

日期：2018 年 4 月 3 日



分析师：胡月晓

执业证书编号：S0870510120021

分析师：陈彦利

执业证书编号：S0870517070002

楼小飞

执业证书编号：S0870114020001

E-mail: chenyanli@shzq.com

Tel: 021-53686170

报告编号：

相关报告：

PPP 项目融资的两阶段模型

——PPP 宝典系列之证券公司 PPP 的参与模式

■ 主要观点：

PPP 项目融资的两阶段模型

由于开发建设期和建成经营期的经营特征项目风险差异，PPP 项目法人通常实行分阶段的融资方式：两阶段融资模式——在项目的建设和经营阶段，实行差异化的融资安排。按照两阶段模型，PPP 项目融资可分为法人组织融资、建设期融资和经营期融资等三个环节。融资安排和工具选择，除了和项目的经营特性有关外，和项目投资、建设和经营的组织也是高度相关的，PPP 项目投资、建设和经营主体安排的不同组合，决定了 PPP 项目融资安排的多样性和复杂性。SPV 项目法人可能包含多个 PPP 项目实际操作主体，SPV 项目法人“黑箱”内经营主体的安排，决定 PPP 项目融资的设计。

PPP 项目融资中金融分工与合作

PPP 项目融资中使用的融资工具类型，要远比普通公司金融多样和复杂。这些工具通常包括：银行贷款、债券融资、股权融资。在开发建设融资期，传统金融机构，如银行、保险公司，由于能够方便地提供大规模的便宜资金比较有优势。信托公司通过私募渠道募集资金，尽管融资成本比银行和保险高，但凭借经营灵活的优势，也能在这一环节取得一席之地；证券、基金、私募股权等金融服务机构，由于操作上的复杂性（周期较长）、融资成本的不可协商性等约束条件限制，常常处于不利地位。经营期融资阶段，无论是收益权的证券化，还是资产证券化，更不用说少数经济前景好的经营性资产 IPO，证券公司与其它类型的金融机构相比，显然具有无可比拟的优势。券商作为传统的投资银行，在将非标准化的资产转化为标准化的金融产品方面，先天具有专业优势。

证券公司参与项目融资的模式

作为投资者和资金提供方，证券公司可以参与 PPP 项目融资的全过程和所有环节融资。作为投资者，证券公司购买 PPP 项目融资的金融产品，需要根据投资资金性质、风险偏好、债项工具信用评级、项目前景和组织结构、政府和社会资本的具体合作模式等因素，合成有针对性的投资决策框架，综合考量后方能做出合适的投资决定。在 PPP 项目融资的两个阶段、三个环节，证券公司作为投资者，都可以参与。作为金融服务商，证券公司参与的 PPP 项目融资环节主要在经营期，也可能出现在法人组织融资环节，较少出现在开发建设融资环节。按照 PPP 项目融资的二阶段模型，证券公司在 PPP 项目融资的经营期融资环节是有优势的。这个优势主要存在于金融服务环节，而非资金优势。从不同类型金融机构的业务分工和服务比较角度，证券公司的优势在于将非标资产处理成标准化金融产品的能力。

。

目 录

一、PPP 项目融资的两阶段模型	1
1. PPP 项目的差异性	1
2. PPP 项目融资的组织模式	1
3. PPP 项目的融资模式	2
二、PPP 项目融资中金融分工与合作	6
1. 参与 PPP 项目融资的金融机构	6
2. 不同融资阶段的金融机构优势比较	7
三、证券公司参与项目融资的模式	9
1. 投资模式：资金提供者	9
2. 服务模式：融资运作者	10

图

图 1 PPP 项目融资的组织.....	2
图 2 PPP 项目融资的 2 阶段模式.....	3
图 3 SPV 项目法人“黑箱”和融资安排.....	6
图 4 证券公司投资参与的 PPP 项目融资过程.....	10
图 5 证券公司服务参与的 PPP 项目融资过程.....	11

