

## 内容摘要

9月货币政策两难局面没有改变，央行最好的选择可能也只能是“无为而治”。从央行二季度货币政策执行报告来看，央行更期望在现有的货币投放目标内通过结构的调整来兼顾通胀与经济下滑的风险。流动性管理上更加灵活，9月公开市场操作可能进行一定资金投放或仅完成到期的对冲。

9月利率产品走势影响因素繁多，包括我国CPI走势、IRS大幅回落、资金面变化和美国经济复苏状况、美国国债强劲走势等都会对我国利率产品形成重要的影响。基于上述分析我们认为9月CPI对债市的影响心理面预期大于实际利空，我们预计9月CPI在3.2%附近，国内9月资金面将维持紧平衡状态，这对债市的支撑力度有所减弱，而且9月的新债供给也存在一定的压力。国际环境来看，美国经济复苏暂时难有大的起色，出口、库存对于GDP的拉动作用在下滑，就业数据依然较为悲观，但政府支出、私人投资和消费对于GDP的贡献率都有所提升，我们相信在美联储持续的低利率政策和可能实施的量化宽松政策，美国经济不会出现二次探底或通缩，阶段性数据低迷之后仍将维持温和增长。而近期美国国债收益率大幅下挫已经到了历史低位，继续下降空间有限，预计维持低位盘整的可能较大，通过IRS市场的预期传导对国内债券市场也构成一定利多支撑。但这一利好对债市的影响在8月CPI落地之前都很难发挥作用，市场等待观望气氛较浓。总体来看9月债市利多力量看来还相对薄弱，对于配置盘而言绝对收益率依然在历史平均水平之下，新债的配置依然包含着较多的无奈的选择，建议关注资金面紧张之时20年国债发行。交易盘需要密切关注信息面变化，若PMI跌破50、CPI低于明显低于市场预期或者出口数据出现回落转折点则可选择流动性较佳的品种参与反弹行情，但要注意风险把控。

8月份信用产品行情略显平淡，一方面利空未有利空显现，另一方面较低的收益率水平令做多资金犹豫不决。我们的建议是因为一年期央票利率被长期锚定，短期利率的下降空间被基本堵死，如此中长期债券的继续做多空间也将有限。随着收益率曲线趋势越来越平坦化，短债的相对价值不断提升。在这样一个环境下，投资者应该相对弱化对市场行情的关注，而将关注重点放在对低等级债券信用风险的筛选上，即用低等级债的信用溢价来补偿长期债券的收益率损失。至于即将大面积供给的城投债，市场可能会从前期的“抢券”状态逐渐向“挑券”状态过渡，收益率水平有上行的可能，最起码也很难出现大幅度的下行走势。建议投资者以观望为主，从信用风险与长期投资的角度出发谨慎参与个券。

在对低等级短融排查之后，除了海龙CP与冠福CP之外其他基本均没有明显的偿债风险，对于宏图CP、兴森CP、超导CP、恒逸CP的发行人还可以进行其他长期债务的参与。

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

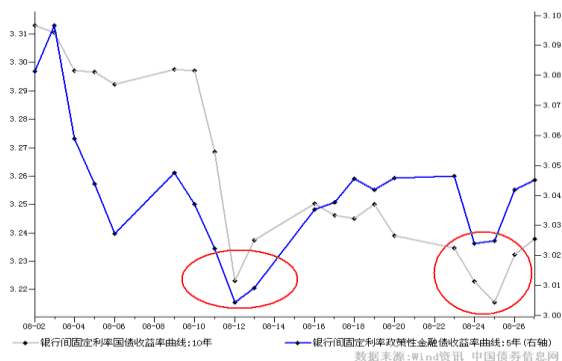
## 债券行情回顾

### 8月利率产品走势回顾

8月上半月利率市场在对基本面走弱的预期下走出一轮利率下探行情，10年期国债一度接近前期低点，达到3.22%。但随着基本面数据公布，CPI创年内新高打压市场热情，通胀担忧升温，利率反弹，10年期国债回到3.25%的水平。下半月在异常平静的基本面与政策面下，债券市场交投清淡，不过受到美国国债大幅创新低的影响，利率小幅缓慢下行，但这也只是“昙花一现”的行情，10年期国债下探至前期低点3.22%便出现反弹。

截至8月27日，中债收益率曲线上1、3、5、7、10、30年国债品种收益率分别在1.90%、2.33%、2.62%、2.86%、3.24%、3.96%，较上月末分别下降了3bp、-1bp、4bp、4bp、6bp和3bp。金融债的走势与国债较为相似，截至8月27日，中债收益率曲线上1、3、5、7、10年金融债品种分别收于2.27%、2.74%、3.05%、3.28%、3.56%，与上月末相比分别下降了0.71bp、-0.5bp、3bp、4bp和2bp。

图1：银行间利率产品收益率曲线

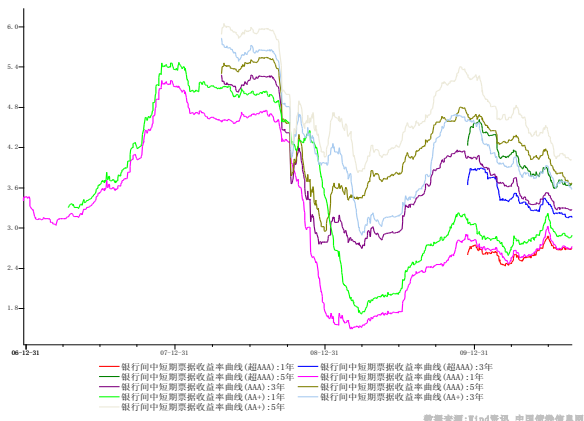


### 8月份信用产品回顾

8月份信用产品供给量为1545亿元，较7月份增加了800.5亿元，其中短融发行了702亿元，中票发行了281.4亿元，企业债发行了305.3亿元，可转债发行了256.3亿元。供给量的充裕并没有利空市场行情，曲线结构继续延续前期平坦化走势，但是其幅度已经大幅收窄。

具体收益率方面，银行间中短期到期超AAA等级收益率曲线6M、1Y、3Y、5Y估值水平分别在2.51%、2.70%、3.15%、3.65%，比6月月末下行了-3BP、-3BP、7BP、5BP；AAA等级收益率曲线6M、1Y、3Y、5Y估值水平分别在2.57%、2.72%、3.26%、3.67%，比6月月末下行了-2BP、-3BP、3BP、15BP；AA+等级收益率曲线6M、1Y、3Y、5Y估值水平分别在2.76%、2.89%、3.57%、4.03%，比6月月末下行了-5BP、-1BP、13BP、8BP；AA等级收益率曲线6M、1Y、3Y、5Y估值水平分别在2.84%、3.06%、3.84%、4.33%，比6月月末下行了-1BP、4BP、5BP、8BP；AA-等级收益率曲线6M、1Y估值水平分别在3.0%和3.28%，比6月月末上行3BP和3BP；银行间无担保AA等级企业债收益率曲线3Y、5Y、7Y估值水平分别在4.25%、4.91%、5.27%，比6月月末下行了0BP、11BP、16BP，银行间无担保AA-等级企业债收益率曲线3Y、5Y、7Y估值水平分别在4.78%、5.38%、5.8%，比6月月末下行了1BP、12BP和22BP。

图2：银行间各等级产品收益率曲线



## 基本面分析

图 3: 中美 CPI 走势对比

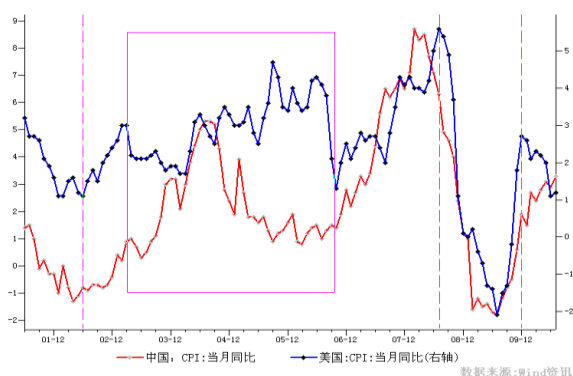


图 4: 8 月食用农产品价格环比与 CPI 食品环比走势预测

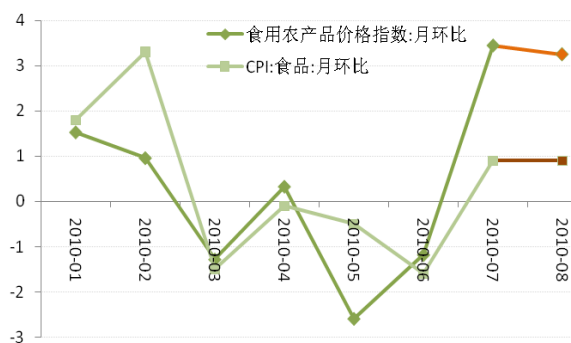
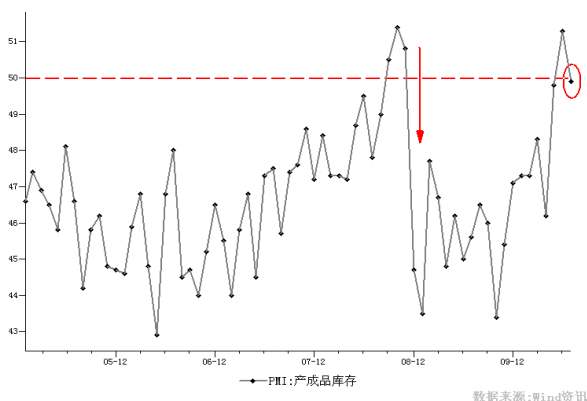


图 5: PMI 产成品库存走势



### 货币政策“无为而治”

货币政策两难局面没有改变，央行最好的选择可能也只能是“无为而治”。从央行二季度货币政策执行报告来看，央行更期望在现有的货币投放目标内通过结构的调整来兼顾通胀与经济下滑的风险。

首先，在通胀形势上，新加入了国际农产品价格上涨和美国陷入通缩因素，形势更加复杂。一方面，国内农产品价格尚处于上升通道中，而国际小麦等农产品价格由于供需缺口的出现而价格飞涨，加剧了国内农产品未来走势的不确定性。另一方面，美国受制于复苏进程的停滞，CPI 从今年 4 月起掉头向下，剔除能源与食品后的核心 CPI 连续 4 个月处于 1% 的低位，接近 1958 年以来的历史最低水平。从中国与美国 CPI 的对比来看，自 2001 年我国加入 WTO 以后，除了 03-05 年期间我国由于国内粮食短缺导致 CPI 呈现大幅先升后降与美国同期 CPI 走势有较大不同之外，其余时间段在趋势上基本接近，而这一轮两国 CPI 走势的分歧从去年 12 月份开始。美国 CPI 源于能源 CPI 不断走低而持续回落，而中国 CPI 的持续上升则源于食品 CPI 的不断走高。在上周周报中我们已经分析过，国内粮食没有出现供需层面的失衡，未来出现这种状况的可能性也不大，因此很难再发生 03-04 年食品 CPI 独立上涨的行情。基于这一前提，我们认为在经济回落中，我国通胀形势将得到缓解，我国 CPI 有望回归于美国 CPI 相同的趋势。

