

用全球评级刻度度量中国工商企业的信用质量

目录

摘要	1
简介	2
离岸外币债券市场的特点	3
信用概述和指示性信用评估分布情况	6
结论	12
附录	13

摘要

- 中国债券市场已经发展成为世界第二大债券市场，市场规模持续扩大、市场活跃度显著提升、发行人群体更加多样化，制度框架也在不断完善。随着中国债券市场持续吸引着越来越多的国际投资者，使用全球评级刻度评估中国发行人的信用质量，让投资者在相同的基础上比较投资，显得至关重要。
- 本报告将鹏元国际全球可比性的分析框架应用于 534 个已在离岸债券市场上发行债券的中资工商企业发行人，实现在全球评级刻度之下评估中国工商企业的信用质量。选择这个发行人样本是因为它们的数据透明度相对更高，且其中一些企业已经获得了国际评级机构的评级。
- 我们研究的离岸工商企业的样本由 534 个非金融发行人组成，其指示性信用评估¹分布范围为{CCC-}至{AA}，中位数为{BBB-}。虽然部分政府相关实体的财务状况和业务模型相对薄弱，但由于大多数政府相关实体具有独特的业务优势和强大的政府支持，该部门的信用质量最高。另一方面，样本内能源行业的信用状况最差。因为发行离岸债券的能源公司主要是勘探和生产设备制造商，这类公司通常呈现高度的波动性、周期性，且受制于不可控的全球因素。
- 房地产公司是一般工商企业样本中最大的行业群体，其指示性信用评估的中位数为{BB-}。由于杠杆率高企、业务多样化有限，且普遍缺乏流动性，房地产公司的指示性信用评估一般较低。此外，“三条红线”新规也限制了中国房地产开发商的融资渠道。考虑到新冠疫情在一定程度上对房地产建设、营运资本管理和合同销售造成严重影响，我们认为房地产公司的信用实力尤为薄弱。
- 除地方政府融资平台（城投）和政府相关实体外，样本中大多数的工商企业的信用实力相对较弱，其中只有约 25%的企业具有投资级的指示性信用评估，且只有信息技术行业公司的指示性信用评估的中位数高于投资级。
- 目前离岸债券市场的发行人大多是业内实力较强的企业，但随着越来越多的发行人进入离岸债券市场，可能会逐渐改变市场上发行人的平均规模、盈利能力和杠杆状况，从而改变这个市场的整体信用状况。

联系我们

姓名 陈科, PHD
 职位 首席评级官
 直线 +852 3615 8316
 邮箱 ke.chen@pyrating.com

姓名 戴嘉廷, CFA
 职位 分析师
 直线 +852 3615 8276
 邮箱 jonathan.tai@pyrating.com

姓名 李龙
 职位 分析师
 直线 +86 755 2348 3867
 邮箱 leon.li@pyrating.com

姓名 左一鸣
 职位 高级分析师
 直线 +852 3615 8341
 邮箱 jameson.zuo@pyrating.com

本研究根据鹏元国际工商企业的信用分析框架对公开信息进行分析，得出关于离岸债券市场可能的信用状况的初步观点。必须强调的是，本报告中提出的信用意见不是信用评级，也不应被理解为对任何特定发行人最终信用评级的指标，而是根据所进行的研究对可能的信用度提出的初步意见。

本文译自英文版报告 ([Measuring the Creditworthiness of China's Corporates Using a Global Rating Scale](#))。若有分歧，以英文版为准。

¹ 此研究报告中的指示性信用评估是鹏元国际基于公开信息通过桌面分析对企业可能的信用质量的初步观点。

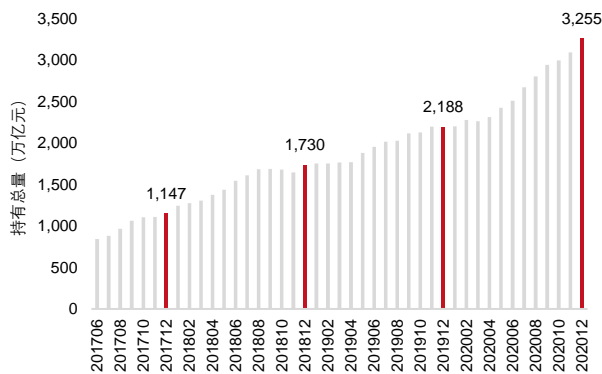
简介

随着中国金融市场的开放，中国债券正吸引着国际投资者越来越多的兴趣。在过去的两年里，中国债券被纳入富时罗素全球政府债券指数、彭博巴克莱全球综合指数和摩根大通全球新兴市场政府债券指数等多个全球领先的债券指数。这导致了千亿美元的被动资金流入中国的债券市场。而中国债券市场更高的收益率，与发达国家债券市场之间较低的相关性，为国际投资人提供了更多多元化投资的机会。

中国监管机构在改善外资进入中国在岸债券市场方面也已做出了巨大的努力。中国政府自2016年以来出台了一系列举措，以降低外国投资者投资在岸债券市场的准入门槛。目前，外国投资者可以通过 1) 合格境外机构投资者 (QFII)、2) 人民币合格境外机构投资者 (RQFII)、3) 银行间债券市场 (CIBM) 直接投资、4) 债券通，四种投资渠道进入中国债券市场。其中，“债券通”允许投资者通过离岸金融基础设施开展境内债券交易而不受配额的限制，成为了简化和提高中国债券投资效率的关键一步。截至2021年5月底，共有2,563家国际投资者在“债券通”注册，其中包括78家全球排名前100的资产管理公司。

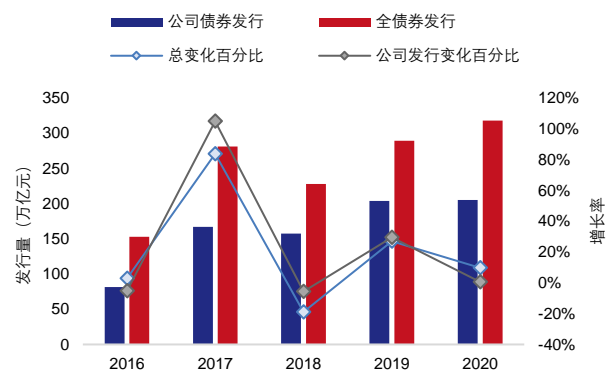
虽然在岸债券市场上外国投资者的比例不断增加，但他们还是主要持有中国的主权和政策性银行（类主权）债券。而外国投资者持有的公司债券极其有限，其中一个主要的障碍是境内信用评级体系无法有效的比较和区分企业的信用质量。目前，境内评级机构是根据中国国内评级刻度对企业进行评级，且大部分国内评级结果处于AAA至AA的评级区间，因此，国内评级体系的全球可比性和信用区分度较为有限。在缺乏具有可比性的信用评级的情况下，外国投资者在投资中国公司债券时往往更加谨慎。具有全球可比性的信用评级对于推进在岸债券市场的国际化至关重要。

