



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

中国信用策略周报

固定收益研究报告

2013年2月22日

信用

固定收益研究组

徐小庆

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511030009
xuxq@cicc.com.cn

张莉

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511110001
zhangli3@cicc.com.cn

姬江帆

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511030008
jjf@cicc.com.cn

许艳

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010020
xuyan@cicc.com.cn

公司债发行管理办法可能变革， 对场内市场短期冲击有限

公司债发行管理办法可能变革，对场内市场短期冲击有限

媒体报道《公司债券发行管理暂行办法》征求意见稿已经结束征求意见阶段，未来若正式发文实施，现行公司债券发行及监管体系将发生重大变革。从目前披露的信息看，新的发行管理办法下，未来公司债券市场有望扩容，供给潜力上升。首先，公司债券发行人群体将从现有的上市公司以及非上市的中小企业拓展至全部公司制企业；其次，主板和中小板上市公司发行公司债券从公开方式拓展至非公开方式，创业板上市公司从非公开方式拓展至公开方式，非上市公司以非公开方式发行；第三，品种期限从1年以上放宽至所有期限，不过公开发行的品种仍沿袭1年以上期限规定；第四，审批方式上将大为简化，非公开发行债券力推备案制，不设任何财务指标和发行限制条件。非公开发行的公司债由于在场外交易，并不会直接大幅增加交易所场内债券的供给压力，但可能会分流部分场内需求，我们预计短期影响十分有限。由于场外公司债券市场相对于银行间债券市场或其他私募债权品种并无明显优势，以及投资者群体的限制，短期内吸引足够多发行人的难度仍较大。未来的变数在于券商能否充分挖掘和利用自身掌握的需求力量（如发行券商理财、资管产品）降低融资成本，吸引发行人发行私募公司债。长期而言，扩容和更为活跃的市场有利于吸引更多的需求。总体上，新办法有利于缩小未来公司债券市场与银行间债券市场的差距，但发展私募公司债对现有场内市场的冲击短期内相对较小，发行人以及投资者群体的差异也仍较难改变，公司债券市场（场内和场外）较长时期内仍将表现为高收益债市场特征。

市场回顾及展望：信用利差和评级间利差短期内有望维持低位

春节后收益率进一步下行符合我们节前的预期，主要是受到资金面充裕、配置需求上升的推动，供给方面一直也未出现明显反弹，供需关系改善支持信用利差收缩。供给方面，1月社会融资总量中企业债券净融资2200亿，与我们统计的结果差异不大。虽然总量相比去年1月明显增加，但其中有春节因素影响，而且中长期产品净增量相比去年下半年是明显下降的。需求方面，年初以来以银行和保险为主的配置力量明显加强，基金市场份额有所下降或增速放缓。伴随着供需关系的改善和市场风险偏好持续维持高位，不但各品种信用利差收窄，评级间利差也明显压缩。考虑到一季度内资金面仍有望维持宽松，且目前尚未看到供给显著反弹的迹象，信用利差和评级间利差短期内将继续维持在低位。不过由于信用利差和评级间利差都已经偏低，交易价值空间也明显缩小。低评级短融的收益率下行将依赖于AAA级短融收益率下行打开空间，AA级中票的相对配置价值要好于同评级短融。但由于AA中多数评分不能达到投资级，个券的选择仍然十分重要。另外最近刚刚取消发行利率指导下限，发行利率多维持在估值水平，一二级利差仍然很高。这一方面是由于主承所报估值偏高，另一方面估值是周一发布，而二级收益率全周持续下行。本周四发行的中石油中票已经显著向下突破估值，贴近实际二级利率发行，未来一二级利差仍将逐步收窄，一级个券定价差异加大。交易所高收益债方面，在其他品种利差和交易空间下降的情况下，高票息仍然是吸引市场需求的主要因素，加上供给在假期前后阶段性下降，供需关系看短期内高收益债发生大幅调整的可能性也较小。不过内在价值不断下降，我们仍然建议趁流动性好适当降低仓位的操作策略，未来政策和流动性的变化仍然可能引发高收益债的调整。

评级调整：负面评级行动继续增多

本周共单独公告了4项评级行动，其中3项为负面评级行动，且最近一次发行距今均不到半年，我们在近期给予评分时均已考虑了公司偿债指标的恶化，因此本次评分均维持不变。本周唯一一项正面评级行动为中诚信将夏商主体评级上调一小档，主要上调理由为资产规模扩张，盈利及资本结构改善，我们认可上述改善，将其评分上调一小档至4-。

公司债券发行管理办法可能变革，对场内市场短期冲击有限

《第一财经日报》等媒体报道《公司债券发行管理暂行办法》征求意见稿已经结束征求意见阶段，未来若正式发文实施，现行公司债券发行及监管体系将发生重大变革。新办法是在07年出台的《公司债券发行试点办法》基础上修改制定，将标志着公司债从试点转向常规阶段。从媒体援引的相关人士披露信息看，此次《公司债券发行管理暂行办法》(以下简称“暂行办法”)不仅仅是简单的修订，更是一份公司债革命纲领性文件，现有公司债券发行及监管体系将面临重大变革。

从目前披露的信息看，新的发行管理办法下，未来公司债券市场有望扩容，供给潜力上升。首先，公司债券发行人群体将从现有的上市公司以及非上市的中小企业拓展至全部公司制企业。根据现有制度，能够发行公司债券的主要是上市公司(A股主板、中小板、创业板以及在境外上市的境内公司)以及非上市的中小企业。现实状况是，大量非上市公司满足不了中小企业标准，因而也不能发行公司债券，而只能寻求发行企业债和银行间债务融资工具。本次《暂行办法》将公司债券发行人群体拓展至所有公司制企业，实际上与银行间债务融资工具已经没有区别，而较企业债更广(只能由非上市企业发行)。

其次，主板和中小板上市公司发行公司债券从公开方式拓展至非公开方式，创业板上市公司从非公开方式拓展至公开方式，非上市公司以非公开方式发行。目前框架下，A股主板、中小板和境外上市的境内公司只能通过公开方式发行公司债，而创业板和非上市中小企业只能以非公开方式发行公司债券。新的《暂行办法》中，将允许上市公司选择公开或非公开方式发行公司债券(也废止了之前创业板私募债的规定，不再区别创业板与非创业板)。不过，在初期，非上市公司除证券期货经营机构外，发行公司债券只能采取非公开发行的方式，在发行范围、投资者适当性、交易安排方面将受到一定限制。

第三，品种期限从1年以上放宽至所有期限，不过公开发行的品种仍沿袭1年以上期限规定。原办法规定发行公司债券期限须在1年以上，但新的《暂行办法》将非公开发行的债券期限放松至1年以内，将更大程度上丰富公司债券产品的期限结构，缩小与其他市场品种的差异。

第四，审批方式上将大为简化，非公开发行债券力推备案制，不设任何财务指标和发行限制条件。上市公司公开发行公司债券(不含可转债)将取消保荐制度和发审委制度，但仍需由证监会核准。而上市公司和非上市公司非公开发行公司债券将采取备案制，上市公司非公开发行由股票上市或挂牌交易场所备案，其他发行人非公开发行可自主选择由证监会认可的证券自律组织备案，在证券公司柜台转让的，由中国证券业协会接受备案。而且对于证券期货经营机构及公司治理、财务状况、资信情况及诚信记录等方面符合证券自律组织规定条件的发行人，还可采取事后进行备案。对于非公开发行，《暂行办法》也仅对发行方式的非公开性、投资者适当性、备案方式、转让方式等作出原则性规定，而不设定任何财务指标和发行限制条件，回归私募债权债务关系市场化、民事化的特征。

非公开发行的公司债由于在场外交易，并不会直接大幅增加交易所场内债券的供给压力，但可能会分流部分场内需求。《暂行办法》只要求公开发行的公司债券在交易所挂牌上市，而非公

公开发行的公司债券可在相关证券自律组织的交易场所、证券公司柜台和中国证监会认可的其他场转让，充分体现了场外交易特征。因此对于目前的交易所市场来讲，扩容的压力仍然主要来源于上市公司公开发行的公司债券，与之前没有变化，主要是审批上可能将更为便利，以及增加了非上市证券期货经营机构的公司债供给。而对于非公开发行品种，由于在场外交易，不会直接增加交易所场内市场的债券供给压力，但投资者群体很大程度上可能将与现有交易所场内市场投资者群体一致，场外市场的发展可能分流场内市场资金，从而间接对场内市场供需关系产生负面影响。

