



2009年3月6日

中国固定收益证券：信用

中金公司固定收益研究组

分析员：徐小庆 xuxq@cicc.com.cn

姬江帆 jijf@cicc.com.cn

联系人：陶 铄 taoshuo@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

发行利率市场化：虽无近忧，但有远虑 ——中国信用策略周报

本期要点：

◆ 发行利率市场化对二级市场的影响：虽无近忧，但有远虑

短融和中票的发行定价市场化进程加速，本周发行利率普遍大幅下降 30-50bp，AA+级下降幅度高于 AAA 级，一二级利差缩小至 30bp 以内。我们认为，发行利率市场化将使得中票市场目前供不应求的状况有所改善，从中期趋势来看，未来的供给压力将逐步显现，成为抑制中票收益率下降的一个重要因素，尽管短期来看影响不大。从供给的角度来看，发行利率下降将进一步增强中票融资对企业的吸引力，未来供给将呈现加速的趋势；从需求的角度来看，一二级利差缩小将挤出投机群体的需求，而银行的投资需求也会随着发行利率的下降而有所减弱，因为目前的收益率水平已接近银行从监管资本的角度要求的回报率水平。同评分中票的信用利差之所以明显高于短融，也和银行从监管资本的角度定价有关，因为中票以银行投资为主，而短融的投资者群体更广。所以如果中票未来不能进一步放开投资群体，那么信用利差即使还有下降空间，也很难向短融靠拢。

◆ 电力行业展望调整至稳定，大唐股中票价值被低估

本周短融和中票发行中以煤炭和电力行业居多，我们维持对煤炭行业的负面展望，将电力行业展望由发展中调整至稳定。从最近两个月的情况来看，煤炭价格持续下跌的可能性增大，幅度加剧而且时间提前；而电力行业虽然产能过剩仍然较为严重，全国平均利用小时数下跌的趋势暂无法改变，但煤炭价格下跌给电力企业带来盈利改善的空间要大于产能下降对盈利的侵蚀。我们预计电力企业现金流紧张的情况还会持续一段时间，但进一步恶化的可能性已经不大，因此我们将电力行业展望从发展中调整为稳定。本周新发的中票中，最具投资价值的个券是大唐股份，因为其市场定价按照 AA+级，而我们的主体评分为 2-，与 AAA 级中较低的一档更接近。短融的投资价值已不大，如果有刚性配置需求，建议买入光明。

◆ 企业债：信用资质和发行利率双降

本周发行的企业债债项评级都为 AA，信用资质不如前期发行的债券，发行利率也进一步下降。南钢联尽管是民营企业，但由于有股东复星的担保，我们认为违约风险可控，信用利差优势相对明显，风险承受能力较强的投资者可以买入持有，但与交易所的中联可分离债相比不具吸引力。本周发行的两支城投债相比较，渝地产的投资价值高于合海恒，但重庆城投类债发行人较多，建议投资者以渝城投债为主，其次是渝地产债。无担保的六安城投信用评分很低，类似近期发行的怀化债，发行利率已降至交易所二级市场水平附近，申购价值也大大降低。

◆ 全球违约率：08 年明显上升，09 年将达历史新高

穆迪 2 月底发布了 1920-2008 全球公司债券的违约率和清偿率报告，08 年全球公司债的违约具有如下特征：(1)08 年违约率明显上升，尤其是投资级违约率明显高于平均水平，违约金额达到历史最高水平；(2)从地区分布来看，亚太地区违约率最低，投资级违约率为零；(3)金融机构较非金融机构的违约率上升更加突出，而且评级公司对金融机构违约的预测不足；(4)竞争性行业违约率明显上升，公用事业与中央政府支持的企业违约率最低。穆迪预测 09 年投机级违约率将高达 16.4%，超出 1933 年 15.4% 的历史最高水平，清偿率也将随着违约率的增加而降低。违约率和清偿率的这种负相关关系，是我们强调不要高估抵押增信作用的重要原因。年初以来，市场对信用风险的担忧明显减弱主要受银行大幅放贷的行为影响，使得企业再融资风险大大降低，但对于我国信用市场的违约风险也不能过于乐观。我们建议投资者对信用市场仍应保持审慎的态度，避免周期性、竞争性行业中的低评分发行人，对信用利差的要求不能明显低于历史平均水平。

■ 发行利率市场化对二级市场的影响：虽无近忧，但有远虑

短融和中票的发行定价市场化进程加速，本周发行利率普遍大幅下降 30-50bp，AA+级下降幅度高于 AAA 级，一二级利差缩小至 30bp 以内。据《第一财经日报》报道，中国银行间市场交易商协会本周初召集各主承销商探讨中票和短融发行定价方式的改革问题，要求其发行利率要更加贴近二级市场水平，短融的发行利率一般不得超过二级市场水平 15bp，资质特别好的短融不得超过 5bp，中期票据的发行利率不得超过二级市场水平的 10bp。

从本周发行情况来看(表 1)：AA+短融的中投蒙和光明的发行利率为 2.05%和 2.1%，相对上周同评级 2.6%左右的发行利率已经降低了约 50-55bp；3 年期 AAA 级首机场发行利率 2.95%，比上周南航 3.32% 的发行利率低 37bp；5 年期 AAA 级兖矿的发行利率 3.58%，比上周同评级 3.85%左右的发行利率下降 27bp；5 年期 AA+级中票（大唐股和南航集）发行利率为 4.1%，与 1 月南航集发行第一期中票 4.62% 的发行利率相比下降了约 50bp。总的来看，AA+级下降幅度高于 AAA 级，因为前期 AA+级的一二级市场利差也较高。

而二级市场收益率变化不大，个别券种有 5-10bp 的轻微降幅，所以发行利率的大幅下降导致本周一二级市场利差收窄至 20-25bp。而上周 AAA 及 AA+级短融和中票的一二级利差一般在 40-60bp，尤其是 AA+级短融，达到 80-90bp。

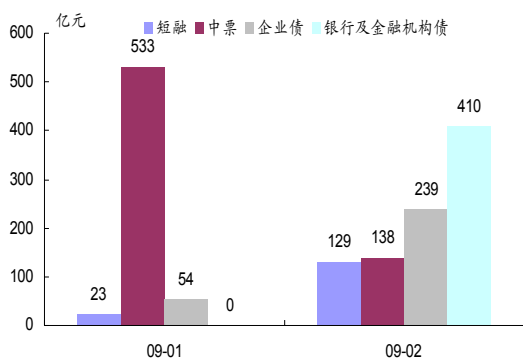
表 1. 本周各评级短融和中票的发行利率、利差及一二级利差变动

发行利率	上周或最近			本周		
	短融	3年中票	5年中票	短融	3年中票	5年中票
AAA	1.9-2.0%	3.32%	3.85%		2.95%	3.58%
AA+	2.60%	NA	4.62%	2.05%	3.45%	4.10%
AA	3.42%	NA	5.32%			
一级利差(bp)	短融	3年中票	5年中票	短融	3年中票	5年中票
AAA	80	150	130		110	90
AA+	140	NA	200	85	160	145
AA	220	NA	270			
一二级利差(bp)	短融	3年中票	5年中票	短融	3年中票	5年中票
AAA	40-60	50-60	75		20-25	20
AA+	80-90	NA	30-40	30		25
AA	140	NA	50-60			

