目前已形成以三大国有控股航空公司为主的寡头垄断格局,从市场占有率看,2014 年南航、国航、东航三大航空公司运输总周转量的集中度合计为 73.93%,较上年下降了 1.36 个百分点。自 2013 年民航重开新航企的审批,我国民航企业数量迅速增加。近年来,民航局积极扶持低成本航空的发展,在航线准入、航班时刻、服务价格上实行更为灵活的政策,为低成本航空营造

公平、宽松的市场环境,鼓励开拓以出境游为主的国际航线低成本市场。长期来看,低成本航空的大量涌现,将打破现有市场竞争格局,使得行业运力增长难以有效控制,价格战可能在所难免,行业盈利水平难以有效提升,甚至可能继续恶化,竞争加剧和票价下跌。但短期来看,由于空域和时刻资源的有限性和继承性,之前的航空公司积累了大量宝贵的航权时刻资源,留给低成本航空的市场份额较为狭小,因此短期影响有限。

## 二、行业财务表现

航空运输业具有高投入、高风险、低收益的特点,航空公司机队数量众多,加之飞机单价较高,因此飞机作为航空公司最主要的非流动资产,其价值总额占总资产的比重较高,2014 年 6 家上市航空公司非流动资产占总资产的比重平均值为 83.92%,

航空运输业属性决定其负债结构中长期负债占比较大,航空公司购买或者租赁飞机的资金来源主要是银行贷款和国际资本市场融资。因而在我国民航机队规模扩大的同时,航空公司的资产负债率也随之升高。航空公司自有资金实力有限,企业投资活动产生的资金缺口主要依赖筹资性现金流覆盖,加之近几年航空运输业扩张较快,投资金额较多,行业非筹资性现金流表现亦表现不佳,对流动负债的保障程度明显不足。

受益于国际原油价格下跌,2014 年行业经营活动现金盈余得到较大提升,但航空运输企业拥有大量的外币金融负债和资产,盈利能力改善幅度仍将因汇率波动而存在一定不确定性。未来航空运输业资产总规模将继续保持增长,经营规模也将持续扩大,但中国经济增速下行态势显现,加之国内短程航线市场受高

铁竞争的影响较大,未来我国航空运输业仍将面临一定的经营压力和市场风险。

### 三、发债企业分析

#### (一)行业发债情况

由于航空运输市场准入门槛高,加之历史的原因,使得航空运输业在发展过程中形成自然垄断。目前,在我国的航空运输业现在的整体格局可以概括为“三强为主(南方航空、东方航空、中国国航占据着国内超过80%以上的市场份额)、地方为辅、外航渗透”的格局,因此,航空运输业发债企业家数较少,主要为国有控股的航空公司以及大中型地方控股的航空公司。从航空运输业历史发债情况来看,已发债航空公司共有十家,从评级上看,主体评级大部分在AA级以上,存期内已发债企业的主体跟踪评级变化的为5家,全部为上调级别。航空运输行业目前信用风险水平整体处于全部行业中等水平,信用风险低于产能过剩的强周期性行业,包括有色、造船、化工、机械等行业,但其信用风险又显著高于下游景气程度较好的行业,诸如汽车、家电、通信、食品饮料等。

**表 2 航空运输行业发债企业的主体评级情况**

航空公司名称	债券简称	最新主体级别	主体评级机构	最新评级日期	历史级别变动
中国南方航空股份有限公司	14 南航 SCP001	AAA	联合资信	2015-4-30	AA+ (2009-9-22、2008-07-09)
中国国际航空股份有限公司	12 国航股 MTN1	AAA	中诚信国际	2015-5-18	2008 年 12 月评级至今未变化
中国东方航空股份有限公司	14 东航股 SCP001	AAA	大公国际	2014-11-20	2010 年 12 月评级至今未变化
海南航空股份有限公司	14 海南航空 MTN001	AAA	上海新世纪	2015-04-13	AA (2009-6-22、2008-08-01) AA+ (2014-06-27)
深圳航空有限责任公司	14 深航空 MTN001	AAA	中诚信国际	2015-04-29	2012 年 12 月首次评级至 2014-08-01 AA+
山东航空股份有限公司	12 山航 MTN1	AA+	大公国际	2014-06-10	2011 年 12 月首次评级至今未变化
云南祥鹏航空有限责任公司	12 祥鹏航空债	AA	鹏元评级	2014-09-03	2012 年 6 月首次评级至今未变化
四川航空股份有限公司	14 川航空 MTN001	AA	中诚信国际	2014-07-28	2012 年 5 月首次评级至今未变化
天津航空有限责任公司	14 津航空 MTN001	AA	上海新世纪	2014-06-17	AA- (2012-09-07) A+ (2011-10-08)
上海航空股份有限公司	07 上航 CP01	A+	上海新世纪	2008-04-07	2007-06-08 首次评级未变化

资料来源:Wind 资讯

#### (二)代表发债企业信用风险特征

从行业中具有代表性的企业来看:

中国国航作为中央政府控股的航空企业,实力雄厚,机队规模、旅客、货邮运输量处于行业主导地位,竞争优势较明显;作为国有三大航空公司之一,中国国航市场占有率高,在航线布局、枢纽基地布局、服务、旅客货邮市场等资源上具有较大的竞争优势,还能够享有中央政府的注资和补贴,抗风险能力较强。

海南航空具备一定的资产规模、资本实力和市场竞争力,机队规模扩张速度较快,凭借航线、区位优势已占据相应市场份额。作为国内第四大航空公司,海南航空是航线和基地数量最多的地方政府控股的航空公司,航线网络较广。海南航空飞行小时数、飞行里程数、运输总周转量、旅客运输量等指标仅次于中国国航、南方航空和东方航空等三大国有航空公司,拥有一定的行业地位。海南航空着力开发旅游航线和支线航空市场,实行差异化竞争,并积极与国内外其它航空公司开展代码共享和中转联程等多种形式的合作,通过灵活的经营手段和规范的内部管理,在一定程度上弥补了经营规模小于三大国有航空公司的不足。近年来海南航空机队规模继续扩张,业务开展情况较好,毛利率、平均客座率、平均载运率等指标显示经营业绩在国内民航业中仍保持领先,竞争力较强。

