

## 中资美元债市场报告

## 作者

刘启杰

852-28607125

[jacky\\_lau@ccxap.com](mailto:jacky_lau@ccxap.com)

庄承浩

852-28607120

[peter\\_chong@ccxap.com](mailto:peter_chong@ccxap.com)

## 其他联系人

胡辰雯

852-28607123

[elle\\_hu@ccxap.com](mailto:elle_hu@ccxap.com)

## 报告发布日期

2020 年 2 月 28 日

## 2019 年中资美元债市场回顾

- 在融资环境改善及发行需求强烈的情况下，2019 年中资美元债新发行规模有所回升。2019 年中资发行人共计发行了 608 只美元债，发行金额达 2,048 亿美元，同比分别上升 25.9% 及 26.4%。按季度来看，2019 年发行金额呈先升后降的趋势。
- 中资房地产及城投企业美元债发行创新高。房地产企业、金融机构及城投企业为中资美元债主要发行人，分别占 2019 年总发行金额的 35.5%、16.9% 及 13.2%。
- 2019 年中资美元债发行票息呈下降趋势，平均票息由 2019 年第一季度的 6.78% 降至第四季度的 5.32%。2019 年中资美元债平均发行期限较 2018 年有所拉长，平均发行年限由 2018 年的 3.36 年升至 2019 年的 3.61 年。
- 评级缺失现象依旧存在，98 家没有在国际三大评级机构取得公开级别，占全部发行人的 30.1%；高收益债发行人数量明显增加，由 2018 年的 62 家增至 2019 年的 110 家。
- 受美联储降息所带动，中资美元债价格在 2019 年内大幅上升，其中房地产债券回报率表现最佳。

## 评级调整与信用事件

- 境内主体评级下调占比下降，境外主体评级下调占比较高。2019 年，境内市场共发生 371 次主体评级调整行动，其中主体评级下调 150 次，占总体评级调整行动的比例为 40.4%；境外市场主体评级调整行动共 147 次，其中主体评级下调 96 次，占评级行动总数的 65.3%，主要集中在房地产、城投、工业和非必需消费品等行业。
- 境内违约事件频发并以民企为主，境外美元债市场个体风险事件值得关注。

## 行业状况与发展趋势

- 中资房地产美元债发行金额创历史新高，发行节奏呈先扬后抑。2019 年，中资房地产美元债共发行了 186 只美元债，融资金额达 727 亿美元。由于中资房地产美元债发行以高收益为主，平均票息同比增加 113.6 个基点至 8.90%。另外，房地产发行人的信用资质持续分化。
- 城投美元债新发行规模持续增长，大量新发行人涌现。2019 年，城投企业合计发行了 104 只美元债，融资金额约 270 亿美元，同比分别增加 40.5% 和 38.6%。城投美元债平均发行票息较 2018 年有所下滑。城投发行人评级缺失问题严重，高收益债发行人活跃，发行主体有下沉趋势。

## 展望

- 2020 年，在存量发行人的再融资需求支撑下，预计中资美元债发行仍会相对火热，市场规模将持续扩容。近期受新冠肺炎疫情的影响，发行节奏或呈现先抑后扬的态势。预计市场平均发行成本或有下行空间但相对有限，平均期限或将有所拉长。
- 信用风险方面，我们认为房地产发行人的信用资质将会持续分化；需要关注财力较弱、行政级次较低的城投发行人的信用变化。

## 引言

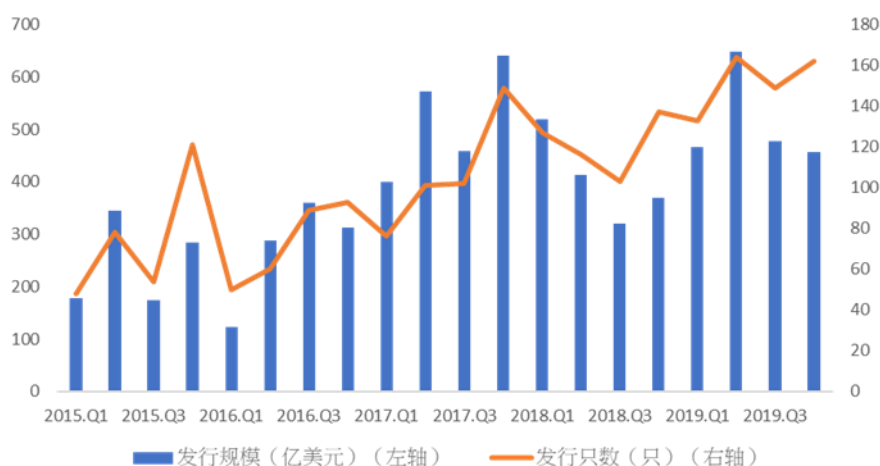
2019年全球流动性趋松，加上自2018年第四季度以来投资者对中资发行人<sup>1</sup>信心持续恢复，对中资美元债<sup>2</sup>市场形成利好。同时，由于存量债券面临到期高峰，再融资需求叠加新发行人涌现，推动中资美元债市场持续扩容，新发行债券规模为2,048亿美元，存量债券规模由2018年末的6,182亿美元升至2019年末的7,299亿美元。受中美贸易不确定性影响，全球经济增长放缓，各国央行为支撑经济发展先行下调利率，美联储自7月起先后3次降息，导致美国国债收益率呈下降趋势，美元债发行成本亦因而有所下滑。虽然中资美元债市场信用事件偶有发生，但多为个别事件，加上信用风险积聚与释放亦成为各方共识，因此信用事件对市场影响有限。整体来看，2019年中资美元债一、二级市场表现较2018年有所改善。

