

内容摘要

汇丰7月中国PMI指数为49.4%，创下16个月来的最低，同时也是自2009年3月之后再度降至50%的重要关口以下，与官方PMI创17个月新低趋势一致，虽然后者还没有跌破50%，但趋势上都反映了中国制造业持续降温。央行在二季度中国货币政策执行报告中肯定了前期系列货币政策取得的调控效果，暗示货币信贷目标已经阶段性实现，未来不需要再进一步收紧。与一季度的乐观相比，对于未来经济形势的判断央行有所修正，并直接提出宏观调控面临两难。管理通胀预期仍是央行最大工作目标，因此两难局面下，我们倾向于认为央行期望在现有的货币投放目标内通过结构上的“有扶有控”来兼顾通胀与经济增长的双重目标。

7月的牛皮市中，机构谨慎情绪有所加强，但基金意外大规模增持债券。下周是7月宏观数据的公布时期，备受投资者关注的指标包括CPI和工业增加值，一个印证现实的通胀压力能有多大，另一个则验证经济增长到底下滑了多大幅度，但恐怕数据处于投资者预期当中。仍期待CPI向上突破之后债市能做出积极反应，但若投资者判断7月CPI是年内峰值的话，这一利空可能也难以刺激利率上行太多。目前投资者普遍希望借助某种刺激拉高债券收益率以此为未来波段操作腾出空间。站在现在的时点来看，这种刺激可能来源于两个方面：一是先政策而动的股票市场，二是外围经济体不断好于预期的复苏。虽然7月数据可能会给债市带来一定扰动，但无论上升或下降势头仍不是十分确定及稳定。现在既非配置也非交易的最佳时期，不过货币政策预期稳定，1-3年内的品种收益率将被央票利率锁定，投资者可作为过渡时期品种予以参与。

本周信用产品行情略微向多头倾斜，收益率曲线呈现平坦化走势。造成其原因主要有两点：其一是信用债券的供给量仍然偏少，其二是保监会于7月30日拟成中国保险监督管理委员会令2010年第9号——《保险资金运用管理暂行办法》(下称9号文)，该文件将保险机构投资无担保企业债的规模提升为其上季度公司总资产的20%，更重要的是文件取消了保险公司只能通过利率招标的形式参与一级市场的限制，该规定将在8月31日予以实施。第二点对下半年信用债行情可能存在决定性作用，建议投资者密切关注保监会对保险机构的内控审核进度。

在即将发行的产品方面，建议关注中低评级的城投债、较高等级的中票产品和较低等级的短融产品。10嘉建投债发行人土地资产大部分在外抵押，关注当地政府后续对其土地注入情况；10德州债发行人土地资产仅用一级开发成本入账，未来有较大的增长空间。

南京银行金融市场部

研究员: 黄艳红 张兰

张明凯 陈辰

电话: 025-84551113 84551116

025-84546002

地址: 南京市淮海路50号

扬子大厦7楼

基本面分析

汇丰 PMI 跌破 50%，中小企业面临更大困难

汇丰公布的 7 月份中国 PMI 数据为 49.4%，较 6 月份的 50.4% 继续走低 1 个百分点，创下 16 个月来的最低，同时也是自 2009 年 3 月之后再度降至 50% 的重要关口以下。它与官方 PMI 创 17 个月新低趋势一致，虽然后者还没有跌破 50%，但趋势上都反映了中国制造业持续降温。

从分项指数的表现来看，新订单指数降至 47.9% 的 2009 年 3 月以来最低点，产出指数也连续第二个月低于 50%。报告产量下降的受访厂商普遍把原因归结为新接业务减少。许多受访厂商表示，市场需求疲弱，影响了新订单量。此外，新出口订单指数在 7 月份也出现了下滑，这与今年一季度该项指数增速几近创下历史新高的情况形成了鲜明反差。报告称，新出口订单减少与全球贸易量减少有关，当月美国和欧洲市场的需求均较为疲软。

虽然官方 PMI 与汇丰 PMI 在中国制造业活动的趋势判断上一致，但本月两者在 50% 的重要关口出现分歧。对于这一点，05 年开始有数据以来，两者之间经常出现差异，我们在以往的报告中也提到过差异出现的原因。主要是因为 PMI 样本选取的不同：官方 PMI 的调查样本数目更多，大型企业和中型企业占比较大，国有或国有控股企业的占比也高得多。汇丰 PMI 统计的样本数目较少，但覆盖了更多沿海、民营和外资及中小企业。

