

东方信用

中国东方资产管理股份有限公司旗下信用服务机构 东方金诚国际信用评估有限公司

VOL.24

2019年 第二期

“2019 年信用风险展望发布暨策略论坛”在京成功举行

东方金诚参加中央结算公司“2019 年债券市场投资策略论坛”
东方金诚受邀在中俄金融 2019 趋势论坛发表演讲
东方金诚为全国首单商业银行永续债提供评级服务
东方金诚信用助力广西地区首单绿色 ABS 成功发行



锐意创新 极致服务

持续革新评级技术和研究服务体系，
以“追求极致”的精神提供服务

践行中国评级梦

提升中国评级标准体系的竞争力

东方金诚国际信用评级有限公司

东方金诚国际信用评级有限公司（“东方金诚”）是中国主要的信用评级机构之一，获得了中国人民银行、中国证监会、国家发改委、中国银保监会、交易商协会等债券市场全部监管部门和自律机构的认可，可为境内外发行人在中国债券市场发行的所有债券品类开展评级，为境内外投资人参与中国债券市场提供服务。

东方金诚成立于2005年，注册资本为1.25亿元人民币，控股股东为中国东方资产管理股份有限公司。总部位于北京，在全国范围内建立了以21个分公司为载体的信用服务网络，还面向境外发行人与投资人建立了国际服务团队。

东方金诚秉承“锐意创新、极致服务”的新锐理念，紧跟债券市场创新步伐，响应投资人和发行人新需求，捕捉信用风险新变化，持续革新评级技术和研究服务体系，为投资人和发行人提供专业、独立的信用服务。

东方金诚以践行“中国评级梦”为己任，搭乘人民币和债券市场国际化、“一带一路”国际合作的东风，开发适用于全球发行人的评级技术体系，开展面向全球投资者的交流服务，推动“一带一路”、金砖国家和亚洲信用评级合作，提升中国评级标准体系的国际竞争力。

CONTENTS 目录

VOL.24
2019年 第二期

P06 | 公司动态

- 东方金诚参加中央结算公司“2019年债券市场投资策略论坛”
- 东方金诚受邀在中俄金融 2019 趋势论坛发表演讲
- 新起点、新机遇，东方金诚 2019 年商业银行永续债业务沙龙成功举办
- “商业银行资本补充工具专题研讨会”成功举办
- 东方金诚受邀参加“NAFMII 论坛之走进重庆”专场
- 东方金诚助力国内首单商业银行永续债成功发行
- 东方金诚信用助力广西地区首单绿色 ABS 成功发行

P08 | 宏观经济

- 中央政治局会议经济工作部署解读
- 2018 年国民经济和社会发展统计公报解读
- 2019 年一季度宏观经济运行分析与二季度展望

P13 | 信用观察

- 2018 年产业债评级调整专题研究
- 2019 年一季度信用债市场报告
- 2019 年 3 月金融债市场报告

P25 | 行业观察

- 2019 年 RMBS 展望
- “2018 年理财年报”解读
- 水泥行业一季度信用风险研究
- 煤炭行业一季度信用风险研究
- 2019 年 1-2 月石油行业信用风险研究
- 《国家组织药品集中采购试点方案》解读
- 智能手机行业数据研究
- 钢铁行业热点评论
- 浅析租赁会计准则修订对企业信用风险的影响
- 绿色金融一季度报告

P61 | 丝路观察

- 中国 – 越南丝路合作分析
- 中国 – 匈牙利丝路合作分析

P69 | 企业文化

P06 | Company Dynamics

- Golden Credit attends “Forum on Investment Strategy of the 2019 Bond Market” held by China Government Securities Depository Trust & Clearing Co., Ltd
- Golden Credit was invited to present a keynote speech on Russia-China International Conference- Main trends of financial relations 2019
- New start and new opportunities: Golden Credit successfully holds business salon of commercial bank perpetual bond, 2019
- “Seminar on Commercial Bank Capital Supplement Tools” successfully held
- Golden Credit was invited to attend the special session of NAFMII Forum in Chongqing
- Golden Credit supports the successful issuance of China’s 1st commercial bank perpetual bond
- Golden Credit Service Co., Ltd supports the success issuance of the 1st green ABS in Guangxi Province

P08 | Macroeconomy

- An interpretation of the economic work deployed in the meeting of political bureau of the CPC Central Committee
- An interpretation of the Statistical communiqué on the 2018 National Economic and Social Development
- Macroeconomic Report for 1Q 2019 and economic outlook for 2Q 2019

P13 | Credit Market Insights

- Special Topic Study on Credit Rating Adjustment of Industrial Debenture, 2018
- Debenture Market Report for 1Q 2019
- Financial Bond Market Report for March 2019
- Financial Bond Market Report for February 2019

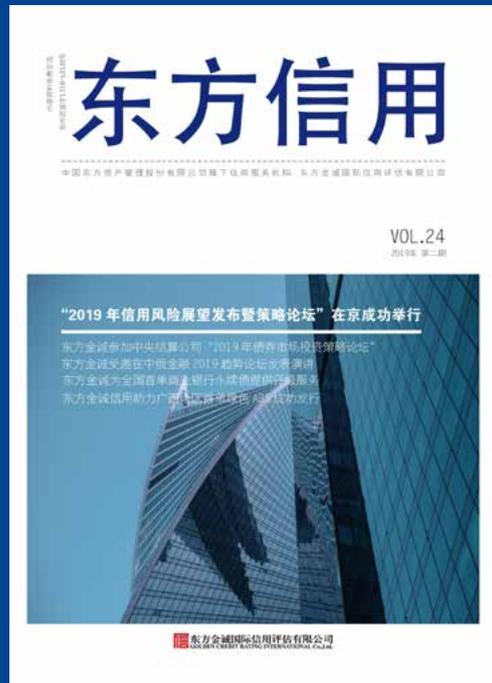
P25 | Industry Research

- RMBS outlook for 2019
- An interpretation of Annual Report of China Banking Wealth Management Market, 2018
- Credit Risk of the Cement Industry, 1Q 2019
- Credit Risk of the Coal Industry, 1Q 2019
- Credit Risk of the Petroleum Industry, Jan-Feb 2019
- An Interpretation of "Pilot Program of Centralized Drug Purchase Organized by the Government"
- Data Research of the Smartphone Industry
- Hotspot Comment of the Steel Industry
- Analysis of the Impact of the Revision of the Leasing Accounting Standards on Corporation Credit Risk
- Green Finance Report, 1Q 2019

P61 | Belt and Road Studies

- Analysis of China-Vietnam Belt and Road Cooperation
- Analysis of China-Hungary Belt and Road Cooperation

P69 | Corporate culture



编印单位

东方金诚国际信用评估有限公司

总编

金永授

主编

俞春江

编辑

李真

美编

何星

翻译

白雪

内刊编辑部联系方式

010-83435967

发送对象

上级主管部门、内部员工

印刷单位

北京市庆全新光印刷有限公司

印刷日期

2019年4月24日

印数

700册



“2019年信用风险展望发布暨策略论坛”在京成功举行

2月28日，由东方金诚、北京大学国民经济研究中心联合主办的“2019年信用风险展望发布暨策略论坛”在北京大学举行。本次论坛围绕市场关注的债券市场信用风险特征与趋势、重点行业的信用风险展望，以及违约常态化下的信用风险管理等话题展开探讨。逾400名来自学界、监管机构、金融机构、发行人、投资人等代表参会。

俄罗斯主流评级机构 ACRA 董事长 Karl Johansson（卡尔·约翰逊）先生和 CEO Igor Zelezetski（伊戈尔·泽莱泽斯基）先生出席此次会议，Igor Zelezetski 先生向参会代表介绍了俄罗斯债券市场的发展现状，表达了与中国评级机构加强合作，参与中国债券市场国际化，与中国债券市场共同发展的愿望。东方金诚与 ACRA 于 2017 年 11 月签署了合作备忘录，互为双方在对方国家的唯一评级合作伙伴。此后，双方在跨境评级业务开展、评级研究和数据库共建等方面开展了全面探索与合作。



会议期间，ACRA 与东方金诚联合发布了《中俄债券市场比较研究》，对中俄债券市场进行了基本介绍和比较分析，并对可行的合作路径进行了探索。报告认为，两国债券市场合作潜力广阔，但市场之间存在着根本性差异，包括规模、结构、发行及交易特征、监管方式、开放程度等方面均表现为差异大于共性。这也意味着，对两国债券市场参与者而言，跨境投融资合作可能会面临较大的制度和技術障碍，这需要中俄两国加强监管合作，并完善相关制度建设和安排。

会议期间，东方金诚发布了《2019 年信用风险展望系列报告》。报告指出，2019 年我国经济下行压力有所加大，宏观政策将更加重视逆周期相机调节，基本面和政策面的博弈将成为影响债券市场走势和信用风险特征演化的重要因素。预计在整体风险情绪趋于缓释的同时，行业间以及行业内企业间信用分化或将进一步加剧。



东方金诚参加中央结算公司 “2019年债券市场投资策略论坛”



东方金诚首席宏观分析师王青博士受邀代表公司参加中央结算公司1月16日在北京举办的2019年债券市场投资策略论坛“债市研判六人谈”环节并发表演讲。本次论坛聚集债市四大主管部门领导、著名经济学家、债市资深专家等。

新起点、新机遇，东方金诚商业银行 永续债业务沙龙成功举办

2月22日下午，东方金诚组织的“2019年商业银行永续债业务沙龙”在上海浦东东海神诺富特大酒店成功举办。本次沙龙活动以《新起点、新机遇——国内商业银行永续债市场前景展望》为主题，聚焦资本结构性压力与政策机遇下的国内商业银行永续债市场。活动吸引了来自商业银行、保险机构、证券公司、资管机构等近百位金融机构人士参加。

东方金诚受邀参加“NAFMII论坛之 走进重庆”专场

3月19日，东方金诚评级副总监程春曙受中国银行间市场交易商协会邀请参加“NAFMII论坛之走进重庆”专场。本次论坛由中国银行间市场交易商协会主办，中国人民银行重庆营管部协办，重庆农村商业银行股份有限公司、中信银行股份有限公司重庆分行承办。

东方金诚信用助力广西地区 首单绿色ABS成功发行

2月27日，由东方金诚子公司，东方金诚信用管理（北京）有限公司（简称“东方金诚信用”）提供第三方绿色评估认证的“西江股份电力上网收费权绿色资产支持专项计划”在上交所成功设立，这是广西地区首单绿色资产证券化产品。本专项计划发行规模7亿元，各档票面利率创2017年以来同期限同资质基础设施收费权ABS利率新低。

东方金诚受邀在中俄金融2019趋势 论坛发表演讲



3月27日，由俄罗斯国家金融协会主办的“中俄金融2019趋势论坛”在莫斯科举行，东方金诚首席宏观分析师王青博士应邀参会并担任主题演讲嘉宾。会后，包括俄罗斯央行、商业银行、能源化工、冶金、评级公司、金融控股公司等在内的监管机构及主流俄罗斯企业和组织，与东方金诚顺利进行了单独会谈。俄方市场主流参与者对中国债券市场的双向开放和国际化进程有了更深刻的认知。

“商业银行资本补充工具专题研讨会” 成功举行

4月16日下午，由中国银行业协会主办、东方金诚和华泰证券联合承办的“商业银行资本补充工具专题研讨会”在北京民族饭店成功举行。中国银行业协会副秘书长白瑞明、东方金诚总经理金永授以及华泰证券董事总经理周继卫出席了会议并发表了致辞。东方金诚此次协助中国银行业协会举办商业银行资本补充工具专题研讨会，意在总结首单永续债发行经验、探讨资本工具补充策略，这是市场发展的现实需求，也是国内金融债市场蓬勃发展的必要环节，相信也将为后续商业银行发行资本工具、提高银行业服务实体经济能力奠定坚实基础。

东方金诚为全国首单商业银行永续债 提供评级服务

1月25日，由东方金诚评级的“中国银行股份有限公司2019年无固定期限资本债券（第一期）”（简称“中国银行永续债”）成功发行，发行规模400亿元，票面利率4.50%，全场认购倍数超过2倍。中国银行永续债是国内首单商业银行永续债，其成功发行意味着商业银行资本补充渠道进一步拓宽，商业银行服务实体经济的能力亦得到增强。

4月19日中央政治局会议经济工作部署解读

■首席宏观分析师 王青

4月19日中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。会议公报显示，中央判断当前经济形势“好于预期”，未来一段时期货币政策宽松力度或将有所收敛，防控金融风险重要性上升，各项结构性改革有望加速推进。

经济金融数据回暖，稳增长压力缓解

本次政治局会议对2019年一季度宏观经济的判断为“经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”，“市场信心明显回升”。近日发布的宏观数据显示，一季度中国经济同比增长6.4%，3月工业增加值、消费和投资增速明显加快，当月信贷、社融及M2增速也普遍高于市场预期；年初以来股市大幅反弹，汇市强势运行，信用债违约风险趋于缓和。我们认为，主要源于近期中美贸易谈判取得积极进展，市场信心有所修复，加之前期逆周期政策累积效应正在显现，中央判断当前及未来一段时间经济下行压力有所缓解。

可以看到，本次会议未再提及“六个稳”，而是将其纳入“做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作”中的最后一项。这意味着此前政策突出强调逆周期调节，而现在则开始逐步转向包括促改革、防风险等在内的多目标平衡。

货币宽松按下“暂停键”，“定向滴灌”还将发力

本次政治局会议重申“货币政策要松紧适度”。考虑到当前经济金融形势演化趋势，我们判断货币政策下一步或将向偏紧方向收敛，二季度全面降准、甚至降息的可能性基本排除。从具体的市场指标来看，短期内货币市场利率更多时候将略高于政策指导利率，十年期国债收益率下破3%的概率明显下降，货币宽松将按下“暂停键”，未来几个月社融、M2等总量金融数据进一步上升的空间也将有限。这也与本次会议强调的“房住不炒”、“坚持结构性去杠杆”相兼容，表明防控金融风险、稳定宏观杠杆率在政策目标中的位置有所前移。

本次会议提出“要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题”。联系到近期两办连续发文，要求加强金融服务民企，促进中小企业健康发展，表明当前民营、小微企业仍存在融资难、融资贵痛点。我们判断，下一步监管层在重点鼓励民营银行和社区银行发展，推动城商行、农商行、农信社业务逐步回归本源的同时，还会加大定向降准、TMLF（定向中期借贷便利）以及再贷款再贴现政策力度，结构性货币政策将继续对经济薄弱环节定向发力。我们预计，在当前信贷、社融放量，“融资难”问题有所缓解背景下，下一步央行或将重点转向民营、小微企业“融资贵”问题，企业一般贷款利率下行趋势将会延续，票据融资利率还会保持低位运行状态。

聚焦影响经济运行的“结构性、体制性”因素，结构性改革有望提速

本次会议提出，“当前国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”。当前全球经济放缓，我国对外贸易环境总体趋紧，通过供给侧结构性改革，破除抑制微观主体活力的结构性、体制性障碍，是未来壮大国内市场，稳定经济运行，改善发展质量的根本之策。在实体经济方面，考虑到当前国内消费正在从商品转向服务，而养老、教育、医疗、旅游服务等服务行业供给则短板效应明显，下一步通过扩大市场准入，以“竞争中性”原则为民营企业发展提供公平竞争环境，政策上有可能会有突破性进展。同时，为扩大国内消费能力，正在实施的减税降费或非短期性的“权宜之计”，有可能成为重大收入分配改革的一部分而持续推进。

在金融供给侧改革方面，本次会议提出“要以关键制度创新促进资本市场健康发展，科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制”。我们看到，此项改革短期内已在提振市场预期中起到关键作用，未来改革措施落地有望从根本上改变我国股市的游戏规则和运行格局，切实提升其直接融资功能；其他包括鼓励民营银行发展、扩大金融高水平双向开放等措施也将取得实质性进展。

最后，本次会议强调“要以高水平对外开放促进深层次改革，扩大外资市场准入，落实国民待遇”。这一方面再次表明中美贸易摩擦并未改变我国扩大开放的基本政策方向，同时也意味着中央将更大力度地通过开放倒逼改革，破解深层次改革过程中必然面临的观念性、利益性阻碍以及路径依赖掣肘。未来伴随我国由商品和要素流动型开放转向以国内规制与国际通行规制接轨为特征的制度型开放，国内金融市场改革、国企改革、户籍制度改革等重大结构性改革有望进一步走深走实，实现多点突破。

2018年国民经济和社会发展统计公报解读

■首席宏观分析师 王青

【事件】2018年2月28日，国家统计局公布《2018年国民经济和社会发展统计公报》，从“三驾马车”、三次产业、财政金融运行及社会事业发展等角度，全面分析了2018年经济运行的整体特征。国家统计局强调，2018年我国经济较好地抵御了外部风险挑战，经济增速处于合理区间，增长结构持续优化，居民生活和社会保障进一步改善。国家统计局认为，2019年经济运行稳中有变、变中有忧，下行压力加大，但我国经济稳定运行的基础依然坚实。

【解读】2018年我国经济增速小幅下行，但仍保持在中高速增长区间，经济增长结构优化，“三去一降一补”供给侧改革持续推进，金融风险整体呈收敛之势，经济运行总体特征可概括为“增速稳、结构优、改革进、风险降”。2019年全球经济景气下行，中美贸易摩擦变数较大，国内宏观调控两难因素较多，稳定房地产市场运行难度较大，经济运行环境稳中有变，变中有忧。今年宏观政策将向“稳增长”方向发力，结构性改革有望进一步激发市场主体活力，宏观经济运行结果将是“变中有稳”，不存在经济失速可能。

具体分析如下：

2018年经济运行的总体特征可概括为“增速稳、结构优、改革进、风险降”

主要受外需放缓及国内金融严监管等因素影响，2018年我国经济增速小幅下行。全年GDP实际增长6.6%，增速较上年小幅下滑0.2个百分点，但未偏离年初制定的“6.5%左右”的增长目标。从“三驾马车”来看，当年经济增速下滑主要有以下几个原因：首先，受全球经济复苏动能放缓影响，净出口对经济增长重返负向拉动区间，较上年下滑1.1个百分点；其次，国内金融严监管叠加财政严控地方债，2018年基建投资增速大幅下降15.2个百分点，投资对经济增长的拉动率下滑0.1个百分点；第三，下半年中美贸易摩擦持续升级，市场信心受到一定冲击，汽车等大件可选商品消费也受到一定影响。

不过，在服务消费高增带动下，终端消费对经济增长的拉动率达到5.0%，较上年提高0.9个百分点。由此，2018年消费对经济增长的贡献率为76.2%，相当于投资贡献的两倍以上。这表明我国经济增长进一步摆脱投资依赖，正在稳步转向消费驱动。截至2018年四季度，我国GDP增速已连续16个季度运行在6.4%—7.0%的中高速区间，经济增长韧性突出。

服务业“稳定器”功能明显，制造业向中高端迈进。2018年第三产业增加值占国内生产总值的比重升至52.2%，对经济增长的贡献率达到59.7%，比第二产业高23.6个百分点，信息、物流和商务服务业增速均明显高于整体经济增速。主要受汽车制造业增速下滑等影响，2018年工业增速下滑0.4个百分点至6.2%，但当年高技术制造业增加值占比提高1.2个百分点达到13.9%，装备制造业增加值比重也提高0.2个百分点，达到32.9%。全年高技术产业投资同比增长14.9%，较整体投资增速高出9个百分点。

“三去一降一补”供给侧改革持续推进。2018年煤炭、钢铁去产能目标提前完成，上游行业投资增速“转正”；工业产能利用率达到76.5%，接近2013年以来最高水平。年末商品房待售面积比上年末减少6510万平方米（下降11%），去库存效果明显，并带动房地产投资保持较快增长。2018年宏观杠杆率保持稳定，工业企业资产负债率下降0.5个百分点。2018年增值税、个税减税政策连续推出，累计减税降费规模达到1.3万亿，减税正在成为积极财政政策的主要抓手。在补短板方面，2018年脱贫攻坚深入推进，全国农村贫困人口减少1386万人，生态保护和环境治理、农业固定资产投资分别比上年增长43.0%和15.4%，新一轮基建补短板措施正在推出。

严监管措施落地，金融风险整体呈收敛之势。以资管新规落地为代表，2018年一批金融严监管政策陆续推出。这意味着宏观审慎政策的“四梁八柱”框架已基本成型，并对金融体系运行产生显著效果：全年表外融资少增6.5万亿，其中委托贷款、信托贷款规模分别下降11.4%和8.8%，影子银行治理力度明显加强，各类金融乱象得到有效整治。受宏观经济下行压力加大影响，2018年货币政策向边际宽松方向微调，但主要定向支持小微、民营企业，并未产生大水漫灌效应，年末M2和存量社融增速与名义GDP增速基本匹配。以M2与名义GDP比率衡量，2018年宏观杠杆率较上年下降3个百分点，此前宏观杠杆率快速上升势头得到遏制。由此，作为三大攻坚战中的核心目标之一，防范系统性金融风险在2018年初战告捷。

2019年经济运行环境稳中有变，变中有忧

国家统计局指出，2019年经济运行稳中有变、变中有忧，下行压力加大。我们认为，“变”主要是指经济运行的外部环境。首先，2019年全球经济景气程度将继续下行，从主要经济体来看，2019年全球经济有可能进入同步减速阶段：其中，伴随财政刺激因素退去，2018年一枝独秀的美国经济将见顶回落，

欧洲和日本经济将继续受到内部政治、政策环境及全球贸易战影响，经济增长将再下一个台阶。而面对外部冲击，新兴经济体维持 2018 年 4.7% 的增速难度正在加大，内部分化值得关注。其次，中美经贸磋商尚未完全结束，未来可能还将经历曲折复杂的博弈过程。由此，2019 年外需对经济增长仍将维持负向拉动，中美贸易摩擦对国内消费和投资信心的影响值得关注。

“忧”的方面则主要包括宏观调控两难因素较多，稳定房地产市场运行难度较大，市场微观主体信心不足。当前我国宏观杠杆率和房地产价格仍处高位，对货币政策向偏松方向调整形成了一定掣肘。另外，2018 年四季度受经济金融因素综合影响，房地产市场出现降温苗头。由此，2015 年开启的这一轮房地产上升周期在今年转冷的可能性较大，而这将对保持固定资产投资增速，乃至整个经济金融稳定运行形成一定拖累。最后，受经济下行压力加大、中美贸易摩擦等因素影响，当前企业信心受到一定冲击。2019 年 2 月，制造业 PMI 指数为 49.2%，连续三个月位于荣枯线下方。从消费者信心看，2018 年四季度消费者信心指数为 121.4，比上年同期回落 1.2 点。

宏观政策将向“稳增长”方向发力，结构性改革有望进一步激发市场主体活力，2019 年宏观经济运行结果将是“变中有稳”，不存在经济失速可能

在财政政策方面，2019 年积极财政政策有望向减税方向倾斜，支出增加则主要为基建补短板提供资金支持，财政赤字率目标会调回 3.0%，主要对接基建的地方专项债发行规模将大幅增加。在货币政策方面，预计央行会继续保持边际宽松基调，结构性货币政策将主要向民营、小微企业倾斜，定向滴灌，防范大水漫灌阻碍结构性去杠杆。我们预计，2019 年央行仍将侧重运用量化调节工具，将会再实施 2-3 次降准，并适时加大 MLF 等公开市场操作力度，继续以“宽货币”支持“宽信用”。当前社会心理预期处于敏感阶段，明确的政策信号是稳预期的关键，预计 2019 年监管层将更加重视相机抉择，进一步加强宏观政策的预调微调。

在结构性政策方面，为促进形成强大国内市场，养老、教育、医疗、旅游等服务行业的市场准入将进一步扩大，弥补供给短板，巩固国内消费对经济增长的基础性作用。而以增强微观主体活力为重点，经济体制改革有望多点突破。目前可以确定的重要改革有：上海证券交易所设立科创板并试点注册制，全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度；此外，户籍制度改革、农村土地制度改革等都有望进一步走深走实。

展望 2019 年，除了宏观政策转向稳增长，结构性改革有望激发市场主体活力外，前期供给侧改革着力推进去产能、去库存、去杠杆，也为今年实施逆周期调节腾出了一定政策空间。此外，城镇化进程每年新增 1300 万就业，国内消费升级带动服务需求增长较快，新兴产业将继续保持较高增长势头。总体上看，2019 年经济运行的回旋余地仍然较大，最终的结果很可能是“变中有稳”，GDP 增速有望达到 6.3% 左右，经济增长不存在失速风险。

2019 年一季度宏观经济运行分析与二季度展望

东方金诚国际信用评估有限公司
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co., Ltd.

