



2011.07.14

## 2011 年湘电股份公司债定价分析

**黄纪亮**

021-38676558

huangjiliang@gtjas.com

S0880511010027

### 本报告导读：

本报告主要对公司债进行发行定价分析

### 摘要：

- 湘潭电机股份有限公司（简称“湘电股份”）将于 2011 年 7 月 15 日起发行 5 年期公司债，发行规模为 9.5 亿元。
- 本期债券由湘电集团有限公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保。债券募集资金为满足公司中长期资金需求，优化公司资产负债结构，用于偿还即将到期债务和补充公司流动资金。本期债券将在上交所上市，可进行新质押式回购交易。
- 7 月前后共有四只 5 年期公司债发行，发行信用利差分别为 167bps、186bps、163bps 和 139bps。若以天威债为基准，康美债由于民营企业、无担保、发行时资金非常紧张而需求严重被抑制等原因利差偏高，鲁西债和晨鸣债为深交所上市，因而发行信用利差更高，其中鲁西资质较差，利差比晨鸣高 23bps。11 湘电债信用资质一般，但担保人为地方国企，上交所上市，综合考虑，预计 11 湘电债发行信用利差应在 160-165bps。
- 二级市场中，我们以同为 AA 级有担保的 11 珠海债和 11 南钢债为参考。考虑到三支公司债发行主体资质差别，以及 11 湘电债发行方负债结构的不合理，我们估计 11 湘电债的信用利差或在 160bps。
- 从违约率定价看，11 湘电债理论信用利差在 169bps 左右。
- 目前资金异常紧张局面已有所改观，7 天回购利率已回落至 4% 以下。预计下半年中低等级公司债供给较大，贷款利率再次上调将抬升公司债发行利率上限，公司债发行利率或将逐步走高。
- 预计 11 湘电债的发行利率在 6.00~6.05%，对应信用利差 160-165bps。

### 债券研究团队

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

陈岚

021 - 38676055

Chenlan7474@gtjas.com

黄纪亮

021 - 38676558

Huangjiliang@gtjas.com

### 相关报告

《11 国债 08、11 国开 16、11 国开 17 定价分析》

2011.03.16

《11 进出 03、11 进出 04、11 国开 15 定价分析》

2011.03.11

《11 国债 07、11 国开 13、11 国开 14 定价分析》

2011.03.08

《11 农发 04 定价分析》

2011.03.08

《11 付息国债 06 定价分析》

2011.03.01

## 1. 发行信息

### 1.1. 公司债

湘潭电机股份有限公司（简称“湘电股份”）将于 2011 年 7 月 15 日起发行 5 年期公司债，发行规模为 9.5 亿元。

本期债券由湘电集团有限公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保。债券募集资金为满足公司中长期资金需求，优化公司资产负债结构，用于偿还即将到期债务和补充公司流动资金。本期债券将在上交所上市，可进行新质押式回购交易。

**表 1：湘潭电机股份有限公司 2011 年公司债券发行概况**

|         |                          |         |           |
|---------|--------------------------|---------|-----------|
| 债券简称    | 11 湘电债                   |         |           |
| 发行期限    | 5 年（2011/7/15-2016/7/15） |         |           |
| 发行量     | 9.5 亿元                   |         |           |
| 发行利率    | 5.70%-6.20%              |         |           |
| 网上申购日   | 2011/7/15                | 网上申购比例  | 10%       |
| 网下申购起始日 | 2011/7/15                | 网下申购截止日 | 2011/7/19 |
| 主体评级    | AA                       | 债项评级    | AA+       |
| 担保人     | 湘电集团有限公司                 |         |           |
| 担保方式    | 全额不可撤销连带责任保证担保           |         |           |
| 特殊条款    | 无                        |         |           |
| 上市场所    | 上交所                      |         |           |
| 质押回购    | 可进行新质押式回购交易              |         |           |
| 主承销商    | 中银国际证券有限责任公司             |         |           |