春秋航空区别于全服务航空公司,定位于低成本航空经营模式,从 2005 年首航起,春秋航空规模快速扩张,已成为目前国内旅客运输量、周转量最大的民营航空公司及大中华地区领先的低成本航空公司。与中国的四大航相比,春秋航空除自有资本实力和航



线资源有限外, 舰队规模和营业收入大约是三大航的 5%-7%, 是海南航空的四分之一左右, 但从盈利能力和运营效率方面来看, 春秋航空要优于四大航。

**表 3 国内主要航空公司 2014 年末  
主要经营情况**

	项目	中国国航	海南航空	春秋航空
运输能力	可用吨公里 (亿吨公里)	247.22	--	19.08
	可用座位公里 (亿客公里)	1935.95	682.60	196.30
	可用货运吨公里 (亿吨公里)	95.08	--	1.41
运输量	运输总周转量 (亿吨公里)	194.38	52.35	16.85
	旅客周转量 (亿客公里)	1546.84	--	182.70
	货邮周转量 (亿吨公里)	56.91	8.74	0.74
载运率	客座率 (%)	79.90	86.80	93.07
	货邮载运率 (%)	57.10	--	--
	综合载运率 (%)	70.40	83.60	--
机队构成	机队数量 (架)	540	169	
	平均机龄	6.08	10.26	
	飞机日利用率 (%)	9.57	10.26	11.26
航线网络	客运航线条数 (条)	322	--	81
财务状况	总资产 (亿元)	2096.43	1219.82	112.61
	资产负债率 (%)	71.63	73.99	68.45
	营业收入 (亿元)	1048.26	360.44	73.28
	净利润 (亿元)	42.50	26.43	8.84
	净资产收益率 (%)	7.15	9.59	28.09

资料来源: 航空公司 2014 年年报, 远东资信整理

### (三) 行业风险事件传导

#### 1、民航局支持廉价航空发展

事件: 2014 年初民航局印发了《民航局关于促进低成本航空发展的指导意见》(以下简称《指导意见》), 从坚持安全发展、促进快速壮大、支持灵活经营、鼓励走出去、改善基础环境、加大政策扶持六个方面提出多项政策保障措施。《指导意见》的出台将从政策层面上进一步优化我国低成本航空运营环境, 引导和鼓励国内航空公司实践低成本运营, 有效带动整个民航市场结构、消费观念、经营管理、基础设施和发展布局的改善, 推动民航大众化战略目标实现。

2014 年我国航空市场出现了一股不小的低成本浪潮, 西部航空、中国联合航空、首都航空、华夏航空、成都航空纷纷宣布转型

低成本, 加上新成立的福州航空、九元航空, 我国低成本航空公司从 1 家发展成 8 家。在国家扶植低成本航空政策的召唤下, 低成本航空成为民营资本进入航空界的捷径。

影响: 从竞争环境来看, 油价的高企, 制造厂家采用新技术、新材料带来采购成本的增加, 使传统航空公司面临巨大的财务压力。在经济全球化的背景下, 外有亚洲低成本航空公司的渗入, 内有跃跃欲试的国内低成本航空公司的威胁, 加上快速发展的高铁和高速公路的竞争, 传统航空公司面临内外交困的竞争格局, 亟须进行战略调整, 合理配置资源, 挖掘自身优势, 降低运营成本。如果低成本子公司仍然按照传统航空公司的管理和思维方式去经营, 则难以取得成功; 反之, 如果积极地控制成本和大力发展附加业务收入, 传统大型航空公司即使保持单一品牌, 也可以继续在中短程航线上与低成本航空公司和高铁进行正面竞争。关键问题还是在于, 内部的精细化管理和效率的提升。这也正是我们大多数国有航空公司需要持续改进的方向。

#### 2、航空公司角力机票代理

事件: 从 2014 年 7 月 1 日开始, 以中国国航为首的多家国内航空公司相继宣布将机票代理商的固定佣金从 3% 减少到 2%, 海航集团旗下的祥鹏航空和西部航空, 更是直接将固定佣金从 3% 调整为 0。

影响: 随着市场竞争压力的增加, 机票价格上涨的空间变得越来越小。航空运输企业在面临激烈的市场竞争环境下, 增加收益的有效办法之一就是如何降低经营成本。随着现代信息技术的发展和应用, 航空公司网站直销也将越来越成为发展的趋势。航空运输企业与代理的角力也是根据地区经济发

展、消费者购买行为、信息化应用程度、细分市场的开拓和航空公司营销资源的配置等有关。如果航空公司的网络销售非常成熟和消费者自行网上购买成为趋势,传统机票代理商势必面临更多的压力。

### 3、航空事故频发

事件:2014年似乎是一个“航空灾难年”,从神秘失踪的MH370航班到在乌克兰东部冲突地区坠毁的MH17航班,再到最近失联的亚航QZ8501航班,重大航空事故频发。2014年我国亦爆发了“乘客大闹航班”的事件,中国乘客向亚航空姐泼开水致飞机返航事件,更是引起了各方的重视。两名中国公民遭到史上最严处罚——国家旅游局作出对两人不文明行为纳入《全国游客旅游不文明记录》的处罚。据悉民航局也正在研究对航班上不文明“任性”乘客的惩处措施,考虑将这些乘客纳入信用不良记录,其日后乘机将受到影响。

影响:航空事故的发生将对航空公司造成长期负面影响。航空安全是一个永恒的话题,民航安全不仅是自然因素,更要防范人为因素,面对航空安全领域的新情况新变化,航空公司需要作出更多的努力。

### 4、国际油价持续大跌

事件:自2014年6月开始,国际油价持续下跌。受原油价格和航空燃油价格持续下滑影响,11月份,全球航空公司股价飙升14%。

影响:燃油成本在航空公司的总成本构成中占有较大比重。因而,油价下跌对航空运输业的影响较为直接。国际航空运输协会(IATA)表示,受到经济增长和燃油价格下降的提振,全球航空公司今年将实现高于预期的创纪录利润,明年或还将实现25%的涨

