

内容摘要

随着爱尔兰债务问题的爆发，关于欧债危机话题再起，欧元在短短的10多天时间里已经累计贬值3.6%之多。我们认为爱尔兰债务危机与希腊危机存在着根本性区别，虽然爱尔兰危机会给欧元区带来消极影响，而且会长时间干扰人们对欧元区复苏速度的预期。但其影响力应该不会像希腊那样，也不太可能拖累整个欧元区复苏的步伐。

央行9天之内连续2次上调存款准备金率，也是年内第五次上调存款准备金率，政策出台主要是基于抑制通胀和控制热钱，本轮物价上涨不同于2007年，成本推动是根本原因，政策频繁出台也说明央行对于目前形势的判断是比较严峻的。从效果来看目前市场已经进入通胀预期的自我实现与自我强化阶段，央行一次“靴子”的落地，显然不能被理解为利空出尽，投资者很快将会形成对下一次政策出台的新的预期，市场新一轮的调整在所难免。

加息之后债券收益率经过了大幅反弹后，调整幅度已经包含了2-3次的调整幅度，本周二债券收益率开始稳定回落，主要基于三个背景，1年央票发行利率稳定，50年国债受到市场追捧和股市连续下跌调整。历史证明熊市里的反弹总是昙花一现，判断真正反弹到来，第一，要看基本面是否有进一步恶化的可能，包括经济增速和通胀情况，是否会引发进一步的紧缩货币政策，市场紧缩预期是否消化完毕；第二，要看债券收益率平坦化进行是否接近尾声；第三，资金面是否配合，这决定需求是否回暖。真正的反弹需要三个因素相互配合，相互印证。目前在通胀预期较强的背景下，加息、准备金率进一步上调的紧缩预期依然挥之不去，反弹缺乏坚实的基础条件。目前调整还在进行，建议关注债券配置价值，不要冒然抢反弹。

信用产品方面，目前对投资者更有意义的是应该结合自身特点，进行符合自身规划的投资决策。特别是一些长期配置资金，在忍受了将近1年的低利率环境后，目前的配置价值无疑要更具优势，况且我们在数期周报中也做过假设，只要未来经济不是长期陷于通胀，当前长债的收益率在未来就有出现获利的可能性。以上观点对于“涨时买不到，跌时卖不掉”的信用产品而言更具现实意义。未来短融和企业债供给压力还会完全释放，中小企业集合票据供给量也会上升。对于下周即将发行的产品可适当参与10龙头CP，积极参与10圣农CP，回避10青投CP和10中华CP。

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层

热点关注

随着爱尔兰债务问题的爆发，关于欧债危机话题再起，欧元在短短的 10 多天时间里已经累计贬值 3.6% 之多，我们认为爱尔兰债务危机与希腊危机存在着根本性区别。虽然爱尔兰危机会给欧元区带来消极影响，而且会长时间干扰人们对欧元区复苏速度的预期。但其影响力应该不会像希腊那样，也不太可能拖累整个欧元区复苏的步伐。

央行 9 天之内连续 2 次上调存款准备金率，也是年内第五次上调存款准备金率，政策出台主要是基于抑制通胀和控制热钱，本轮物价上涨不同于 2007 年，成本推动是根本原因，政策频繁出台也说明央行对于目前形势的判断是比较严峻的。从效果来看目前市场已经进入通胀预期的自我实现与自我强化阶段，央行一次“靴子”的落地，显然不能被理解为利空出净，投资者很快将会形成对下一次政策出台的新的预期，市场新一轮的调整在所难免。

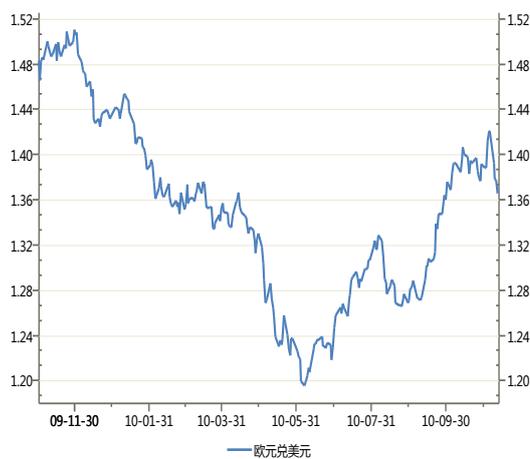
欧债危机话题再起，但影响有被夸大嫌疑

随着美联储新一轮量化宽松政策成为“过去式”，市场关注焦点被再度转回至欧元区主权债务危机上，担忧爱尔兰成为第二个希腊，并引发更大范围主权债务危机的情绪一时间四处蔓延。从 11 月 5 日的 1.42 至 11 月 19 日 1.37，欧元大幅贬值 3.6%，爱尔兰 10 年期国债利率则一路攀升至 9% 附近，比欧元区信用等级最高的德国国债收益率高出近 7 个百分点，也创下自欧元 1999 年诞生以来最高水平。

从事件本身来说，爱尔兰债务问题爆发与希腊有相似的原因，即都是经济结构不合理，而政府举债规模过大，在危机过后本国经济形势急转直下，政府负债率远远超出国际红线。据媒体报道，危机爆发后爱尔兰房价下跌近 50%，银行出现大量坏账，很多大型银行濒临破产。也正是为了救助银行业，政府举债规模越来越大。截止今年二季度末，爱尔兰政府债务规模已经达到了 124.8 亿欧元，较 09 年末增长了 19%，较 08 年末增长了 56%，较 07 年末增长了 164%。

但爱尔兰债务危机与希腊危机又存在根本性区别。首先，爱尔兰债务主要是救助银行导致，爱尔兰被救助的对象是银行并非政府，希腊的情形却是财政困境和竞争力问题并存。其次，爱尔兰债务危机是整个欧洲债务危机中的一环，并非新暴露问题，在心理层面的影响不会像希腊危机爆发时那么恐慌。事实上，在欧债危机爆发之初，爱尔兰的债务问题就已经有所暴露。8 月 24 日标准普尔也将爱尔兰的主权信用评级由 AA 下调一个等级至 AA-，且评级前景为“负面”，但市场因关注美联储可能推出的第二轮量化宽松政策而无暇顾及。因此，此时爱尔兰的债务问题突然被放大，难免有货币“阴谋论”之嫌疑。再次，希腊的前车之鉴已经让市场充分认识到欧元体制的弊端并深刻思考过救援方案，今年 6 月份成立的 7500 亿欧元的财政稳定机制以及欧盟救助希腊的经

图 1：欧元兑美元走势图显示欧元近期贬值



数据来源 Wind 资讯

验，都能助爱尔兰以一臂之力。

据媒体报道，11月18日由欧盟、IMF及欧洲央行专家组成的代表团已经开始对爱尔兰银行系统账目进行检查和评估，以判定该国是否能够依靠自身力量重整银行业，或是已到了启动“欧洲金融稳定基金”救助程序的最后关头。爱尔兰央行行长霍诺翰也在当天表示，他预计爱尔兰将接受欧盟和IMF的贷款。不过爱尔兰政府正在力争最大限度降低救助规模，以确保救助条件不至于苛刻。

因此，虽然爱尔兰危机会给欧元区带来消极影响，但其影响力应该不会像希腊那样，也不太可能拖累整个欧元区复苏的步伐。从最新公布的数据来看，欧元区的两驾马车德国与法国的经济依然较为强劲。德国第三季度GDP季率上升0.7%，年率上升3.9%，高于经济学家在先前年率增长3.7%的预期。另外，德国统计局向上修正了第一季度与第二季度的GDP增速。二季度GDP从季率增长2.2%上修至2.3%，一季度则从季率增长0.5%上修至0.6%。二季度GDP年率增速从之前的3.7%上修至3.9%，一季度GDP年率增速从之前的2.0%上修至2.1%。法国国家统计局Insee也于近期公布，受内部需求提振影响，法国第三季度GDP较第二季度增长0.4%。

就未来来看，欧元区众多小国固有的经济结构问题以及欧元区财政金融体制的固有缺陷都会长时间存在于市场的担忧当中，这也将长时间干扰人们对欧元区复苏速度的预期。

中国消费者信心回落，通胀预期继续上升

11月17日国家统计局中国经济景气监测中心与尼尔森公司联合发布了三季度中国消费者信心指数。数据显示，三季度中国消费者信心指数较二季度环比下降5点至104。分城市和农村来看，农村消费者信心明显回落，从上个季度117点下降至106点。按收入水平看，收入水平越高的消费者，其信心指数较高，而低收入者信心下降幅度较大。三季度，高收入家庭的消费者信心指数上升1点至110；中等收入和低收入消费者信心则分别比二季度下降了5和8点，至109和96。