图 1: 外国投资者持有总量



数据来源: 债券通、WIND、鹏元国际

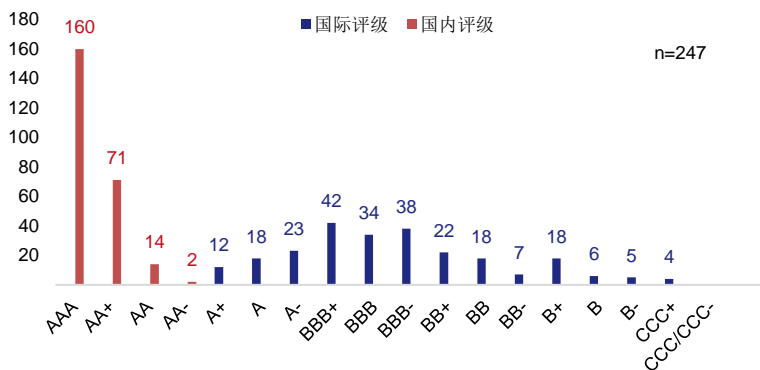
图 2: 中资美元债历史发行情况



数据来源: 彭博、鹏元国际

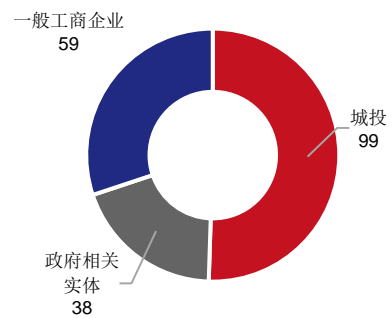
在岸债券市场规模不断扩大的同时，近年来中国离岸债券市场也在快速发展，年发行量从2015年的1,490亿美元增加到2020年的3,180亿美元。中国企业希望利用国际债券市场为其国际业务融资，并在市场上树立知名度。虽然部分中国离岸债券具有全球可比的信用评级，但还有许多中国离岸债券在发行时并没有全球刻度的评级（见图3a和3b）。部分原因是因为这些没有国际评级的债券主要是被中资银行和中资投资公司的境外分支机构购买的，而这些机构对中资发行人相对较为熟悉。近年来，国际投资者为了寻求更高的回报并使其投资组合多样化，开始增加对中国离岸债券市场的参与。与在岸债券市场的情况类似，缺乏全球可比的信用评级也成为了许多依赖全球刻度评级进行投资和风险管理决策的国际投资者进入中国离岸债券市场的障碍。

图 3a: 中资离岸发行人的国内国际评级分布



数据来源: DMI, 鹏元国际

图 3b: 无评级公司分析



数据来源: DMI, 鹏元国际

此研究报告旨在通过采用鹏元国际的评级方法, 在全球可比的评级框架下阐明中国工商企业发行人的特征和信用状况。我们得出的工商企业的指示性信用评估是基于全球评级刻度, 与其他国际信用评级机构的信用评级具有可比性。在此研究中, 我们将鹏元国际的信用分析框架应用于已在离岸市场发行债券的中资工商企业发行人, 主要是因为它们的数据透明度更高, 且其中一些企业已经获得了国际评级机构的评级。

1993年9月至2021年1月期间, 除政府类债券和金融机构类债券外, 中资离岸债券共发行2,863只。共有703家发行人, 其中30家发生了违约²。此研究报告重点关注其中的534家发行人, 约占发行本金的84%³。剩余的发行人大多是公开可用数据不充分, 一般可用数据少于两年。这534家工商企业可分为三类发行人: 一般工商企业、城投和政府相关实体⁴。为了提供更多详细信息, 我们还将一般工商企业进一步细分为不同的行业, 以便更好地了解其基础属性。由于城投和政府相关实体各有其独特的特点, 我们认为分析其发行的债券时应分别归入不同的类型。

离岸外币债券市场的特点

新冠疫情以来离岸公司债券市场逐步恢复

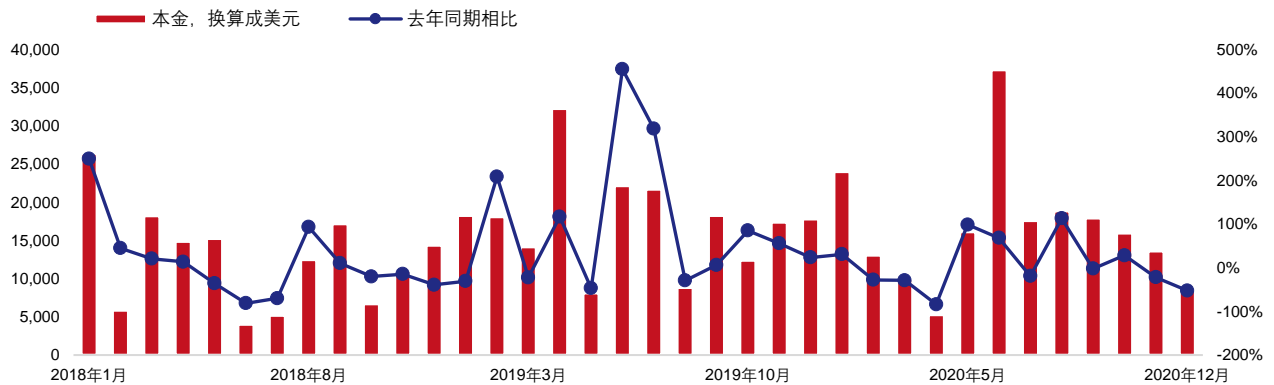
如图4所示, 2020年中国外币计价的公司债券的发行量整体下滑。年初的几个月发行市场还保持强劲的增长趋势, 但在新冠疫情确诊病例呈指数增长后, 发行量骤然下降。接下来数月, 随着疫情在全球范围内蔓延, 市场风险偏好下降, 引发了全球市场流动性紧缩。流动性的困境抑制了中国离岸债券发行市场。自2020年6月以来, 随着国内疫情得到有效控制以及全球流动性明显改善, 中国离岸债券的发行和需求明显增加。

²基于彭博的定义

³外汇换算: 港币/美元=0.128736, 欧元/美元=1.18763, 人民币/美元=0.153334, 英镑/美元=1.395644, 新加坡元/美元=0.742429

⁴指由政府控制并向普通消费者提供商品和服务的实体。“政府”一词指主权和所有次主权政府。

图 4：月度发行情况（百万美元）



数据来源：DMI, 鹏元国际

2015 年以来共发行了 2,123 支外币计价公司债券，债券的期限（表 5）、特征（表 6）和清偿优先级结构（表 7）如下图所示。绝大多数存量外币计价的公司债券是中期（2-5 年）至短期（0-1 年）的标准债券或嵌入可赎回期权的债券，清偿优先级上以高级无抵押债券为主。

图 5：2015 年以后发行的债券的期限

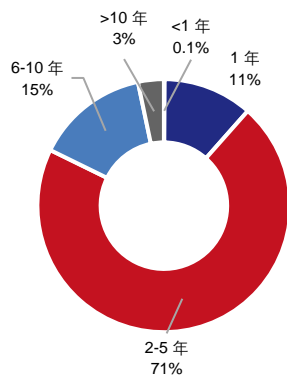


图 6：2015 年以后发行的债券的特征

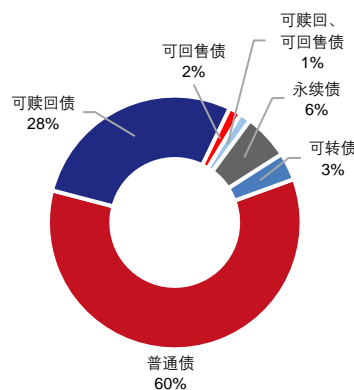
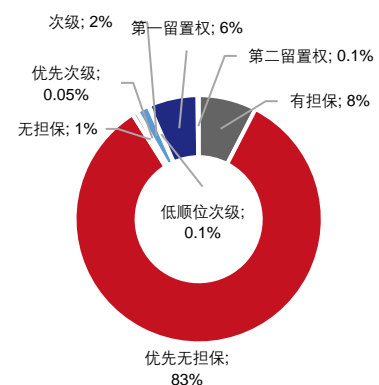