## 2019年中资美元债市场回顾

### 一级市场

在融资环境改善及发行需求强烈的情况下，2019年中资美元债新发行规模有所回升。2019年中资发行人共计发行了608只美元债，发行金额达2,048亿美元，同比分别上升25.9%及26.4%。按季度来看，2019年发行金额呈先升后降的趋势。2019年上半年，发改委延长部分发行人的外债批文有效期，未能在2018年完成发行美元债的企业不用重新登记外债发行，使得发行速度有所加快，叠加年初流动性改善，中资美元债新发行规模持续上升，其中第二季度发行总额更达到历史单季最高的647亿美元。然而，2019年下半年，由于中美贸易战再度升温，导致人民币大幅贬值，美元债发行成本相对有所增加。因此相较第二季度，中资美元债在第三、四季度的发行明显回落。但是与过去5年数据比较，2019年第三、四季度新发行金额处于相对较高规模，反映中资发行人对美元债的需求依然旺盛。

图 1：2015 至 2019 年中资美元债发行情况



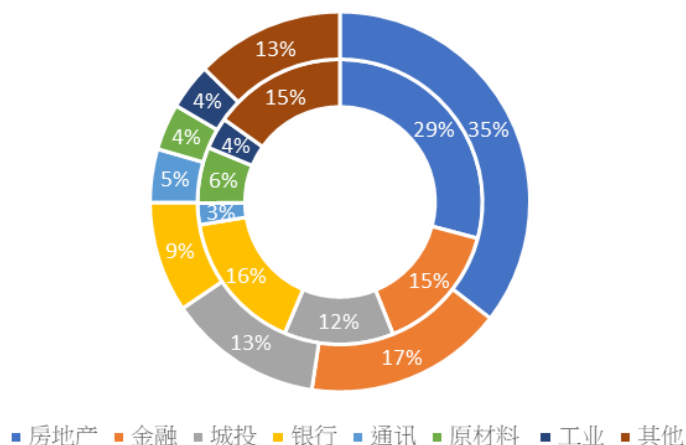
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

<sup>1</sup> 指信用主体

<sup>2</sup> 指中资企业发行并以美元计的债券

中资房地产及城投企业美元债发行创新高。房地产企业、金融机构及城投企业为中资美元债主要发行人，分别占2019年总发行金额约35.5%、16.9%及13.2%。其中，房地产及城投企业发行金额高达727亿美元及270亿美元，创历史新高。另外，由于中国经济面临下行压力，金融机构经营环境弱化，中资银行资产扩张有所放缓，中资银行美元债发行连续两年出现明显回落。从发行金额来看，由2017年的451亿美元减少至2019年的193亿美元，占比亦由21.8%下降至9.4%。

图 2：2018 及 2019 年中资美元债发行金额按行业分布



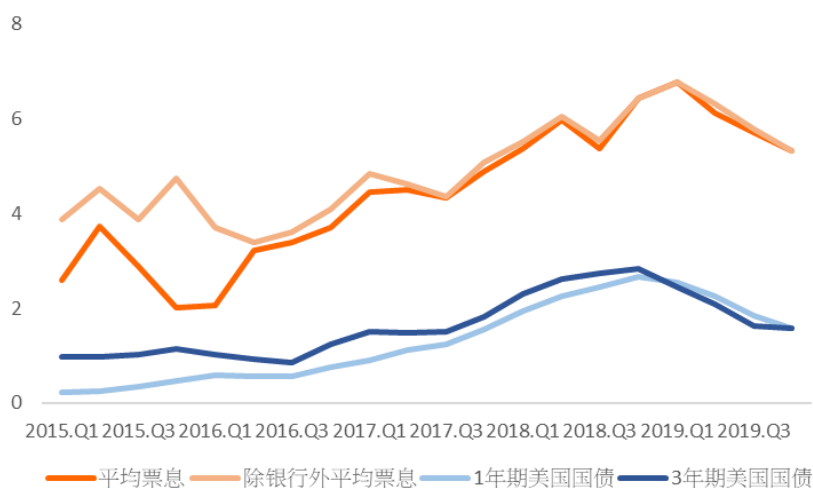
内圈为2018年数据；外圈为2019年数据

数据来源：彭博，中诚信亚太整理

2019年中资美元债发行票息呈下降趋势。虽然受高收益中资房地产美元债放量影响，2019年第一季度的平均票息<sup>3</sup>较2018年第四季度有所上升。但全年来看，随着美国国债收益率下滑，加上下半年中资房地产美元债发行有所放缓，中资美元债的平均票息由2019年第一季度的6.78%降至第四季度的5.32%。