由此可见，汇丰 7 月 PMI 数据低于官方 PMI 1.8 个百分点，至少说明了这样一个问题：中国民营企业和小企业增长速度的下滑或许已经超过了国营企业和大中型企业。这一点与今年 2 月份的情况也出现了明显反差——当时官方 PMI 数据报 52%，较 1 月份回落 3.8 个百分点，但是汇丰 PMI 在 55.8%，且环比降幅仅为 1.6 个百分点。特别值得注意的是，当时官方 PMI 中的新出口订单指数仅为 50.3%，环比下滑了 2.9 个百分点，但是汇丰 PMI 的该项指数却继续增长，且创下 5 年来的新高。因为民营企业和小企业对于经济环境变化的敏感度往往较国营企业和大中型企业更高，所以从两个数据的差异或许正是我国出口环境出现微观变化的先兆。总的来说，单月 PMI 跌破 50% 还不能作为经济又一次衰退的证据，05 年 11 月汇丰 PMI 也跌破过 50%，随后又回到 50% 上方。两个 PMI 值的回落走势都说明了 7 月份中国制造业生产增长出现了继续减速，而这主要是受到信贷收紧、房地产市场调控及淘汰高耗能行业产能等多项举措的共同影响，是政策主导下的经济减速。

货币政策执行报告解读：两难局面下，视宏观经济形势相机而动

央行 8 月 5 日公布了《2010 年央行二季度中国货币政策执行报告》，分析了央行对当前宏观经济形势的判断，并阐述了未来货币政策的取向。在中国经济增速下滑与通胀预期强烈的复杂背景下，货币政策会如何取舍是投资者关注的重点。与一季度货币政策执行报告相比，此次报告有以下几点值得我们关注：

图 1 国家统计局 PMI 与汇丰 PMI 走势图

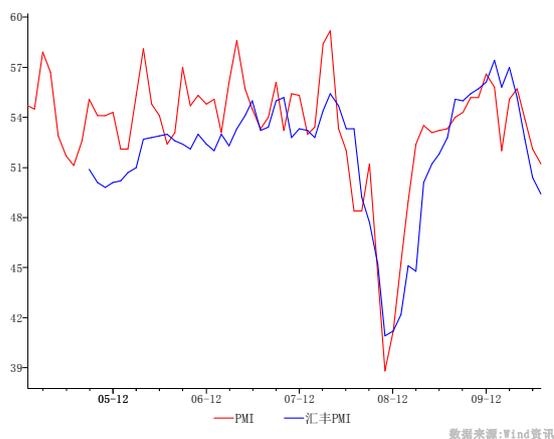


图 2 汇丰 PMI 分项指数

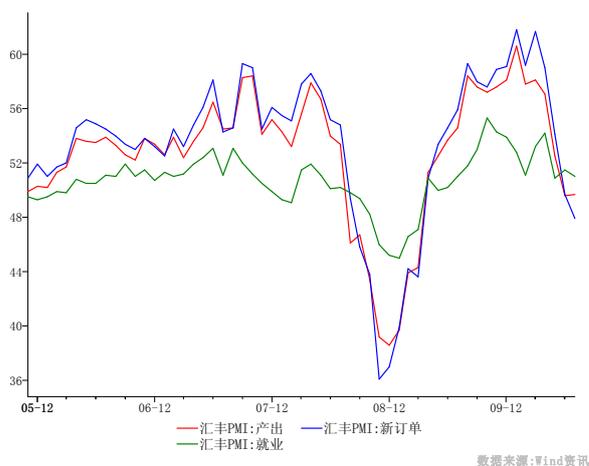
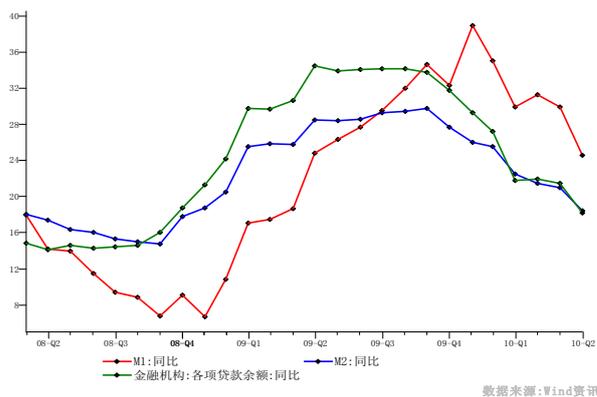


图3 M1、M2及金融机构贷款余额同比走势



首先，央行不再强调货币总量的高位水平及基数因素，转而肯定今年以来货币政策调控的效果，认为在各项货币政策措施的综合调控下，货币增长呈逐步放缓态势，符合调控预期，并提出这一货币增长走势有利于为经济平稳发展提供良好的货币金融环境。截止6月末，M2增速已回落至18.5%，接近年初提出的17%的货币增长目标。人民币贷款增速逐步回落，信贷投放节奏更趋平稳，央行认为这也是符合调控方向的。因此，央行的明确表述印证投资者的普遍预期，在货币信贷上央行调控的目标已经阶段性实现，未来在货币信贷上已经不需要再进一步收紧了。

其次，关于未来的经济形势，央行对外围形势的判断较一季度有所改善，主要基于IMF对全球经济增长预期向上调整。但就国内形势而言，央行一季度的乐观判断发生修正，只是认为目前国民经济运行中出现了“新情况新变化”，“我国经济总体向着宏观调控的预期方向发展，下一阶段国民经济在快速回升的基础上有望逐步趋向稳定和可持续增长。”