资料来源：中国债券信息网，Reuters，中金公司研究

我们认为，发行利率市场化将使得中票市场目前供不应求的状况有所改善，从中期趋势来看，未来的供给压力将逐步显现，成为抑制中票收益率下降的一个重要因素，尽管短期来看影响不大。我们在前几期的周报中开始建议投资者加大对中票的配置，尤其是评分为 2 的中票，短期来看我们的乐观看法没有明显变化。但是在发行利率市场化后，投资者需要开始关注供需状况的改变对中票市场的影响，总体来讲是偏负面的。下面我们对供需状况可能出现的变化作一具体分析。

图 1. 各主要类型信用产品的单月净增量



资料来源：中国债券信息网，中金公司研究

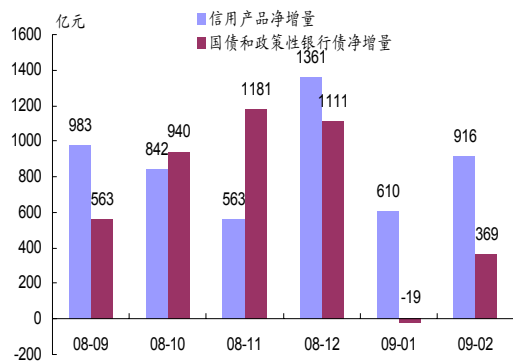
从供给的角度来看，发行利率下降将进一步增强中票融资对企业的吸引力，未来供给将呈现加速的趋势。年初以来，中票成为信用产品中净增量最大的品种，1-2 月份合计达到 671 亿元，占非金融企业类债券净增量的 60%(图 1)，这已充分体现出其融资便利、发行成本低的优势。随着发行利率的进一步下降，将会有更多的企业选择通过中票来进行融资，中票的供给会加速上升。最近以来中票的发行已经呈现快速增加的趋势，本周发行 5 支总计 113 亿，下周目前已公告 6 支中票总计 375 亿的发行量，其中包括京沪粤三地的大型政府融资平台 250 亿。这样今年以来，中票发行量已经超过 1000 亿，按照这样的发行速度，全年发行量要达到 4000-5000 亿不会太困难。目前已经注册尚未发行的中票规模就已经达到近 1000 亿元，具体名单见表 2。

表 2. 已注册的中票发行人及发行规模

发行机构	注册金额(亿)	已发行	未发行	行业	机构性质
鞍山钢铁集团公司	100	50	50	钢铁	国有 央企
上海汽车集团股份有限公司	60	20	40	汽车	国有
中国船舶重工集团公司	80	30	50	机械设备	国有 央企
中国电力投资集团公司	40	10	30	电力	国有 央企
中国石油天然气股份有限公司	300	150	150	石油	国有
三一集团有限公司	28	18	10	机械设备	民营
铁道部	200	200	0	铁路	国有
大唐国际发电股份有限公司	60	30	30	电力	国有
兖矿集团有限公司	40	15	25	煤炭	国有
中国中信集团公司	100	30	70	综合投资	国有
浙江省交通投资集团有限公司	40		40	高速公路	国有
中国船舶工业集团公司	96	30	66	机械设备	国有 央企
中国国际航空股份有限公司	60	30	30	航空	国有
中国石油化工股份有限公司	300		300	石油	国有
神华宁夏煤业集团有限责任公司	30	15	15	煤炭	国有
万华实业集团有限公司	22	7	15	化工	国有
中国第一汽车集团公司	140	100	40	汽车	国有 央企
北京国有资本经营管理中心	100	100	0	综合投资	国有
上海久事公司	50	50	0	综合投资	国有
广东恒健投资控股有限公司	100	100	0	综合投资	国有
上海振华港口机械(集团)股份有限公司	22	18	4	机械设备	国有
合计			965		

资料来源：交易商协会，中金公司研究

图 2. 信用产品和非央票利率产品的单月净增量



资料来源：中国债券信息网，中金公司研究

需要注意的是，年初以来国债和政策性银行债的供给很少，净增量只有 350 亿元，仅为信用产品净增量的 23%(图 2)，所以尽管信用产品供给较大，但债券的总供给并不大。而进入二季度，随着国债和政策性银行债的发行量开始上升，对信用产品的供给也会产生一定的“挤出”效应。

从需求的角度来看，一二级利差缩小将挤出投机群体的需求，而银行的投资需求也会随着发行利率的下降而有所减弱，因为目前的收益率水平已接近银行从监管资本的角度要求的回报率水平。中票目前主要的需求群体有两类：一类是投机群体，主要赚取一二级市场利差，随着一二级市场利差缩小，这部分投机者将会逐步退出中票市场；另一类就是银行，它们是主要的投资者，但是银行是受制于

资本充足率监管的机构，如果银行投资信用产品，则视发行人的不同，必须赋予 50%或者 100%的风险权重以计算所对应的监管资本，被分配了的资本是要求回报率的，因此银行在投资信用产品时，除了考虑资金成本外，还必须加上所分配监管资本的回报率，如果对应的资本回报率过低，银行可能会减少对这类信用产品的投资，这一点在银行信贷扩张、对资本的占用显著增加时可能会更加明显。

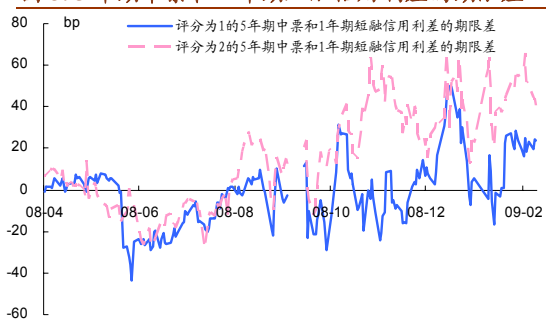
表 3. 不同风险权重假设下评分 2 的信用产品最低利率估计

期限(年)	互换利率	预期损失(bp)	50%风险权重下最低利率	100%风险权重下最低利率
1	1.10%	1	1.71%	2.31%
3	1.60%	3	2.23%	2.83%
5	2.00%	4	2.64%	3.24%

资料来源：Reuters, Moody's, 中金公司研究

我们下面来估算在 50%和 100%的风险权重下，银行能够接受的评分 2 的不同期限信用产品的最低利率水平。最低利率水平 = 无风险利率 + 预期损失 + 监管资本 × 资本回报率，无风险利率采用同期限的互换利率(相对于政策性银行债，剔除了流动性溢价)，预期损失按国际评级 A 级的违约率计算，资本回报率假设为 15%，计算结果如表 3。可以看出，对于短融，在 100%风险权重下，银行要求的最低利率水平在 2.31%左右；而在 50%风险权重下，银行能接受的利率水平在 1.71%左右。如果我们假设银行主要从一级市场买入短融，那么上周华能 1.88%(假设对应 50%的风险权重)和保利 2.6%(假设对应 100%的风险权重)的发行利率基本能满足银行投资者对监管资本回报率的要求，但如果按本周的发行利率就已经低于银行按 100%的风险权重所要求的最低利率了。这可能会降低银行投资短融的需求，而将资金用于收益率接近但占用资本金较低的资产，例如票据贴现如果按对金融机构的债权计算风险权重的话，四个月以内的风险权重为 0%，四个月以上为 20%。而 3 年期和 5 年期中票如果按 100%的风险权重计算，对应的最低利率分别为 2.83%和 3.24%，目前 AAA 级中票的发行利率距离这个底限还分别有 12bp 和 34bp 的下降空间。但如果发行利率继续下降，那么银行的投资从资本回报率的角度来看就变得不划算了。