中央国债登记结算有限责任公司
CHINA CENTRAL DEPOSITORY & CLEARING CO., LTD.

联合发布

摘要

一季度，宏观经济运行明显好于预期，GDP 增速与上季持平，积极因素不断增加。逆周期政策效果显现、中美贸易谈判取得积极进展、居民收入增长加快、信用环境和市场预期有所改善。三驾马车方面，投资和消费同步回暖；贸易顺差被动走阔，带动净出口对 GDP 增长贡献最大。价格方面，CPI 涨势总体温和，PPI 中枢明显下移，但 3 月起均现反弹；人民币汇率表现强势。政策方面，财政更加积极，货币保持稳健，金融监管凸显平衡性，继续强化逆周期调节，确保经济运行在合理区间。

展望二季度，经济有望继续企稳，预计投资和消费将进一步反弹，净出口拉动力仍为正但有所减弱，GDP 增速将持平或小幅反弹，CPI 和 PPI 或有一定上涨，但不会掣肘货币政策，人民币汇率仍有较强支撑。建议积极财政政策加大盘活存量，稳健货币政策相机抉择，金融政策应注重在稳增长中防风险，同时实施就业优先政策，促进经济社会持续健康发展。

目录

一季度宏观经济运行状况

- (一) 国内生产总值
- (二) 三次产业及行业运行状况
- (三) 投资
- (四) 消费
- (五) 进出口
- (六) 物价
- (七) 汇率

二、宏观经济政策

- (一) 财政政策
- (二) 信贷与货币政策
- (三) 金融政策

三、宏观经济展望

- (一) 二季度中国宏观经济展望
- (二) 二季度宏观政策建议



2018 年产业债评级调整专题研究

■ 工商企业二部 李晓娜

产业债¹主体评级调整概况

2018 年产业债评级调整呈现上调数量骤减、下调数量明显上升的趋势

受宏观经济增长趋缓、去产能和去杠杆政策力度的加大，以及企业自身存在的盲目投资、关联方资金占用、大额对外担保、公司治理等问题的影响，2017 年产业债评级调整明显以上调为主的趋势减缓，评级调整在 2018 年呈现出上调数量骤减、下调数量明显上升的趋势。根据 Wind 披露的数据，2018 年产业债主体评级调升（包括级别和展望调整）企业共计 125 家，同比大幅减少 46.58%，其中主体信用等级调升的企业有 110 家，同比下降 36.42%，展望调升的企业有 16 家，同比下降 75.76%，评级上调企业数量明显下降。同期，产业债主体评级调降企业共计 90 家，同比增长 15.38%，其中信用等级调降的企业有 75 家，同比增长 47.06%，展望调降的企业有 15 家，同比减少 44.44%，评级下调企业数量明显增长。

图 1：2014 年 ~ 2018 年评级上调企业数量（家）图 2：2014 年 ~ 2018 年评级下调企业数量（家）



资料来源：Wind，东方金诚整理

与 2017 年相比，2018 年主体级别上调的企业主要集中在高信用等级区间；评级下调的企业仍以低信用等级主体为主，但高信用等级主体级别下调占比有所增加

从级别迁移情况来看，2018 年评级调升的企业中期初级别为 AA 的企业最多，有 67 家，占比为 53.60%；AA+ 的企业为 41 家，占比为 32.80%；AA- 的企业为 14 家，占比为 11.20%；A+ 和 A 的企业各有 1 家，占比均为 0.80%。其中连续上调企业 1 家，为淮北矿业（集团）有限责任公司²；跨级别上调企业 2 家，为北新集团建材股份有限公司和隆基绿能科技股份有限公司，两家企业上次评级时间分别为 2011 年 12 月和 2013 年 7 月，评级间隔时间较久。

注：[1] 本文分析对象不包括城投企业、银行及非银行金融机构

[2] 2007 年 7 月中诚信国际评定淮北矿业（集团）有限责任公司主体级别 AA，2018 年 7 月将其主体级别上调至 AA+，2018 年 11 月再次将其主体级别上调至 AAA。

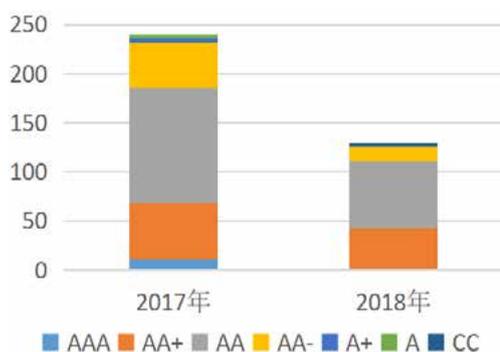
表 1：2018 年产业债评级上调迁移矩阵

期初/期末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	CC	总计
AAA								0
AA+	38	3						41
AA	1	57	9					67
AA-			12	2				14
A+				1				1
A		1						1
CC							1	1
总计	39	61	21	3	0	0	1	125

资料来源：Wind，东方金诚整理

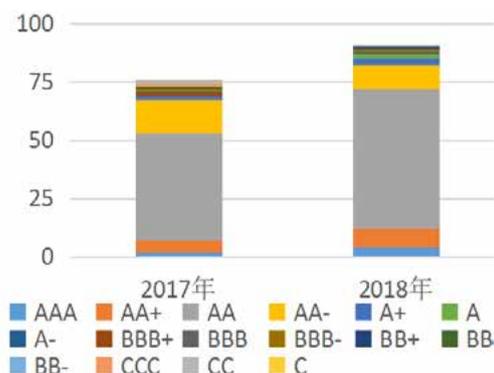
与 2017 年相比，2018 年主体级别上调的企业主要集中在高信用等级区间，期初级别为 AA 及以上信用等级企业合计占比 86.40%，同比提升 9.05 个百分点；展望上调的企业主要集中在 AA 级，该等级展望上调企业有 9 家，占展望调升企业数量的 56.25%，同比提升 13.17 个百分点。

图 3：产业债评级上调企业期初级别分布（家）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图 4：产业债评级下调企业期初级别分布（家）



2018 年评级下调主体的期初级别仍以 AA 为主，占比达到 65.56%，数量为 60 家；期初级别为 AAA 和 AA+ 的分别为 4 家和 8 家，占比分别为 4.44% 和 8.89%；AA- 的有 10 家，占比为 11.11%；A+ 及以下的占比相对较小。

从级别迁移情况来看，2018 年跨级别下调的企业有 55 家，同比增加 38 家，占比为 61.11%，同比大幅提升 39.32 个百分点；评级调整超 3 个小级别（含）的企业有 50 家，占比为 55.55%，同比增加 28 家。2018 年债券市场新增违约企业 28 家，其中首次评级下调时间为违约前 1 月内的有 14 家，占比为 50%；1 ~ 6 个月内的有 7 家，占比为 25%；6 ~ 12 个月内的有 6 家，占比 21.22%；12 个月以上的有 1 家，占比 3.57%。

整体来看，2018 年评级下调的企业仍以低信用等级主体为主，但高信用等级主体级别下调占比有所增加，AA+ 及以上级别企业调降数量同比增加 5 家，占比同比提升 4.21 个百分点，且跨级别调降企业数量和占比明显提升。

[3] 包含级别上调和展望上调，下同。

表 2：2018 年产业债评级下调迁移矩阵

期初/期末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	B+	B	CC	C	总计	
AAA	2	1															1	4
AA+		1	1	1		2											3	8
AA			9	13	4	4	1	1	2			3		1	2	19	59	
AA-				3	1	3	2							1			10	
A+								2									1	3
A																		0
A																	2	2
BBB+																		0
BBB														1				1
BBB-															1			1
BB+																1		1
BB																		0
B+																		0
B																		0
CC																		1
C																		0
总计	2	2	10	17	5	9	3	1	4	0	0	3	1	3	3	28	90	

资料来源：Wind，东方金诚整理

2018 年国有企业评级上调数量占比略有增加，下调数量占比明显下降

从企业性质分布来看，2018 年产业债评级上调的企业中地方国有企业评级上调数量最多，为 50 家，占比 40.00%，同比下降 5.30 个百分点；其次是民企，为 44 家，占比从 2017 年的 39.32% 下降 4.12 个百分点至 35.20%；中央国有企业评级上调企业数量位列第三，共 22 家，与 2017 年相同，但占比从 9.40% 提升至 17.60%，占比提升明显；其他性质企业合计 9 家，占比 7.20%。综合来看，2018 年国企（包括中央国有企业和地方国有企业）仍是产业债评级上调的主要企业类型，占评级上调企业比重从 2017 年的 54.70% 提升至 57.60%，且中央国有企业占比明显提升。相较之下，民企评级上调的企业数量占比有所下降。

2018 年评级下调的企业中民企为 61 家，占比为 67.78%，同比提升 37.01 个百分点；地方国有企业 14 家，占比 15.56%，同比下降 37.01 个百分点；中央国有企业 4 家，占比为 4.44%，同比下降 3.25 个百分点；其他性质企业 11 家，合计占比 12.22%。从企业属性来看，2018 年产业债评级下调的企业以民企为主，且占比显著上升；国企（包括地方国有企业和中央国有企业）下调数量同比减少 19 家，占比同比下降 40.25 个百分点。

图 5：产业债评级上调企业性质构成（家）



图 6：产业债评级下调企业性质构成（家）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2018 年评级上调企业集中于房地产、综合和有色金属行业，化工、综合和商业贸易行业内企业评级下调数量较多

从评级上调主体所属行业分布来看，2018 年房地产和综合行业内企业延续 2017 年评级上调的态势，上调企业数量最多，分别为 17 家和 11 家，占比分别为 13.60% 和 8.80%；有色金属超越采掘行业跃居第三位，评级上调 11 家，占比为 8.80%，同比提升 4.10 个百分点。

图 7：2017 年 ~ 2018 年产业债评级上调企业行业分布（家）



资料来源：Wind，东方金诚整理

从评级下调主体所属行业分布来看，2018 年化工和综合仍是评级下调的主要行业，下调企业数量分别为 13 家和 11 家，占比分别为 14.44% 和 12.22%，同比提升 3.92 个百分点和 0.38 个百分点；商业贸易行业评级下降企业数量从 2017 年的 2 家大幅提升至 2018 年的 7 家，位列 2018 年产业债评级下调行业第 3 位，占比为 7.78%。整体来看，2018 年产业债评级下调企业行业分布较为分散，行业共性因素不明显。

图 8：2018 年产业债评级下调企业行业分布（家）



资料来源：Wind，东方金诚整理

产业债主体评级调整原因

企业评级的调整是多种因素综合作用下使得企业盈利或债务负担等改善或恶化所致。本文根据各机构出具的评级报告，将评级调整的主要原因做如下归类。

（一）评级上调原因梳理

企业评级上调的原因可大致归结为供给侧结构性改革下行业景气度回升推动企业盈利能力增强、企业自身业务结构的优化、产能扩张、产业链进一步完善、对外收购、股东支持和财务实力增强等。

表 3：2018 年产业债评级上调原因梳理

调级原因	代表企业
供给侧改革和行业景气度提升推动公司盈利能力增强	淮北矿业(集团)有限责任公司、内蒙古包钢钢联股份有限公司、西南水泥有限公司、内蒙古伊泰煤炭股份有限公司、山西襄矿集团有限公司、南京钢铁股份有限公司、广东珠江投资管理集团有限公司
业务结构优化	马钢山钢铁股份有限公司、深圳市新纶科技股份有限公司
产能扩张	泰山玻璃纤维有限公司、协鑫智慧能源股份有限公司
产业链进一步完善	浙江恒逸集团有限公司、天津中环半导体股份有限公司
对外收购	盈峰投资控股集团有限公司、北京首农食品集团有限公司、海南瑞泽新型建材股份有限公司、上海大众公用事业(集团)股份有限公司、云南世博旅游控股集团有限公司
股东支持	北方华锦化学工业股份有限公司、信达地产股份有限公司、湖南华菱钢铁集团有限责任公司、中粮置业投资有限公司
财务实力增强	新疆新鑫矿业股份有限公司、南京钢铁股份有限公司、中粮置业投资有限公司、金科地产集团股份有限公司、华鑫置业(集团)有限公司、云南保山电力股份有限公司

资料来源：各公司评级报告，东方金诚整理

1. 供给侧结构性改革下,部分产能过剩行业景气度上行推动企业盈利能力增强是评级上调的原因之一。

在国家供给侧结构性改革的继续深化下,行业过剩产能出清,行业供需格局改善,市场集中度提升,主要产品价格回暖,行业景气度回升,有利于大型企业或区域龙头企业发展,是大部分产能过剩行业内企业评级上调的重要原因。典型行业包括采掘行业、钢铁行业等,代表性企业如下:

(1) **采掘行业**: 受益于煤炭等主要产品价格回升及焦化业务盈利能力的增强,淮北矿业(集团)有限责任公司 2017 年及 2018 年前三季度,盈利及获现能力均得到显著提升。

(2) **钢铁行业**: 受益于行业景气度回暖,钢材量价齐升及尾矿资源的开发利用综合作用下,内蒙古包钢钢联股份有限公司收入规模大幅增加。

(3) **建筑装饰材料行业**: 行业景气度有所回升,西南水泥有限公司水泥类产品销量、售价有所回升,保供能力凸显,收入利润水平均有所增长;随着环保要求不断提高、国家逐步推进供给侧结构性改革、错峰生产和行业自律继续推进,水泥行业集中度有望继续提升。

2. 业务结构优化。企业自身经营水平决定了业务发展的可持续性和造血能力,是企业发展和在激烈竞争中脱颖而出的重要前提。不同行业内企业经营情况的评级分析要素不同,如房地产行业在评级过程中考察指标主要包括土地储备、项目去化情况、在建项目和区域布局等因素。2018 年房地产行业企业评级上调共性较为突出,主要是区域内龙头企业竞争地位进一步巩固。如旭辉集团股份有限公司长三角区域及行业领先地位得到巩固,项目储备区域布局优势明显,能够为其未来业务发展提供有力保障。四川蓝光发展股份有限公司继续深耕成都区域,同时在华中、华东等区域销售带动下,签约销售面积与签约销售金额均实现大幅增长,在成都市场继续保持较高的市场地位和较强的竞争能力,当期积极拓展多元化的土地获取模式,非招拍挂获取的储备资源占比超过 85%,当期末土地储备区域分布良好,可售货值较为充裕,为未来销售业绩增长提供有利保障。马鞍山钢铁近年来大力推进产品转型升级,在关闭落后产能的同时加大了附加值较高的板材产品生产并大力开发高速车轮及符合市场需求的精品棒、型材产品;2017 年随着自身降本增效的开展及钢材市场好转,收入和利润水平大幅提升。

3. 产能扩张。泰山玻璃纤维有限公司 2017 年随着满庄新区的玻纤生产线陆续投产,以及 2016 年投产的生产线产能释放,其生产规模、技术水平和成本控制均得到有效提升。协鑫智慧能源股份有限公司电力及热力业务规模持续扩大,供热销量在业内保持领先,同时随着大功率燃气机组的投产运营,供电煤耗呈下降趋势,机组利用小时数等各项经营指标向好;项目储备丰富,2018 年将有多多个电站项目投产,届时装机容量将获得较大规模增长。

4. 产业链进一步完善。浙江恒逸集团有限公司 PMB 石油化工项目预计于 2018 年底完工,投产后其产业链完整度将进一步提高,有利于巩固和增强核心竞争力。

5. 对外收购。盈峰投资控股集团有限公司 2018 年收购长沙中联重科环境产业有限公司后新增环卫装备制造业务,跃居国内领先的环卫装备制造企业。北京首农食品集团有限公司拥有良种开发、畜牧养殖、食品加工、疫病防治的完整产业链,完成了对樱桃谷鸭原种的收购,进一步提高了公司在种业领域的竞争力;收购国外高端乳制品品牌,不断调整乳制品产品结构。

6. 股东支持。实力较强的股东往往可以在资源获取、业务运营、资金等方面给予企业较大支持,有利于提高企业信用水平。代表企业如下:

北方华锦化学工业股份有限公司实际控制人中国兵器工业集团有限公司为中央直接管理的特大型国有重要骨干企业之一,综合竞争实力极强,同时在上游拥有多家国际大型油田的原油配额,下游拥有利

注: [1] 未考虑特殊期限安排。

用石化乙烯系列产品作为原材料的二十多家化工科研单位、生产企业和贸易公司，在原油采购及产品销售等多方面给予其大力支持，为其发展提供有力保障。信达地产股份有限公司母公司中国信达资产管理股份有限公司在项目资源获取和资本市场融资等方面持续给予其大力支持，二者业务协同效应逐步显现，体现出强大的竞争优势。

7. 财务实力增强。企业内生方面可通过资本积累、降本增效等方式，外生方面可通过增资扩股、引入战略投资者、资产重组、债转股等方式提升资本实力，降低营运成本和债务负担。代表企业如下：

新疆新鑫矿业股份有限公司出售新疆五鑫铜业有限责任公司后，资产负债率大幅下降，目前偿债压力较轻。中粮置业投资有限公司房地产项目销售及结算收入为其现金流及盈利规模提供了有益的补充；近年来，财务结构保持稳健，经营获现能力对债务本息的保障力度持续增强。南京钢铁股份有限公司非公开发行股票和外部机构对子公司增资后，资本实力增强、资产负债率显著下降，财务质量得到改善。

（二）评级下调原因梳理

企业评级下降的原因也可大致分为行业竞争加剧和景气度下行导致企业收入和盈利下滑、业务经营不善、环保及安全管理问题、实际控制人风险、管理稳定性问题、对外担保及关联方风险和流动性管理问题等。

表 4：2018 年产业债评级下调原因梳理

调级原因	代表企业
行业竞争加剧和景气度下降	上海飞乐音响股份有限公司、深圳市宝德投资控股有限公司
业务经营不善	内蒙古圣牧高科牧业有限公司、星期六股份有限公司、万正投资集团有限公司
环保及安全管理问题	青海盐湖工业股份有限公司、宁夏泰瑞制药股份有限公司
实际控制人风险	中弘控股股份有限公司、宝塔石化集团有限公司
管理稳定性问题	上海新黄浦置业股份有限公司、天广中茂股份有限公司、中国中材集团有限公司
对外担保及关联方风险	深圳市飞马国际供应链股份有限公司、山东金茂纺织化工集团有限公司、山东大海集团有限公司
流动性管理问题	东方金钰股份有限公司、盾安控股集团、洲际油气股份有限公司

资料来源：各公司评级报告，东方金诚整理

1. 行业竞争加剧和景气度下行导致企业收入和盈利下滑。激烈的行业竞争和萎缩的下游需求加大了企业业务运营压力，从 2018 年评级下调企业所属行业来看，分布较为零散，共性特征不突出。代表企业如下：

随着 LED 照明渗透率的提高，传统照明市场持续萎缩，上海飞乐音响股份有限公司传统照明产品收入降幅较大，同时汽车照明业务转出使得光源及灯具业务整体收入明显下滑。受服务器行业竞争激烈等因素影响，2017 年深圳市宝德投资控股有限公司云模块基础设施业务毛利率继续下滑，网络游戏业务的收入也进一步下滑。

2. 业务经营问题。自身经营风险的暴露和经营情况的恶化是 2018 年企业评级下调的重要原因之一。内蒙古圣牧高科牧业有限公司主要产品毛利率均有所下降；液态奶销量大幅下降，产能利用率不足，导致销售收入大幅下降，加之对应收账款计提大额减值准备以及生产型生物资产公允价值变动损失规模较

大，出现大额亏损，经营活动现金流转为净流出，盈利能力和偿债能力大幅下降。星期六股份有限公司品牌门店数量继续下滑，品牌鞋类业务收入表现欠佳，主业经营利润有限，非经常性损益规模大幅增加，2017年净利润大幅亏损；大规模计提存货跌价损失，但仍存在积压减值风险；应收账款规模大，存在一定坏账风险。万正投资集团有限公司存货多为鄂尔多斯地区土地及房地产项目，去库存压力较大。

3. 环保、安全管理问题。近年来国家对环境质量高度重视，环保因素也成为影响企业经营的主要因素。2017年各项环保政策频繁出台，环保立法逐渐完善，环保监察日趋规范。对于高污染及环保设施不达标企业，限产限排、关停整治、环保设施升级无疑都将增加企业的营运成本，从而对其信用水平产生不利影响。此外，安全事故和行业监管政策的改变也会对企业生产经营造成影响。代表企业如下：

宁夏泰瑞制药股份有限公司所属兽药原料药行业生产环境污染程度较高，2017年以来，由于异味治理问题，主要生产基地两次被要求停产整治，对其生产经营产生较大不利影响，随着环保政策不断趋严，未来生产仍存在较大不确定性。湖北宜化化工股份有限公司子公司多次因安全生产、环保等原因停产。2017年以来，青海盐湖工业股份有限公司受安全事故、设备未达产、原材料价格上涨以及天然气供给的多重因素影响，化工业务总体运营状况不佳；两起安全事故暴露出一定安全生产风险，未来将持续面临来自安全生产的压力。