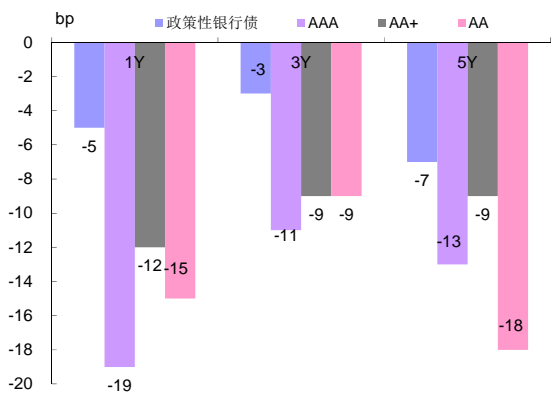
我们预计短期影响十分有限。由于场外公司债券市场相对于银行间债券市场或其他私募债权品种并无明显优势，以及投资者群体的限制，短期内吸引足够多发行人的难度仍较大。一是虽然新办法预留了商业银行承销公司债券的空间，但具体执行中应会非常谨慎。如果作为主要需求群体的银行不能有效参与到公司债市场中来，则由于需求不足导致融资成本更高、以及发行人维护银行关系的因素会限制发行人从银行间转向公司债市场的动力，尤其是对于高等级发行人会更为明显；**二是**对于低评级发行人，原有场内公司债相对于银行间债务融资工具的最大优势在于质押回购融资，但此次放开的非公开发行品种大多不在交易所上市，也不能质押回购，且在投资者群体以及数量方面的限制更多，对投资者的吸引力不如公募品种，如果发行利率上没有优势则没有吸引力，但更高的发行利率会限制发行人的发债意愿；**三是**相对于同质性较强的银行间私募品种或信托等产品，私募公司债也并没有明显优势，竞争发行人的难度同样较大。未来的变数在于券商能否充分挖掘和利用自身掌握的需求力量（如发行券商理财、资管产品）降低融资成本，吸引发行人发行私募公司债，场外公司债券市场很可能也仍将体现为以中低评级发行人为主、投资者以传统商业银行以外的风险偏好较强的投资者为主的高收益债市场特征。

长期来看，扩容和更为活跃的市场有利于吸引更多的需求。交易所债券市场活跃程度不如银行间市场，很大程度上是市场规模容量小和市场需求不足相互反馈的结果，未来若市场足够壮大，也有利于吸引更多的需求群体，从而改善整体上的供需关系，从而减少对于场内市场的需求冲击。最为典型的是银行作为重要的债券投资者，能否参与到公司债券市场中来，一直是市场关注的焦点。

总体看，新办法有利于缩小未来公司债券市场与银行间债券市场的差距，但发展私募公司债对现有场内市场的冲击短期内相对较小，发行人以及投资者群体的差异也仍较难改变，公司债券市场（场内和场外）较长时期内仍将表现为高收益债市场特征。

市场回顾及展望：信用利差和评级间利差短期内有望维持低位

图 1:年初以来短融中票二级收益率变化



资料来源：北方之星，中金公司研究

节后资金面宽松，配置需求强劲，短融中票成交活跃，收益率整体下行 10bp 以上，信用利差进一步收窄。节前最后一周，虽然由于春节效应成交略显低迷，但在央行大量逆回购以及资金面未出现显著节前恐慌的鼓舞下，短融中票收益率曲线仍小幅下移。节后银行间资金面恢复宽松，尽管本周公开市场有 8600 亿到期，而且央行重启正回购，但银行间资金利率仍持续下行，周四 7 天质押利率约 3%。1 月份经济数据以及通胀数据超预期也没有影响市场投资热情，配置需求非常旺盛。短融方面，市场成交火爆，交易集中在短期品种以及新发券种，各机构均积极参与，AAA 券种节后收益率一步到位下降 15bp 以上，之后中低评级收益率也跟随下降，全周下行幅度 10-15bp。中票方面也与节前较浓的观望气氛不同，本周成交火爆，高等级券种受关注较多，各期限品种下行幅度不输短融，也普遍达到 10bp。本周短融中票的下行幅度均超过了基准利率，信用利差继续收窄。目前除 AAA 级短融信用利差还高于历史中位数，其余品种利差基本都已降至中位数以下，其中 AA+ 及 AA 中票信用利差已接近甚至低于历史 1/4 分位数。

表 1:短融中票信用利差与历史水平比较

	当前水平			历史中位数			历史 1/4 分位数			历史 3/4 分位数		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
超级 AAA	60	55	59	40	63	73	27	54	54	52	77	84
AAA	68	77	84	56	79	92	44	65	78	80	95	102
AA+	85	102	109	90	113	138	70	101	126	119	141	153
AA	95	128	159	114	151	177	84	137	165	144	184	195

资料来源：北方之星，中债登，中金公司研究

表 2:企业债二级市场代表性成交

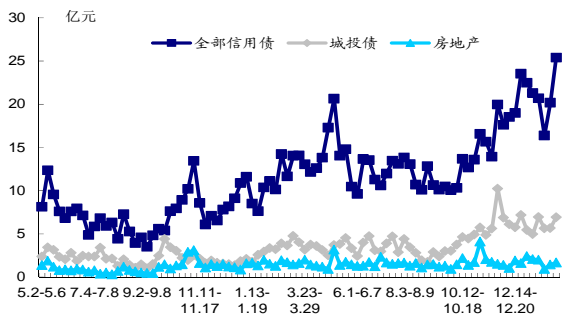
名称	发行日	债券期限	票面利率	当前收益率	主体评级	债项评级	主体评分	债项评分	行业
08铁道03	2008-10-16	5.7	3.85%	4.83%	AAA	AAA	1	1	铁路
11铁道07	2011-11-23	5.8	4.70%	4.60%	AAA	AAA	1	1	铁路
12中石油01	2012-1-11	5.9	4.54%	4.60%	AAA	AAA	1	1	石油
12国网债03	2012-11-20	6.8	5.00%	4.82%	AAA	AAA	1	1	电力
12铁道09	2012-10-12	6.6	4.57%	4.63%	AAA	AAA	1	1	铁路
12铁道11	2012-11-1	6.7	4.57%	4.63%	AAA	AAA	1	1	铁路
12铁道01	2012-6-13	9.3	4.30%	4.75%	AAA	AAA	1	1	铁路
12铁道06	2012-8-22	14.5	5.00%	5.00%	AAA	AAA	1	1	铁路
12铁道10	2012-10-12	19.7	5.16%	5.16%	AAA	AAA	1	1	铁路
10国投债2	2010-3-24	7.1	4.65%	5.09%	AAA	AAA	2	2	综合投资
11供销债	2011-3-22	3.1	5.50%	4.70%	AAA	AAA	3-	3-	贸易
12中核债1	2012-5-30	9.3	4.90%	5.20%	AAA	AAA	2	2	电力
09泰达债	2009-4-30	1.2	4.98%	4.40%	AA+	AA+	3-	3	综合投资
12西矿集团债	2012-10-26	4.7	5.80%	5.18%	AA+	AA+	4+	4+	有色金属
11杭工投债	2011-1-12	0.9	4.97%	4.20%	AA	AA+	3-	3+	汽车
12海亮债01	2012-10-19	5.7	6.50%	5.61%	AA	AA+	4	4+	有色金属
10红河开投债	2010-12-9	1.8	6.65%	5.10%	AA	AA	4-	4-	城投
13蓉文旅债	2013-2-19	5.0	6.50%	5.90%	AA	AA	4-	4-	旅游

资料来源：中国债券信息网，北方之星，中金公司研究

银行间企业债成交也非常活跃，收益率小幅下行。受益于宽松的资金面宽松及强烈的配置需求，本周企业债成交活跃度也明显提升。长期限超 AAA 券种中，7 年、10 年、15 年和 20 年具有减税优势的铁道债分别成交于 4.63%、4.75%、5% 和 5.15%。7 年期国网债成交一度达到 4.8%，周四略上升至 4.82%，不过相比前期还是有 3bp 左右的下行。其他评级产业类债中，3 年期、7 年期和 10 年期普 AAA 供销债、国投债和中核债分别成交于 4.7%、5.09% 和 5.2%；剩余 1.2 年的 AA+ 09 泰达债成交于 4.4%，1 年期 AA/AA+11 杭工投债成交于 4.2%，5.7 年期 AA/AA+12 海亮债 01 成交于 5.61%，较前期均有明显下行，但仍高于同评级短融中票。城投券种收益率也进一步下行，资质较好的 AA 评级城投债收益率中枢已降至 6.4% 左右，AA- 评级城投债收益率也降至 6.7% 左右。