幅。油价的下跌利好航空业,将大幅降低航空公司的燃油成本,但同时燃油附加费也大幅下调。国内航空公司应提升市场竞争力,并借机建立和完善多渠道的成本控制机制,包括燃油套保等机制,以减少油价对经营效益的影响。

### 5、传统航空公司试水付费服务

事件:航空公司在提供运输服务的基础上,为旅客提供更好的收费服务,已成为很多航空公司开源节流的着眼点。从前,付费服务更多发生在廉价航空公司的航班上。而随着油价、人工等各种成本的不断增长,民航业节约成本、增加收入的压力越来越大。航空业经营压力加剧,正倒逼国内航空公司在经营和管理上进行改革和创新。近些年国内外航空市场的快速变化,无论是“选座费”的试水、还是wifi航班的推出,亦或取消头等舱的“去高端化”,都展示了在当前民航市场化改革的浪潮下,航空公司变革创新的胆识。

影响:航空运输企业服务产品的革新意味着航空运输企业开始真正重视旅客的乘机体验,真正将此作为核心竞争力的体现。并且在此理念作用下,航空运输企业的营业利润也会随着增加,机票的附加价值会不断被丰富,航空公司会因此得到效益与声誉的双赢。

## 四、行业信用发展前景展望

航空运输业与宏观经济高度相关,预计2015年全球经济将继续复苏,中国经济将进入以经济结构调整、增速放缓为主要特征的新常态,世界经济复苏预期不一,航空业需求将延续疲软态势。供给方面,在2013年的密集交付之后,预计国内航空公司的飞机供

应将放缓,整体供需关系仍有望基本保持平衡态势。

宽松的政策环境有望带动低成本航空的快速发展,空域改革实施细则有望出台,利好通用航空业发展。基于对全球原油供需关系宽松、美元指数走强预期、美俄博弈持续的判断,预计2015年原油价格将进一步走弱,若全年航油价格维持在5500-6000元/吨,行业航油成本将下降250亿元左右,利润总额增加75-100亿元,行业经营活动现金盈余将得到较大提升,但盈利能力改善幅度仍将因汇率波动而存在一定不确定性,考虑到行业资本支出压力整体可控,债务负担及偿债能力指标表现或将小幅好转。

信用品质分化方面,预计行业内不同类型企业在区域需求、受高铁分流影响程度等方面的差异可能带来行业内企业信用品质

小幅分化。其中,西南区域经济仍有望保持较快增速,进而带动区域内航空公司业务量的快速增长;新开通的南广、贵广高铁与南航股份相关航段重合度高,将对其产生一定分流影响。未来一年,我国航空运输业信用品质不会发生明显改变,行业内企业信用品质将因区域需求及高铁分流影响差异而小幅分化。

总体来看,经营规模大、市场地位突出的大型国有航空公司在运输资源、品牌价值、资金实力、安全生产、股东支持等方面优势突出,抵御外部不利因素波动的能力较强,信用品质较高;在区域市场地位突出、地方政府股东支持力度大、采取差异化发展战略的中型地方航空公司信用品质一般;小型民营或合资航空公司信用品质较差。



## ◆ 行业动态

### 李克强：经济下行压力较大 将继续加强金融服务等对外开放

2015年6月9日 来源：FX168财经网

中国国务院总理李克强周二表示，当前世界经济复苏艰难曲折，中国经济面临较大下行压力；中国将继续在市场准入和金融服务等方面加强对外开放。

中央电视台引述他在会见全球 500 强企业高管时并称，中国推进大众创业万众创新是着眼经济长远发展的重大改革举措，目的是把亿万民众的积极性和创造力调动起来，形成经济发展新的动能，助力中国经济

保持中高速增长，迈向中高端水平。

“在经济全球化和贸易自由化大背景下，中国经济与世界经济深度融合，中国正推动新一轮高水平对外开放，开放的大门会越来越来大。”李克强说。

其同时补充道，“（中国）将继续在市场准入、金融服务、知识产权保护等方面加强互利举措，为中外企业营造公平竞争的市场环境。”

### 财政部召开贯彻落实 PPP 指导意见全国电视电话会议

2015年6月9日 来源：财政部新闻办公室

6月8日，财政部召开全国电视电话会议，就贯彻落实国务院办公厅转发财政部、国家发展改革委、中国人民银行《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》（以下简称《指导意见》）进行工作部署。财政部副部长张少春、史耀斌出席会议并讲话，财政部政府和社会资本合作（PPP）工作领导小组办公室主任、金融司司长孙晓霞主持会议，江苏省财政厅厅长刘捍东、安徽省财政厅厅长罗建国分别在会上发言，就本省推广 PPP 模式的经验进行了介绍。各省、区、市财政厅（局）负责同志，财政

部驻各地专员办负责同志参加了会议。

会上，张少春对下一阶段在公共服务领域推广 PPP 工作进行了部署。张少春指出，《指导意见》的印发是我国 PPP 发展史上的一个里程碑，标志着我国 PPP 发展进入有章可循、有据可依的新阶段，市场也给予了积极正面反应。目前在推广 PPP 模式的过程中，做好顶层设计的“当头炮”已经打响，今后的关键在于“真刀真枪”地推进项目建设。下一阶段，各级财政部门要结合《指导意见》的核心要求，认真学习领会、积极贯彻落实，着重在“快”字、在“实”字上做文章，确保《指

导意见》各项措施落到实处,推动 PPP 工作实现新发展、新突破。

史耀斌在讲话中通报了 PPP 工作的进展情况。史耀斌指出,一年多来,全国各级财政部门积极行动、密切配合,开展了一系列工作,实现了“组建一个工作机制、设立一个专

门机构、搭建一个制度框架、推出一批示范项目”的“四个一”目标。史耀斌要求,下一步,各级财政部门要认真贯彻落实《指导意见》精神,把握当前加快推进 PPP 工作的大好时机,加快完善制度建设,健全政策扶持体系,大力开展项目建设,切实做好各项工作。