第三，央行直面宏观调控的两难，这在以往的货币政策报告中从未明确提及。与一季度货币政策报告相比，央行在谈到国内外环境时新增了“不稳定”加以描述，并直接提出“宏观调控面临两难局面”。因为一，外围环境仍不稳定；二，内需发展基础还不平衡；三，促进经济结构调整优化的任务艰巨。

在对未来物价的判断上，央行对于短期内的现实通胀担忧已经明显减弱，因为“全球经济缓慢的复苏、经济趋向稳定增长以及货币信贷增速回落都有利于稳定价格水平”。正如我们在上周周报中提到的，如果央行认为7月份会是年内CPI的峰值，短期内央行动用价格手段的可能性在下降。不过央行也提出由于全球货币条件依旧宽松，潜在的通胀压力依然存在，而国内劳动力成本的上升以及资源性商品价格改革的推进，还是会对通胀预期产生影响。

第四，没有看到信贷总量放松的明确信号，因为在货币信贷上央行仍然沿用了“适度增长”目标。但与一季度相比，央行新提出“促进货币信贷适度增长，既要满足经济发展的合理资金需求，又要为价格总水平的基本稳定创造良好的货币环境，切实管理好通胀预期。”这一新目标的提出，从某种程度上再次反映出央行决策的困难。因为管理通胀预期要求一个良好的货币环境，但面对经济增速的下滑，央行以往信贷调控的原则之一即是实现跨周期的逆风向调节，因此这次他们也提出要满足经济发展的合理资金需求，同时弱化了信贷投放的均衡目标。整体来看，我们倾向于解读为央行将在总体流动性适度管理框架下将根据经济形势的新变化灵活调整，换句话说，只要经济形势没有出现超预期的恶化，对于货币及信贷投放的适度管理仍是央行管理通胀预期的主要着力点。

同时，央行信贷支持经济结构调整的政策取向发生了变化。二季度货币政策报告首次提出“有扶有控”的信贷政策，取代了以往“有保有控”的提法。在信贷支持的重点上，突出对经济结

构调整重点环节的支持，例如西部大开发、节能减排、淘汰落后产能等，也体现出央行期望在现有的信贷投放目标下能够最大化的发挥信贷支持作用，对冲经济下滑风险。

第五，在连续刊登 5 篇央行副行长胡晓炼关于汇率体制改革的文章之后，央行在此次货币政策执行报告中再度就人民币汇率形成机制改革开辟专栏讨论，足见央行推进人民币汇率体制改革的决心。专栏中央行再次论述了推进人民币汇率形成机制改革符合我国根本利益，因为有利于抑制通货膨胀和资产泡沫，增强宏观调控的主动性和有效性，改善宏观调控能力，对我国进出口和就业的影响也是总体利大于弊，暗示汇率政策将在央行货币政策组合中占据越来越重要的地位。

第六，与其他宏观调控政策之间的协调配合在此次货币政策报告中被突出，体现在经济结构调整的政策合力中，货币政策作用主要体现为配合与补充。

总体来看，二季度货币政策报告确认了决策层对于经济增速下滑现实的了解，并明确货币政策未来不再收紧。虽然下半年加息可能性在下降，但通胀预期的管理仍是央行面临的^{最大难题}，央行更期望是在现有的货币投放目标内通过结构上的“有扶有控”来兼顾通胀与经济增长的双重目标。

现券投资策略

资金充裕，股债同寻突破方向

在7月数据公布前，债市总体维持盘整状态，但市场资金面已经回归充裕，截止上周末，质押式回购隔夜资金利率收于1.48%，7天资金利率收于1.69%。一级市场需求强劲，显示了资金配置压力。周三发行10年期国债100024，发行总量304.4亿元（含追加24.4亿元），加权利率3.28%，边际利率3.30%，首场认购倍数2.29倍。两期贴现债的认购也非常踊跃，国开行发行的6个月期贴金融债100221，最终招标利率2.1%，认购倍数1.64倍；9个月期贴金融债的参考收益率为1.8843%，2.33倍的认购。本周发行的还有两期浮息金融债，发行利差均低于预期5bp，国开行10年期定存浮息债的招标利差为45BP。认购倍数1.95倍，进出口行5年期定存浮息债的招标利差为25BP，认购倍数2.11倍，显示潜在的通胀压力下，部分机构加大了浮息债的配置以降低整体资产组合的风险。

股市周五走出长阳线，显然险资放松股票投资比例的利好影响战胜了银监会重申严格三套房贷的利空影响，同时不清不白的二季度货币政策执行报告也强化了部分投资者政策放松的期望。但银监会再次出手对三套房贷加以控制，基本面利多市场，而一级市场投资盘拿债的热情也被渲染至二级市场，债市在后半周展开了小幅反弹。从具体成交来看，市场标杆意义的3年期央票及10年期国债分别成交在2.65%和3.275%附近，较前一周下降了1-2BP和2-3BP。