高等级上涨进一步为交易所高收益债收益率下行打开空间，加上供给大幅减少以及节后股市调整推波助澜，本周高收益债继续呈现普涨走势，低评级公司债表现最为抢眼，城投债绝对收益率也下行接近历史低位，但与 AA 中票利差未进一步收窄。节后交易所资金面恢复宽松，资金利率一路下行，GC007 均价重回 3% 以下，沪深股市则在连续上涨后遭遇大幅调整，债券尤其是高收益债供给则维持低位，多种有利因素推动交易所债券继续呈较大幅普涨走势，成交量大幅放大。(1) 低评级公司债本周表现最为抢眼。主要是仍然面临付息和暂停上市风险的 11 超日债成为一个投机型品种，日均成交量近亿元，价格上下波动接近 7 元，其前半周的大涨仍然带动其他资质较弱的公司

图2:交易所信用债日均成交额



资料来源: 天相, 中金公司研究

表3:日均成交额200万元以上的交易所信用债基本情况

债券名称	债券代码	日均成交量(万元)	债券类型	发行期限(年)	剩余期限(年)	当前收益率(%)	上周收益率(%)	本周收益率变动(bp)	主体评级	债项评级	主体评分	债项评分	标准券折算率
11起日债	112061	9172.98	公司债	5Y3P	2.04	23.21	27.36	-416	AA	AA	5-	5-	0.77
11庞大02	122126	6197.81	公司债	5Y3P	2.02	6.31	7.26	-95	AA	AA	4-	4-	0.77
11广汇01	122102	5306.76	公司债	6Y3P	1.70	4.00	4.50	-51	AA	AA+	4-	4	0.79
11智光债	112071	571.31	公司债	5Y3P	2.08	6.54	6.91	-37	AA-	AA	5	4-	0
11华锐01	122115	1244.83	公司债	5Y3P	1.85	6.41	6.74	-33	AA+	AA+	4+	4+	0.84
10郴州债	122921	3506.36	企业债	7Y5P	1.92	3.74	4.05	-31	AA	AA+	4-	4	1
08泰伦债	111039	305.67	企业债	7Y5P	2.24	5.86	6.15	-29	A+	AA	5	5	0.76
08北辰债	122013	1663.05	公司债	5Y3P	0.41	3.68	3.93	-25	AA-	AA	4+	4+	0.79
11鹿港债	122142	491.81	公司债	5Y3P	2.17	6.50	6.74	-24	AA-	AA	5+	4-	0
12大秦债	122214	11312.59	公司债	3	2.80	4.44	4.68	-24	AAA	AAA	2	2	0.96
08宝钢债	126016	494.27	可分离	6	1.33	3.91	4.14	-23	AAA	AAA	1	1	0.91
11华仪债	122100	500.43	公司债	5Y3P	1.72	5.62	5.84	-22	AA	AA	5+	5+	0.78
08石化债	126011	35674.18	可分离	6	1.00	3.76	3.96	-20	AAA	AAA	NA	NA	0.91
11万家债	112084	294.40	公司债	5Y3P	2.23	6.59	6.78	-19	AA-	AA	5	5	0
11临汾债	122840	3105.06	企业债	8*/7.25	5.26	6.09	6.27	-18	AA	AA+	4-	4	0.97
12春和债	122683	1628.60	企业债	6Y3P	2.17	7.12	7.29	-17	AA	AA	5+	5+	0.75
11中孚债	122093	1376.19	公司债	8Y5P	3.52	6.30	6.46	-16	AA	AA	4-	4-	0.73
10楚雄债	122883	1914.24	企业债	7*/6.1	3.96	6.16	6.32	-16	AA-	AA	5	5	0.95
10银鸽债	122060	823.63	公司债	7Y5P	2.84	6.32	6.47	-15	AA-	AA	5	5	0
11丹东债	122757	3486.10	企业债	7*/6.1	4.93	6.27	6.42	-15	AA	AA	4-	4-	0.74
08金发债	122011	584.08	公司债	5	0.42	3.77	3.93	-15	AA	AA	4	4	0.79
11永州债	122781	600.37	企业债	10Y5P	3.84	5.17	5.32	-15	AA	AA+	5+	4-	1.06
11双鸭山	122741	456.80	企业债	7Y4P*/6.2	2.88	5.63	5.77	-14	AA	AA	5	5+	0
11中利债	112094	1012.18	公司债	5	4.33	6.94	7.06	-13	AA	AA+	5+	4-	0.71
11华微债	122134	750.63	公司债	7Y5P	4.13	7.07	7.20	-13	AA-	AA	5+	4-	0
11综艺债	122088	756.64	公司债	5	3.53	6.69	6.81	-12	AA-	AA	5	4-	0
11大秦01	122092	1377.67	公司债	2	0.49	3.78	3.89	-12	AAA	AAA	2	2	0.98
11盘锦债	122836	2641.93	企业债	7*/6.4	4.42	6.11	6.23	-12	AA	AA	4-	4-	0.78
09怀化债	111051	6980.66	企业债	10*/8	3.99	5.60	5.71	-12	AA-	AA	5+	4-	0.97
12万向债	112080	1338.32	公司债	5Y3P	2.18	4.74	4.85	-11	AA	AA+	4	4	0.8
12泰兴债	122707	990.61	企业债	6*/4.5	3.60	5.87	5.97	-11	AA-	AA	5	5+	1.08
12国创债	112096	366.56	公司债	5	4.38	6.82	6.93	-11	AA	AA+	5	5+	0.7
10辽源债	122937	797.28	企业债	7*/6.1	3.03	5.33	5.43	-11	AA-	AA	5	5+	1
11凯迪债	112048	981.08	公司债	7Y5P	3.75	6.66	6.76	-10	AA	AA	5+	5+	0.74
09长虹债	126019	779.33	可分离	6	2.44	4.82	4.92	-10	AA	AA	4	4	0.68
12海寰债	122643	1090.61	企业债	7Y5P	4.25	7.04	7.14	-10	AA	AA	NA	NA	0.78
11蒙泰伦	122811	879.77	企业债	7Y5P	3.20	6.97	7.06	-9	AA-	AA	5	5+	0
11新筑债	112053	826.70	公司债	5	3.79	6.93	7.02	-9	AA-	AA	5+	5+	0
09富力债	122033	2165.70	公司债	5Y3P	1.67	4.69	4.78	-9	AA+	AA+	4+	4+	0.79
12阜城投	122539	524.16	企业债	7*/5	4.42	6.36	6.44	-8	AA-	AA	5+	4-	1.01
09海航债	122927	2024.64	企业债	10Y7P	3.89	6.15	6.23	-8	AA+	AA+	4-	4-	0.73
12兴荣债	122694	406.54	企业债	7*/5	4.16	6.16	6.23	-8	AA-	AA	5	5+	1.07
11上港01	122065	7221.15	公司债	5Y3P	3.10	4.35	4.42	-7	AAA	AAA	2+	2+	0.99
09鹤城投	122936	1031.28	企业债	7*/6.1	2.84	5.27	5.34	-7	AA-	AA	5+	4-	1.02
09银基债	112014	911.71	公司债	6Y3P	2.71	6.35	6.41	-6	A+	AA	5-	5	0
08长兴债	111047	2764.62	企业债	7Y5P	2.88	4.80	4.86	-6	AA-	AA	5+	4-	1.03
10凯迪债	122890	1791.03	企业债	10*/9.1	6.60	6.72	6.78	-6	AA	AA+	5+	4-	0.94
11海航02	122071	1374.53	公司债	10	8.25	6.51	6.56	-5	AA+	AA+	3-	3-	0.86
08万科G2	112006	2202.32	公司债	5Y3P	0.54	3.78	3.83	-5	AAA	AAA	3+	3+	0.78
08新潮债	122009	1701.86	公司债	8Y3P6P	3.36	6.21	6.25	-4	AA-	AA-	4	4	0
12白山债	122601	212.35	企业债	7*/5	4.44	6.36	6.40	-4	AA-	AA	5	5+	1
09名流债	112012	958.43	公司债	5Y3P	1.70	5.77	5.81	-3	AA-	AA+	5+	4-	0
09宏润债	112016	431.89	公司债	5	1.73	5.83	5.86	-3	AA-	AA	5+	5+	0
10阜阳债	122918	3590.20	企业债	6Y3P	3.05	5.33	5.34	-1	AA-	AA+	5+	4-	1.02
08江铜债	126018	3734.88	可分离	8	3.59	4.61	4.62	-1	AAA	AAA	3+	3+	0.83
08铁岭债	111041	1150.52	企业债	7Y5P	2.50	5.09	5.09	0	AA	AA+	4-	4	0.95
09泛海债	112015	879.62	公司债	5	1.73	5.32	5.31	1	AA-/AA-	AA/AA	5+	4-	0
国安债1	115002	795.69	可分离	6	0.56	4.28	4.27	2	0	AA+	4-	4-	0.72
09广汇债	122021	3803.35	公司债	7	3.91	5.64	5.50	14	AA	AA	4-	4-	0.99