## 500 亿元 PPP 引导基金获批 财政部出资 100 亿元

2015 年 6 月 8 日 来源:中国经营报

继国家发改委首批公布 1043 个、总投资额达 1.97 万亿 PPP (公私合作模式) 项目后,如何撬动社会资本参与其中,便成为市场最关心的事情之一。

现在,终于走出了实质性的一步。

河南省 6 月 1 日首次公布总规模为 50 亿元的 PPP 开发性基金方案 (以下简称《方案》)。根据河南省设立的方案,这项基金旨在撬动更大规模的社会资本参与到基础设施和公共服务设施领域项目建设中,并最终“点燃”数以万亿社会资本 PPP 项目的资金落地。

种种迹象显示,政府基金设立背后为 PPP 增信提供了金融支持,正在成为吸引社会资本参与的重要手段。中央层面曾明确倡

导设立中央级的引导示范性 PPP 股权投资基金,以改变目前社会资本参与 PPP 的模式。

《中国经营报》记者独家获悉,中央级的引导示范性 PPP 基金已经获得财政部审批,择日将下发相关文件,预计引导基金的规模约为 500 亿元。该基金中,财政部出资 100 亿元,金融机构负责 400 亿元的支持。

但与河南省开发基金不同的是,中央级的引导基金更多会作为母基金下发到省级部门,以缓解项目资金压力。

市场分析人士预测,一旦中央级引导基金获批,对未来 PPP 的推广会提供更多的金融保障。不仅如此,中央级引导基金的投资标的也将成为社会资本参与 PPP 的一个增信手段。

## 央行:继续加快推进利率市场化改革

2015 年 5 月 28 日 来源:中国证券报

中国人民银行 27 日发布的 2014 年年报称,2015 年将继续加快推进利率市场化改革,完善人民币汇率市场化形成机制,稳步

推进资本项目可兑换。继续深化金融企业改革,完善现代金融企业制度。

在论及金融改革时,年报称,2015 年,央

行将发挥市场在资源配置中的决定性作用,努力在金融重点领域和关键环节改革实现新的突破。继续加快推进利率市场化改革,完善人民币汇率市场化形成机制,稳步推进资本项目可兑换,提高金融资源配置效率,完善金融调控机制。扎实做好存款保险制度出台的各项准备和组织实施工作。继续深化金融企业改革,完善现代金融企业制度,研究扩大中国农业银行“三农金融事业部”深化改革试点范围;落实政策性开发性金融机构改革方案,加快形成与商业性金融分工合理、相互补充、良性发展的格局。稳步推进区域金融改革,进一步深化中国(上海)自由贸易试验区金融改革,稳妥推广成熟经验,稳步推进天津、广东、福建自贸园(港)区试点的相关工作。进一步完善金融监管协调机制,防范和化解重点领域金融风险,守住不发生系统性、区域性金融风险的底线。

在展望2015年货币政策时,年报称,央行将坚持稳中求进工作总基调和宏观政策要稳、微观政策要活的总体思路,更加主动适应经济发展新常态,把转方式调结构放在更加重要位置,保持政策的连续性和稳定性,继续实施稳健的货币政策,更加注重松

紧适度,适时适度预调微调,为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境,促进经济科学发展、可持续发展。更加注重改革创新,寓改革于调控之中,把货币政策调控与深化改革紧密结合起来,更充分地发挥市场在资源配置中的决定性作用。针对金融深化和创新发展的,进一步完善调控模式,疏通传导机制,着力解决突出问题,提高金融运行效率和服务实体经济的能力。

一是综合运用多种货币政策工具,加强和改善宏观审慎管理,优化政策组合,保持适度流动性,实现货币信贷和社会融资规模合理增长。2015年,广义货币供应量M2预期增长12%左右。二是盘活存量、优化增量,支持经济结构调整和转型升级。三是进一步推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革,提高金融资源配置效率,完善金融调控机制。四是完善金融市场体系,切实发挥好金融市场在稳定经济增长、推动经济结构调整和转型升级、深化改革开放和防范金融风险方面的作用。五是深化金融机构改革,通过增加供给和竞争改善金融服务。六是有效防范系统性金融风险,切实维护金融体系稳定。

## 央行:将进一步完善互联网金融相关标准和制度

2015年05月08日 央行

央行今日公布《2015年第一季度中国货币政策执行报告》,针对下一阶段这样政策思路。央行报告提出,将进一步完善互联网金融相关标准和制度,促进公平竞争,加强行业自律,提升风险防控能力,切实维护投

资者权益,促进互联网金融健康发展。

一是综合运用多种货币政策工具,加强和改善宏观审慎管理,优化政策组合,保持适度流动性,实现货币信贷和社会融资规模合理增长。根据内外部经济金融形势变



化,灵活运用各种货币政策工具,完善中央银行抵押品管理框架,调节好流动性水平,保持货币市场稳定。目前各类货币政策工具都有较大的空间,能够有效调节和供给流动性,无须以量化宽松的方式大幅扩张流动性水平。继续引导商业银行加强流动性和资产负债管理,做好各时点的流动性安排,合理安排资产负债总量和期限结构,提高流动性风险管理水平。继续发挥差别准备金动态调整机制的逆周期调节和结构引导作用。结合支小支农贷款投向、资本充足率高低、风险内控状况、机构新设、区域发展等五大“元素”,合理确定并适时调整政策参数,更好地体现差别化和针对性,引导金融机构根据实需和季节性规律安排好贷款投放节奏,同时将更多的信贷资源配置到“三农”、小微企业等重点领域和薄弱环节,支持实体经济发展。继续探索和完善宏观审慎管理的机制和手段。

二是盘活存量、优化增量,支持经济结构调整和转型升级。优化流动性的投向和结构,落实好“定向降准”的相关措施,发挥好信贷政策支持再贷款和再贴现政策的作用,引导金融机构优化信贷结构。推动金融产品和服务创新,支持农业适度规模经营,加大对水利建设项目的倾斜力度,积极做好新型城镇化的各项金融服务;继续贯彻落实扶持小微企业的政策措施,拓宽小微企业多元化融资渠道,支持小微企业健康发展;进一步完善信贷政策导向效果评估,加强评估结果与货币政策、金融市场工具的关联,引导金融机构加大对“三农”、小微企业的信贷资金投入;做好创新驱动发展战略的金融服务工作,开发适合企业技术创新需求特点的融资产品,引导金融机构