表

表 1 不同金融机构在 PPP 项目融资不同环节的优势比较	8
-------------------------------------	---

一、PPP 项目融资的两阶段模型

1. PPP 项目的差异性

基于公共品属性，PPP 项目间的盈利性不同，经营属性存在差异。在项目生命期内，PPP 项目和一般项目融资不同的是，PPP 项目通常在约定经营期后，项目资产需要移交给政府或政府授权的平台企业。约定经营期可以是资产的寿命期，也可以是半寿命期；期限多长依实现参与社会资本的预期回报率而定，即政府根据预期的合理回报率，确定 PPP 项目的经营期限和项目支持方式。社会资本取得投资回报资金来源有：使用者付费、可行性缺口补助和政府付费等；不同的投资回报资金来源，决定了项目的属性差异：经营性项目——投资回报全部来源于使用者，准经营性项目——回报资金只有部分来源于市场，非经营性项目——市场不付费、或没有直接收入项目。

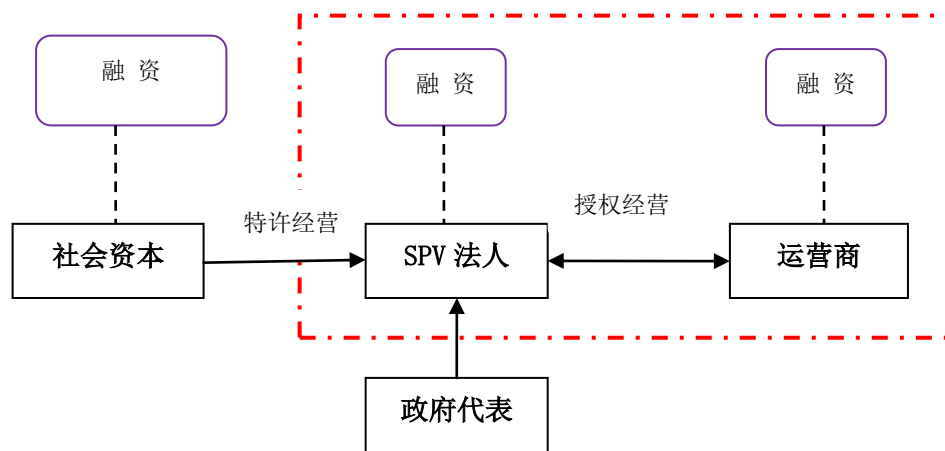
PPP 项目融资方式的确定，首先要确定以下两个前提：政府支持方式、经营期限。项目的盈利属性差异，决定了政府支持方式的差异；由政府和社会资本参与方协商确定的对社会资本合理回报率也无统一标准，回报率高低在很大程度上取决于政府和资本间的讨价还价结果。因此，不同 PPP 项目间的融资方案存在着很大差别，个性十足！

2. PPP 项目融资的组织模式

首先按照融资主体看，PPP 项目基本上是采用新设法人融资的模式。传统项目融资是新设法人融资和既有法人项目融资两种模式并重。一般来说，新设法人融资的组织模式，既可采取项目融资模式，也可采取传统的公司融资模式，但由于 PPP 项目的特殊性，PPP 项目采用新设法人项目融资模式。

新设法人可能并不对项目的后续经营负责，法人设立的目的仅是为 PPP 项目的运作提供组织和管理上的方便；这个特殊目的的新设法人，只负责融资、不负责具体经营。这种融资和经营分开的组织形式，进一步增加了 PPP 项目融资的复杂性。在这种 PPP 项目组织模式下，存在着 3 类进入 PPP 项目的社会资本主体：投资人、项目法人（PPP 项目新设 SPV 法人）、项目运营主体。项目法人和项目实际运营人，在不同的 PPP 项目融资方案下，均有可能以自身名义、基于 PPP 项目进行融资。

图 1 PPP 项目融资的组织



只有确定进入 PPP 项目环节的项目法人（SPV）的融资，以及授权运营商的融资，才可以归类 PPP 项目融资，并得到相关政策的支持和优惠。作为项目投资人的社会资本，其自身的融资行为，不论是否为投资 PPP 项目而进行融资，都不应被看作是 PPP 项目融资行为。即 PPP 项目融资，应该是先有 PPP 项目，再有 PPP 项目融资。

SPV 法人的融资，既可以是开发环节的建设性融资，在项目法人自身负责运营的情况下，也可以是运营期间的经营性融资。运营商根据项目法人的授权获得 PPP 项目的运营资格，运营过程中也可根据经营需要进行经营性的融资行为。

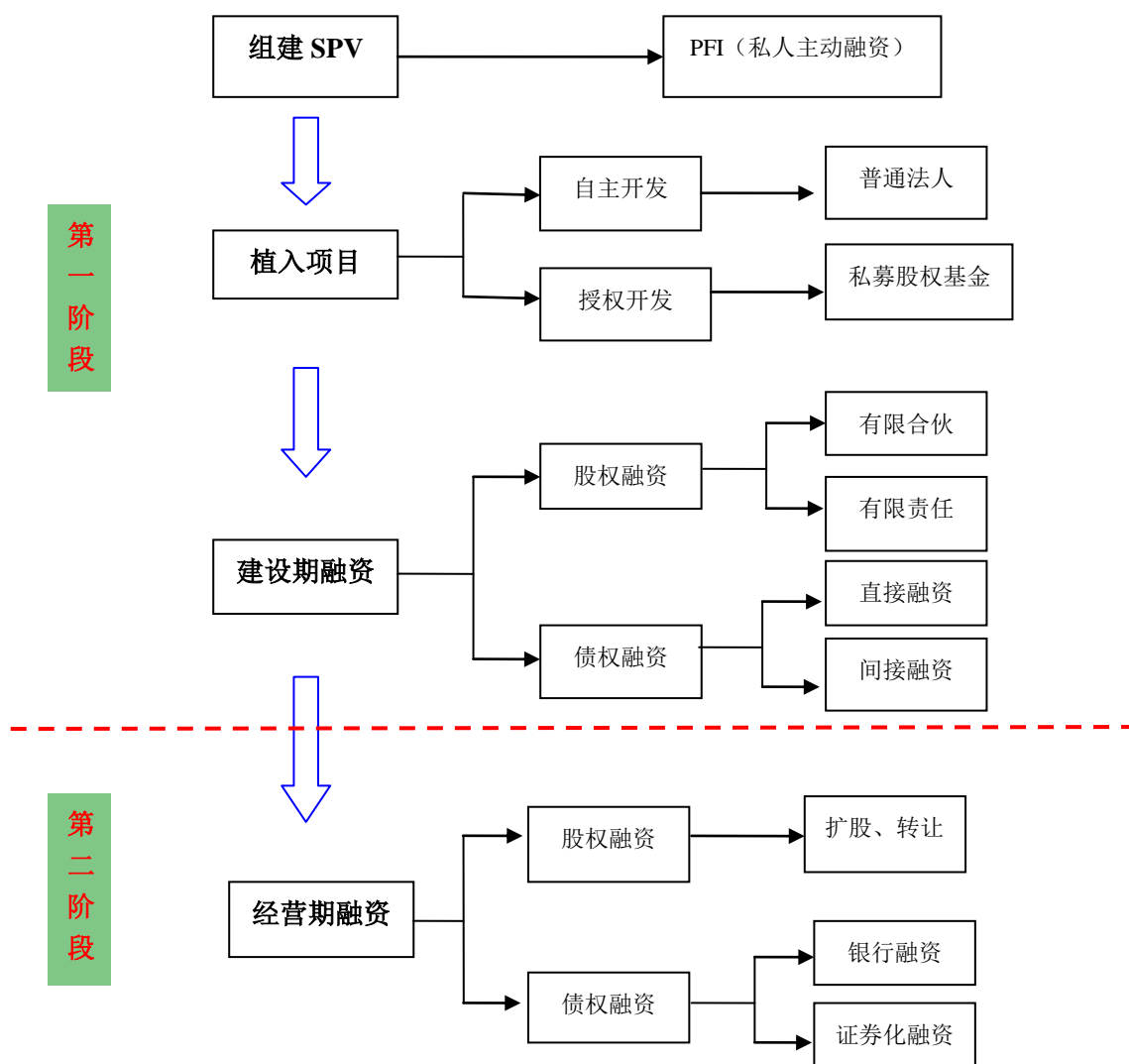
3. PPP 项目的融资模式

PPP 项目的建设期很短，而经营期很长；另一方面，我国 PPP 项目管理体制规定，建设期的投入，不能通过项目资产转让的方式获得回报，即不能以“卖资产”的形式实现退出，社会资本必须承担开发和经营两阶段的责任。当然也不是要求社会资本承担项目全生命周期的运营风险，政府根据财政能力、公众利益等因素综合考量，决定项目特许经营期，正常情况下社会资本能取得合理回报。由于开发建设期和建成经营期的经营特征项目风险差异，PPP 项目法人通常实行分阶段的融资方式：两阶段融资模式。

两阶段融资是指在项目的建设和经营阶段，实行差异化的融资安排。之所以要在 PPP 项目的不同运作阶段，实行不同的融资安排，是因为不同阶段的风险特征和预期现金流差别较大：开发建设期通常没有现金流入；

经营期现金流入在不同项目间也存在有较高差异，有些项目现金流比较均匀，有些项目现金流入变化稳定（或逐步上升、或逐步减少），而有些项目现金流则很不规律，甚至难预测。因此，分阶段进行不同的融资安排，是 PPP 项目的常见融资模式。

图 2 PPP 项目融资的 2 阶段模式



在 PPP 项目融资的第一阶段，在组建项目 SPV 法人时，或有涉及到一种特殊的与 SPV 组织结构相关的股权融资形式——PFI。私人主动融资（Private Finance Initiative, PFI）是一个和公共品建设项目高度相关的概念，指私人资本为某公共品项目提供资金，组织项目的建设和运营，并由项目经营产生现金流实现投资回报。实践中，社会资本通常按 PPP 具体项目，设立有对应的投资实体，以发起 PPP 项目。

在第一阶段的植入项目环节，政府代表和私人企业需要确定项目的运作

方式，及相应的融资方案，政府 PPP 项目审核部门将依此进行相应的审查，如该 PPP 具体项目的物有所值评价、财政承受能力评价、确定项目边界和运作模式等。在这一环节，通常需要确定项目投资实体的组织形式。PPP 项目若以新设的 PPP 法人作为投资主体，那么该项目法人通常采用普通法人的组织形式，一般采用有限责任的形式安排该 SPV 项目法人为投资实施主体。如果投资主体自身并不进行组织开发建设工作，那么该 SPV 将再组建一个具体项目建设企业，即获得 SPV 项目投资法人授权的二级 SPV 建设法人；在这种情况下，一级的 SPV 项目投资法人通常是一种融资结构，即私募股权投资基金的形式，这种私募股权基金通常采取有限合伙的形式，即股东依责任不同分为普通合伙人（GP, general partner）和有限合伙人（LP, limited partner）。

接下来将进入建设期融资环节。此时项目的建设法人已经确定，在大部分情况下，PPP 项目的 SPV 一级投资法人和二级建设法人是合一的，为同一法人主体，为避免混淆，本课题将通称其为 SPV 项目法人。显然 SPV 项目法人为建设 PPP 项目而进行的融资，只能是外源性融资。外部股权融资设计依 SPV 项目法人股权结构的安排决定，SPV 项目法人股权结构又取决于法人组织形式：有限责任还是有限合伙。为了尽可能扩大股权性资本的投入，在优先股的法律基础和实践不成熟的情况下，中国 PPP 项目当前普遍采用有限合伙的形式，即区分 GP 和 LP，来扩大股权性资本来源。股权融资确定后，SPV 项目法人还将进行配套的债权融资。债权融资的直接融资方式是市场发债，间接融资方式是寻求银行等放贷机构的放款；在市场发债融资类型中，基金、保险等金融机构提供的各类债权产品，相比证券公司提供的债券，实践中往往更为普遍。

从内容上看，第一阶段的融资不仅仅是建设融资，还包括项目投资主体和建设主体的自身融资。实际上，为完成项目的组织，项目法人组织和设立的融资安排也是相当重要的。项目法人的成立和资本金到位，是 PPP 项目顺利开展的第一步。