注1: 期限的选择以合理作为标准; 有提前偿还条款的债券期限按本金现金流加权计算, 收益率按实际现金流计算; 标阴影的为本周新加入的活跃债。

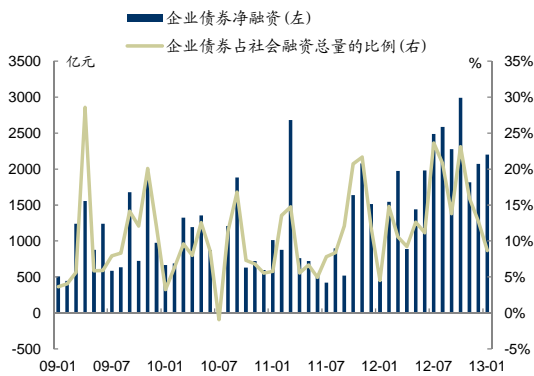
注2: 11丹东债为以1YShibor为基准的浮息债。

资料来源: 北方之星, 天相, Wind, 财汇, 中金公司研究

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

春节后收益率进一步下行符合我们节前的预期, 主要是受到资金面充裕、配置需求上升的推动, 供给方面一直也未出现明显反弹, 供需关系改善支持信用利差收缩。

图 3: 社会融资总量中企业债券月度净融资量



资料来源: PBOC, 中金公司研究

供给方面, 1月社会融资总量中企业债券净融资 2200 亿, 与我们统计的结果差异不大。虽然总量相比去年 1 月明显增加, 但其中有春节因素影响, 而且中长期产品净增量相比去年下半年是明显下降的。根据央行公布的数据, 2013 年 1 月 2.54 万亿的社会融资规模中, 企业债券净融资 2201 亿元, 同比多 1759 亿元 (图 3)。我们在 2 月 1 日的周报中已经对 1 月的信用债供给量做过总结, 考虑到滞后公布的一些发行信息的补充, 目前我们统计到的 1 月主要类型的信用债净增量为 2100 亿元, 这个量比央行公布数据略少, 不过差异不大, 而且与各托管机构公布的 1 月托管净增量数据也基本吻合。其中包括 584 亿短融 (含 296 亿超短融)、335 亿中票、733 亿企业债、133 亿公司债、312 亿定向工具。我们在上次的周报中也已经提到, 虽然超过 2000 亿的绝对量不低, 但从近期趋势上来看, 已经明显低于去年 7-10 月 2300-2700 亿的月规模, 与去年 11-12 月基本持平。而且结构上由于今年 1 月短融到期量小, 导致短期产品单月净增量, 实际上 1 月中长期信用债净增量只有 1500 亿, 比去年 11-12 月 2000 亿左右的中长期信用债净增量降低了 500 亿左右。至于净增量明显超过去年 1 月, 一方面要考虑到去年春节在 1 月的季节性差异 (今年春节在 2 月, 截至目前公告, 2 月信用债净增量只有 520 亿), 另一方面 12 年产品创新和审批政策的放松带来的市场扩容影响是相对长期的, 不可能完全回到去年同期的水平, 例如今年 1 月私募产品 (定向工具) 的净增量超过 300 亿 (基本为 12 年下半年以来的月度发行常态规模), 而去年 1 月只有 85 亿。

需求方面, 年初以来以银行和保险为主的配置力量明显加强, 基金市场份额有所下降或增速放缓。我们在去年的报告中曾多次提到, 2012 年商业银行在信用债持有者结构中的份额持续下降, 而基金类投资者的份额却在快速提升, 虽然银行的存量占比仍高于其他类型投资者, 但从增量来看, 12 年下半年基金类已经超过银行, 可以消化信用债月度净增量的 60% 以上。不过去年年底到今年年初, 伴随资金面的宽松和银行超储率的提高, 以银行为主的配置型需求出现比较明显的恢复, 银行净增持量和市场份额都有所提高。如表 4 所示, 短融方面: 商业银行去年 10-11 月都是净减持的, 但 12 月-1 月合计净增持 605 亿, 市场份额提升 1.82 个百分点至 47.83%, 而以基金为主的“非法人机构”12 月-1 月短融净增持量只有 170 亿元, 市场份额下降 1.66 个百分点至 43.78%。企业债方面 (表 5), 1 月基金类净增持只有 69 亿, 加上交易所部分也只有 200 亿左右, 但银行、保险、信用社的净增持分别有 255 亿、140 亿和 90 亿。中票方面 12 月-1 月合计看, 银行、保险、和信用社都净增持了 150 亿元左右, 虽然各自总量还是少于基金 250 亿左右的增量, 但基金的持有占比没有继续明显增长。

表 4: 短融持有者结构变化

日期	合计	政策性银行	商业银行	非银行金融 机构	证券公司	保险机构	信用社	非金融机构	非法人机构	境外机构
存量变化										
2012年10月	194.30	-3.70	-334.92	-10.94	23.57	-6.62	-8.57	2.30	522.44	10.74
2012年11月	335.40	28.10	-182.70	-2.27	-12.63	-0.20	23.63	2.20	447.08	32.18
2012年12月	305.30	46.40	325.77	-1.32	-64.32	23.88	-8.32	7.60	-44.99	20.60
2013年1月	521.50	-29.50	279.57	-3.39	13.95	-20.70	59.67	-2.10	214.86	9.13
存量占比变化										
2012年10月		-0.04%	-3.90%	-0.11%	0.16%	-0.09%	100.00%	0.02%	3.98%	0.09%
2012年11月		0.22%	-3.00%	-0.03%	-0.19%	-0.05%	100.00%	0.02%	2.63%	0.26%
2012年12月		0.37%	1.56%	-0.02%	-0.61%	0.16%	100.00%	0.06%	-1.55%	0.15%
2013年1月		-0.29%	0.25%	-0.05%	0.02%	-0.24%	100.00%	-0.02%	-0.11%	0.03%

注: 目前短融全部托管在上海清算所, 清算所的投资者结构分类与中债登有所不同, 其中“非法人机构”基本相当于中债登分类中的“基金”。
 资料来源: 上海清算所, 中金公司研究

表 5: 企业债持有者结构变化

日期	合计	特殊结算 成员	商业银行	信用社	非银行金融 机构	证券公司	保险机构	基金	非金融机构	交易所	其它
存量变化											
2012-10	585.50	3.70	204.49	-40.72	-4.77	-21.67	7.10	274.96	-3.40	164.81	1.00
2012-11	633.00	6.40	72.47	-18.95	6.25	-22.98	-399.84	763.46	1.10	221.02	4.07
2012-12	809.78	11.09	101.57	41.69	8.30	94.31	9.57	315.91	1.31	224.59	1.44
2013-01	655.98	-5.59	255.49	90.55	-8.05	-14.98	139.60	69.17	-3.56	130.34	3.02
存量占比变化											
2012-10		0.01%	0.07%	-0.36%	-0.04%	-0.20%	-0.64%	0.71%	-0.03%	0.48%	0.00%
2012-11		0.02%	-0.59%	-0.26%	0.01%	-0.20%	-2.49%	2.83%	-0.01%	0.68%	0.01%
2012-12		0.04%	-0.67%	-0.02%	0.01%	0.30%	-0.72%	0.52%	-0.01%	0.57%	0.00%
2013-01		-0.03%	0.22%	0.23%	-0.06%	-0.16%	0.01%	-0.40%	-0.03%	0.21%	0.01%