基金7月份意外增持债券

中债登公布的最新统计数据 displays，截至2010年7月末，债券市场托管总量达19.5万亿，其中7月份单月债券托管量增加1822亿元，这一数字较6月的4334亿有大幅减少，减少原因在于债券供给净增量的下降。净供给量的下降主要来自于国债的大量到期和信用债发行的萎缩。其中，国债（含地方政府债）净发行量较上月大幅减少948亿元；短融的净发行量较上月减少612亿元；中票净发行量也比上月减少了160亿元。

虽然资金面紧张局面的缓解使得债市在7月的上半月出现了反弹，但随着资金利好边际作用的衰减和股市的持续走好，下半月市场就进入了牛皮市，机构谨慎情绪有所加强。7月各主力机构配债速度放缓的情况固然是受到了供给下降的被动影响，但也不能否认其中包含有主动调整资产配置的因素。7月商业银行增持债券的规模降至321亿元，较6月份萎缩了90%。保险机构7月份托管增量也由6月份的255亿元大幅下降至50亿元。相比之下，7月份基金明显加大了增持债券的力度，托管增量高达977亿元。而证券公司当月债券托管量下降了257亿元，是各类机构中减少金额最多的。

值得注意的是，城商行的投资表现成为亮点。在商业银行整体托管增量萎缩的背景下，城商行却创下306亿的单月增加额，与全国性商业银行减少了20亿的托管量显得颇为不同。分券种来

图4 回购加权利率1天与7天走势图



图5 7月各主力机构托管量变化

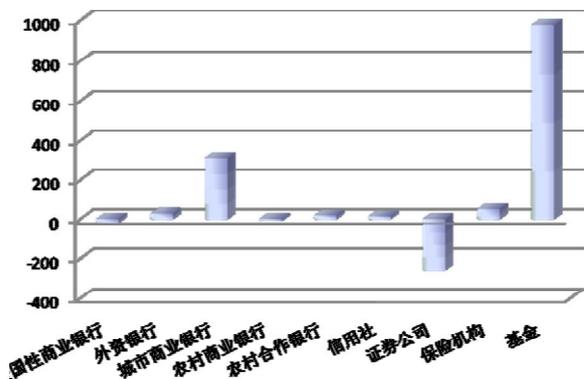
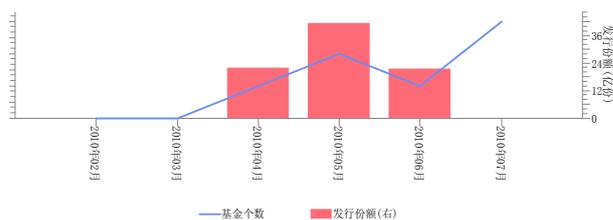


图 6 2010 年单月债券型基金发行



看，城商行当月增持的主要债券品种是企业债和央票，两者占城商行当月托管增量的 89%。从交易员反馈的信息来看，一些城商行近期确实加大了对三年期央票的增持力度。

另一增持的主力来自基金公司，7 月单月基金公司债券托管量增加 977 亿元，超过当月托管新增总量的一半。7 月份 A 股市场走出一波反弹行情，使得我们有理由相信基金公司会将资产配置由债券市场向股票市场倾斜。但托管量的意外增加却说明基金公司并没有大规模减仓债券的行为发生。我们认为产生这一现象的原因有三个方面：第一，尽管股市上涨，但基金公司对未来股市走势的判断整体比较保守，信心不足，所以债券仓位仍然比较重。第二，7 月当月债券型基金发行规模比较大，虽然现在还没有统计出债券基金的新发总量，但从发行支数来说是创下来年内新高。债券型基金发行的第二高位是在今年 5 月份，而当月基金的托管增量达到了 1130 亿元。第三，除 7 月份新发债券型基金较多外，可能大量债券在于社保基金的增持。因为中债登公布的基金债券托管量在 1.1 万亿左右，远大于公募基金的债券资产规模。如社保等类型的基金也被计算在内。它们的投资行为也会体现在基金托管量的变化中。

从基金 7 月主要券种认购看，政策性金融债、短融和央票是增持的主要品种。与基金增持债券相反，券商成为 7 月债券的减持大户，单月减持量创下 17 个月以来的最高水平，仅次于 2009 年 1 月份超过 300 亿的减持规模。看来，不同的交易型机构对于股市反弹的解读以及对债券市场的影响还是存在分歧。