4. 实际控制人风险。中弘控股股份有限公司实际控制人王永红未经董事会和股东大会审批，以与三亚鹿回头旅游区开发有限公司、海南新佳旅业开发有限公司签订股权收购框架协议为由于2017年12月28日预付了收购款61.5亿元，内部控制及资金管理存在重大漏洞，且该预付款项存在较大的回收风险。宝塔石化集团有限公司实际控制人孙珩超涉嫌票据诈骗罪、监事王高明涉嫌违规出具金融票证罪被银川市公安局逮捕，目前案件正在进一步侦办中，其生产经营已受到重大影响。

5. 管理稳定性问题。近年来上海新黄浦置业股份有限公司股权结构稳定性较弱，已发生数次股东争夺控制权的事件；2017年11月至2018年6月期间，中崇投资集团有限公司多次增持其股票，中长期内存在新黄浦实际控制人发生变更的可能性；2018年7月，董事会决议通过罢免董事长；控股股东的内部分歧对其经营稳定性造成影响。天广中茂股份有限公司第二大股东邱茂国先生及其一致行动人邱茂期所质押的部分公司股份已触及平仓线，面临被强制平仓的风险，若上述股份被强制平仓，其股权结构将发生较大变化；同时，意向受让方拟以协议转让的方式受让陈秀玉及其一致行动人陈文团持有的373873904股股份，并拟增持股份以取得其第一大股东的位置，改选其董事会取得其董事会的控制权，未来其控制权可能发生变更，上述情况对其未来管理层稳定性和日常经营将造成重大影响，进而影响其偿债能力。

6. 对外担保和关联方风险。部分企业对外担保区域集中、对外担保金额较大、行业关联性较强，在经济下行压力影响下，对外担保企业的经营问题易触发企业代偿风险，同时引发担保链上的风险传导。此外，由于集团体系内企业之间通常有资金占用的问题，一家企业的流动性危机也会影响其他关联企业的再融资能力。代表企业包括：

深圳市飞马国际供应链股份有限公司控股股东飞马投资控股有限公司所发行的4期可交换债券已全部违约；其债务融资较多由控股股东提供担保，控股股东债券违约事件发生后，其再融资能力受到一定程度的影响，而其主营业务贸易执行服务需要持续使用银行票据、信用证和借款等支付货款以保障业务的正常运作，再融资能力的减弱对其业务开展造成负面影响。

7. 流动性管理问题。随着资管新规发布，银行表外资产压缩，整体信贷环境收紧，叠加存量债券集中到期，2018年部分企业尤其是资质较弱的民企面临的流动性压力显著上升。在流动性风险逐渐暴露的

背景下，金融机构风险偏好上升，同时诉讼和资产冻结等事项进一步限制了企业的融资渠道，加剧了部分企业的经营和融资压力。代表企业包括：

东方金钰股份有限公司及子公司截至 2018 年 7 月 25 日到期未清偿的债务共计 91605 万元，目前部分债权人根据债务逾期情况已经采取提起诉讼、仲裁、冻结银行账户、冻结资产等不利因素，未来可能面临需支付相关违约金、滞纳金和罚息等情况，将会影响其生产经营和业务开展，增加财务费用，加剧面临的资金紧张情况，并将对本年度业绩产生影响。盾安控股集团有限公司可用货币资金紧张，同时融资渠道趋紧，再融资难度高，短期偿付压力加大。洲际油气股份有限公司在自身盈利能力较差，到期债务的偿还将无法依靠经营盈利所得；2017 年第四季度频繁出售资产，显示出其面临较大的流动性压力。

总结

随着去杠杆政策的推进，2018 年发债企业融资渠道收紧，在流动性趋于紧张背景下前期企业存在的竞争力较弱、盲目投资、关联方资金占用、大额对外担保、公司治理问题等风险加剧暴露，2017 年产业债评级调整明显以上调为主的趋势减缓，评级调整在 2018 年呈现出上调数量骤减、下调数量明显上升的趋势。国企大多占据了资源上游，通过产能出清，供需结构的改善提升了公司盈利水平，但民企多处于竞争激烈的中下游，评级下调企业占比明显提升。从调级理由来看，评级上调企业存在较多共性，相较之下评级调降企业则更多是个性因素，主要是自身风险尤其前期不当使用财务杠杆问题在市场风险偏好降低的背景下加速暴露。

2019 年，随着宽信用政策不断推进，尤其是支持民营企业融资政策的不断落实，民企融资环境将逐步改善，但 2019 年仍然存在较大的债务集中兑付压力，投资者风险偏好的提升仍需要一定时间。同时，产能出清和竞争压力下，市场集中度提升，行业资源向头部企业倾斜趋势明显，部分资质较差的企业也将面临更大的经营压力，其评级调整风险较大。从行业角度来看，2019 年需要继续关注商贸类、综合类、中下游竞争激烈行业内企业的评级调整压力。总体来看，预计 2019 年评级上调将更多集中在行业龙头企业中，且上调趋势趋于平稳，而随着融资环境的改善，由于流动性风险引发企业评级下调的情况将有所减少，但仍需关注企业经营风险导致的评级下调压力。

2019 年一季度信用债市场回顾与展望

首席宏观分析师 王青 研究发展部 冯琳

摘要

一级市场：受货币宽松和市场风险偏好边际回升等因素带动，2019 年一季度信用债发行持续转暖，发行利率整体下行。但与高峰期 2016 年一季度相比，当前信用债市场的融资功能仍未完全恢复，这主要受两方面因素影响：一是发行主体资质下沉缓慢，民企债净融资依然为负；二是一季度地方政府债发行量远超往年同期，对信用债产生一定的挤出效应。

二级市场：一季度信用债市场跟随利率债市场震荡，收益率整体下行，但波动性加大。由于宽信用政策及风险偏好回升相对利好信用资产，当季信用债市场表现优于利率债，信用利差整体收窄，等级利差趋于改善。不过，由于一季度债券短端收益率下行幅度较大，长端则因宏观数据真空、金融数据触底回升等因素表现胶着，加之股市走牛背景下，债市调整压力加大，机构投资偏好再度向短久期债券倾斜，信用债期限利差整体走阔。

产业债和城投债利差：一季度产业债利差高位下行，细分行业利差普遍收窄，印证信用基本面边际改善。在资金面延续宽松基调、基建稳增长保障平台合理融资需求、交易所放宽城投借新还旧门槛、国开行参与地方隐性债务化解等因素带动下，城投风险偏好继续提升，等级利差进一步收窄。从城投债相对于产业债的利差来看，AA+ 等级上城投债相对产业债的优势有所减弱，但 AA 等级上，投资者对城投债的偏好依然稳固。

违约及级别调整情况：一季度违约风险已有边际缓和，但仍处违约多发状态。尤其是 3 月新

增违约主体数量随信用债到期量的增加而出现跳升，反映弱资质主体再融资压力依然很大。当季新增违约主体继续集中于民营企业，且上市公司比重较大。同时，一季度违约主体所属的地区和行业分散，违约仍呈点状分布，系统性风险特征不明显。此外，一季度主体级别下调数量与去年下半年相比有所减少，印证信用风险边际缓解。

二季度信用债市场展望：

(一) 信用债发行将延续回暖势头，但 3 月下旬后市场利率走高、二级市场收益率上行会带动一级发行利率抬升，推迟或取消发行的情况可能增多；

(二) 二季度信用债收益率将跟随利率债上行，但利差仍有压缩空间；经济预期改善、中美贸易摩擦风险缓和、减税降费力度加大增厚企业利润等因素将带动产业债利差趋于收窄，特别是目前利差处于很高水平的轻工制造、纺织服装、电子等行业可能会有估值修复的机会，但预计城投债将难以得到增量政策支持，利差进一步下行的空间不大；

(三) 从当前的融资环境和企业的信用表征来看，违约风险将延续边际缓解的趋势。



扫描二维码查看全文

2019年3月金融债市场报告

金融业务部 李茜 郑亚美

摘要

市场环境：2月社融环比明显回落，增量不及预期，由于春节错峰，同比亦有所回落；M2增速回落，低基数使得M1增速有所反弹。

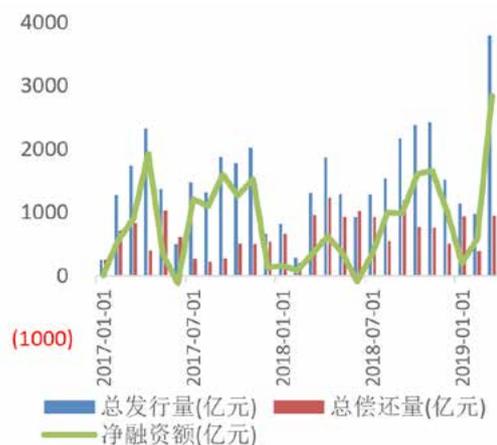
金融债一级市场：行业回暖及大型金融机构发债需求增加，3月份金融债发行量创历史新高，发行利率保持较低水平。

金融债二级市场：金融债成交量亦明显回升，商业银行债到期收益率震荡上行。

信用级别调整：东莞银行和浙江东阳农商行2家商业银行整体经营状况向好，主体级别分别上调至AAA和AA。

市场展望：在政策及市场推动下，预计4月份金融债一、二级市场将保持活跃。

金融债发行情况(亿元)：



扫描二维码查看全文

Professional Conduct, Innovation, High Standard Service

锐意创新
极致服务

2019 年我国 RMBS 信用风险展望

■ 结构融资部 熊晓梦依 李洁

摘要

• 受益于我国城镇居民收入的较快增长及我国个人住房贷款较充分的抵押担保特征，RMBS 基础资产累计违约率保持较低水平；

• 虽然我国房贷资产违约风险较低，但近年来我国以个人住房贷款为主的住户部门债务快速增长，2019 年宏观经济下行压力持续背景下，预计居民可支配收入增速进一步放缓，房贷偿付压力将有所上升；

• 预计 2019 年我国房地产调控政策仍偏紧，各区域房地产市场持续分化，部分区域房价面临一定下行压力，RMBS 基础资产抵押物保障程度将有所减弱；

• 受房地产调控政策收紧、抵押物二级市场流动性减弱因素影响，RMBS 资产池早偿风险有所降低，预计 2019 年仍保持较低水平；

• 预计 2019 年部分城市房贷利率略有松动，金融机构房贷加权平均利率略有下降，RMBS 产品超额利差将有所收窄。

表 1：我国 RMBS 发行概况

	2018 年	2017 年	2016 年
发行情况			
发行单数 (单)	54	19	24
发行规模总额 (亿元)	5842.63	1707.57	1439.82
基础资产			
单户贷款 OPB (万元)	27.12	31.35	31.77
借款人加权平均收入 债务比 (%)	46.71	46.81	63.57
借款人城市个数 (个)	99	80	40
加权平均账龄 (年)	3.86	3.19	3.79
抵押房产加权平均 LTV (%)	49.47	51.28	48.92
抵押房产位于一、二 线城市 OPB 占比 (%)	43.62	44.30	55.58
交易结构			
AAA 档证券占比 (%)	87.64	88.33	88.68
超额利差 (%)	0.87	0.55	1.15

图 1：RMBS 基础资产累计违约率

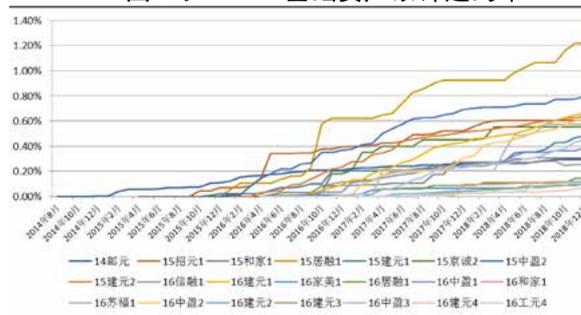
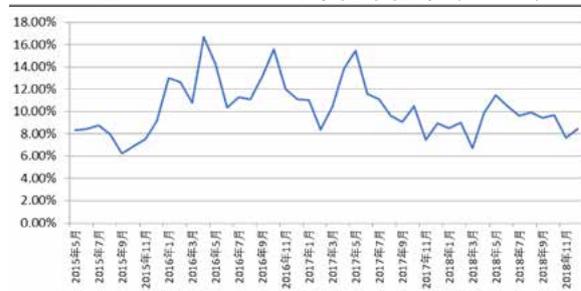


图 2：RMBS 平均年化早偿率 (CPR)



2018年，RMBS产品加速扩容，供需两旺，发行规模合计5843.78亿元，较2017年增长242.23%。预计2019年，RMBS基础资产违约率仍将保持较低水平，但居民房贷偿付压力有所上升、抵押物保障程度减弱、产品超额利差收窄对RMBS产品信用质量构成一定不利因素，RMBS产品违约风险有所升高。

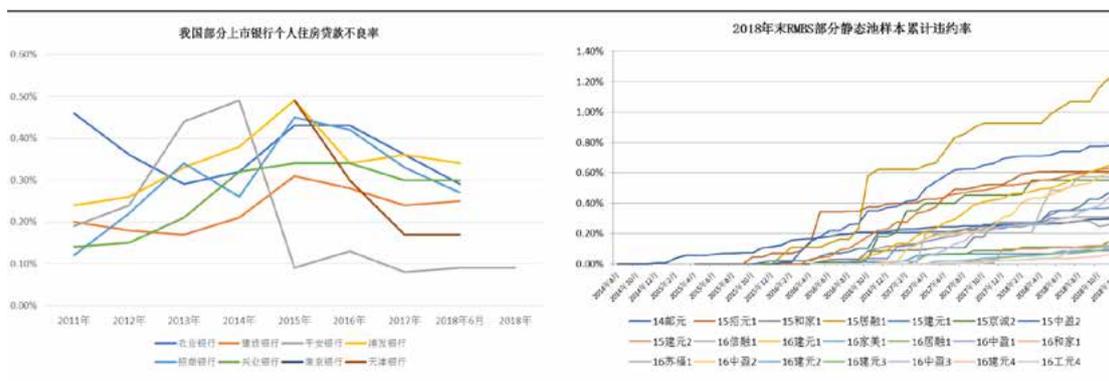
受益于我国城镇居民收入的较快增长及个人住房贷款较充分的抵押担保特征，RMBS基础资产违约率保持较低水平

2010年以来，我国城镇居民可支配收入年均复合增长率9.67%；同期，70个大中城市新建住宅价格指数年均复合增长率为3.65%，借款人整体房贷还款压力处于可控范围内。

另一方面，我国长期以来实施审慎的住房信贷政策，个人住房贷款平均贷款价值比（LTV）[贷款价值比 = 贷款未偿本金余额 / 贷款发放时抵押房产评估价值。]长期维持在60%以下，风险抵御能力较强，借款人违约动机较低。根据部分上市商业银行披露的个人住房贷款不良率数据，2018年6月末，个人住房贷款不良率不超过0.5%。

从RMBS静态样本池看，2018年末，RMBS资产池累计违约率绝大多数未超过1%，违约率在产品存续期间未出现明显上升，远低于次级档证券分层比例。2016~2018年，RMBS入池资产加权平均初始贷款价值比分别为49.47%、51.28%和48.92%，维持在较低水平，且资产池加权平均账龄均在3年以上，抵押房产价值受益于本轮房地产市场上升周期进一步上升，当前贷款价值比低于商业银行总体个人住房贷款业务。整体看，RMBS资产池较商业银行个人住房贷款资产更为优质，预计2019年RMBS累计违约率仍将维持在1%以下。

图3：近年来我国个人住房贷款违约率



数据来源：Wind、各单产品信息，东方金诚整理

近年来我国以个人住房贷款为主的住户部门债务快速增长，2019年宏观经济下行压力持续背景下，预计居民可支配收入增速进一步放缓，房贷偿付压力将有所上升

虽然我国个人住房贷款违约风险较低，但近年来我国居民可支配收入增速逐年下降，而以个人住房贷款为主的住户部门债务余额保持较快增速，居民边际偿债压力明显上升。

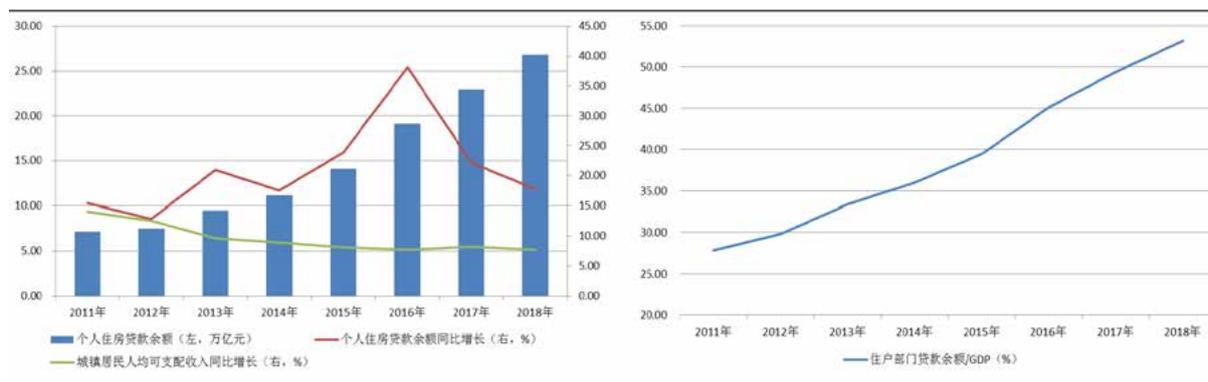
2011年~2018年，我国城镇居民人均可支配收入同比增速由14.10%逐步下滑至7.80%。同期，个人住房贷款余额年均复合增长率为20.80%，增速远高于居民可支配收入增长。

以住户部门贷款/GDP衡量我国住户部门杠杆率，2018年末我国住户部门杠杆率为53.18%，虽然低

注：[1] 未考虑特殊期限安排。

于国际平均水平（约 60%），但较 2011 年上升 25.37 个百分点。

图 4：近年来我国居民债务增长情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

预计 2019 年，全球经济动能放缓，中美贸易摩擦走向仍存在很大不确定性，拉动经济的“三驾马车”都将受到一定冲击；叠加劳动力人口规模下降、储蓄率高位走低，以及金融周期下行，国内经济运行将延续景气回落过程，预计 GDP 增速为 6% ~ 6.5%，较 2018 年进一步下降。受此影响，预计 2019 年居民可支配收入较 2018 年进一步放缓。另一方面，我国个人住房贷款余额增速预计仍较快，2019 年 2 月末，住户部门中长期贷款同比增长 17.63%，较 2018 年末进一步上升 0.56 个百分点。预计 2019 年居民房贷偿付压力仍将有所上升。

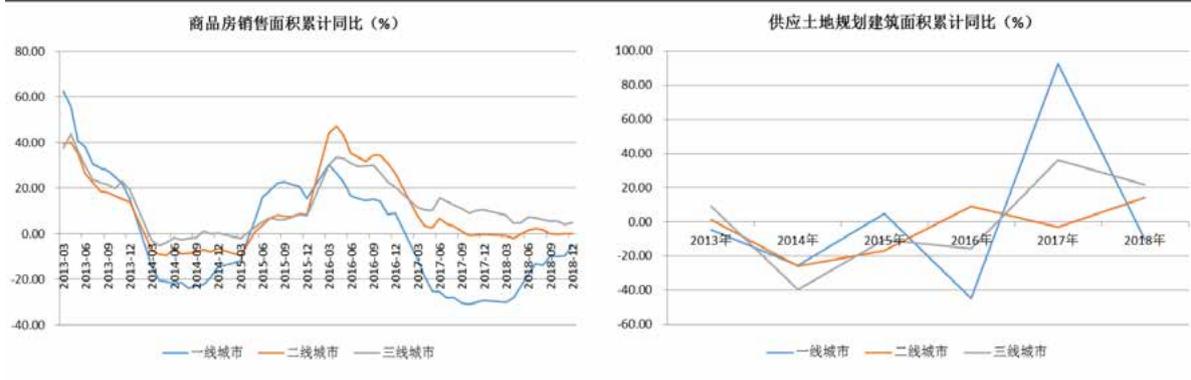
预计 2019 年房地产调控政策仍偏紧，各区域房地产市场持续分化，部分区域房价面临一定下行压力，RMBS 资产池抵押物保障程度将有所减弱

房贷的违约回收取决于抵押物变现价值对违约后贷款未偿本息的覆盖程度。抵押物变现价值受地区房地产市场波动、流动性、司法环境等因素影响。

2016 年 9 月以来，我国商品住宅销售面积累计同比持续下滑。分城市等级来看，一线城市跌幅逐步收窄，二线城市较为稳定，三四线城市保持增长但增速持续下行。从供应土地面积来看，不同等级城市分化较为明显。2018 年，一线城市同比下降 10.34%，二线城市同比增长 14.38%，三线城市同比增长 21.78%，三线城市同比增速较快。受调控政策出台时间和力度不同，全国各区域房价明显分化。其中，一线城市住宅价格指数受限价政策影响整体较为平稳；二线城市和三线城市住宅价格指数受人才引进政策及人口逆向流动导致的潜在需求上升阶段性上涨，但增速趋缓。

预计 2019 年，受人才引进等政策鼓励，一、二线城市人口将总体保持净流入，同时土地供应较平稳，能够对房价形成较好支撑，在政府仍坚持楼市调控政策大方向不动摇的背景下预计房价整体平稳；而三、四线城市近两年土地供应增速较快，同时在经历房价上涨后进入观望和调整期、叠加货币化安置带动作用弱化影响下未来购房需求或将下滑，虽然中央政府允许各地方政府根据各自特点适时对部分政策措施进行微调形成一定对冲，但房价仍面临一定下行压力。预计 2019 年，RMBS 基础资产抵押物保障作用整体有所减弱。特别地，对于新发 RMBS 而言，随着 RMBS 资产池贷款发放年份后移，抵押房产价值逐步位于高位，基础资产抵押物保障程度较已发行产品有所降低。

图 5：近年来全国不同等级城市销售面积和土地供应面积同比增长情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

受房地产调控政策收紧、抵押物二级市场流动性减弱影响，RMBS 资产池早偿风险有所降低，预计 2019 年仍保持较低水平

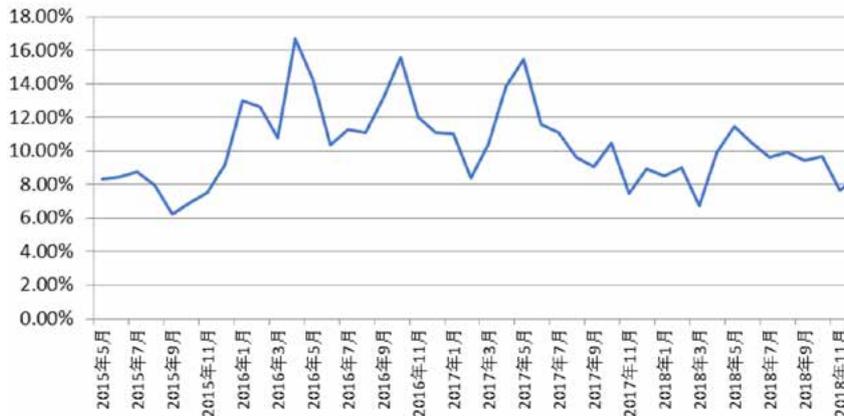
影响个人住房贷款早偿水平的因素较为复杂，包括贷款利率、贷款账龄、借款人对未来房价的预期及政府房地产调控政策等。