资料来源: 中债登, 中金公司研究

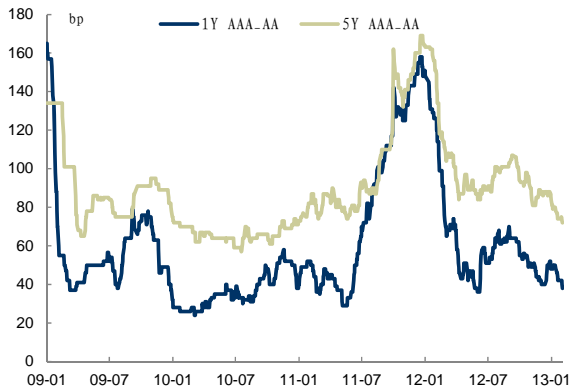
表 6: 中票持有者结构变化

日期	合计	特殊结算 成员	商业银行	信用社	非银行金融 机构	证券公司	保险机构	基金	非金融机构	其它
2012-10	822.70	-12.16	268.16	-9.63	-4.33	1.77	64.30	477.19	3.30	34.10
2012-11	315.50	3.02	-14.89	34.80	14.09	20.02	67.85	174.90	6.73	8.98
2012-12	382.80	181.14	216.84	31.38	11.04	-9.10	48.12	-116.81	-0.70	20.90
2013-01	339.00	-170.73	-51.65	110.19	-6.22	-48.08	104.10	371.53	-0.70	30.55
存量占比变化										
2012-10		-0.10%	-0.71%	-0.21%	-0.05%	-0.07%	0.18%	0.85%	0.00%	0.11%
2012-11		-0.01%	-0.74%	0.08%	0.05%	0.05%	0.24%	0.28%	0.02%	0.02%
2012-12		0.71%	0.07%	0.05%	0.03%	-0.07%	0.15%	-0.99%	-0.01%	0.07%
2013-01		-0.70%	-0.90%	0.37%	-0.04%	-0.22%	0.37%	1.03%	-0.01%	0.11%

资料来源: 中债登, 中金公司研究

伴随着供需关系的改善和市场风险偏好持续维持高位, 不但各品种信用利差收窄, 评级间利差也明显压缩。目前 AAA 级短融中票绝对收益率已经回到去年 8 月下旬的水平, 虽然距离去年 6 月时的低点还有较大差距 (短融和中票分别还有 70bp 和 40bp 左右的空间), 但评级间利差比当时明显要窄。例如 AA 级 1 年和 3 年品种收益率比去年 8 月分别要低 40bp 和 30bp 左右, 5 年期差异相对较小, 但也比当时低约 10bp。目前短融评级间利差已经不足 15bp, 中票也只有 25bp 左右。与历史评级间利差情况相比, 目前除了 5 年期 AA 和 AA+ 级中票还有 50bp 的利差, 高于 40bp 的历史中位数之外, 其余品种的评级间利差都已低于历史 1/4 分位数 (表 7)。

图 4:1 年短融和 5 年中票 AAA 及 AA 级之间利差



资料来源：中债登，中金公司研究

考虑到一季度内资金面仍有望维持宽松，且目前尚未看到供给显著反弹的迹象，信用利差和评级间利差短期内将继续维持在低位。不过由于信用利差和评级间利差都已经偏低，交易价值空间也明显缩小。低评级短融的收益率下行将依赖于 AAA 级短融收益率下行打开空间，AA 级中票的相对配置价值要好于同评级短融。但由于 AA 中多数评分不能达到投资级，个券的选择仍然十分重要。从历史短融中票二级收益率情况看，评级间利差一般都发生在资金面比较宽松，供给压力相对较小的阶段，造成评级间利差扩大的触发因素也主要是资金面收紧和基准利率的上行。例如在资金面比较宽松的 10 年的大部分时间内，短融和中票评级间利差都维持在历史低位（AAA 和 AA 短融之间利差维持在 40bp 以下，中票利差维持在 70bp 以下，图 4）。利差开始扩大基本是发生在 10 年 11-12 月，而当时也是央行开始施行紧缩政策，回购利率上升且基准利率开始上行的阶段。所以在资金面显著收紧前，短期内评级间利差仍有望维持在较低水平。

表 7:短融中票评级间利差

	当前水平			历史中位数			历史 1/4 分位数			历史 3/4 分位数		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA_AA+	17	25	25	26	38	42	21	29	36	36	47	56
AA+_AA	10	26	50	24	37	40	17	30	33	31	48	46
AAA_AA	27	51	75	50	75	85	40	63	72	65	86	94

资料来源：北方之星，中金公司研究

另外最近刚刚取消发行利率指导下限，发行利率多维持在估值水平，一二级利差仍然很高。这一方面是由于主承所报估值偏高，另一方面估值是周一发布，而二级收益率全周持续下行。本周四发行的中石油中票已经显著向下突破估值，贴近实际二级利率发行，未来一二级利差仍将逐步收窄，一级个券定价差异加大。春节前一周短融中票已经开始取消发行利率指导下限，从这两周的发行情况看，虽然协会仅公布定价估值作为发行参考，而不对发行利率水平作硬性要求，但除了刚刚发行的中石油中票以外，其余新券基本都是按照协会公布的定价估值发行的。我们注意到最近两周公布的定价估值相对实际二级水平明显要高一些，比较接近加点后的水平，再加上节后市场需求火爆，收益率持续下行，新上市个券基本都有 20-40bp 的一二级利差。不过周四发行的 5 年中石油中票发行利率只有 4.47%，已经显著打破了 4.67% 的估值限制，非常贴近该品种实际二级市场水平。我们估计未来即使定价估值仍然偏高，也会有越来越多资质较好的发行人以低于估值、更加接近二级市场的水平发行短融中票，因此一级发行利率可能还会有比较明显的下行，一二级利差将进一步收窄，且个券差异也会更加明显。

交易所高收益债方面，在其他品种利差和交易空间下降的情况下，高票息仍然是吸引市场需求的主要因素，加上供给在假期前后阶段性下降，供需关系看短期内高收益债发生大幅调整的可能性也较小。不过内在价值不断下降，我们仍然建议趁流动性好适当降低仓位的操作策略，未来政策和流动性的变化仍然可能引发高收益债的调整。从央行近期的动作来看，流动性极度宽松的局面可能难以持续，我们也仍然维持年内信用事件概率提升的判断，高收益债仍存在调整的风险。

评级调整：负面评级行动继续增多

本周共单独公告了4项评级行动，其中3项为负面评级行动，且最近一次发行距今均不到半年，我们在近期给予评分时均已考虑了公司偿债指标的恶化，因此本次评分均维持不变。三项负面评级行动中，中粮屯河和云煤化为评级展望调整至负面，二重德阳为主体评级下调一小档。下调的主要理由均为行业景气下行导致公司盈利和经营现金流显著恶化。由于三家发行人均为12年8月或9月发行，发行时我们已经考虑了其盈利及现金流恶化情况，最新的财务数据相比发行时并无显著变化，因此中金评分分别维持5+、4-和4不变。本周唯一一项正面评级行动为中诚信将夏商主体评级上调一小档，主要上调理由为资产规模扩张，盈利及资本结构改善，我们认可上述改善，将其评分上调一小档至4-。详见下文评论。

表8:本期评级调整列表

发行人	行业	原评级机构	原评级	现评级	调整时间及方向	原评分	现评分	涉及债券
正面评级行动								
1 夏商	零售	中诚信	AA-	正面	AA	稳定	2013-2-1 ↑	5+ 4- ↑ 12夏商CP001
负面评级行动								
2 中粮屯河	农业	中诚信	AA	稳定	AA	负面	2013-2-4 ↓	5+ 5+ 12屯河CP001、12屯河CP002
3 云煤化	煤炭	中诚信	AA	稳定	AA	负面	2012-12-31 ↓	4- 4- 08云煤化债、10云煤化MTN1、10云煤化MTN2、12云煤化CP001、12云煤化MTN1
4 二重德阳	机械设备	中诚信	AA+	稳定	AA	稳定	2013-1-31 ↓	4 4 08二重债、12二重CP001