另外，保险公司单月债券托管量也萎缩。数据显示，5 月份开始，保险公司单月债券托管量净增加幅度就呈下滑态势。6 月份保险机构债券托管量净增加比 5 月份下降了 340 亿，7 月份又比 6 月份少增 200 亿。不过，保险机构后续增持债券的动力仍然存在。有消息表示，保监会已就调整保险资金在债券、股票和基础设施上的投资政策召开多次会议，会议内容包括上调股票、基金、基础设施债权计划投资占比；对投资有担保债券总额不再限制；无担保债券投资比例不变，但增加在港发行的债券品种；扩大基础设施债权计划设立主体范围，降低保险公司投资债权计划门槛等。相信出台后的《保险资金运用管理暂行办法》、《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》、《关于调整保险资金投资比例的通知》将进一步扩大险资对相关债券投资品的需求。

再从资金面、热钱流向谈未来货币政策对债市的影响

尽管资金利率回落，但市场上回购交易量没有随利率的下降大幅度萎缩，其中国有银行仍从市场融入一定规模资金，无论其是否真的需要融入资金，至少做法上是一种关于流动性管理防患于未然的表现。2000 年以来中国银行间市场资金面的波动，原因主要可以归为以下几点：一是法定存款准备金率的调整；二是 IPO 冲击；三是信贷投放对银行间市场资金的分流；四是债券供给大规模增加；五是人民币升值放缓导致的热钱流入放缓。从对资金体系的影响来

看，前四者导致的是体系内资金结构的分布不平衡，并不完全意味着资金宽松程度发生改变，对于资金面的影响也具有短期性特征，而升值预期变化所引致的资金面波动则是对基础货币总量产生影响，其影响力更大也更加持久。

短期内，金融机构超储率的回升以及央行在公开市场中性的操作，资金面面临的风险不大，但在目前全球经济复苏步调不统一、政策选择不一致的背景下，国际资本的大规模流动对国内资金面造成的潜在风险依然存在。因为首先，国内包括股票及房地产市场的趋势很不明朗，加上人民币双向波动的特性，中国市场对于国际热钱的吸引力较以前是大大下降。其次，中国以外的部分新兴经济体复苏较快，并开始加息以缓解经济过热、通胀及资产泡沫压力，该部分地区资本的流入速度有望加快。第三，尽管美国数据时好时坏，但目前温和复苏的势头依然没有改变。烂苹果效应下，国际资本流入美国的势头在今年仍较为明显。因此，未来热钱流出的风险依然存在。央行在二季度货币政策报告中也提出，“不排除下半年国际资金集中流出的可能性”。

但央行的公开市场操作日渐灵活和更具前瞻性。2008年下半年以后，公开市场熨平资金波动的特征越来越明显，在市场资金紧张时央行往往通过净投放以对冲流动性的大幅波动。从央行本次坚决推进人民币汇率形成机制的改革也能看出，热钱流入速度放缓可以减少央行被动投放的基础货币，减轻在公开市场回笼资金的压力，提高货币政策的有效性。因此尽管热钱波动有可能威胁未来资金面的波动，但从央行公开市场操作的层面看，却是利好债券市场的，因为以对冲被动投放货币量的央票发行量会有所下降。

下周是7月宏观数据的公布时期，备受投资者关注的指标包括CPI和工业增加值，一个印证现实的通胀压力能有多大，另一个则验证经济增长到底下滑了多大幅度。但恐怕数据处于投资者预期当中。仍期待CPI向上突破之后债市能做出积极反应，但投资者若判断7月CPI是年内峰值的话，这一利空可能也难以刺激利率上行太多。因为从最宏观的层面上说，中国经济增速的回落与债券利率的下行必然会保持一致。目前投资者普遍希望借助某种刺激拉高债券收益率以此为未来波段操作腾出空间。站在现在的时点来看，这种刺激可能来源于两个方面：一是股票市场，善于先政策而动的股票市场对政策的把握可能强于债券市场，而当现实数据对投资者乐观情绪进行纠正时则为债市的反弹创造出时机；另一个则是外围经济体不断好于预期的复苏势头与国内现实不甚乐观数据之间的矛盾带来市场的波动起伏。

虽然7月数据可能会给债市带来一定扰动，但无论上升或下降势头仍不是十分确定及稳定。现在即非配置也非交易的最佳时期，但货币政策预期较为稳定，1-3年内的品种收益率会被央票利率锁定，投资者可作为过渡品种予以参与。

信用产品

市场总论及影响因素分析

本周信用产品行情略微向多头倾斜，收益率曲线呈现平坦化走势。造成其原因主要有两点：其一是信用债券的供给量仍然偏少，其二是保监会于7月30日拟成中国保险监督管理委员会令2010年第9号——《保险资金运用管理暂行办法》(下称9号文)，该文件将保险机构投资无担保企业债的规模提升为其上季度公司总资产的20%，更重要的是文件取消了保险公司只能通过利率招标的形式参与一级市场的限制，该规定将在8月31日予以实施。