PPP 项目开发建设完毕验收合格后，项目就进入了运营期，项目融资也进入了第二阶段的经营期融资。一般说来，PPP 项目的经营期是产生收入的时期，不会有新的融资需求。但是，建设期资金和经营期资金的性质和偏好是不同的，承受的风险也不同。对建设期资金来说，项目顺利建成，资金就可以取得预期的合理回报，开发资金不一定愿意承担经营风险；通俗地讲，开发融资的借款人通常希望尽快回收资金。因此，经营期通常要以建成项目的资产为抵押，以新的融资替换旧的融资，旧的融资取得建设期回报，承担了建设期风险，新的融资承担经营期风险，

并取得相应回报，两笔融资承担的风险不同，获得的回报也存在差异。第二阶段融资也分为股权性融资和债权性融资，融资方式的选择与经营主体的组织有关。在项目法人即为经营主体的常见情况下，证券化融资是最为常见的选择方式，证券化融资是一系列市场化直接融资方式的统称，主要包括以下几种模式：

1.收益权证券化。将项目未来现金流证券化，这种形式适合现金流稳定的项目，并对现金流规模有一定要求。经营期融资的目的通常不是为了当期的经营投入，而是为了偿还建设期融资，因此现金流规模不能过低。

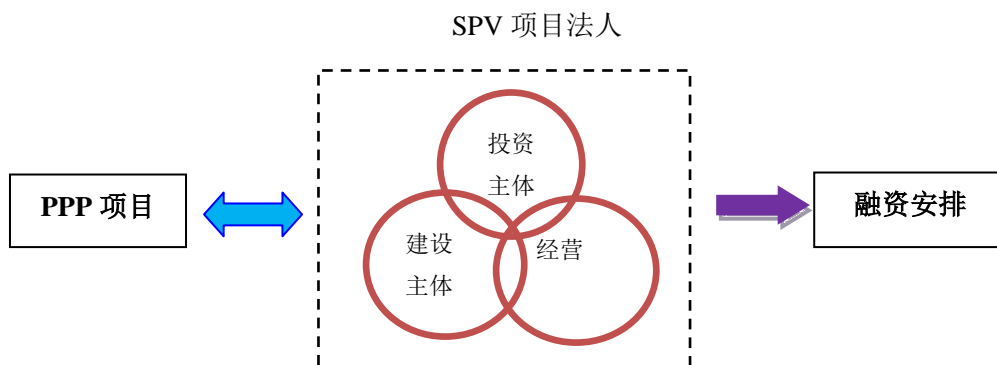
2.资产证券化。项目建设成果主要表现为经营性资产的 PPP 项目，可以采用资产证券化的形式，实现后续融资。对于具有较多资产且经营稳定的 PPP 项目，资产证券化也是第二阶段融资的常见选项。

3.IPO 或 M&A。有些 PPP 项目是授权 SPV 项目法人以永久特许经营权的，项目法人满足持续经营的条件，且经营效益前景较好；在这种情况下，项目法人在资产建成后实际上已变成了一个普通法人，企业在满足上市情况下，可以追求上市。持续经营的企业股权，合适情况下也会成为并购市场上的良好标的，这样通过收购，第一阶段投资人投入的股权性资金也可实现退出。

4.在建成项目授权经营的情况下，虽然 SPV 项目法人不负责项目建成后的经营，但同样获得经营性收益。SPV 项目法人可以通过股权转让的方式，替换第一阶段的权益性投入资金；也可以通过增资扩股的方式，替换第一阶段的债权性融资，或满足经营期持续投入的需要。

从以上两阶段的 PPP 项目融资模式分析可知，融资安排和工具选择，除了和项目的经营特性有关外，和项目投资、建设和经营的组织也是高度相关的，PPP 项目投资、建设和经营主体安排的不同组合，决定了 PPP 项目融资安排的多样性和复杂性。SPV 项目法人可能包含多个 PPP 项目实际操作主体，SPV 项目法人“黑箱”内经营主体的安排，决定 PPP 项目融资的设计。