加大对重点行业和科技、文化、战略性新兴产业等重点领域的金融支持,努力做好化解产能严重过剩矛盾的金融服务工作;做好扶贫开发金融服务,积极稳妥推动发展扶贫小额信贷,加强连片特困地区金融服务协调联动;积极发展普惠金融,努力做好就业、助学、少数民族、农民工、大学生村官等“民生”领域的金融支持和服务。落实好差别化住房信贷政策,改进对保障性安居工程建设的金融服务,继续支持居民家庭合理的住房消费,进一步拓宽正常化、市场化的融资渠道。进一步发挥开发性和政策性金融作用,支持棚改、水利、中西部铁路等重大项目建设。继续通过保持货币信贷合理增长、完善银行公司治理、清理不合理金融服务收费、完善多层次资本市场、增加金融供给、加大改革和结构调整力度等多措并举,标本兼治,着力降低社会融资成本。

三是进一步推进利率市场化和汇率形成机制改革,提高金融资源配置效率,完善金融调控机制。进一步健全市场利率定价自律机制,提高金融机构自主定价能力。继续推进同业存单发行和交易,探索发行面向企业及个人的大额存单,逐步扩大金融机构负债产品市场化定价范围。继续培育上海银行间同业拆放利率(Shibor)和贷款基础利率(LPR),建设较为完善的市场利率体系。建立健全中央银行的利率调控框架,加强预期引导,强化价格型调控和传导机制。进一步完善人民币汇率市场化形成机制,加大市场决定汇率的力度,增强人民币汇率双向浮动弹性,保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。加快发展外汇市场,坚持金融服务实体经济的原则,

为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。支持人民币在跨境贸易和投资中的使用，稳步拓宽人民币流出和回流渠道。推动人民币对其他货币直接交易市场发展，更好地为跨境贸易人民币结算业务发展服务。密切关注国际形势变化对资本流动的影响，加强对跨境资本的有效监控。

四是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳定经济增长、推动经济结构调整和转型升级、深化改革开放和防范金融风险方面的作用。加强市场基础性建设，为经济结构调整和转型升级提供高效的投融资市场。推动市场创新，丰富债券市场产品和层次，更好地满足投资者需求。继续完善做市商制度，提高债券市场流动性，为培育有效的收益率曲线夯实基础。丰富投资者群体，培育多元化的参与主体，继续推动金融市场、金融产品、投资者和融资中介多元化发展，推动符合条件的境内外机构投资者投资银行间债券市场，强化市场化约束和风险分担机制。大力发展直接融资，推动多层次资本市场建设。强化市场监管，充分发挥公司信用类债券部际协调机制的作用，加强监管协调，进一步加强信息披露、信用评级等市场化约束机制建设，规范市场主体交易行为，防范金融风险，促进金融市场安全高效运行和规范发展。

五是深化金融机构改革，通过增加供给和竞争改善金融服务。继续深化大型商业银行和其他大型金融企业改革，完善公司治理，形成有效的决策、执行、制衡机制，把公

司治理的要求真正落实于日常经营管理和风险控制之中。落实政策性、开发性金融机构改革方案，科学建立资本约束机制，健全治理结构，完善财税扶持政策，构建符合中国特色、能更好地为经济发展服务、可持续发展的政策性和开发性金融机构及其政策环境。继续推动资产管理公司商业化转型。在加强监管前提下，鼓励各类型金融机构和金融服务组织、中介机构有序发展，形成各种市场主体共同参与竞争的金融生态。进一步完善互联网金融相关标准和制度，促进公平竞争，加强行业自律，提升风险防控能力，切实维护投资者权益，促进互联网金融健康发展。

六是有效防范系统性金融风险，切实维护金融体系稳定。加强宏观审慎管理，引导金融机构稳健经营，督促金融机构加强内部控制，切实改进信贷管理和流动性管理，提高防控风险的能力和水平。健全系统性金融风险的防范预警和评估体系，继续加强对地方政府性债务、房地产市场、产能过剩行业、各类影子银行业务、企业互保联保等风险领域的监测分析，动态排查风险隐患，督促金融机构及有关方面做好各种情景下的应对预案。充分发挥金融监管协调部际联席会议制度的作用，强化交叉性、跨市场金融产品的风险监测和监管协调，促进各类金融市场、各类金融工具的协调发展，建立健全金融综合统计体系和信息共享机制。扎实做好存款保险制度的组织实施工作。采取综合措施维护金融稳定，守住不发生区域性系统性金融风险的底线。

## 证监会：将允许台资机构以 RQFII 投资大陆资本市场

2015 年 4 月 22 日 来源：证券时报网

证监会副主席姜洋在参加第五届两岸及香港《经济日报》财经高峰论坛时表示，待海峡两岸服务贸易协议实施后，将允许台资金融机构以合格境外机构投资者(RQFII)方式投资大陆资本市场，允许符合条件的台资金融机构在大陆设立合资公司并提高持股比例等。上述措施将进一步扩大大陆资本市场对台开放程度，有力促进两岸资本市场交流和

合作。

截至 2015 年 3 月底，共有 30 家台资金融机构获批大陆的 QFII 资格，获得 QFII 投资额度合计 66.70 亿美元；批准了 4 家台资金融机构在大陆设立合资基金管理公司，12 家台资证券公司在大陆设立 25 个代表处，24 家台资企业在大陆 A 股市场上市。

## 银监会：进一步推进信贷资产证券化

2015 年 5 月 9 日 来源：中国证券报

银监会副主席周慕冰 8 日上午在国新办举行的国务院政策例行吹风会上表示，将进一步推进信贷资产证券化，加快信贷资产流转。将推动商业银行投贷联动机制研究，鼓励条件成熟的银行探索建立科技企业金融服务事业部，积极支持科技企业企业发展。大力推行绿色信贷，积极支持优质企业先进产能建设，推动化解过剩产能。

银监会同日披露的 2015 年一季度监管统计数据显示，一季度末，商业银行不良贷款余额 9825 亿元，较上季末增加 1399 亿元；商业银行不良贷款率 1.39%，较上季末上升 0.15 个百分点。