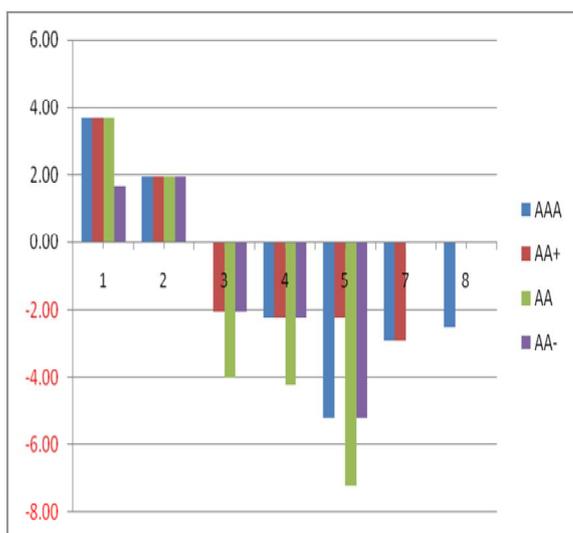
对于第一点因素我们认为目前还很难判断整个8月份信用债券供给，不过从发行公告来看，本周发行信用债总量仅为123亿元，下周将发行的信用债总量也仅为90亿元。在没有大型企业债券集中发行上市的情况下，整个8月份的信用债券供给将不会比7月份有多少提升。信用债券供给偏少的局面可能要等到9月份才会出现明显转变。

对于第二点因素我们认为其重要性要远远高于前者，甚至可能会对下半年的信用债行情走势构成决定性影响。去年下半年保监会放宽了保险机构投资无担保企业债的限制，不过保险机构仍然只能通过利率招标的方式参与一级市场，这与中票发行采用的备案分销制存在冲突，使得险资到目前为止只能参与无担保企业债品种而无法在参与中票这一国内最大的无担保信用债券。再加上保险机构很少通过交易方式从二级市场买进产品，这大大限制了险资进入无担保信用债市场的积极性。也使得去年投资者一直等待的险资对中票的刚性需求迟迟没有到来。不过取消利率招标，彻底放宽了对险资的限制，未来的情况将出现改变。

虽然在经历了上半年的行情之后，收益率曲线明显平坦化，中长期产品的投资价值已经比年初时相对低了不少。但与其他品种相比，中票的吸引力仍然较大：首先中票发行规模要远远大于企业债，并且其连续性有所保证，有利于险资的投资管理，能够在实质上解决今年以来险资资金的运用压力；其次，与银行间市场产品相比，中期票据的绝对收益水平较为客观，像5年期超AAA产品就已经与10年期金融债类似，相对更容易吸引像财险这类对久期要求较为严格的机构；再次，中期票据的发行人经营行业更加分散化，有利于险资投资范围分散化，降低其组合风险；最后，与股票等波动性较大投资品相比，中票的收益/风险更加适合保险机构立足于长远，追求本金安全的投资目标。所以我们认为中票对于险资的吸引力仍然是巨大的。

我们在半年报中曾经分析到，目前市场对投资者的分割会令下半年信用债的供给出现局部的不均衡，即中票产品的供大于需，企业债市场的供小于需。但9号文之后，随着险资对中票产品的介入，这种局部不均衡的情况可能被打破。如果说上半年是银行对信用产品的刚性需求为整个行情定下了稳定基调的话，那下半年险资的需求有可能接过这一“棒”，按照今年上半年保险公司资

图7 上周各期限信用产品收益率曲线变动情况(BP)



产总额 4.52 万亿的总规模，无担保债券的最大投资额可以达到 9000 亿元左右。

不过总体来看以上是一个相对乐观的判断，投资这还需关注未来保监会对保险机构内部信用风控资质的审批速度，险资对低等级债券的介入程度，股票等其他相关投资品的价值走势等。

表 1 近期发行信用产品主要信息

	债券名称	发行起始日期	发行数量(亿元)	债券期限(年)	是否跨市场	票面利率(%)	债券评级	主承销商	担保
已发行	10 浦路桥 MTN1	2010-8-6	7.00	3.00	否	待定	AA/AA/中诚信	浦发银行	
	10 中牧 CP01	2010-8-6	4.00	1.00	否	待定	AA/A-1/大公	北京银行	
	10 浙能源 CP02	2010-8-6	15.00	0.74	否	待定	AAA/A-1/中诚信	光大银行	
	10 中铝业 MTN2	2010-8-6	10.00	5.00	否	3.87	AAA/AAA/中诚信	工商银行 招商银行	
	10 稀土 CP01	2010-8-6	4.00	1.00	否	待定	AA-/A-1/联合	兴业银行	
	10 华润 CP01	2010-8-5	25.00	1.00	否	2.86	AAA/A-1/联合	工商银行 农业银行	
	10 新国资 CP01	2010-8-5	6.00	1.00	否	待定	AA+/A-1/大公	浦发银行	
	10 嘉建投债	2010-8-4	8.00	5+3	否	5.70	AA-/AA+/联合	华林证券	嘉兴市高等公路投资有限公司提供第三方担保
	10 渝交通债	2010-8-4	10.00	5+2	是	5.18	AA+/AA+/新世纪	招商证券	
	10 洪市政债	2010-8-3	7.00	5+2	否	5.00	AA/AA+/鹏元	平安证券	发行人自有股权担保
	10 嵊州债	2010-8-2	12.00	5+2	否	5.90	AA-/AA/新世纪	华林证券	绍兴县中国轻纺城市场开发经营有限公司提供第三方担保
	10 平湖债	2010-8-2	15.00	5+2	否	5.90	AA-/AA/新世纪	华林证券	嘉善县国有资产投资有限公司提供第三方担保
将发行	10 中粮 CP02	2010-8-10	40.00	1.00	否	待定	AAA/A-1/联合	中国银行 农业银行	
	10 超声 CP01	2010-8-10	3.00	1.00	否	待定	AA-/A-1/新世纪	光大银行	
	10 德州城投债	2010-8-9	7.00	5+2	是	5.71	AA/AA/联合	海通证券	
	10 华能 CP03	2010-8-9	40.00	1.00	否	待定	AAA/A-1/联合	工商银行	