资料来源：中国债券信息网，中金公司研究

表9:夏商主要财务指标

人民币亿元	2009	2010	2011	2012.9
总资产	37.55	38.13	45.53	49.77
货币资金	5.08	4.93	6.70	6.55
净资产	10.05	12.77	14.41	15.35
总债务	10.29	10.04	11.23	9.60
短期债务	6.32	4.62	6.19	6.39
净短期债务	1.24	(0.31)	(0.51)	(0.17)
经营活动现金流	6.29	1.62	2.20	3.12
投资活动现金流	(0.74)	(2.01)	(1.55)	(2.84)
筹资活动现金流	(5.34)	0.02	1.45	(0.63)
主营业务收入	52.14	43.56	46.86	39.49
主营业务利润	4.88	4.72	4.93	4.08
EBITDA	(2.93)	2.85	2.44	NA
净利润	(4.24)	1.25	1.31	0.69
主营业务利润率	9.36%	10.84%	10.51%	10.33%
主营业务收入增长率	-37.88%	-16.46%	7.57%	NA
总资产回报率	-9.95%	3.03%	2.86%	NA
净资产收益率	-36.58%	10.97%	9.64%	NA
现金收入比	105.71%	106.60%	118.11%	118.64%
经营现金流/EBITDA	-214.74%	56.76%	90.19%	NA
流动比率	1.13	1.30	1.36	1.33
速动比率	0.45	0.59	0.61	0.60
应收账款周转率	29.00	27.53	32.33	NA
存货周转率	2.30	2.75	2.80	NA
资产负债率	73.24%	66.50%	68.34%	69.15%
短期债务/总债务	61.44%	46.03%	55.14%	66.51%
总债务/总资本	50.58%	44.00%	43.78%	38.48%
货币资金/短期债务	80.30%	106.65%	108.17%	102.59%
货币资金/总债务	49.34%	49.10%	59.64%	68.23%
经营现金流/总债务	61.15%	16.13%	19.59%	32.54%
EBITDA/利息支出	-5.70	6.71	5.11	NA
EBITDA/总债务	-0.28	0.28	0.22	NA

资料来源：财汇，中金公司研究

1. 中诚信将夏商主体评级由AA-上调至AA，中金评分由5+上调至4-。

中诚信将夏商主体评级由AA-上调至AA，主要理由是战略调整已完成，盈利能力增强，资本结构改善。厦门夏商集团有限公司（“夏商”）于12年4月发行1年期短融3亿元，发行时中诚信给予主体评级AA-，中金评分5+。12年12月，中诚信将公司评级展望由稳定调整至正面，本次进一步上调至AA，主要理由包括：（1）截至12年底，公司已实现对厦门市工商局下属22家农贸市场的资产实施日常经营和管理、资金纳入公司现金归集体系；水产集团于12年10月并入公司报表，且生鲜超市方面目前已有6家企业开始运作，政府相关支持政策逐步落实。（2）12年财务快报披露，公司资产同比增长23%，总债务同比下降11%，资本结构优化。（3）公司收入规模大幅增长，综合毛利率提升，盈利能力持续改善，且公司经营净现金流一直处于良好水平，12年增至5.16亿元。

我们认同公司盈利和资本结构的改善，将其评分由5+上调至4-。夏商是厦门市国有企业，主要业务涉及农产品、商业零售及贸易。发行时仅拥有6家农贸市场，目前已合并22家；而水产集团的并入也使得公司资产和盈利规模有所提升。从12年前三季的情况看，收入规模已达11年全年的84%，主营业务利润已达11年全年的83%，考虑到10月份水产集团并入后，公司年报收入和盈利规模将进一步增长。由于盈利和经营现金流的改善，公司3季末债务规模有所下降，债务资本比仅39%，较发行时下降了11个百分点。综上，我们认可公司盈利的提升和资本结构的改善，将公司评分由5+上调至4-。

表 10: 中粮屯河主要财务指标

人民币亿元	2009	2010	2011	2012.6	2012.9
总资产	70.13	79.76	92.03	85.20	87.08
货币资金	0.90	1.42	5.74	4.56	6.86
净资产	30.67	26.99	28.56	26.41	25.86
总债务	30.92	40.53	50.21	47.11	47.30
短期债务	30.72	40.53	50.21	47.11	47.30
净短期债务	29.82	39.11	44.47	42.55	40.45
经营活动现金流	(0.48)	(5.86)	4.99	5.40	9.23
投资活动现金流	(6.61)	(2.13)	(8.26)	(2.47)	(3.59)
筹资活动现金流	5.98	8.69	7.05	(4.12)	(4.52)
主营业务收入	28.79	29.37	49.98	16.23	25.37
主营业务利润	8.39	7.03	9.73	2.85	4.03
EBITDA	5.47	2.95	4.50	0.60	NA
净利润	2.82	(0.57)	0.26	(1.50)	(2.04)
主营业务利润率	29.15%	23.93%	19.46%	17.59%	15.89%
主营业务收入增长率	-16.06%	1.98%	70.21%	NA	NA
总资产回报率	4.09%	-0.74%	0.38%	NA	NA
净资产收益率	9.38%	-1.99%	0.93%	NA	NA
现金收入比	117.47%	110.43%	105.24%	125.90%	123.83%
经营现金流/EBITDA	-8.73%	-198.82%	110.95%	905.50%	NA
流动比率	0.83	0.80	0.77	0.69	0.67
速动比率	0.22	0.27	0.35	0.30	0.30
应收账款周转率	5.45	7.53	7.45	NA	NA
存货周转率	1.01	0.88	1.48	NA	NA
资产负债率	56.27%	66.16%	68.97%	69.01%	70.30%
短期债务/总债务	99.35%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
总债务/总资本	50.21%	60.02%	63.74%	64.08%	64.65%
货币资金/短期债务	2.93%	3.51%	11.43%	9.67%	14.49%
货币资金/总债务	2.92%	3.51%	11.43%	9.67%	14.49%
经营现金流/总债务	-1.54%	-14.45%	9.94%	11.45%	19.52%
EBITDA/利息支出	6.63	3.46	3.28	0.62	NA
EBITDA/总债务	0.18	0.07	0.09	0.01	NA

资料来源：财汇，中金公司研究

2. 中诚信将中粮屯河评级展望由稳定调整至负面，中金评分维持 5+ 不变。

中诚信将中粮屯河评级展望由稳定调整至负面，调整的主要理由是 12 年巨亏且景气短期内难以好转。中粮屯河股份有限公司（“中粮屯河”）12 年 6 月和 9 月分别发行 1 年期短融各 5 亿元。发行时中诚信给予 AA/稳定的主体评级，中金评分 5+。本次大公将公司评级展望由稳定调整至负面，主体评级维持 AA 不变，主要理由是：（1）番茄业务方面，国内番茄酱加工行业景气持续下滑，加之 12 年国内主要番茄产区受气候灾害影响，番茄产量大幅下降；制糖业务方面，12 年以来糖价高位回落，而公司所用甜菜原料成本居高不下，导致库存甜菜及甜菜糖计提存货跌价准备金额较大，公司甜菜糖加工业务也出现亏损。

（2）由于开工率不足，工厂停工损失金额较大，其中四家因原料短缺停工的工厂计提了相应的固定资产减值准备；（3）12 年 1 月 21 日公司公告，预计 12 年度归属上市公司股东的净利润为 -7 亿元到 -7.7 亿元；（4）公司未来投资规模较大，目前主要在建项目计划投资 27.23 亿元，12 年 9 月末公司资产负债率已达 70%，未来仍有进一步上升的趋势。（5）公司计划定向增发募集不超过 47.71 亿元，虽已于 2 月 1 日通过证监会审核，但仍存在较大不确定性。

发行时我们给予 5+ 的评分已经考虑了公司盈利恶化等不利因素，如果定向增发能成功，资本结构应不会出现显著恶化，因此暂时维持 5+ 的评分不变。中粮屯河为中粮集团下属的上市公司，主要生产番茄及甜菜制品。12 年 9 月发行时我们给予其 5+ 的评分已经考虑了公司两大主业周期性均较强且目前景气低迷，12 年上半年公司净利润已出现亏损，债务负担维持高位等不利因素。从最新的财务指标看，公司 12 年前三季毛利率有所下降，亏损额进一步扩大，不过财务指标相比发行时并无显著恶化。根据公司预亏公告及中诚信公告披露，12 年全年由于主业盈利恶化以及计提减值准备，公司净利润可能出现巨亏，对净资产将有明显的侵蚀；另外公司未来投资规模较高，仍有较大的资金压力。不过如果定向增发成功，有利于在一定程度上改善资本结构和流动性状况。综合考虑，我们暂时维持其 5+ 的评分不变，提醒投资者关注其年报业绩及定向增发进展情况。