图 7：2015 年以后发行的债券的清偿优先级



数据来源：DMI, 鹏元国际

发行人高度集中在城投、政府相关实体和房地产部门

如图 8a 所示，城投和政府相关实体在发行人中占相当大的部分（61%），而剩余的工商企业中近一半是房地产企业。这意味着非房地产企业仅占 20%。图 8a 反映出的发行人构成与中国境内公司债券市场相类似——城投占比约 40%。但相比之下境内公司债券发行人的行业分布更加多样化。

图 8a 和图 8b 分别是发行人数量和总资产的行业分类，我们可以看到尽管城投发行人数量更多，但其规模通常较小。而政府相关实体的情况则正好相反。如前所述，城投代表地方政府提供公共产品和服务。城投通常在其所在的省、市或区内经营。受其相关政府政治影响力的限制，城投扩大业务范围的能力有限。而政府相关实体，则像普通工商企业一样，面向更广泛的人群提供产品和服务，没有此类限制。然而，与一般工商企业不同的是政府相关实体受益于相关政府的支持。因此，政府相关实体，尤其是那些得到政府大力支持的政府相关实体，通常规模庞大，具有很强的信用度。

图8a: 不同类别发行人总数

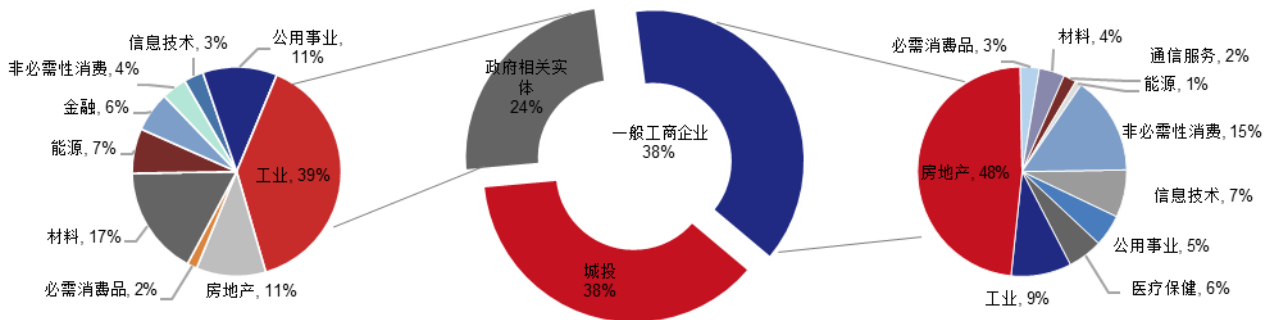
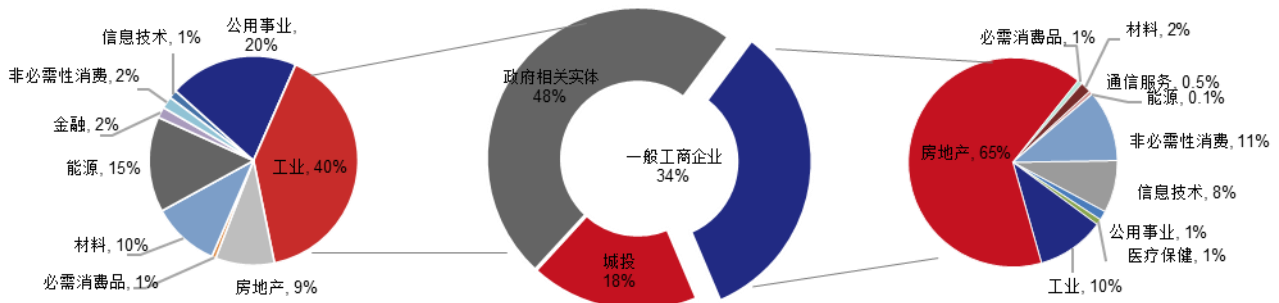


图8b: 不同类别发行人总资产



数据来源: DMI, 鹏元国际

2018年以来违约数量有所上升

由于中国国内经济增长放缓和去杠杆的融资环境，自 2018 年以来，债券违约总额和违约发行人数量均有所增加。2020 年的新冠疫情对金融和流动性体系造成了巨大破坏，导致 2020 年中国离岸债券违约大幅增加。2020 年“违约债券总数⁵/2020 年底流通债券总数”上升至 1.9%，违约债券本金金额占 2020 年存量债券总金额的 1.2%。其中大部分违约发行人是外部支持较少的一般工商企业，占违约发行人的 59%，但我们也看到近年来政府相关实体的违约数量有所上升。2020 年共有 30 只债券（17 家发行人）出现违约，其中 7 家是国有企业（国企），3 家违约国企与方正集团直接相关。而违约企业所处行业大多与房地产、油气等能源行业有关。最近永城煤电、华晨汽车等在岸违约事件，打压了离岸债券市场情绪，导致新发债券融资成本的增加和交易市场上到期收益率的上升。

⁵ 基于彭博的定义

图 9：离岸违约发行人数量

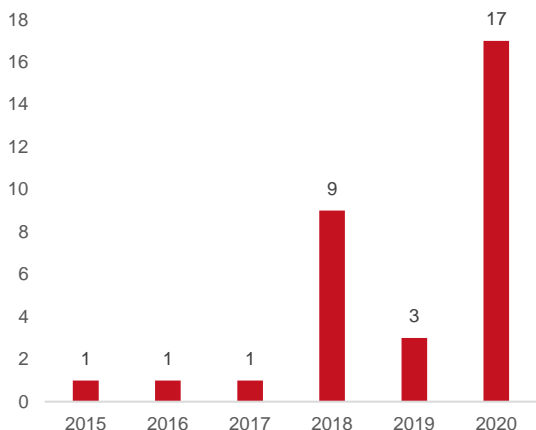
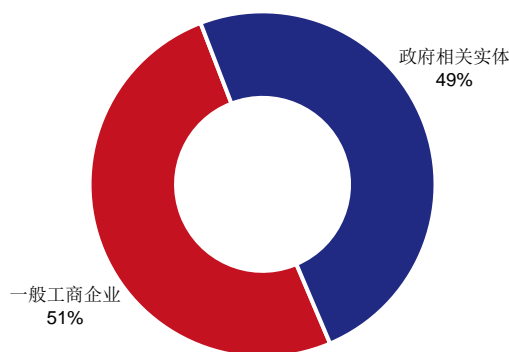