截止 8 月 22 日，商务部监测的农产品价格 8 月前三周累计环比上升 2.53%，保守估计，若最后一周环比涨幅保持 8 月第三周 0.74% 的环比涨幅，则 8 月商务部监测食用农产品价格累计环比上升 3.27%，低于 7 月份商务部监测食用农产品价格 3.54% 的涨幅。根据商务部农产品价格对于食品 CPI 的预测关系，8 月食品 CPI 环比涨幅可能落于 0.6%-0.9% 区间，高于 7 月份 CPI 食品环比 0.9% 的可能性不大。由于 8 月份翘尾因素较 7 月大幅回落 0.5 个百分点，可以推算 8 月 CPI 同比将较 7 月出现回落。因此，我们维持年内 CPI 峰值已经锁定在 7 月份的观点，后期 CPI 有望回落，但幅度未必会很大。因为考虑到我国政府对于农民利益的保护，即使对农产品价格进行调控，也不会出现粮价大幅回落的行情（近年来粮价一致是保持着微幅上涨的局面）。未来新涨价因素可能回归季节性波动，其中 8-9 月份环比保持上升，10 月份回落，而 11-12 月份环比上升，而 CPI 同比有望保持震荡小幅走低的可能。

其次，热钱持续流出，警示中国资产泡沫风险，而中国经济下滑幅度仍待评估，技术层面要求货币政策“无为而治”。先行指标表征我国经济驶入加速下滑阶段。从数据表现上来看，从今年 3 月份开始，我国经济热度已经开始下降，而真正数据开始加速下滑仅从 7 月份开始表现。企业去库存化的行为仅持续了 1 个月，从历史经验来判断，企业去库存化至少会持续 3 个月（图??）。虽然目前国家加快了西部大开发及保障房建设的步伐，并在未来

有可能对冲部分宏观调控带来的影响，但这类措施显然不能百分百对冲掉风险，只能是减缓经济增速回落的幅度，实现我国经济增长的“软着陆”。但7月份的数据显示，对冲措施效果还没有明显看到。国务院副总理李克强在8月两次提出要坚决抑制房地产投机炒作行为，巩固调控成果，可见宏观调控在政策取向上没有发生改变。未来经济“硬着落”的风险仍然存在，从这个层面看，央行或是在“时刻准备着”。

但四处膨胀的农产品价格已经昭示泛滥的流动性所蕴含的风险，央行政策空间已经非常狭小。央行8月25日发布数据显示，7月新增外汇占款1710亿元人民币，环比增长46%，结束了前两个月的持续下降。但结合7月FDI和贸易顺差数据看，二季度以来资本流出的态势还在延续。从以往来看，热钱的波动除了与人民币升值预期有关，与房地产等价格的走势也存在一定关联。在人民币6月重启汇改之后热钱连续三个月保持流出，体现出国内资产价格吸引力在下降，也即警示了资产价格所蕴含的泡沫风险。在连续多年向市场投放大量货币之后，截至8月27日，今年仍实现净投放资金超过6500亿(表1)。有限空间下，央行只能选择“无为而治”。

表1 2005年以来央行向市场投放的头寸表

单位：亿元	截止2010年8月27日	2009年	2008年	2007年	2006年	2005年
公开市场操作净投放	1500	1990	-8794	-9128	-7711	-13380
外汇占款	截止7月为14538	25530	34456	30808	22221	16200
法定存款准备金	-9500		-7000	-17000		
总计：向市场投放的头寸	6538	27520	18662	4680	14510	2820

再次，无论是应对经济的过快增长还是快速下滑，在若干操作工具中，央行首选是在公开市场灵活操作，其次是数量工具，包括存款准备金率、信贷窗口指导等，最后才是动用价格工具——基准利率调整。在2006-2007年度中国经济过热时期，央行首先是在公开市场加大资金回笼力度，并引导央票发行利率上行，随后从2006年7月开始提高存款准备金率，并从2007年3月我国进入加息周期。在政策工具运用顺序上，目前处于第一阶段，因此在表现上央行货币政策处于“无为而治”时期。央行在近期的公开市场操作上遵循满足市场需求，保持小幅回笼的特征。为了平滑后期公开市场的到期量，在3个月央票需求量下降的情况下，央行加大了3个月回购的操作量，同时保持3年期央票的大量供给，一方面即锁定了一部分长期资金，另一方面也为后期公开市场流动性的调整上留下了空间。

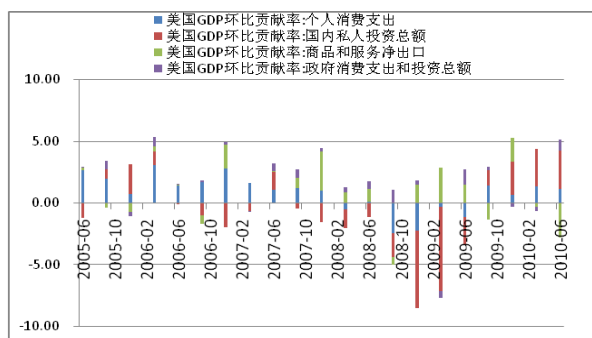
### 美国经济复苏疲弱，对美国国债构成强支撑

从美国近期公布的一系列数据来看，都显示了经济复苏的疲软，而美联储购买国债的行为再度验证了量化宽松的货币政策还未走到退出那一步。

#### 本轮美国经济复苏的特征

第一，消费对经济拉动作用缓慢回升

图 6： 美国 GDP 环比贡献率构成



首先，居民对经济复苏信心不足，消费低迷体现在信心匮乏，8 月 22 日当周 ABC News 美国消费者信心指数虽然略升 1 点，至 -44。该指数较三周前创下的 2010 年低点上升 6 点，但仍远远低于近 25 年来该指数的平均水平 -13。54% 的受访者认为自身财务状况不佳，接近 75% 的受访者认为现在不是消费良机。其次，居民消费意愿不强，储蓄率回升，储蓄率已从 07 年 2% 提升至目前的 6.4%，金融危机撼动了美国人透支消费的习惯，消费信贷持续萎缩，从 2008 年 5 月 28.63 亿美元的高点回落至 24.18 亿美元。再次，消费对经济的拉动作用还没有回到金融危机之前的水平，但从 09 年三季度以来已经回到了正值区间。

## 第二，企业补库存动力衰竭

一般来说在经济恢复的最初两三个季度通过补库存拉动经济增长，出现这一情况很正常，因为在经济衰退和繁荣转折期中，企业调整库存会增加经济波幅。企业在经济衰退中会减少库存数量，从而让生产萎缩速度大大快于消费；同理，在经济复苏过程中，库存回补就成为经济增长的推动力。在这个环节中问题的关键在于消费端增长必须接过接力棒，从而形成良性循环。美国补库存过程的开始以商品零售总额和工厂新订单的企稳为前提条件。2010 二季度美国企业设备投资超过实际消费支出和补库存成为推动 GDP 增长的主要原因，贡献二季度实际 GDP 增长的依次是：私人固定资产投资（2.1%）、个人消费（1.2%）、补库存（1.1%）、政府支出（0.9%），而净出口（-2.8%）。

美国复苏经历了去库存和补库存的过程，从美国私人投资总额中的私人存货的变化对 GDP 增长的贡献率在 08 年底至 09 年 9 月回升后出现下降走势，自 09 年 4 季度以来库存对美国经济的拉动作用持续回落。补库存对实际 GDP 贡献由一季度的 2.6% 下降至二季度的 1.1%，这意味着库存回补对美国经济增长的拉动必将走向终结，这也是近几周美国经济“二次衰退”讨论再度火爆的原因。而个人消费低迷、企业投资信心谨慎，美国经济增速的放缓更加大了未来经济复苏的疑虑，美国企业本轮补库存活动已进入尾声。

## 第三，房地产投资和销售萎缩拖累经济减速

房地产投资和销售滑落。美国新屋开工数从 05 年顶峰时期已经回落了 70% 以上，需求端的萎缩直接导致了美国新屋销售量和成屋销售量的大幅下滑。7 月份美国的新屋销量环比大幅降至 27.6 万幢，创下历史最低纪录。新屋销售的重跌与联邦政府的购房抵税政策于 4 月底到期有关，消费者的购房需求明显萎缩，最新的新屋销售数据明显低于预期。据调查，经济学家对 7 月新屋销量的平均预期为环比小幅增至 33.9 万幢。而 7 月份成屋销量下降 27.2%，折合成成年率为 383 万套。月降幅创下纪录高位，至 15 年来最低水平，较分析师预期降幅高出近一倍。二手房销量的重跌主要与联邦购房抵税政策的到期有关。美国房地产的低迷也将拖累经济复苏的步伐。但美国现在房价收入比仅为 2.4 倍。目前

图 7： 美国国内私人投资对 GDP 的环比贡献

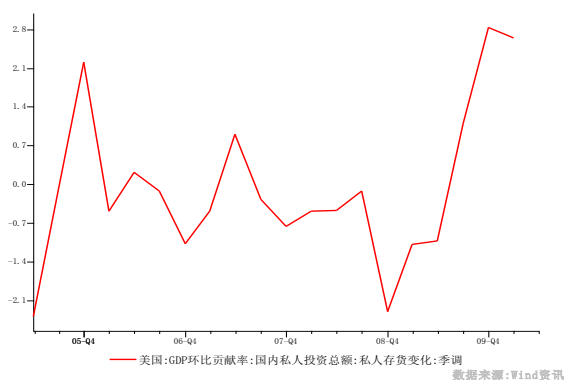
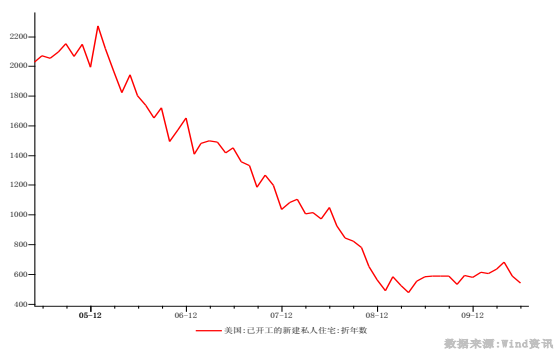