<sup>3</sup> 只统计固定票面利率、没有回购或回售条款的债券

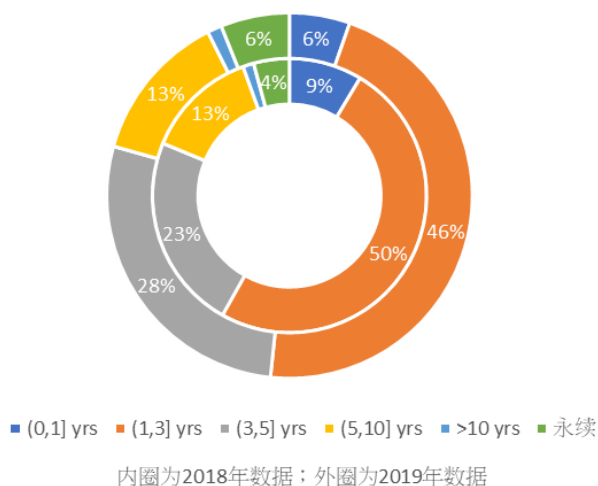
图 3： 固息普通中资美元债平均票面利率及美国国债收益率情况（%）



数据来源：彭博，美联储，中诚信亚太整理

2019年中资美元债平均发行期限较2018年有所拉长，由2018年的3.36年升至2019年的3.61年。2019年的一年以内的中资美元债发行量较2018年有所下滑，发行只数由2018年的107只减少至2019年的98只，发行金额则由140亿美元降至110亿美元，主要是因为美国中短期国债收益率利差收窄，加上投资者信心的回复有利于期限较长的美元债发行。1到5年的中期美元债仍是主要的发行品种，发行只数为430只，发行金额1,515亿美元，占总发行量约74%。

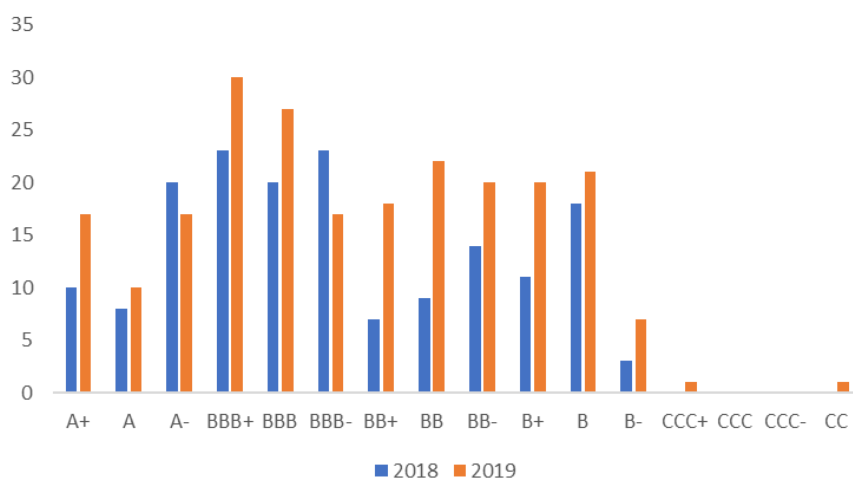
图4： 2018及2019年中资美元债发行金额按发行期限分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

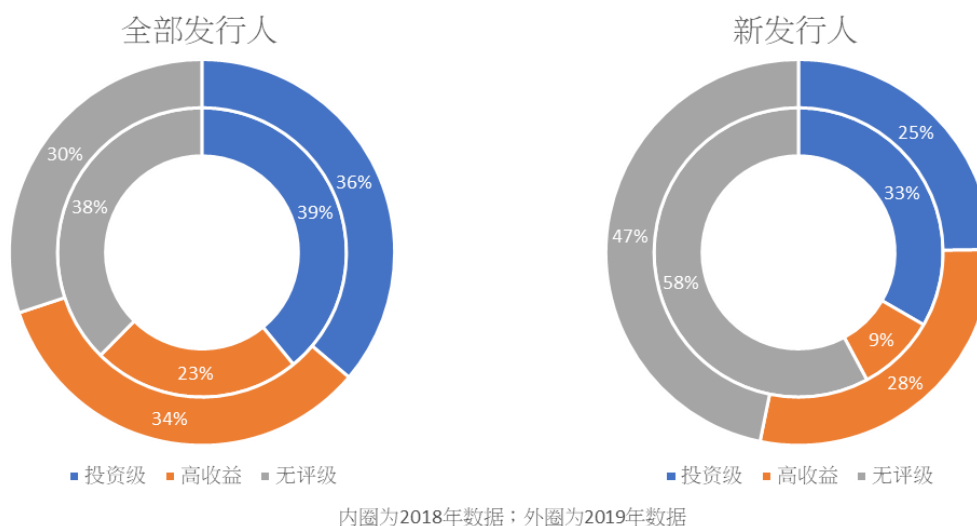
评级缺失现象依旧存在，高收益发行人数量明显增加。2019年326家中资发行人中，109家是首次发行美元债，新发行人以城投企业、金融机构及房地产企业为主，分别有49家、22家及12家。中资美元债发行人，特别是新发行人，评级缺失问题依旧严重。2019年的全部发行人中，98家没有在国际三大评级机构取得公开级别，占全部发行人的30.1%；而新发行人中没有公开级别的有51家，占新发行人约46.8%。在没有公开级别的发行人中，以首次发行美元债的城投企业和金融机构为主，分别有25家和12家，其主要控制人大多为地方政府。在有公开级别的分行人中<sup>4</sup>，2019年高收益级别发行人有110家，较2018年的62家大幅增加。这主要是2018年信用风险上升令投资者对高收益级的信心减弱；而2019年随着投资者信心逐渐恢复，高收益美元债的发行亦有所改善。