附表 1: 本周信用市场发行情况

名称	类型	发行日	上市日	发行量 (亿)	期限 (年)	发行利率	信用利差 (bp)	评级机构	评级		中金评分		担保/抵押情况	是否在交易所发行	能否回购
									主体	债项	主体	债项			
13天不锈CP001	短融	2013-2-18	2013-2-20	25	1	4.12%	130	新世纪	AAA	A-1	3	3	无	否	
13翼建投CP001	短融	2013-2-18	2013-2-21	5	1	4.68%	186	中诚信	AA	A-1	4+	4+	无	否	
13辽成大CP001	短融	2013-2-18	2013-2-20	10	1	4.68%	186	联合	AA	A-1	4	4	无	否	
13津太钢CP001	短融	2013-2-19	2013-2-21	4	1	4.35%	154	新世纪	AA-	A-1	5+	3	太不锈担保	否	
13北车CP001	短融	2013-2-19	2013-2-22	40	1	4.07%	126	中诚信	AAA	A-1	3+	3+	无	否	
13南高轮CP001	短融	2013-2-18	2013-2-21	7	1	5.30%	248	中诚信	AA-	A-1	4-	4-	无	否	
13辽遼CP001	短融	2013-2-21	2013-2-25	5	1	NA	NA	联合	AA	A-1	4	4	无	否	
13渝化医CP001	短融	2013-2-19	2013-2-21	10	1	4.35%	154	联合	AAA	A-1	4	4	无	否	
13攀源铝业CP001	短融	2013-2-19	2013-2-22	2	1	5.00%	219	大公	AA-	A-1	5+	5+	无	否	
13信息投CP001	短融	2013-2-21	2013-2-25	2	1	NA	NA	中诚信	AA-	A-1	5+	5+	无	否	
13浙旅游CP001	短融	2013-2-20	2013-2-25	3	1	NA	NA	联合	AA-	A-1	4-	4-	无	否	
13中电投SCP001	短融	2013-2-19	2013-2-22	30	0.49	NA	NA	中诚信	AAA	A-1	2	2	无	否	
13武钢CP001	短融	2013-2-22	2013-2-26	63	1	NA	NA	中诚信	AAA	A-1	2-	2-	无	否	
13北电CP001	短融	2013-2-20	2013-2-25	10	1	NA	NA	中诚信	AA+	A-1	3-	3-	无	否	
13国电SCP001	短融	2013-2-19	2013-2-21	10	0.74	3.85%	109	大公	AAA	A-1	2	2	无	否	
13湘高速CP001	短融	2013-2-21	2013-2-25	19	1	NA	NA	联合	AA+	A-1	4+	4+	无	否	
13中铝业SCP001	短融	2013-2-20	2013-2-22	50	0.25	NA	NA	中诚信	AAA	A-1	2-	2-	无	否	
13大唐集SCP001	短融	2013-2-21	2013-2-25	50	0.25	NA	NA	大公	AAA	A-1	2	2	无	否	
13北车MTN1	中票	2013-2-19	2013-2-21	20	5	4.93%	96	中诚信	AAA	AAA	3+	3+	无	否	
13鲁路桥MTN1	中票	2013-2-22	2013-2-26	3	3	NA	NA	大公	AA-	AA-	4-	4-	无	否	
13中石油MTN1	中票	2013-2-21	2013-2-25	200	5	NA	NA	联合	AAA	AAA	1	1	无	否	
13雷通MTN1	中票	2013-2-21	2013-2-25	4	3	NA	NA	大公	AA	AA	4-	4-	无	否	
13辽遼MTN1	中票	2013-2-21	2013-2-25	4.5	5	NA	NA	联合	AA	AA	4	4	无	否	
13江阴公MTN1	中票	2013-2-21	2013-2-25	4	3	NA	NA	联合	AA-	AA-	4-	4-	无	否	
13国投MTN1	中票	2013-2-21	2013-2-25	13	5	NA	NA	中诚信	AA+	AA+	4+	4+	无	否	
13蓉文旅债	企业债	2013-2-19	NA	5	7Y5P	6.50%	259	新世纪	AA	AA	4-	4-	无	上交所	待定
13南昌城投债	企业债	2013-2-20	NA	13	7Y5	6.19%	228	大公	AA+	AA+	4+	4+	无	否	
13大石桥债	企业债	2013-2-21	NA	15	7Y5	6.58%	267	联合	AA	AA	5	5	无	上交所	待定

注：*附有提前偿还条款。

资料来源：财汇资讯，中国债券信息网，中金公司研究

附表 2: 本周短融中票交易商协会估值

	本周交易商协会估值			上周交易商协会估值			周变化(bp)		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
超级AAA	3.97%	4.32%	4.67%	4.03%	4.38%	4.71%	-6	-6	-4
AAA	4.07%	4.57%	4.93%	4.12%	4.63%	4.96%	-5	-6	-3
AA+	4.35%	4.86%	5.21%	4.43%	4.90%	5.24%	-8	-4	-3
AA	4.59%	5.17%	5.79%	4.68%	5.23%	5.86%	-9	-6	-7

资料来源：中国债券信息网，中金公司研究

附表 3: 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(年)	发行利率	本周收益率	信用利差(bp)	信用评级	中金评分	二级市场
短融										
041253037	12联通CP001	150	2013-7-12	0.39	3.45%	3.69%	94	AAA	1	电信服务
041251017	12华能集CP003	30	2013-6-20	0.33	3.40%	3.60%	95	AAA	2+	电力
041261041	12国电集CP004	125	2013-12-10	0.80	4.58%	3.78%	86	AAA	2	电力
041357001	13中化工CP001	25	2014-1-24	0.93	4.24%	3.93%	84	AAA	2-	化工
041254015	12华能CP001	50	2013-4-18	0.71	4.41%	3.81%	81	AAA	2+	电力
041352001	13南方水泥CP001	15	2014-1-21	0.92	4.66%	4.02%	96	AA+	3-	建筑建材
041373002	13国安集CP001	20	2014-2-6	0.96	4.43%	4.02%	97	AA+	4+	综合投资
041269037	12重汽CP001	20	2013-11-29	0.78	4.87%	4.02%	106	AA+	3-	汽车
041358009	13巨化CP001	5	2014-1-17	0.92	4.66%	4.04%	99	AA+	4+	化工
041359002	13苏豪CP001	8	2014-1-17	0.97	5.30%	4.08%	103	AA	4-	贸易
中票										
1282501	12电网MTN4	200	2017-11-27	4.77	4.74%	4.50%	62	AAA	1	电力
1282287	12电网MTN1	100	2015-8-15	2.50	4.15%	4.13%	64	AAA	1	电力
1382034	13南网MTN1	50	2016-1-24	2.93	4.42%	4.17%	59	AAA	1	电力
1282170	12中集MTN1	20	2015-5-24	2.25	4.43%	4.26%	76	AAA	3+	航运
1282193	12鲁能源MTN1	50	2015-6-12	2.30	4.02%	4.29%	79	AAA	2-	煤炭
1182226	11首钢MTN1	90	2016-8-25	3.51	5.66%	4.71%	91	AAA	3	钢铁
1282369	12二重集MTN1	10	2017-9-26	4.60	5.65%	5.00%	113	AA+	4	机械设备
1282521	12晋煤集MTN1	10	2017-12-6	4.79	5.56%	4.95%	104	AA+	4	煤炭
1282530	12云煤化MTN1	18	2017-12-10	4.80	6.09%	5.45%	155	AA	4-	煤炭
1282357	12红豆MTN2	8	2015-9-20	2.58	6.50%	5.46%	184	AA	4-	纺织服装

资料来源：北方之星，中金公司研究

附表 4: 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)
超级AAA	3.78	-10	-14	-59	4.18	-10	-13	-34	4.50	-10	-9	-27
AAA	3.86	-19	-18	-62	4.40	-11	-15	-42	4.75	-13	-14	-30
AA+	4.03	-12	-24	-63	4.65	-9	-10	-37	5.00	-9	-14	-37
AA	4.13	-15	-35	-77	4.91	-9	-19	-39	5.50	-18	-21	-44

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)
超级AAA	60	-5	-9	-37	55	-7	0	-8	59	-3	0	-9
AAA	68	-14	-13	-40	77	-8	-2	-16	84	-6	-5	-12
AA+	85	-7	-19	-41	102	-6	3	-11	109	-2	-5	-19
AA	95	-10	-30	-55	128	-6	-6	-13	159	-11	-12	-26