图 8： PMI 产成品库存走势



美国房地产市场正处于这一轮房地产周期的底部，房价大幅下挫、继续向下调整的可能性较小，可能会在底部经过较长时间的震荡才会缓慢复苏。

#### **第四，失业依然困扰着消费和复苏**

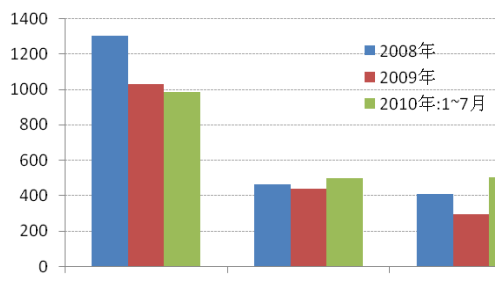
虽然美国的失业率已经从去年 10 月份的 10% 以上的高位回落，但仍然在高位徘徊，7 月份失业率依然高达 9.5%。就业方面的数据依然较差，与此同时，此前一周初请失业金人数修正后为 50.4 万人，初值为 50.0 万人。8 月 14 日当周美国首次申请失业救济人数意外增加，达到 9 个月以来最高水平，已经连续 3 周走高，已呈疲软态势的就业市场发出令人担忧的信号。截至 8 月 14 日当周美国首次申请失业救济人数增加 12000 人，达 50 万人，为去年 11 月 14 日以来最高水平（当时首次申请失业救济人数为 509000 人）。但 8 月 21 日当周初请失业金人数减少 3.1 万人，至 47.3 万人，预期为 49.0 万。数据又有所好转。

#### **第五，出口受到美元反弹的影响**

自去年末开始出现的美元大涨，6 月初美元指数开始呈现疲软之势，从 88 的高位一路下滑至 80，但进入 8 月以来该指数开始反弹，截止 8 月 25 日收于 83.19 点，呈现小幅反弹走势。总体而言，我们认为美元阶段强势背后的欧美复苏差异带来的基本面支撑力已经明显减弱，从欧洲目前的数据来看并没有上半年预计的那么悲观，目前美元的强势可能与经济数据不佳有关，部分资金进入美元市场寻求避险。但美国政府并不希望美元保持长期强势，而对其出口造成压力，6 月美国贸易逆差为 4989.5 万美元，延续 2009 年以来贸易逆差扩大的局面。而出口对美国 GDP 增长的贡献率仍然为负，且 6 月负值还扩大到了 -2.78%。

总体来看，金融危机的阴影还在延续，美国经济复苏仍在缓慢进行中，但值得庆幸的是工业增长还保持着温和态势，美国 7 月工业产值环比上升 1%，同比上升 7.7%，7 月份产能利用率为 74.8%，相比 6 月份的 74.1% 进一步上升，表明美国工业依然处于缓慢但持续的复苏过程中。另外政府支出、私人投资和消费对于 GDP 的贡献率都有所提升，仅库存、出口对于 GDP 的拉动作用在下滑。所以尽管对比近期数据和上半年数据，目前美国经济复苏放缓，不确定性增大，但我们相信在美联储持续的低利率政策和可能实施的量化宽松政策，美国经济不会出现二次探底或通缩，阶段性数据低迷之后仍将维持温和增长。

图 9: 基于 FR007 的 IRS1Y、3Y 及 5Y 近年来名义本金额变化



## 现券投资策略

### IRS 走势与美国国债收益率变化

今年 IRS 市场交易非常活跃，从交易量来看，以市场最活跃的 FR007 品种为例，今年 1~7 月份的名义本金总额 1 年期品种已经接近去年全年交易量，而 3 年、5 年期品种名义本金总额已经超过去年全年总和。IRS 利率与现券利率走势基本一致，但 IRS 波动更大，体现该市场交易盘为主要的特性。

整体而言，今年以来国内 IRS 市场变化很大一部分需要被美国市场经济基本面以及股票波动所解释，并在 4 月份以后 IRS 脱离国内现券市场走出独立行情，追随美国国债收益率不断下探（图 10）。IRS 与国内现券利率走势的脱离，虽然源于两大市场中主力交易机构性质有所不同，IRS 市场中外资机构交易力量较强，且离岸 NDIRS 走势对国内 IRS 的影响力在今年有所放大，而国内债券市场上各大银行及保险的投资盘占据市场资金来源绝对份额，对现券市场形成重要支撑，但国内 IRS 利率与现券利率走势的背离仍然反映出交易投机性机构对经济运行中“滞”的担忧胜过“胀”，而现券市场主力投资户对于“胀”的担忧高于了“滞”。

从投资策略来看，以 FR007 品种为例，脱离现券利率走势的 IRS 我们认为有向现券利率靠拢的可能，理由有三：

第一，美国各期限国债收益率均创下 1990 年以来最低水平，曲线上（10-2）年的期限利差则从 3 月底的 1990 年以来最高水平迅速下降，曲线平坦化加剧，体现出明显的牛市特征。但正如我们前文分析，虽然美国经济复苏进程受阻，步伐放缓，但并不意味着情况会更糟糕乃至要“二次探底”，未来更有可能是缓慢的低水平复苏。因此基本面利好已经被债市透支，美国债利率水平有回归的需要。

第二，除了会受到美国国债利率走势影响外，现券市场的利率变化必然对 IRS 走势产生牵制。从套保的角度来说，运用 IRS 将手中的浮息头寸转换为固息头寸是投资户进行资产管理、规避利率风险的重要策略之一。但是，当 IRS 固定端利率低于现券利率时，投资者通过 IRS 收取固定利率不如直接购买固息债来的收益高，因此进行现金流置换的意义不大，也就是说市场上投资户收取 IRS 固定利率的动力不大。本轮 FR007 的 IRS 利率在 7 月中旬跌破现券，且两者之间的利差越来越大，主要源于在美国债利率的标杆下，交易盘不断追低 IRS 所致。如果市场投机热情受到影响，而投资户也没有收取 IRS 固定利率的动力，则 IRS 进一步走低的可能性不大。

第三，宽裕的资金面仍存在一定的不确定，回购利率上升也将抬升 IRS 利率水平。未来“热钱”流向仍存在一定的不确定性，而今年以来金融机构再融资以及季末时点资金面都会遭遇大的波动，反映资金面的脆弱性。整体而言，我们对下半年资金面持有谨慎态度，而历史上资金面的波动容易对 IRS 利率形成干扰（图 12），回购利率的冲高往往带来 IRS 的阶段性的走高，因此资金面的

图 10: 5 年期政策性金融债利率走势与 FR007 的 5 年期 IRS 利率走势对比

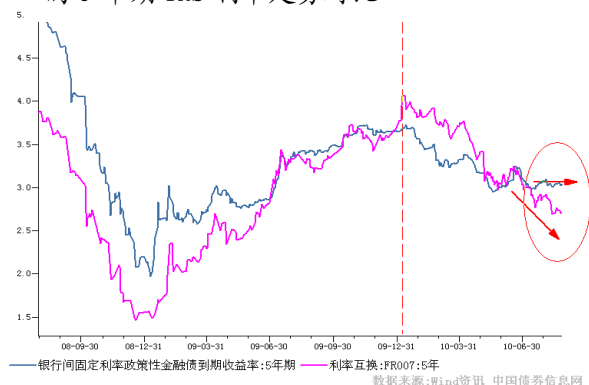


图 11: 美国 5 年期国债收益率走势与 FR007 的 5 年期 IRS 利率走势对比

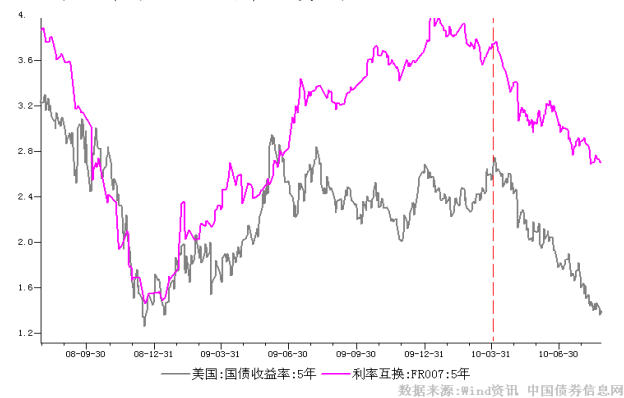
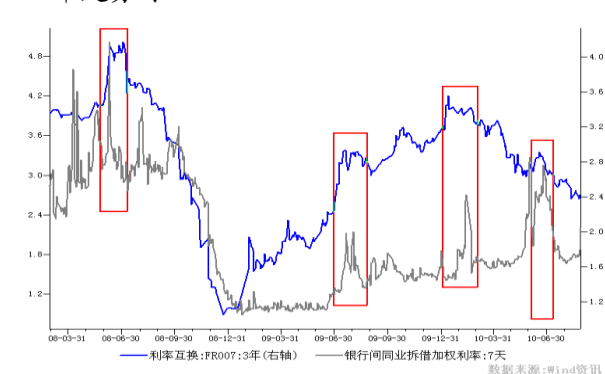


图 12: 天回购利率与 FR007 的 5 年期 IRS 利率走势对比



波动也有望带动未来 IRS 利率向上抬升。

### 资金面“惊弓之鸟”

自本周三起，市场资金面有所紧张，资金利率大幅上行 10 个基点左右，特别是 14 天回购利率大幅上涨了 15 个基点达到了 2.01%，打破了 7 月以来的平衡局面，日成交量突破了 5000 亿元。中小机构净融入资金压力增大。

最主要原因我们认为还是热钱的持续流出引发了市场的恐慌神经，特别是经历了今年 5 月中旬以来的资金紧张之后，市场资金面有点惊弓之鸟的感觉。央行 8 月 25 日公布，7 月份金融机构新增外汇占款 1709.51 亿元人民币，结束了此前连续两个月的跌势。这是第三个月外汇占款的数据停留在 1000 亿元这个数量级，不过相对于之前两个月，本月已经环比上升较快，说明在经历 5-6 月份欧洲危机资金回流后，热钱流出的速度已经放缓。但从数据来看自 5 月开始由于人民币双向波动增大，人民币升值预期与外汇储备中不可解释的部分已经连续 3 个月为负，这对资金面还是产生了较大的影响，习惯了长期的热钱流入市场仍把流出作为资金面的一个重大利空来理解。而国际资本流入趋缓，央行被动投放基础货币压力缓解。尽管未来人民币步入温和升值通道，但由于是可预期的缓慢升值，对热钱的吸引力反而可能不如未升值之前，同时叠加国内尚不确定的股市及楼市走势，国际资本的流入规模难以回到 07-08 年水平。所以这一指标可能还会继续影响银行间资金面，每个月底都是这一数据公布期，市场也会敏感的关注其走势。