图5：2018及2019年中资美元债发行人评级分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

图6：2018及2019年中资美元债发行人信用级别分布



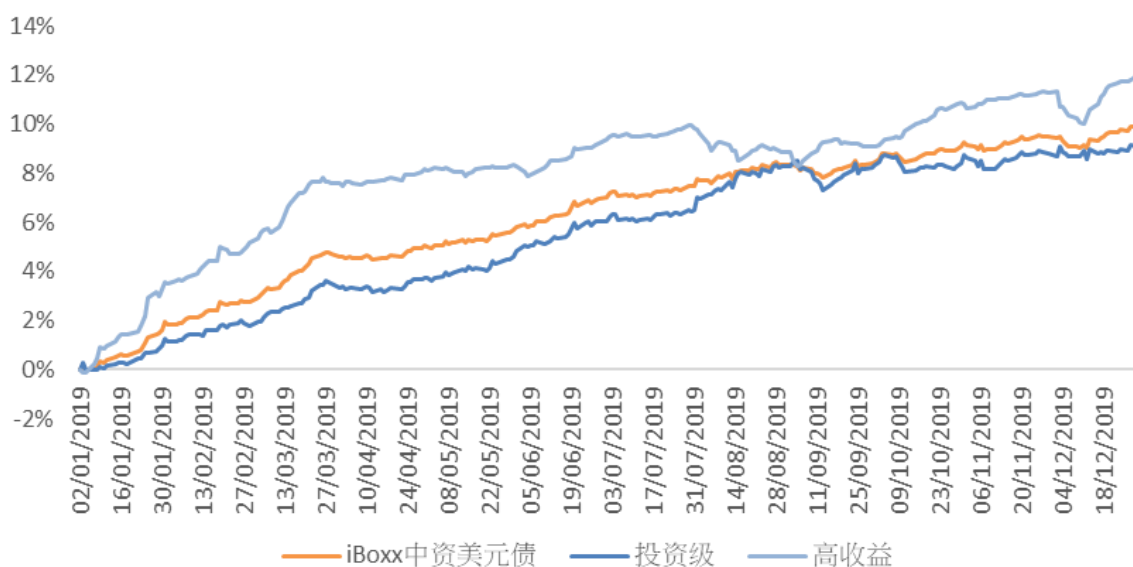
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

<sup>4</sup> 截至2019年末数据，如国际三大评级机构信用级别有差异，按级别最高的统计

## 二级市场

受美联储降息所带动，中资美元债价格在2019年大幅上升。2019年初，美联储由鹰派转向了鸽派，并进行了三次降息，加上市场对美国经济增长前景的悲观预期，带动美国国债收益率在2019年回落，投资者风险偏好上升，吸引资金流入溢价较高的中资美元债市场并推动其价格上扬。截至2019年末，iBoxx中资美元债指数的一年回报率为9.88%，其中，投资级债券回报率9.01%，高收益债券回报率12.06%。信用利差方面，受上半年国内融资环境改善以及下半年中美贸易摩擦有所缓和影响，市场情绪转好，亚洲投资级及高收益美元债券平均利差分别收窄47.3bps和136.9bps。

图7： 2019年中资美元债回报率走势<sup>5</sup>



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

市场风险偏好回升，房地产债券表现最佳。2019年，市场风险偏好回升，风险较高的房地产债券表现最佳，年度总回报率达13.63%，其次是金融(10.79%)、主权(9.83%)和非金融(8.71%)。其中，除了非金融债券外，房地产和金融的高收益债券表现优于投资级债券。此外，2019年上半年，房地产、金融和非金融债券回报率分别为9.56%、7.26%和6.61%，而下半年的房地产、金融和非金融债券回报率分别为3.53%、3.22%和2.00%。上半年中资美元债回报率高于下半年，主要由于6、7月份政府出台地产及城投调控政策，加上债券违约显现、流动性风险加剧，导致下半年中资美元债回报率升势放缓。

<sup>5</sup> 回报率计算公式：[(指数值 T1/指数值 T0)-1]

表1： 2019 年中资美元债回报率（按行业分类）

Markit iBoxx 中资美元债回报指数	上半年	下半年	全年
房地产 TRI	9.56%	3.53%	13.63%
- 投资级 TRI	7.74%	3.39%	11.37%
- 高收益 TRI	10.55%	3.58%	14.79%
金融 TRI	7.26%	3.22%	10.79%
- 投资级 TRI	5.76%	2.76%	8.64%
- 高收益 TRI	9.49%	3.68%	13.73%
非金融 TRI	6.61%	2.00%	8.71%
- 投资级 TRI	6.32%	2.89%	9.33%
- 高收益 TRI	8.25%	-3.02%	5.06%
主权 TRI	7.24%	2.49%	9.83%