图 10：2020 年违约发行人分析



数据来源：鹏元国际

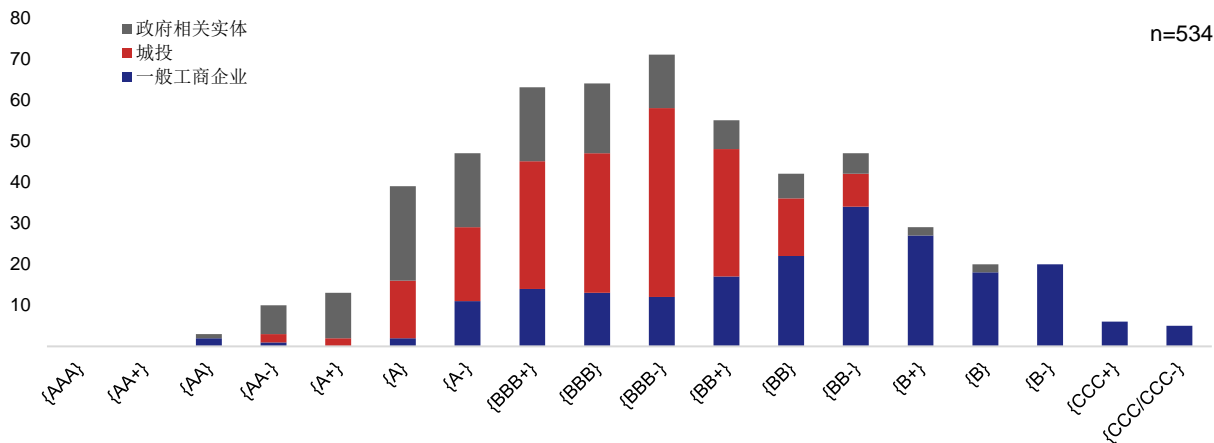
信用概述和指示性信用评估分布情况

我们使用公开信息评估在离岸债券市场发行债券的 534 家发行人的信用质量。该信用分析为每个企业生成了一个指示性信用评估的结果，并用评级符号加大括号表示（例如{AA}）。

全球评级刻度下的指示性信用评估的分布情况

图11显示了鹏元国际所评估的534家工商企业的指示性信用评估的分布情况。大多数被评估的发行人处于投资级和高收益的分界附近，略微呈现正偏态分布，右尾主要由一般工商企业组成，而左尾主要由政府相关实体和城投组成，分布的中位数是“{BBB-}”。

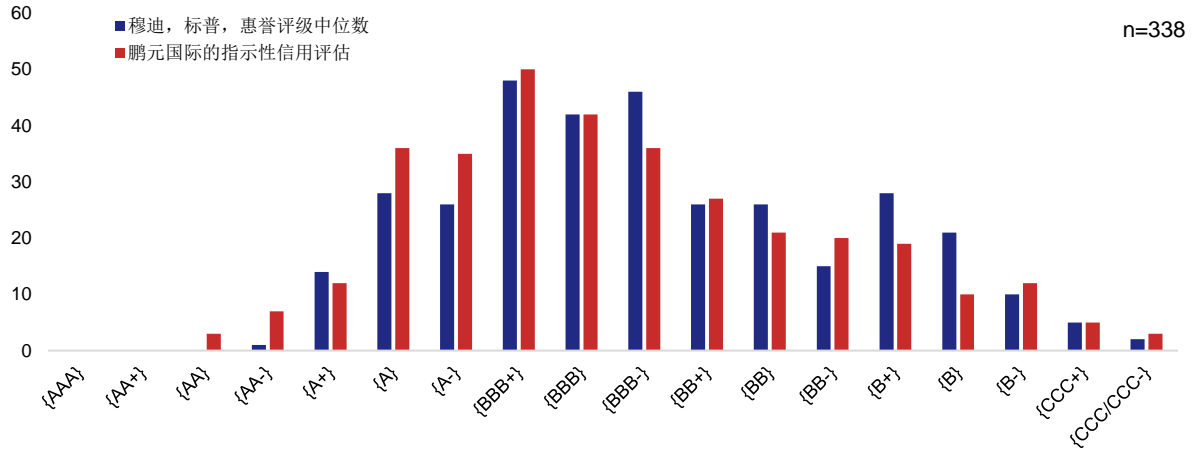
图11：不同类别发行人指示性信用评估分布情况



数据来源：鹏元国际

图12显示其他国际评级机构（标普、穆迪或惠誉）对338家发行人的评级的分布情况，以及鹏元国际的指示性信用评估的分布情况。这338个评级包括了其他国际评级机构对样本中534家发行人给出的所有的国际评级。鹏元国际的指示性信用评估分布与其他国际评级机构的评级分布具有高度可比性，但与中国国内评级机构的评级存在着显著差异，后者的绝大多数评级为AAA、AA+或AA。

图12：鹏元国际指示性信用评估分布与标普、穆迪和惠誉评级分布比较



数据来源：标普，穆迪，惠誉，鹏元国际

鹏元国际全球可比的分析框架

鹏元国际采用“以原则为本”（principles-based）的方法授予和跟踪全球范围内的评级，适用于所有市场上所有类型的评级，旨在尽可能的实现评级在不同行业、区域和时段上的一致性和可比性。这意味着鹏元国际的评级符号和级别在不同行业、区域和时段的发行人和债项上都表达着相同的信用质量，从而让使用者可以比较不同地区的公司。

鹏元国际制定了用来评估相关政府或母公司提供特别支持的意愿和能力的“外部支持评估”框架。简而言之，我们考察的因素包括：1) 母公司的所有权，2) 母公司通过董事会和管理层的参与度，3) 公司与母公司的业务联系，4) 过去获得的支持，5) 上述因素的发展和未来变化的预期，6) 公司提供的产品和服务，7) 公司的可复制性，8) 公司对母公司的贡献，9) 公司在政治、社会和法律体系中的地位，10) 违约时将地区经济产生的财务和社会影响。我们的评级指引列出了评估上述因素的详细信息和方法。关于我们评估外部支持方法的更多信息，请参考《政府相关实体评级方法》和附录一的图解说明。

城投和政府相关实体高度依赖政府支持

图12a和图12b分别显示城投和政府相关实体发行人的指示性信用评估分布情况和指示性独立信用状况的分布情况。指示性独立信用状况主要考虑了发行人的国家风险、行业风险、业务状况、杠杆水平、盈利能力和流动性，而不考虑潜在的外部支持。基于我们的分析，城投和政府相关实体的指示性独立信用状况与其指示性信用评估有很大不同。这两类公司尤其是城投的指示性独立信用状况大多非常弱，其信用实力主要来自外部支持。需要注意的是，公司与政府的联系和来自政府的财政支持会随着时间的推移而改变，而所有权和业务联系也可能会减少。因此，需要定期监测以度量潜在支持的可能性和力度。如果城投所提供的产品和服务发生重大变化，且大部分产品和服务不再与政府有关，无论其所有权是否发生变化，鹏元国际都可能考虑将该城投重新归类为政府相关实体。