其次，工行转债发行适逢月底，加剧了资金面的一矛盾。工商银行转债已经于 8 月 18 日获批，这是今年以来第二只上市银行发行的可转换债券产品，发行规模不超过 250 亿元，发行日起刚好为 8 月底的最后一天 8 月 31 日。包括工行转债在内，目前已经公布预案或者待发行的可转债共有 15 只，其中规模较大的中国石化可转债也达到了 230 亿元，与工行转债接近，这些券种的总规模为 661 亿元。6 月初工行转债发行就冻结资金约 1.74 万亿元，7 天回购利率在 6 月 2 日最高冲至 3.27%。

再次，银行存款增长乏力。随着银监会给出的存贷比宽限期届满，二季度末中小金融机构加大了揽存力度，加上股市走势较弱，部分资金回流，使得 6 月末全国国有银行和中小型银行的新增存款都出现了大幅增多。但这种局面在 7 月又出现了反方向的扭转，全国国有银行和中小银行新增存款都出现了负增长，分别为 -1733 亿元和 -1279 亿元。

新增存贷款也出现了大幅的下降，也就是说新增的存款无法满足新增贷款，贷款的投放主要依靠存款累计余额在支撑。以 7 月为例，四大国有银行新增存贷差为 -4164 亿元，中资全国性中小银行新增存款差 -2029 亿元。全国性大银行连续两个月存贷差负增长，大型商业银行流动性压力增大，而大型商业银行尤其是国有银行是市场的主要资金融出方。

M2 增速的持续回落、贷款内生性需求的减弱、贷款派生存款

图 13:

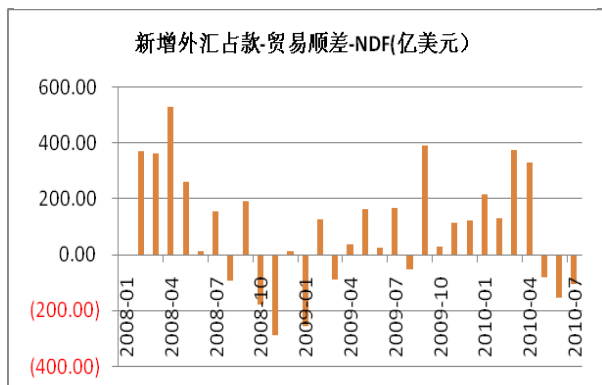


图 14: 美元兑人民币 NDF 走势

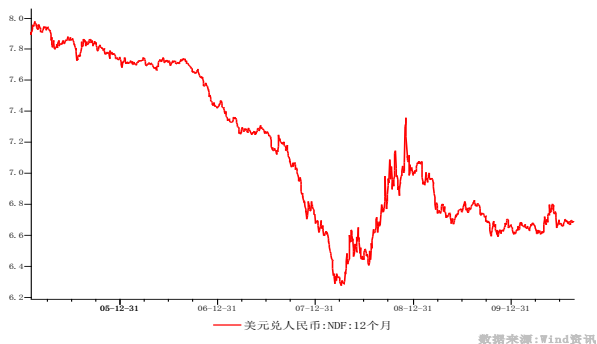


图 15: 各类银行的新增存款

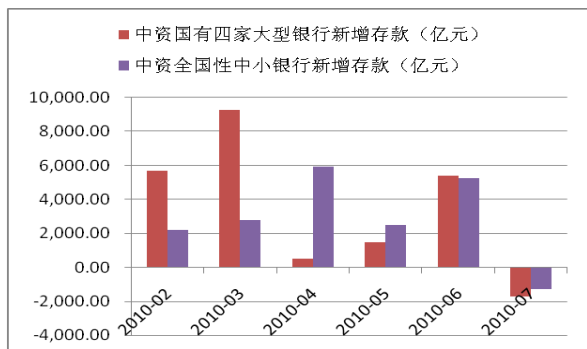
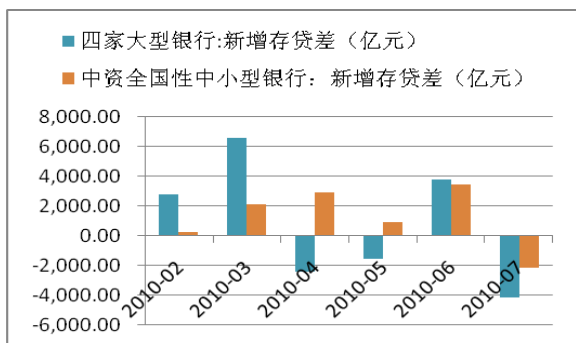


图 16: 各类银行的新增存贷差





力度的减弱，都间接的造成了存款增长的乏力。也从根源上削弱了宽松资金面的底气。

公开市场操作方面，8月公开市场操作到期量3860亿，回笼量4950亿元，净回笼1090亿元，9月、10月、11月、12月公开市场操作到期量分别为5470亿元、5720亿元、3025亿元和900亿元。即将到来的9月到期量比8月到期量增加了1610亿元，在经历了5-6月的资金面紧张后，相信央行会根据资金面的波动适当进行调剂，9月公开市场操作有望保持对冲到期量，或小幅投放。资金面全月紧平衡状态仍将持续，上旬将保持时点紧张局面，经历了工行转债发行可能回落有好转，但随着季末时点的到来，银行揽存的行为又会给资金面带来一定压力，预计9月资金面将维持紧平衡状态。

### 9月基准债券供求状况

根据已公布的发行计划，9月份仅有5只记账式国债发行，其中包括一期10年期、一期20年期、一期1年期以及两期贴现债。按照记账式付息债券平均单只300亿、贴现国债200亿的发行规模计算，9月份记账式国债供给不大会超过1500亿的规模，为3月份以来月度供给量的最低水平。但9月份国债到期量也较小，剔除到期量，9月份国债的发行到期缺口与8月份基本相当。

金融债的发行计划还没有公布，历史上看政策性银行9月份的发行量并没有十分明显的季节性规律，发行安排上政策性银行一方面会考虑自身的用款需求，同时还会考虑市场的利率水平，不过大部分时候下半年的发行量还是会大于上半年。我们对金融债的发行量按照7-8月份发行量的均值进行估计，大约在1700亿左右，考虑9月份中秋假期因素，减少一周的发行量，9月份金融债的发行量大致在1200亿左右。9月份金融债的到期量为244亿，剔除到期量，政策性银行的净融资规模较7/8月份会有所降低。

参照近3个月的地方政府债券月度发行均量，假设9月份的地方政府债券发行量为450亿，则基准债券上9月份的市场融资规模在2000亿元左右，基本达到了年内的次高水平，对于季度最后一个月的债券市场将形成一定的供给压力。

可关注20年期国债的发行，9月1日将招标发行20年期国债，近期市场资金面遭遇阶段性紧张，预计在该期债券发行时市场资金面仍没有得到彻底缓解，尤其是超长期债券的主要需求群体国有大行、保险公司等均处于资金短缺状态，因此可能会对该期债券投标产生不利影响。从债券本身的投资价值来看，目前超长期国债是国债各品种中最接近历史均值的品种，具有一定的相对价值。一方面该期债券可能受制于资金紧张利率存在走高可能，另一方面本身也具有一定的投资价值，因此对于交易盘而言该券可能存在一定波段机会，建议交易盘高位参与。具体定价上，周二市场20年期国债10009最优买卖报价在3.84%-3.82%，预计中标利率在3.82%-3.87%水平，若发行时市场资金面异常紧张，不排除该券边际走高至3.9%附近的可能。配置盘可参与建仓，交易

图 17: 今年各月国债发行与到期量

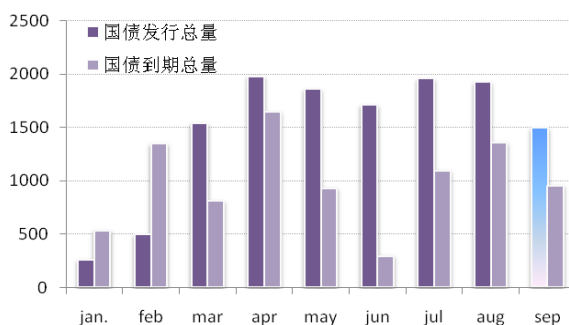


图 18: 9月政策性银行的净融资规模预测

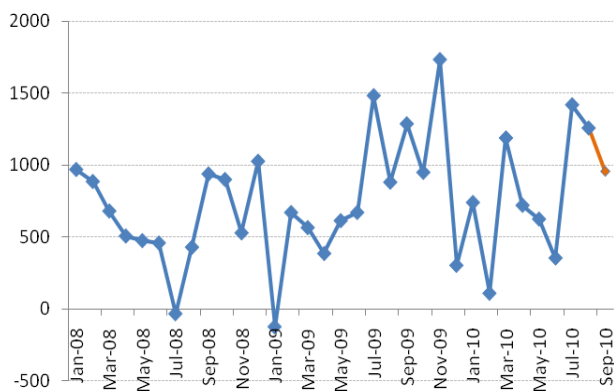
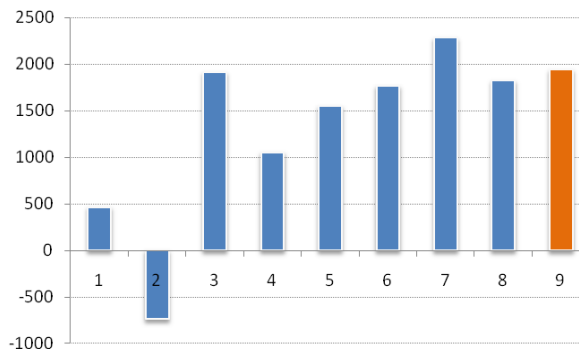


图 19: 9月基准债券的市场净融资规模预测



盘也可在高位参与博取边际。

总体来看，9月利率产品走势影响因素繁多，包括我国CPI走势、IRS大幅回落、资金面变化和美国经济复苏状况、美国国债强劲走势等都会对我国利率产品形成重要的影响。基于上述分析我们认为9月CPI对债市的影响实际利空大于心理面预期，我们预计9月CPI在3.2%附近，国内9月资金面将维持紧平衡状态，这对债市的支撑力度有所减弱，而且9月的新债供给也存在一定的压力。