数据来源：彭博，中诚信亚太整理

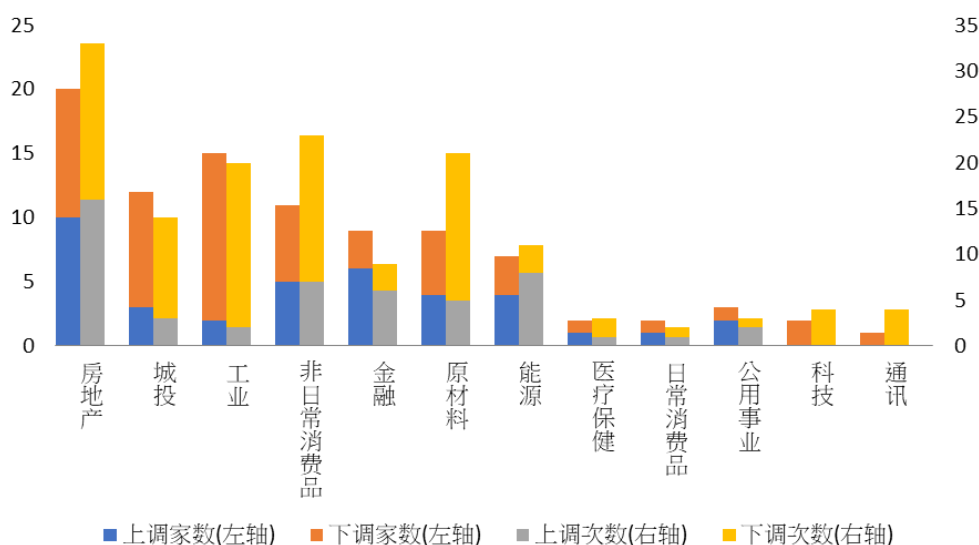
## 评级调整与信用事件

境内主体评级下调占比下降，境外主体评级下调占比较高。2019年，境内市场共发生371次主体评级调整行动，其中主体评级下调150次，占总体评级调整行动的比例为40.4%，同比下降3.07个百分点。由于民营企业债券市场融资环境尚未有实质性改善，主体下调主要集中在民营企业，占下调总数的78.5%。从行业分布来看，主体级别下调行业分布较广泛，包括化工、有色、建筑、投控、农林食品加工和装备制造等。境外市场方面，2019年主体评级调整行动共147次，其中主体评级下调96次，占总体评级调整行动的65.3%，同比增加7.89个百分点，主要集中在房地产、城投、工业和非必需消费品等行业。

房地产及城投企业被调级家数最多。2019年，国际三大评级机构共对92家中资发行人进行主体评级调整，较2018年减少21家，其中，上调数量38家，下调数量55家。从行业分布来看，评级调整主要分布在房地产、城投和工业行业，涉及的调整数量分别达到19家、12家和15家。其中，房企主体评级被上调及下调的数量各10家<sup>6</sup>，上调评级的原因主要是财务状况改善、盈利增长等，而下调评级的原因主要是杠杆率持续高企、流动性收紧等。另外，国际评级机构对9家城投企业主体进行级别下调，仅对3家城投企业主体进行级别上调。具体来看，负面评级行动主要与政府相关主体降级有关，伴随地方政府财政实力减弱，例如4家天津城投企业在天津市政府信用资质被调降后降级，主要原因为经济增长放缓、反周期财政措施（如减税）以及政府相关主体风险上升。相反，境内评级机构对城投企业主体评级调整方向以上调为主。具体来看，城投企业共发生级别调整75次，其中上调次数共72次，下调次数3次。评级上调的城投企业主要位于经济发展水平相对较为发达的区域，而评级下调原因主要包括区域经济实力较弱、盈利能力较差、短期偿债压力较大等。

<sup>6</sup> 2019年内有一家房地产企业先被下调后被上调

图8：境外主体评级调整家数及次数（按行业分布）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

境内违约事件频发并以民企为主，境外美元债市场个体风险事件值得关注。2019年境内债券市场信用风险整体维持在较高水平，共有173支债券发生违约，涉及发行人共65家，违约金额合计人民币1,178亿元。主要违约原因包括行业景气度下滑、融资渠道紧缩、盈利能力下降、业务过度扩张、公司治理问题等。新增违约主体38家，其中民企29家，占比76.32%，这是由于2019年宏观经济下行压力仍然较高，多数民营企业自身的造血能力未有明显改善，盈利增长持续承压。然而，境内违约事件对境外中资美元债市场影响相对有限。2019年境外市场有9家中资企业出现信用事件，分别为康得新复合材料集团股份有限公司（“康得新”）、中国汇源果汁集团有限公司（“汇源果汁”）、中国民生投资股份有限公司（“中民投”）、青海省投资集团有限公司（“青海省投”）、海口美兰国际机场有限责任公司（“美兰机场”）、华晨电力股份公司（“华晨电力”）、天津物产集团有限公司（“天津物产”）、东旭集团有限公司（“东旭集团”）及北大方正集团公司（“北大方正”）。综合来看，境外市场发生的信用事件均为个别事件，但个体风险事件对于整体市场的影响值得关注。