资料来源：中金公司研究

附表 5: 活跃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)	发行年限	到期剩余额 (年)	票面 利率	收益率			回售	信用利差(bp)		隐含平均 违约率	隐含违约率 对应评级	股价变化	日成交量 (万元)		主体	债项
						上周	当前	周变化(bp)		当前	周变化				成交量	笔数		
122088	11综艺债	7	5	3.72	7.50%	6.81%	6.69%	-12		267	-12	1.53%	Ba3	0.49%	680	5	4-	
115002	国安债1	17	6	0.75	1.20%	4.27%	4.28%	-1		99	3	0.09%	A2	-6.43%	854	4-	4-	
126016	08宝钢债	100	6	1.52	0.80%	4.14%	3.91%	-23		28	-22	0.09%	A2	-4.44%	434	1	1	
122012	08保利债	43	5	0.58	7.00%	3.56%	3.47%	-9		20	-9	0.09%	A2	-5.60%	2504	3-	3+	
112014	09银基债	5.5	6Y3P	2.90	8.00%	6.42%	6.35%	-7		245	-6	1.15%	Ba1	-2.93%	842	5-	5	
126015	08康美债	9	6	1.40	0.80%	4.79%	4.49%	-31		88	-30	0.12%	Baa1	3.24%	601	4+	4+	
122005	08钒钛债	13	5	4.18	5.80%	2.01%	1.45%	-55		-183	-55	0.09%	A2	0.00%	3124	3	3+	
122011	08金发债	10	5	0.61	8.20%	3.93%	3.77%	-15		50	-15	0.09%	A2	-5.85%	898	4	4	
122013	08北辰债	17	5Y3P	0.59	8.20%	3.93%	3.68%	-25		41	-25	0.09%	A2	-4.57%	1983	4+	4+	
112006	08万科G2	29	5Y3P	0.73	7.00%	3.83%	3.78%	-5		50	-3	0.09%	A2	-5.99%	1939	3+	3+	
122021	09广汇债	10	7	3.70	6.95%	5.50%	5.64%	14		162	15	0.34%	Baa2	-0.63%	3277	4-	4	
122009	08新湖债	14	8Y3P6P	3.55	9.00%	6.25%	6.21%	-4	-87	221	-4	0.79%	Ba1	-4.38%	1721	4	4	
112015	09泛海债	32	5	1.92	7.20%	5.31%	5.32%	1		161	2	0.27%	Baa2	-5.49%	737	5+	4-	
122034	09中金债	12	5	1.87	7.10%	5.19%	4.91%	-29		121	-28	0.11%	A3	-6.45%	413	4-	3-	
126019	09长虹债	30	6	2.63	0.80%	4.92%	4.82%	-10		98	-9	0.05%	A1	-3.70%	954	4	4	
112012	09名流债	18	5Y3P	1.89	7.05%	5.80%	5.77%	-3		207	-2	0.59%	Baa3	-3.93%	949	5+	4-	
126011	08中石化债	300	6	1.19	0.80%	3.96%	3.76%	-20		39	1	0.06%	A1	0.71%	36231	NA	NA	
122060	10银鸽债	7.5	7Y5P	5.02	7.09%	6.70%	6.61%	-9	240	241	-9	1.44%	Ba3	-1.30%	704	5	5	
112048	11凯迪债	11.8	7Y5P	6.76	8.50%	7.27%	7.20%	-7	243	289	-6	2.18%	B1	4.75%	1049	4-	4-	
112053	11新筑债	5	5	4.81	8.50%	7.02%	6.93%	-9		287	-8	1.83%	B1	-3.32%	769	5+	5+	
112061	11超日债	10	5Y3P	4.23	8.98%	18.89%	16.61%	-228	1944	1253	-227	10.00%	Caa1	2.63%	8432	5-	5-	
122100	11华仪债	7	5Y3P	3.91	7.70%	6.76%	6.66%	-10	197	261	-9	1.50%	Ba3	-0.18%	416	5+	5+	
122033	09富力债	55	5Y3P	1.86	6.85%	4.78%	4.69%	-9		99	-8	0.06%	A1	NA	1733	4+	4+	
126018	08江铜债	68	8	3.78	1.00%	4.62%	4.61%	-1		58	0	0.09%	A2	-10.56%	4678	3+	3+	
112059	11联化债	6.3	7Y5P	6.19	7.30%	6.27%	6.22%	-5	179	188	-4	1.01%	Ba1	-0.68%	1584	4-	4-	
122065	11上港01	50	5Y3P	3.29	4.69%	4.42%	4.35%	-7	19	38	-7	0.07%	A1	-2.37%	6527	2+	2+	
122092	11大秦01	40	2	1.50	5.48%	3.89%	3.78%	-12		51	-11	0.43%	Baa3	4.67%	1532	2	2	
122134	11华仪债	3.2	7Y5P	6.32	8.00%	7.42%	7.33%	-9	297	297	-8	2.35%	B1	2.58%	734	5+	4-	
122100	11华仪债	7	5Y3P	4.19	7.70%	6.76%	6.66%	-10	192	261	-9	1.50%	Ba3	-0.18%	416	5+	5+	
122102	11广汇01	20	6Y3P	5.18	6.90%	5.92%	5.73%	-19	29	155	-19	0.55%	Baa3	-0.63%	4453	4-	4	
122115	11华仪01	20	5Y3P	4.33	6.00%	6.38%	6.21%	-17	268	214	-17	0.99%	Ba1	0.00%	1197	4+	4+	
122126	11鹿大02	22	5Y3P	4.50	8.50%	7.82%	7.30%	-51	255	322	-51	2.32%	B1	17.85%	5429	4-	4-	
122134	11华仪债	3.2	7Y5P	6.61	8.00%	7.42%	7.33%	-9	297	297	-8	2.35%	B1	2.58%	734	5+	4-	
122142	11鹿港债	4	5Y3P	4.65	7.75%	7.18%	7.05%	-13		294	-13	1.99%	B1	1.33%	488	5+	4-	
122149	12石化01	130	5	4.75	4.26%	4.67%	4.62%	-5		50	-4	0.06%	A1	0.71%	1400	NA	NA	
122150	12石化02	70	10	9.75	4.90%	4.96%	4.96%	0		42	0	0.13%	Baa1	0.71%	1734	NA	NA	

资料来源: 天相, Moody's, 中金公司研究

附表 6: 交易活跃的交易所城投债

代码	债券名称	日成交量 (万元)	年限(年)	到期剩余额 (年)	票面利率	收益率(%)			信用利差(bp)		债项评级	主体评级	主体评分	债项评分
						当前	周变化(bp)	回售收益率	当前	周变化				
111051	09怀化债	6692	10*/8	3.02	8.10%	5.60%	-12		197	-9	AA	AA-	5+	4-
122757	11丹东债	3130	7*/6.1	4.45	8.54%	6.27%	-15		241	-11	AA	AA	4-	4-
122921	10郴州债	3120	7Y5P	4.19	7.10%	5.34%	-14	3.74%	149	-12	AA+	AA	4-	4
122840	11临汾债	3087	8*/7.25	5.05	7.23%	6.09%	-18		218	-15	AA+	AA	4-	4
122918	10阜城投债	2617	6Y3P	4.24	6.18%	5.33%	-1	5.33%	148	3	AA+	AA-	5+	4-
111047	08长兴债	2236	7Y5P	2.97	8.13%	4.80%	-6	4.80%	117	-1	AA	AA-	5+	4-
122836	11盘锦债	1834	7*/6.4	3.52	7.42%	6.11%	-12		227	-9	AA	AA	4-	4-
122883	10楚雄债	1736	7*/6.3	3.96	6.08%	6.16%	-16		236	-13	AA	AA-	5	5
122936	09鹤城投债	977	7*/6.1	3.92	7.78%	5.27%	-7		157	-4	AA	AA-	5+	4-
122707	12泰兴债	901	6*/4.5	5.09	8.29%	5.87%	-11		199	-7	AA	AA-	5	5+

注: *附有提前偿还条款。

资料来源: 天相, 中金公司研究

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

评级标准：中金 1-5 级评分体系定义

等级符号	含义
1	债务人长期信用基本面非常健康，中长期内没有可预期的经济、业务、环境等不利因素能对企业优异的基本面造成损害，其长期债务的偿还能力极强。
2	债务人长期信用基本面很健康，虽然与评分为 1 的客户比，更容易受环境和经济周期变化的影响，其长期债务的偿还能力仍然很强。
3	债务人拥有基本良好的长期信用基本面，自身的经营现金流就可提供充足的财务保障和偿还能力，但持续而重大的经济萧条或者不利环境变化可能会弱化债务人对长期债务的偿还能力。
4	债务人当前的长期信贷基本面尚可接受，可以提供债权保障，但是企业可能面对一些在未来一两年内可能影响其长期信贷基本面的变化趋势，突然的经济萧条和重大变化会危及其对长期债务的偿还能力。
5	企业没有长期良好的信贷基本面，任何在其经营环境中出现的困难均可导致其长期信贷基本面发生恶化，长期违约风险较高。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼3层
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