国际环境来看，美国经济复苏暂时难有大的起色，出口、库存对于GDP的拉动作用在下滑，就业数据依然较为悲观，但政府支出、私人投资和消费对于GDP的贡献率都有所提升，我们相信在美联储持续的低利率政策和可能实施的量化宽松政策，美国经济不会出现二次探底或通缩，阶段性数据低迷之后仍将维持温和增长。而近期美国国债收益率大幅下挫已经到了历史低位，继续下降空间有限，预计维持低位盘整的可能较大，通过IRS市场的预期传导对国内债券市场也构成一定利多支撑。但这一利好对债市的影响在CPI落地之前都很难发挥作用，9月债市利多力量看来还相对薄弱，投资策略应以缩短久期的防御性策略为主，对于配置盘而言绝对收益率依然在历史平均水平之下，新债的配置依然包含着较多的无奈的选择，可关注9月初资金面紧张之际的20年期国债的发行。交易盘需要密切关注信息面变化，若PMI跌破50、CPI低于明显低于市场预期或者出口数据出现回落转折点则可选择流动性较佳的品种参与反弹行情，但要注意风险的把控。

## 信用产品

### 总体思路：淡化市场，排查信用风险

我们在半年报中就坚定了下半年谨慎操作的立场，7月看多、长期看空是对时间上行情的判断，既然7月份的反弹已过，市场风险正不断上升。除了旧有的论据，对观点构成支撑的新看法是：

因为一年期央票利率被长期锚定，短期利率的下降空间被基本堵死，如此中长期债券的继续做多空间也将有限。随着收益率曲线趋势越来越平坦化，短债的相对价值不断提升。在这样一个环境下，投资者应该相对弱化对市场行情的关注，而将关注重点放在对低等级债券信用风险的筛选上，即用低等级债的信用溢价来补偿长期债券的收益率损失。

从收益率曲线的估值情况来看（截至到8月26日），3年期AAA级中票的收益水平为3.27%，5年的为3.66%，AA+等级中票的收益水平为3.58%和4.02%。在短端1年期AA-等级短融的收益水平为3.24%，A+等级短融的收益水平为3.44%，更低的A等级短融的收益则达到了3.91%的水平。从绝对水平来看，低等级短融的收益水平基本能够抵补长端债券，在我们看来，这种用信用风险换流动性风险的策略是较为可行的。虽然AA-级短融总量规模较小，投资者可利用其进行结构调整的操作空间有限，但在市场风险、流动性风险

不断集聚而信用风险还相对较小的整体判断下，做这样的调控还是具有一定现实意义的，况且下半年低等级短期产品的发行规模增加趋势较为确定，可操作的空间也会逐渐扩展。

另外一个关注的要点是企业债的供给量增加，8月份企业债发行上市规模为305.3亿元，远远高于7月份的132.5亿元，其中城投债在其中占有较大数额。在8月17日的发改委财政金司企业债座谈会上，管理层明确表示要大力发展企业债市场，今年下半年将完成100~150支企业债的发行。其间并对城投债的发行进行了新的规定，除了之前国务院的相关要求之外，还规定融资平台的债务率（债务/收入）超过100%的一律不予发债，原来该指标为120%。我们预计今年剩余4个月企业债的供给将突破3000亿元，其中50%左右为城投类债券。一方面大规模的市场供给将增加市场关注，为投资者提供市场选择，另一方面也将考验市场的容纳能力。我们的观点是在当前较低的收益水平下，市场可能会从前期的“抢券”状态逐渐向“挑券”状态过渡，收益率水平有上行的可能，最起码也很难出现大幅度的下行走势。建议投资者以观望为主，从信用风险与长期投资的角度出发谨慎参与个券。

本期月报我们首先对A+级以下的短融进行排查，找出具有相对投资价值的产品，在随后的月报中我们会陆续推出对AA-等级债券的信用分析，敬请投资者关注。（所有数据均来源于企业公布的财务报表、相应的募集说明书以及其他公开信息）

**风险评价说明：无风险表示我们对发行人长期偿债能力看好；短期无风险表示仅对本期债券的偿付能力看好；有一定风险表示发行人存在出现违约的可能因素，建议关注；风险关注表明发行人还款能力存在一定问题，且已经表面化；风险较高表明发行人出现违约是大概率事件。**

**表2：短融A+等级以下的个券主要信息**

名称	发行总额 (亿元)	期限 (天)	票面利率 (%)	票面利率说明	YTM(%)	GICS 二级行业	存续期 (天)	主体/债项/评级 机构	风险评价
*09 兴森 CP01	0.30	365	5.00	5.00%	3.08	技术与设备	35	A/A-1/新世纪	无风险
10 恒逸 CP02	5.00	270	4.05	Shibor3M +1.6%	2.49	材料II	70	A+/A-1/大公	无风险
09 渝建工 CP01	5.00	365	4.20	4.20%	2.89	资本货物	78	A+/A-1/大公	短期无风险
*09 海龙 CP01	5.00	365	4.20	4.20%	2.91	材料II	84	A+/A-1/联合	有一定风险
10 恒逸 CP01	5.00	361	4.31	Shibor6M+1.8%	3.12	材料II	161	A+/A-1/大公	无风险
10 超导 CP01	0.20	365	4.30	4.3%	3.63	材料II	210	A/A-1/新世纪	无风险
*10 凤竹纺 CP01	0.50	365	4.20	4.2%	3.66	耐用消费品与服装	225	A/A-1/新世纪	短期无风险
*10 冠福 CP01	0.45	365	4.20	4.2%	3.68	耐用消费品与服装	234	A/A-1/新世纪	有一定风险
*10 锦州港 CP01	6.00	365	3.22	Shibor6M +1.1925%	2.99	运输	248	A+/A-1/中诚信	短期无风险
*10 宏图 CP01	4.00	365	3.60	3.60%	3.36	零售业	288	A+/A-1/中诚信	无风险
*10 粤威华 CP01	3.00	365	3.92	3.92%	3.38	材料II	308	A+/A-1/新世纪	短期无风险
*10 山河 CP01	2.00	365	3.72	3.72%	3.39	资本货物	324	A+/A-1/联合	短期无风险
*10 华微 CP01	3.00	365	3.64	Shibor6M+1.15%	3.50	半导体与半导体生产设备	326	A+/A-1/大公	短期无风险

*10 富润CP01	1.00	365	3.80	3.8%	3.85	耐用消费品与服装	333	A/A-1/新世纪	短期无风险
------------	------	-----	------	------	------	----------	-----	-----------	-------

目前尚未公布中报的公司：09渝建工CP01、10恒逸CP01、10恒逸CP02、\*10宏图CP01、\*10华微CP01、10津药CP01、10联宜CP01；带\*号的是上市公司；

由于金城CP、联宜CP和晋三维CP发行含有担保，目前市场成交利率接近AAA类型债券，故不作分析。

### \*09兴森CP01:

代码: 0981176

	2010-6-30	2009-12-31	2009-6-30	2008-12-31
货币资金(亿元)	10.41	0.50	0.22	0.73
流动资产(亿元)	13.27	2.60	2.36	2.32
短期债务(亿元)	1.15	1.57	0.95	0.63
总资产(亿元)	18.52	7.72	6.23	5.87
总负债(亿元)	5.41	4.75	3.36	3.37
经营活动现金流(亿元)	0.33	0.76	0.11	1.38
投资活动现金流(亿元)	-0.64	-1.41	-0.68	-2.26
筹资活动现金流(亿元)	10.21	0.42	0.07	0.78
主营业务收入(亿元)	3.62	5.02	2.25	4.42
主营业务利润(亿元)	0.59	0.96	0.46	0.77
EBITDA(亿元)	0.8167	1.4558	0.5163	1.1614
净利润(亿元)	0.47	0.78	0.37	0.64
主营业务利润率	16.39%	19.17%	20.26%	17.48%
流动比率	400.10%	76.15%	117.41%	115.63%
速动比率	383.54%	64.10%	103.69%	105.74%
现金收入比	9.16%	15.18%	4.81%	31.25%
资产负债率%	29.23	61.51	53.96	57.47
应收账款周转率%	2.57	5.55	2.84	6.39
存货周转率%	4.70	10.32	5.82	13.37
总债务/总资本	20.63	49.04	44.26	47.05
EBIT/利息费用	6.55	12.29	10.70	11.00
EBITDA/总负债	0.15	0.31	0.15	0.34

### 基本情况——主要为行业内竞争风险

民营上市企业，上市代码为002436（中小板）。公司是国内最大的专业PCB（印制控制面）样板生产企业，不过行业内生产企业众多，且规模都相对较小，所有整体上近似于完全竞争行业，发行人在其中没有绝对的竞争优势。PCB的主要应用领域为计算机、消费电子、工业及医疗电子等，该产品的全球产值近几年保持稳步增长，年复合增长率为7.2%。PCB由于下游行业众多，受经济周期影响较小，所以发行人面临的行业系统性风险较小。

发行人市场占有率为8%，已建立市场较为认可的品牌“兴森快捷”。发行人高低端产品各占一半，销售区域中40.5%为对外出口。产品中高端样板生产的毛利率高达40%-50%，发行人整体毛利率约在25%左右，基本为行业内最高。目前产能不足是发行人面临的主要经营问题，不过在深证上市后发行人募集了约8亿元的可用资金，能够及时解决这一问题。

### 财务状况——资金极为充裕

股权刚刚上市，现金流极为充裕，流动比率由09年底的76.15%，上升至目前的400%，资产负债率迅速下降至29%。发行人目前尚没有大型在建项目，预计近两年资金状况都会保持良好状态。

### 债券点评

3000万的债券偿付规模对于公司充足的筹资活动净现金流来说压力不大，基本没有偿债风险。

代码: 1081030 1081031

### 10恒逸CP01、10恒逸CP02

	2009-12-31	2008-12-31	2008-6-30	2007-12-31
货币资金(亿元)	12.76	6.99	9.83	6.54
流动资产(亿元)	53.86	39.25	40.97	42.01
短期债务(亿元)	33.79	39.48	38.88	44.32
总资产(亿元)	139.22	114.69	111.51	106.67
总负债(亿元)	91.90	80.19	77.03	74.41
经营活动现金流(亿元)	9.10	15.29	6.45	6.97
投资活动现金流(亿元)	-7.83	-10.91	-6.22	-10.06
筹资活动现金流(亿元)	4.58	-4.37	2.68	1.93
主营业务收入(亿元)	123.32	114.87	57.39	123.82
主营业务利润(亿元)	11.63	0.37	1.30	3.32
EBITDA(亿元)	20.1006	11.4827	2.4341	13.6586
净利润(亿元)	11.75	1.53	1.46	3.68
主营业务利润率	9.43%	0.32%	2.26%	2.68%
流动比率	74.33%	53.13%	62.61%	63.77%
速动比率	49.98%	38.88%	43.78%	43.69%
现金收入比	7.38%	13.31%	11.23%	5.63%
资产负债率%	66.01	69.92	69.08	69.76
应收账款周转率%	18.76	18.67	10.35	23.64
存货周转率%	7.81	9.17	4.24	10.74
总债务/总资本	71.42	75.85	77.55	77.90
EBIT/利息费用	4.51	1.32	3.00	1.84
EBITDA/总负债	0.22	0.14	0.03	0.18