表2：2019 年中资发行人境外市场信用事件

企业简称	信用事件
康得新	1月15日，康得新未能兑付“18康得新SCP001”，触发一笔由公司提供担保，于2020年到期的美元债的交叉违约条款。 4月19日，康得新公告称公司未能在30日宽限期内筹措足额资金偿付于2020年到期的3亿美元债券，已构成实质性违约。
汇源果汁	1月24日，汇源果汁公告称公司未能赎回于1月23日到期的可换股港元债券，构成实际违约，并触发其于2020年到期的美元债的交叉违约条款。截至2019年第一季度末，公司尚未提供债务解决方案。 2月19日，汇源果汁公布将延迟支付于2020年到期的美元债的利息，由于债券设有30日宽限期及公司已于3月14日完成支付，因此并未构成实质性违约。
中民投	1月29日，中民投发行的30亿元非公开定向债务融资工具到期，公司未有按时偿还本金，并触发两笔由公司提供维好协议，于2019-2020年到期的美元债的交叉违约条款。
青海省投	2月22日，青海省投未能按时偿付1087.5万美元利息，由于债券拥有5工作日的宽限期，青海省投亦于2月26日完成偿付，因此并未构成实质性违约。
美兰机场	海航集团有限公司持有35%股份的海口美兰机场未能于2019年9月6日足额兑付其发行的2亿美元债券的应付本息，出现违约。
华晨电力	11月18日，华晨电力未按期支付其于2017年5月18日在新加坡证券交易所发行的5亿美元优先票据的当期利息。2019年12月18日公司再次公告称，从上一次利息到期日起计已过去30天，但公司仍未能支付相关应缴付的利息，其美元高级无抵押债券已构成违约。
天津物产	11月19日，天津物产公告称，公司无法支付于2020年到期5亿美元债券的利息。12月1日为该债券的付息日，将由备用信用证出具方中国工商银行代为支付787.5万美元利息。11月22日，天津物产向4只合共12.5亿美元的债券持有人提出交换要约和回购要约，持有人可选择将部分或全部债券交换为由天津国有资本投资运营有限公司发行的美元债，或选择以33%至64%的现金折价回售。
东旭集团	11月19日，东旭集团子公司，东旭光电科技股份有限公司（“东旭光电”）称由于东旭光电出现短期流动性困难，致使“16东旭光电MTN001A”及“16东旭光电MTN001B”未能如期兑付应付利息及相关回售款项。另外，东旭光电公告称，东旭集团的股东拟向石家庄市人民政府国有资产监督管理委员会转让其持有的东旭集团51.46%的股权，如果这项交易完成，有可能触发东旭集团美元债的交叉违约条款。
北大方正	12月2日，北大方正集团有限公司发布公告，称截至2019年12月2日兑付日终，公司未能按期足额兑付“19方正SCP002”本息。12月23日，北大方正与债权人达成协议，暂时避免其美元债券发生交叉违约。

数据来源：公开信息，中诚信亚太整理

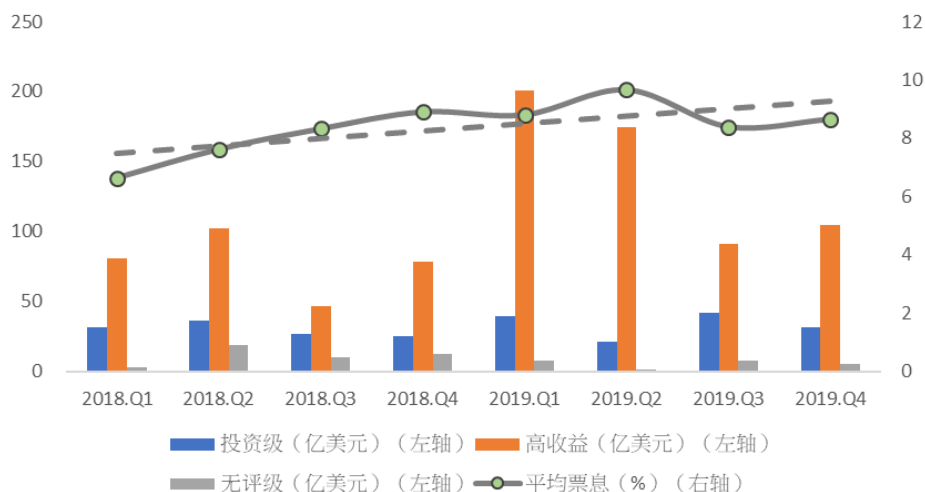
## 行业状况与发展趋势

### 房地产行业

2019年中资房地产美元债发行金额创历史新高，发行节奏呈先扬后抑。2019年中资房地产美元债合共发行了186只，融资金额达727亿美元，同比分别增加44.2%及50.3%。从发行节奏来看，中资房地产美元债的发行主要集中在年初的发债窗口期，第一季度的发行金额为248亿美元，占全年发行量约三分之一。随后，由于房地产企业流动性变得相对宽裕，国内土地市场交投有所回暖，为防止土地市场过热，监管机构陆续推出调控政策，导致房地产企业的美元债发行有所收紧，第二至第四季度的发行规模有所下滑，发行金额分别减至197亿美元、141亿美元及141亿美元。

由于中资房地产美元债发行以高收益为主，平均票息呈上升趋势。2019年，高收益级别的中资房地产企业合共发行了153只美元债，发行金额约570亿美元，较2018年的86只和308亿美元大幅增加，导致中资房地产美元债的平均票息同比增加113.6个基点至8.90%。