图 3 SPV 项目法人“黑箱”和融资安排



二、PPP 项目融资中金融分工与合作

1. 参与 PPP 项目融资的金融机构

所有持有金融牌照的机构，都不同程度地参与了 PPP 项目的融资，只不过在 PPP 项目融资中采用了不常用的融资工具。之所以需要特殊安排的金融工具，这是因为：PPP 项目融资是一种特殊的项目融资；PPP 项目融资是一种新出现的融资需求，并与传统的公司金融有很大不同。PPP 项目虽然在中国出现的时间较短，但金融机构还是表现出了较高的兴趣；当前 PPP 项目的落地率虽然不高，但几乎所有项目都是处在项目采购环节的落实上，金融问题并不是 PPP 项目落地率不高的原因。

实践中，大量没有金融牌照的非持牌机构，即私募性质的投资公司也参与了 PPP 项目融资的过程。大量投资型公司比金融机构更积极地参与融资过程，客观上推动了 PPP 项目的进展。由于 PPP 项目法人设计的复杂性，非金融的投资公司和金融性的私募基金，在其中都找到了用武之地。

PPP 项目融资中使用的融资工具类型，要远比普通公司金融多样和复杂。这些融资工具的选择和项目进展过程中的风险管理高度相关，金融机构和 SPV 项目法人会根据项目建设和经营过程中风险因素，以及监管标准、资金来源、机构实际满足情况，做出合适的融资安排和工具选用。这些工具通常包括：

1. **银行贷款**，含商业银行贷款、政策性银行专项贷款、国际金融机构的配套贷款等；
2. **债券融资**，含中期票据、资产证券化（ABS）、普通债券发行（企业债、公司债）等；

3.股权融资，含普通股、优先股，有限合伙、存托凭证等。

PPP 项目融资设计中金融工具选择的原则是：

- 1.降低融资成本；
- 2.便利融资和项目推进；
- 3.有利于风险管理；
- 4.有利于项目合作方的监督。

2. 不同融资阶段的金融机构优势比较

在 PPP 项目融资的第一阶段,主要是 SPV 项目法人组织的融资和项目法人成立后的项目开发建设融资。

SPV 项目法人融资。法人组织过程的融资需求，因法人组织的安排不同而存在差异。只有打开 SPV 项目法人的“黑箱”，区分 SPV 项目法人的投资主体、建设主体和经营主体，以及三类不同功能主体的搭配情况，才能确定 SPV 项目法人自身的组织融资安排。这一环节的融资目标有：

- 1.为后续环节（建设和经营）融资提供方便，并尽可能创造条件；
- 2.便利项目的组织和管理；
- 3.保证风险承担归置于社会资本；
- 4.提高投资主体的信用等级。

在投资主体和建设主体分开情况下，投资主体通常采用有限合伙的股权设置。有限合伙的 SPV 项目法人投资主体，通常需要筹集普通合伙人的股权，即 GP 募集；而 SPV 项目法人建设主体，通常需要筹集有限责任股权，即 LP 募集。有限合伙的股权募集，作为新型的另类融资模式，通常是私募股权基金等财富管理型金融机构，有较多的经营优势。证券公司、基金公司虽然也有另类投资部门和股权投资部门，出于监管和经营习惯的差异，优势并不明显；而银行、信托、保险等机构，对非标准化的股权类投资产品，目前则还存在着较多限制。

开发建设融资。PPP 项目融资过程中，项目不同进展阶段和环节间的融资需求，存在着较大差异。项目开发和建设环节的融资，对融资的便利性、可得性，以及融资成本的低廉性，要求较高。这个时期，传统金融机构，如银行（包括商业银行和政策性银行）、保险公司，由于能够方便地提供大规模的便宜资金，相对而言，要远较市场型金融机构（指通过资本市场筹资的机构）有优势。信托公司通过私募渠道募集资金，尽管融资成本比银行和保险高，但凭借经营灵活的优势，也能在这一环节取得一席之地；证券、基金、私募股权等金融服务机构，由于操作上的复

杂性（周期较长）、融资成本的不可协商性（债券发行要以市场化进行，必须支付市场化利率）等约束条件限制，对 PPP 项目融资的服务，在和其它金融机构的竞争中，常常处于不利地位。这一环节的融资目标主要有：

- 1.保证项目顺利完工，并为后续经营和融资提供方便；
- 2.降低项目建设成本（因此需要尽可能低廉的资金）；
- 3.保证投资主体对项目的控制权。

经营期融资。在第二阶段经营环节的融资，此时项目已建成，项目资产的经营前景已比较明确。在很大程度上，经营期的融资不是为经营投入的融资，而是一种对前期投入资金替代的融资。因此，这一环节的融资目标主要有：