### 支持产业结构调整和优化升级

周慕冰介绍，银监会下一阶段的工作部署

主要有三个方面：一是稳增长与调结构并重。立足于实体经济有效需求，在继续保持合理贷款增速的同时，进一步优化信贷结构，积极支持产业结构调整和优化升级。积极支持培育经济发展中的新产业、新动能、新力量。加快业务模式、机制、流程和产品创新，提供更多适应战略性新兴产业和新兴业态发展需求、更多与“互联网+”时代特征相契合的金融产品和服务。大力推行绿色信贷，积极支持优质企业先进产能建设，推动化解过剩产能。

二是坚持支持重点领域与支持薄弱环节并重。开发性金融、政策性金融、商业性金融要在商业可持续、风险可控的前提下，积极支持民生项目、重大交通项目、清洁能源



及油气矿产资源保障项目等重大项目。积极支持消费领域建设。积极推动装备制造业“走出去”。

三是坚持用好增量与盘活存量并重。进一步推进信贷资产证券化和信贷资产流转业务,扩大信贷资产证券化发起机构范围和基础资产范围;推进由信贷资产登记中心开展的信贷资产登记托管业务,加快信贷资产流转。加大不良资产处置核销力度,在加强风险防控的前提下,通过回收再贷、贷款重组、发放并购贷款等方式,充分盘活沉淀在低效领域的信贷资源。

#### 银行业风险总体可控

银监会数据显示,一季度商业银行不良贷款率仍延续上升态势。周慕冰强调,银行业风险总体可控,与国际同业相比仍处于较低水平,且具有较强的风险抵御能力。

根据银监会披露的数据,截至2015年一季度末,商业银行当年累计实现净利润4436亿元,同比增长3.73%。2015年一季度商业银行平均资产利润率为1.29%,同比下

降0.11个百分点;平均资本利润率17.76%,同比下降3.04个百分点。

针对信用风险计提的减值准备较充足。2015年一季度末,商业银行贷款损失准备余额为20826亿元,较上季末增加1274亿元;拨备覆盖率为211.98%,较上季末下降20.08个百分点;贷款拨备率为2.96%,较上季末下降0.06个百分点。

资本充足率继续维持在较高水平。2015年一季度末,商业银行(不含外国银行分行)加权平均核心一级资本充足率为10.66%,较上季末上升0.10个百分点;加权平均一级资本充足率为10.95%,较上季末上升0.19个百分点;加权平均资本充足率为13.13%,较上季末下降0.05个百分点。

流动性水平较充裕。2015年一季度末,商业银行流动性比例为47.46%,较上季末上升1.02个百分点;人民币超额备付金率2.30%,较上季末下降0.35个百分点;存贷款比例(人民币)为65.67%,较上季末上升0.58个百分点。

## 希腊公债投资评级遭穆迪下调至 Caa3

2015年7月2日 来源:证券时报

国际信贷评级机构穆迪宣布,下调对希腊公债的投资评级,并强调可能还会进一步下调。此前,标准普尔、惠誉两家国际评级机构已经作出了类似的决定。

穆迪将希腊公债的投资评级由 Caa2 调低至 Caa3,仅高于债务违约的级别。穆迪认

为,即将于周日开始的希腊公投带来更多、更大的投资风险,对民间债权人构成更大不利,如果没有官方债权人的支持及政府作出的财政改革,希腊所欠的民间债务就会出现违约。穆迪因此强调,不排除会进一步下调希腊的相关评级。

## “汇富武汉住房公积金贷款 1 号资产支持证券”成功发行

2015 年 6 月 30 日 来源:新世纪评级官网

汇富武汉住房公积金贷款 1 号资产支持证券(下称“本期证券”)已于 2015 年 6 月 30 日成功发行。

本期项目以原始权益人武汉公积金管理中心持有的个人住房公积金贷款作为基础资产,以其产生的现金流作为偿付基础,通过风险隔离、现金流重组以及优先劣后分层,在交易所市场发行资产支持证券。本期证券发行规模为 5 亿元,分为优先级和次级两档证券,其中优先级证券发行规模为 4.75 亿元,占发行规模的 95%,过手型,新世纪评级给予其 AAA 信用等级;次级证券发行规模为 0.25 亿元,占发行规模的 5%,不评级,由原始权益人全部认购。

本期证券的成功发行意义重大,有很大的借鉴意义。一些大型城市的住房公积金中心存在着使用率偏高,短存长贷等流动性风险。公积金住房抵押贷款证券化可以通过盘

活公积金存量资产、释放沉淀占用的贷款资金,为购房贷款开拓外部资金来源渠道,进而避免公积金断贷、轮号、摇号等现象。

新世纪评级注意到相较于银行信贷资产证券化产品——CLO,该资产支持证券的基础资产足够分散,使得几笔甚至几十笔资产同时违约对证券的影响也较为有限;相较于传统的住房抵押贷款支持证券——RMBS,该资产支持证券的基础资产——公积金的贷款逾期率低,资产质量要明显好于普通个人住房抵押贷款,当然其贷款利率较其有所偏低。

本期证券计划管理人为民生加银资产管理有限公司,民生银行股份有限公司为武汉公积金管理中心发放贷款的受托银行,承担着本期证券的资产服务机构,并作为托管银行,东方花旗证券有限公司为财务顾问。

## 世界信用评级论坛:重构全球信用评级格局

2015 年 6 月 30 日 来源:中国经济网

6 月 29 日,由世界信用评级集团、新华社新华网、大公国际信用评级集团共同主办的史上第一次世界信用评级论坛在京召开,来自政府、经济界、评级界和金融界的嘉宾齐聚一堂,就重构全球信用评级格局展开深入研

讨,共同推动国际信用评级体系改革进程。

2008 年的全球信用危机证明,信用评级攸关人类社会安全发展,西方评级已不能承担世界评级责任,人类社会必须构建新型国际评级体系。因此,改革现行评级体系成为

当代国际社会最具共识的主流思潮。在经历全球信用危机七年之际,错误评级依旧是构建国际信用关系的基础,全球信用扩张仍在不断加速,信用链条更加脆弱。如何建立一个代表人类社会共同利益的新型国际评级体系,使评级真正作为逆周期力量阻止信用无度扩张引发的人类信用灾难,是国际社会必须回答的关系世界经济未来走向的紧迫课题。