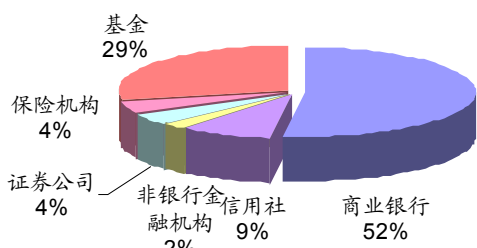
图 3. 5 年期中票和 1 年期短融信用利差的期限差



资料来源：Reuters, 中金公司研究

同评分中票的信用利差之所以明显高于短融，也和银行从监管资本的角度定价有关，因为中票以银行投资为主，而短融的投资者群体更广。所以如果中票未来不能进一步放开投资群体，那么信用利差即使还有下降空间，也很难向短融靠拢。目前同评分中票的信用利差均明显高于短融，而且期限差从年初以来还在不断扩大(图 3)。从各自绝对信用利差的水平来看，短融的信用利差已经普遍低于历史平均值和中位数，而中票则均仍高于历史平均水平，这一点在评分为 2 和 3 表现得更为明显(表 4)。这也是我们在以前的周报中谈到的，信用利差期限结构十分陡峭，为什么会出现这种情形呢？

图 4. 短融持有情况占比(2009 年 2 月)



资料来源：中国债券信息网, 中金公司研究

我们认为仅仅用投资者为了规避利率风险而更偏好 1 年期的产品并不能完全解释，至少难以解释信用利差为什么在 3 年期而不是 5 年期最陡峭。这可能与不同投资群体的定价思路不同有关。短融的投资群体相对较为宽泛，其中基金占比 30%左右(图 4)，而基金对短融收益率的要求并不需要考虑资本占用的问题，更多地是从货币市场融资成本如回购利率的角度来定价。因此即使短融收益率从银行监管资本的角度来看已经不具有吸引力，但对于其它机构还是可以接受的，毕竟回购利率目前仍维持在低位。但中票就不同了，目前的投资群体主要就是银行，保险和基金暂时都不能参与，因此从监管资本的角度来看绝对收益率的底限是更为稳健的考虑。如前面分析的，目前收益率水平距离这个底限还有 10-30bp 的下降空间。如果

从短融的角度来推断，期限差回到过去零左右的水平，那么评分 2-3 的信用利差还有 40-50bp 的下降空间，而这必须依赖于一个前提：投资群体的扩大，这样才具有可比性。但是目前来看这一因素的改变还存在很大的不确定性。

补充一点，信用利差期限结构过去呈现平坦甚至倒挂的特征往往出现在绝对收益率较高的时候，那时无无论是短融还是中票的收益率都是远高于银行从监管资本的角度要求的最低利率水平，因此不存在上述的问题。

表 4. 不同评分短融和中票二级市场利差水平统计

利差:bp	短融					3年期中票					5年期中票				
	当前水平	平均值	中位数	1/4分位数	3/4分位数	当前水平	平均值	中位数	1/4分位数	3/4分位数	当前水平	平均值	中位数	1/4分位数	3/4分位数
评分1	20-25	45	41	32	54	45	50	48	40	60	42	49	48	39	58
评分2	40-45	54	51	39	66	85-90	73	62	49	97	85-90	78	70	58	99
评分3	70-75	94	84	61	115	120	NA	NA	NA	NA	160-200	NA	NA	NA	NA

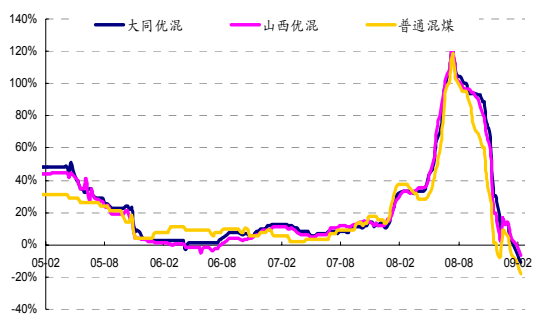
资料来源：中国债券信息网，中金公司研究

■ 电力行业展望调整至稳定，大唐股中票价值被低估

本周短融和中票发行中以煤炭和电力行业居多，我们维持对煤炭行业的负面展望，将电力行业展望由发展中调整至稳定。我们在09年初发布的年度信用策略报告中对煤炭的行业展望为负面，对电力的展望为发展中，主要原因是当时对09年煤价下跌的幅度与利用小时数下降的幅度判断尚不明确，需要进一步观察。从最近两个月的情况来看，我们维持对煤炭行业的负面展望，调整电力行业展望为稳定，并且提示未来一段时间内电力行业经营现金流改善的可能性。

煤炭行业方面：虽然08年12月伴随火力发电量和粗钢产量的反弹，以及煤炭行业限产保价，煤炭价格出现了短时间的反弹，但目前煤炭价格仍然只是处于脆弱平衡，随着煤炭产能利用率的恢复，或者下游需求没有实质性改变，煤炭价格可能仍会震荡下行，寻找新的平衡点。中金煤炭行业研究员目前对动力煤的价格预测为2009年秦皇岛山西优混煤的均价（不含税）下跌28%，2010年再小幅回调10%；重点电煤合同的2009年不含税价不变，2010年下降10%。短期来看，近期动力煤市场已经进入淡季，出现港口煤炭库存持续上升、煤炭价格下跌的现象，以往动力煤环比下跌一般出现在3月份，而今年2月中旬秦皇岛动力煤价格就开始下跌，而且幅度超过去年（图5）。预计在3月15日停止供暖后，煤价的下跌还会持续，今年淡季动力煤价格下跌幅度可能超过往年，达到约10%~20%。虽然一些资源控制力和市场竞争力比较强的企业（主要集中在山西、陕西、内蒙古地区）在前期煤炭价格大幅上涨时积累了较为雄厚的现金流和盈利弹性空间，而且这些地区地方政府限产保价的力量相对较强，09年出现98年那样的行业性亏损的可能性不大，但从趋势上来看，煤炭行业本轮周期最坏的阶段还没有过去，未来一年煤炭企业盈利和现金流还有可能出现进一步的恶化，因此我们维持对行业的负面展望。

图 5. 秦皇岛动力煤价格同比增速



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究

电力行业方面：发电厂商的 $EBIT = \text{单位 EBIT} \times \text{利用小时} \times \text{装机容量}$ 。09年有两个因素将直接影响到发电企业的盈利和现金流趋势：一是煤价的下跌可能通过降低单位发电成本提高单位 EBIT；二是全国电力供过于求将导致利用小时数的下降，产能闲置。从最近两个月的情况来看，煤炭价格持续下跌的可能性增大，幅度加剧而且时间提前，尽管电煤合同尚未签订，但由于煤炭供过于求，电力厂商的议价能力提高，而且合同签订后煤质、煤价和合同执行量都会得到较好的保障，不会像08年供不应求时出现实际执行价格远高于年初签订的合同价格的现象。尽管目前电力行业产能过剩仍然较为严重，全国平均利用小时数下跌的趋势仍然无法改变，但中金电力行业研究员认为煤炭价格下跌给电力企业带来盈利改善的空间要大于产能下降对盈利的侵蚀。未来两个月，发电厂上盈利恢复的确定性将持续增强。由于08年下半年电力企业成本压力过高，自由现金流缺口显著扩大导致债务负担高涨，偿债能力弱化，短期内产能过剩的情况还是不能得到有效缓解，我们预计电力企业现金流紧张的情况还会持续一段时间，但进一步恶化的可能性已经不大，因此我们将电力行业展望从发展中调整为稳定。如果今后出现电煤合同价格明朗、发电企业综合燃料成本降幅超过预期、电价提升等正面因素，我们