近年来，我国 RMBS 资产池早偿率逐年下降。2016 ~ 2018 年，RMBS 资产池平均年化早偿率²分别为 12.67%、10.61% 和 9.24%。

我国房贷的早偿以全部早偿为主，受房地产调控政策整体较紧、抵押物二级市场流动性减弱因素影响，2018 年 RMBS 早偿率整体下降。以 30 大中城市商品房成交面积衡量我国商品房二级市场流动性，自 2016 年 9 月房地产调控政策启动以来，2017 和 2018 年 30 大中城市商品房成交面积分别同比下滑 33.36% 和 5.21%。

2019 年，在行业调控政策仍偏紧情况下，预计房地产销售乏力，销售面积同比有所下降。受此影响，RMBS 早偿率仍保持较低水平。

图 6：RMBS 资产池平均年化早偿率 (CPR)



数据来源：Wind，东方金诚整理

[2] 衡量早偿率一般使用月度早偿率 (SMM, Single Monthly Mortality) 或年化早偿率 (CPR, Conditional Prepayment Rate) 指标。SMM= 当期早偿金额 / 当期期初资产池未偿本金余额，SMM 和 CPR 的换算关系为 $CPR=1-(1-SMM)^{12}$ 。

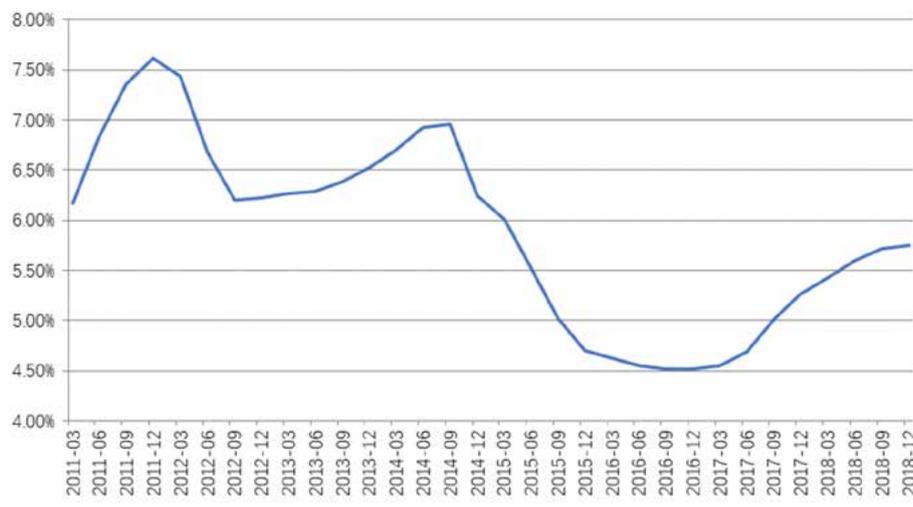
预计 2019 年部分城市房贷利率略有松动，金融机构房贷加权平均利率略有下降，RMBS 产品超额利差将有所收窄

RMBS 超额利差³受到资产池加权平均利率与证券票面利率的双重影响。

2018 年 RMBS 资产池账龄相对较长，资产池加权平均利率为 4.84%，高于 2017 年 RMBS 资产池 0.61 个百分点。另一方面，RMBS 较低的风险水平和资产池早偿预期共同作用使得证券端发行利率亦处于较低水平，2018 年全年 RMBS 产品发行利率平均值为 3.97%。综合来看，RMBS 产品超额利差为 0.87%，较 2017 年上升 0.32 个百分点，但考虑相关税费后仍处于较低水平。

2019 年，我国个人住房贷款政策整体偏紧，但受益于商业银行政策微调，预计部分城市个人住房贷款利率略有松动，全年金融机构个人住房贷款加权平均利率略有下降。证券端，由于宏观经济下行压力加大，预计货币政策将继续向宽松方向微调，流动性整体充裕可期，债券市场利率仍维持较低水平。受上述因素影响，RMBS 超额利差将有所收窄。

图 7：金融机构个人住房贷款加权平均利率



数据来源：Wind，东方金诚整理

总体来看，我国个人住房贷款抵押物充足，RMBS 资产池账龄相对较长，当前抵押率低于我国个人住房贷款平均水平，信用质量较为优良，违约率仍将保持较低水平。但 2019 年居民房贷偿付压力受债务负担较快增长而可支配收入增速进一步放缓影响继续有所上升，RMBS 资产池在部分区域房价面临一定下行压力的情况下抵押物保障程度有所减弱，房贷利率下行背景下 RMBS 产品超额利差缩小等因素对 RMBS 产品信用质量构成一定不利影响。预计 2019 年，RMBS 资产池违约风险略有升高。

[3] 超额利差 = 基础资产加权平均贷款利率 - 证券加权平均票面利率 (含次级证券期间收益率)

“2018 年报理财年报” 解读

■金融业务部 郭妍芳 李倩

2019 年 3 月 29 日,中债登在其官网上发布了《中国银行业理财市场报告(2018 年)》(以下简称“2018 年理财年报”)。截至 2018 年末,商业银行非保本理财存续余额 22.04 万亿元,与 2017 年末大致持平。从结构变化来看,在监管政策驱动下,银行理财净值化转型取得质的变化,同业理财规模与占比持续“双降”,理财期限结构亦显著拉长。展望未来,净值化转型和理财子公司将成为银行理财转型的关键。

银行理财市场整体变化:理财规模总体平稳,净值型产品大幅增长

“资管新规”、“理财新规”发布后,银行理财的定义和口径发生了变化,非保本理财被界定为真正意义上的资管产品。基于此,“2018 年理财年报”只披露非保本理财数据,产品存续情况(同业理财部分除外)、发行情况、投资资产情况和收益情况均仅针对非保本理财。实际上,由于投资者对于银行理财“刚性兑付”的观念短期难以逆转,过渡期¹内保本理财仍存在较大需求,但结构上明显向净值型产品倾斜。根据普益标准数据统计,2018 年银行发行的保本理财中,封闭式和开放式预期收益型产品发行量同比分别下降 31.76% 和 1.39%,净值型产品则上升了 526.39%。

根据银保监会数据,截至 2018 年末,银行保本和非保本理财产品余额合计 32 万亿元,同比增长 8.5%。其中,非保本理财产品 4.8 万只,存续余额合计 22.04 万亿元,同比小幅下降 0.72 个百分点(图 1)。“资管新规”发布后,银行理财短期内经历大幅收缩,但随着“理财新规”和《商业银行理财子公司管理办法》(以下简称“理财子公司管理办法”)相继发布,银行理财转型方向逐渐明朗,规模变化趋于平稳(图 2)。

图 1: 银行理财余额及同比增速



数据来源: 银行业理财登记托管中心, 东方金诚整理

注: [1] 过渡期指“资管新规”、“理财新规”发布之日起至 2020 年 12 月 31 日。

图 2：2018 年月度银行非保本理财产品存续情况



数据来源：银行业理财登记托管中心，东方金诚整理

非保本理财结构变化：同业理财持续缩量，非保本理财期限拉长

农商行发行量同比下降 9.64%，“资管新规”对中小银行影响较大。从发行银行类型来看，2018 年非保本理财产品的增长主要来自国有大型银行和城商行，两者 2018 年末非保本理财余额分别为 8.51 和 3.64 万亿元，较年初分别增长 2.43% 和 1.83%。“资管新规”发布后，大型银行基于资本、渠道及投研团队等，在资管行业的优势地位将进一步强化，而主要依靠通道业务存活的中小银行将受到更大冲击。2018 年股份制银行、农村金融机构非保本理财存续规模延续 2017 年下降趋势，其中降幅最大的是农村金融机构。截至 2018 年末，农村金融机构非保本理财产品余额为 0.95 万亿元，较年初下降 9.64%（图 3）。

图 3：2018 年各类型银行非保本理财占比（左）和月度存续规模（右）

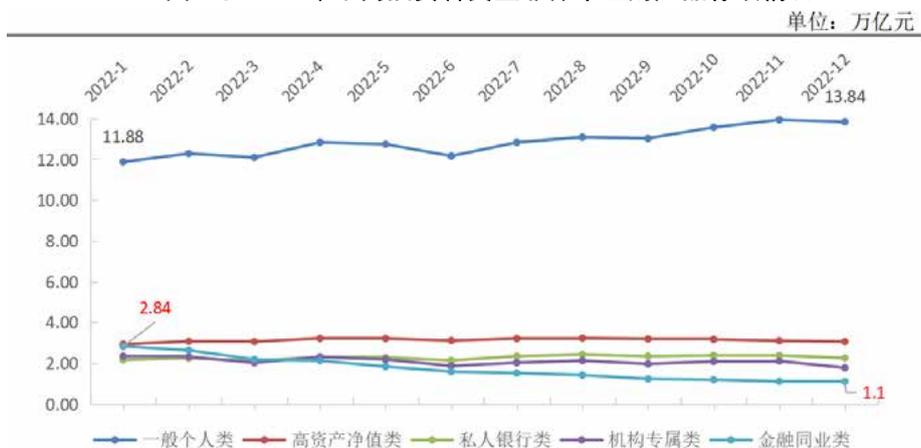


数据来源：银行业理财登记托管中心，东方金诚整理

同业理财规模和占比双降，个人理财成竞争焦点。按照投资者类型，银行非保本理财产品可分为个人类、机构专属类以及金融同业类。具体来看，银行理财依然以个人类产品为主，截至 2018 年末，面向个人投资者发行的一般个人类、高资产净值类与私人银行类非保本理财产品存续余额为 19.16 万亿元，占比 86.93%。机构专属类与金融同业类产品均有不同程度的下降，其中金融同业类理财产品规模延续 2017

年大幅下降趋势，由 2018 年初的 2.84 万亿下降至年末的 1.1 万亿（图 4）。同业理财规模的快速下降与金融去杠杆的稳步推进密不可分，一行三会打击金融套利、资金空转行为，推动银行主动压缩同业理财规模，转向居民理财替代。预计在未来转型中，银行将加大个人客户的培育，如何匹配个人投资者的财富管理要求和风险偏好，将成为理财市场的竞争重点。

图 4：2018 年不同投资者类型非保本理财产品存续情况



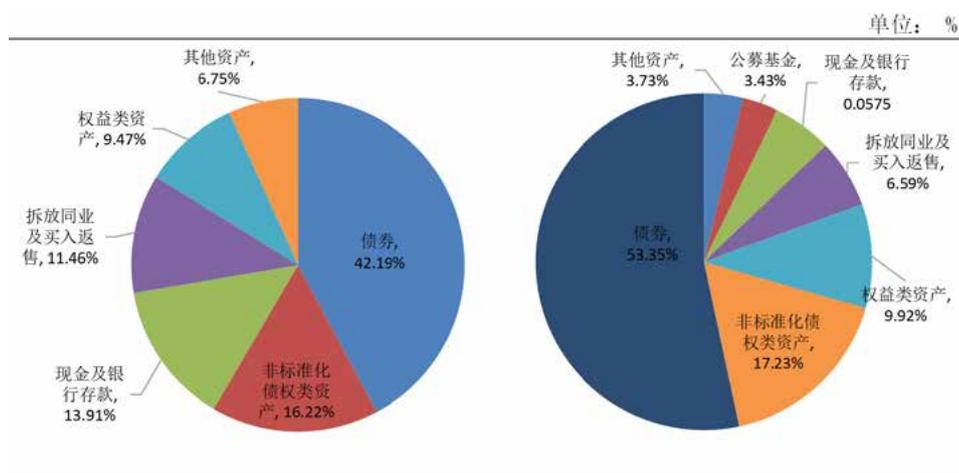
数据来源：银行业理财登记托管中心，东方金诚整理

新发行封闭式理财产品期限结构拉长，期限错配问题得到一定缓解。2018 年，全国共有 439 家银行业金融机构发行了非保本理财产品，累计募集资金 118.10 万亿元。其中，开放式产品全年累计募集资金 100.19 万亿元，占比为 84.83%，占比同比上升 7.07 个百分点；封闭式产品全年累计募集资金 17.91 万亿元，占比为 15.17%。“理财新规”与“资管新规”均要求封闭式银行理财产品的期限不得短于 90 天，同时非标资产投资的终止日不得晚于封闭式产品的到期日。监管对理财产品的期限匹配提出了硬性要求，而债券、非标资产等又是银行配置的重要投资标的，未来理财产品期限将长期化，此前的期限错配问题将得到一定缓解。2018 年新发行封闭式非保本理财产品加权平均期限为 161 天，同比增加约 20 天；新发行 3 个月（含）以下封闭式非保本理财产品募集资金 5.21 万亿元，同比减少 7.43 万亿元，降幅为 58.75%。

信用债投资增加，非标资产投资收缩。从非保本理财投资结构来看，标准化资产仍然占据最大比重。2018 年债券、银行存款、拆放同业及买入返售等标准化资产共占银行非保本理财产品投资余额的 65.79%，其中，债券依然是银行理财资金配置的最重要的一类资产，其中信用债占比为 45.06%。截至 2017 年末，全口径下银行理财投向信用债的规模为 10.07 亿元，在最严格的假设下（所有信用债均由非保本理财投资），非保本理财投资中信用债占比 45.41%，但实际的投资比例必然低于上述推算值。从这个角度来看，2018 年非保本理财信用债投资占比提升。其它标准化资产方面，由于保本理财资金主要投向流动性强的标准化资产，例如，江苏银行“宝溢融”系列保本理财全部投向现金、货币市场工具和标准化固定收益类资产。基于此，2018 年非保本理财投资现金及银行存款占比下降，主要由于统计口径变化（图 5）。

非标资产方面，自“理财新规”发布以来，监管对理财资金投资非标资产限制趋严。目前商业银行主要通过表外非保本理财及表内自营资金投资非标资产，保本理财参与程度很低。根据理财年报，截至 2017 年末，全口径下银行理财非标投资余额为 4.79 亿元；截至 2018 年末，非保本理财非标投资余额为 3.80 亿元。对上述两组数据直观对比来看，2018 年非保本理财投资的非标资产规模整体是下降的。

图 5：2017 年银行理财产品资产配置（左）和 2018 年非保本理财资产配置（右）



数据来源：银行业理财登记托管中心，东方金诚整理

注：由于“2018 年理财年报”统计口径只包含非保本理财，2017 年包含全市场理财规模，故数据非直接可比。

展望

理财产品净值化转型趋势明显，银行风控能力和投研能力成关键

“资管新规”和“理财新规”相继落地，银行净值型产品发行速度逐步加快，新老产品更迭提速。2018 年净值型产品发行出现质的变化，预期收益型产品发行量则大幅下降。以招商银行为例，截至 2018 年末，该行理财产品余额（不含结构性存款）1.96 万亿元，同比增长 4.60%，其中符合资管新规净值管理要求的净值型产品占理财产品余额的 14.04%。不过，受限于管理能力、系统建设等因素，银行理财净值化将是一个逐步推进的过程。2019 年 1 月，银行针对一般个人客户已发行净值型产品 574 款，同比大幅增长 841%。其中，城商行发行量最多，达到 261 款，其次是农村合作金融机构，发行量为 109 款，国有行、股份制银行以及外资行的发行量分别是 90 款、89 款和 24 款（表 1）。从期限上来看，受限于管理能力和系统建设等因素，银行在净值化转型过程中，将优先发行封闭式净值型产品。

表 1：2018 年以来针对一般个人客户净值型产品发行量

单位：只

时间	国有行	股份制银行	城商行	外资行	农村金融机构	邮储	合计
2018-1	3	19	7	31	0	1	61
2018-2	8	22	2	1	3	0	36
2018-3	0	40	8	2	2	0	52
2018-4	5	38	9	2	2	8	64
2018-5	8	33	17	6	2	28	94
2018-6	16	33	23	5	10	16	103
2018-7	11	27	42	4	2	0	86
2018-8	18	51	101	15	23	1	209
2018-9	35	56	108	4	28	0	231
2018-10	27	48	116	10	36	0	237
2018-11	89	63	176	20	70	0	418
2018-12	123	73	201	13	86	1	497
2019-1	90	89	261	24	109	1	574

数据来源：银行业理财登记托管中心，东方金诚整理

从产品类型来看，基于商业银行在固定收益和资产配置领域的传统优势，以及银行理财投资者的风险偏好，预计现金管理类产品将成为银行理财净值化转型的重心。2018年7月20日，央行发布“资管新规”执行通知，明确银行现金管理类产品在过渡期内可以使用摊余成本计量。因此，目前银行发行的现金管理类产品整体采取“摊余+标准化资产”的模式，如工行“添利宝”、兴业“现金宝添利1号”等。但过渡期结束后，“市值法+标准化资产”将成为转型方向，收益率波动相比摊余成本法计价的现金管理类产品将更大，这对银行理财的风险管理和投研能力提出较高要求。

理财子公司设立加速，银行利用渠道优势将成为大资管业务的有力竞争者

自“理财子公司管理办法”发布之后，商业银行设立理财子公司的步伐明显加快。据不完全统计，包括已拿到监管批文的五大行以及股份制银行、城商行、农商行在内共计28家银行已公告拟设立理财子公司（表2），另有多家银行表示正在积极推进筹备工作，拟设立理财子公司的区域银行家数还将继续增加。

表2：拟设立银行理财子公司一览表

银行类型	银行名称	拟设立理财子公司名称	公告时间	监管批准时间	拟注册资本不超过（亿元）
国有行 (6家)	交通银行	交银资产管理有限公司	2018-5	2019-1-4	80
	中国银行	中国银行理财有限责任公司	2018-11	2018-12-27	100
	建设银行	建信理财有限责任公司	2018-11	2018-12-27	150
	农业银行	农银理财有限责任公司	2018-11	2019-1-4	120
	工商银行	工银理财有限责任公司	2018-11	2019-2-17	160
	邮储银行	中国邮储银行理财有限责任公司	2018-12		80
股份制 (9家)	中信银行	信银理财有限责任公司	2015-11		50
	招商银行	招银资产管理有限责任公司	2018-3		50
	华夏银行	-	2018-4		50
	光大银行	-	2018-6		50
	平安银行	平银资产管理有限责任公司	2018-6		50
	民生银行	-	2018-6		50
	广发银行	-	2018-7		50
	兴业银行	兴银资产管理有限责任公司	2018-8		50
	浦发银行	浦银资产管理有限责任公司	2018-8		100
城商行 (11家)	江苏银行	-	2018-2		-
	北京银行	-	2018-4		50
	宁波银行	-	2018-5		10
	南京银行	-	2018-6		20
	杭州银行	-	2018-8		10
	徽商银行	徽银资产管理有限责任公司	2018-10		20
	青岛银行	青岛银行理财有限责任公司	2018-12		10
	重庆银行	渝银理财有限责任公司	2018-12		10
	长沙银行	长银理财有限责任公司	2018-12		10
	吉林银行	-	2018-12		10
	成都银行	成都银行理财有限责任公司	2018-12		10
农商行 (2家)	顺德农商行	-	2018-12		-
	广州农商行	珠江理财有限责任公司	2018-12		10-20

数据来源：东方金诚整理

“理财子公司管理办法”针对理财子公司在非标配置、股票投资、销售门槛和私募合作等方面都有进一步的放松，为理财子公司入局大资管行业营造了较好的政策基础：(1) 放松非标集中度监管要求；(2) 允许理财子公司发行的公募理财直接投资股票；(3) 不设置公募理财的起售点；(4) 合作机构范围扩大至私募等。长期来看，理财子公司具备天然的银行渠道资源，且在固收和非标投资方面具备较强的经验积累，未来将成为大资管领域的有力竞争者。

在百万亿级的资管市场中，银行体系资管规模位居第一，基于资源禀赋差异及政策红利，理财子公司将利用渠道优势积极参与大资管业务。短期内，理财子公司将会在发挥债权类、非标类配置优势的同时，与投研体系成熟、权益资产配置经验丰富的基金、券商资管及信托公司等加强合作切入权益领域，初期大概率通过 FOF 进入权益市场。长期来看，部分投资能力较强的银行将打造高效的投研团队和风控体系自行管理理财资金，进而打通多元化资产配置全链条。

水泥行业一季度信用风险研究

■工商企业二部 葛新景

受益于房地产投资走强及基建投资增速小幅上升，一季度全国水泥需求边际持续改善，预计二季度水泥需求仍将持续恢复，2019 全年水泥需求总体保持稳定

水泥需求主要来自建筑业，下游主体分别是地产、基建、农村，受固定资产投资规模影响较大。2019 年一季度我国固定资产投资同比名义增长 6.3%，较上年全年增速加快 0.4 个百分点，延续上年四季度以来的缓慢爬升势头。其中，房地产投资走强，基建投资增速小幅上升，全国水泥需求边际持续改善。

伴随逆周期政策调节持续发力，基建领域补短板力度加大，一季度基建投资延续了去年四季度以来的回升势头。一季度基建投资（不含电力）累计同比增长 4.4%，较上年全年回升 0.6 个百分点。2019 年以来我国资金面持续改善，地方债发行提前开闸，一季度发行量大幅增加，同时国家财政支出明显加速，均为地方基建项目建设提供了资金来源。根据《2019 政府工作报告》，2019 年基建投资力度将继续加大，预计二季度基建投资增速延续反弹态势，全年基建投资增速保持在 10% 以内。

图 1：固定资产、基建及房地产投资累计增速情况



一季度房地产开发投资 2.38 万亿元，累计同比增长 11.8%，增速较上年全年加快 2.3 个百分点。其中，房屋施工面积同比增长 8.2%，增速比 1~2 月份提高 1.4 个百分点；房屋新开工面积同比增长 11.9%，增速提高 5.9 个百分点；土地购置面积同比下降 33.1%，降幅比 1~2 月份收窄 1 个百分点；商品房销售面积同比下降 0.9%，降幅比 1~2 月份收窄 2.7 个百分点。由于前期房地产新开工保持高位，后续复工及施工速度提升支撑下预计二季度房地产投资将维持高位，但楼市分化趋势明显，三四线楼市分化加剧、销售下行压力较大，目前房地产开发商整体三四线土地储备量仍较多，预计下半年房地产投资仍存下行压力。总体来看，预计二季度及全年房地产投资仍将保持增长但增速或将有所放缓。