本周发行信用产品共计 123 亿元，其中短融 54 亿元，中票 17 亿元，企业债 52 亿元。如果按照这一发行速度，本月的供给总量将不会超过 500 亿元。下周已公布的产品发行量也仅为 90 亿元，

如果没有大型企业连续出来融资的话，整体发行量将很难有所改变。在具体产品方面建议关注中低评级的城投债、较高等级的中票产品和较低等级的短融产品。

个券点评

10 嘉建投债

表 2 10 嘉建投债主要财务信息

项目	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金 (亿元)	7.05	2.46	2.75
流动资产 (亿元)	47.08	38.46	11.72
短期债务 (亿元)	7.77	4.40	2.85
总资产 (亿元)	70.11	59.20	30.14
总负债 (亿元)	33.51	23.97	20.82
经营活动现金流 (亿元)	-1.54	0.56	1.63
投资活动现金流 (亿元)	-1.36	-0.95	-1.39
筹资活动现金流 (亿元)	7.48	0.10	-1.86
主营业务收入 (亿元)	0.96	0.84	0.62
主营业务利润 (亿元)	-0.19	0.02	0.02
EBITDA (亿元)	1.4242	1.5747	0.7631
净利润 (亿元)	1.08	1.40	0.57
主营业务利润率	-19.88%	2.91%	2.97%
流动比率	220.02%	229.35%	62.63%
速动比率	100.20%	64.55%	50.37%
现金收入比	-160.50%	66.79%	263.34%
资产负债率%	47.79	40.50	69.06
应收账款周转率%	1.90	5.53	0.00
存货周转率%	0.03	0.04	0.00
总债务/总资本	46.31	37.00	66.54
EBIT/利息费用	7.16	14.52	9.20
EBITDA/总负债	0.04	0.07	0.04

1、经营模式解析

发行人经营模式: 从事嘉兴港区城市基础设施建设，主要负责嘉兴港区市政基础设施投资、开发建设及经营管理。待项目建成后，嘉兴市政府将根据建设成本对项目进行回购。发行人的主营业务还有嘉兴港口建设及嘉兴港区范围内的供水及污水处理。此外，发行人还从事嘉兴港区化工新材料园区开发建设、供气及热网建设等。

2、三大报表及盈利解析

本级财政占比: 嘉兴市 2008 年全市实现国民生产总值 1,815.3 亿元，按可比价格计算比上年增长 10.7%；全市财政总收入为 252.13 亿元，比上年增长 20.4%，其中一般预算收入为 126.87 亿元，比上年增长 20.6%。2009 年全市实现国民生产总值 1,917.96 亿元，按可比价格计算增长 9.3%；全市财政总收入为 279.35 亿元，比上年增长 10.8%，其中一般预算收入为 141.7 亿元，比上年增长 11.7%。募集说明书没有港区的财政收入情况。

主营收入构成: 2009 年度，污水处理收入 1010.47 万元，自来水销售收入 1626.02 万元，安置房销售 6867.69 万元，入网费收入 68.93 万元，合计 9573.13 万元。

补贴收入形式与占比: 财政补贴，07 年、08 年、09 年获得的财政补贴收入分别为 0.58 亿、1.4 亿 和 1.28 亿。

营利性资产占比: 土地、水务、在建工程等盈利资产在总资产中的比重为 40%

3、利息及债务结构解析

利息负担: 07、08、09 年的利息支出分别为 763.26、1077.75、1830.30 万元。

债务结构 (期限、规模): 截至 2009 年末，短期借款及一年内到期长期借款的余额为 8.66 亿，长期借款规模为 11.928 亿。

后续可提供的融资支持: 截至 2009 年 12 月 31 日，公司获得银行授信额度共计 20 亿元。

4、担保及土地资产解析

主要土地资产规模、位置、合理性分析: 根据嘉兴市政府国有资产监督管理委员会嘉国资资产[2008]203 号文件，嘉兴市国资委于 2008 年 7 月将位于乍浦港区内的 1268.42 亩土地投入本公司，由本公司开发，土地按评估价值列入本公司资本公积。该地块已经嘉兴市新联土地评估有限公司于 2008 年 6 月 10 日进行估价，并出具嘉新地估(2008)字第 9 号《土地估价报告》，评估总地价为 1,314,625,789.00 元。根