- 1.以合理的成本取得替代性融资，保证建设期融资的及时退出；
- 2.取得最高的债项工具（债券、商业票据、中期票据等）信用等级；
- 3.确保项目资产的独立性和经营灵活性。

项目建成后，只有整个资产生命期内的经营现金流（政府付费或使用者付费），才能覆盖建设期的融资和项目全寿命期内的经营成本。因此，直接以新的融资来替换旧的融资，几乎是不可能的，那意味着新融资方是“接盘侠”。除了经济效益前景好，并且具备持续经营条件的项目，经营期的股权融资是很难进行的。在已经有较高债务的情况下，继续获得债务资金，只有创新融资方式——证券化。无论是收益权的证券化，还是资产证券化，更不用说少数经济前景好的经营性资产 IPO，证券公司与其它类型的金融机构相比，显然具有无可比拟的优势。券商作为传统的投资银行，在将非标准化的资产转化为标准化的金融产品方面，先天地具有专业优势。

综合以上各环节中不同金融机构融资优劣势的分析可知，不同金融机构在 PPP 项目融资的不同阶段和环节，具备的优势是不同的，这也决定了不同融资阶段中融资方式和融资工具的选择。

表 1 不同金融机构在 PPP 项目融资不同环节的优势比较

融资环节	法人组织融资	建设期融资
优势机构	私募股权机构	银行、保险、信托
融资目的	组织成立、风险管理、后续投融资便利	项目建设、降低成本、资产控制

资料来源：上海证券研究所整理

三、证券公司参与项目融资的模式

1. 投资模式：资金提供者

作为投资者和资金提供方，证券公司可以参与 PPP 项目融资的全过程和所有环节融资。

作为金融产品中的一个重要品种，为 PPP 项目融资的各类金融工具已越来越受到市场欢迎。PPP 项目融资产品虽然没有政府背书，但作为金融产品底层资产的项目本身安全性高，项目资产的公共品属性决定了政府隐性担保的客观存在。因此，PPP 项目融资类金融产品，常被看作是具有一定安全性的产品，在市场上常被投资者看作是高信用等级的产品。但是，PPP 项目相关的金融产品，又是复杂性较高的金融产品，普通投资者很难理解背后的交易结构，对其金融属性也不甚明了，这就决定了 PPP 融资工具的购买对象——只有专业投资者才有理解能力、甄别能力、购买意愿。

PPP 项目运作首先要确定组织框架，这一阶段需要进行组织设计，PPP 项目融资第一阶段的项目法人组织融资，就发生在这一过程。按照 PPP 项目融资安排，充当 PPP 项目法人组织融资的工具主要是各类股权性融资工具：普通股本（有限责任）、优先股、合伙股本（无限责任）。打开 SPV 项目法人的“黑箱”可知，项目投资法人融资除了股权资本外，债权资本也是一种可行的选择。项目投资法人更为常见的股本融资模式是“两合公司”，即普通合伙人和有限合伙人分别筹集资本。证券公司的股权投资部门，在满足约束条件下，是可以参与这些股权资本的投资的。在项目的开发建设阶段，PPP 项目融资的金融工具种类要远比组织环节丰富。建设期融资也是当前 PPP 项目融资的重点，参与的机构也最为多样，各种类型的金融机构为 PPP 项目建设，提供了种类多样、品种丰富的融资工具。由银行类金融机构提供的工具有：由商业性银行提供的长期固定资产建设贷款和银行组团提供的银团贷款、由政策性银行提供的长期开发贷款、由国际金融机构提供的国际贷款；由保险机构提供的金融工具是项目建设专项债权凭证；信托公司提供的产品主要有长期开发贷款和专项债权凭证；证券公司提供的融资工具也主要是专项债权凭证。