将考虑将行业展望上调为正面。

表 5. 五大电力集团及股份公司的评级情况

	主体 评级	评级 机构	中金主 体评分
集团			
中国华能集团公司	AAA	联合	2
中国国电集团公司	AAA	大公	2-
中国大唐集团公司	AAA	中诚信	2-
中国电力投资集团公司	AAA	大公	2-
中国华电集团公司	AAA	联合	2-
核心上市公司			
华能国际电力股份有限公司	AAA	中诚信	2
国电电力发展股份有限公司	AA+	中诚信	2-
大唐国际发电股份有限公司	AA+	中诚信	2-
华电国际电力股份有限公司	AA+	中诚信	3+

资料来源：中国债券信息网，中金公司研究

本周新发的中票中，最具投资价值的个券是大唐股份，因为其市场定价按照 AA+级，而我们的主体评分为 2-，与 AAA 级中较低的一档更接近。大唐股份是五大电力集团之一——大唐集团的核心上市子公司，有很强的行业竞争力，并且享有作为央企的大唐集团的有力支持。评级公司给予的主体评级为 AA+，低于大唐集团 AAA 的评级。对于五大电力集团及其股份公司的评级关系，评级机构普遍对股份公司的评级较集团公司低一档，只有华能集团和股份的评级都是 AAA 级(表 5)。但大唐股份相比集团盈利效率更高，债务负担较轻，外部授信也非常充裕，我们认为大唐股份与大唐集团的偿债能力并没有显著差别，所以中金评分均为 2-，在五大电力集团中仅次于华能集团和股份公司 2 的评分，与其他三大集团一致。但从大唐股中票的发行利率来看，是按照 AA+评级定价的，为 4.1%，与同样 AA+级的南航集发行利率相同。而 AAA 评级的兖矿 5 年期中票的发行利率仅为 3.58%，两者对应的中金评分是一样的，在信用质量上差异不大。大唐股中票上市后收益率下降至 3.85%，但依然比兖矿高 27bp，所以我们认为大唐股中票的价值被低估。特别是考虑到上文提到的煤炭和电力行业相对走势的不同变化，从行业配置的角度，我们也认为大唐更有吸引力。

短融的投资价值已不大，如果有刚性配置需求，建议买入光明。在发行利率市场化后，AA+级短融的发行利率下降了 50-55bp，一二级利差只有 30bp，申购价值也明显下降。二级市场的信用利差只有 55bp，已经低于历史区间的 1/4 位数，所以我们建议投资者卖出。但是如果有配置需求，本周发行的两支 AA+级短融中光明的配置价值更高。食品饮料行业的发行人较少，而且周期性相对较弱，现金流稳定性较强，光明又是行业龙头，行业竞争力明显，可以作为防御性品种买入；而煤炭行业发行人很多，可选择余地大，蒙东的经营和财务状况与同行业其他发行人相比十分一般，尽管享有股东中电投的支持，但在目前煤炭行业发行人整体信用资质只是处于中等水平。另外从定价来看，光明 2.1%的发行利率略高于蒙东的 2.05%，但我们的评分为 3，高于蒙东 3-的评分。实际上蒙东的财务指标相比评分 3 档的其他煤炭企业是偏弱的，我们给予其 3-的评分是在考虑股东支持的基础上进行了加分，而光明的现金流状况明显优于蒙东，自身偿债实力和流动性明显更强。因此综合基本面和价格因素，我们认为光明更具投资价值。

■ 企业债：信用资质和发行利率双降

本周发行的企业债债项评级都为 AA，信用资质不如前期发行的债券，发行利率也进一步下降。本周发行的四支企业债如表 6 列示。自今年 2 月以来，一共发行了 12 支企业债（不含本周的四支），其中只有两支债项评级为 AA，其余均为 AA+以上。可以看出，本周发行的四支债是近期发行中信用资质相对较差的。从中金评分来看，上周发行的四支企业债考虑增信条款后的债项评分均可达到 2-或 3+，而本周则大多在 4 至 5 的水平，也可以反映出本周新发行的企业债信用水平有所下降。从发行利率来看，今年 2 月以来也呈现小幅下降的趋势，相比中票的利率优势开始缩小。如六城投债 7.1% 的发行利率明显低于主体和债项评级都相同的怀化债(8.1%，期限实际仅相差 2.5 年)；渝地产债的 5.46% 的发行利率也低于主体和债项评级都相同的渝水投债(5.92%，期限仅相差 2 年)。

表 6. 本周企业债发行情况

名称	规模(亿元)	发行日	到期日	票面利率	与政策性银行 行债利差	发行 年限	主体 评级	债项 评级	评级 机构	增信条款	主体 评分	债项 评分
09南钢联债	25.00	2009-2-27	2016-2-27	6.13%	387	7Y4P	AA-	AA	新世纪	上海复星高科技（集团）有限公司担保	4	4+
09合海恒债	10.00	2009-2-27	2016-2-29	5.80%	263	7	AA	AA	大公	中国投资担保有限公司担保	4-	NA
09六城投	15.00	2009-3-2	2016-3-2	7.10%	443	7Y5P	A+	AA	大公	自有土地使用权质押担保	5	5+
09渝地产债	23.00	2009-3-3	2019-3-3	5.46%	276	10Y5P	AA	AA	大公	重庆渝富资产经营管理有限公司担保	4+	4+

资料来源：中国债券信息网，中金公司研究

南钢联尽管是民营企业，但由于有股东复星的担保，我们认为违约风险可控，信用利差优势相对明显，风险承受能力较强的投资者可以买入持有，但与交易所的中联可分离债相比不具吸引力。南钢联与其他钢铁企业发行人相比资产规模较小，产品过于集中于中厚板，在本轮汽车和造船行业的需求下滑中受到的负面影响较大，另外负债水平略偏高，我们给予其 4 的主体评分。不过公司的股东，也是本期债券的担保人——上海复星高科技（集团）有限公司通过复星国际(0656.HK)于 07 年在香港上市筹资约 132 亿港元，其较强的资本实力和流动性将对本期债券起到一定的增信作用，我们将债项评分提升至 4+，在投机级个券中违约风险相对较低（按照我们的评分，1-3 可以认为是投资级，4-5 是投机级，详情参见 09 年 3 月 2 日《南钢联企业债信用状况简评》）。

由于南钢为自然人控股的民营企业，市场对其收益率的要求明显高于同评级的其它发行人。比如与本周发行的渝地产债比，尽管债项评级相同，期限也十分接近，但发行利率比渝地产高近 70bp。发行利率对应的信用利差达到 387bp（基准利率采用 3 年及 5 年期政策性银行债利率算术平均），处于评分 4 的信用利差区间的 3/4 处（我们在年度策略报告中对评分为 4 的 5 年期债给出的区间是 220-450bp），信用利差的保护还是比较足的。与其相似的交易所债券有云化债和中联债，债项评级同为 AA，中金债项评分同为 4+，剩余期限接近 4 年。云化债目前 4.2% 的收益率相比南钢联发行利率明显偏低，可能与云天化资产重组整体上市预期有关；中联债 6.03% 的收益率与南钢联非常接近，但中联为国有企业，而且近期机械行业需求有所回暖，而钢铁行业仍处于供过于求的状态，价格再次出现下跌，所