图13a: 城投的指示性信用评估和指示性独立信用状况分布情况

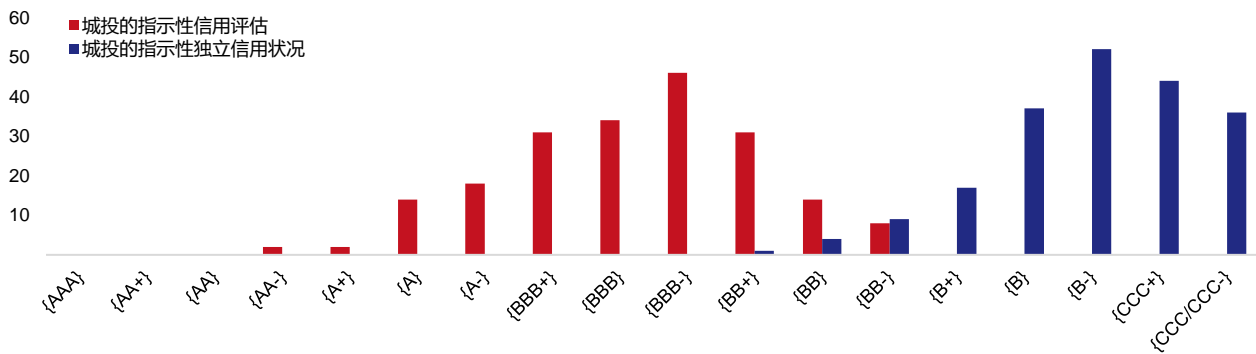
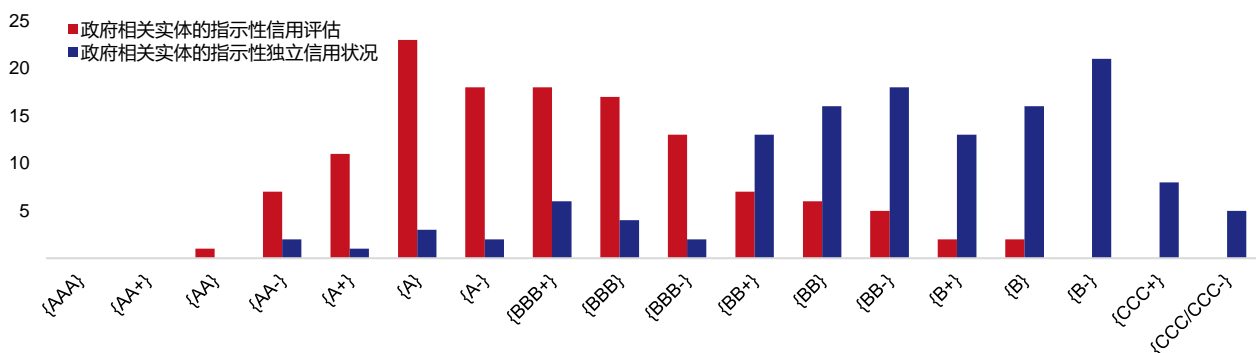


图13b: 政府相关实体的指示性信用评估和指示性独立信用状况分布情况



数据来源: 鹏元国际

城投的指示性信用评估在不同行政层级和地理位置上有所不同

根据行政层级和地理位置，城投发行人可以进行进一步分类。在我们的样本中，大多数城投发行人都是地级市，占城投总数的55%。省级城投的指示性信用评估通常高于市级城投。同样，市级城投的指示性信用评估也高于县级城投。一般而言，行政级别越高的政府往往具有更大的权力和能力做出重大的政策决定和进行有效的资源配置，以支持其地方经济增长和平衡其财政状况。因此，政府的行政级别越高，其信用状况越好，因而支持其城投的能力也就越强。

图14: 不同行政级别和地区城投的指示性信用评估分布情况

指示性信用评估	城投 省级	城投 市级	城投 县级	城投 东部	城投 中部	城投 西部	城投 东北部
{AAA}							
{AA+}							
{AA}							
{AA-}	1	1		2			
{A+}	1	1		2			
{A}	10	3	1	5	5	4	
{A-}	4	12	2	6	3	9	
{BBB+}	2	22	7	13	10	7	1
{BBB}	2	18	14	21	3	9	1
{BBB-}	1	26	19	21	10	15	
{BB+}	1	15	14	16	3	12	
{BB}		8	6	10	1	2	1
{BB-}		5	4	4	3	1	
{B+}							
{B}							
{B-}							
{CCC+}							
{CCC/CCC-}							
Total	22	111	67	100	38	59	3

注: 带方框的数字代表样本的中位数

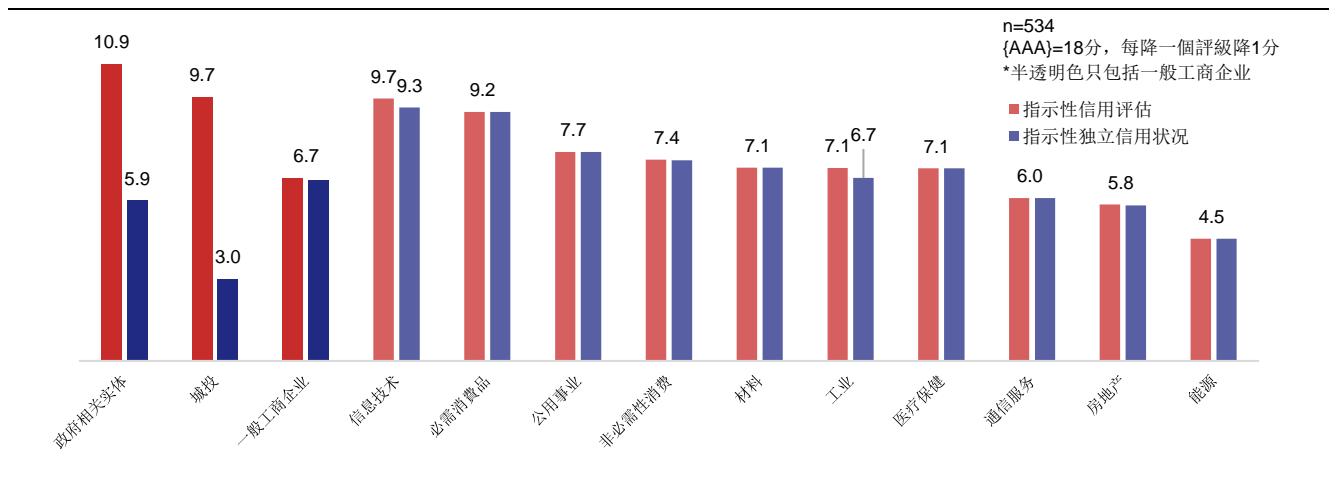
数据来源: 鹏元国际

虽然西部地区的经济比东部和中部地区的经济要弱，但西部地区的城投的指示性信用评估并不一定较低。这是因为这些发行债券的城投主要来自成都、重庆、西安和昆明等较富裕地区。这些城市是西部地区发展的引擎，与其他城投相比，它们发行的外币计价债券的比例更高。

指示性信用评估和指示性独立信用状况

图15总结了各部门的指示性信用评估和指示性独立信用状况的平均值。这里的结论与图13a和图13b中的结论相一致，表明城投和政府相关实体的指示性信用评估和指示性独立信用状况存在明显差异。对于一般工商企业而言，指示性信用评估和指示性独立信用状况之间的差异要小得多，其中只有少数公司获得了母公司有意义和可信赖的支持。综合考虑，一般工商企业的信用质量通常比城投和政府相关实体差得多，其指示性信用评估的平均得分为6.7，相当于{BB}。而其中位数为{BB-}，比整体平均水平低3个子级。一般工商企业的平均指示性信用评估较低，主要是因为大部分的发行人是指示性信用评估较低的房地产公司。而这些房地产公司大多杠杆水平高企、业务多样化有限、且规模（以收入衡量）通常较小。另外，“三条红线”新规也限制了中国房地产开发商的融资渠道。考虑到新冠疫情在一定程度上对房地产建设、营运资本管理和合同销售造成严重影响，我们认为房地产公司的信用实力尤为薄弱。