### 基本情况——复苏中的行业领跑者

发行人为浙江省重点制造企业，其实际控制人为自然人（邱建林，持有公司股份的52.38%）。发行人主要生产PTA（苯二甲酸）、PET（聚酯纺丝）、DTY（加弹丝），在这三种产品中在国内市场占有率均处于前三位。从发行人主要生产产品在金融危机中的反应来看，其对经济周期波动反应较为敏感，如PET业务利润在金融危机中就下降了82%，公司整体业务利率下降了41%。反向思考下，虽然目前对于经济是否确定性复苏的争论仍在继续，但是最起码“最坏的情况”已经过去，市场对PTA、PET等产品的需求正在不断上升，行业短期看好。

### 财务状况——逐渐向好

经营状况的复苏反映在EBITDA上，09年底该数据两倍于08年底，并逐渐向其他相关科目进行传导。我们看到资产负债率下降了将近4%，流动比率提升了21%，EBIT/利息费用增长了2倍以上。整体来看，发行人的债务偿还能力较债券发行时有明显上升。

### 债券投资点评

对于发行人未来一到两年的经营状况强烈看好。主体信用等级

存在上调可能。

### 09渝建工CP01

代码: 0981220

#### 基本情况——传统的区域性建筑企业

发行人为重庆市国资委所有建筑类企业,随着重庆市城投企业的不断成立(如重庆交投、重庆建投等),使得企业在当地建设中的地位有所下降,目前发行人建筑项目在重庆市占有率为11%左右。目前发行人项目客户中70%以上系当地政府与国有企业,主要采用BT与BOT模式。虽然发行人在当地并不占优势,但是重庆市作为西部大开发中的重点建设中心,城市化进程将不断推进,未来数年发行人业务规模也将逐年提升。国有建筑类企业基本上都采取成本加成的经营模式,这种模式不会为发行人带来超额增长,但是基本能够保障企业的正常运作。

#### 财务状况——实际负债规模相对较小

表面上看资产负债率高达87.6%,但是其中大部分为日常运营中的预收、应付科目,发行人负债规模达到200亿元,但仅有70亿元真正属于外部融资。如果将发行人170亿元的流动资产减去40亿元的存货,所得130亿元规模正好与日常经营负债相抵。公司2011年~2012年将进入债务偿还高峰期,建议关注未来政府对发行人的后续支持,否则不断加大的财务风险将考验发行人紧张现金流。

#### 债券投资点评

大量债务到期在该债券之后,发行人在组织架构、经营状况、债务偿还能力方面均存在一定的不确定性,对本期债券可持有,建议对2012年后的债务投资采取观望态度。

代码: 0981226

#### 基本情况——短期回升乏力

潍坊市国资委所有企业,上市公司。公司主要是从事煤化工产品生产。煤化工行业对经济周期依赖性较大,在经济上升时,下游需求上升,煤炭价格也会上升,总体来看仍会对企业利润率形成正向影响,但是该行业基本没有定价话语权。目前二季度多数粘胶企业已经处于亏损状态,而三季度处于需求淡季,化纤产品价格回升不易,预计公司利润空间将继续缩小。因此,公司粘胶业务的业绩大幅增长的可能性很低。经营现金流对本期债务的保障程度降低。

#### 财务状况——短期偿债压力较大

中报显示发行人主营业务收入快速增长的同时,主营业务利润急剧下滑,反映出成本上升给企业经营带来的困境,依靠投资收益才使得企业净利润为正。公司上半年营业总收入同比增长48.28%,但主营业务成本较上期增长53.7%,导致营业利润同比下降77.03%;归属于上市公司股东的净利润同比下降32.13%。上半年公司净利润的近80%来自于股权投资收益,而不是主营业务。公司的解释是二季度产品价格的下跌幅度远远大于原材料价格下跌幅度,挤压了产品利润空间,导致二季度公司盈利水平的下降。从公司债务结构上看,二季度短期债务占比进一步提高,而流动资产减少,短期偿债能力进一步下降。从资产负债表及现金流量

	2010-3-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	43.02	36.55	14.23	10.51
流动资产(亿元)	173.41	148.55	102.64	68.47
短期债务(亿元)	30.78	25.24	15.07	13.97
总资产(亿元)	228.51	210.04	136.27	97.20
总负债(亿元)	200.18	182.74	120.37	83.17
经营活动现金流(亿元)	4.52	-6.11	0.10	2.26
投资活动现金流(亿元)	-7.07	-11.11	-6.14	-12.00
筹资活动现金流(亿元)	11.37	38.67	9.75	10.26
主营业务收入(亿元)	50.60	177.10	149.08	115.86
主营业务利润(亿元)	0.65	2.67	2.12	1.94
EBITDA(亿元)	0.9630	5.0358	3.5730	3.3081
净利润(亿元)	0.59	2.82	1.80	1.83
主营业务利润率	1.28%	1.51%	1.43%	1.67%
流动比率	108.50%	102.97%	107.73%	104.70%
速动比率	83.97%	79.38%	78.58%	87.61%
现金收入比	8.92%	-3.45%	0.07%	1.95%
资产负债率%	87.60	87.00	88.33	85.57
应收账款周转率%	1.31	4.29	4.30	4.08
存货周转率%	1.28	5.30	7.11	8.89
总债务/总资本	77.68	77.82	77.82	74.85
EBIT/利息费用	3.03	5.68	3.78	5.67
EBITDA/总负债	0.00	0.03	0.03	0.04

### \*09海龙CP01:

	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	3.55	7.19	6.53	4.33
流动资产(亿元)	23.28	22.81	21.27	13.86
短期债务(亿元)	18.38	16.92	16.17	13.43
总资产(亿元)	67.74	67.09	59.11	41.52
总负债(亿元)	52.56	52.02	45.09	26.57
经营活动现金流(亿元)	0.35	2.17	1.46	3.34
投资活动现金流(亿元)	-0.79	-6.18	-11.36	-5.24
筹资活动现金流(亿元)	-3.21	2.75	12.11	2.78
主营业务收入(亿元)	21.21	35.14	27.94	31.20
主营业务利润(亿元)	0.06	0.63	-2.18	3.29
EBITDA(亿元)	2.2577	5.0686	1.2938	6.3155
净利润(亿元)	0.11	1.05	-1.79	2.77
主营业务利润率	0.28%	1.79%	-7.81%	10.53%
流动比率	58.00%	56.64%	63.64%	66.57%
速动比率	27.93%	35.30%	35.78%	45.15%
现金收入比	1.66%	6.18%	5.22%	10.72%
资产负债率%	77.59	77.54	76.29	63.98
应收账款周转率%	10.92	19.12	17.84	22.13
存货周转率%	1.82	3.40	3.71	5.55
总债务/总资本	75.12	76.70	74.94	58.99
EBIT/利息费用	1.13	1.81	(0.06)	3.56
EBITDA/总负债	0.04	0.10	0.03	0.24

表看，公司下半年仍有超过 10 亿的贷款需要归还（不包括本期 5 亿 CP 的到期），短期偿债压力非常大。

### 债券投资点评

后续融资渠道较少，短期偿债压力较大，建议投资者控制持有规模。关注发行人是否存在滚动新发债券。

代码： 1081083

### 10超导CP01:

	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	0.70	1.69	0.39	0.59
流动资产(亿元)	5.62	5.65	3.80	3.10
短期债务(亿元)	2.05	1.98	2.04	0.99
总资产(亿元)	11.39	10.90	7.28	5.93
总负债(亿元)	8.01	7.60	4.20	3.01
经营活动现金流(亿元)	-0.20	1.86	0.05	0.41
投资活动现金流(亿元)	-0.62	-0.86	-1.06	-0.63
筹资活动现金流(亿元)	-0.18	0.31	0.80	0.15
主营业务收入(亿元)	1.78	3.16	3.90	3.78
主营业务利润(亿元)	0.33	0.63	0.34	0.29
EBITDA(亿元)	0.4552	1.0578	0.6914	0.5861
净利润(亿元)	0.32	0.59	0.37	0.33
主营业务利润率	18.42%	19.99%	8.83%	7.58%
流动比率	102.15%	98.64%	126.72%	148.65%
速动比率	57.58%	60.20%	50.31%	67.49%
现金收入比	-11.04%	58.88%	1.39%	10.98%
资产负债率%	70.32	69.78	57.77	50.71
应收账款周转率%	1.22	2.72	5.25	7.50
存货周转率%	0.50	0.86	1.79	2.11
总债务/总资本	53.57	55.99	51.03	43.94
EBIT/利息费用	5.43	5.34	4.00	3.75
EBITDA/总负债	0.06	0.14	0.16	0.19

### 基本情况——高科技研发企业

发行人实际控制人为西北科学研究院，经营项目为国家重点支持高科技产品研发与生产，与当前宏观产业政策转型具有较强的契合，政策的倾向性将为发行人未来良性发展带来便利。

### 财务状况——快速增长期，流动性趋紧，总体无忧

公司营业利润保持逐年增长态势，主营业务较好的业绩为利润增长奠定了基础。但近几年公司处于快速扩张期，新建项目和产能扩张使投资活动现金流出量逐年增加。总体上看，公司经营性现金流仍难以完全覆盖投资活动的现金支出。2010年，经营、投资、筹资的净现金流全部为负，缺口近1亿元，外部融资压力很大。在债券的存续期内，公司以短期借款形式存在的负债接近2亿，应付账款的规模超过1亿，有一定的短期压力。

### 债券投资点评

虽然短期存在一定债务压力，但是未来成长性良好，建议积极参与，未来有信用等级上调的可能。

### \*10凤竹纺CP01:

	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	1.30	1.00	1.24	0.63
流动资产(亿元)	5.51	4.34	3.92	3.97
短期债务(亿元)	2.32	2.61	4.13	3.72
总资产(亿元)	11.84	10.84	10.95	11.14
总负债(亿元)	6.21	5.29	5.50	5.52
经营活动现金流(亿元)	0.05	1.15	0.98	-0.53
投资活动现金流(亿元)	-0.07	-0.04	-0.29	-1.47
筹资活动现金流(亿元)	0.47	-1.37	-0.69	2.31
主营业务收入(亿元)	4.08	6.88	7.16	6.73
主营业务利润(亿元)	0.27	0.10	0.07	0.34
EBITDA(亿元)	0.6654	0.9558	0.9370	1.1012
净利润(亿元)	0.25	0.19	0.05	0.37
主营业务利润率	6.68%	1.46%	0.97%	5.03%
流动比率	105.65%	92.49%	80.00%	82.47%
速动比率	62.02%	61.25%	54.42%	51.39%
现金收入比	1.19%	16.73%	13.65%	-7.94%
资产负债率%	52.40	48.74	50.21	49.52
应收账款周转率%	3.73	7.08	7.80	9.25
存货周转率%	1.83	4.41	4.42	4.63
总债务/总资本	44.30	44.24	47.94	44.96
EBIT/利息费用	4.01	2.18	1.19	3.12
EBITDA/总负债	0.11	0.18	0.17	0.20