表 7. 渝地产主要财务数据

人民币亿元	2005	2006	2007
总资产	211.77	261.07	311.80
货币资金	13.76	16.58	34.10
总债务	72.45	110.91	136.93
净债务	58.69	94.33	102.83
经营活动现金流	(10.87)	(7.21)	(7.27)
投资活动现金流	(20.34)	(49.23)	(21.65)
筹资活动现金流	37.99	58.76	45.44
主营业务收入	0.71	3.39	3.94
主营业务利润	0.60	2.42	2.68
EBITDA	0.29	1.83	2.21
EBITDA(含补贴收入)	0.79	2.22	2.51
净利润	0.67	1.91	2.21
主营业务利润率	83.75%	71.34%	67.96%
主营业务收入增长率	NA	375.58%	16.21%
总资产回报率	0.32%	0.81%	0.77%
净资产收益率	1.64%	1.51%	1.58%
现金收入比	169.79%	60.81%	142.67%
经营现金流/EBITDA	NA	-393.64%	-328.79%
流动比率	0.86	0.84	1.07
速动比率	0.57	0.50	0.69
应收账款周转率	0.09	0.40	0.41
存货周转率	0.01	0.05	0.05
资产负债率	43.50%	48.97%	53.28%
总债务/总资本	37.72%	45.43%	48.45%
货币资金/总债务	18.99%	14.95%	24.90%
经营现金流/总债务	-15.00%	-6.50%	-5.31%
EBITDA/利息支出	5.09	9.24	12.04

资料来源：财汇资讯，中金公司研究

表 8. 渝富主要财务数据

人民币亿元	2005	2006	2007
总资产	110.90	140.54	248.88
货币资金	2.31	12.12	20.29
总债务	60.59	65.88	102.62
净债务	58.28	53.76	82.33
经营活动现金流	(18.74)	(9.72)	(9.80)
投资活动现金流	0.00	0.00	(21.10)
筹资活动现金流	0.00	0.00	39.07
主营业务收入	10.48	4.67	7.07
主营业务利润	1.72	0.70	3.18
EBITDA	1.62	0.63	2.30
净利润	1.53	1.59	2.96
主营业务利润率	16.45%	15.01%	44.93%
主营业务收入增长率	NA	-55.44%	51.34%
总资产回报率	1.38%	1.26%	1.52%
净资产收益率	NA	3.86%	4.44%
现金收入比	0.00%	0.00%	163.27%
经营现金流/EBITDA	-11.54	-15.45	-4.26
流动比率	5.38	2.82	2.75
速动比率	3.34	1.76	2.06
应收账款周转率	0.33	0.13	0.14
存货周转率	0.23	0.09	0.08
资产负债率	64.73%	69.19%	63.76%
总债务/总资本	60.77%	60.34%	53.22%
货币资金/总债务	3.82%	18.40%	19.77%
经营现金流/总债务	-30.93%	-14.76%	-9.55%
EBITDA/利息支出	17.08	1.72	0.69

资料来源：财汇资讯，中金公司研究

以南钢联债与中联债相比并不具有吸引力。

本周发行的两支城投债相比较，渝地产的投资价值高于合海恒，但重庆城投类债发行人较多，建议投资者以渝城投债为主，其次是渝地产债。渝地产是重庆市专门负责全市经营性土地储备整治的政府直属自收自支事业单位。在重庆，除了渝地产外还有一些企业也具备相当数量的土地储备，比如 08 年 10 月发行过企业债的重庆市城市建设投资（集团）有限公司（08 渝城投债）、重庆渝富资产管理有限公司（本期渝地产债的担保人）。不过根据评级报告披露，渝城投和渝富获得储备土地是因为承担了一定的市政基础设施项目的建设、国有企业破产、环保搬迁等政策任务，市政府为了补充资金缺口而一次性划拨的政策土地储备。而渝地产作为重庆市土地市场的调节器，07 年末代市政府实现控制性储备土地 14 万亩，高于其他公司的土地储备整治规模，例如渝城投 07 年底拥有的土地整治面积为 8.67 万亩。

渝地产和渝城投在财务特征上有很多类似特征，例如主业基本不盈利，经营现金流持续净流出，投资支出规模大，政府补贴直接计入资本公积等，但我们认为渝地产在以下三个方面明显弱于渝城投：

- (1) 渝城投作为重庆市建设投融资的总渠道，获得的政府支持力度更强：重庆城投每年获得的各种财政资金合计大约 25-45 亿元，而且重庆市明文规定在 2003-2016 年间，以 2.5 亿元为基数，每年递增 10% 安排财政资金补充公司资本金，渝地产每年获得的财政补贴大约 3000-5000 万元，直接计入资本公积的土地储备整治发展专项资金等划拨资产最近三年每年也只有 10 亿元左右；
- (2) 渝城投主营城市基础设施建设，虽然盈利性不强，但每年获得的地方财政支持相对比较稳定，而渝地产以土地整治储备为唯一主业，具有很强的周期性和业务集中性风险，当经济处于下行周期，土地供应过剩时不但可能没有土地出让收入，还有可能需要资金进行土地收储；
- (3) 渝城投短期债务比例只有 27%，货币资金基本能够覆盖全部短期债务，而渝地产虽然近年短期债务比例有所降低，但仍为 40%。另外渝城投共有综合授信 577.8 亿元，其中 380 亿未使用，渝地产授信总额为 230.92 亿元，未使用约 121.7 亿元，渝城投在流动性和外部融资渠道上更具弹性。

考虑到渝地产与渝城投获得地方政府支持的力度差异较大，而且周期性风险较高，我们给予其 4+ 的主体评分，低于渝城投 3 的评分。本期债券由重庆渝富资产管理有限公司担保，该企业也是隶属于重庆市国资委的国有独资企业，主要承担重庆市处置国有企业不良债务的职能，例如公司打包收购了工商银行重庆分行 157 亿元不良资产和重庆银行 22.5 亿元不良资产包。考虑到担保人在资产规模、地方政府支持力度等方面相比发行人都没有明显优势，而且发行人和担保人在区域、行业和股东背景方面相关性均较高，我们认为担保对降低联合违约概率的作用不大，因此债项也维持 4+ 的评分。

我们在 2 月 13 日的信用策略周报中曾经提示过，重庆市已经有 5 家

城投类企业发债（表9，含渝地产），针对重庆城投融资平台相对较多、重庆政府财力相对其他直辖市较弱的特点，从投资地域分散化的角度来看，我们建议投资其中政府支持力度较大、评分较高的债券。首选当然是渝城投债，其余的四支债虽然债项评分都一样，但我们认为渝地产债相对更好。首先，渝地产的主体评分是四支债中最高的，即使和评分相同的渝交通相比，渝地产受到的政府支持力度明显更大；其次，渝交通和渝水投属于互保债，关于互保债增信作用有限的问题我们在2月20日的周报中专门分析过，这里不再赘述。