图15：不同行业指示性信用评估和指示性独立信用状况的平均值



数据来源：鹏元国际

图16：不同行业一般工商企业的指示性信用评估

指示性信用评估	信息技术	公用事业	医疗保健	工业	房地产	必需消费品	材料	通讯服务	能源	非必需性消费	合计
{AAA}											
{AA+}											
{AA}	1									1	2
{AA-}	1										1
{A+}											
{A}	1									1	2
{A-}	1	2		3	2	1	1			1	11
{BBB+}	2	1		2	4	1	1			3	14
{BBB}	1	1	2	1	3	2		1		3	13
{BBB-}	2		3	1	4					2	12
{BB+}	1	2		2	8		2			2	17
{BB}	3				13	1	1			4	22
{BB-}	1		2	6	19		1	1		4	34
{B+}		2	3		13	1		1	1	6	27
{B}	1		1	1	12		1		1	1	18
{B-}		2		4	12			1		1	20
{CCC+}					5					1	6
{CCC/CCC-}					3		1			1	5
	15	10	11	19	98	6	8	4	2	31	204

注：带方框的数字代表10家以上企业的行业指示性信用预期中位数

数据来源：鹏元国际

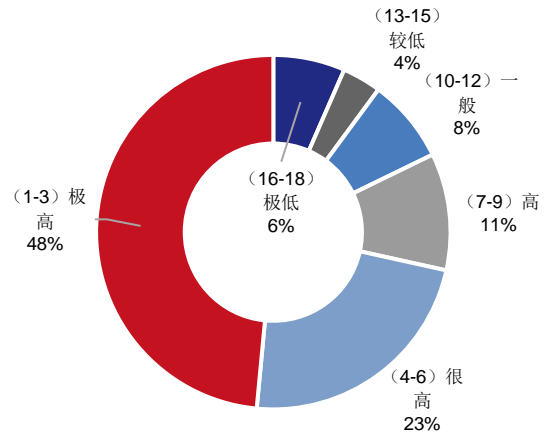
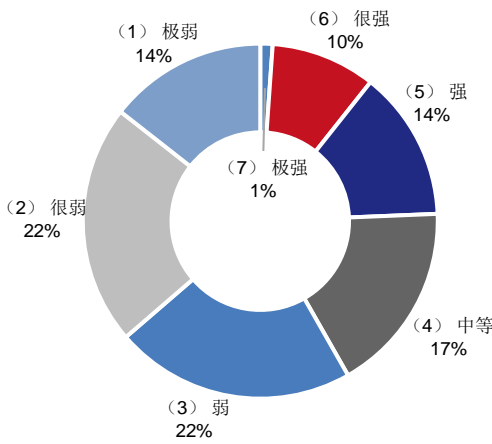
指示性信用评估得分高于或等于“{A}”的一般工商企业发行人屈指可数，并且仅有约25%的一般工商企业具有投资级指示性信用评估。其中只有信息技术发行人的中位数得分高于投资级。一般来说，信息技术行业的杠杆水平较低且现金产生能力较强，发行人大多是联想、百度、腾讯、新浪等超大型企业或得到这些超大型企业支持的企业，因此，这个行业的信用质量普遍较高。

按行业划分的业务状况和财务状况分析

图17和图18是鹏元国际对样本进行业务状况和财务状况分析所得到的评分的分布情况。业务状况采用从“脆弱”到“非常强”的七分制来评估，而财务状况则用从“高杠杆”到“极小”的十八分制来评估。我们发现，所研究样本的业务状况普遍较弱，约58%的发行人低于“中等”类别，而且这些公司大多数有较高的杠杆水平，约有48%属于“高杠杆”类别。

图 17：业务状况得分分布情况

图 18：财务状况得分分布情况



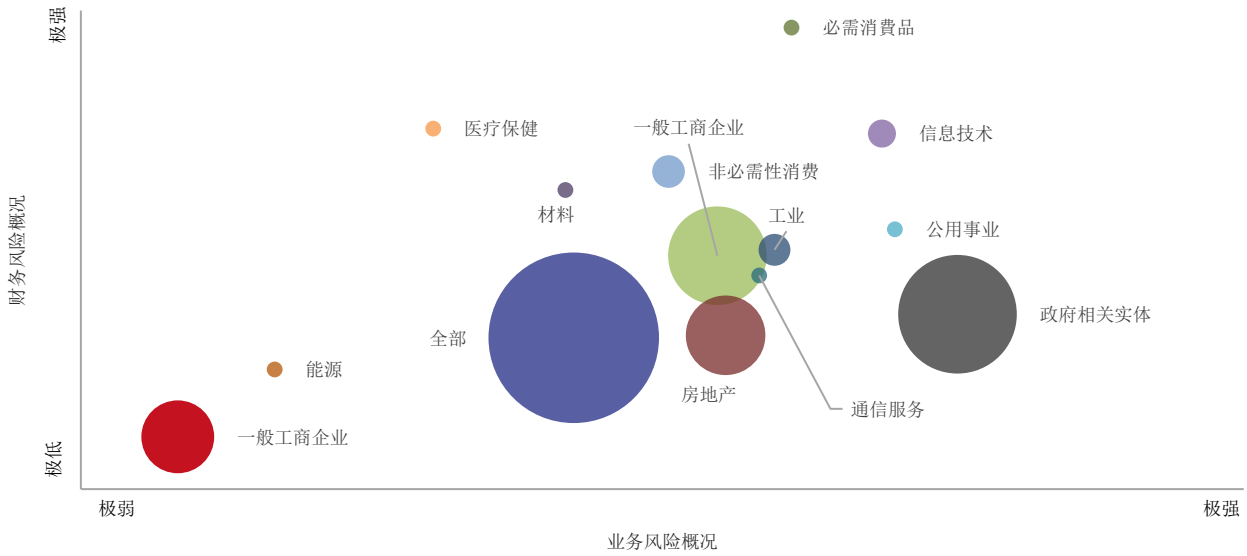
数据来源：鹏元国际

鹏元国际通过结合经过研究验证的定性和定量因素来评估公司的业务实力。我们的业务状况评估考虑了企业的宏观环境风险（包括政治和法律风险、经济实力、金融体系风险）、行业风险（包括行业集中度、进入壁垒、增长前景、盈利水平和趋势、替代风险和周期性风险），接着基于1) 经营规模，2) 产品、服务和技术，3) 品牌形象和市场份额，4) 经营效率及5) 业务多元化，五个因素分析公司的特殊业务风险。并按照我们的《通用工商企业评级方法论》中详述的指引对这五个因素进行打分。我们将宏观环境、行业和特殊风险与预设权重相结合，以确定业务状况的最终得分。