代码： 1081109

### 基本情况——纺织出口企业，经营状况出现转机

民营上市公司（上市公司代码600493），主要经营纺织类产品的加工生产与出口，产品中大多为纺纱等初级产品。国内纺织行业竞争激烈，08年以来金融危机降低了外部需求，企业一度出现亏损（09年一季度），不过在宏观调控刺激下有所好转。发行人今年上半年实现主营业务收入比上年同期上升28.68%；实现营业利润比上年同期增加1209%。其中，归属上市公司股东的净利润为2492万元，比上年同期增加294.58%。不过未来在人民币汇率上升、人工成本上升的压力下，该行业有再度陷入困境的可能。不过从产业周期变化的速率来看，至明年年中尚不会构成真实压力。

### 财务状况——去财务杠杆化

短期刚性负债压力较大，可变现资金在总资产中占比偏少，近期经营状况的转好对于企业的债务压力有缓解作用。从资产负债表及现金流量表看，债券存续期内的短期借款已偿付超一半，余有1.2亿左右待还。企业财务去杠杆化表明其正步入良性发展。发行人可用授信较少，总体授信规模为5.17亿元，未使用授信为1.73亿元。

### 债券投资点评

本期债券风险较小，建议大胆参与。后续债务投资可关注人工成本上升对企业的冲击情况。

**\*10冠福CP01:**

	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	1.96	1.06	0.74	0.65
流动资产(亿元)	8.05	6.62	6.43	4.21
短期债务(亿元)	3.85	2.96	3.91	2.25
总资产(亿元)	14.56	13.07	12.33	8.64
总负债(亿元)	10.33	8.86	8.24	4.49
经营活动现金流(亿元)	-0.02	0.92	-0.20	0.25
投资活动现金流(亿元)	-0.48	-0.14	-1.09	-1.63
筹资活动现金流(亿元)	1.40	-0.47	1.38	0.09
主营业务收入(亿元)	3.21	8.02	6.50	4.09
主营业务利润(亿元)	0.02	-0.05	0.08	0.40
EBITDA(亿元)	0.3536	0.6147	0.6056	0.6729
净利润(亿元)	0.02	0.07	0.01	0.26
主营业务利润率	0.53%	-0.64%	1.31%	9.69%
流动比率	87.56%	83.17%	78.08%	93.78%
速动比率	57.48%	52.53%	42.27%	51.52%
现金收入比	-0.75%	11.51%	-3.02%	6.08%
资产负债率%	70.94	67.77	66.86	52.00
应收账款周转率%	1.94	4.67	4.75	3.87
存货周转率%	0.74	2.12	1.90	1.76
总债务/总资本	66.71	61.51	61.43	48.09
EBIT/利息费用	1.36	1.15	1.45	5.41
EBITDA/总负债	0.03	0.07	0.07	0.15

**\*10锦州港CP01:**

	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	12.31	7.64	1.83	1.84
流动资产(亿元)	13.47	8.69	2.68	2.83
短期债务(亿元)	1.54	1.30	3.24	3.85
总资产(亿元)	59.11	52.08	43.09	39.35
总负债(亿元)	21.76	16.28	27.36	25.35
经营活动现金流(亿元)	2.10	4.26	4.10	2.21
投资活动现金流(亿元)	-2.92	-6.84	-3.20	-4.15
筹资活动现金流(亿元)	5.91	7.13	-0.90	1.82
主营业务收入(亿元)	4.84	7.39	7.92	5.26
主营业务利润(亿元)	2.08	2.23	2.25	1.14
EBITDA(亿元)	2.9500	4.1338	4.5546	3.0875
净利润(亿元)	1.56	1.66	1.68	0.64
主营业务利润率	42.97%	30.14%	28.39%	21.73%
流动比率	93.15%	85.93%	19.89%	28.37%
速动比率	92.92%	85.54%	19.66%	27.91%
现金收入比	43.39%	57.65%	51.71%	42.02%
资产负债率%	36.80	31.26	63.48	64.42
应收账款周转率%	11.84	24.32	28.25	15.87
存货周转率%	53.98	93.08	95.46	66.71
总债务/总资本	21.76	22.84	57.25	59.57
EBIT/利息费用	10.64	4.37	3.08	2.24
EBITDA/总负债	0.14	0.25	0.17	0.12

代码: 1081125

**基本情况——生产销售链条良好，但费用控制能力有待提升**

民营上市公司（冠福家用002102），主要生产家用陶瓷制品，发行人拥有独立的分销与配送系统，生产与销售链条的结合有利于控制产品的市场价格，并将大部分利润留存于企业之内，掌握产品的定价话语权。不过家装产品竞争压力较大，企业目前品牌建立尚处于初级阶段，还没有在市场上形成一定效应。体现在产品销售方面就是其营业收入出现明显下降，中报显示，上半年公司实现营业收入3.21亿，同比下降25.09%。虽然上半年净利润同比增长20.25%（58.78万元），但利润率水平太低，期间费用的大幅度增长是主要原因。

**财务状况——短期有一定偿债压力**

资产负债率明显上升，10年6月比07年上升了18个百分点。现金流波动大。流动负债占90%，结构以短期借款、应付票据、应付账款为主。EBIT/利息费用仅为1.36，存量债务压力在未来2年内很可能集中爆发，而债券存续期内也有一定的偿债压力。发行人未使用授信余额为1.75亿元（发行时数据）。

**债券投资点评**

我们赞赏企业对产品链条的控制，但其对费用低下的管理能力抵消了这一效果，仅建议以观望为主。

代码: 1081147

**基本情况——中小型港口，内贸依存度高**

锦州港处于渤海北部，港口的建立主要是出于东北石油、煤炭等资源的运输便利，对内贸的依存度要远远高于对外贸的依存度。渤海域内港口众多，发行人在其中处于中下水平，辽宁省近期有将省内港口整合的意愿，大连港对发行人未来有控股的可能。2010年上半年，公司实现营业收入4.84亿元，同比增长43.99%；实现净利润1.54亿元，同比增长106.78%。报告期内，受益于全球经济逐渐回暖及宏观经济企稳向好，内外贸需求稳步增长的良好形势，港口货物吞吐量取得较快增长。公司同时预计，2010年1-9月净利润与上年同期相比将增长50%以上。公司经营现金流充沛，但投资支出一直较大。例如今年1月-7月，锦州市港口建设完成总投资约5.18亿元。不过，公司短期偿债压力不大，短期借款及一年内到期长期负债总规模2.1亿元，经营现金净流能够覆盖。

**财务状况——短期基本没有偿债压力**

短期财务状况有好转迹象，流动比率93%、速动比率93%，现金收入比率较高。总体债务中带息债务占比较低，偿债压力较低。发行人未使用授信36亿元。

**债券投资建议点评**

天然的港口与区域优势，债务率低，未来区域内资产整合将进一步提升发行人的信用偿债能力。

**\*10宏图CP01**

代码: 1081181

**基本情况——经营优势明显，资产优化空间较大**

民营上市公司（上市代码600122），发行人是我国最早开展IT产品连锁业务的电子消费品销售企业，目前覆盖全国八个区域。在经营管理上发行人采用较为先进的WDM模式，该模式集销售与服务于一身，品牌效应的已经在逐渐显现。发行人是华泰证券的股东之一，共持有1.48亿股，占其总股本的2.64%，按照目前13.91元/股测算，目前该部分市值为20.58亿元，发行人暂时仍将其按成本计价。

**财务状况——充裕的现金流，短期偿债无忧**

发行人货币资金充裕，短期偿债能力极强，流动比率与速动比率分别为195%与147%。不过发行人正处于发展上升期，有不断向新市场开拓的需求，未来存在较大的资本支出项目。

**债券投资点评**

基本没有短期偿债压力，目前企业领先的经营模式将保证未来的良好发展，建议积极参与。

	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	39.43	18.19	11.29	9.98
流动资产(亿元)	84.41	57.52	40.13	37.42
短期债务(亿元)	21.42	18.78	14.22	13.37
总资产(亿元)	90.80	64.51	47.90	45.07
总负债(亿元)	49.92	39.35	27.54	26.37
经营活动现金流(亿元)	0.07	-1.63	0.74	-1.00
投资活动现金流(亿元)	1.26	-1.59	0.86	1.66
筹资活动现金流(亿元)	19.90	8.77	-0.28	0.44
主营业务收入(亿元)	51.68	107.52	82.42	61.39
主营业务利润(亿元)	0.93	2.65	1.64	1.02
EBITDA(亿元)	1.8184	4.3092	4.0014	2.5862
净利润(亿元)	0.72	2.08	1.94	0.83
主营业务利润率	1.79%	2.46%	1.98%	1.67%
流动比率	194.85%	156.69%	146.89%	144.00%
速动比率	146.50%	104.42%	81.46%	83.50%
现金收入比	0.14%	-1.52%	0.90%	-1.62%
资产负债率%	54.98	60.99	57.49	58.51
应收账款周转率%	15.29	40.38	26.96	19.41
存货周转率%	2.36	5.27	4.50	3.64
总债务/总资本	51.03	55.57	59.47	61.72
EBIT/利息费用	2.81	3.81	3.59	2.12
EBITDA/总负债	0.04	0.11	0.15	0.10

**\*10粤威华CP01:**

代码: 1081204

**基本情况——利润水平下降明显**

发行人是农业产业化国有重点企业，主要从事中纤板的生产，该行业基本达到充分竞争，所以发行人在行业内的优势并不明显。中纤板近两年产能集中释放，而下游需求并未相应上升，产业利润率有明显下降。具体到发行人来看，上半年，公司实现营业收入6.39亿元，同比增长121.86%；营业利润-2105万元，同比增长44.83%；实现归属母公司所有者的净利润1949万元，同比增长167.5%，但净利润增长主要依赖于政府补贴，主营业务利润仍然为负。

公司上半年的销售并不理想，下半年相对旺季的需求是否能如期释放，仍主要取决于出口复苏的情况和地产调控的进展。作为过去受出口经济影响较为明显的公司，目前虽受益内需拉动，但短期前景仍不是太乐观，并且地产调控带来的影响存在滞后性。