调查还显示，76%的消费者认为未来12个月内价格总水平走势为“上涨”，比重比二季度显著上升6个百分点；19%认为“保持不变”，仅5%认为物价将“降低”。其中，农村地区和一线城市消费者对物价上涨的担忧最为强烈，农村地区有89%的消费者认为未来12个月价格总水平将“上升”；一线城市消费者认为价格将“上升”的也高达88%。

从结果来看，物价上涨尤其是食品价格上涨以及持续提升的通胀预期已经损害中国消费者的信心，而对低收入群体的伤害也最大。根据商务部最新监测数据，截止11月14日，食用农产品价格继续上涨，但涨幅缩小，其中蔬菜价格11月第一周环比上涨了4.9%，第二周环比微跌0.8%，而食用油则在10月以来不断上涨，且11月连续两周环比涨幅维持在0.5-0.6%的高位水平。

图 2： 商务部监测食用油、蔬菜价格周环比走势

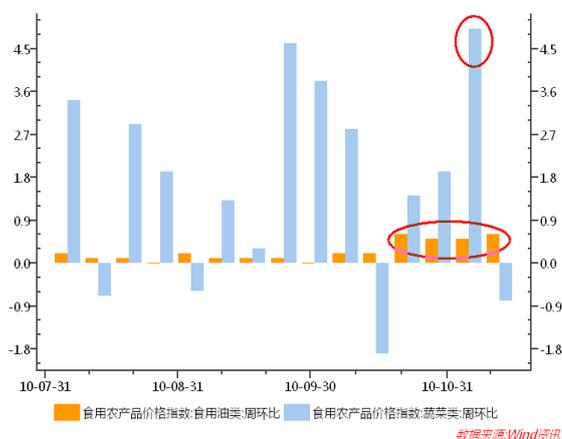
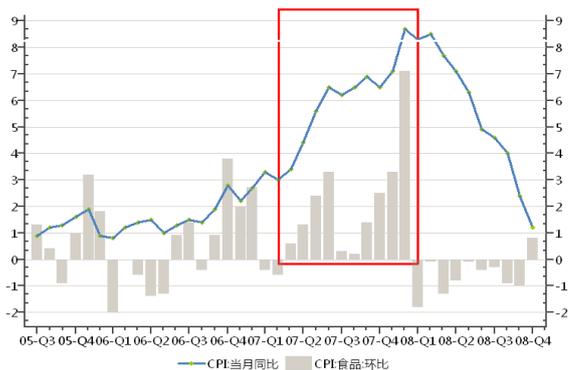


图 3: 2007 年高通胀时期食品 CPI 环比及 CPI 同比走势



数据来源:Wind 资讯

从与 07 年通胀局面的异同看当前的通胀形势

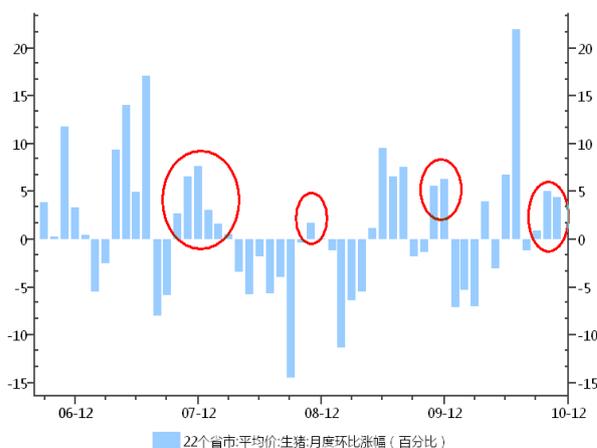
针对严峻的农产品涨价局面，各类行政手段干预力度不断加强，限价、“菜篮子”市长负责制以及严惩囤积居奇等措施严厉出台。但回顾 07 年恶性通胀时期，政府“看得见的手”也曾经大力干预，从结果来看，自 2007 年 4 月 CPI 正式步入持续上行通道后，食品价格仍连续 10 个月环比上涨，并助推 CPI 同比不断攀升，于 2008 年 2 月达到同比 8.7% 的 96 年以来最高水平。

不过今年农产品的涨价局面与 07 年存在不同。首先，今年农产品价格的最初波动是由大蒜、生姜等耐储存农产品被投机资金炒作所致，而近期蔬菜与鲜果接力领涨。商务部数据显示，11 月上旬，全国 36 个大中城市 18 种主要蔬菜平均批发价格比年初上涨了 11.3%，比去年同期上涨了 62.4%，其中茄果类蔬菜涨幅高于叶菜类，北方蔬菜价格涨幅高于南方，蔬菜季节性上涨的时间也从往年的 10 月份提前到了 6 月份，蔬菜价格涨幅高于整体食品价格涨幅。第二，两次农产品价格上升的原因各不相同。2007 年猪肉价格上升的最重要原因是供需失衡。2006 年猪蓝耳病爆发导致能繁母猪大量死亡，07 年猪肉供给量锐减。而本轮蔬菜价格的上涨，从众多草根调研信息来看，并非是供给环节出了大问题，更多的是指向了劳动力成本、农资成本以及摊位租金价格的上升。

从平抑手段来看，猪肉等具有国家储备的农产品波动可以通过国储投放予以调节。但蔬菜品种由于其不易储存性，未被纳入国家收储体系。目前针对大幅上涨的蔬菜价格，国务院提出了 7 项具体措施，具体包括：强化“菜篮子”市长负责制，稳定和提高了大城市蔬菜自给能力，加强蔬菜重点生产基地建设，改善蔬菜流通设施条件，完善“绿色通道”政策，提高蔬菜产销的组织化程度，强化蔬菜信息体系建设以及统筹抓好当前“菜篮子”产品生产供应。但对蔬菜供应链的完善也许能改善蔬菜的供应，减少流通环节中的涨价幅度，但对于成本上升的问题效果却不一定很大。

应该说农产品生产成本的上升本身是一个渐进的过程，但在今年以小综农产品为起点逐步凸显出来，也是几个条件共同叠加的结果，即季节性因素、泛滥的流动性以及农产品间的比价效应。关于中国是不是已经跨过刘易斯拐点目前仍有争论，但从我们日常生活的感受来看，农民工工资的上升已经成为一种普遍现象。在泛滥的流动性下以土地、劳动力为代表的生产要素价格上升，如果由点及面全面反映出来，则未来物价的全面上升恐怕难以避免。从 12 月份开始，农产品中以猪肉为代表的肉禽类食品又将进入新一轮需求扩张阶段，往年在 12 月前后随着天气转冷，猪肉价格必然会经历一轮或大或小的上涨（图 4），今年猪肉价格的上涨提前从 9 月份就开始。随着季节性需求的进一步提升，以成本上升为名的蔬菜大幅涨价未必不会出现在猪肉上，食品价格催生的 CPI 上升还将延续。

图 4: 历年 12 月前后生猪价格月度环比涨幅



数据来源:Wind 资讯

央行年内第五次上调存款准备金率

11月19日傍晚，央行在其网站公布，决定从11月29日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。与前几次上调存款准备金率不同，此次央行在通知之前加上了原因，即“为加强流动性管理，适度调控货币信贷投放”。年内第五次上调存款准备金率并不意外，只是在上一次上调存款准备金于本周缴款的情况下，央行仍然选择本周宣布再度上调准备金，时点有些出人意料，对市场的冲击恐怕会比上次更大。

从央行10月19日突然宣布加息开始，短短一个月，央行三次出台紧缩政策，充分彰显央行货币政策转向的坚定与坚决。如果说在上一次上调存款准备金率以及三季度宏观经济数据出台之后，市场可能仍然有人对决策层的态度抱有一丝怀疑，那本此上调存款准备金率则是彻底宣告中国货币政策已经完全进入“稳健偏紧”的周期中，因为从政策出台的频率来看，已经不亚于2007年恶性通胀时期。

政策出台的背景，一个是通胀，另一个就是热钱。从通胀的局面来看，食品价格恐怕很快要进入全面上涨阶段，而非食品价格也在工业原料、劳动力成本以及食品价格的带动下也将出现新一轮上涨。因此在通胀形势日益严峻的背景下央行运用数量工具对流动性进行回收完全是无可厚非的。但就资产泡沫而言，在房地产市场受到史无前例的严厉控制下，股票市场也在近期连续杀跌之后，离“泡沫”也更远了。另外据民间热钱课题组调查称目前6500亿热钱囤香港，罗湖口岸日进数千万，在世界经济不明朗的情况下，资金更多涌现新兴市场寻找投资途径。因此在这一阶段央行连续上调存款准备金率可能表明央行在连续5年释放流动性之后，回收流动性目标是坚决的但可能也是纯粹的。而9天连续2次上调两次准备金率也说明监管当局对于目前形势的判断是严峻的。