图9：2018至2019年中资房地产美元债发行情况



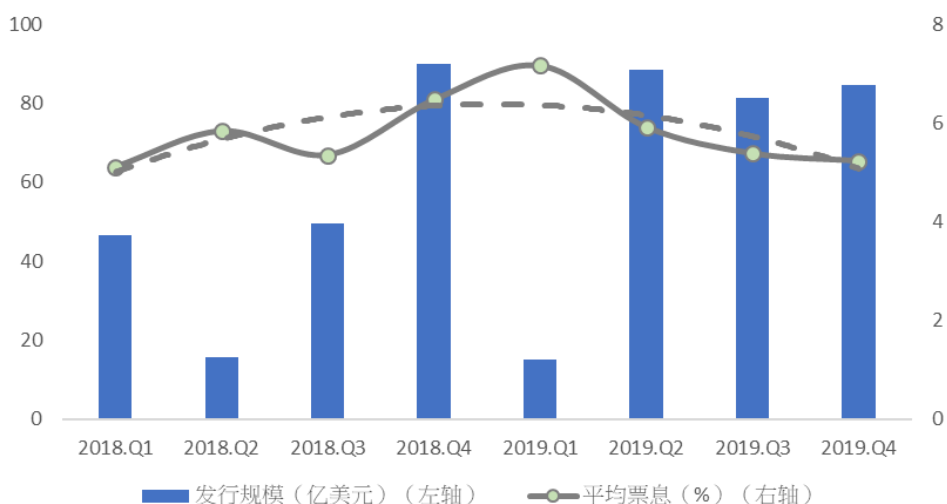
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

**房地产发行人信用资质持续分化。**由于中资房地产企业多以高杠杆推动其自身业务的急速发展，因此中资房地产企业的信用级别集中在 BB- 至 B- 的高收益级别区间。中国房地产行业经过高速发展后，近两年发展速度明显放缓，加上各地监管政策调控，相对于规模较小的房地产企业，资金更多是流向行业头部的大型房企，因此房地产行业出现集中度提高、信用资质分化的现象。从国际三大评级机构对中资房地产发行人的主体级别调整来看，2019 年被上调及下调的数量各 10 家。上调的对象主要是行业龙头企业，这些企业在经历了合约销售的急速扩张后，近两年开始逐渐在其收入上有所体现。另外在行业增速放缓的背景下，这些房企开始控制或下调杠杆水平，令其信用资质有所加强。相反，下调的对象大多是中小型房地产企业，这些企业自身的销售、流动性管理等能力和制度相对较弱。因此在行业增长放缓、资源向头部企业集中的情况下，这些房企的生现及再融资能力受限，导致部份企业的流动性出现问题，信用资质有所弱化。

## 城投行业

**城投美元债新发行规模持续增长，大量新发行人成功发行。**2019 年，城投企业合共发行了 104 只美元债，融资金额约 270 亿美元，同比分别增加 40.5% 和 38.6%。城投美元债第一季度的发行量较小，约为 15 亿美元；第二至四季度的发行量相对平稳，维持在 85 亿美元左右。为防范外债风险和地方融资平台的债务风险，发改委在 6 月发布了 666 号文以控制城投美元债市场的扩容，但由于此通知是针对新申请外债发行批文的城投企业，对于已取得登记批文的城投企业未有限制，所以 2019 年仍有较多新增的城投企业在境外市场发行美元债，为第二至四季度的发行量提供支撑。在 2019 年 98 家城投发行人中，其中 49 家为新发行人。

图10：2018至2019年城投美元债发行情况

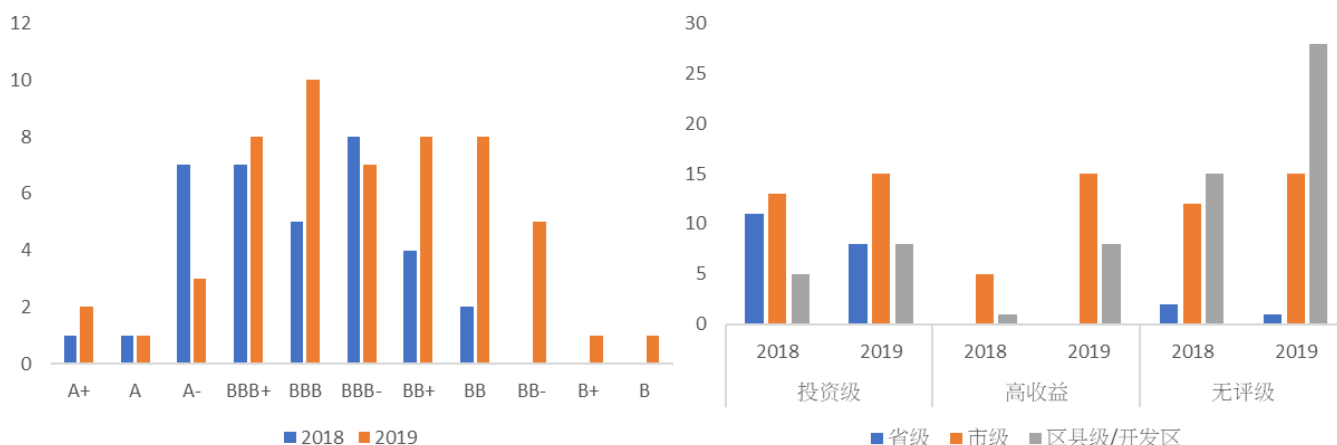


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

城投美元债平均发行票息较 2018 年有所下滑。虽然 2019 年城投发行人的信用资质稍弱于 2018 年，但是由于美国国债收益率下行，受市场因素影响 2019 年城投美元债的平均票息较 2018 年下降 33.9 个基点至 5.60%。另外，随着投资者对中资美元债的信心逐渐恢复，对信用资质相对较好的城投发行人的需求增加，这也对城投美元债的发行票息带来正面影响。