据嘉兴市政府国有资产监督管理委员会嘉国资资产[2008]214号文件，嘉兴市国资委于2008年12月将位于乍浦港区内的922.58亩土地投入本公司，由本公司开发，土地按评估价值列入本公司资本公积。该地块已经嘉兴市新联土地评估有限公司于2008年10月15日进行估价，并出具嘉新地估(2008)字第13号《土地估价报告》，评估总地价为998,649,338.00元。折算为每平方米地价为1500元左右，按照嘉兴地区的经济与收入水平，估价处于合理水平。

剩余“土地资产”规模：已用于抵押的土地资产规模约8亿，剩余土地资产规模约15亿。

公司对外担保余额：截止2009年12月31日嘉兴市港区城市建设投资有限公司以土地使用权为嘉兴兴港热网有限公司提供抵押担保，嘉兴兴港热网有限公司向中国农业银行取得借款600万元，向中国建设银行取得借款1800万元。

5、在建项目解析

在建项目性质：在建工程中由公司所建造的道路、公园等资产均属于托管资产，根据嘉兴市乍浦港区管理委员会嘉港区[2002]310号文件，工程完工后由嘉兴市乍浦港区开发建设管理委员会回购，因此该部分资产完工后转入其他长期资产核算。

在建项目经营性评价：在建工程的公益性较强，盈利能力不足。

6、其他相关信息

当地经济结构：浙江乍浦经济开发区充分发挥得天独厚的优势条件，以化工新材料、金属制品、港口仓储物流等临港产业为主导。

建议关注：土地抵押及后续注入情况；财政对发行人补贴的持续性；今明两年的土地出让情况。

表3 10 德州城投债主要财务信息

项目	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	16.89	4.60	0.34
流动资产(亿元)	68.14	36.08	7.36
短期债务(亿元)	0.02	0.10	0.60
总资产(亿元)	87.45	42.83	13.01
总负债(亿元)	39.72	7.98	3.49
经营活动现金流(亿元)	-5.94	1.98	-0.72
投资活动现金流(亿元)	-9.23	-1.33	0.00
筹资活动现金流(亿元)	27.46	3.62	0.18
主营业务收入(亿元)	9.78	8.60	9.87
主营业务利润(亿元)	2.76	0.76	0.59
EBITDA(亿元)	2.9505	2.3395	0.8136
净利润(亿元)	2.06	2.06	0.58
主营业务利润率	28.23%	8.80%	5.96%
流动比率	1078.33%	1331.22%	294.63%
速动比率	537.58%	472.42%	294.38%
现金收入比	-60.80%	22.98%	-7.29%
资产负债率%	45.43	18.64	26.83
应收账款周转率%	5.48	3.77	0.00
存货周转率%	0.23	0.65	0.00
总债务/总资本	44.83	18.36	25.91
EBIT/利息费用	0.00	21.45	11.67
EBITDA/总负债	0.07	0.29	0.23

10 德州债

1、经营模式解析

发行人虽然内部注入了水务资产，但是规模较小，并且基本不具盈利性，发行人仍采用土地运营为传统的城投公司经营模式。不过发行人土地出让收入并不计入补贴收入中而直接计入主营业务收入，补贴收入系政府其他方面支持。募集说明书中称截至到08年当地政府对发行人注入土地达6400多亩，总价值为23.27亿元，平均每亩估价36万元，基本是以一级开发成本入账(入存货)，未来存在较大的增长空间。09年存货价值增加了11亿元，系新土地注入，但单位每亩土地估价数据没有明确。发行人是当地财政局出资企业，建设项目采用BT代建模式。

2、德州经济及产业结构

德州全口径106亿元，同比增长10.3%，其中税收收入41.88亿元，同比增长率15%。德州主要为内向型经济结构，产业方面以机械制造、化工、农产品制造为主，结构较为粗放，当地居民收入在

全国居于中等，在山东较为落后。

3、利息及债务结构解析

利息负担：按照 5.7% 的总体年利率估计，贷款每年承担利息偿付额为 1.9 亿元，本期债券利息约为 4000 万元，则每年发行人承担的利息为 2.3 亿元左右。

债务结构：短期借款 200 万元，长期借款 33.34 亿元，近两年债务偿还压力较小。

后续可提供的融资支持：尚余 17 亿元银行授信未使用。

4、在建项目

本次债务募集资金将投向城中村改造、城市供热系统改造、德州学院和体育中心扩建项目。

建议投资者关注未来发行人土地资产的增值与处理情况，在建项目中德州学院的建设可能与管理层对融资平台职能与管理方面的规定不符，可以适当关注。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为南京银行金融市场部研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。