世界信用评级论坛是人类历史上首次以改革国际评级体系为主题的国际信用评级盛会,既是对人类百年评级实践成果的总结,更是开辟人类评级历史的新起点。与会嘉宾围绕信用评级与世界经济的关系、新型国际评级制度体系的模式选择、如何构建符合信用评级发展规律的评级监管理念和制度、评级思想理论体系对履行评级责任的重要性等四个维度进行探讨,解构信用评级发展规律,使人类社会对评级的认识达到一个新的历史高度,以此为起点,开创人类共同管理世界评级事务的新局面。

专家指出,危机后,国际社会并没有认

真系统地总结西方错误评级的教训,没有找到其错误的根源,更没有改变这种评级错误对世界经济的持续影响作用,西方评级错配信用资源导致世界经济面临长期风险的现实增加了改革国际评级体系的紧迫性。突破认识的局限性,实现评级思维的历史性转折是纠正西方错误评级的前提,此次论坛无疑承担了这一历史使命。

世界信用评级集团董事长关建中,国际顾问理事会主席法国前总理德维尔潘,理事会成员澳大利亚前总理陆克文、巴基斯坦前总理阿齐兹和俄罗斯前外长伊万诺夫等出席会议并作主旨演讲。

出席本次论坛并参与研讨的还有欧洲评级协会主席 Thomas Missong,亚洲评级协会秘书长 Santiago Dumlao,美国耶鲁大学管理学院金融学院终身教授陈志武,以及2011年诺贝尔经济学奖获得者、纽约大学经济学教授、胡佛研究所资深研究员 Thomas J. Sargent 等世界顶级经济学家。

## 2015 年主要债券发行要素一览表

(5 月 1 日至 6 月 30 日)

债券种类	交易代码	债券简称	发行人全称	债券评级	主体评级	评级机构	发行起始日	票面利率 (%)	发行期限 (年)	发行规模 (亿)	发行人省份	发行人企业性质
企业债	1580180.IB	15 牡新区债	牡丹江新区城市投资有限公司	AA	AA	中诚信国际信用评级有限责任公司	2015-6-29	6.48	7.00	6.00	黑龙江省	地方国有企业
	1580116.IB	15 新余渝水债	新余市渝水区城区建设投资开发有限公司	AA	AA-	鹏元资信评估有限公司	2015-6-23	7.70	7.00	12.00	江西省	地方国有企业
	1580166.IB	15 海基债	海航基础产业集团有限公司	AA	AA	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2015-6-16	7.50	7.00	15.00	海南省	地方国有企业
	1580177.IB	15 历城债	济南市历城区国有资产运营有限公司	AA	AA	大公国际资信评估有限公司	2015-6-19	5.00	7.00	12.00	山东省	地方国有企业
	1580176.IB	15 长沙通途债	长沙县通途公路建设投资有限公司	AA	AA	联合资信评估有限公司	2015-6-18	6.00	7.00	7.00	湖南省	地方国有企业
	1580170.IB	15 冀广网络债 01	河北广电信息网络集团股份有限公司	AA+	AA+	东方金诚国际信用评级有限公司	2015-6-11	5.30	8.00	3.00	河北省	地方国有企业
	1580175.IB	15 潍坊高新债	潍坊高新城市建设投资开发有限公司	AA	AA	联合资信评估有限公司	2015-6-17	6.05	7.00	10.00	山东省	地方国有企业
	1580171.IB	15 邗城建债	扬州市邗江城市建设发展有限公司	AA	AA	东方金诚国际信用评级有限公司	2015-6-12	5.88	7.00	10.00	江苏省	地方国有企业
	1580178.IB	14 首创集团可续期债 02	北京首都创业集团有限公司	AAA	AAA	中诚信国际信用评级有限责任公司	2015-6-15	5.70	3.00	10.00	北京	地方国有企业
	1580162.IB	15 赣城债	赣州城市开发投资集团有限责任公司	AA+	AA+	大公国际资信评估有限公司	2015-6-15	5.50	7.00	20.00	江西省	地方国有企业
	1580167.IB	15 大洼城投债	大洼县城市建设投资有限公司	AA	AA	联合资信评估有限公司	2015-6-11	6.29	7.00	8.00	辽宁省	地方国有企业
	1580168.IB	15 西投小微债 01	西安投资控股有限公司	AA	AA	大公国际资信评估有限公司	2015-6-10	5.85	4.00	4.00	陕西省	地方国有企业
	1580163.IB	15 滕建投债	山东滕建投资集团有限公司	AA	AA	联合资信评估有限公司	2015-6-5	6.00	7.00	8.00	山东省	地方国有企业
	1580164.IB	15 中电投可续期债	中国电力投资集团公司	AAA	AAA	中诚信国际信用评级有限责任公司	2015-6-5	5.70	3.00	30.00	北京	中央国有企业
一般公司债	122375.SH	14 苏新债	苏州新区高新技术产业股份有限公司	AA	AA	中诚信证券评估有限公司	2015-5-29	4.67	3.00	7.00	江苏省	地方国有企业
	112250.SZ	15 云旅债	云南旅游股份有限公司	AA	AA-	东方金诚国际信用评级有限公司	2015-6-1	5.90	3.00	4.00	云南省	地方国有企业
	112243.SZ	15 东旭债	东旭光电科技股份有限公司	AA	AA	联合信用评级有限公司	2015-5-19	6.00	5.00	10.00	河北省	民营企业
	122380.SH	14 瀚华 01	瀚华金控股份有限公司	AA+	AA+	中诚信证券评估有限公司	2015-6-10	6.10	5.00	15.00	重庆	
	118321.SZ	15 漳龙债	福建漳龙集团有限公司		AA+		2015-6-5	5.50	3.00	5.00	福建省	地方国有企业
	122378.SH	13 楚天 02	湖北楚天高速公路股份有限公司	AAA	AA+	鹏元资信评估有限公司	2015-6-8	4.58	5.00	6.00	湖北省	地方国有企业
	122541.SH	14 海供水	海安县区域供水有限公司				2015-5-19	8.00	3.00	2.60	江苏省	地方国有企业
	112245.SZ	15 顺鑫 01	北京顺鑫农业股份有限公司	AA	AA	联合信用评级有限公司	2015-5-13	4.50	5.00	10.00	北京	地方国有企业
	122376.SH	15 首置 01	首创置业股份有限公司	AA+	AA+	中诚信证券评估有限公司	2015-5-27	4.58	5.00	30.00	北京	地方国有企业
	125528.SH	14 德胜 02	苏州德胜东舟建设发展有限公司				2015-5-15	8.20	3.00	1.00	江苏省	地方国有企业
	125526.SH	14 武隆债	武隆县投资有限责任公司				2015-5-7	11.00	3.00	1.50	重庆	地方国有企业
	122373.SH	15 舟港债	舟山港集团有限公司	AA+	AA+	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2015-5-22	4.48	5.00	7.00	浙江省	中央国有企业
	135499.SH	14 昆高 02	昆明市高速公路建设开发股份有限公司	AA+	AA	中诚信证券评估有限公司	2015-6-25	7.20	5.00	11.00	云南省	地方国有企业