城投发行人评级缺失问题严重，高收益债发行人活跃，发行主体有下沉趋势。2019 年的城投美元债发行人有 98 家，当中 44 家没有在国际三大评级机构取得公开信用级别，占 44.9%。这些发行人多为区县级/开发区的城投企业，其信用资质相对一般。在取得国际三大评级机构信用级别的发行人中，城投发行人的级别分布在 A+ 至 BB- 区间，当中以投资级别为主，占有公开评级发行人的一半以上。相较于 2018 年，2019 年的城投企业发行人信用资质有所下沉。2018 年有公开级别的高收益城投债发行人有 6 家，占有评级发行人约 17.1%；而 2019 年则大幅上升至 23 家和 42.6%。另外，区县级/开发区城投发行人表现活跃，2019 年区县级/开发区的城投发行人有 44 家，较 2018 年的 21 家明显增加。而相较地级市发行人，大部份区县级/开发区城投发行人的信用资质相对较弱，这也导致 2019 年高收益级别发行人明显增加。

图11：2018及2019城投发行人评级分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

## 展望

2020年，在存量发行人的再融资需求支撑下，预计中资美元债发行仍会相对火热，市场规模将持续扩容。但是，由于发改委在2019年中旬先后发布了666号文和778号文，以限制城投及房地产企业的外债规模的增长，我们预计这两份通知的效果将会在2020年逐渐体现。由于城投和房地产企业是中资美元债市场主要的新发行人之一，所以2020年的新发行人数量或将较2019年有所减少。发行节奏方面，近期受新冠肺炎疫情的影响，发行高峰期相较2019年或将有所延后，全年呈现先抑后扬的态势。发行成本方面，虽然疫情对全球经济产生短期冲击，但预计对全年经济增长的影响有限，加上美国国债收益率处于较低水平，中资美元债发行成本或有下行空间但相对有限。发行期限方面，中资发行人仍会偏向1到5年期的中期美元债，但在中长期美国国债收益率收窄的情况下，或将会有更多中资发行人（如房地产企业）尝试发行期限较长的债券以改善其债务结构，中资美元债发行的平均期限或将有所拉长。

信用风险方面，2020年中国经济压力下行压力仍然存在，结构性信用风险或将进一步暴露。加上短期来看，新冠肺炎疫情的爆发会对部分企业的经营造成较大压力，因此需要关注信用资质相对较弱的民营企业。另外，近年来国有企业的信用事件有所增加，但考虑到在中资美元债市场发债的国有企业多是行业龙头企业，或对全国或区域经济发展具有重要贡献，整体信用资质相对良好，所以我们认为国有企业风险事件大规模爆发的可能性较低。

我们认为中国房地产行业将会持续整合，企业信用资质分化加剧。预计政府仍会坚持贯彻“房住不炒”的基本定位，因此针对房地产行业的调控和融资政策不会出现明显放宽。近期受疫情影响，主要城市的售楼处和中介门店关闭，加上多地发布了延迟复工通知，导致房地产企业的项目开发周期、预售节点及回款周期延长，部份企业的资金压力加剧。整体来看，我们认为布局三、四线城市以及流动状况偏紧的中小型房地产企业会面临一定的信用风险。

我们预计城投美元债的发行主体将会持续下沉，但行业信用风险整体可控。疫情爆发放大了城市医疗卫生基础设施欠缺和交通运输网络化程度不足等短板，预计各地政府为补足短板将会加大投资，城投企业作为区域内重要的基础设施建设主体很大可能承担这部分工作，或将其未来的转型发展提供方向。但是，受疫情影响，短期内地方政府的财政收入将会收缩，加上为支撑经济回复，财政支出将会增加，对地方政府的财政造成一定的压力。因此，我们认为需要关注财力较弱、行政级次较低的城投企业的信用变化。

中国诚信(亚太)信用评级有限公司(以下简称“中诚信亚太”)对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信亚太事先书面许可,任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售,或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息,应事先获得中诚信亚太书面许可,并在使用时注明来源,确切表达原始信息的真实含义。中诚信亚太对于任何侵犯本文件著作权的行为,都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信亚太及其业务的图形,都是中诚信亚太商标,受到中国及中国香港商标法的保护。未经中诚信亚太事先书面允许,任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信亚太对于任何侵犯中诚信亚太商标权的行为,都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信亚太从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响,上述信息以提供时状态为准。中诚信亚太对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下,a)中诚信亚太不对任何人或任何实体就中诚信亚太或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任,或 b)即使中诚信亚太事先被通知前述行为可能会造成该等损失,对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失,中诚信亚太也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察,并不能解释为中诚信亚太实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为,也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信亚太不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。



#### 中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址: 香港中环康乐广场1号  
怡和大厦8楼805-808室  
电话: (852)2860 7111  
传真: (852)2868 0656  
网址: <http://www.ccxap.com>

China Chengxin(Asia Pacific)Credit Ratings Company Limited  
Address: Suites 805-808, Jardine House, 1 Connaught Place,  
Central, Hong Kong  
Tel: (852)2860 7111  
Fax: (852)2868 0656  
Website: <http://www.ccxap.com>



#### 中诚信国际信用评级有限责任公司

地址: 北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同2号银河SOHO6号楼  
邮编: 100020  
电话: (8610) 66428877  
传真: (8610) 66426100  
网址: <http://www.ccxi.com.cn>

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd  
Address: Building 6, Galaxy SOHO,  
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,  
Dongcheng district, Beijing, 100020  
Tel: (8610)66428877  
Fax: (8610)66426100  
Website: <http://www.ccxi.com.cn>