从政策影响来看，由于央行连续上调存款准备金率，可能会弱化短时间内加息的可能。我们也认为年内再加息的可能性已经不大了。因为从目前政策工具使用的频率来看，央行更倚重数量化工具，且数量化回收工具使用的背景是在资产泡沫还没有鼓吹起来之前。央行已经坚定的表达了他抑止资产泡沫的决心，对于市场投资者而言，未来的不确定性依然非常大，而事实上价格工具使用的顾忌无论是在国际资本流动上还是在国内大规模的政府债务上，央行还是存在一定顾忌。但年内不加息，并不代表明年不加息。在十二五规划中有这样一句话：“集中精力办好自己的事”。尽管人民币汇率承受不断的国际压力，我们认为决策层还是会选择优先解决内部问题，即抑止通胀、打击泡沫以及缓慢升值。

目前市场已经进入通胀预期的自我实现与自我强化阶段，央行一次“鞭子”的落地，显然不能被理解为利空出尽，投资者很快将会形成对下一次政策出台的新的预期，市场新一轮的调整在所难免。

现券投资策略

债券反弹行情的背景

加息之后债券收益率经过了大幅反弹后，调整幅度已经包含了2-3次的调整幅度，本周二债券收益率开始稳定回落，主要基于三个背景。

首先周二1年期央票发行利率连续2周保持稳定，为2.34%，虽然二级市场收益率连续上行，且一二级市场收益率倒挂比较明显，但一级市场的稳定给恐慌的市场一点信心。

其次，周二发行50年国债，发行利率低于市场预期10个基点，加权利率为4.4%，边际中标利率为4.48%，有效认购倍数为1.85倍，该券发行结果公布后市场多头情绪被激发出来，也稳定了中长期债券的收益率，买盘开始涌现，收益率出现了大幅下降。

再次，股市从11月12日开始大幅调整，上证综指从3184点附近下降至本周五的2884点，伴随着大盘的调整，成交量也经历了放大和萎缩，根据股市债市跷跷板的效应，也为债市的波段反弹提供了土壤。

图 5: 国债期限结构

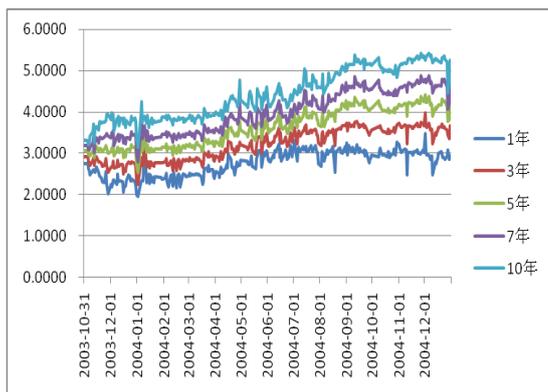
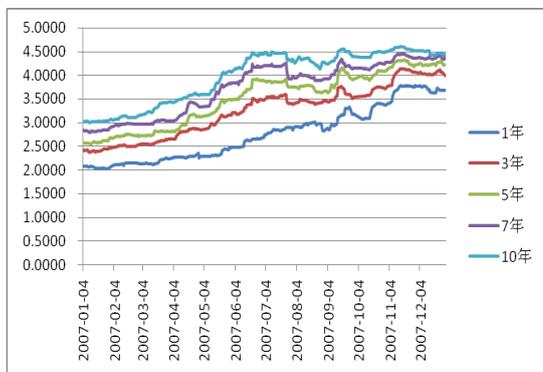


图 6: 金融债期限结构



熊市中的反弹

2004年的熊市中，债券收益率从2003年8月存款准备金率上调开始上行，但进入2004年虽然仅仅经历了一次加息和一次存款准备金率的上调，但由于债券市场自1997年成立以来的第一次加息周期，市场反应十分激烈，流动性面临着枯竭的风险，机构争相抛售央票来缓解流动性，央行还提前回收了一些央票。1、3、5、7、10年国债的债券收益率从2003年8月的2.47%、2.55%、2.63%、2.71%和2.83%上升到2004年7月下旬的3.17%、3.55%、3.9%、4.21%和4.61%，上行了70、100、127、150和178个基点。其间在2003年11月和2004年1月、2004年7-8月都有短暂的反弹，但反弹也都很短暂，且难以把握好节奏。究其原因这一阶段的物价上涨较为持续，固定资产投资增速较快，市场存在进一步紧缩政策的悲观预期。不过过后看来当时有些过渡悲观的嫌疑，收益率调整的幅度相比较加息的幅度超调了。

相比2004年，可能2007年更具参考意义，当年存款准备金率总计上调了10次，加上6次加息，使得债券收益率出现了大幅上行，截止2007年10月底各期限品种收益率比2007年初上行了130-150个基点。第一波反弹，2007年7月下旬，持续到2007年8月初，3-10年段收益率下降了10-15个基点；第二波反弹，2007年11月下旬至2008年3月，1-10年段收益率下降了40-50个基点。两波反弹行情的出现得益于贷款投放的快速回落，2007年7月新增贷款回落至2314亿，受信贷调控的压力，11月、12月的新增贷款回落至874亿和485亿，虽然当时CPI仍在高位运行，加息和准备金率上调仍在继续，但债券收益率已经回到了历史的高位，平坦化的进程已经结束，在资金面的支撑下配置性需求涌现，支撑了反弹行情的出现。

历史证明熊市里的反弹总是昙花一现，判断真正反弹到来，第一，要看基本面是否有进一步恶化的可能，包括经济增速和通胀情况，是否会引发进一步的紧缩货币政策，市场紧缩预期是否消化完毕；第二，要看债券收益率平坦化进行是否接近尾声；第三，资金面是否配合，这决定需求是否回暖。真正的反弹需要三个因素相互配合，相互印证。

从一级市场来看，本周一二级市场共发行 2 支新债，呈现短端冷遇，长端升温的局面，市场信心仍不稳定。包括 11 月 17 日发行的 50 年国债，超长期债券存在一定的配置需求，收益率 11 月 18 日发行的半年的国开行金融债 100233，首场认购出现了流标，发行利率却大大高于市场预期，落于 2.6561%，高于同期限央票约 40 个基点，高定位从而引发了该券 4.01 倍的超额认购。

本周的反弹能持续多久，第一，基本面紧缩预期较强，周五晚央行再次上调了存款准备金率 0.5 个百分点，说明对于通胀形式的判断较为严峻；第二，经历加息之后债券收益率快速陡峭化，平坦化进程需要多次加息和资金成本的提高来推动，目前债券收益率曲线的形态显然还没有达到平坦化尾声的阶段。我们看一下周二到周五市场反弹表现，以 7 年和 10 年国债为例，收益率分别从 3.85% 下降到周四的 3.68%，从 3.95% 下降到周四的 3.83%，但周五市场收益率再度回升，7 年和 10 年国债的买入报价又调升至 3.9% 和 3.75%，市场买入报价开始被点击成交，再次说明本周的反弹应该是资金面支撑下和其他市场配合下的技术面反弹，虽然配置盘在收益率上升后有动力增加配置，但在通胀预期较强的背景下，加息、准备金率进一步上调的紧缩预期依然挥之不去，反弹缺乏坚实的基础条件；第三，资金面自上周存款准备金率缴款之后，就开始有所紧张，周五再次上调准备金率后，资金面的紧张再度强化，债券收益率有望开始新一轮平坦化的进程。

目前债券市场风险仍然较大，之前政策紧缩的负面影响尚未消化完毕，新调控政策接踵而至，策略方面仍然建议缩短久期，关注债券配置价值，不要冒然抢反弹。

新债定价

国开行于下周四将同时发行今年第 34 期、35 期、36 期金融债各 100 亿元人民币，3 期债券期限都为 5 年。其中第 34 期计息方式为固定利率，第 35 期计息方式为以 1 年定存为基准的浮动利率、第 36 期计息方式为以 3 个月 Shibor 10 日均值为基准的浮动利率。最值得关注的是投资者可以按季选择在这 3 期债券间进行切换，实际上我们可以将这三支债券合并，相当于发行人赋予了投资人在债务运行过程中不断换挡的权力。除此之外，该期债券还选择在 12 月 7 日缴款，实际上还相当于内含了投资者 2 周的远期期望。我们首先从简单到复杂。假使投资者可以在固定利率与一年定存浮动利率之间进行选择，则理性的投资者应该会选择两种利率的最高值，即 $E[\max(\alpha, DepolY_t + \beta)]$ ，其中 α 表示固定

利率， $Depo1Y_t + \beta$ 表示当期 1 年定存利率加固定收益率点差。

同理，假使投资者可以在固定利率与 3 个月 SHIBOR 浮动利率之间进行选择，即 $E[\max(\alpha, Shibor_{10d,t}^{3M} + \chi)]$ ，其中

$Shibor_{10d,t}^{3M} + \chi$ 表示当期 3 个月 SHIBOR 利率 10 日均值加固定收益率点差。此外，我们也可以表示 1 年定存与 3 个月 SHIBOR 浮动利率之间的选择

$$E[\max(Depo1Y_t + \beta, Shibor_{10d,t}^{3M} + \chi)]。$$

简单描述后我们可以将本期债券每两个付息日之间的持有年化收益率表示为

$$\frac{1}{4} E[\max(\alpha, Depo1Y_t + \beta, Shibor_{10d,t}^{3M} + \chi)]，t 表示的是付息期，$$

如果将其扩展到连续时间后，则

$$E[\max(\alpha, Depo1Y + \beta, Shibor_{10d}^{3M} + \chi)]。$$

在历史的收益率运行中，持有该可转换债券的收益运行形态应该是 3 条收益率曲线中动态最高的一条。正是因为不论理性的投资者最初选择哪种产品，其都会在每个季度选择未来预期收益最高的付息方式，所以我们可以近似的认为投资者只是首期所持有的票息会存在差异，随后都会汇聚在收益最高的品种之上。可以认为首期的选择仅仅是投资者的一种入场选择，至于选择那类品种并无多大区别，所以投资者的期望应该是符合无套利定价原理的，即：

$$\alpha = E[Depo1Y + \beta] = E[Shibor_{10d}^{3M} + \chi] \quad \text{判断该期债券的}$$

$$\Rightarrow \alpha = E[Depo1Y] + \beta = E[Shibor_{10d}^{3M}] + \chi$$

关键就集中在投资者对一年定存利率以及 3 个月 SHIBOR 利率未来五年的运行预期。假使认为当前固定利率定价有效，目前市场对未来五年的一年定存利率期望是 3.34%，对未来五年的 3 个月 SHIBOR 利率期望是 3.74%。而历史上从 06 年以来 3MSHIBOR 的利率均值在 2.83% 附近，一年定存均值是在 2.91% 附近。无疑目前固定利率的定价是相对偏高的，反映了市场极为强烈的加息预期。

我们认为本期债券的招投标博弈将较为复杂，单一品种的价值并不取决于自身，更取决于其他品种。从目前的市场情况来看，由于固定利率相对偏高，投资者首期更多会选择参与固定利率品种，并在未来市场利率或加息兑现之后再选择转换为浮动利率。因为转换的比率是按照票面 1:1 进行的，所以投资者在整个过程中不会过于考虑估值问题（假使投资者持有的固息债估值下降过多，也可以在转换为浮动利率债的过程中将这种损失进行转化）。所以我们预计本期债券 3 类品种的投标利率结果都会略低于各自市

图 7：上周信用债收益率的变化情况

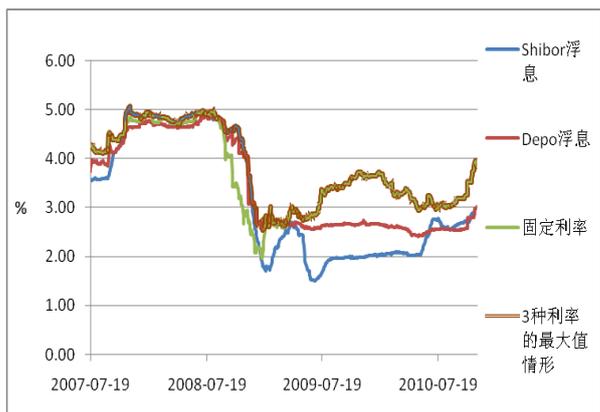
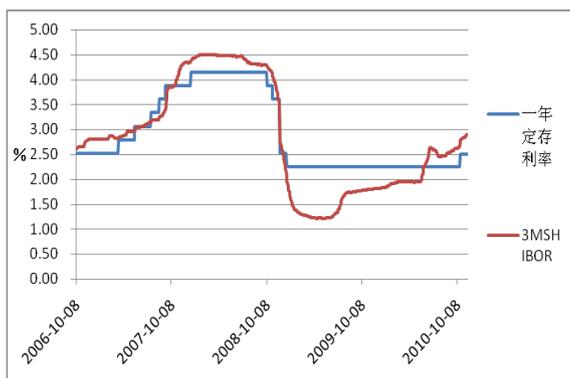


图 8：上周信用债收益率的变化情况



场同类品种，同时固定利率品种的幅度会更大一些。如果再考虑到市场接受以及流动性对债券的利空因素的话，我们预计本期债券3类品种的招标结果会趋于相互收敛。其中固定品种的招标结果应该低于估值30BP左右，即在3.5~3.55%之间，3MSHIBOR品种招标结果会在5~10BP之间，1年定存品种会在40BP~45BP附近。

而就实际价值而言，因为3MSHIBOR和固定利率均值水平都偏离市场过多，未来出现互转的可能性只在SHIBOR利率出现大幅度波动的情况下可能存在，所以关键就在于1年定存浮动品种的招标结果，如果最终结果能在45BP或以上的话，本期债券的价值就高于参与目前任一单一品种。

信用产品

近期市场判断——短期反弹难以出现

准备金率再度上调对市场的打击十分巨大，两次准备金调整累计将冻结银行流动性7000亿元人民币，而其背后隐含的是管理层应对热钱以及通胀所表达出强硬的调控决心。市场的紧缩预期并不会随着此次调整而减弱，反而有继续升温的可能，此时无论利率产品或信用产品都会面临着较为巨大的调整压力，近期的市场也充分体现了这种避险情绪。从图9中可以看到，信用产品的收益率曲线上行已经蔓延至1年期以内的短融产品。年内到期的短融受到市场追捧，特别是那些流动性好的高等级产品市场需求相对旺盛，该产品收益率较上周反而有小幅下行，同期限低等级产品收益率的上行主要还是源于流动性差，特别是基金、券商等机构对其基本没有需求。市场对跨年期的短融产品需求没有太大差异，6个月左右产品收益率上行幅度更大我们认为是收益率曲线的一种修正行为，总体上1年期以内除超AAA等级产品陡峭化明显之外，其他产品收益率都成平行上移走势。长端方面，在3年期央票利率快速上行的带动下，3年期中票的上升最为明显，从整个3年期央票与3年期信用产品信用利差的变动来看，该期限信用产品的市场表现是相对滞后的，滞后时间在3~5个交易日左右，上周信用利差的上升可以看作是收益率的补涨，如图10所示。

现在看来短期内对市场不利的因素要相对更多一些，如市场悲观预期的蔓延，银保合作暂停后保险机构参与市场可能出现的节奏放缓以及供给量的持续放大（这一点在随后会有详尽的论述）。而有利因素方面，如上周我们论述的绝对收益率已经接近甚至到达长期资金的狙击水平，但是这种市场关注的力量要提升至供需平衡的改变尚需要一定时间去消化，所以暂时还很难发挥出效应。综合目前状况来看，我们认为短期内出现明显反弹的可能性极低，虽然收益率已经上行了相当于3~4次加息的幅度，但是绝对收益与市场恐慌的较量后者仍然占据着主动。

不过在短期反弹仍然难以出现的判断下，我们仍然建议市场投资者可以在目前位置上对信用产品适当关注，我们的逻辑是：

图 9：上周信用债收益率的变化情况

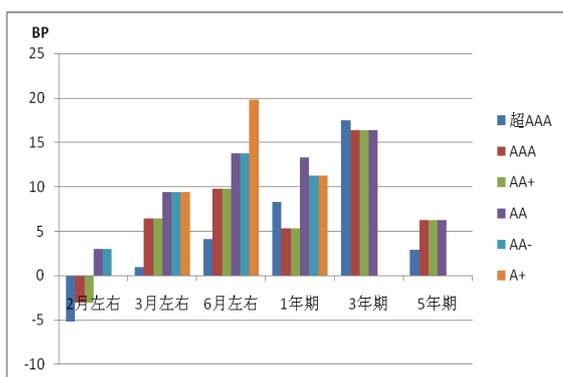
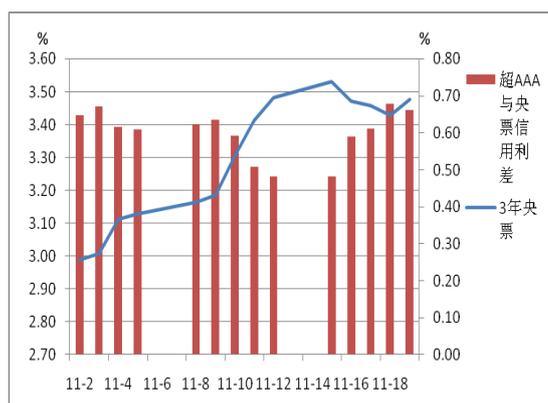


图 10：3 年期信用债上周补跌



在当前全球一体化下的多国经济与政策博弈中，单一国家政策受到外部性的影响更为明显，其诱导因素也变得更加多维，甚至相对随机。在此情况下判断国内货币政策的变动极为困难，单单以汇率为例，其间的决定因素早已不是经济而是政治，事关中美、中欧、美欧经济情况对比、美国中期选举及我国国内社会焦点等等。政策的相对难以预料使得投资者此时无论是全力做空还是全力做多都面临着较大的系统性风险，如虽然短期内市场看空强烈，但很有可能下个月如果随着CPI拐点的确立以及爱尔兰债券危机的解除市场又重新转多，最近股票市场的走势就可以作为一种有价值的参照。目前对投资者更有意义的是应该结合自身特点，进行符合自身规划的投资决策。特别是一些长期配置资金，在忍受了将近1年的低利率环境后，目前的配置价值无疑要更具优势，况且我们在数期周报中也做过假设，只要未来经济不是长期陷于通胀，当前长债的收益率在未来就有出现获利的可能性。以上观点对于“涨时买不到，跌时卖不掉”的信用产品而言更具现实意义。

对本周发行信用债的点评

本周发行了18支短融和6支中票，总发行量分别为243亿和78.1亿，短融供给仍然维持高位，供给规模要明显超过中票，反映了信用市场长端收益率的大幅上行提高了发行人的长期融资成本，限制了中票的融资需求，这种发行的期限结构特征已经延续了几周，预计这种供给特征还会持续。新发短融以中高等级为主，AA+及以上有10支。AA和AA-有7支，还有一支A+品种。中票从发行量上仍以AAA级占主导，AAA的中冶金和潞安矿共计发行65亿。比较有特点的是，本周6支中票中，有3支是中小企业集合票据，发行人分别是江苏省中小企业、北京市顺义区中小企业和北京市石景山区文化创意中小企业，发行规模分别是1亿元、0.62亿和0.48亿，期限是2年、2年和1年。3支中小企业集合票据都有第三方担保，前者担保人是江苏省信用再担保有限公司，后两者的担保人都北京首创投资担保有限责任公司。

本月开始，中小企业集合票据明显加快了发行节奏。从市场上的存量19支集合票据的发行时间来看，截至目前，11月已发行了5支，而时间区间扩展到加息之后，则共发行了8支。对比中票在加息之后放缓了发行节奏，我们似乎可以得出这样一个结论：此次加息对于大型企业贷款成本的影响要弱于中小企业，所以在中票与中小企业集合票据的发行上表现为中票融资需求减弱和集合票据融资需求的增加。所以加息通道的打开对于中小企业合理安排融资成本是个挑战，贷款利率的高企也许会使得越来越多的中小企业转向债券市场寻求低价资金，而发行量的不断增大对于中小企业集合票据这一品种来说无疑是一大利好。前期发行的集合票据流动性都不佳，近期内诸暨、闵行有零星交易，发行量的增加能提升该品种的活跃度。

由于中小企业集合票据主体信用资质更差，所以大部分债券都是有担保的。已发行的集合票据中，只有10诸暨SME没有担保，但

其优先档被东方资产承诺全额收购。集合票据担保对投资者保护的重要性更加突出。而决定债券票面利率的也正是其背后担保公司自身的信用资质。

下表所列示的几家担保公司在政府背景、资本实力、担保集中度等方面存在很大差异，所以担保能力也各不相同。中债增信和东方资产管理公司属于第一梯队，中债增信拥有交易商协会和中石油、中化等大股东支持，资本实力在集合票据的担保公司中最强；东方资产以收购、管理和处置金融机构的不良资产为主业，注册资本100亿元，由财政部全额拨入，实力也无庸置疑。其次是具有地方政府背景的江苏再担保、东北再担保、山东再担保，其中山东再担保处于业务开展的初期，实力较弱。其它担保公司多半没有形成规模，基本上是个案，如中关村、闵行、寿光，只有首创的市场化程度较高，市场认可度也不错。不过需要注意的是，首创之前的担保案例中涉及不少城投债，担保的集中度较高。如果被担保对象出现风险事件引起连锁反应，将会大大削弱首创的担保能力。

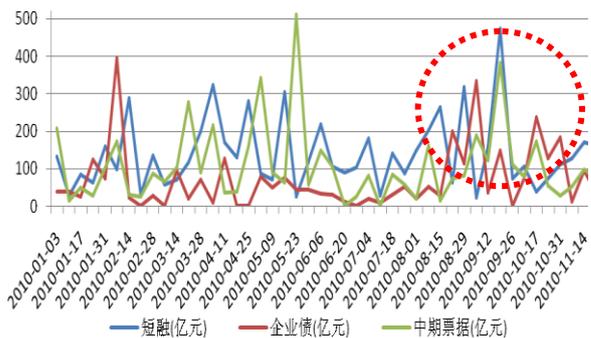
表1: 中小企业集合票据信息

| 名称 | 发行总额(亿元) | 期限(年) | 发行日期 | 票面利率说明 | 发行人 | 主体信用评级 | 债券信用评级 | 债券评级机构 | 担保人 | 担保人评级 | 主承销商 |
|--------------|----------|-------|------------|--------------|---------------|----------|--------|--------|-------------------|-------|------------|
| 09诸城 SMECN2 | 2 | 3 | 2009-11-23 | 一年定存利率+3.75% | 山东省诸城市中小企业 | BBB~A | AA- | 新世纪 | 中债信用增进投资股份有限公司 | AAA | 中信证券, 中信银行 |
| 09诸城 SMECN1 | 3 | 3 | 2009-11-23 | 一年定存利率+2.2% | 山东省诸城市中小企业 | BBB~A | AAA | 新世纪 | 中债信用增进投资股份有限公司 | AAA | 中信证券, 中信银行 |
| 09顺义 SMECN1 | 2.65 | 1 | 2009-11-23 | 4.08% | 北京市顺义区中小企业 | BB+~A | A-1 | 新世纪 | 北京首创投资担保有限责任公司 | AA | 北京银行 |
| 09寿光 SMECN1 | 5 | 2 | 2009-11-23 | 5.10% | 山东寿光“三农”中小企业 | BBB~A- | AA- | 新世纪 | 寿光市金财国有资产经营有限公司 | AA- | 农业银行 |
| 10闵行 SMECN1 | 5 | 3 | 2010-02-25 | 4.45% | 上海闵行中小企业 | BBB~A+ | AA+ | 新世纪 | 上海闵行城市建设投资开发有限公司 | AA+ | 工商银行 |
| 10中关村 SMECN1 | 0.9 | 1 | 2010-02-26 | 3.60% | 中关村高科技中小企业 | BBB+~A | A-1 | 新世纪 | 中关村科技担保有限公司 | AA- | 交通银行 |
| 10广州 SMECN1 | 1.5 | 3 | 2010-05-21 | 一年定存利率+1.30% | 广州市中小企业 | BB+~BBB+ | AAA | 联合 | 中债信用增进投资股份有限公司 | AAA | 光大银行 |
| 10诸暨 SMECN2 | 0.66 | 1 | 2010-06-28 | 5.699% | 浙江省诸暨市中小企业 | BBB~A+ | B | 联合 | 东方资产承诺全额收购 | AAA | 浙商银行 |
| 10诸暨 SMECN1 | 5.94 | 1 | 2010-06-28 | 3.8% | 浙江省诸暨市中小企业 | BBB~A+ | A-1 | 联合 | 无 | | 浙商银行 |
| 10潍坊 SMECN1 | 7.4 | 2 | 2010-08-24 | 一年定存利率+0.9% | 山东潍坊中小企业 | BBB+~A | AAA | 大公 | 中债信用增进投资股份有限公司 | AAA | 兴业银行 |
| 10江苏 SMECN1 | 3.3 | 3 | 2010-09-27 | 一年定存利率+1.85% | 江苏省高新技术中小企业 | BB+~BBB+ | AA+ | 联合 | 江苏省信用再担保有限公司 | AA+ | 南京银行 |
| 10西安 SMECN1 | 2.21 | 3 | 2010-10-21 | 4.3% | 西安市文化和科技中小企业 | BBB~A | AAA | 联合 | 中债信用增进投资股份有限公司 | AAA | 国家开发银行 |
| 10威海 SMECN1 | 5.5 | 3 | 2010-10-27 | 4.95% | 山东省威海市中小企业 | BBB~A- | AA | 新世纪 | 山东省再担保集团有限公司 | AA | 民生银行 |
| 10重庆 SMECN1 | 3.68 | 3 | 2010-10-28 | 一年定存利率+1.6% | 重庆市中小企业 | BB+~A- | AAA | 中诚信 | 中债信用增进投资股份有限公司 | AAA | 光大银行, 中信银行 |
| 10内蒙 SMECN1 | 1 | 2 | 2010-11-02 | 4.5% | 内蒙古自治区中小企业 | BBB+ | AA+ | 大公 | 东北中小企业信用再担保股份有限公司 | AA+ | 浦东发展银行 |
| 10深圳 SMECN1 | 1.25 | 1 | 2010-11-03 | 3.8% | 深圳市中小企业 | BBB~A- | A-1 | 联合 | 中债信用增进投资股份有限公司 | AAA | 国家开发银行 |
| 10京经开 SMECN1 | 1.98 | 2 | 2010-11-12 | 4.9% | 北京经济技术开发区中小企业 | BBB~BBB+ | AA | 大公 | 北京首创投资担保有限责任公司 | AA | 北京银行 |
| 10江苏省 SMECN1 | 1 | 2 | 2010-11-16 | 4.5% | 江苏省中小企业 | BBB~BBB+ | AA+ | 联合 | 江苏省信用再担保有限公司 | AA+ | 北京银行 |
| 10顺义 SMECN1 | 0.62 | 2 | 2010-11-17 | 5.1% | 北京市顺义区中小企业 | BBB~BBB+ | AA | 新世纪 | 北京首创投资担保有限责任公司 | AA | 北京银行 |

表 2: 信用债券估值变化表

| | 1年 | 较上周 | 3年 | 较上周 | 5年 | 较上周 |
|-------|------|-----|------|-----|------|-----|
| 重点AAA | 3.22 | 12 | 4 | 26 | 4.68 | 20 |
| AAA | 3.34 | 14 | 4.2 | 26 | 4.81 | 19 |
| AA+ | 3.69 | 23 | 4.49 | 23 | 5.11 | 18 |
| AA | 3.87 | 25 | 4.96 | 32 | 5.45 | 23 |

图 11: 2010 年单周短融、企业债、中票供给量

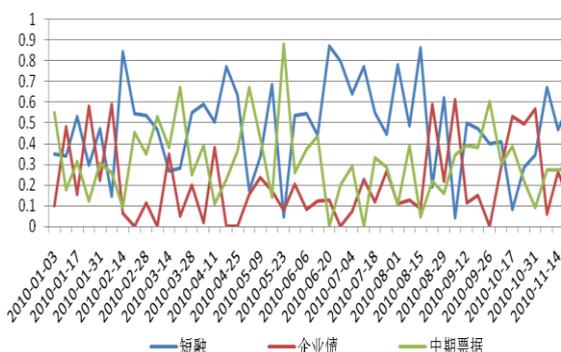


本周短融中票发行指导利率继续上调，3年期调整幅度最大，低等级大于高等级。具体到发行利率上，基本上均按照指导利率进行调整，高等级AAA比上周高14bp至3.49%。AA短融发行利率上升25bp，1年期的宁波原水发在4.2%，0.75年的统众国资发在3.99%。本周新发中票均为5年期品种，且AAA级的信用利差调整得已经比较到位。由于中冶是周一发行，用的是上周的指导利率，所以发行利率比潞安低19bp，但潞安的资质更接近AA+级，所以从投资价值来说还不如中冶。

企业债市场本周仍没有看到大的供给。本周发行的四支企业债共33亿元，发行利率开始逐步提高，但与年初的水平还有一定差距，未来还有较大的上升空间。其中开元债和京住总债与债项评级相同的同期中票发行利率相比，溢价幅度已经有所提高。开元债也比我们调研时的询价高出不少，可以看出企业债的发行利率确实开始出现补升。

上周的周报中，我们提到了预计11、12月的短融、企业债将

图 12: 2010 年单周短融、企业债、中票供给占比



成为一级市场供给的主力，而城投又会成为企业债的主要供给品种。作出这一判断主要是基于三点原因：一是从单周供给量来看，上半年短融中票供给量高于下半年，主要得益于当时的低利率环境，特别是5月底至7月，资金面紧张导致今年收益率的第一波上行，这一过程中，各类信用产品的发行量都锐减；二是从单周三类券种发行占比来看，在收益率上升的时期，中票的发行占比会大幅下降，而相应的短融占比上升，反之亦然。第三，从单周企业债供给量状况来看，我们能直观感受到自8月份以来企业债供给的加速。而企业债的供给大部分由城投债支撑，在今年6月因融资平台整顿而暂停城投债审批的时期，企业债的供给接近地量。总结来说，信用债发行券种的变化确与发行人的融资成本有很大的关联度。长期债券融资成本的提高使得一部分发行人选择离场或者向较短期品种靠拢的方式，这主要体现在中票方面。而企业债方面，前期我们一直强调，企业债市场面临的最大问题是供给的大量增加，我们也从一些券商了解到，发改委最近进一步加快审批速度，他们手上确实积压了很多待发的债券，所以我们仍坚持认为企业债后续的供给压力依然很大，发行利率未来还有继续提升的空间。

对下周将发行信用债的分析

以公告的发行计划中，至下周25日将有6支短融和6支中票发行，发行量分别为69亿元和65亿元。10圣农CP01、10中华CP01和10龙头CP01的发行人都是首次在银行间市场的发行人。下半年许多发行人都选择相邻时间段内在短融和中票市场分别发行产品来降低融资成本，浙江铁路投资有限公司也是其中之一，继9月底发行短融之后，下周又将发行一支中票。

表3: 新债发行分析

| 债券名称 | 发行起始日期 | 发行数量 (亿元) | 债券期限 (年) | 主体/债项/评级机构 | 主承销商 | 市场估值 |
|-------------|------------|-----------|----------|-------------|------------|-------------|
| 10 格力 MTN1 | 2010-11-25 | 20 | 3 | AA+/AA+/联合 | 农业银行 | 4.58% |
| 10 桂有色 CP02 | 2010-11-25 | 5 | 1 | AA-/A-1/大公 | 国开行, 南京银行 | 4.15% |
| 10 龙头 CP01 | 2010-11-24 | 2 | 1 | AA-/A-1/新世纪 | 上海银行 | 4.15% |
| 10 美的 MTN3 | 2010-11-24 | 15 | 3 | AA+/AA+/大公 | 农业银行 | 4.57% |
| 10 浙铁投 MTN1 | 2010-11-23 | 10 | 3 | AA+/AA+/联合 | 中信银行 | 1Depo+1.54% |
| 10 酒钢 MTN2 | 2010-11-23 | 5 | 2 | AA/AA/联合 | 兴业银行 | 4.44% |
| 10 船重 CP01 | 2010-11-23 | 50 | 1 | AAA/A-1/大公 | 建设银行, 中金公司 | 3.41% |
| 10 中华 CP01 | 2010-11-23 | 3 | 1 | A+/A-1/中诚信 | 兴业银行 | 4.35% |
| 10 皖煤电 MTN1 | 2010-11-23 | 10 | 5 | AA/AA/联合 | 民生银行 | 5.49% |
| 10 青投 CP01 | 2010-11-23 | 6 | 1 | AA-/A-1/联合 | 民生银行 | 4.15% |
| 10 大渡河 MTN1 | 2010-11-22 | 5 | 3+2 | AA+/AA+/中诚信 | 国开行 | 4.8%左右 |
| 10 圣农 CP01 | 2010-11-22 | 3 | 1 | AA-/A-1/大公 | 招商银行 | 4.15% |

我们对评级较低的新发债权人（10圣农CP01、10中华CP01、10龙头CP01、10青投CP01）进行重点点评。在对以上四家发行人募集资金的使用以及募集后财务报表的变化方面，具体为：

(1) 10桂有色CP本次募集的5亿元资金将全部用于替换短期银行贷款，所以不会对发行人的资产负债表构成实际总量上的影响，仅仅是会计科目上的替换以及财务费用的改变；

(2) 10龙头CP本次募集的2亿元资金中1.5亿元将用来替换银行贷款，其他5000万元用于购买存货，发行后会提高资产负债率1.08%，降低流动比率1%左右；

(3) 10中华CP本次3亿募集资金中的1亿将用来替换短期银行借款，5000万元将用于补充营运资金，1.5亿元用于获取代理经营权，发行后资产负债率将比发行前提升0.98%，流动比率比发行前高3.4%；

(4) 10圣农CP本次3亿元募集资金中将有2亿元用于购买存货、补充流动资金，1亿元用于替换银行贷款，发行后资产负债率提高3.67%，流动比率下降3.34%；

(5) 10青投CP本次募集的6亿元资金一般将用于补充营运资金，一半将用于偿还银行贷款，发行后资产负债率上升0.27%，流动比率上升1.08%。

表4: 新债投资建议

| 名称 | 行业 | 企业性质 | 未尝债券余额 | 本期债券发行后的数据 | | 投资评价 |
|------------|---------|-------|--------|------------|---------|------|
| | | | | 资产负债率 | 流动比率 | |
| 10 青投 CP01 | 多领域控股 | 全资国有 | 无 | 83.25% | 73.56% | 回避 |
| 10 圣农 CP01 | 食品加工与肉类 | 家族企业 | 无 | 46.74% | 114.30% | 参与 |
| 10 中华 CP01 | 汽车零售 | 国有股份制 | 无 | 68.21% | 85.12% | 谨慎 |
| 10 龙头 CP01 | 纺织品 | 国有股份制 | 无 | 45.44% | 149.95% | 参与 |

10圣农CP

圣农发展是一家从事肉鸡养殖、屠宰、销售的民营上市企业，养殖肉鸡行业具有一定的地域性特征，运输成本决定了该行业所属企业的销售半径不会太广，所以该行业虽然企业众多，但竞争优势却相对集中在少数企业中。我们认为对该发行人需要关注的要点是：

(1) 非公开定向增发股票。发行人拟在股票市场定向增发不超过15亿元的股票，如果按照目前市场价格来计算的话，发行规模不会超过5000万股，即使市场环境恶化价格折半的话也不会超过1亿股，对于目前公司股权不会产生实质上影响。所以公司股东推进这一融资措施的动力还是比较强的。但是公司在今年已经完成了一次增发，管理层是否会短期内再次批准尚存在疑问。好在发行人从事的是食品加工生产业务，募集资金用途也适用于扩大生产，这正好契合了管理层急需扩大食品供给，控制食品价格的宏观目标，可能性要比其他企业高出不少。如发行人定向融资获批，则未来3~5年其资金实力都能保持在较强的水平，所以此点是投资者最应该关注的；(2) 资本支出项目的运作进程。发行人计划建设规模为9600万羽的鸡肉生产基地，建成后规模将比现今扩大一倍以上，由于资金投入将近25亿元，本次债券的募集以及拟定向增发的股票资金都

图 13: 圣农财务分析

| | 2010-6-30 | 2009-12-31 | 2008-12-31 | 2007-12-31 |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|
| 货币资金(亿元) | 5.11 | 3.94 | 0.95 | 0.38 |
| 流动资产(亿元) | 9.29 | 7.35 | 3.68 | 2.12 |
| 短期债务(亿元) | 5.32 | 2.28 | 5.08 | 4.05 |
| 总资产(亿元) | 26.67 | 21.79 | 14.63 | 11.30 |
| 总负债(亿元) | 10.92 | 5.99 | 7.97 | 5.64 |
| 经营活动现金流(亿元) | 0.12 | 2.58 | 2.63 | 1.99 |
| 投资活动现金流(亿元) | -3.51 | -4.54 | -2.50 | -2.22 |
| 筹资活动现金流(亿元) | 4.88 | 5.17 | 0.03 | 0.42 |
| 主营业务收入(亿元) | 8.67 | 14.38 | 12.95 | 8.97 |
| 主营业务利润(亿元) | 0.68 | 1.99 | 1.82 | 1.69 |
| EBITDA(亿元) | 1.4117 | 3.3939 | 3.0555 | 2.4902 |
| 净利润(亿元) | 0.69 | 2.00 | 1.81 | 1.67 |
| 主营业务利润率 | 7.79% | 13.82% | 14.06% | 18.80% |
| 流动比率 | 136.52% | 164.13% | 48.97% | 39.27% |
| 速动比率 | 100.18% | 112.16% | 24.04% | 17.57% |
| 现金收入比 | 1.37% | 17.93% | 20.33% | 22.14% |
| 资产负债率% | 40.93 | 27.50 | 54.48 | 49.93 |
| 应收账款周转率% | 11.64 | 20.39 | 22.17 | 21.22 |
| 存货周转率% | 3.12 | 5.42 | 6.67 | 6.68 |
| 总债务/总资本 | 38.18 | 23.14 | 49.84 | 44.55 |
| EBIT/利息费用 | 7.45 | 6.04 | 5.36 | 8.68 |
| EBITDA/总负债 | 0.13 | 0.67 | 0.38 | 0.44 |

图 14: 青投财务分析

| | 2010-6-30 | 2009-12-31 | 2008-12-31 | 2007-12-31 |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|
| 货币资金(亿元) | 0.00 | 18.56 | 5.75 | 15.43 |
| 流动资产(亿元) | 0.00 | 53.31 | 30.15 | 44.04 |
| 短期债务(亿元) | 0.00 | 56.65 | 28.58 | 23.99 |
| 总资产(亿元) | 0.00 | 171.73 | 127.19 | 122.09 |
| 总负债(亿元) | 0.00 | 141.31 | 99.75 | 91.94 |
| 经营活动现金流(亿元) | 0.00 | -0.02 | 4.43 | 6.54 |
| 投资活动现金流(亿元) | 0.00 | -24.15 | -9.33 | -11.63 |
| 筹资活动现金流(亿元) | 0.00 | 36.97 | -4.76 | 15.53 |
| 主营业务收入(亿元) | 0.00 | 47.53 | 55.00 | 59.73 |
| 主营业务利润(亿元) | 0.00 | 2.21 | 2.09 | 7.12 |
| EBITDA(亿元) | 0.0000 | 11.4766 | 11.1603 | 13.7292 |
| 净利润(亿元) | 0.00 | 2.34 | 1.46 | 5.73 |
| 主营业务利润率 | #DIV/0! | 4.65% | 3.80% | 11.91% |
| 流动比率 | 0.00% | 67.57% | 52.16% | 98.64% |
| 速动比率 | 0.00% | 44.62% | 32.45% | 80.86% |
| 现金收入比 | 0.00% | -0.05% | 8.05% | 10.96% |
| 资产负债率% | 0.00 | 82.28 | 78.43 | 75.31 |
| 应收账款周转率% | 0.00 | 21.81 | 6.42 | 6.80 |
| 存货周转率% | 0.00 | 2.52 | 4.82 | 6.52 |
| 总债务/总资本 | 0.00 | 88.94 | 84.71 | 76.76 |
| EBIT/利息费用 | 0.00 | 1.73 | 1.47 | 3.77 |
| EBITDA/总负债 | #DIV/0! | 0.08 | 0.11 | 0.15 |

图 15: 龙头财务分析

| | 2010-6-30 | 2009-12-31 | 2008-12-31 | 2007-12-31 |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|
| 货币资金(亿元) | 2.98 | 3.29 | 2.40 | 2.95 |
| 流动资产(亿元) | 16.68 | 16.27 | 18.15 | 19.51 |
| 短期债务(亿元) | 6.06 | 6.25 | 9.27 | 10.45 |
| 总资产(亿元) | 25.18 | 25.01 | 28.64 | 30.67 |
| 总负债(亿元) | 11.28 | 11.29 | 15.06 | 17.07 |
| 经营活动现金流(亿元) | 0.43 | 1.47 | 0.50 | 1.76 |
| 投资活动现金流(亿元) | 0.08 | 2.92 | 0.84 | 0.66 |
| 筹资活动现金流(亿元) | -0.73 | -3.74 | -1.94 | -2.60 |
| 主营业务收入(亿元) | 14.05 | 29.72 | 36.77 | 37.96 |
| 主营业务利润(亿元) | 0.06 | 0.50 | -0.70 | -1.22 |
| EBITDA(亿元) | 0.6400 | 1.7210 | 1.8864 | 1.7112 |
| 净利润(亿元) | 0.19 | 0.42 | 0.20 | 0.18 |
| 主营业务利润率 | 0.43% | 1.68% | -1.91% | -3.21% |
| 流动比率 | 148.47% | 144.66% | 120.97% | 115.28% |
| 速动比率 | 85.02% | 79.43% | 58.52% | 57.98% |
| 现金收入比 | 3.05% | 4.94% | 1.35% | 4.63% |
| 资产负债率% | 44.77 | 45.14 | 52.57 | 55.66 |
| 应收账款周转率% | 5.06 | 9.50 | 11.06 | 11.38 |
| 存货周转率% | 1.54 | 2.91 | 3.24 | 3.21 |
| 总债务/总资本 | 31.31 | 32.23 | 42.28 | 45.27 |
| EBIT/利息费用 | 3.25 | 2.33 | 1.99 | 1.69 |
| EBITDA/总负债 | 0.06 | 0.15 | 0.13 | 0.10 |

是用于此项目, 该项目的成败至关重要; (3) 玉米价格未来走势。玉米占据发行人生产成本的70%, 所以玉米价格的走势对于其经营至关重要。今年全球农产品价格的大幅度上升令发行人毛利率明显下降; (4) 肯德基、双汇等产品未来价格上涨对发行人的带动。肯德基、双汇是发行人的主要产品销售方, 从谈判博弈的相对力量来看发行人处于劣势, 同时肯德基等食品卖方价格向上存在刚性难度, 客观上限制了发行人产品的提价空间。

我们认为发行人处于规模扩张期, 3年内都会处于资金流入阶段, 债务投资的风险较低。

10青投CP

青海省投资集团是青海省国资委100%所有企业, 主要从事冶金、煤炭开采、电力以及多元化投资等等, 其中冶金业务占发行人业务比重的82.6%。我们认为发行人的冶金、煤炭业务不具有市场竞争力, 电力业务具有地理优势: 首先最主要的冶金业务所用原料基本进口, 一方面是国际铝价格的大幅度上涨, 一方面是电解铝行业的产能过剩, 全国都处于对落后产能的淘汰进程中, 与行业内相关企业如中铝、万方、云铝相比, 发行人的劣势明显。其次煤炭开采方面, 发行人所有煤矿多为贫矿, 新发现富含充足储量的煤矿尚需投入大量资金完成前期基础设施建设, 短期难以见效。最后, 发行人所处地势拥有较为丰富的水电资源, 电力业务发展前景广阔, 从政策上也是未来国家支持的方向。

综合来看, 发行人经营面临着较为严峻的转型时期, 对资金的需求量极大, 未来中央对西部发展的政策方针以及当地新发现煤矿对优质大型企业的吸引力是极为关键的。从贷款成本上我们尚看不到政策对发行人的支持, 大部分贷款利率水平都要高于基准, 表明当地金融机构对其融资是持谨慎态度的。

虽然从远景上来看, 发行人可能会在国家支持下获得大幅度的信用提升, 但由于不确定较大, 仍然不建议稳健型的投资者参与本期债券的投资。

10龙头CP

实际控制人上海纺织集团控股有限公司是上海市国资委直属企业, 发行人主要从事纺织品的生产以及销售。纺织品行业近两年国内生存环境最为严峻, 主要是源于外部需求的下降以及对人民币汇率的压力两方面。对于发行人的债务投资, 我们认为可以关注以下几个方面内容: 首先是关注发行人对现金的占用情况。发行人的应收账款+预付账款+应收票据与预收账款+应付账款+应付票据之间的差额一直在2亿元左右, 发行人对现金的占用能力相对较弱; 其次就是发行人市场定位从海内外兼顾到以国内市场为主的转型是否能成功。发行人的优势在于三枪、海螺等品牌在国内有一定市场基础, 劣势在于该类产品的市场影响力正逐渐被新兴技术产品所取代, 如何定位是极为关键的。我们认为假如发行人着重于中间收入人群销售定位的话, 未来仍将具备市场竞争力, 否则或面临较高

的资本支出，或毛利率显著下降；最后，发行人资产中9.5亿元已进行借款抵押，占有资产的38%，占净资产的85%，资产对本期债券的偿付保障较差。

从当前的情况来看，发行人的经营运行总体上是平稳正常的，对现金的占用劣势、毛利率较低、抵押资产规模较大都是纺织行业所共有的一些特征。发行人是国内纺织生产制造的领先者，同时短期尚能保持持续盈利，虽然利润薄，但经营十分稳定，我们认为短期内其债务风险较低。

10 中华CP

发行人主要从事汽车销售与风电项目，辽宁省国资委是其最大控股股东，虽然其持股数仅占发行人总股本的11.3%，但由于发行人汽车销售业务主要依赖华晨下属3大品牌，而华晨汽车是辽宁省国资委所属企业，汽车销售又占发行人业务总量的95%以上，所以发行人的实际控制人仍为辽宁省国资委。我们认为发行人主营业务在业内具有一定特点，其实际上是华晨汽车的直营4S销售店，所以并不存在对上游行业的竞争，未来经营的利润空间不仅来源于自身的经营状况，更来源于华晨汽车的市场竞争力。华晨汽车目前在全国汽车销售中排名第9，发行人主要经营布局多为全国二三线城市，在该地区华晨汽车竞争力较强，所以短期内发行人的经营状况应较为稳定。至于发行人目前大力发展的风电业务，我们认为影响力较小，但需注意对发行人短期资金的消耗情况。

另外，发行人资产中有较大部分为资本市场投入，波动性较大，这直接导致发行人的资产负债结构以及盈利变动幅度较大。截至2010年6月末，公司共持有金杯汽车股票5,427.99万股，持有第一医药股票39.06万股，持有广发银行股权17,389.70万股。但是该部分股权对公司偿债支持力度有限，主要因为公司以持有的4,700万股金杯汽车、16,561.62万股广东发展银行股权进行质押向上海银行取得7,100万元短期借款、向浙商银行取得20,000万元短期借款，被质押股权占公司2010年6月末净资产规模的26.31%。也就是说本期债券的投资人处于利益平衡的劣势方，要完全承受发行人资产质量向下波动的风险，但是很难享受到其资产质量向上波动的好处。

总体上来看，我们认为高风险承受能力投资者可适当参与本期债券的投资，风险厌恶者可回避。

图 16：中华财务分析

| | 2010-6-30 | 2009-12-31 | 2008-12-31 | 2007-12-31 |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|
| 货币资金(亿元) | 10.89 | 9.94 | 5.74 | 4.92 |
| 流动资产(亿元) | 28.63 | 18.65 | 16.34 | 16.03 |
| 短期债务(亿元) | 8.74 | 8.28 | 5.40 | 6.98 |
| 总资产(亿元) | 58.98 | 52.16 | 38.61 | 39.61 |
| 总负债(亿元) | 37.65 | 30.20 | 19.52 | 18.79 |
| 经营活动现金流(亿元) | 2.04 | 2.40 | 0.31 | 2.21 |
| 投资活动现金流(亿元) | -3.05 | -6.68 | -2.91 | 1.09 |
| 筹资活动现金流(亿元) | 0.23 | 8.17 | 1.29 | -2.14 |
| 主营业务收入(亿元) | 26.30 | 27.52 | 29.16 | 37.70 |
| 主营业务利润(亿元) | 0.69 | 1.38 | 0.54 | 1.41 |
| EBITDA(亿元) | 1.7046 | 2.5486 | 1.4589 | 2.4223 |
| 净利润(亿元) | 0.65 | 1.29 | 0.39 | 1.23 |
| 主营业务利润率 | 2.63% | 5.03% | 1.86% | 3.74% |
| 流动比率 | 98.05% | 84.95% | 96.59% | 89.61% |
| 速动比率 | 78.57% | 71.91% | 76.29% | 63.83% |
| 现金收入比 | 7.76% | 8.71% | 1.07% | 5.87% |
| 资产负债率% | 63.83 | 57.91 | 50.55 | 47.44 |
| 应收账款周转率% | 20.80 | 33.22 | 28.74 | 30.21 |
| 存货周转率% | 5.68 | 7.82 | 6.66 | 8.42 |
| 总债务/总资本 | 58.47 | 53.00 | 44.03 | 35.48 |
| EBIT/利息费用 | 2.64 | 3.84 | 2.08 | 3.87 |
| EBITDA/总负债 | 0.05 | 0.08 | 0.07 | 0.13 |

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。