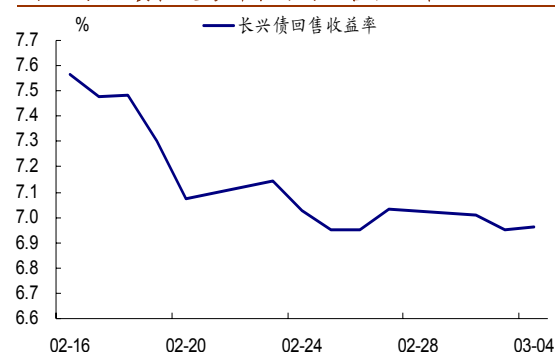
表9. 重庆地方政府投融资平台 08 年以来发债情况

名称	规模(亿元)	发行日	到期日	票面利率	与政策性银行 行债利差	发行 年限	主体 评级	债项 评级	评级 机构	增信条款	主体 评分	债项 评分
08渝城投债	40.00	08-10-22	13-10-22	5.30%	180	5	AA+	AAA	新世纪	无	3	3
08渝交通债	15.00	08-12-10	15-12-10	6.30%	337	7	AA	AA	大公	重庆市水利投资（集团）有限公司担保	4+	4+
09渝隆债	10.00	09-1-15	16-1-15	7.08%	475	7Y5P	AA	AA	大公	应收帐款质押	4-	4+
09渝水投	15.00	09-2-9	16-2-9	5.92%	265	7	AA	AA	大公	重庆市交通旅游投资集团有限公司担保	4-	4+
09渝地产债	23.00	09-3-3	19-3-3	5.46%	276	10Y5P	AA	AA	大公	重庆渝富资产经营管理有限公司担保	4+	4+

资料来源：中国债券信息网，中金公司研究

合海恒是合肥市经济开发区的基础设施投资建设主体，资产规模只有渝资产的 1/3 左右，而且开发区财政实力明显偏弱，我们给予其 4-的主体评分（详情参见 09 年 3 月 2 日的《合海恒企业债信用状况简评》），比渝地产的 4+低两个小档。虽然经过中投保担保后，合海恒的债项信用可能比渝地产略好一些，不过由于主体信用水平弱，与担保人差异较大，投资者应该在定价上给予一定的折扣。但从最后的发行结果来看，折扣并不明显：合海恒债的期限是 7 年，发行利率对应的信用利差为 263bp，而渝地产债 5 年末可回售，期限更短，发行利率对应的信用利差为 276bp。因此我们认为，渝地产比合海恒的投资价值更高。另外 08 年以来中投保已经连续为西基投债、蒙路债、绍兴水务债提供担保，不排除未来还会出现更多的担保项目，或有负债的不断加大会导致中投保担保的增信作用下降。

图 6. 长兴债在交易所市场的回售收益率



资料来源：天相，中金公司研究

无担保的六安城投信用评分很低，类似近期发行的怀化债，发行利率已降至交易所二级市场水平附近，申购价值也大大降低。六安城投是安徽省六安市政府城市建设投融资的唯一平台，资产规模只有 60 亿，明显低于其他城投类发行人，地方财政实力未达到安徽省主要城市的平均水平，信用类贷款占比较低，财务弹性不足，我们给予公司 5 的主体评分，考虑到土地抵押和政府建设补贴增信后债项评分提升至 5+，该评分与 2 月 18 日发行的怀化债一致。但发行利率与怀化债 8.1% 的水平相比却下降了 100bp。尽管六安债第 5 年末可回售，怀化债期限是 10 年，但后者从第 6 年期开始分期偿还本金，实际期限为 7.5 年，因此两者的利率差异应该和政策性银行债 5-7 利差 50bp 差不多，显然 100bp 的利差偏高了。

目前在交易所市场交易相对活跃的高收益城投债是长兴债，期限结构也是 7Y5P，按回售计算的收益率从上市以来逐步下降，近期稳定在 6.9-7% 之间(图 6)。而长兴债的主体和债项评分(分别是 5+和 4-)实际还略高于六安债，因此六安债上市后的收益率下降的空间可能不超过 10bp。

■ 全球违约率：08 年明显上升，09 年将达历史新高

穆迪 2 月底发布了 1920-2008 全球公司债券的违约率和清偿率报告，对有穆迪评级的全球公司债券 08 年的违约率和清偿率进行了回顾和分析，并对 09 年的违约率进行了预测。如表 10 所示，08 年全球公司债的违约具有如下特征：

第一，08 年违约率明显上升，尤其是投资级违约率明显高于平均水平，违约金额达到历史最高水平。与 07 年相比，08 年的违约率明显提高，违约发行人数目由 18 个增加到 101 个，整体违约率由 0.31% 提高到 1.87%，投机级违约率由 0.91% 提高到 4.1%。从违约率来看，08 年违约企业数目只是略高于平均水平，但是 0.4% 的投资级违约率却明显高于 0.06% 的平均水平。从违约金额来看，由于 08 年的违约企业中包括不少大型金融机构，例如雷曼和华盛顿互助银行，08 年债券的违约金额高达 2386 亿美元(历史上 10 大债券违约人中 08 年占了 6 个)，是历史债券违约金额的最高水平。

第二，从地区分布来看，亚太地区违约率最低，投资级违约率为零。在穆迪有评级的 5410 个发行人中，共有 101 个发行人违约，其中北美 84 个(美国 74 个，加拿大 10 个)，欧洲 12 个，其他地区 5 个。亚太地区是唯一的违约率没有高于平均水平的地区，而且全部来自于投机级。

第三，金融机构较非金融机构的违约率上升更加突出，而且评级公司对金融机构违约的预测不足。金融机构的违约率为 1%，其中投资级违约率达到 0.73%，分别达到平均水平的 3.2 倍和 14.6 倍；而非金融机构的违约率和投资级违约率分别只有平均水平的 1.3 倍和 2.2 倍。另外，我们也注意到，因为金融机构的复杂性和违约时的突发性和系统性特征，评级公司的评级在预测金融机构违约时前瞻性明显不足，08 年违约的金融机构在年初时平均评级为 Baa1/Baa2，明显高于违约企业的 B3/Caa1。

表 10. 2008 年全球违约情况统计

	2008					历史平均水平		
	发行人	投资级发行人	违约率	投资级违约率	违约当年年初评级	违约率	投资级违约率	违约当年年初评级
总计	5410	3222	1.87%	0.40%	B2	1.42%	0.06%	B2
北美洲	3184	1469	2.83%	0.61%	B2/B3	1.83%	0.08%	B2
欧洲	1331	1031	0.68%	0.39%	Ba2	0.49%	0.01%	B2/B3
亚太地区	641	512	0.31%	0.00%	B2/B3	0.31%	0.09%	Ba3/B1
金融机构	1700	1503	1.00%	0.73%	Baa1/Baa2	0.31%	0.05%	Ba3
非金融机构	3456	1509	2.43%	0.13%	B3/Caa1	1.87%	0.06%	B2
主权	254	210	0.00%	0.00%	NA	0.27%	0.00%	B1/B2

资料来源：Moody's，中金公司研究

第四，竞争性行业违约率明显上升，公用事业与中央政府支持的企业违约率最低。如下表 11，从不同行业违约率的变化来看，银行业、金融保险以及房地产业(这里的房地产指 REITs)、媒体与出版业、能源业以及制造业的违约率明显上升，而公用事业与中央政府支持企

业的违约率仍然为零。从历史上来看，公用事业与政府支持的企业也属于违约率最低的行业之一，这与这些行业属于政府管制、提供经济基础服务、政府支持力度较强的行业特征密切相关，否则一旦大规模违约可能会造成经济系统性波动和风险。