**财务状况——基本度过最低谷**

发行人经营状况转为恶劣令发行人存货上升、可变现资产减少，不过与09年底相比，除了获现能力继续向负面延伸以外，其他项目恶化程度已经有所缓和。总体负债方面，发行人有息债务规模约占资产一半，且长期借款规模占绝对多数，所以短期尚不会出现债务压力。未使用授信5.2亿元。

**债券投资点评**

经营现状及前景不佳给还款带来一定的负面影响，不过短期债务到期规模不大，并不会形成巨大的还款压力。建议关注政府对发行人的补贴情况。

	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	3.20	0.92	4.45	3.86
流动资产(亿元)	11.96	8.03	11.57	11.50
短期债务(亿元)	2.00	2.60	1.53	0.31
总资产(亿元)	34.95	31.31	30.67	20.57
总负债(亿元)	18.19	14.73	13.30	14.83
经营活动现金流(亿元)	-0.51	1.41	0.60	1.58
投资活动现金流(亿元)	-0.50	-4.42	-8.02	-3.67
筹资活动现金流(亿元)	3.29	1.45	8.46	5.13
主营业务收入(亿元)	6.39	8.94	7.49	7.52
主营业务利润(亿元)	-0.21	-0.91	-0.16	1.17
EBITDA(亿元)	0.4127	0.8705	1.5426	2.5966
净利润(亿元)	0.20	-0.50	0.70	1.70
主营业务利润率	-3.29%	-10.23%	-2.17%	15.50%
流动比率	166.19%	150.27%	198.85%	191.00%
速动比率	79.55%	43.10%	110.79%	119.34%
现金收入比	-7.97%	15.75%	8.05%	21.00%
资产负债率%	52.03	47.06	43.34	72.13
应收账款周转率%	7.56	17.45	28.41	52.66
存货周转率%	0.95	1.45	1.27	1.49
总债务/总资本	49.92	43.96	38.55	64.97
EBIT/利息费用	1.94	0.03	2.16	5.56
EBITDA/总负债	0.02	0.06	0.12	0.18



**\*10山河CP01:**

代码: 1081224

**基本情况——行业情景看好**

民营上市公司(山河智能002097),公司主营机械设备,是目前国内最大的桩工机械生产基地、体系完善的小型工程机械生产基地和国家"863计划"成果产业化基地。桩工机械和挖掘机械是公司主要收入和利润来源。随着国务院高频率出台了区域规划,区域规划的建设将带动国内工程机械需求的增加,我们对行业前景看好。

**财务状况——流动负债占比太高,短期偿债压力较大**

上半年公司实现营业收入、归属母公司股东净利润分别为14.54亿元、1.34亿元,分别比去年同期增长112%、182%。上半年公司净利润增幅超过经营收入增幅,主要原因在于2010年上半年营业收入增长及综合毛利率的提升。短期内公司有不小的偿债压力。中报的资产负债表显示,其总负债23.63亿中有23.1亿都是流动负债,在债券存续内集中归还,对于公司平衡偏紧的现金流来说存在较大压力。随着流动负债的增长,公司短期偿债指标成降低趋势,但总体而言公司速动比率在行业内仍然处于中间水平。

**债券投资点评**

本期债券可以参与。从历史规律来看,经营活动一直是公司最大的现金流入来源。通常而言,工程机械行业的一、二季度为销售旺季,三、四季度为销售淡季,对比公司财务数据可发现,除2008年以外,上半年经营活动净现金流均保持为正,本期债券的偿还在明年二季度结束之时,有较强的现金流保障本期债券的偿付。

代码: 1081226

**基本情况——不断没落的行业龙头**

发行人为民营上市公司(华微电子600630),其实际控制人为上海鹏盛科技实业有限公司,是国内最大的半导体生产商,下游需求方为彩色电视机、机箱电源与电子镇流器等。不过随着下游厂商出于成本控制的需要纷纷建立介入半导体行业,导致行业内竞争压力加大,发行人的主营毛利率从07年的30.11%下降至目前的11%。从远期来看,低利润水平将成为该行业的常态,发行人能否开拓新的产品或产业渠道是提升自身竞争力的关键。

**财务状况——短期偿债压力较小**

发行人短期偿债压力较小,流动比率与速动比率分别为116.75%和93.47%,资产负债率为44.34%,主营业务收入5.73亿元,净利润0.46亿元。整体来看各指标与08年基本一致,但与07年水平相比仍有较大差距。后续融资能力较弱,已使用授信8.55亿元,未使用授信仅为9000万元。

**债券投资点评**

没落的行业龙头,但短期债务压力仍未集聚,后续融资能力偏弱,建议关注未来是否存在资产整合的可能以及新业务的开拓。

	2010-6-30	2009-12-31	2009-6-30	2008-12-31
货币资金(亿元)	9.48	4.83	5.57	5.54
流动资产(亿元)	31.52	21.28	19.14	16.77
短期债务(亿元)	9.94	5.46	4.33	4.03
总资产(亿元)	37.87	27.08	23.76	21.17
总负债(亿元)	23.63	13.89	11.15	9.10
经营活动现金流(亿元)	0.57	-1.06	0.33	-2.48
投资活动现金流(亿元)	-0.63	-1.57	-1.03	-1.02
筹资活动现金流(亿元)	3.42	0.98	0.73	6.88
主营业务收入(亿元)	14.54	14.52	6.87	12.55
主营业务利润(亿元)	1.57	0.94	0.46	0.57
EBITDA(亿元)	1.9785	1.7711	0.8317	0.8215
净利润(亿元)	1.33	1.05	0.48	0.52
主营业务利润率	10.80%	6.47%	6.75%	4.56%
流动比率	136.48%	158.96%	193.04%	213.51%
速动比率	92.98%	91.07%	120.20%	126.14%
现金收入比	3.91%	-7.33%	4.81%	-19.77%
资产负债率%	62.39	51.31	46.93	42.99
应收账款周转率%	2.16	4.06	2.15	5.63
存货周转率%	1.13	1.34	0.73	1.59
总债务/总资本	52.59	39.22	35.12	32.38
EBIT/利息费用	9.66	5.99	5.94	4.22
EBITDA/总负债	0.08	0.13	0.07	0.09

**\*10华微CP01**

	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	5.49	5.33	3.73	6.48
流动资产(亿元)	12.51	12.62	13.07	15.95
短期债务(亿元)	6.46	7.59	5.48	5.08
总资产(亿元)	27.76	27.66	27.11	25.96
总负债(亿元)	12.31	12.36	11.98	11.41
经营活动现金流(亿元)	1.81	2.13	1.98	1.99
投资活动现金流(亿元)	-0.89	-1.84	-4.45	-1.11
筹资活动现金流(亿元)	-0.76	1.19	-0.25	3.82
主营业务收入(亿元)	5.73	10.80	10.87	11.51
主营业务利润(亿元)	0.57	0.11	0.68	1.88
EBITDA(亿元)	1.2828	1.6598	1.9752	3.0310
净利润(亿元)	0.46	0.28	0.57	1.62
主营业务利润率	9.86%	1.03%	6.26%	16.31%
流动比率	116.75%	107.67%	124.27%	153.98%
速动比率	93.47%	85.36%	79.23%	126.36%
现金收入比	31.66%	19.69%	18.21%	17.25%
资产负债率%	44.34	44.69	44.21	43.95
应收账款周转率%	2.07	3.63	2.93	2.95
存货周转率%	1.58	2.34	2.05	3.21
总债务/总资本	37.44	37.85	37.72	35.97
EBIT/利息费用	3.51	1.88	2.51	5.08
EBITDA/总负债	0.10	0.13	0.16	0.27

**\*10富润CP01**

代码: 1081237

**基本情况——纺织品业务让位于钢管业务，转型成功**

国有控股上市公司（股票代码600070），诸暨市人民政府为公司的实际控制人。发行人是浙江省印染行业的龙头企业，列入我国前十大印染企业第十位。纺织品生产及加工业务是公司的传统业务，受竞争激烈影响毛利率低；印染品生产及加工是公司主要的收入来源且毛利率较高。钢管销售及加工业务为公司新增业务。2009年开始该部分收入取得了快速的增长，在主营业务收入的占比逼近公司的印染业务。

**财务状况——短期获补偿款支持，但长期丧失一笔稳定现金流**

中报显示，公司上半年公司营业收入47529.61万元，同比增26.65%；净利润2669.95万元，同比减8.38%；归属于母公司利润982.58万元，同比减45.3%。根据公司与诸暨市交通局等签订的《22省道诸暨段收费公路收费权取消对浙江富润股份有限公司的补偿协议》，诸暨市政府已于2010年8月5日将8593.73万元补偿款支付到位。该笔款项的收付对于本期债券具有较强的保护作用，但长期影响偏负面，因为公路收费权的取消意味着公司丧失了一笔稳定的现金流。

**债券投资点评**

存续期内偿付压力不大，可以参与。但后续若有滚动发行，建议观察工信部淘汰落后产能对公司的生产经营有无影响。子公司富润印染列于工信部在2010年8月8日向社会公告的18个工业行业淘汰落后产能的2087家企业名单之中，涉及30台套设备、1680万米产能。虽然公司公告宣称本轮淘汰落后产能对富润印染的生产经营无明显影响，但淘汰的落后产能在总产能的占比不小，需要观察后续公司印染业务的经营数据再作定论。

	2010-6-30	2009-12-31	2009-6-30	2008-12-31
货币资金(亿元)	2.78	3.33	2.74	3.17
流动资产(亿元)	5.54	5.25	4.98	4.82
短期债务(亿元)	4.27	3.99	4.08	4.28
总资产(亿元)	13.63	13.09	12.71	12.77
总负债(亿元)	7.37	6.68	6.57	6.68
经营活动现金流(亿元)	0.17	0.60	0.05	0.79
投资活动现金流(亿元)	-0.56	0.14	0.13	-0.71
筹资活动现金流(亿元)	-0.33	-0.35	-0.54	-0.13
主营业务收入(亿元)	4.75	8.21	3.75	6.82
主营业务利润(亿元)	0.31	0.52	0.19	0.10
EBITDA(亿元)	0.6217	1.2929	0.6263	0.6451
净利润(亿元)	0.27	0.61	0.29	0.02
主营业务利润率	6.58%	6.36%	5.02%	1.48%
流动比率	79.23%	82.91%	76.29%	72.62%
速动比率	63.46%	68.79%	63.85%	59.97%
现金收入比	3.53%	7.27%	1.44%	11.89%
资产负债率%	54.07	50.99	51.68	52.30
应收账款周转率%	12.11	24.94	8.59	16.32
存货周转率%	4.07	8.32	4.09	6.52
总债务/总资本	54.58	51.18	51.49	53.82
EBIT/利息费用	3.54	4.41	4.16	1.28
EBITDA/总负债	0.08	0.19	0.10	0.10

**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。