我们的财务状况评估是对公司基于现金流的杠杆率、财务波动性、债务结构、财务政策和盈利能力的定量评估。为了应对会计准则差异，鹏元国际按照预设的规则对各国的财务报表进行分类和调整，让投资者可以在同一基础上比较公司信用。此外，为了提供一个合理恰当的分析，我们的方法和用于评估公司财务状况的财务调整，在不同的行业可能有所不同，但底层逻辑是一致的。例如，对于房地产公司，我们用一组行业特定的比率作为对公司杠杆状况评估的补充（如净债务与调整后库存的比率和合同销售额与总债务的比率）。

从图19我们可以看到，城投很大程度上拖累了整体财务状况得分。由于大多数发行离岸债券的能源公司主要是勘探和生产设备制造商，这些公司波动性大、周期性强，有下滑的风险，所以能源部门的综合状况最差。同时，对于医疗保健公司而言，虽然大多数不是具有强劲业务前景的超大型企业，但它们通常拥有强大的细分市场和稳定的现金流生成记录。由于有行政政策支持并享有相当大的市场份额，所以政府相关企业通常拥有非常强劲的业务状况。

图19：不同部门或类型的财务状况和业务状况风险

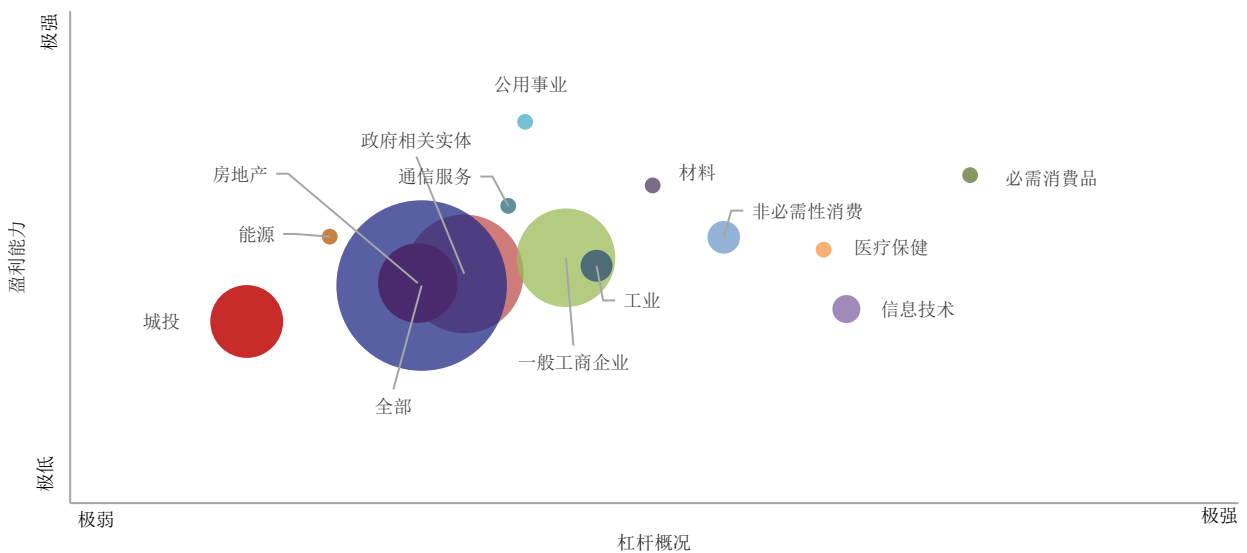


注：气泡大小表示行业的总资产规模

数据来源：鹏元国际

图20总结了各行业的杠杆状况和盈利能力。我们使用一套预先定义的财务比率来评估一个公司的杠杆水平和盈利能力，这套比率是行业特定的，包括预测和历史财务数据。公司财务状况的一致性和可预测性将影响我们对公司杠杆和盈利实力的评估。正如预期的那样，消费必需品行业因其强劲稳定的现金生成能力和适中的财务杠杆而具有最好的杠杆状况，而城投由于其现金流产生较弱和杠杆率极高而具有最差的杠杆状况。值得注意的是，可选消费和信息技术行业的发行人通常拥有净现金头寸。我们的盈利能力评估是将一个公司的盈利能力与行业的全球标准进行比较。比如，为了进行是的比较，一个盈利能力“中等”的汽车制造商与盈利能力“中等”的航空公司的比率会有所不同。

图20：不同部门或类型的杠杆状况和盈利能力



注：气泡大小表示行业的总资产规模

数据来源：鹏元国际

表1包含了不同行业的关键财务指标。收入、EBITDA、总资产和净债务等数据是为了让读者了解行业内一般公司的规模，并选择了一些比率来强调行业的盈利能力和杠杆状况。请注意表1不代表鹏元国际评估公司营运规模、杠杆和盈利实力的评级方法。我们的评级框架需要检查跨多个时间段的财务数据，并考虑各种定性因素。

如表1所示，政府相关实体和信息技术公司的平均规模明显大于其他公司，而能源和医疗保健公司则最小。尽管一些行业的发行人数量很少，但EBITDA利润率仍然可以说是处于全球标准范围内。信息技术、医疗保健、消费必需品、材料和可选消费等多个行业均持有大量现金和短期投资，因此净债务与EBITDA比率较低，尽管其中一些行业的总债务与资本化比率相对较高。

表1：基于上一财年的关键财务指标信息

各公司	城投	政府相关 实体	一般工商 企业	信息技术	公共事业	医疗保健	工业	房地产	必需消费品	材料	电信	能源	非必需性 消费	合计
收入	11.9	206.1	61.2	147.7	15.8	12.0	60.7	50.9	54.8	47.1	19.4	4.0	98.7	78.0
EBITDA	1.4	23.1	10.1	21.3	3.8	2.7	10.7	10.3	7.2	7.5	6.6	0.8	10.8	10.0
资产	106.2	433.1	190.5	209.7	54.9	30.8	214.3	258.4	47.5	80.9	53.3	10.6	137.8	218.0

精选的财务比率（上一财年信息）

EBITDA 利润率	12.2%	11.2%	16.5%	14.4%	24.0%	22.1%	17.6%	20.2%	13.1%	16.0%	34.1%	19.1%	10.9%	12.9%
净债务/EBITDA	25.7x	3.2x	2.4x	-0.8x	3.7x	1.6x	2.9x	4.1x	0.3x	2.6x	3.7x	3.4x	-0.3x	4.1x
总债务/资本化	50.7%	44.5%	42.3%	27.5%	41.1%	33.7%	41.0%	47.6%	23.1%	44.4%	63.9%	46.2%	30.6%	45.2%