数据来源：发行公告

### 1.2. 发行人

湘电股份主要从事大中型交直流电机、风力发电系统、水泵及配套产品、城轨车辆牵引系统等产品的生产和销售。近年来，风力发电系统主要收入占比大幅提升，10 年底已达 62%。其中双馈风力发电机生产规模逐步扩大，市场占有率也呈现出上升趋势，10 年底为 35%，处于行业领先地位。不过，由于公司风电业务进入时点较晚，前期项目销售收入未确认，因此相比于行业其他上市公司，目前公司该产品毛利率较低，盈利能力受到一定限制。

从财务状况看，随着公司 10 年风力发电系统销售规模大幅增加，应收账款增幅达 107%，且同期配股获得大量现金，因此，公司总资产在 10 年度出现大幅扩大，而公司近年资产负债率则稳定在 72% 左右，但流动负债占总负债比重基本均在 90% 以上，债务期限结构也不尽合理。由于公司进入行业时点较晚，目前整体盈利能力较弱，净资产收益率较同行业主要竞争对手差距较大。公司考虑到 11 年风力发电设备需求的大幅提升，在 10 年度大幅增加了原材料采购和产品生产，因此 10 年经营活动净现金流仅为 -3 亿元，由此对短期偿债能力构成不利影响。

**表 2： 湘电股份主要财务指标**

| 债券简称<br>日期  | 11 湘电债 |         |         |         |
|-------------|--------|---------|---------|---------|
|             | 2011/3 | 2010/12 | 2009/12 | 2008/12 |
| 总资产（亿元）     | 111    | 104     | 68      | 50      |
| 净资产（亿元）     | 31     | 30      | 19      | 14      |
| 流动资产（亿元）    | 90     | 83      | 50      | 35      |
| 流动负债（亿元）    | 73     | 67      | 43      | 35      |
| 主营业务收入（亿元）  | 12     | 68      | 51      | 33      |
| EBITDA（亿元）  | 1      | 5       | 3       | 2       |
| 净利润（亿元）     | 0.4    | 2.4     | 1.7     | 0.7     |
| 经营性净现金流（亿元） | -6     | -3      | 2       | 1       |
| 资产负债率（%）    | 72.27  | 70.85   | 72.42   | 71.70   |
| 流动比率        | 1.23   | 1.23    | 1.15    | 1.00    |
| 速动比率        | 0.98   | 0.99    | 0.88    | 0.67    |
| EBITDA/利息   | 2      | 5       | 5       | 3       |

数据来源：wind，国泰君安研究

## 2. 定价分析

### 2.1. 一级市场

7 月前后共有四只 5 年期公司债发行，发行信用利差分别为 167bps、186bps、163bps 和 139bps。若以天威债为基准，康美债由于民营企业、无担保、发行时资金非常紧张而需求严重被抑制等原因利差偏高，鲁西债和晨鸣债为深交所上市，因而发行信用利差更高，其中鲁西资质较差，利差比晨鸣高 23bps。11 湘电债信用资质一般，但担保人为地方国企，而且在上交所上市，综合考虑，预计 11 湘电债发行信用利差应在 160-165bps。

**表 3： 近期公司债券发行情况**

| 发行日       | 债券简称     | 主体/债<br>项评级 | 发行量<br>(亿元) | 发行期<br>限(年) | 票面利<br>率(%) | 信用利<br>差(%) | 担保人  |
|-----------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|
| 2011/7/15 | 11 湘电债   | AA/AA+      | 9.5         | 5           |             |             | 地方国企 |
| 2011/7/11 | 11 天威债   | AA+/AA+     | 16          | 5+2         | 5.75        | 1.3888      | 央企   |
| 2011/7/7  | 11 星湖债   | AA/AA       | 6.4         | 3+3         | 5.8         | 1.63        | 无担保  |
| 2011/7/7  | 11 南发债   | AA/AA       | 6.5         | 3+2         | 5.65        | 1.48        | 无担保  |
| 2011/7/6  | 11 上港 02 | AAA/AAA     | 30          | 3+2         | 5.05        | 0.8894      | 无担保  |
| 2011/7/6  | 11 晨鸣债   | AA+/AA+     | 20          | 5           | 5.95        | 1.6329      | 无担保  |
| 2011/7/6  | 11 鲁西债   | AA/AA       | 19          | 5+2         | 6.18        | 1.8629      | 地方国企 |
| 2011/6/21 | 11 康美债   | AA+/AA+     | 25          | 5+2         | 6           | 1.6771      | 无担保  |
| 2011/6/15 | 11 东阳光   | AA+/AA+     | 9           | 3+2         | 5.5         | 1.5137      | 无担保  |
| 2011/6/15 | 11 西钢债   | AA/AA       | 10          | 5+3         | 5.75        | 1.5183      | 地方国企 |
| 2011/6/9  | 11 士兰微   | AA/AA       | 6           | 3+2         | 5.35        | 1.4087      | 民企   |
| 2011/6/8  | 11 康恩贝   | AA/AA       | 6           | 3+2         | 5.3         | 1.3702      | 无担保  |
| 2011/6/2  | 11 软控债   | AA/AA       | 9.5         | 3+2         | 5.48        | 1.5487      | 无担保  |
| 2011/6/1  | 11 云维债   | AA/AA+      | 10          | 5+2         | 5.65        | 1.5514      | 地方国企 |