表 11. 分行业违约率统计(%)

	银行业	工业制造业	消费品制造业	能源环保	金融保险以及房地产业	传媒出版	零售	政府支持企业	高科技	交通运输	基础设施
2007	0.000	0.714	0.643	0.000	0.000	1.176	1.724	0.000	0.474	0.000	0.000
2008	0.852	2.937	3.533	1.549	1.419	4.142	2.174	0.000	1.148	2.216	0.000
平均值	0.332	1.838	2.333	1.346	0.445	2.326	2.733	0.445	1.701	2.114	0.170

资料来源：Moody's，中金公司研究

穆迪预测 09 年投机级违约率将高达 16.4%，超出 1933 年 15.4% 的历史最高水平。根据穆迪的预测，2009 年投机级违约概率将达到 16.4% 的高峰，这一预测的基础是：(1) 假设全球经济持续调整，09 年美国失业率达到 9%，欧洲失业率达到 8.2%；(2) 目前投机级的企业中评级为 B 和 Caa 级的企业占比较高，而因为目前整个信用市场融资环境恶化，这些投机级企业在 09 年面临很高的再融资和违反限制性条款的风险；(3) 高收益率债券的平均信用利差达到 2000bp，从历史上来看，信用利差的变化要领先于违约的发生，而且其水平和违约率的高低密切相关。在最近的两个信用周期中，信用利差的最高区间分别发生在 1990-1991 年和 2001-2002 年，大概都在 1000bp，当时投机级违约率也达到了 10% 左右的最高值。

表 12. 不同类型债券清偿率的变化

	按违约个数加权			按违约金额加权		
	2008	2007	1982-2008	2008	2007	1982-2008
债券						
高级有担保债券	58.0%	80.5%	52.3%	45.9%	81.7%	53.0%
高级无担保债券	33.8%	53.3%	36.4%	26.2%	56.9%	32.4%
次级债高级档	23.0%	54.5%	31.7%	10.4%	67.7%	26.4%
次级债	23.6%	NA	31.0%	7.3%	NA	23.5%
次级债次级档	NA	NA	24.0%	NA	NA	16.8%
优先股						
以信托形式发行	NA	NA	11.7%	NA	NA	13.0%
以非信托形式发行	8.6%	NA	21.6%	1.7%	NA	13.1%

资料来源：Moody's，中金公司研究

清偿率也随着违约率的增加而降低。从理论上和实际上来说，债券的清偿率和违约率呈负相关关系，当宏观经济形势恶化，违约率增加时，清偿率也随之降低。如表 12，08 年清偿率无论是按违约个数还是金额加权都明显低于 07 年。违约率和清偿率的这种负相关关系，是我们强调不要高估抵押增信作用的重要原因。

对于我国信用市场的违约风险不能过于乐观。我们在年度策略中分析，影响债券市场违约率的因素包括：(1) 宏观经济状况；(2) 信用市场的整体信用质量；(3) 时间期限效应；(4) 信用市场的流动性。年初以来，支持信用风险弱化的正面因素主要来自第四个因素的变化，即银行体系向企业提供流动性的能力仍然非常充分，意愿也明显增强，这也是为什么我们 1 月初判断低评分短融再融资风险大大降低的理由，市场对信用风险的担忧也因此明显减弱。但是银行体系的高速信贷扩张能持续多长时间尚不确定，惜贷情绪并没有完全消退（目前贷款的增长主要来自于票据融资和政府配套的项目贷款）；而且经济最坏的时候虽然可能已经过去，但仍然在较低位调整，这对于企业的盈利能力和财务杠杆也将造成持续压力。09 年外需的持续放缓以及全球高违约的发生对我国与贸易相关的企业仍然会产生间接的不利影响，值得进一步观察。我们建议投资者对信用市场仍应保持审慎的态度，避免周期性、竞争性行业中的低评分发行人，对信用利差的要求不能明显低于历史平均水平。

附表 1 本周信用市场发行情况

名称	种类	发行日	上市日	发行量 (亿)	期限 (年)	发行 利率	信用利差	信用评级	中金评分 主体	债项	担保/抵押情况
09中投蒙CP01	短融	2009-3-2	2009-3-4	10	1	2.05%	94	大公/A-1/AA+	3-	3-	无
09光明CP01	短融	2009-3-3	2009-3-5	40	1	2.10%	98	新世纪/A-1/AA+	3	3	无
09鄂能源CP01	短融	2009-3-6	2009-3-10	9	1	NA	NA	联合/A-1/AA	3-	3-	无
09大唐股MTN01	中票	2009-3-2	2009-3-4	30	5	4.10%	143	中诚信/AA+/AA+	2-	2-	无
09首机场MTN01	中票	2009-3-3	2009-3-5	50	3	2.95%	103	中诚信/AAA/AAA	2-	2-	无
09神宁煤MTN01	中票	2009-3-4	2009-3-6	15	3	3.45%	153	中诚信/AA+/AA+	3+	3+	无
09兖矿MTN01	中票	2009-3-5	2006-3-9	15	5	3.58%	218	联合/AAA/AAA	2-	2-	无
09南航集MTN02	中票	2009-3-5	2009-3-10	3	5	4.10%	270	联合/AA+/AA+	3+	3+	无
09南钢联债	企业债	2009-2-27	2009-3-9	25	7Y4P	6.13%	387	新世纪/AA/AA-	4	4+	上海复星高科技(集团)有限公司担保
09合海恒债	企业债	2009-2-27	NA	10	7	5.80%	263	大公/AA/AA	4-	NA	中国投资担保有限公司担保
09六安城投债	企业债	2009-3-2	NA	15	7Y5P	7.10%	443	大公/AA/A+	5	5+	自有土地使用权质押担保
09渝地产债	企业债	2009-3-3	NA	23	10Y5P	5.46%	276	大公/AA/AA	4+	4+	重庆渝富资产经营管理有限公司担保