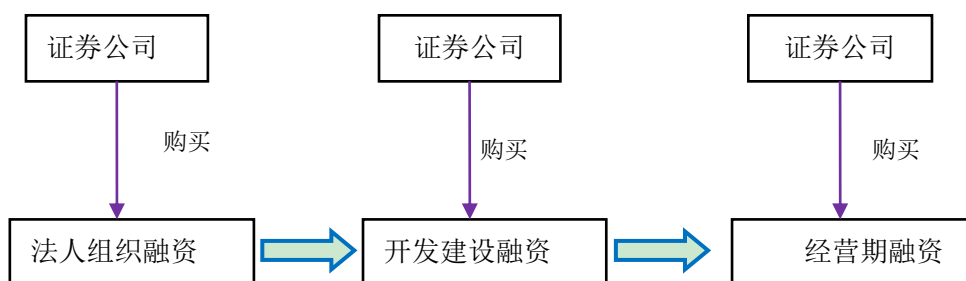
在项目资产形成的经营期，经营期融资分为股权融资和债权融资，其中股权融资比较少见。债权融资的目的也主要是替换前期融资，因而实践中 PPP 项目经营期融资工具主要是投资银行提供的各类证券化产品。

在以上 PPP 项目融资的各项金融工具中，很多产品是某类金融机构专属的，比如贷款相对于银行，专项债权凭证相对于实际开发的保险、信托机构，但也存在着转让的二级市场；某些专项债权凭证，则是在发行期

就采用了公开募集的方式。

基于证券公司的投资功能，券商在综合衡量投资的风险收益和现金流情况后，可以参与上述金融产品的购买。PPP 项目融资类金融产品的安全性和长期性，契合了很多金融机构的资产配置需求，包括证券公司在内的很多金融机构，客观上存在着对 PPP 项目融资金融产品的投资需求。作为投资者，证券公司购买 PPP 项目融资的金融产品，需要根据投资资金性质、风险偏好、债项工具信用评级、项目前景和组织结构、政府和社会资本的具体合作模式等因素，合成有针对性的投资决策框架，综合考量后方能做出合适的投资决定。在 PPP 项目融资的两个阶段、三个环节，证券公司作为投资者，都可以参与。

图 4 证券公司投资参与的 PPP 项目融资过程



2. 服务模式：融资运作者

证券公司在更多的情况下，不是作为投资者参与 PPP 项目融资，而是作为金融服务者，为 PPP 项目融资提供服务。作为金融服务商，证券公司参与的 PPP 项目融资环节主要在经营期，也可能出现在法人组织融资环节，较少出现在开发建设融资环节。

按照 PPP 项目融资的二阶段模型，证券公司在 PPP 项目融资的经营期融资环节是有优势的。这个优势主要存在于金融服务环节，而非资金优势。从不同类型金融机构的业务分工和服务比较角度，证券公司的优势在于将非标资产处理成标准化金融产品的能力。

作为金融服务者，在 PPP 项目融资第一阶段的项目法人组织融资环节，证券公司可以作为普通合伙人（GP）参与有限合伙型 SPV 项目法人的融资。为 SPV 项目法人募集有限责任的资本（LP），通过合理的股权设置，使得社会资本参与 PPP 项目的风险和收益分配合理化，增加 PPP 项目对社会资本的吸引力和项目成功的可能性。在这个过程中，证券公司需要将 LP 股权包装成投资者可接受的产品，向市场（潜在投资者）推介项目材料，设计 SPV 项目法人的组织形式和“黑箱”内容等。

在第一阶段的建设期融资环节，证券公司主要作为投资者参与 PPP 项目融资。在第二阶段的经营期融资环节，证券公司参与 PPP 项目融资是有着无可比拟的优势的——证券公司既可以为 PPP 项目经营法人提供融资服务，自身也可以作为投资者，参与相关金融产品的购买，为 PPP 项目的后续运作提供资金。按照前述 PPP 项目融资二阶段模型的分析，经营期环节 PPP 项目经营者客观上存在着较多的资产证券化需求，而这正是证券公司投资银行业务部门的本源和擅长业务。

图 5 证券公司服务参与的 PPP 项目融资过程



分析师承诺

胡月晓 陈彦利 楼小飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型	两全级	配置级	投资级	回避级
内容				
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级——全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级——配置主需求型机构：银行、保险；

投资级——收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断——主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断——市价与中债估值差距、STW。

流动性判断——融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。