总体来看，预计二季度基建投资增速延续反弹态势，全年基建投资增速保持在 10% 以内；房地产投资二季度仍将保持高位，全年投资增速或将有所放缓。因此，预计二季度水泥需求将持续恢复，2019 全年水泥需求总体保持稳定。

环保政策压力下，预计 2019 年水泥行业错峰生产、限产等政策约束力度整体不会放松，水泥行业的产能供给或将小幅减少，但需求的持续恢复将促使水泥产能利用率有所提高

2019 年 1~3 月，我国水泥累计产量 39160 万吨，累计同比上升 9.4%。其中 3 月水泥单月产量 17971 万吨，单月同比上升 22.2%，除 2018 年 3 月水泥产量同比下跌 15.6% 所致的基数较低外，更重要的是下游需求恢复强劲所致。预计二季度水泥产量将继续同比保持增长，但增速较一季度将有所放缓。

从区域分化来看，一季度仅有包括北京市、江西省、河南省、广东省、广西省、海南省和贵州省在内的七个省份水泥产量出现了不同程度的下降，其余省份一季度水泥累计产量均同比增长，其中山西省、黑龙江省、辽宁省及河北省水泥累计产量同比增长超过了 50%。

图 2：我国水泥累计产量及增速情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

我国水泥行业总体处于产能过剩局面，2016 年政府开始对水泥行业进行供给侧结构性改革。2016 年 5 月国办发〔2016〕34 号文及 2018 年国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》等文件中提出的对水泥行业严禁新增产能、淘汰落后产能及错峰生产等政策目前仍然严格执行。2018 年全国水泥熟料设计总产能为 18.20 亿吨，与 2017 年设计产能持平，新增设计产能 2043 万吨，全部为产能置换。2019 年 4 月 8 日，国

家发改委会同有关部门修订完成了水泥行业的《产业结构调整指导目录（2019年本，征求意见稿）》，进一步提升行业门槛，有助于落后产能的继续出清。同时在环保政策压力下，预计2019年水泥行业错峰生产、限产等政策约束力度整体不会放松，水泥行业的产能供给或将小幅减少，但需求的持续恢复促使全年水泥产量保持稳定增长，产能利用率有所提高。

图3：我国水泥熟料产能情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

一季度全国水泥价格较年初有所回调但仍处于高位运行，预计随着需求的恢复及环保限产政策的持续，二季度全国各区域水泥价格将会出现不同程度的上涨

一季度为我国水泥行业的传统淡季，2019年全国水泥价格自1月开启季节性调整，水泥均价较去年四季度明显回落。但3月中下旬开始，随着下游需求的逐步恢复，全国水泥平均价格企稳并有所回升。截至2019年4月第2周，全国P.O42.5散装水泥平均价格为452元/吨，较年初的490元/吨下调了7.76%，但较3月中旬的最低价格已经回涨了2.73%。与2018年同期价格相比，2019年4月第2周平均价格仍上涨了10.24%。总体来看，一季度全国水泥价格仍处于高位水平。

图4：全国水泥平均价格运行情况

单位：元/吨

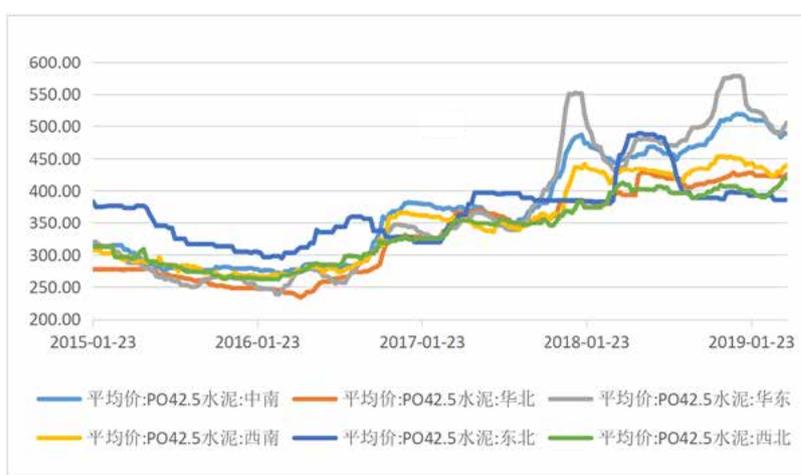


资料来源：Wind，东方金诚整理

从区域来看，由于区域经济发展的不平衡，我国水泥行业表现出南强北弱的格局。一季度区域 P.O42.5 水泥均价从高到低排序依次为华东、中南、西南、华北、西北、东北，但各区域水泥价格的变动呈现分化，其中北方地区价格较为稳定，南方地区水泥价格下滑幅度较大。华北地区由于雄安新区建设推动，且天气影响较小，2019 年无新产能增加，水泥价格较为坚挺，4 月第二周 P.O42.5 水泥价格已与年初持平；西北地区需求恢复较快，3 月份以来价格持续上涨，4 月第二周 P.O42.5 水泥价格较年初上调 4.65%；东北地区水泥需求恢复较慢，3 月中下旬以来水泥价格基本平稳，未出现明显的价格回调。受降雨等因素影响下游需求恢复较慢，华东和中南地区水泥价格虽 3 月下旬以来止跌回涨，但较年初仍分别下调了 11.95% 和 6.07%；中南地区水泥价格止跌趋势尚不明确，4 月第二周 P.O42.5 水泥价格较年初下降 1.57%。

图 5：2018 年以来区域 PO42.5 水泥平均价格情况

单位：元/吨



资料来源：Wind，东方金诚整理

随着 3 月中下旬以来天气好转，预计基建及房地产行业的水泥需求将逐步恢复正常，同时水泥行业的环保限产政策仍将继续严格执行，二季度各区域水泥价格将会有不同程度的上涨。

一季度煤炭价格整体呈上涨趋势，预计二季度煤炭价格将高位盘整，水泥企业的成本控制压力仍较大

水泥行业成本中煤炭和电力成本占比最大，而电价基本稳定，水泥成本对煤炭价格的变动较为敏感。2019 年一季度，受陕北矿难和内蒙古银漫矿业等事故影响，全国原煤产量小幅下降，煤炭价格整体呈上涨趋势。三月我国 PMI 回升，表明下游需求较强劲，加上安监趋严对煤价的托底，预计二季度煤炭价格将高位盘整，水泥企业的成本控制压力仍较大。但预计随着优质先进产能逐步投放，全年煤炭产量料将小幅增长，煤价中枢将稳中有降但仍处于高位水平。

注：[1] 华北（北京市、天津市、山西省、河北省、内蒙古自治区）、华东（上海市、江苏省、浙江省、安徽省、江西省、山东省、福建省）、中南（广东省、广西壮族自治区、海南省、河南、湖北、湖南）、西南（四川省、贵州省、云南省、重庆市、西藏自治区）、西北（陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区）和东北（黑龙江省、吉林省、辽宁省）地区。

图 6：中国煤炭价格情况

单位：元/吨



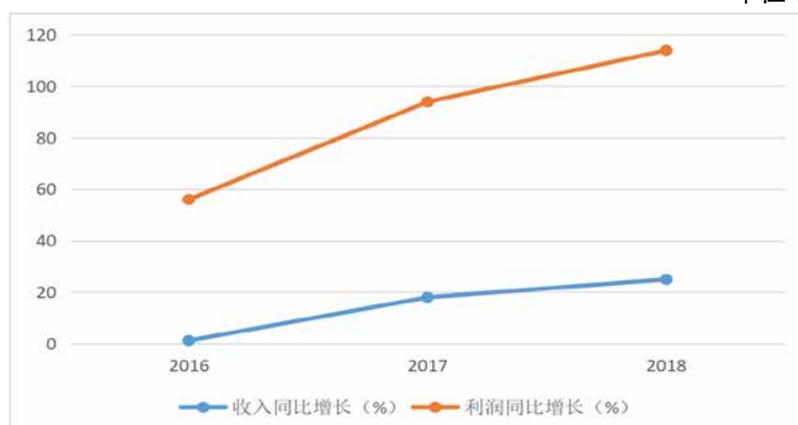
资料来源：Wind，东方金诚整理

2019年一季度水泥企业收入及利润同比增加，预计二季度及全年企业盈利增长有望延续，但受成本推动影响增速将有所放缓

随着供给侧改革的持续深入，2016年以来水泥行业整体盈利能力持续改善。2018年水泥全行业实现主营业务收入8823亿元，同比增长25%；利润1546亿元，同比增长114%，创下历史最高水平。

图 7：2016 ~ 2018 年水泥行业收入及利润增速情况

单位：%



资料来源：工业和信息化部，东方金诚整理

受益于一季度水泥价格的持续高位以及产量和销量的增加，预计2019年一季度水泥企业收入及利润同比增加。近日多家水泥企业发布了业绩预告，其中冀东水泥发布2019年一季度业绩预告称，期内公司预计实现净利润4000万元至5000万元，实现扭亏为盈；华新水泥公告称，公司预计2019年一季度净利润较2018年同期增加4.5亿元到5亿元，同比增长85%到94%；祁连山发布一季度业绩预告称，预计公

司 2019 年第一季度经营业绩将扭亏为盈，实现净利润 1280 万元左右，但扣除非经常性损益事项后，公司预计 2019 年第一季度实现净利润为 -430 万元左右，而 2018 年该公司一季度亏损达 1.38 亿元。预计二季度及全年水泥企业盈利能力将继续改善，但受成本推动影响，盈利增速水平将有所放缓。

煤炭行业一季度信用风险研究

■工商企业一部 蒋玉琴

行业运行情况

一季度动力煤需求增速回落，钢铁产量增速提升带动焦煤需求增长；预计二季度煤炭下游需求维持低速增长，焦煤需求好于动力煤

动力煤方面，1~3 月我国火电发电量增速回落，动力煤需求增速有所下滑。受去年同期基数较高、今年天气偏暖对采暖需求形成一定抑制影响，1~3 月全国火电发电量同比增长 2.00%，增速较上年同期回落 3.90 个百分点，发电量增速为近三年同期最低。受电力行业煤炭消耗量增速疲软、沿海地区使用西部地区特高压输入电量及核电发电量增加影响，1~2 月沿海六大电厂日均耗煤 60.27 万吨，同比下降 10.22%。随着春节后工业企业陆续复产，3 月份沿海六大电厂日均耗煤 66.48 万吨，较 1~2 月明显回升。此外，在今年春节相对较早同时基建力度扩大等因素影响下，2019 年 3 月水泥企业生产恢复加快，产量同比大增 22.20%，拉动一季度水泥产量增速同比转正，达 9.40%。

炼焦煤方面，受益于环保限产政策边际放松，焦炭和生铁产量增速创近年新高，焦煤需求增速提升。2019 年 1~3 月，全国焦炭和生铁产量同比分别增长 7.30% 和 9.30%，而上年同期均呈负增长，主要因去年同期环保限产政策力度较大，焦化、钢铁企业开工率偏低所致。

图 1：2012 年以来我国火电发电量及增速情况



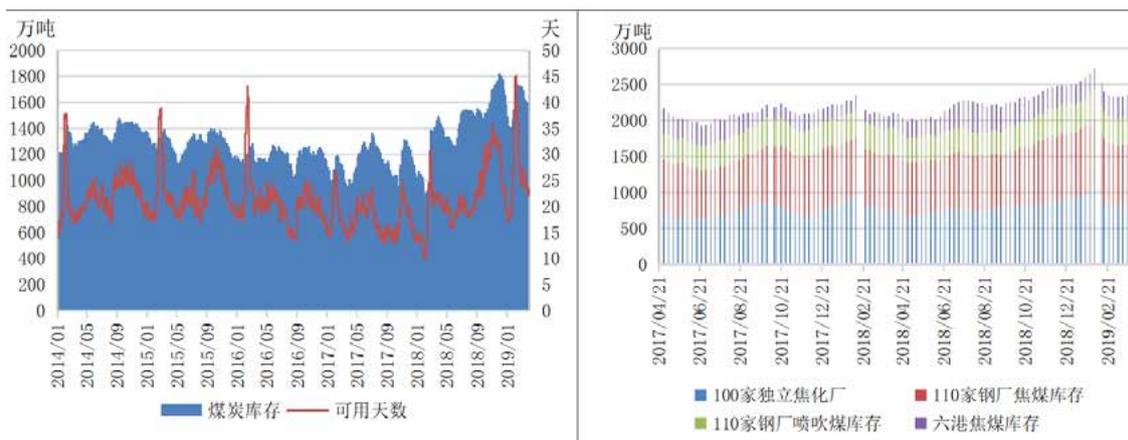
图 2：2012 年以来我国焦炭及生铁产量及增速情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

库存方面，随着春节后工业企业陆续复产，2019年以来电厂库存逐渐去化，高库存压力有所缓解。截至2019年3月末，沿海六大电厂煤炭库存1571.36万吨，较上年同期增长7.10%，较2018年12月2日的库存高点回落13.69%；库存可用天数为22.25天，较去年同期基本持平。港口库存方面，截至2019年3月29日，环渤海主要港口¹库存1447.90万吨，同比增加93.10万吨。受益于焦炭和生铁产量增速较高，焦煤库存总量²从2月初的高点回落13.12%至2371.61万吨，较去年同期增加311.26万吨。

图3：2014年以来沿海六大电厂煤炭库存和可用天数 图4：2017年4月以来焦煤库存情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计二季度，随着气温回升，供暖需求回落，同时水电出力增加，挤压火电负荷，二季度动力煤市场将进入需求淡季；全年来看，随着清洁能源装机增速加快，火电装机维持低速增长，电力行业耗煤量低速增长。华北地区重点工程启动将持续带动水泥需求温和增长，二季度春节错位效应消失，水泥行业耗煤需求增速环比小幅回落，全年水泥产量增速预计在3%~5%。焦煤方面，二季度，房地产新开工和投资情况较好同时基建投资逐步回暖，粗钢产量稳定增长，焦煤需求存在支撑，维持较高增速；2019年，钢铁行业煤炭消费量预计保持7%左右的增长。

库存方面，二季度，传统淡季下电厂库存仍偏高，补库意愿偏弱，库存反弹有限，大秦铁路检修导致秦港库存回落，总库存稳中有降，仍处于相对高位；2019年，在电厂高库存策略及季节性因素影响下，煤炭库存整体将在高位波动。

一季度产地安监力度提升、动力煤产能释放受限，国内原煤产量增速回落；二季度煤炭供应偏紧，下半年供给释放可控，全年产量小幅增长

2019年1~3月全国原煤产量8.13亿吨，同比增长0.40%，增速较去年同期回落3.50个百分点。分产地来看，1~3月陕西省原煤产量同比下降14.10%至1.13亿吨，山西省原煤产量同比增长10.60%至2.17亿吨，内蒙古自治区原煤产量同比增长3.50%至2.28亿吨；陕西省1~3月原煤产量下降幅度较大，对全国煤炭产量形成拖累，主要是神木“1.12”矿难引发当地煤矿大面积停产，叠加两会期间安监压力升级，停产煤矿复产进度缓慢所致。

注：[1] 包括曹妃甸港、秦皇岛港、国投京唐港和黄骅港。

[2] 包括100家国内独立焦化厂炼焦煤库存、110家国内样本钢厂炼焦煤库存、110家国内样本钢厂喷吹煤库存和六港（京唐港+日照港+连云港+天津港+青岛港+防城港）焦煤库存。

分煤种来看，1~2月国内动力煤和炼焦煤产量增速分别为2.30%和4.58%，同比分别变动-0.08个百分点和5.18个百分点，陕西省神木矿难对动力煤供应形成一定制约³，短期内动力煤出现紧缺现象，焦煤市场供应总体较为稳定。

据海关总署数据，2019年1~3月我国累计进口煤炭7463万吨，同比下降1.80%；其中1月进口3350万吨，同比增长19.50%，2~3月，受澳洲⁴煤炭通关时间延长影响，煤炭进口量增速出现下滑，分别为3.80%和-1.80%。

预计二季度，煤炭主产区安监压力持续，煤炭供应偏紧。国家煤炭安监局将于二季度开展安全生产专项检查，蒙晋陕主产区安监压力持续。随着榆林地区煤矿缓慢复产，动力煤供给边际宽松，澳煤进口持续受限将造成焦煤供给偏紧。下半年，蒙晋陕主产区先进产能逐步投放，供给受环保安限制约释放可控，全年煤炭产量将小幅增长。

图5：2010年以来我国原煤产量及增速情况

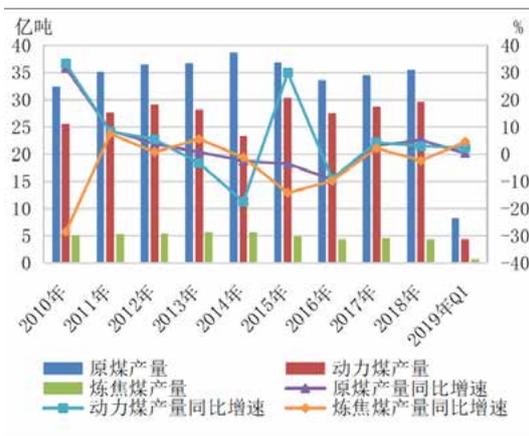
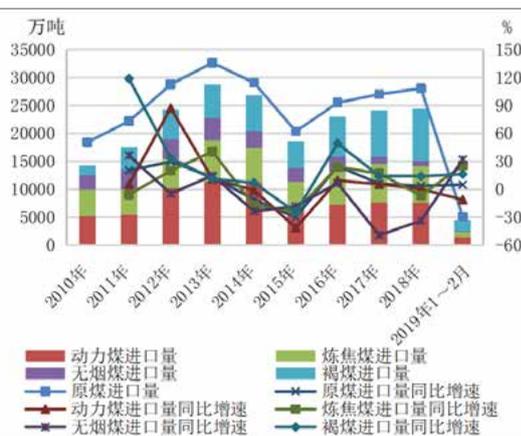


图6：2010年以来我国煤炭进口量情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

一季度动力煤价格高位震荡，焦煤价格平稳，均维持高位；预计全年供给边际宽松，需求整体不弱，动力煤价格中枢稳中有降，整体仍处于高位

一季度动力煤价格高位震荡。受神木矿难及两会期间安监趋严影响，短期内榆林地区动力煤供应紧张，榆林坑口价及秦皇岛港平仓价分别从1月11日的411元/吨和570元/吨涨至3月8日的557元/吨和638元/吨，涨幅分别达35.52%和11.93%。随着两会结束，榆林地区煤矿陆续复产，供给短期扰动逐步消除，动力煤价格有所回落，截至3月末榆林坑口价及秦皇岛港平仓价分别为456元/吨和618元/吨。2019年1~3月，环渤海动力煤综合平均价格指数均值为574.27元/吨，同比微降0.14%，变动不大。

一季度焦煤价格保持高位稳定运行。截至3月29日，京唐港山西产主焦煤库提价和山西吕梁产主焦煤市场价分别为1850元/吨和1680元/吨，较年初价格增幅分别为-0.54%和1.82%。2019年一季度，京唐港山西产主焦煤库提价均值同比增长6.75%至1866.67元/吨，主要是2018年下半年以来环保、进口煤受限等因素导致焦煤供应偏紧所致。

受一季度动力煤价格中枢同比下行及成本提升影响，煤炭行业盈利空间收窄，行业利润增速同比有所下滑。2019年1~2月，规模以上煤炭开采和洗选企业实现利润总额336.2亿元，同比下滑23.2%。

注：[3] 蒙晋陕三省所产原煤中动力煤占比分别约为99%、67%和98%，如因矿难事故触发限产，则内、蒙、陕三省主要影响动力煤供应，山西省主要影响焦煤供应。

[4] 我国进口焦煤主要来自澳大利亚（44%）和蒙古国（43%），澳大利亚进口焦煤占国内焦煤的消费比重接近6%。

图 7：2014 年以来我国动力煤价格情况

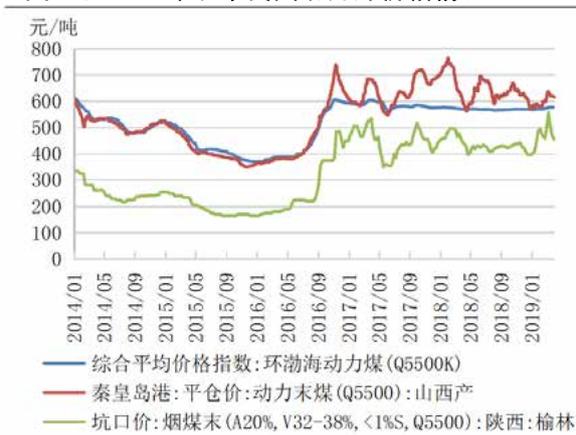
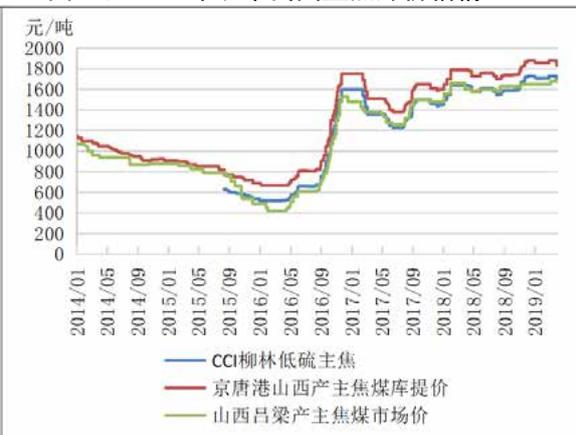


图 8：2014 年以来我国主焦煤价格情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

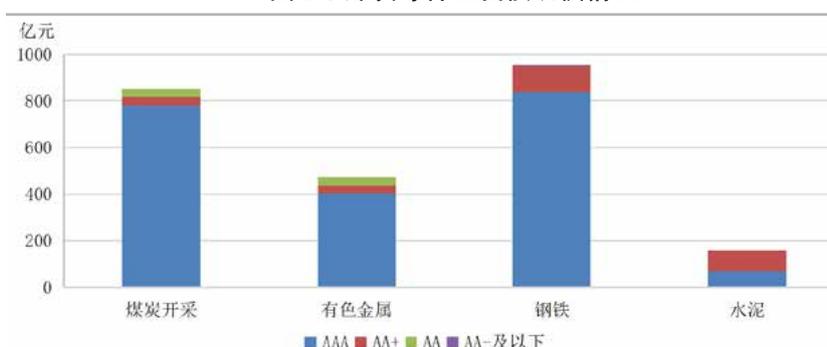
预计二季度，消费淡季加之供给持续受限，动力煤将处于供需双弱格局，东方金诚预计二季度动力煤价格将维持高位震荡，价格中枢在 630 元 / 吨左右。进口煤持续受限抑制炼焦煤供给，同时下游需求稳定增长，炼焦煤价格将稳中有升，主焦煤市场价价格中枢约为 1650 元 / 吨。全年来看，随着蒙晋陕主产区新增产能逐渐投产，煤炭供给量边际小幅增长，需求端受高库存影响有所承压，但整体不弱，煤价维持高位震荡，动力煤价格中枢稳中有降，波动幅度进一步收窄。