资料来源：中国债券信息网，中金公司研究

附表 2. 本周交易活跃的短融和中票个券

代码	名称	规模(亿)	到期日	剩余期限	发行利率	本周收益率	信用利差	中金评分	一级行业	二级行业	信用评级
短融											
0981024	09铁道CP01	200	2010-2-20	0.97	1.48%	1.37%	19	1	公用事业	铁路	AAA
0981026	09华能电CP01	50	2010-2-25	0.98	1.88%	1.47%	29	2	公用事业	电力	AAA
0881130	08苏国信CP01	10	2009-6-26	0.31	5.04%	1.60%	49	3	公用事业	综合投资	AA+
0981028	09鲁高速CP01	15	2010-3-1	0.99	2.64%	1.79%	61	3+	公用事业	高速公路	AA+
0981018	09蒙路CP01	9	2010-2-10	0.94	3.65%	1.94%	76	3	公用事业	高速公路	AA
0981019	09武水务CP01	10	2010-2-11	0.94	3.50%	1.90%	72	3	公用事业	水务	AA
0981023	09包钢集CP01	4	2010-2-16	0.96	3.42%	1.92%	74	3	基础工业	钢铁	AA
0981009	09京能电CP01	6	2010-1-16	0.87	4.50%	2.46%	129	4	公用事业	电力	AA-
0981011	09新华CP01	5	2010-1-20	0.88	4.50%	2.48%	131	4	公用事业	电力	AA-
0981012	09日照港CP01	5	2010-1-20	0.88	4.50%	2.21%	104	4	公用事业	港口	AA-
中票											
0982006	09铁道部MTN01	150	2014-1-16	4.87	2.58%	2.92%	38	1	公用事业	铁路	AAA
0982012	09中信MTN01	30	2014-2-18	4.96	3.85%	3.38%	81	1	公用事业	综合投资	AAA
0882016	08中铝MTN01	50	2011-6-5	2.25	5.30%	2.57%	91	2	基础工业	有色金属	AAA
0882032	08首机场MTN01	49	2011-12-19	2.79	3.63%	2.74%	92	2	公用事业	机场	AAA
0882041	08兖矿MTN01	15	2012-1-5	2.84	3.50%	2.74%	91	2	基础工业	煤炭	AAA
0982015	09国航MTN01	30	2012-2-27	2.99	3.32%	2.74%	87	2	公用事业	航空	AAA
0882033	08大唐MTN01	60	2013-12-23	4.81	3.90%	3.38%	87	2	公用事业	电力	AAA
0982013	09中船MTN01	30	2014-2-25	4.98	3.85%	3.40%	82	2	基础工业	机械设备	AAA
0982014	09沪建投MTN01	30	2014-2-25	4.98	3.90%	3.42%	84	2	公用事业	综合投资	AAA
0982003	09广晟MTN01	15	2014-1-15	4.87	4.67%	4.04%	150	3	基础工业	有色金属	AA+

资料来源：北方之星，中金公司研究

附表 3. 信用市场二级利率变化

	1Y(短融)				3Y(中票)				5Y(中票)			
	收益率(%)	周变化(bp)	MTD(bp)	YTD(bp)	收益率(%)	周变化(bp)	MTD(bp)	YTD(bp)	收益率(%)	周变化(bp)	MTD(bp)	YTD(bp)
1	1.37	-4	-16	-17	2.35	-1	0	-2	3.14	6	13	37
2	1.63	12	-39	-36	2.76	-6	-23	-14	3.58	-3	-10	21
3	1.85	-14	-83	-36								
4	2.26	8	-172	-199								

信用利差												
	1Y(短融)				3Y(中票)				5Y(中票)			
	信用利差(bp)	周变化(bp)	MTD(bp)	YTD(bp)	信用利差(bp)	周变化(bp)	MTD(bp)	YTD(bp)	信用利差(bp)	周变化(bp)	MTD(bp)	YTD(bp)
1	18	-6	-16	-23	43	-8	-19	-21	42	-7	3	-16
2	44	10	-38	-42	84	-14	-43	-32	85	-15	-21	-32
3	66	-16	-83	-136								
4	107	6	-172	-206								

资料来源: 中金公司研究

附表 4. 交易所公司债和可分离债基本情况

代码	债券名称	发行额 (亿)	年限	剩余期限 (最长)	票面 利率	发行人 行业	中金评分 主体 债项	收益率 上周 当前 税后	当前信用 利差(bp)	收益率变 化(bp)	信用利差 变化(bp)	隐含年均 违约率	隐含违约率 对应评级	股价变化	日均成交量 (万元)
112002	08中联债	11	8Y5P	7.13	6.50%	机械设备	4+ 4+	6.15% 6.21% 4.74%	286	7	7	1.52%	Ba3	8.69%	1883
112003	08泰达债	6	5	4.44	7.10%	综合投资	4- 3-	5.60% 5.62% 4.06%	289	2	2	1.55%	Ba3	-8.43%	181
112006	08万科G2	29	5Y3P	4.51	7.00%	房地产	3 3	5.12% 5.26% 3.76%	252	14	13	1.13%	Ba1	4.36%	2887
115002	国安债1	17	6	4.53	1.20%	传媒	4- 4-	4.83% 4.95% 4.65%	221	11	11	0.81%	Ba1	-8.22%	3830
122005	08钒钛债	13	5	4.18	5.80%	钢铁	5 3	4.81% 4.86% 3.56%	253	5	5	0.91%	Ba1	-3.23%	786
122007	08莱钢债	20	10Y5P	9.06	6.55%	钢铁	4+ 3-	5.72% 5.68% 4.42%	202	-4	-4	0.93%	Ba1	1.78%	419
122009	08新潮债	14	8Y3P6P	7.33	9.00%	房地产	4 4	7.76% 7.81% 6.09%	446	5	6	3.23%	B1	-7.11%	4735
122011	08金发债	10	5	4.39	8.20%	化工	4 4	7.03% 7.13% 5.54%	440	10	11	3.58%	B2	5.11%	3920
122012	08保利债	43	5	4.35	7.00%	房地产	4+ 3-	4.90% 4.90% 3.57%	217	0	1	0.77%	Ba1	4.62%	610
122013	08北辰债	17	5Y3P	4.37	8.20%	房地产	4+ 4+	6.10% 6.15% 4.60%	342	5	5	2.22%	B1	-4.83%	1310
126001	06马钢债	55	5	2.70	1.40%	钢铁	2- 2-	2.67% 2.74% 2.45%	76	6	1	0.05%	Aa	-3.05%	1130
126002	06中化债	10	6	3.75	1.80%	化工	3- 3-	4.02% 3.99% 3.61%	165	-3	-4	0.29%	Baa3	-7.56%	455
126003	07云化债	10	6	3.90	1.20%	化工	3- 3-	4.19% 4.22% 3.96%	188	3	3	0.42%	Baa3	-14.47%	387
126005	07武钢债	75	5	3.06	1.20%	钢铁	1 1	2.69% 2.87% 2.62%	87	18	11	0.07%	Aa	-1.43%	1050
126008	08上汽债	63	6	4.79	0.80%	汽车	2 2	3.85% 3.80% 3.63%	104	-5	-8	0.10%	A2	0.67%	438
126010	08中远债	10.5	6	4.90	0.80%	航运	3+ 3+	4.14% 4.26% 4.09%	153	13	14	0.29%	Baa2	-11.95%	686
126011	08中石化债	300	6	4.97	0.80%	石油	1 1	3.62% 3.70% 3.53%	94	9	11	0.08%	A2	4.21%	2815
126012	08上港债	24.5	3	1.97	0.60%	港口	2+ 2+	2.52% 2.55% 2.42%	92	2	16	0.08%	A	-4.83%	1472
126013	08青啤债	15	6	5.08	0.80%	食品饮料	3 3	4.34% 4.48% 4.30%	174	14	14	0.42%	Baa3	1.10%	1397
126014	08国电债	39.95	6	5.18	1.00%	电力	2 2	3.94% 4.01% 3.79%	127	7	6	0.17%	Baa1	-1.24%	5460
126015	08康美债	9	6	5.18	0.80%	医药	5 5	5.28% 5.47% 5.29%	273	19	19	1.37%	Ba3	5.34%	1874
126016	08宝钢债	100	6	5.29	0.80%	钢铁	1 1	3.78% 3.75% 3.58%	99	-3	-4	0.09%	A2	-0.36%	1841
126017	08葛洲坝债	13.9	6	5.31	0.60%	基础设施	4+ 4+	4.69% 4.83% 4.69%	209	14	14	0.70%	Ba1	-2.38%	1628
126018	08江铜债	68	8	7.55	1.00%	有色金属	3 3	5.25% 5.43% 5.19%	207	18	17	0.68%	Ba1	-8.28%	14985

资料来源: 天相, Moody's, 中金公司研究

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。