债券种类	交易代码	债券简称	发行人全称	债券评级	主体评级	评级机构	发行起始日	票面利率 (%)	发行期限 (年)	发行规模 (亿)	发行人省份	发行人企业性质
资产支持证券	1589111.IB	15 富瑞 1B	百瑞信托有限责任公司	AA	AA	联合资信评估有限公司,中债资信评估有限责任公司	2015-6-29	5.00	2.32	3.63	河南省	国有企业
	1589110.IB	15 富瑞 1A	百瑞信托有限责任公司	AAA	AA	联合资信评估有限公司,中债资信评估有限责任公司	2015-6-29	4.10	1.32	15.14	河南省	国有企业
	123710.SH	金坤一 02	中银国际证券有限责任公司	AA		中诚信证券评估有限公司	2015-5-22	9.00	1.25	0.50	上海	中外合资企业
	123709.SH	金坤一 01	中银国际证券有限责任公司	AA+		中诚信证券评估有限公司	2015-5-22	6.50	1.25	1.40	上海	中外合资企业
	123662.SH	宝信 3B	西部证券股份有限公司	AA+	AA-	中诚信证券评估有限公司	2015-5-18	7.20	2.25	1.27	陕西省	地方国有企业
	123661.SH	宝信 3A2	西部证券股份有限公司	AAA	AA-	中诚信证券评估有限公司	2015-5-18	6.25	1.75	2.27	陕西省	地方国有企业
	123660.SH	宝信 3A1	西部证券股份有限公司	AAA	AA-	中诚信证券评估有限公司	2015-5-18	6.00	1.50	2.27	陕西省	地方国有企业
	123653.SH	15 富水 10	德邦证券股份有限公司	AA+		大公国际资信评估有限公司	2015-5-20	7.20	5.00	0.45	上海	民营企业
	123652.SH	15 富水 09	德邦证券股份有限公司	AA+		大公国际资信评估有限公司	2015-5-20	7.00	4.51	0.45	上海	民营企业
	123651.SH	15 富水 08	德邦证券股份有限公司	AA+		大公国际资信评估有限公司	2015-5-20	6.90	4.00	0.42	上海	民营企业
	123650.SH	15 富水 07	德邦证券股份有限公司	AA+		大公国际资信评估有限公司	2015-5-20	6.70	3.51	0.42	上海	民营企业
	123649.SH	15 富水 06	德邦证券股份有限公司	AA+		大公国际资信评估有限公司	2015-5-20	6.50	3.00	0.40	上海	民营企业
	123648.SH	15 富水 05	德邦证券股份有限公司	AA+		大公国际资信评估有限公司	2015-5-20	6.30	2.51	0.40	上海	民营企业
	123647.SH	15 富水 04	德邦证券股份有限公司	AA+		大公国际资信评估有限公司	2015-5-20	6.20	2.00	0.38	上海	民营企业
	123646.SH	15 富水 03	德邦证券股份有限公司	AA+		大公国际资信评估有限公司	2015-5-20	6.10	1.51	0.38	上海	民营企业
	123645.SH	15 富水 02	德邦证券股份有限公司	AA+		大公国际资信评估有限公司	2015-5-20	6.00	1.00	0.35	上海	民营企业
	123644.SH	15 富水 01	德邦证券股份有限公司	AA+		大公国际资信评估有限公司	2015-5-20	5.80	0.50	0.35	上海	民营企业
	1589108.IB	15 成银 1B	中铁信托有限责任公司	AA-	AA+	联合资信评估有限公司,中债资信评估有限责任公司	2015-6-19	5.10	1.09	2.09	四川省	
	1589107.IB	15 成银 1A	中铁信托有限责任公司	AAA	AA+	联合资信评估有限公司,中债资信评估有限责任公司	2015-6-19	3.84	1.09	11.09	四川省	
	1589105.IB	15 中银 1B	中信信托有限责任公司	AA-		中诚信国际信用评级有限责任公司,中债资信评估有限责任公司	2015-6-19	5.10	2.09	4.31	北京	国有企业
	1589104.IB	15 中银 1A	中信信托有限责任公司	AAA		中诚信国际信用评级有限责任公司,中债资信评估有限责任公司	2015-6-19	3.70	2.09	31.45	北京	国有企业
	1589097.IB	15 盛世 1B	华信信托股份有限公司	AA	AA+	联合资信评估有限公司,中债资信评估有限责任公司	2015-6-18	4.85	1.32	2.64	辽宁省	国有企业
	1589096.IB	15 盛世 1A	华信信托股份有限公司	AAA	AA+	联合资信评估有限公司,中债资信评估有限责任公司	2015-6-18	3.80	0.82	15.95	辽宁省	国有企业
	1589094.IB	15 招元 2B	华润深国投信托有限公司	AA	AAA	联合资信评估有限公司,中债资信评估有限公司	2015-6-17	4.20	1.85	10.80	广东省	国有企业
	1589093.IB	15 招元 2A3	华润深国投信托有限公司	AAA	AAA	联合资信评估有限公司,中债资信评估有限公司	2015-6-17	3.68	1.44	36.65	广东省	国有企业

资料来源: Wind 资讯