债券市场表现

宽信用逐步传导，一季度煤炭行业债券融资规模上升，行业利差下行

在宽货币政策影响下，一季度煤炭企业债券融资规模上升，资金主要用于置换债务。根据 Wind 披露的数据，2019 年 1 ~ 3 月，我国煤炭企业共发行 63 只债券，发行金额合计 854.00 亿元，同比增长 92.00%，主要用于偿还有息债务；融资主体共 18 家，其中 AAA 主体 12 家，发债规模合计 781.00 亿元，发行金额占比为 91.45%。从企业性质来看，地方国有企业占主导地位，共 17 家，发债规模合计 804.00 亿元，发行金额占比为 94.15%，其余 1 家为中央国有企业。从债券期限来看，一季度新发行债券以 1 年及以内的短期债券为主，其中 1 年及以下、1 ~ 3（含 3 年）、3 年以上期限的债券发行金额占比分别为 63.47%、32.20% 和 4.33%。

图 9：煤炭等行业发债规模情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

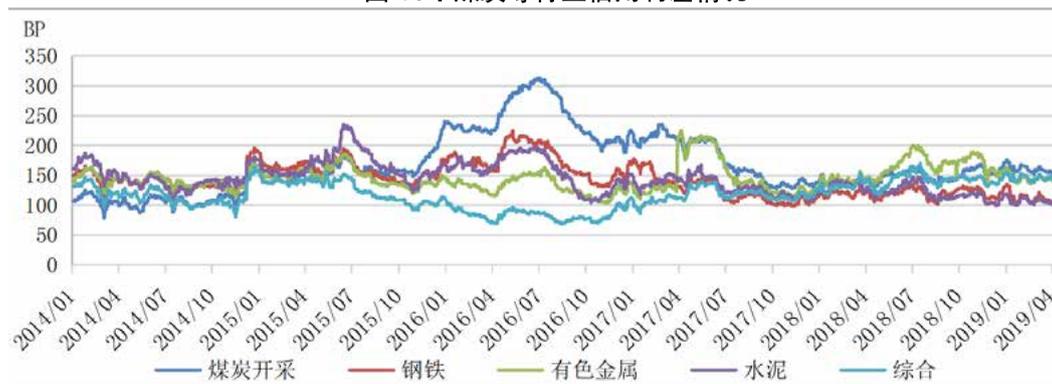
发行利率及利差方面，一季度煤炭企业一般短期融资券加权平均发行成本为 3.98%，发行主体级别基本为 AAA；3 年期债券加权平均发行成本为 5.02%，以 AAA 企业为主。一季度发行债券中“19 皖北煤电 SCP001”和“19 冀中能源 MTN001”发行利率较高，分别为 7.10% 和 7.18%，发行利差分别高达 459.88BP 和 425.61BP。其中“19 皖北煤电 SCP001”发行主体级别为 AA/ 稳定，发行规模 3.00 亿元，期限 270 天，发行利率相对同品种、同期限债券较高。“19 冀中能源 MTN001”发行主体级别为 AAA/ 稳定，发行规模 10.00 亿元，期限为 4 (4+N) 年，永续中票的债券性质使得其发行利差较高。

表 1：2019 年 1 ~ 3 月煤炭企业债券发行情况

品种	只数	规模 (亿元)	利率区间 (%)
超短期融资债券	27	354.00	3.24~7.10
一般短期融资券	11	173.00	3.40~5.02
一般中期票据	12	124.00	4.00~7.18
一般公司债	3	65.00	3.50~4.68
私募债	5	78.00	5.05~5.88
定向工具	5	60.00	4.79~6.80
合计	63	854.00	3.24~7.18

资料来源：公司提供，东方金诚整理

图 10：煤炭等行业信用利差情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

一季度，煤炭行业共有 47 支债券到期，到期金额合计 524.58 亿元，除永泰能源股份有限公司两支短期融资券（到期本金合计 20.00 亿元）未按时兑付本息、构成实质违约，其余债券均正常兑付。截至 2019 年 3 月末，煤炭行业存续债券总数 529 只，发行规模合计 8162.94 亿元，发债企业主体级别以 AAA 级为主，债券品种以中期票据为主。2019 年（4 月 ~ 12 月）至 2021 年为煤炭行业存续债兑付高峰期，到期兑付的债券金额分别达 2440.12 亿元、2027.22 亿元和 1877.90 亿元，主要为 AAA 高信用等级主体发行的债券，兑付风险相对可控。

图 11：截至 2019 年 3 月末煤炭行业存量债券到期兑付情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

企业信用动态

永泰能源股份有限公司：债券持续违约

2019年1月22日及3月19日，永泰能源股份有限公司（以下简称“永泰能源”）发行的“18永泰能源CP001”和“18永泰能源CP002”因到期未能按时兑付本息，构成实质性违约，违约本金合计20.00亿元，利息合计1.40亿元。4月4日，因永泰能源未能按时支付到期利息3750万元，“18永泰能源MTN001”亦构成违约。

永泰能源为一家山西民企，主营煤炭、电力和石化贸易等业务，其中煤炭和电力业务是收入的主要来源，煤炭业务是利润的主要来源。此前在煤炭行业不景气的情况下，永泰能源通过不断对外并购进行转型扩张，投资性净现金流常年保持大规模净流出，债务负担不断加重，同时优质资产大部分均已抵质押，再融资空间受限，债务滚动主要依靠借新还旧。2017年以来，随着金融严监管政策的推进，民企面临股市、债市等融资渠道的全面收紧，永泰能源计划于2018年7月发行的新债发行失败，从而引发债务违约。受债券违约事件影响，永泰能源正常融资功能基本丧失，短期流动性极度紧张，截至2019年4月末，永泰能源主体级别为C，逾期债券本息合计151.61亿元，尚未到期债券余额合计78.30亿元，其中2019年还有35.40亿元债券即将到期。目前永泰能源正与各方协商，拟通过降低债务利率、推进战略重组和资产处置事宜等方式化解债务，后期债券到期与偿债进展值得关注。

山西潞安环保能源开发股份有限公司：因矿井减量重组计提大额资产减值损失

2019年3月28日，山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“潞安环能”）公告称，对截至2018年12月31日各项资产进行了清查，对出现减值迹象的固定资产、在建工程、存货等计提资产减值准备。其中根据《山西省人民政府关于推进煤矿减量重组的实施意见》晋政发[2017]59号)和《关于印发〈山西省煤矿减量重组实施方案编制提纲〉的通知》(晋煤化解产能办发[2018]4号)文件精神，潞安环能及其母公司拟对所属忻州地区煤矿减量重组实施方案进行适当调整，调整后的实施方案为：忻峪煤业公司作为减量重组主体，减量重组大汉沟煤业公司和忻岭煤业公司；潞宁煤业公司作为减量重组主体，减量重组大木厂煤业公司、前文明煤业公司和忻丰煤业公司。根据上述重组方案，潞安环能对减量重组煤矿共计提减值准备7.57亿元。本次潞安环能共计提资产减值9.85亿元，将减少其2018年度利润总额9.85

亿元。

潞安环能本次计提大额资产减值对整体业绩有所拖累，2018 年净利润同比下降 21.27% 至 19.41 亿元。但同时本次计提解决了 2009 年整合矿井带来的历史遗留问题，潞安环能的资产和盈利基础得以进一步夯实。

中国中煤能源股份有限公司：新增煤、电项目投产带来业绩大幅增长

2019 年 3 月 16 日，中国中煤能源股份有限公司（以下简称“中煤能源”）发布《2018 年年度报告》，其重大新建煤炭项目母杜柴登煤矿（600 万吨 / 年）、纳林河二号煤矿（800 万吨 / 年）已建设完毕并于 2018 年 11 月正式投产，小回沟煤矿（300 万吨 / 年）和北岭矿（90 万吨 / 年）预计将于 2019 年正式投产，大海则煤矿（1500 万吨 / 年）已取得项目核准。此外，中煤能源煤电业务中，上海能源 2×350MW 热电项目 1 号机组成功投运，平朔公司 2×660MW 低热值煤发电项目、新疆准东五彩湾 2×660MW 北二电厂项目稳步推进，有望于 2019 年内全部建成投产。

中煤能源为我国大型煤炭企业，主要矿区位于蒙晋陕，2018 年共生产商品煤 7713 万吨，其中动力煤 6822 万吨，炼焦煤 891 万吨，实现营业收入 1041.40 亿元，同比增长 27.80%，利润总额 87.92 亿元，同比增长 49.10%。2019 年，新建煤矿及煤电项目的陆续投产及产能释放，将为中煤能源业绩带来大幅增长。

山煤国际能源集团股份有限公司：拟转让 11 家亏损贸易子公司部分股权实现提质增效

2019 年 4 月 15 日，山煤国际能源集团股份有限公司（以下简称“山煤国际”）发布《关于公司及控股子公司拟公开挂牌转让所持子公司部分股权的公告》称，拟将山煤国际能源集团山西辰天国贸有限公司等五家全资子公司各 49% 股权，控股子公司内蒙古山煤晟达贸易有限公司 39% 股权，以及控股子公司江苏山煤物流有限责任公司旗下的山煤国际能源集团天津有限公司等五家子公司各 49% 股权挂牌出售。

山煤国际在 2018 年共生产商品煤 3440.70 万吨，实现营业收入 381.43 亿元，其中煤炭贸易收入为 264.31 亿元。上述拟转让的 11 家贸易子公司在 2018 年的净资产和净利润均为负值，其中 2018 年末净资产合计为 -41.42 亿元，2018 年净利润合计为 -13.48 亿元，营业收入合计 131.69 亿元，占山煤国际营业收入的 34.53%。根据转让股权比例与权益比例测算，上述 11 家亏损贸易子公司部分股权转让后，山煤国际权益净利润有望减亏 6.16 亿元，有利于实现进一步的提质增效。

2019 年 1-2 月石油行业信用风险研究

■ 工商企业一部 张岳

受全球经济下行影响，1 ~ 2 月世界原油需求增速有所放缓

全球经济整体呈现下行趋势，2019 年 1 月世界银行和国际货币基金组织分别下调 2019 年全球经济增速预期 0.1 个百分点和 0.2 个百分点。同时，根据三大机构¹最新预测，2019 年全球原油需求平均增量为 138.00 万桶 / 天，较 2018 年的 136.00 万桶 / 天微增，增速明显放缓。1 ~ 2 月，世界原油需求量分别同比增长 1.25% 和 2.43%，较 2018 年同期下降 1.76 个百分点和 0.38 个百分点。

受美国政府停摆以及东海岸极寒天气因素影响，美国经济增长动能有所放缓，1 ~ 2 月美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 均低于 2018 年平均水平。但受益于较低的失业率及美联储暂停加息等因素，估计年初美国经济增长仍保持在较好水平。1 ~ 2 月美国原油平均需求量为 2049.50 万桶 / 天，同比增长 2.27%，需求增速同比下降 1.81 个百分点。分产品来看，原油需求增长主要来自于碳氢气体产品的消费增长，而汽油、柴油和燃料油等产品消费增速相对较低。

欧洲方面，受英国脱欧以及德国、西班牙等国家经济增长势头放缓影响，欧元区制造业 PMI 和非制造业 PMI 已经连续 14 个月走低，其中 2 月制造业 PMI 仅为 49.30%，处于荣枯线以下。此外，受部分欧洲城市禁止市内使用柴油车影响，欧洲整体原油消费增长较为缓慢，1 ~ 2 月原油平均需求量为 1473.50 万桶 / 天，同比增长 0.31%，需求增速同比下降 1.77 个百分点。

中国经济增速趋缓，2 月中国制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.20%、54.30% 和 52.40%，均低于 2018 年同期以及全年平均水平。从产品端来看，“石脑油 - 涤纶”产业链产品需求增长带动原油消费增长，1 ~ 2 月原油平均需求量为 1438.00 万桶 / 天，同比增长 3.49%，需求增速同比下降 2.89 个百分点。印度经济增速较高，2 月印度制造业 PMI 和服务业 PMI 分别为 54.30% 和 52.50%，均高于 2018 年平均水平。受益于经济高速增长，印度原油消费增长较快，1 ~ 2 月印度原油平均需求量为 501.50 万桶 / 天，同比增长 6.70%，需求增速下降 0.85 个百分点。

库存方面，2 月末美国商业原油库存量增加至 4.53 亿桶，较 2018 年末库存量增加 1151.60 万桶，原油需求增速有所放缓。

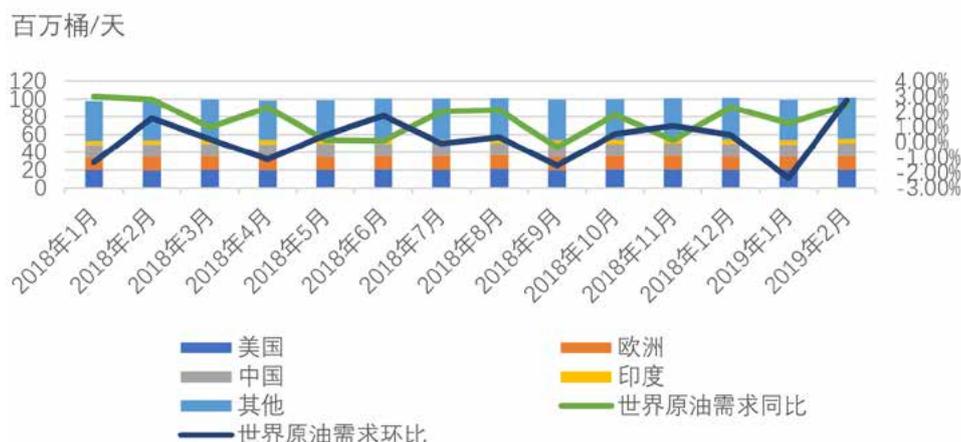
受沙特等 OPEC 成员国、俄罗斯和加拿大减产影响，1 ~ 2 月世界原油供给量有所下降

根据 EIA 最新的预测，2019 年全球原油产量增量为 140.00 万桶 / 天，较 2018 年的 246.00 万桶 / 天大幅下降。1 ~ 2 月，世界原油平均产量较 2018 年 12 月下降 1.23%，其中沙特等 OPEC 成员国、俄罗斯和加拿大原油产量削减较多。美国受二叠纪地区页岩油产能释放影响，原油产量持续增长，对 OPEC+ 新减产计划²造成一定的冲击。

注：[1]2019 年 2 月，美国能源信息署 (EIA)、国际能源署 (IEA) 和石油输出国组织 (OPEC) 预测 2019 年全球原油需求增量分别为 149 万桶 / 天、140 万桶 / 天和 124 万桶 / 天，此前 2018 年原油需求增量为 141 万桶 / 天、120 万桶 / 天和 147 万桶 / 天。

[2]2018 年 12 月 7 日，维也纳会议达成新减产协议，以 2018 年 10 月原油产量为基准，OPEC 成员国减产 80 万桶 / 日，俄罗斯及其他非 OPEC 国家减产 40 万桶 / 日，合计减产 120 万桶 / 日，减产执行至 2019 年 6 月。

图 1：2018 年 ~ 2019 年 2 月世界原油需求量及月度增长率走势情况



资料来源：EIA，东方金诚整理

OPEC 方面，除伊朗和伊拉克外，1 ~ 2 月沙特等 OPEC 成员国原油产量均有所下降，其中委内瑞拉受美国 1 月新制裁³影响，原油产量持续下降并跌至历史最低水平。从 OPEC 整体产量来看，1 ~ 2 月 OPEC 成员国原油平均产量 3605.00 万桶 / 天，平均减产 163.00 万桶 / 天，减产执行力度较大。俄罗斯减产执行较为缓慢，1 ~ 2 月原油平均产量 1157.00 万桶 / 天，平均减产 7.00 万桶 / 天；加拿大受管道外输限制，主动减产去原油库存，1 ~ 2 月原油平均产量 493.00 万桶 / 天，平均减产 33.00 万桶 / 天。

美国原油产量持续增长。油井数量方面，2 月末，全美新钻井数、完工井数和开钻未完井数分别为 1418 口、1325 口和 8576 口，较 2018 年末分别增加 3 口、132 口和 313 口，其中二叠纪地区新钻井数、完工井数和开钻未完井数分别为 574 口、486 口和 4004 口，较 2018 年末分别增加 6 口、90 口和 272 口。钻机数量方面，2 月末，全美原油钻机 843 部，较 2018 年末减少 42 部，其中二叠纪地区原油钻机数 466 部，较 2018 年末减少 20 部，但仍处于历史中高水平。1 ~ 2 月美国原油平均产量 1928.00 万桶 / 天，较 2018 年 12 月增长 0.55%。

图 2：2018 年 ~ 2019 年 2 月世界原油供给量及月度增长率走势情况



资料来源：EIA，东方金诚整理

[3]2019年1月21日，反对派议长胡安·瓜伊多于23日自行宣布就任委内瑞拉“临时总统”，美国、加拿大、多个南美国家和个别欧洲国家随即宣布承认瓜伊多的“临时总统”地位。1月28日，美国公布了对委内瑞拉石油公司(PDVSA)及该国中央银行的制裁措施，向委内瑞拉总统马杜罗施加压力。

1 ~ 2 月国际原油价格温和上涨，原油区域价差和裂解价差均有所扩大

受沙特等 OPEC 成员国、俄罗斯和加拿大减产影响，1 ~ 2 月国际油价温和上涨。截至 2019 年 2 月末，布伦特和 WTI 原油价格分别达到 66.03 美元 / 桶和 57.22 美元 / 桶，较 2018 年末分别增长 22.73% 和 26.01%。除供需基本面因素外，美元贬值也推动原油价格上涨，2019 年 1 月以来，美元指数整体下行，由 2018 年 12 月的 96.89 下降至 2019 年 2 月的 96.50。

区域价差方面，1 ~ 2 月布伦特 - WTI 原油价差处于高位。自 2017 年 6 月以来，布伦特原油价格宽幅上涨，主要是受 OPEC 减产以及伊朗、委内瑞拉等国制裁后产量下降等因素影响，但 WTI 原油价格受美国页岩油产能大幅释放而管道输送存在瓶颈影响，WTI 原油价格上涨有限。截至 2019 年 2 月末，布伦特 - WTI 原油价差为 9.30 美元 / 桶，较 2018 年末价差增加 1.65 美元 / 桶。

裂解价差方面，受益于油价温和上涨，1 ~ 2 月美国和亚太地区炼厂裂解价差均有所反弹，特别是美国地区炼厂裂解价差处于较高水平，主要是 WTI 原油价格相对较低，炼油成本下降所致。

图 3：2015 年以来国际原油价格、区域价差和裂解价差走势情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2019 年上半年原油供需回归紧平衡，原油价格有所上涨、裂解价差处于高位；下半年原油供给增加，油价存在回调空间，裂解价差将有所下降，仍需关注伊朗石油禁运全面启动后对市场的短期冲击

东方金诚预计，上半年受益于中美贸易争端趋于缓和⁴，原油需求将有所提升。同时，受沙特等 OPEC 成员国以及俄罗斯减产执行力度加强影响，原油供给将有所下降。总体来看，上半年原油供需关系将回归紧平衡，原油价格将有所上涨。下半年受美国油气输送能力提升影响，原油供给将有所增加，油价存在回调空间预计全年布伦特油价中枢在 60 ~ 65 美元，WTI 价格中枢在 55 ~ 60 美元。不过值得注意的是，4 月伊核协议豁免即将到期⁵，伊朗受到石油禁运影响，其原油出口量将大幅下降，届时国际原油价格有可能出现剧烈波动。

区域价差方面，上半年布伦特 - WTI 价差将继续扩大。沙特等 OPEC 成员国以及俄罗斯高减产执行力度将提高布伦特油价，而美国页岩油管输问题将推高二叠纪地区原油库存，WTI 原油价格上涨有限。下半年布伦特 - WTI 价差将有所下降，主要系美国页岩油管输瓶颈改善，WTI 价格将更接近布伦特油价所致，布伦特 - WTI 价差将有所下降。裂解价差方面，上半年受益于原油价格上涨、产品价格提升，裂解价差将处于高位；下半年受原油价格回调影响，裂解价差将有所下降。

[4] 2019 年 2 月 21 日至 24 日，在第七轮中美经贸高级别磋商中，中美双方在技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业以及汇率等方面取得实质性进展。

[5] 2018 年 11 月 5 日，美国对伊朗的第二批制裁正式生效，但中国、韩国、印度、日本、意大利、土耳其、希腊及中国台湾等 8 个国家和地区暂时获得进口伊朗原油的豁免权，豁免期 180 天至 2019 年 4 月。

《国家组织药品集中采购试点方案》解读

■ 工商企业二部 高君子

政策：

2018年11月14日,中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过《国家组织药品集中采购试点方案》(以下简称“《方案》”),《方案》选择北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市(即“4+7”城市)作为国家组织药品集中采购试点,从通过质量和疗效一致性评价(以下简称“一致性评价”)的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种。按照试点地区所有公立医疗机构年度药品总用量的60%~70%估算采购总量,进行带量采购,量价挂钩、以量换价,形成药品集中采购价格。2019年3月12日,国家卫健委主任马晓伟接受记者采访时表示,“4+7”带量采购还会进一步扩大范围,向全国推广。

集中带量采购模式促使药企以价换量,本次中标药品平均降幅超50%,导致产品毛利率明显下滑,但该模式可保障中标药品销量并解决药品价格中销售费用过高的问题

“4+7”城市药品集中采购促使药企以价换量,中选品种大幅度降价。2018年12月6日,国家组织“4+7”城市带量采购谈判在上海举行,并开标议价,中标结果显示,有25个品种中选。根据米内网数据,与2017年中标企业中标品种全国最低价相比,本次中标品种的平均降价幅度超过50%,最高降幅达92%,远超市场之前30%~40%的预期。由于药品价格虚高,我国仿制药毛利率高达70%~80%,同时销售费用居高不下。从制药企业来看,中标药品价格大幅下降将导致药品毛利率明显下滑,但在集中带量采购模式下,一方面能保证中标药品在11个城市的销量,从而有助于提升市场份额,实现以价换量;另一方面,带量采购大大降低了药品进入医院的成本,解决药品价格中销售费用过高的问题。

预计2019年医药制造企业中中标药品销量会增加,仿制药将进入薄利多销时期。长期来看,药品品种较为单一且未通过仿制药一致性评价的制药企业市场份额将被蚕食,经营风险将有所加大,从而对其信用水平产生较大不利影响。

集中带量采购有利于改善医药流通企业应收账款规模大、账龄长的问题,减少其营运资金需求和利息费用支出

医药流通企业承担药品配送职能,医院终端通常会延迟给医药流通企业付款,导致医院大量占用医药流通企业的资金。本次《方案》规定,医疗机构作为药款结算第一责任人,应按合同规定与企业及时结算,降低企业交易成本。医保基金在总额预算的基础上,按不低于采购金额的30%提前预付给医疗机构,有条件的城市可试点医保直接结算,有利于医药流通企业及时回款。预计配送终端为医院的医药流通企业将受益于带量采购试点方案,其应收账款规模大、账龄长的问题将逐步得到改善,企业营运资金需求将有所减少,使得利息费用支出下降,进而对其信用水平产生有利影响。

医药行业控费保质是长期趋势,随着集中带量采购模式的推广,医院终端市场的占有率将进一步集

中到成本控制水平高且研发能力强的制药企业

此次带量采购选取 11 个试点城市，因实施范围较小，未中标药品还可参与其他城市的招标以及试点城市剩余采购量的招标。同时，本次集中采购只有 31 个品种，中标 25 个品种，涉及药品范围较窄，短期内对制药企业影响有限。但长期来看，随着国家医药改革的深入，集中采购的药品中标范围将进一步扩大，医药行业市场化程度随之提升。医药行业控费保质相关政策的不断推进，可以缩减大量的医疗费用，使得更多的创新药可以进入医保。此外，集中带量采购模式将制药企业从“带金销售”的无序竞争转移到提升药品质量、降低制药成本、促进药品研发的正确轨道上来。医院终端市场的占有率将进一步集中到成本控制水平高且研发能力强的制药企业。

GOLDEN
CREDIT RATING
东方金诚

智能手机行业数据研究

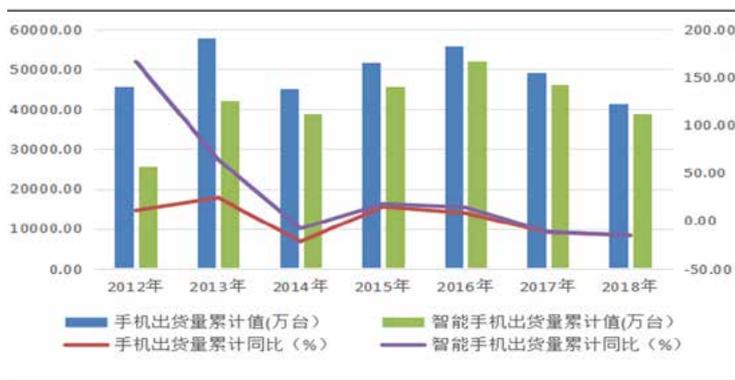
■工商企业二部 张秀超

行业最新数据：2019年2月12日, IDC公布2018年我国市场智能手机出货量合计3.98亿台, 同比下降10.50%。其中华为以1.05亿台出货量位居我国市场第一, 同比增长15.50%, 占国内智能手机市场出货量的26.40%。

2018年我国智能手机出货量同比继续下降, 智能手机技术更新依旧乏力, 加之5G手机短期内对出货量提升贡献度有限, 预计2019年手机出货量仍将延续下滑态势

历经2012年和2013年的增长, 国内手机出货量于2014年同比下降21.93%, 主要由于2013年12月工业和信息化部向三大移动运营商发放4G牌照, 但网络布局尚未全面铺设, 4G手机销量较小, 同时消费者购买3G手机首次同比大幅下降46.08%, 2G手机大幅下降64.41%。此后受益于国内三大运营商驱动, 三四线城市4G移动通信加快布局, 移动用户实现大规模增长, 2016年国内手机出货量达到峰值。2017年手机出货量同比下降12.30%, 国内手机市场逐渐进入以现有存量用户竞争为主的阶段, 手机出货量明显萎缩。工业和信息化部下属的中国信息通信研究院数据显示2018年国内手机市场出货量总计4.14亿部, 同比下降15.60%。2019年1~2月, 国内手机市场总体出货量4855.90万部, 同比下降15.10%, 其中智能手机出货量4613.50万部, 同比下降14.20%, 延续市场下降的趋势。

图1：2012年~2018年国内手机出货量和累计同比情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2018年我国市场智能手机出货量同比下降10.50%，一方面系智能手机产品质量整体提升、部分产品耐用度提高，数据显示2018年我国智能手机用户的平均换机周期约为22个月，较2年前延长4个月；另

一方面系 2018 年智能手机新旧产品功能体验差距日益模糊，自 2011 年始手机厂商历经了处理器更新升级、屏幕分辨率提升、摄像头像素拓宽、内存升级及电池续航能力提升、新增指纹识别等阶段，各品牌智能手机功能同质化趋势明显，新机型对消费者吸引力有所下降。

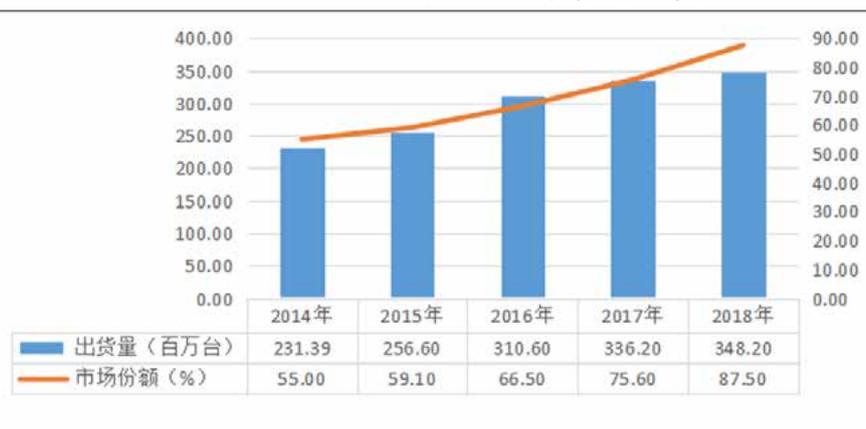
2019 年 2 月 24 日在巴塞罗那世界移动通信大会上，华为、小米、OPPO、vivo、三星等品牌纷纷展示支持 5G 通信的手机。华为同日发布 5G 折叠屏手机 Mate X，并宣布将于 2019 年年中上市，此前三星也推出折叠屏手机。5G 手机大规模应用需经历试商用、5G 牌照发放、5G 网络建设及 5G 手机批量上市等关键阶段。目前，中国移动、中国电信和中国联通三大运营商已经获得全国范围 5G 中低频段试验频率使用许可，5G 牌照仍未发放，5G 网络建设及基站建设仍在进行中。IDC 预计 2019 年全球 5G 手机出货量仅为 670 万台，远低于 4G 手机预计 13.30 亿台的出货量，5G 手机大规模商用仍需一段时间。国内厂商如京东方、柔宇等均已投产柔性显示屏，但由于折叠屏手机对柔性显示屏要求较高，厂商目前屏幕良品率较低、高端制造工艺难以全面突破，未能达到规模化量产的阶段，加之折叠屏手机定价较高，出货量相对较低，华为为折叠屏手机整个生命周期规划在 30 万台以内，三星的折叠屏手机量稍大，为 70 万台左右。

综上所述，东方金诚预计受智能手机技术更新依旧乏力，用户换机周期延长，市场延续存量博弈态势，叠加 5G 和折叠屏手机短期内对出货量提升贡献度有限，2019 年国内手机出货量仍将延续下滑态势。

智能手机市场已形成寡头竞争格局，前五大智能手机品牌市场占有率由 2014 年的 55.00% 快速提高至 2018 年的 87.50%，存量博弈下中小型厂商市场份额被蚕食、经营风险攀升，行业“马太效应”日益明显

IDC 数据显示，2014 年~2018 年国内前五大智能手机品牌市场份额持续快速增长。其中 2018 年国内前五大智能手机品牌市场份额占比高达 87.50%，同比提高 11.90 个百分点，远高于 2014 年 55.00% 的水平，市场已形成寡头竞争格局，且头部品牌竞争亦较为激烈。其中国产手机品牌联想 2015 年国内销量 2210 万台，市场占有率 5.30%，2017 年跌至 179 万台，市场占有率仅 0.40%，系产品定位不清晰、营销策略不当、核心产品缺乏竞争力所致。三星手机在国内市场份额 2013 年曾高达 19.70%，此后持续下跌，至 2017 年跌至 0.80%，较上年下降 1.90 个百分点，主要由于三星手机本土化能力薄弱，新推出的 Note 手机“爆炸门”事件导致消费者对其质量信心骤降，同时中低端机型功能升级缓慢，部分产品定价居高，而在此期间国产品牌如华为、vivo 和 OPPO 竞争实力提升，对其市场份额有所蚕食。

图 2：2014 年~2018 年国内智能手机出货量集中度（CR5）



资料来源：IDC，东方金诚整理

从 2018 年前五大手机品牌出货量对比看,华为和 vivo 出货量同比分别上升 15.51% 和 10.79%,增幅明显,主要由于其手机内在核心技术和软硬件的提升使得产品功能可以满足消费者需求所致。

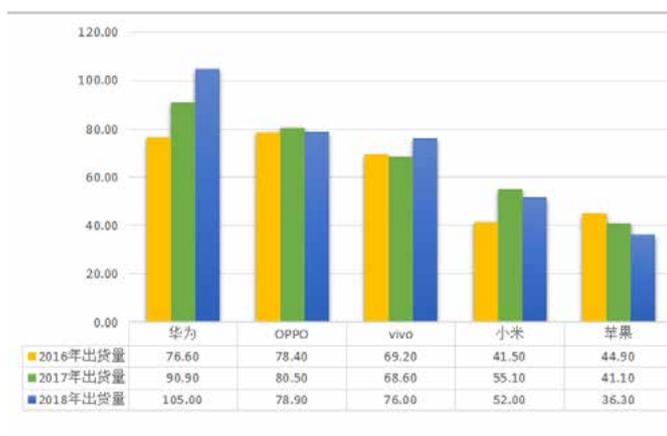
表 1 : 华为和 vivo 手机核心功能提升情况

厂商	核心功能提升情况
华为	麒麟 980 处理器、徕卡三摄摄像头、3DSensing、快充/无线充电、柔性 OLED 全面屏
vivo	升降式摄像头、全面屏、125° 超大广角拍照、3DToF 超感应、屏下指纹识别

数据来源 : IDC, 东方金诚整理

2018 年小米手机新机型功能未有较大提升,出货量同比下降 5.63%;苹果手机出货量同比下降 11.68%,延续自 2016 年以来的下滑态势,市场份额较 2015 年累计减少 4.30 个百分点,系近年苹果手机技术创新日趋羸弱及 2018 年新款手机定价较高导致消费者购机需求有所下降。

图 3 : 2016 年 ~ 2018 年前五大智能手机出货量数据 (百万台)



资料来源 : IDC, 东方金诚整理

中小型厂商市场份额明显下降,经营风险日益攀升。如酷派、金立、魅族等由于自身设计能力较弱、技术欠缺,过度扩张甚至多元化,导致销量均有所下滑,经营风险攀升,资金压力日益加大。其中金立通信出货量由 2015 年 3000 万部下降至 2018 年前三季度的 442 万部。由于近年盲目多元化投资,现金流支出较多,拖欠供应商欠款,实际控制人无法履行代偿债券义务等原因,金立通信于 2018 年发生债券违约,深圳市中级人民法院已在 2018 年 12 月 10 日裁定受理申请人广东华兴银行股份有限公司深圳分行对被申请人金立通信提出的破产清算申请。

东方金诚认为 2019 年国内手机市场的竞争格局将延续 2018 年态势,主要手机品牌集中度仍较高,“马太效应”愈加凸显,在核心技术创新、下游销售推广等方面竞争仍较为激烈,两极分化的态势更加明显,中小型手机厂商经营风险急剧上升。

钢铁行业热点评论

■工商企业一部 贾秋慧

事件回顾：巴西时间 2019 年 1 月 25 日凌晨，铁矿石生产商淡水河谷位于巴西米纳斯吉拉斯州 Paraopebas 综合矿区的 Mina Feijao 矿区尾矿坝发生溃坝事故。由于废矿坑大坝年久失修，大量泥浆和垃圾涌出冲毁了淡水河谷在当地的总部和附近一些村落。截至 2019 年 2 月 5 日，该事故已造成 142 人死亡、194 人失踪。2 月 6 日，淡水河谷宣布，部分铁矿石及球团相关销售合同已适用不可抗力条款。

2 月 18 日，巴西国家矿业机构宣布禁止在全国范围内使用上游式尾矿坝，并要求 2019 年 8 月 15 日之前完成保证安全性和稳定性的技术准备工作，其中包括在建下游水坝；2020 年 2 月 15 日前，完成大坝加固工作，在下游建造一个新的具有安全性和稳定性保证的矿坝；2021 年 8 月 15 日前，完成所有大坝的完全关停（包括生态恢复）或拆除。截至 2019 年 2 月 19 日，巴西境内共有 84 座矿坝受到影响。

矿区尾矿坝矿难发生后巴西政府加强监管，淡水河谷铁矿石产量下降超预期，铁矿石价格短期内涨幅明显，预计将推动全年价格中枢上移

淡水河谷是全球最大的铁矿石生产和供应商，铁矿石产量占巴西全国总产量的 80%；保有铁矿储量约 40 亿吨，占全球总储量约 10%。从铁矿石品位来看，淡水河谷铁矿石平均品位维持在 53%，高于全球铁矿石平均品位 48.24%。2017 年，淡水河谷铁矿石产能接近 4 亿吨，产量 3.665 亿吨，发运量 3.4 亿吨，其中约 2 亿吨发往中国，占中国当年进口铁矿石的 17.80%。

矿区尾矿坝矿难发生后，淡水河谷称未来三年将停止类似 19 座大坝的运营，产能合计约 4000 万吨。但随着巴西政府加强对矿山的安全监管，淡水河谷 Paraopeba 综合矿区及 Brucutu 矿山的生产均受到影响，预计合计影响铁矿石产能 5630 万吨。加上淡水河谷 1~4 号球团厂产能减弱，预计此次矿难影响淡水河谷总产能超 7000 万吨，大于淡水河谷公告的 4000 万吨。以影响产能 7000 万吨来计算，剔除 2019 年 S11D 投产新增 2800 万吨，预计淡水河谷 2019 年产能将减少 4200 万吨。虽然淡水河谷强调会通过其他矿区增产来平滑 Paraopeba 综合矿区的减产，但受巴西政府及舆论压力的影响，可能性较小。

受此矿难影响，全球铁矿石供应或由过剩转变为偏紧，影响中国铁矿石供给缺口为 2100 万吨¹左右。受铁矿石供给短缺预期影响，铁矿价格提升明显，2019 年 1 月 25 日~2019 年 2 月 19 日，进口矿价格指数从 552.70 元/吨增至 637.40 元/吨，涨幅 15.32%；国内综合铁矿石价格指数从 609.70 元/吨增至 679.40 元/吨，涨幅 11.43%；国产矿价格指数从 715.50 元/吨增至 757.30 元/吨，涨幅 5.84%。东方金诚预计全年铁矿价格中枢将有所上移，进口矿价格指数中枢约 550 元/吨。

注：[1] 此处假设淡水河谷产能利用率不变的情况下，影响中国的供给缺口 = 4200 * (2/4) = 2100 万吨。

图 1：矿区尾矿坝矿难发生后铁矿石价格指数走势



资料来源：Wind，东方金诚整理

高低品位矿价差稳定，钢企对进口高品位矿的依赖仍将持续，长期来看铁矿石价格上涨将导致钢企成本压力提升，钢企利润将受到影响

近期国内环保限产政策有所松动，预计钢企仍有扩产意愿。2018 年前三季度国内钢铁行业废钢添加比达到 20.10%²，提前完成《废钢铁产业十三五规划》目标，东方金诚预计后期废钢添加比提升空间不大，废钢对铁矿石替代作用有限。同时，若钢企购买低品位矿，为保证铁水产量，要增加低品位铁矿石和焦炭的采购量，还需考虑排放等环保指标，成本端也存在一定压力。从矿难发生后高低品位矿的价差来看，自 1 月 25 日起有小幅走高，春节后逐渐回落并趋于稳定。整体来看，短期钢厂用矿配比仍将保持稳定，钢企对高品位矿的依赖仍将持续。但也不排除 2019 年一季度钢铁行业处于供需两弱的行情，钢企产量尚未大幅提升加之前期钢厂铁矿石备货基本完毕，对新购铁矿石处于观望状态，致高低品位矿价差暂时维持稳定。

图 2：CRE 中国北方高低品位铁矿石价差走势



资料来源：Wind，东方金诚整理

从钢价方面来看，铁矿石价格上涨有助于推动钢价上涨，但由于钢铁行业下游需求偏弱，预计 2019 年钢价中枢将有所下移。受此次矿难影响，铁矿石价格总体走高，钢企成本端压力增大。整体来看，在钢价下行背景下，钢企利润将受到影响。

[2] 根据中国废钢铁应用协会数据统计。

浅析租赁会计准则修订对企业信用风险的影响

■ 工商企业一部 郭哲彪

修订回顾：2018年12月7日，中国财政部对《企业会计准则第21号——租赁》进行了修订。根据新修订的准则，除准则规定的部分特殊租赁以及短期租赁和低价值租赁外，承租方将不再区分经营租赁和融资租赁，所有承租业务将确认资产和负债。对于在境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则或企业会计准则编制财务报表的企业，自2019年1月1日起施行；其他执行企业会计准则的企业自2021年1月1日起施行。

我国新修订的租赁准则与国际会计准则趋同，消除了承租人利用经营租赁进行表外融资的机会，有利于全面真实反映企业债务负担

经营租赁和融资租赁是会计准则对租赁业务的区分。国际会计准则、美国公认会计准则以及我国企业会计准则等以租赁物所有权的风险和报酬是否在实质上转移至承租人为标准，将租赁业务划分为融资租赁和经营租赁。原会计处理将承租人的融资租赁业务确认资产和负债，而经营租赁的资产和负债并不在表内体现，由此导致承租人财务报表未全面反映因租赁交易取得的权利和承担的义务；也为实务中构建交易以符合特定类型租赁的行为，提供了动机和机会；这一方面降低了财务报表的可比性，另一方面也存在通过经营租赁隐藏负债的可能性，风险未能在表内充分体现。

2016年，国际会计准则理事会和美国会计准则委员会分别对租赁准则进行了修订，并于2019财年正式实施。国际会计准则理事会统计了全球1022家上市企业经营租赁数据，其中交通运输、物流和零售等行业存在大量经营租赁和表外负债。因租赁准则调整，美股上市企业将增加约3万亿美元负债。

2018年12月，中国财政部对《企业会计准则第21号——租赁》进行了修订，新修定的租赁准则与国际会计准则基本趋同。新准则下，承租人租赁业务会计处理不再区分融资和经营租赁，消除了承租人利用经营租赁进行表外融资的机会，有利于全面反映企业的债务水平和偿债能力。此外，新准则对于租赁的披露不再以“重要性”为标准，要求在附注中披露租赁的相关资产情况、租赁负债的利息费用、未纳入租赁负债计量的可变租赁付款额等项目，有利于提高财务报表的透明度和可比性。

租赁准则修订对交通运输、物流和零售等经营租赁规模较大的行业影响较大，其中经营租赁规模较大的企业短期内在融资和流动性方面将受到一定影响

经营租赁“入表”，承租企业需根据租赁付款额、内含利率以及担保余值等确认相应的负债和资产，对其财务的直接影响是负债及债务规模增加、杠杆水平提高，同时也会对短期损益和现金流状况造成一定影响。

航空、物流以及零售等行业企业经营租赁规模较大，租赁准则修订对这些行业影响明显。航空企业

经营租赁资产主要为民航客运飞机，根据 2017 年年报披露中国国航、南方航空和东方航空经营租赁飞机分别为 203 架、264 架和 145 架，占总机队的比重分别为 30.99%、35.01% 和 23.13%；同时外币租赁占比较高；经营租赁入表后，资产负债表中外币资产和负债将大幅增加，且会面临一定汇率波动风险。零售企业经营租赁主要是销售门店租赁；百货或者商超类零售企业门店规模较大且以租赁为主，租赁规模较大。经营租赁入表后，零售企业资产规模增加，“轻资产”属性将进一步弱化。物流行业经营租赁包括运输设备、物流仓库等，租赁规模与企业运营模式相关。

由于杠杆率相关指标是债权投资者最为关注的指标之一，采用新租赁准则后，原表外负债将“入表”，租赁负债、利润率、财务费用率以及现金流等财务指标会产生变动。租赁准则修订对相关企业的的影响具体表现在以下三个方面：相关企业的债务规模及杠杆水平有所提升；利润表中原经营租赁费用将被拆分为租赁资产的折旧和利息费用，企业的毛利润、EBITDA 以及财务费用都会有所提高；现金流量表方面，原计入经营性现金流的经营租赁支出将分别以支付租赁负债本金及利息的方式计入筹资性现金流¹，经营性净现金流将提高，筹资性净现金流将降低，进而影响现金流的相关财务指标。

表 1：部分上市企业 2017 年经营租赁情况

单位：亿元、%

企业名称	所属行业	经营租赁最低付款额	有息债务	调整后的有息债务 ²	资产负债率	调整后资产负债率
中国国际航空股份有限公司	航空	513.91	651.67	1091.31	59.73	66.06
中国南方航空股份有限公司	航空	694.65	660.47	1253.46	71.53	77.61
中国东方航空股份有限公司	航空	209.36	824.36	999.3	75.15	76.92
顺丰控股股份有限公司	物流	60.80	102.82	154.53	43.23	47.90
德邦物流股份有限公司	物流	18.32	10.79	27.52	52.90	62.52
苏宁易购集团股份有限公司	零售	353.87	153.17	460.54	46.83	55.52
王府井集团股份有限公司	零售	125.81	22.38	128.36	46.56	64.96
永辉超市股份有限公司	零售	477.67	0.00	399.18	37.91	71.96

资料来源：Wind，东方金诚整理

注：[1] 使用国际会计准则和美国公认会计准则的企业，利息支出计入到经营性净现金流。

[2] 使用企业公开披露的经营租赁最低付款额，并按照 5% 的利率进行折算。

绿色金融一季度报告

■ 东方金诚信用 绿色金融部 方怡向 王璐 武慧斌

摘要

一级市场绿债发行数量及规模同比双

增长：一季度境内新发行绿色债券 41 只，发行规模 485.50 亿元，较去年同期（19 只，180.95 亿元）大幅增长。绿色公司债发行规模略超绿色金融债，信用等级 A+ 发行主体数量再扩大，地方国企发行依然占据主导，行业分布继续多元化趋势。

二级市场现券交易规模同比大幅提升：

一季度境内“贴标”绿色债券在二级市场现券交易额为 1100.45 亿元，较去年同期大幅提升 172 个百分点。绿色金融债和绿色中票交投持续活跃，绿色公司债交投低位运行。

一季度绿色债券发行成本优势明显：

一季度新发行“贴标”绿色债券整体发行成本优势明显，发行利差中位数和上下四分位数分别低于非绿债券 110.25BP，221.34BP，61.89BP。

七部委联合规范绿色产业标准，绿色

金融标准化迈入新征程：

《绿色产业指导目录（2019 年版）》为绿色产业的界定提供权威、详细的标准依据；金融机构环境信息披露工作稳步推进，科创板强制要求 ESG 信息披露；大湾区打造绿色金融中心，推动绿色互联互通发展；国家加快支持民营企业绿色发展，多举措政策落地实施。



扫描二维码查看全文

丝路观察

● HAIKOU IN AND OUT OF



中国 – 越南丝路合作分析

主权研究团队 曹源源 谢文杰 何岩浩 白雪

中国 – 越南丝路合作现状蓬勃，前景可期

(一) 贸易

中越双边贸易体量大，发展势头整体向好，但两国贸易不平衡影响双边经贸深入发展。2011-17年间中越两国双边贸易增长 1.6 倍。截至 2017 年底，中国连续 14 年成为越南第一大贸易伙伴，越南对中国进出口贸易总额占其进出口总额比重由 2011 年 17.2% 上升至 22%，越南连续第二年成为中国在东盟最大贸易伙伴。越南主要以加工制造中间产品为主，越南对中国出口产品多为经济价值较低的橡胶、原油、煤炭等工业原料，以及鞋类、纺织服装等轻工业品，但越南需从中国进口种子、化肥、农药以及配件、装备等生产资料，以形成自身的农业生产能力和出口产业生产能力。目前，越南正利用本国劳动力价格低廉的优势，吸引外国资金和技术推进“越南制造”。但由于越南工业化发展程度较低，整体工业基础不足，出口产品的核心竞争力不足，中越两国的产业发展水平和经济所处阶段的不同造成双方贸易不平衡的现状。(如图 1)

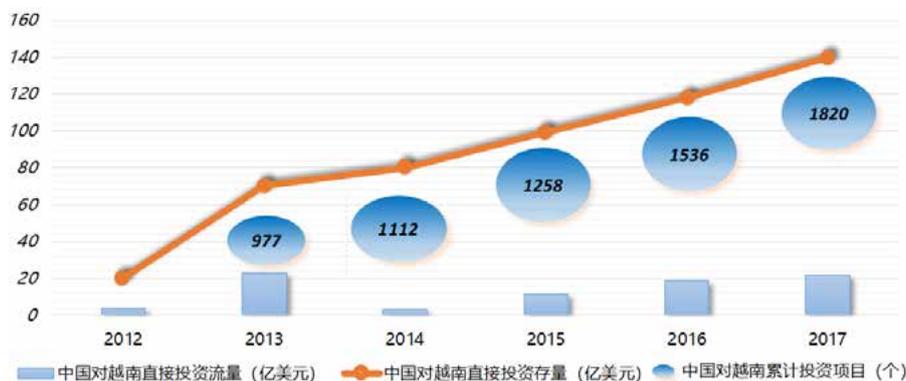
图 1：中国 – 越南双边贸易



(二) 投资

中国对越南直接投资存量不大但增长较快。中国对越南投资主要集中在加工制造业 (70%) 和房地产业 (10%)，其他则分布在物流、餐饮等领域。而在基础设施建设、能源资源开发等投资基数大、惠及对象国范围广、契合越南经济社会发展战略规划领域，中国主要是以工程承包方式进行合作。据悉，越南是中国在东盟第三大工程承包市场，中国承包商承建了越南工程总量的 90% 以上。(如图 2)

图 2：中国对越南投资状况



数据来源：商务部

(三) 产业

中越产业合作呈较快发展局面，投资领域和投资方式趋于多元化。“一带一路”背景下，中越产能合作主要集中在电力、基础设施、建材、电子制造等行业，投资方式从政府主导向 BOT、PPP 等方式扩展。中国产业转型升级以及在基础设施开发、制造业、绿色能源等方面的优势，使越南可以借助中国优势产业的配套能力促进本国产业发展，双方产业合作空间较大。（如表 1）

表 1：中越产业合作平台

合作领域	建设项目	重点建设内容	主要成果
新能源产能合作区	云中工业园区	越南光伏、天合光能等多家企业，生产单、多晶电池片	是中企在海外最大的太阳能产业基地
传统制造业产能合作平台	永兴燃煤电站一期	解决越南南部经济、生活等电力短缺状况	机组一 2018 年 9 月并网发电，机组二 2019 年 3 月并网发电
	天虹纺织工业园	集纺纱、织布、染整、制衣全产业链的纺织产业合作区	投资额 250 亿美元，在广宁省海河区建设 3300 公顷工业园
综合服务平台	龙江工业园区	投资额 11 亿美元，产值 60 亿美元，提供就业 5 万人	37 家企业已入园，2016 年底已为前江省提供 10000 岗位
	深越经贸合作区	重点面向中国制造的绿色环保科技企业招商	规划 800 公顷，首期投资 1.75 亿美元，2017 完成首期基建

数据来源：东方金诚根据公开资料整理

越南投资环境总体向好，潜力巨大

(一) 主权信用状况

东方金诚评定越南本、外币主权信用等级 BB+，评级展望正面。短期内，越南前期经济结构调整、投资环境改善的积极效应将逐渐释放，国内制造业将迎来快速发展期，强劲的国内需求将继续成为经济增长的主要拉动力，带动中央政府财政赤字和债务负担率企稳下降，政府偿债能力趋于改善。综合各种因素，短期内越南主权信用等级存在上调可能。

（二）政治社会环境

越南政治、社会环境整体较好。越南共产党执政地位稳固，政治体制内“四驾马车”并存的机制能够实现一党执政下的权力相互制衡，中央政府对地方政府具有较强的统筹能力。历届政府遵循“转变经济增长方式、稳定宏观经济”的结构性改革路径，但所有制改革不及预期和政府、国企的商业寻租行为制约政策实施落地，影响政府执政效率。社会治安总体良好，无恐怖袭击事件，但贫富差距扩大，社会矛盾逐步凸显，社会不稳定因素在增加。

（三）政策环境

越南政策环境较为开明。越南《投资法》规定，外国投资者可选择投资领域、投资形式、融资渠道、投资地点及投资活动项目期限。鼓励外国投资者通过 BCC、BOT、BT 等方式投资于基础设施建设领域。越南国家预算内资金对清洁能源、公共服务等特殊领域内的企业提供扶持。

（四）经济金融环境

图 3：越南宏观经济走势

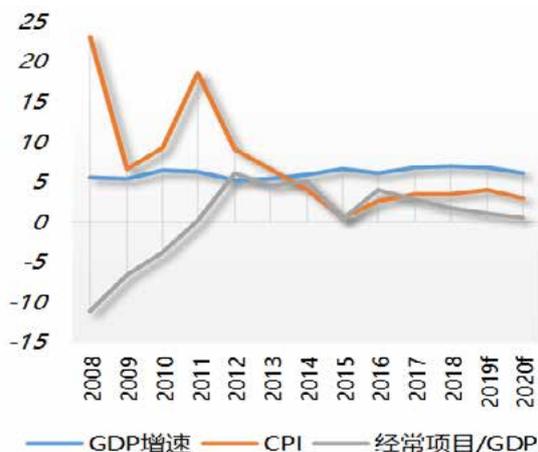


图 4：金融市场发展指标排名 /137 国



数据来源：EIU, WEF

近年越南经济平稳增长，金融环境不断改善。越南经济增速快、产业结构调整逐步深化，通货膨胀率、经常项目平衡等指标不断改善，消费（年均增速 9% 左右）为经济主要拉动力。不过，作为外向型经济体，越南出口体量大，但出口产品缺乏定价权，并受全球经济波动和产业环境变化等影响。越南金融市场活力较强但发展不均衡，国内以银行业为主，证券和保险业发展较慢，结构单一。越南汇率管理机制以每日公布“中央参考汇率价格”取代长期实行的固定汇率机制，商业银行在中央参考汇价基准上下浮动 3% 制订各自的汇率价格。近年越南外汇储备规模逐步扩大，使得越南央行可以运用美元储备平抑波动，维持本币稳定并对外汇市场进行干预，近四年越南盾兑美元汇率年均贬值幅度控制在 1% 左右。

(五) 营商环境

表 2：越南营商环境状况

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
新注册公司所需天数	37	37	36	36	32	34	34	20	24	20
报税所需小时数/年	1050	1050	941	941	872	872	872	770	540	498
自动取款机/每十万成年人	12	15	17	20	21	22	23	24	24	24
商业银行分支机构/每十万人	3	3	3	4	3	4	4	4	4	4
总税率(占商业利润百分比)	39.9	39.9	33	39.9	35.3	40.8	40.8	39.4	39.4	39.4



注：色阶颜色从红色 - 黄色 - 绿色，表示营商环境主要指标较差 - 良好 - 优秀的变化轨迹。

数据来源：世界银行

图 5：越南营商环境排名 /190 个经济体



数据来源：世界银行

越南营商环境改善明显，在全球范围处中等水平。越南自 2006 年 11 月加入 WTO，履行入世承诺，逐步削减关税，开放服务领域，政府行政效率有所提高，但在世界范围内仍处较低水平。《2018 年全球营商环境报告》190 个经济体中越南排名 68 位，较 2017 年上升 14 位。

中国 – 匈牙利丝路合作分析

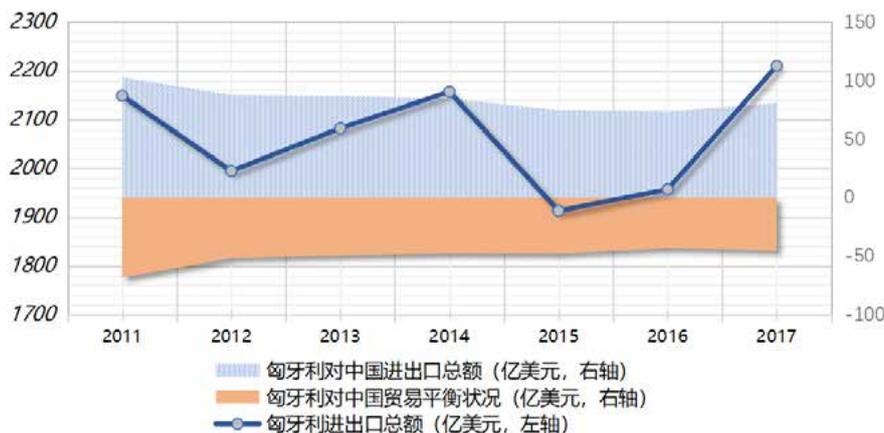
主权研究团队 曹源源 谢文杰 何岩浩 白雪

中国 – 匈牙利丝路合作基础深厚，潜力巨大

(一) 贸易

中匈双边贸易合作基础深厚，随着“一带一路”推进，贸易合作有逐步深化势头。自中国“一带一路”倡议提出以来，匈牙利积极响应，成为第一个与中国签署“一带一路”合作协议的欧洲国家。匈牙利是中国在中东欧地区的第三大贸易合作伙伴，中国是匈牙利在欧盟外的第一大贸易合作伙伴。从双边贸易额看，2018年1-9月匈牙利与中国双边货物贸易总额为69.3亿美元，同比增长16.2%，其中，匈牙利对中国出口13.9亿美元，增长3.7%；匈牙利自中国进口55.3亿美元，增长19.8%，中国处于大幅贸易顺差状态。从贸易结构看，中匈双边贸易主要以机电和高新技术等附加值较高的产品为主。其中，电机、电气、音像设备及其零附件，核反应堆、锅炉、机械器具及零件，光学、照相、医疗等设备及其零附件，有机化学品四大领域在双边贸易额中的占比达到78.2%。近年来中匈贸易呈波动上行状态，在匈“向东开放”的战略部署下，其将积极扩大对中国出口份额，双边贸易差额将逐步缩小。中匈双边贸易额仅占匈牙利贸易额的3.7%，未来贸易合作潜力巨大（如图1）。

图1：中国与匈牙利双边贸易状况



数据来源：统计局

(二) 投资

中国对匈牙利直接投资存量在中东欧处于第二位，直接投资流入呈加快趋势。截至2017年，中国对匈牙利累计直接投资3.3亿美元，排在波兰之后。从整体来看，中国对匈牙利的投资份额仅占全球对匈牙利直接投资的0.35%。不过，在“一带一路”倡议与匈牙利“向东开放”政策交会对接的大背景下，中国对匈直接投资呈快速上升趋势，由2011年的1161万美元增加至2017年的6559万美元，增长5.6倍。从

投资领域看，中国对匈的直接投资涵盖国际贸易、金融、通讯设备、航空、家电、新能源、物流及旅游等多个领域，且逐步由以往的餐饮、纺织等劳动密集型行业转移到化工、贸易及绿色能源等资本密集型和高附加值行业（见图 2）。



数据来源：商务部

（三）园区及金融合作

中匈园区及金融领域合作深化带动贸易程度加深。匈牙利已建的中资企业园区包括中欧商贸物流合作园区和中国匈牙利宝思德经贸合作区。其中，中匈宝思德经贸合作区是以化工、轻工、机械制造、物流等为核心产业的加工制造基地，目前是中国在中东欧最大的投资项目，累计投资额近 17 亿欧元。中欧商贸物流合作园区是以现代物流配送中心和高效信息管理系统为支撑的商贸物流型园区雏形。中匈金融领域合作逐步深化，2013 年 9 月 9 日，签署了中匈双边本币互换协议，互换规模为 100 亿元人民币 / 3750 亿匈牙利福林。2016 年 4 月，匈牙利发行 10 亿人民币债券，是中东欧国家发行的首支人民币债券。中匈以园区及金融领域合作带动双边贸易程度逐步加深。

匈牙利投资环境分析整体稳定，优势突出

（一）主权信用状况

东方金诚评定匈牙利本、外币主权信用等级 **BBB**，评级展望稳定。劳动力市场紧张带来的工资上涨对私人消费形成支撑，国内信贷恢复和欧盟资金带动投资增长，2018 年匈经济持续扩张。随着政府财政巩固及经济稳步增长，政府债务负担率进入下行通道。短期内，国际贸易环境收紧令匈出口及融资环境承压，经济增速将略有下滑；但强劲的经济基本面表加之持续的经常项目顺差，使其主权信用等级存在上调的可能性。

（二）政治社会环境

匈牙利政治社会环境整体稳定。匈牙利政局保持稳定，2018 年青民盟第三次赢得大选且拥有议会 2/3 多数选票，客观上保持了匈牙利政策的连续性和稳定性。欧尔班政府实行“匈牙利模式”以促进经济复苏：政治稳定、严格的财政政策、工作福利社会和实行向东开放。但欧尔班政府公开质疑体现欧洲主流价值

观的“自由民主制度”，宣扬民族主义及民粹主义观点，加之其在外交争端中采取明显的亲俄立场，匈牙利有被欧洲边缘化的危险。匈牙利政府在匈塞边境建立隔离墙，并修改法律保障，大幅减少过境难民和非法移民数量，匈牙利社会治安总体稳定。

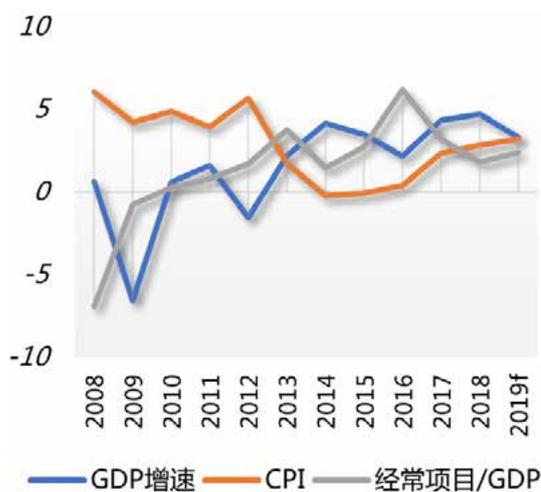
（三）政策环境

匈牙利政策环境在中东欧具有比较优势。匈牙利自 2004 年加入欧盟后实行统一的贸易关税政策，法律法规体系亦不断完善。匈牙利《外商投资法案》对国内外投资者权益进行法律保护，国内外投资企业适用统一法律法规。匈牙利鼓励对制造业和高附加值行业的投资，包括汽车行业、电子行业、信息与通信技术、物流业、可再生能源以及农业等。为鼓励外商投资，匈牙利出台大量优惠政策，具体分为：欧盟基金支持、匈牙利政府补贴、税收减免、培训补贴和就业补贴 5 类。匈牙利政府为投资者提供的政府补贴及税收减免在中东欧国家位于前列，且匈牙利对企业统一征收 9% 的企业所得税，处欧盟最低水平。优惠政策大幅提高了国家的经济竞争力，使匈牙利政策环境在中东欧具有一定比较优势。

（四）经济金融环境

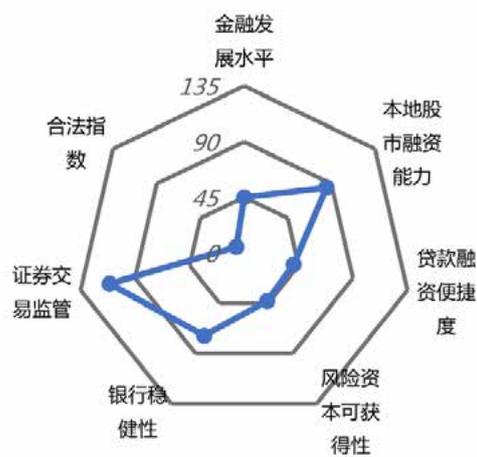
匈牙利保持较强经济复苏势头，金融环境逐步改善。全球金融危机和欧债危机使匈牙利两次陷入经济衰退，2013 年经济开始复苏。匈牙利总体经济发展形势较好，经过多年发展，国内生产总值逐渐趋于稳定并处于较高水平。在经济稳步增长的同时，通胀率及失业率维持在较低水平，经常项目平衡始终处于顺差状态，经济发展较为平衡。匈牙利金融体系以外资银行为主，资本市场 75% 的融资均通过银行展开。2001 年匈政府废除汇率管制，2008 年起实行浮动汇率制度，央行通过对外汇市场的干预避免汇率的大幅波动，且匈牙利的外部盈余亦为福林汇率稳定提供重要支持。

图 3：匈牙利宏观经济走势



数据来源：EIU, WEF

图 4：金融市场发展指标排名 /137 国



(五) 营商环境

匈牙利营商环境在全球处于中等偏上水平，但近年存在小幅下滑趋势。匈牙利地处中欧腹地，区位优势明显。世界银行 2019 年发布的营商环境排名报告中，制度和法律环境方面表现不佳，匈牙利在办理施工许可证排名 110，在获得电力上排名 122 位，均有所恶化，使其世界综合排名由之前的 50 位下滑至 53 位。但由于匈牙利便利的物流和基础设施，使其在跨境贸易上极具优势，总体投资环境处于全球中上等水平（见表 1 和图 5）。

表 1：匈牙利营商环境状况

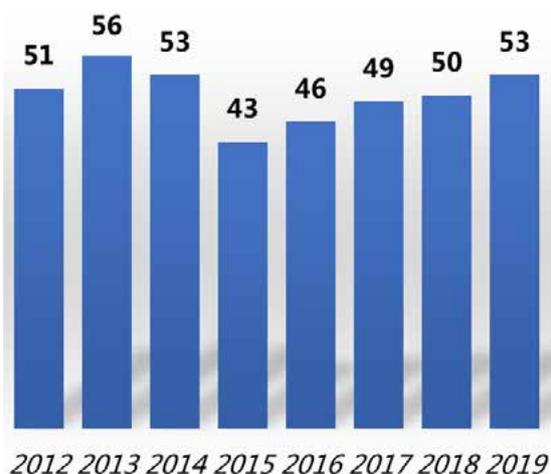
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
注册公司所需时间(天数)	5	5	5	7	7	7	7	7	7	7
获得电力时间(天)	252	252	252	252	252	252	252	257	257	257
信用机构覆盖率(成年人百分比)	10.3	11.4	16.1	15.8	73.2	74.6	88.6	89.8	89.8	91.2
合同执行所需时间(天数)	605	605	605	605	605	605	605	605	605	605
总税率(占利润百分比)	56.4	54.5	51.8	49.7	49.2	47.9	48.2	46.3	46.4	40.3



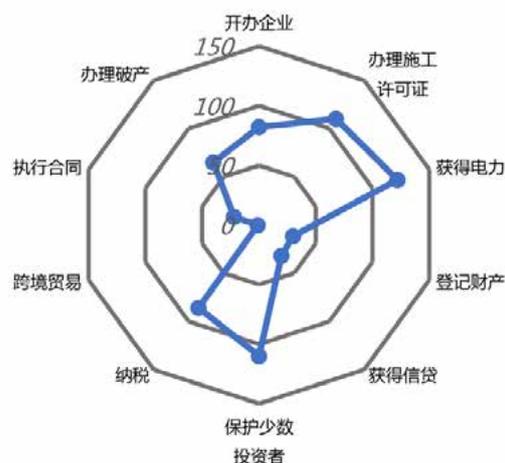
注：色阶颜色从红色 - 黄色 - 绿色，表示营商环境主要指标较差 - 良好 - 优秀的变化轨迹。

数据来源：世界银行

图 5：匈牙利营商环境排名 /190 个经济体



数据来源：世界银行



东方金诚辖内各党团代表参加 东方团委组织的一日“党团活动”

3月23日，为庆祝中国东方公司成立20周年，中国东方团委组织中国东方总部和在京机构青年开展了义务植树和参观铁军纪念馆活动，东方金诚党委辖内各党支部部分党员与团员代表参加了此次活动。

党员团员代表与中国东方团委百余位青年一道在北京市怀柔区亿亩千田植树基地进行植树活动。植树现场，大家分工协作，干劲十足，有条不紊地进行着扛苗散苗，挥锹铲土，扶苗踩土，提水浇水等各环节，经过一个多小时的团结协作，百余棵油松树苗被整齐地种植在基地内。



下午，全体人员前往北京爱国主义教育基地铁军纪念馆进行参观学习，全体党员在纪念馆庄严的雕塑前集体宣誓，重温入党誓词。



在解说员的引领下，通过参观纪念馆内新四军抗战时期的图片、照片和实物，全体党员重温了中华民族不畏艰险、自强不息的奋斗历程，学习了革命前辈保卫家园、视死如归的革命精神，引导党员群众以革命先烈为楷模，立足本职工作，为实现公司高质量发展作出更大贡献。

 **东方金诚国际信用评估有限公司**
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co.,Ltd.



锐意创新 极致服务 践行中国评级梦



— 公司官方微信 —

Add : 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层

Tel. : 86-10-62299800 (总机)

Fax. : 86-10-62299803

E-mail : dfjc@coamc.com.cn

WWW.DFRATINGS.COM