数据来源：鹏元国际

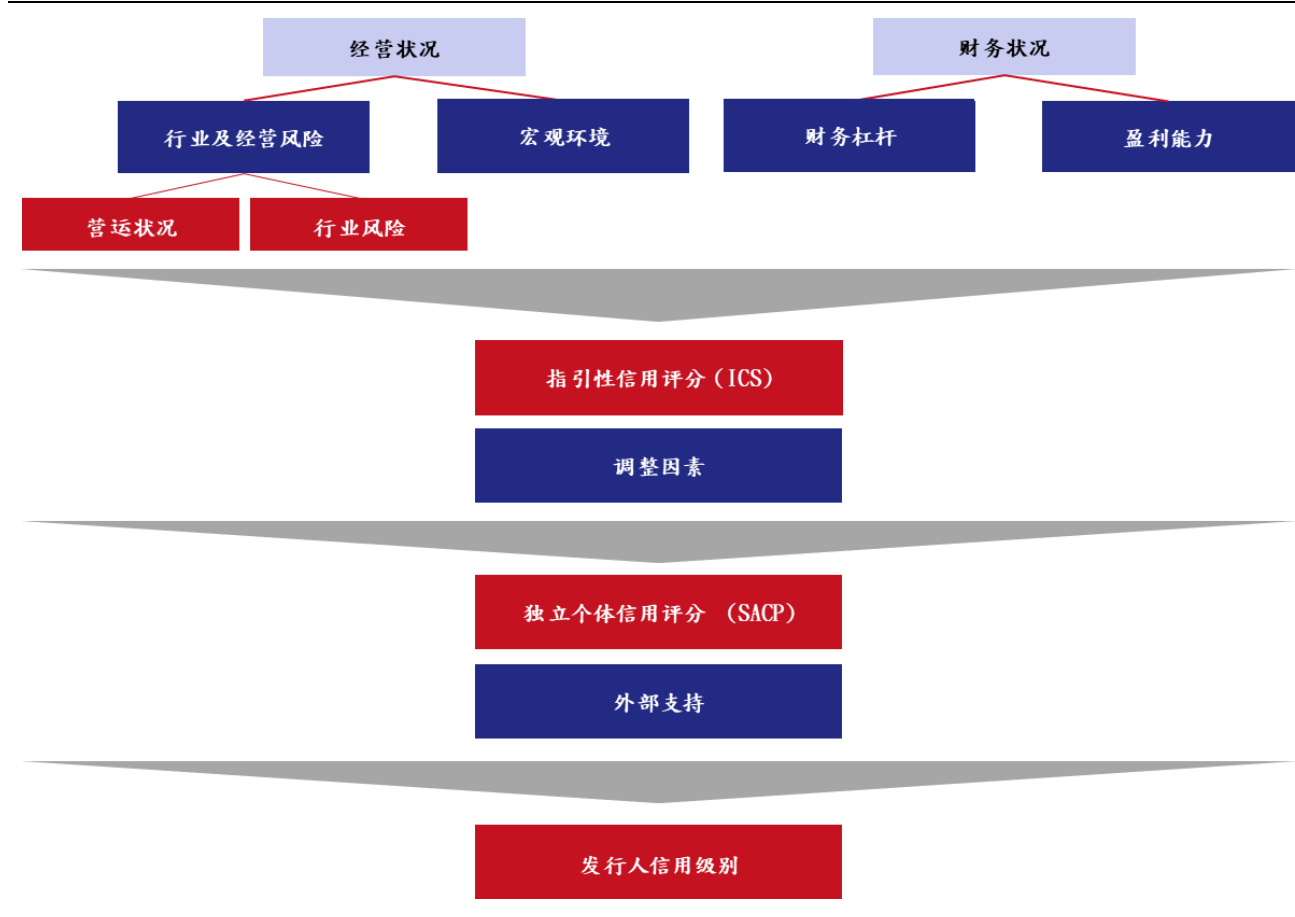
结论

中国在岸和离岸债券市场在过去十年中发展迅速。中国已经超过日本成为世界第二大债券市场，市值超过15.46万亿美元。据彭博社报道，中国离岸债券市场也已发展成为亚太地区最大的国际债券市场，债券存量规模（不包括主权债券）达9,610亿美元。然而，外资对中国债券市场的参与度仍然极为有限。虽然外国投资者进入中国在岸债券市场的投资渠道已经大为拓宽，但仍然主要是持有主权和类主权债券。其中，缺乏全球可比的信用评级，给许多依赖全球刻度评级进行投资和风险管理决策的国际投资者造成了障碍。

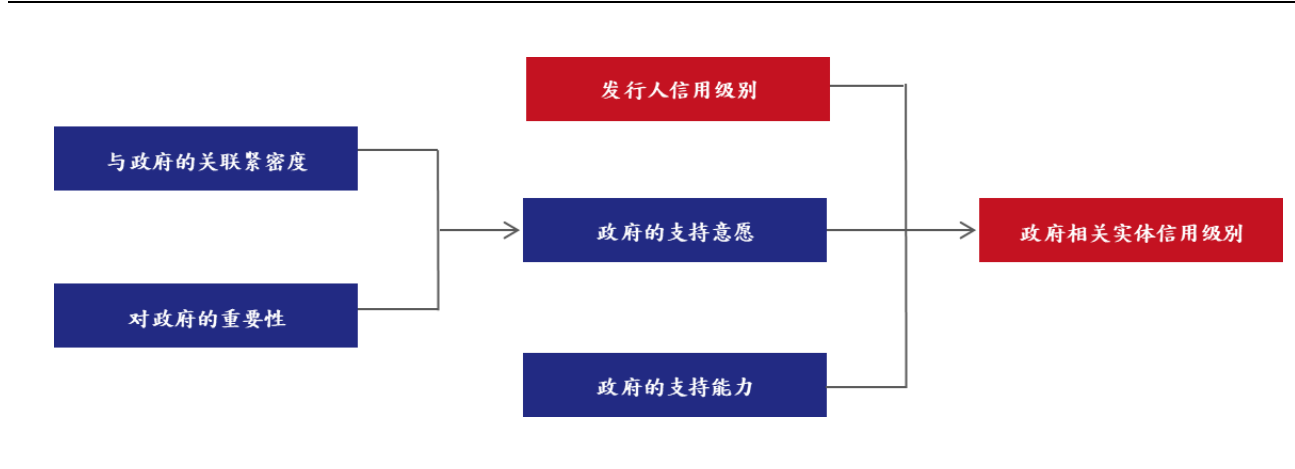
鹏元国际采用了全球评级体系，以促进国际投资者对中国债券市场的了解，使他们更容易比较不同国家的债券。与信用区分度有限的中国国内评级体系相比，我们使用全球公认的评级体系能更有效地区分不同公司的信用得分。正如本研究报告所呈现的，虽然离岸债券市场公司债券的发行人相对集中在城投、政府相关企业和房地产行业，但其信用质量各不相同，将绝大多数发行人归入三个评级是值得推敲的。

附录

附录 1：通用工商企业整体框架



附录 2：评级框架——潜在特殊支持



免责声明

鹏元资信评估（香港）有限公司（“鹏元国际”、“鹏元”、“本公司”）按照既定的内部流程，拟备不同的信用研究和相关评论（统称“研究”）。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何信息的权利。

研究适用于免责声明和限制。**研究和信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能反映/针对任何证券的市场价值。我们认为研究和信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。**

本研究完全根据本研究发表时作者可获得的公开数据和信息作出。为了本研究的目的，公司会从我们认为可靠且准确的来源获得具有充分质量的事实性信息。我们不会进行审计，也不会对研究中使用的任何信息进行尽职调查或第三方校验。公司概不就研究中任何公开信息的遗漏、错误或不一致性负责。

本公司不对以任何形式对其提供的任何信息的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的信息所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本研究侧重于观察信用评级市场的发展趋势。本研究在向公众发布前，尚未提供给任何发行人。公司不会因其研究而获得酬金。

本公司保留其在公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布研究的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的研究并非给处在使用此研究可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

由于研究产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2021 版权所有 © 鹏元资信评估(香港)有限公司 保留所有权利。