2011/6/1      11 柳钢债    AA/AA      20      5+3      5.7      1.6014    地方国企

数据来源: wind, 国泰君安研究

## 2.2. 二级市场

二级市场中,我们以同为 AA 级有担保的 11 珠海债和 11 南钢债为参考。考虑到三支公司债发行主体资质差别,以及 11 湘电债发行方负债结构的不合理,我们估计 11 湘电债的信用利差或在 160bps。

表 4: 二级市场可参考品种

| 债券简称   | 主体/债项<br>评级 | 剩余期<br>限(年) | 到期收<br>益率(%) | 信用利<br>差(%) | 担保 |
|--------|-------------|-------------|--------------|-------------|----|
| 11 珠海债 | AA/AA       | 5.13        | 6.14         | 1.77        | 有  |
| 11 南钢债 | AA/AA       | 4.82        | 5.80         | 1.44        | 有  |
| 中票     | AA          | 5           | 6.09         | 1.69        | 无  |

## 2.3. 违约率定价

我们依据风险中性原理,使用最新的 1920-2009 年穆迪公司的全球公司债的累积违约率来计算 11 湘电债的理论利差。

从国内信用评级和穆迪评级比较可发现,目前国内主体评级 AA 的公司债对应穆迪 Ba2 级。由此,我们得到 11 湘电债理论信用利差为 169bps 左右。

表 5: AA 级公司债理论利差(假设为 Ba2 级)

| 年<br>份 | 即期<br>利率 | 折现<br>率 | 累积<br>违约 | 新增<br>违约 | 预期违<br>约现值 | 期末本<br>金余额 | 期末本<br>金现值 | 信用<br>利差 |
|--------|----------|---------|----------|----------|------------|------------|------------|----------|
| 1      | 4.01     | 0.96    | 0.78     | 0.78     | 0.75       | 99.22      | 95.39      |          |
| 2      | 4.25     | 0.96    | 2.27     | 1.49     | 1.43       | 97.73      | 93.75      |          |
| 3      | 4.28     | 0.96    | 4.19     | 1.92     | 1.84       | 95.81      | 91.88      |          |
| 4      | 4.37     | 0.96    | 6.25     | 2.06     | 1.97       | 93.75      | 89.83      |          |
| 5      | 4.44     | 0.96    | 8.08     | 1.84     | 1.76       | 91.92      | 88.01      | 1.69%    |

数据来源: 穆迪 (Moody's), 国泰君安研究

结合信用利差分析和违约率定价结果,我们认为 11 湘电债的合理溢价在 165bps 左右。

## 3. 投标建议

目前资金异常紧张局面已有所改观,7 天回购利率已回落至 4%以下。预计下半年中低等级公司债供给较大,贷款利率再次上调将抬升公司债发行利率上限,公司债发行利率或将逐步走高。

预计 11 湘电债的发行利率在 6.00~6.05%,对应信用利差 160-165bps。

**作者简介:****黄纪亮:**

S0880511010027

021-38676558

huangjiliang@gtjas.com

浙江大学数学学士，华东师范大学统计硕士，FRM；08 年加入国泰君安，现从事债券研究

**陈雷(贡献作者):**

同济大学统计学本科，上海社科院经济学硕士，现为国泰君安债券组实习生。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |