

内容摘要

虽然我们提示投资者仍需关注短期内食品价格上涨带来的影响，但关于通胀走势，我们依旧坚持在月报中的观点，即前期领涨的蔬菜等农产品并未有根本性的供给短缺问题，而肉禽类农产品也会由于收储制度的调节，涨价幅度应该能有控制，劳动力成本只要上升的速度不是很快，对CPI的抬升就不会如此剧烈。因此，食品价格带来的CPI剧烈调整可能还是应该归为短期影响，而明年物价走势中最大的不确定性其实是在全球范围内定价的能源、金属等生产资料，全球经济的复苏其实与美国的利益诉求是一致的，因为复苏趋势下美元就有可能维持弱势，两者都对原油、金属等价格产生重要的上升推动力，由此造成国内的输入性通胀压力。

从11月的托管数据来看，配置盘增仓的迹象明显，我们认为未来较大概率事件是12月债券收益率经历快速下降后转为小幅下降，降幅会收窄。考虑到明年1月份新债供给仍较少，虽然资金面在财政存款的支撑下可能为转为充裕，但基本面并不支撑债券收益率大幅下降，债市小幅震荡调整行情将延续，但我们仍不建议交易盘抢反弹，继续坚持月报中观点，配置盘可关注本月新发债券，适当建仓。

随着对于行情我们认为信用债的行情仍难见企稳，而市场盘面中收益率利率产品下降，信用产品略升的实际走势也支持了我们的观点。另外，对于《发改委关于进一步规范地方投融资平台发行债券行为通知问题的通知》，我们认为今后发行的城投债资质将更有保证，市场的认可度也会逐渐提升，虽然城投债与非城投债之间的信用价差依然会长期存在，但有逐渐缩窄的可能。至于老债新债中政府信用的嵌入，在短期内并不会会有实质上的变化，市场投资者也不会做明确区分。

对于近期发行的新债申购，我们仍然仅建议配置盘参与，在AA-以下的信用债产品中，我们认为10黔轮胎CP01和10京有色CP01要略好。至于10三峡CP01，我们认为其实际信用应该与其担保人中国三峡总公司一致，是一只AAA产品。

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

制造业景气指数继续回升，但增速放缓，企业对未来预期心态略显犹豫

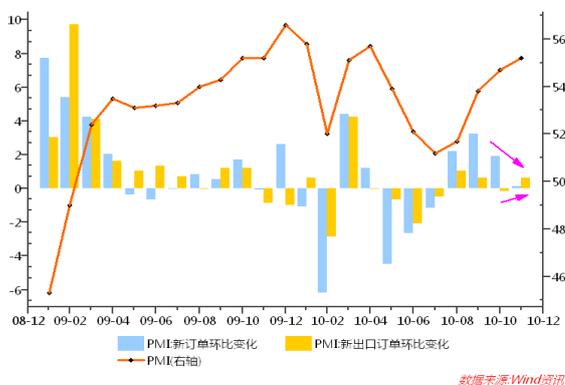
11月中采PMI指数上升至55.2%，连续第四个月回升，月环比升幅为0.5个百分点，经季节性调整后11月PMI环比涨幅扩大至0.96个百分点，但季调前后的月环比涨幅均较10月份明显缩窄。11月汇丰PMI指数反映出类似走势。11月汇丰PMI较上月回升0.5个百分点至55.3%，环比涨幅较上月1.9%的水平有较大幅度缩小。可见，制造业景气指数继续回升，但速度有所放缓。

从具体分项来看，11月生产指数延续8月以来的反弹，环比上月提高了1.4个百分点至58.5%，环比涨幅较10月明显扩大，反映企业产量稳步增长，且速度加快。从行业来看，烟草制造业、电气机械及器材制造业、交通运输设备制造业、纺织服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业、医药制造业等行业生产量环比快速增长；饮料制造业、石油加工及炼焦业、黑色金属冶炼及压延加工业、造纸及印刷业等行业受节能减排影响产量回落明显。但11月新订单指数热度下降，虽继续保持在50%上方，但与10月水平基本持平，环比仅微涨了0.1个百分点。11月新订单的支撑可能大部分来自新出口订单的增长，11月PMI新出口订单指数扭转了10月下滑走势，环比升高至53.2%。8月份以后PMI新订单指数显示较为强劲增长，但环比增速从9月开始逐步收敛至11月仅有0.1%的涨幅，其中9/10月份新出口订单增速出现下降，这应该是新订单指数增速回落的主要原因，不过11月份新出口订单增速反弹而新订单指数增速回落，一升一落中折射出市场需求中坚力量可能有所转换，前期内需反弹特征明显，而目前内需增长动力趋弱而外需走强。

在10月份企业转入再库存之后，11月企业库存水平继续上升。但由于11月新订单增长小于生产量增长，11月企业库存指数较上月环比大幅增加至47.7%，高于历史均值1个百分点，新订单-产成品库存的供需缺口也自8月份持续扩大之后，11月份有所缩小。从历史上来看，06-07年虽然企业库存水平不断提高，但市场需求跟随上升，PMI的供需缺口基本维持在12%左右。就目前来看，市场需求上升速度收敛，企业在连续两个月补库存之后未来生产活动有可能会有所放缓，以观望经济形势变化。

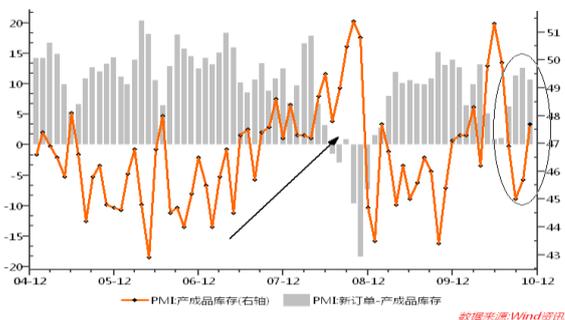
从企业对原材料的库存变化中同样可以看出企业犹豫的心态。在9月企业原材料库存大幅增加之后，近两个月企业原材料库存增幅增速有所放缓，其中11月PMI原材料库存指数较上月环比仅增长0.2个百分点至49.7%。企业原材料价格的连续上涨也是企业对原材料库存计划产生影响。从8月以来，企业原材料购进价格指数连续攀升，8至11月分别为

图 1: PMI 新订单环比变化



数据来源: Wind资讯

图 2: PMI 产成品库存与供需缺口变化



数据来源: Wind资讯

60.5%、65.3%、69.9%和73.5%，环比上升10.1、4.8、4.6、3.6个百分点，11月份达到2008年7月以来的最高点。从行业情况看，20个行业的购进价格指数均在临界点以上，其中石油加工及炼焦业、化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业等行业原材料购进价格环比涨幅显著。就未来来看，弱美元下原材料价格可能还有望继续上升，全球经济复苏也有望加大对原材料的需求，企业面临的成本压力可能在较长时间内都难以缓解。

通胀压力缓解？

媒体持续报道，菜价回落了，蒜价姜价回落了，糖价也回落了。监测数据显示，近期蔬菜价格下降品种范围扩大，每日价格下降品种由原来的十一二种增至十五六种。受菜价整体下降的影响，11月中旬以来，前期涨幅较大的生姜、大蒜价格出现回落。截至12月2日，生姜、大蒜价格累计降幅已超过5.0%，部分省市大蒜价格累计降幅超10%。

商务部监测的数据也显示，截止11月28日，蔬菜价格环比负增长，但其他品种诸如猪肉、鸡蛋等，则是大幅上涨，猪肉环比涨幅达4.1%，较上个月扩大2.5个百分点，蛋类价格环比上涨3.9%，涨幅较上月扩大3.6个百分点。因此尽管蔬菜价格环比下跌，但其他商品价格的大幅上升应该会部分抵消蔬菜价格环比下跌带来的影响。综合来看，食品价格上涨的高峰并没有过去，11月CPI同比回落的可能性也不大。目前市场心态的放松主要源于前期对于通胀的过度恐慌，随着各项行政手段作用的显现，市场情绪得到舒缓从而助推了这一轮市场情绪的小幅回暖。

虽然我们提示投资者仍需关注短期内食品价格上涨带来的影响，但关于通胀走势，我们依旧坚持在月报中的观点，即前期领涨的蔬菜等农产品并未有根本性的供给短缺问题，而肉禽类农产品也会由于收储制度的调节，涨价幅度应该能有控制，劳动力成本只要上升的速度不是很快，对CPI的抬升就不会如此剧烈。因此，食品价格带来的CPI剧烈调整可能还是应该归为短期影响，而明年物价走势中最大的不确定性其实是在全球范围内定价的能源、金属等生产资料，全球经济的复苏其实与美国的利益诉求是一致的，因为复苏趋势下美元就有可能维持弱势，两者都对原油、金属等价格产生重要的上升推动力，由此造成国内的输入性通胀压力。

现券投资策略

11月托管数据点评：配置盘逐步加大配置力度

中债登公布的最新统计数据 displays，截至2010年11月末，债券市场托管总量一举突破20万亿关口达20.18万亿，其中11月份单月债券托管量增加2799亿元，扭转了10月托管量下降局面，其中中国债11月净供给量为370亿元；金融债（含次级债等）净增量为976亿元，央票净供给235亿元，短融、企业债以及中票的

图3：商务部监测各食品分项周环比变化

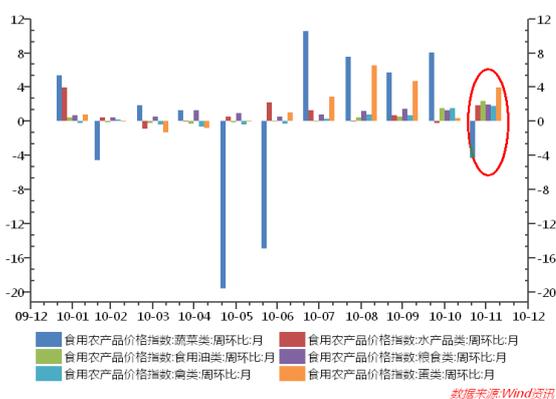
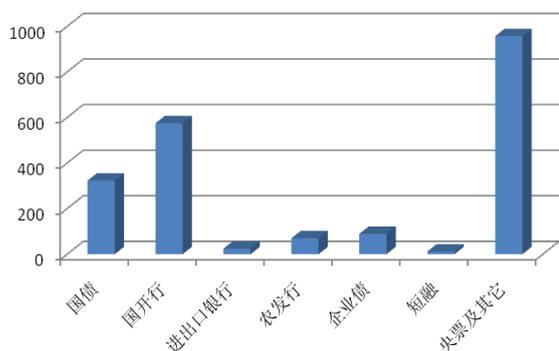


图4：11月托管数据



净供给量也超过了 623 亿元。

增持的最大主力来自全国性商业银行，其在 11 月债券托管量增加了 2050 亿元，其中央票增仓量最大，在债券托管增量总额中占比达到 47%，其次为政策性金融债，占比为 33%，而政策性金融债中国开债 11 月的托管增量达到 575 亿元，是金融债托管增量的主力，这与国开行在 11 月的债券净融资规模大幅增加有关。

面对债市资金面紧张、债券收益率高企以及调整压力未明显缓解的局面，不同类别的交易型银行投资策略有所不同。其中，外资银行选择在 11 月减持国债、央票与短融，转而大力增仓国开债，这应该与国开行三只创新的互换债券发行有关。城商行在 11 月则选择减持短融、企业债及央票以获取流动性，但国债、金融债仍表现为增仓，其中国债增仓力度为 9 月以来最高水平，反映城商行配置盘已加大配置力度并以国债为主力品种。

基金公司对债券的增持行为与股票市场行情变化有一定关系。11 月由于股票市场行情较为清淡，基金公司在本月债券增仓量要明显大于 10 月。而今年以来基金仅在 1 月与 6 月对债券进行了减持，其余月份均保持债券增仓趋势，虽然基金的持债规模增加与今年前期债基发行量较大有关，但基金持续的债券增仓的行为仍反映出基金的债券仓位已经较重。从券种来看，当缺乏明确行情的时候，央票与短融是基金两大重点持仓券种，11 月基金的增仓行为也主要体现在这两个券种上，增仓量分别达到 125 亿元与 118 亿元。而与大部分银行类机构所不同，基金在 11 月较大规模的减持了政策性金融债券。另一交易型机构证券公司在 11 月同样增仓了债券，其中国债增仓量为年内最高水平，其余品种小幅增持，而短融为减仓。

另外，保险公司继续保持较大债券增持力度，11 月保险公司债券托管量较上月新增 523 亿元，较上月环比增加 366 亿，单月增仓量达到年内第三高水平。从保险公司持仓品种变化可以看出，10 月份以后保险公司债券增持行为明显。作为流动性管理工具的央票继 10 月被保险减持之后，11 月仅小幅增持。保险公司将更多的资金投向了国债与企业债，11 月保险公司国债增仓量达到总新增量的 36%，而在企业债的投资方面，随着《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》等规定的发布，险资从 9 月份开始明显加大了企业债的投资力度。

加息后债券二次反弹行情的背景

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，我们在 12 月的月报中表示目前债券收益率已经超过了历史均值约 60 个基点，加息一次后市场调整幅度来看，已经达到了 80-90 个基点，而且 7-10 年段距离 2007 年大熊市历史最高水平仅 40 个基点左右，配置性需求开始逐步建仓。加息后 11 月中旬也出现了短暂 2 个交易日的反弹，收益率快速下降 10 个基点，但反弹昙花一现。对比两次反弹：

图 5: 外资行、城商行 11 月各券种托管量变化

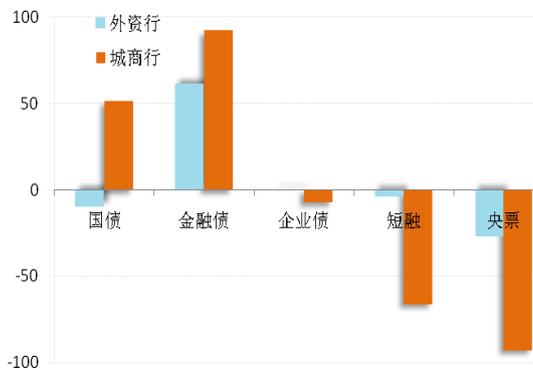


图 6: 基金债券托管增量及各券种托管增量变化

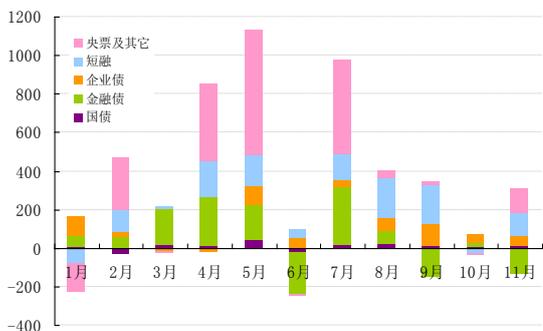
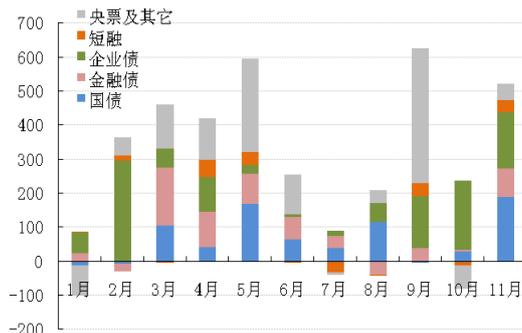


图 7: 保险债券托管增量及各券种托管增量变化



第一，两次反弹的性质相同，都属于债券大幅下跌后的技术面反弹，且均表现为收益率快速下跌后的转入横盘整理。

第二，12月新债供给减少，一级市场配置需求在目前价位蠢蠢欲动。

第三，资金面来看，存款准备金率缴款时点紧张度过后，中旬将迎来10月进行的差额存款准备金率到期，月底财政存款的释放，对资金面都构成支撑。

第四，预计的因素，我国四季度经济增速放缓预期较强，在严厉的行政价格调控下、在各方舆论宣传蔬菜价格下跌的影响下未来CPI会回落的预期。

反弹从一级市场向二级市场扩散

本周公开市场操作以净投放380亿收场，央票发行利率保持原来位置不变，12月公开市场操作量在目前的央票和回购利率水平难以完成对冲，上调存款准备金率的可能性在降低，但10月操作的差额准备金率将在12月中旬到期，政策持续2个月，有望继续操作，未来公开市场到期资金回笼需要央票利率上升来完成，若央票利率上升则收益率曲线前端仍面临着一定风险。

但短线资金面的紧张并未导致新债发行的冷遇。周三发行的5年期国债，市场认购踊跃，有效认购倍数为2.59倍，发行利率低于市场预期5个基点左右，加权中标利率为3.64%，边际中标利率为3.66%，两者十分接近。招标利率的稳定，也稳定了二级市场的紧张气氛，并带动了二级市场现券买入需求的提升，1、3、5、7、10年国债收益率普遍下降了5-15个基点左右，其中7-10年由于估值的优势最受欢迎，收益率下降幅度也最大。1、3、5、7、10年金融债收益率下降了5-10个基点，反应幅度小于国债，主要受保险公司配置性需求推动。

后市债券市场走势不确定影响因素较多，首先，要看CPI走势而定，虽然11月的CPI在政府的调控下蔬菜价格部分已经有所回落，但回落发生在11月末，对11月CPI影响相对有限，而11月的CPI也并非就是阶段高点，伴随着天气转冷，猪肉价格上涨，新涨价因素还不确定。其次，中央经济工作会议为明年宏观调控定调，12月3日中央政治局会议在京召开，“稳定经济增长，防通胀，调整经济结构”成为会议的主要精神。可以看到管理通胀的形势仍不乐观，明年新增贷款预计7—7.5万亿，从贷款规模来看货币政策紧缩程度低于市场预期，但贷款对债券的影响不是绝对利好或利空，也是一分为二的。

我们认为未来较大概率事件是12月债券收益率经历快速下降后转为小幅下降，降幅会收窄。考虑到明年1月份新债供给仍较少，虽然资金面在财政存款的支撑下可能转为充裕，但基本面并不支撑债券收益率大幅下降，预计债市小幅震荡调整行情将延续，但我们不建议交易盘抢反弹，继续坚持月报中观点，配置盘可关注本月新发债券，适当建仓。

信用产品

本周市场回顾及点评

本周信用债供给量趋少，目前收益率的快速上行对承销商构成了巨大的压力，但是从蕴藏于待发行市场中的信息来看，信用债的供给量预计会在本月中旬冲高。至于本周周中的反弹，从信用债的盘面来看，基本上没有什么变化，流动性是制约其波段空间的重要原因。虽然长期利率产品收益率大多出现了10~20BP的下行，但是信用产品本周的走势则异常平稳，除1年以下品种受到资金利率快速上升影响较大幅度抬升以外，较长期品种的波动都在5BP以内。而在二级市场成交盘面中，周中除中油股MTN、中石油MTN等个别几个品种在估值附近有稀少成交以外，市场几乎全面“噤声”。临近周末二级市场才略有活跃气氛，像平时成交稀少的企业债也有多支出现买卖，如06嘉交通债、09宁城建债和10镇江水投债等等，票息较高与期限相对较短是它们主要特点。目前在高位介入信用产品的仍然仅限于配置户，趋势难以形成的情况下交易户会以观望为主。

我们在月报中已经十分明确的阐述了对当前行情的观点，即暂时在整体上还不是期待跨年行情的时机，不过可以分品种来进行细化操作，一些被场外因素影响而出现发行利率明显偏高的企业债还是具有建仓价值的。并且从历史的经验来看，高等级债的实际操作价值要远远高于低等级债，这一点在中期票据上表现的最为明显。

图 8: 大部分期限收益率水平还是上升的

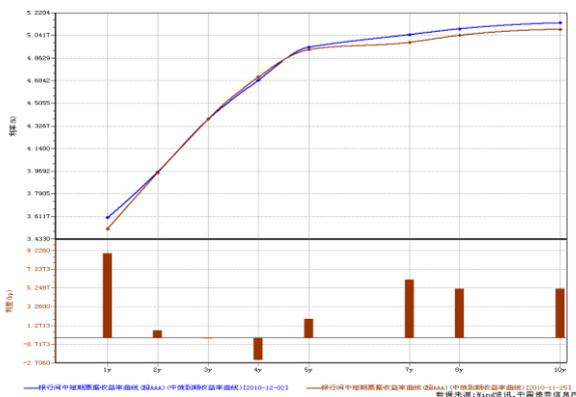
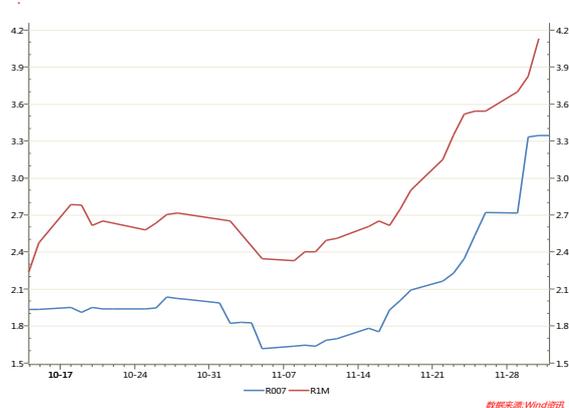


图 9: 资金利率大幅上升制约了信用债做多



发改委关于进一步规范地方投融资平台发行债券行为通知问题的通知》的点评

首先从开始对投融资平台债务风险进行重视，然后到银监会对地方融资平台的贷款自查与清理，再到前一阶段发改委对城投债发行的征求意见稿，最后到此次发改委对规范城投债具体文件的出台。我们可以清楚的看到管理层对地方政府债务融资风险是本着从水下引导至地面，从政府剥离至企业这一由不规范到规范思路运行的。管理层支持的融资方式是债券融资或者谋求其他社会融资，管理层支持的投资融平台经营方向是未来该类企业能够逐渐产生稳定的现金流，与地方财政逐渐“脱媒”。要实现这一目标将有赖

于多部门的协作以及完整的法律规范和执行，将是一个长期的过程，相信对于城投债来说，此次通知只是未来演变过程中的一个环节，但并不是终结。

具体来看，此次《通知》一是再次明确了对地方政府投融资平台的概念界定，并申明对该类公司直接融资予以支持；二是给出了管理层对发行债券审批的一些界定标准，除了平台公司偿债资金来源超过70%以上（含70%）必须来自公司自身收益之外，对于经营收入中30%来源于政府公益性项目的，当地政府必须向发行核准机构出具本级政府债务余额和综合财力的完整信息；三是对地方政府负债比率超过100%的地方投融资平台不予通过融资要求；四是再次强调了地方政府出具的任何形势的债务担保均无效；五是提高资金用途的透明度，并对一些国家政策支持项目给予优先待遇；六是要提高信息披露频率，特别是对偿债基金的信息披露。

我们认为其中最具有实际操作意义的是第二、第三和第六项。第二点可以分两部分来看：一方面目前市场存量的城投债基本上都是用于当地公益性项目，收入来源超过30%限定是比较确定的。这样一来发债地方政府的财政信息披露将越来越透明，特别是在过去一些募集说明书中只披露财政收入，不披露财政支出的案例就不甚合规。另一方面我们认为前半段对城投公司偿债资金来源的要求仅会影响到会计处理方面。因为城投公司本身就是一家为地方政府进行公益性项目建设的企业，当地政府是以财政补贴还是以按期应收账款返还，只是方式上出现改变，最终现金流来源并无多大区别。不过未来也可能会出现城投公司为提升自身现金流而进行的对当地国有企业的兼并与收购。第三点实际的操作意义最强，因为此《通知》给出了地方债务与地方财力的具体合算方法，而债务不得超过地方财力100%的规定要明显比地方债务/地方GDP和已发债券/地方财力来得更加严格，这一点基本上屏蔽了一些欠发达地区的发债可能。至于第六点，可以有效的限制发行的偿债资金流动，有助于投资者更及时的了解其运营与现金流状况。

本《通知》公布后，我们认为今后发行的城投债资质将更有保证，市场的认可度也会逐渐提升，虽然城投债与非城投债之间的信用价差依然会长期存在，但有逐渐缩窄的可能。至于老债新债中政府信用的嵌入，我们认为短期内并不会发生实质上的变化，市场投资者也不会做明确区分。至于长期出现区分的时点，可能只有在真正出现了风险事件之后才会有一个更加明确的判定吧。

信用债点评

表1：近期发行信用产品信息

| | 债券名称 | 发行日期 | 数量(亿元) | 债券期限(年) | 票面利率(%) | 主体/债项/评级机构 | 主承销商 | 担保人 |
|-----|----------|------|--------|---------|---------|-------------|--------------|-----|
| 待发行 | 10博源CP01 | 待定 | | 1 | 待定 | AA-/A-1/大公 | 浦发银行 | |
| | 10云冶MTN1 | 12-9 | 12 | 5 | | AA+/AA+/中诚信 | 中信银行 招商银行 | |

附表：地方政府债务余额及综合财力统计表

| 地方债务(截止×年×月) | 金额 | 地方财力(×年度) | 金额 |
|-----------------------|----|----------------|----|
| (一)直接债务余额 | | (一)地方一般预算本级收入 | |
| 1、外国政府贷款 | | 1、税收收入 | |
| 2、国际金融组织贷款 | | 2、非税收入 | |
| (1)世界银行贷款 | | (二)转移支付和税收返还收入 | |
| (2)亚洲开发银行贷款 | | 1、一般性转移支付收入 | |
| (3)国际农业发展基金会贷款 | | 2、专项转移支付收入 | |
| (4)其他国际金融组织贷款 | | 3、税收返还收入 | |
| 3、国债转贷资金 | | (三)国有土地使用权出让收入 | |
| 4、农业综合开发借款 | | 1、国有土地使用权出让金 | |
| 5、解决地方金融风险专项借款 | | 2、国有土地收益基金 | |
| 6、国内金融机构借款 | | 3、农业土地开发资金 | |
| (1)政府直接借款 | | 4、新增建设用地有偿使用费 | |
| (2)由财政承担偿还责任的融资平台公司借款 | | (四)预算外财政专户收入 | |
| 7、债券融资 | | | |
| (1)中央代发地方政府债券 | | | |
| (2)由财政承担偿还责任的融资平台债券融资 | | | |
| 8、粮食企业亏损挂账 | | | |
| 9、向单位、个人借款 | | | |
| 10、拖欠工资和工程款 | | | |
| 11、其他 | | | |
| (二)担保债务余额 | | | |
| 1、政府担保的外国政府贷款 | | | |
| 2、政府担保的国际金融组织贷款 | | | |
| (1)世界银行贷款 | | | |
| (2)亚洲开发银行贷款 | | | |
| (3)国际农业发展基金会贷款 | | | |
| (4)其他国际金融组织贷款 | | | |

| | | | | | | | | |
|--------------|--------------|------|----|-----|------------|-------------|--------------|------|
| | 10 滇投 CP01 | 12-8 | 4 | 1 | | AA-/A-1/中诚信 | 中国银行 | |
| | 10 黔轮胎 CP01 | 12-7 | 5 | 1 | 半年定 存浮动 | AA-/A-1/中诚信 | 民生银行 | |
| | 10 新汶矿 CP01 | 12-7 | 15 | 1 | | AA/A-1/大公 | 华夏银行 | |
| | 10 金隅 MTN2 | 12-6 | 8 | 5 | | AA+/AA+/大公 | 华夏银行 | |
| 已 发 行 | 10 华电 CP02 | 12-3 | 15 | 1 | | AAA/A-1/中诚信 | 工商银行 | |
| | 10 京有色 CP01 | 12-3 | 2 | 1 | | AA-/A-1/新世纪 | 北京银行 | |
| | 10 皖能源公司债 | 12-2 | 8 | 7 | 5.1 | AA+/AAA/中诚信 | 国泰君安 | 福建高速 |
| | 10 申能 CP02 | 12-2 | 10 | 1 | | AAA/A-1/中诚信 | 交通银行 工商银行 | |
| | 10 北部湾公司债 | 12-2 | 10 | 7 | 5.9 | AA/AA/中诚信 | 国海证券 | |
| | 10 三峡 CP01 | 12-2 | 4 | 1 | | AA-/A-1/联合 | 华夏银行 深发展 | 长江三峡 |
| | 10 海淀国资债(5年) | 12-1 | 10 | 5 | 4.7 | AA+/AAA/大公 | 中信建投 | 京基投 |
| 10 海淀国资债(7年) | 12-1 | 30 | 7 | 5.1 | AA+/AAA/大公 | 中信建投 | 京基投 | |

10黔轮胎CP01

贵州轮胎股份有限公司主要财务数据

| | 2010-6-30 | 2009-12-31 | 2008-12-31 | 2007-12-31 |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|
| 货币资金(亿元) | 3.25 | 2.66 | 3.12 | 2.76 |
| 流动资产(亿元) | 27.28 | 20.97 | 19.88 | 16.66 |
| 短期债务(亿元) | 16.32 | 12.65 | 12.82 | 7.38 |
| 总资产(亿元) | 49.56 | 43.35 | 40.18 | 35.22 |
| 总负债(亿元) | 33.92 | 27.84 | 28.02 | 23.19 |
| 经营活动现金流(亿元) | 0.20 | 3.84 | 2.53 | 1.39 |
| 投资活动现金流(亿元) | -2.61 | -3.15 | -3.17 | -4.16 |
| 筹资活动现金流(亿元) | 3.00 | -1.17 | 1.05 | 1.58 |
| 主营业务收入(亿元) | 28.05 | 47.37 | 43.74 | 40.45 |
| 主营业务利润(亿元) | 0.99 | 4.73 | 0.46 | 1.11 |
| EBITDA(亿元) | 2.5241 | 7.6776 | 3.3335 | 3.4791 |
| 净利润(亿元) | 0.76 | 3.64 | 0.49 | 0.87 |
| 主营业务利润率 | 3.53% | 9.97% | 1.05% | 2.75% |
| 流动比率 | 94.94% | 89.39% | 89.53% | 88.60% |
| 速动比率 | 60.97% | 58.48% | 54.63% | 61.36% |
| 现金收入比 | 0.73% | 8.11% | 5.78% | 3.44% |
| 资产负债率% | 68.45 | 64.22 | 69.74 | 65.86 |
| 应收账款周转率% | 3.80 | 7.63 | 10.79 | 12.95 |
| 存货周转率% | 2.75 | 4.80 | 5.89 | 6.42 |
| 总债务/总资本 | 60.91 | 56.25 | 63.13 | 51.93 |
| EBIT/利息费用 | 3.02 | 5.57 | 1.47 | 2.44 |
| EBITDA/总负债 | 0.07 | 0.28 | 0.12 | 0.15 |

贵阳市国资委是发行人的实际控制人，约占其总股本的33.36%，发行人在深圳交易所上市，交易代码000589，所有股份已完成全流通，流通市值33.19亿元（按照12月2日收盘价计算）。本期债券是发行人时隔三年之后第二次在银行间市场发行短融融资。

发行人是国内重要的轮胎生产、销售专营企业，其销售区域较为分散，国内区域中华南、京津唐冀、中原和西南地区分别占国内销售总额的26%、20%、24%和17%，不过公司销售前三名客户均为海外企业。比较来看，企业销售的特征是重点在国内，但是客户较分散，国外客户占总销售比率较小，但是较为集中。

轮胎行业的发展与汽车行业息息相关，今年国家通过刺激消费大幅度提振了国内对汽车的消费量，轮胎行业也随之蓬勃向上。通过与同行业比较，发行人的技术水平在国内处于领先水平，但与米其林、普利司通等国际大型企业相比还有较大差距。发行人位居世界轮胎生产前50名，营业毛利润为17%，高于国内行业水平（低的大约为8%，高的为14%），成本控制能力较强是发行人领先与其他同类企业的关键。

财务分析(1): 发行人资产结构中资产久期过长，负债久期较短，有一定流动性压力，流动资产在资产中占比为55%，流动负债在负债中占比81%，这导致发行人流动比率与速动比率较低。发行人今年获现能力明显下降，主要是因为2009年起，随着外部需求的下降，公司为扩大海外销售，向DEL-NAT TIRE CORP.、AMERICAN TIRE DISTRIBUTORS、TIRE ENGINEERING & DISTRIBUTIONINC 等五家海外购货企业提供了约1.51亿人民币的赊销，故2009和2010年2季度公司应收款项分别较上年增加26.98%、12.66%，这直接导致了经营现金流量净额由去年同期的5.54亿元下降至0.2亿元，该笔赊销款未来到账情况值得关注，另外

发行人应收账款账龄较长，一年以上待收应收账款接近8%。

• 财务分析(2): 发行人历史资信状况良好，银行贷款利率水平一般为基准利率下浮10%左右。目前发行人没有对外担保，质押资产为名下机器设备一套，价值4.5亿元。发行人获授信总额39.5亿元，未使用授信18.18亿元。

评价: 经营较平稳的一个公司，短期风险不大，但也没有信用等级上调的可能，关注一下应收账款到位的情况。

表 2: 截至 2009 年末我国纯碱主要企业产能、产量分布情况 (单位: 万吨/年)

| 公司名称 | 2009年末产能 | 2009年产量 | 公司名称 | 2009年末产能 | 2009年产量 |
|-------|----------|---------|--------|----------|---------|
| 山东海化 | 300 | 195 | 双环科技 | 120 | 97 |
| 三友化工 | 200 | 164 | 天津碱厂 | 120 | 83 |
| 博源集团 | 180 | 131 | 金晶科技 | 100 | - |
| 连云港碱厂 | 120 | 102 | 河南金山化工 | 50 | 31 |
| 青海碱业 | 120 | 109 | | | |

表 3: 2009 年末甲醇行业企业产能排名情况
单位: 万吨

| 排名 | 企业名称 | 制造方式 | 产能 |
|----|--------------|------|-----|
| 1 | 远兴能源(发行人子公司) | 天然气制 | 133 |
| 2 | 兖矿煤化 | 煤制 | 113 |
| 3 | 新奥集团股份有限公司 | 煤制 | 96 |
| 4 | 上海焦化 | 煤制 | 80 |

表 4: 发行人 2007 年至 2010 年 1-9 月盈利能力情况表 (单位: 万元)

| 项目 | 2007年度 | 2008年度 | 2009年度 | 2010年1-9月份 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 主营业务收 | 262,763.25 | 352,935.44 | 281,264.97 | 307,896.93 |
| 主营业务成 | 157,451.09 | 235,359.37 | 205,847.74 | 220,669.99 |
| 营业费用 | 18,484.05 | 24,250.49 | 21,998.38 | 20,639.19 |
| 占主营业务 收入比重 | 0.01% | 6.87% | 7.82% | 6.70% |
| 管理费用 | 30,187.59 | 34,109.27 | 45,533.63 | 32,436.50 |
| 占主营业务 收入比重 | 11.49% | 9.66% | 16.19% | 10.53% |
| 财务费用 | 13,367.92 | 18,484.50 | 14,324.09 | 14,068.78 |
| 占主营业务 收入比重 | 5.08% | 5.24% | 5.09% | 4.56% |
| 利润总额 | 37,371.29 | 35,135.96 | 115,869.62 | 16,114.15 |
| 净利润 | 24,316.92 | 23,457.64 | 81,668.91 | 11,256.06 |
| 主营业务毛 利率 | 40.08% | 33.31% | 26.81% | 28.30% |

10博源CP

• 发行人为民营集团企业，股权结构相对分散，自然人股东居多。截至2010年9月30日，发行人拥有8家全资或控股子公司，其中一家在深交所挂牌上市(股票代码: 000683)。

• 公司的主营业务包括天然碱化工(纯碱和小苏打)、天然气化工(甲醇)和煤炭三个板块。三大块主营业务占整个收入的95%左右。发行人目前纯碱产能达到180万吨/年，市场占有率约占全国的6%左右，是国内五大纯碱生产企业之一。发行人小苏打产能达到41万吨/年，是国内小苏打行业内的龙头企业，产能远高于位居第二的产能10万吨/年。甲醇产能达到133万吨/年，是目前国内最大的甲醇生产企业，具有较强的规模优势。煤炭产品目前只有煤炭开采和销售，年产300万吨煤炭开采产量。

主营业务分析和现金流分析

• 天然碱化工(纯碱和小苏打)是发行人最主要的收入来源，占比基本保持在50%左右，2009年-2010年收入占比较2007年-2008年下降近10个百分点，主要是2009年8月公司煤炭开采项目进入试产，并带来不错的效益导致；天然气化工(甲醇)收入是发行人第二收入来源，近三年其在总收入中的占比基本保持在35%，但受国家产业政策和天然气价格上涨的影响，公司天然气制甲醇规模将难以扩大。而公司未来重点发展的煤炭产业已被发改委列入抑制产能过剩行业，公司的发展战略是重点配合中煤推进蒙大基地建设，缺乏自主优势。

• 受金融危机影响，近年来公司营业收入波动较大；2009年公司产品价格大幅下降，使公司2009年主营业务盈利能力下滑，但公司投资收益较大，使公司当年利润水平大幅提高；2010年随着煤炭产能的释放、纯碱和甲醇价格的回升，公司盈利能力逐步回升。

• 投资规模维持高位。发行人近三年来投资增长较快，2007-2009年、2010年1-9月，发行人投资性净现金流分别为-90,724.93万元、-97,629.58万元、-157,288.52万元、-96,729.17万元。公司未来三年主要投资规划初步预计耗资47亿元。公司处于在建项目及待建项目投资高峰，存在较大的投资现金流缺口。未来几年公司仍将保持较大的投资支出，可能仍会有一定的融资需求。

资本结构和偿债能力

• 资产负债率虽然三年来逐步增加，但仍维持在一个比较合理的水平，较07年底70%以上的水平大大下降。资本债务结构合理，截至

到2010年9月末发行人资产负债率为63.66%。2009年公司利息保障倍数和债务保障倍数分别为9.16倍、1.82倍，为近三年最好水平。公司2009年度流动比率、速动比率和现金比率指标较上年有所回升，处于较好水平，主要是由于公司年末货币资金存量的增加以及短期债务规模的适度收缩。通过不断调整融资结构，逐步增加了长期借款规模，减缓了发行人短期偿债的压力。

截止2010年9月30日，发行人共获得23家银行类金融机构的授信额度合计人民币327,033万元，不过由于发行人银行授信主要是结合固定资产投资项目来进行安排，因此公司获得的银行授信金额已基本用完。

总体评价：主营业务缺乏亮点，未来资本支出压力大。发行人主营业务行业周期性特征明显，不利于企业的稳定运营；且甲醇行业面临着国家产业政策的调控及天然气涨价的风险。纯碱和小苏打优势仅在于成本低于行业平均，并无其它明显的竞争优势；公司未来重点发展的煤炭行业面临资源整合，依托中煤能源合作，缺乏自主优势。公司近年来投资支出规模较大，且逐年增加，面临较大的资本支出压力。

债务结构基本合理，流动性指标处于较好水平，通过不断调整融资结构，发行人短期偿债能力得到改善。

表 5: 发行人 2007 年至 2010 年 9 月偿债能力指标

| 偿债能力指标 | 2007年12月31日 | 2008年12月31日 | 2009年12月31日 | 2010年9月30日 |
|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 流动比率 | 0.45 | 0.49 | 0.72 | 0.67 |
| 速动比率 | 0.39 | 0.42 | 0.67 | 0.63 |
| 现金比率(倍) | 0.16 | 0.22 | 0.37 | 0.28 |
| EBITDA(亿元) | 7.25 | 8.54 | 16.14 | / |
| EBITDA债务保障倍数 | 0.67 | 0.54 | 1.82 | / |
| EBITDA利息保障倍数 | 5.25 | 2.65 | 9.16 | / |
| 资产负债率 | 72.43% | 57.25% | 58.43% | 63.66% |
| 负债与所有者权益比率 | 2.63 | 1.21 | 1.41 | 1.75 |
| 负债与有形净资产比率 | 2.21 | 1.29 | 1.56 | 1.99 |

10京有色CP01

国资委拥有企业100%的出资权益，是企业的控股股东及实际控制人。发行人是我国有色金属研究领域最大的科研开发机构，不过公司资产规模只有30亿元，是目前央企发行人中规模最小的。

发行人所属的有色金属新材料属于国家支持和鼓励发展的行业，在经营中得到了国家政策及资金方面的较大力度的支持，享受所得税优惠等政策扶持。

主营业务分析和现金流分析

有色金属加工及机电设备制造、半导体材料、稀土材料和光电材料等业务是公司主要收入来源，其中有色金属加工及机电设备制造业务贡献了公司收入的一半左右。

发行人主要产品涉及的行业与宏观经济的关联度高，宏观经济环境的变化对经营状况影响较大。日益加剧的市场竞争将对半导体材料业务的经营业绩也产生较大不利影响。近几年，受外部经济环境影响，该院的主营业务收入出现较大波动，2007~2009年的主营业务收入增长率分别为31.10%、8.97%和-25.71%。同时受原材料价格波动及人工成本上升的影响，综合毛利率呈逐年下降趋势，2007~2009年分别为13.81%、12.61%和11.65%。公司未来盈利难以显著提升。

近几年，由于不断新建和扩建生产线及其配套设施，投资活动现金均处于净流出状态。2007~2009年及2010年1~6月投资活动产生的现金流量净额分别为-0.43亿元、-0.90亿元、-1.05亿元和-0.31亿元。所需资金以经营活动回笼的现金为主，外部融资为辅。资本结构和偿债能力

表 6: 京有色主要财务信息

| 代码 | d10112601 北京有色金属研究总院 | | | | |
|------------|----------------------|-----------|------------|------------|------------|
| | 2010-9-30 | 2010-6-30 | 2009-12-31 | 2008-12-31 | 2007-12-31 |
| 货币资金 | 4.25 | 3.86 | 4.34 | 4.59 | 3.93 |
| 流动资产 | 17.80 | 16.92 | 14.88 | 14.23 | 14.79 |
| 短期债务 | 3.20 | 3.57 | 2.79 | 2.58 | 3.49 |
| 总资产 | 30.18 | 29.15 | 27.08 | 26.16 | 26.51 |
| 总负债 | 11.20 | 10.53 | 8.69 | 8.04 | 9.59 |
| 经营活动现金流 | 0.66 | -0.77 | 0.94 | 2.71 | 0.79 |
| 投资活动现金流 | -0.94 | -0.31 | -1.05 | -0.90 | -0.43 |
| 筹资活动现金流 | 0.21 | 0.56 | -0.13 | -1.13 | -0.12 |
| 主营业务收入 | 2.48 | 1.61 | 2.39 | 3.21 | 2.83 |
| 主营业务利润 | 0.82 | 0.38 | 0.49 | 1.53 | 1.31 |
| EBITDA | 1.0003 | 0.4981 | 1.6423 | 2.7998 | 3.1811 |
| 净利润 | 0.72 | 0.34 | 0.59 | 1.37 | 1.33 |
| 主营业务利润率 | 33.16% | 23.87% | 20.34% | 47.61% | 46.49% |
| 流动比率 | 203.07% | 184.47% | 194.05% | 197.53% | 193.97% |
| 速动比率 | 129.47% | 118.09% | 122.27% | 123.74% | 125.37% |
| 现金收入比 | 2.68% | -4.77% | 3.94% | 8.44% | 2.80% |
| 资产负债率 | 37.13% | 36.13% | 32.09% | 30.75% | 36.19% |
| 应收账款周转率 | 8.02 | 5.00 | 9.36 | 13.20 | 11.08 |
| 存货周转率 | 3.73 | 2.53 | 3.90 | 5.32 | 4.63 |
| 总债务/总资本 | 22.14 | 24.36 | 20.30 | 20.16 | 25.57 |
| EBIT/利息费用 | 6.26 | 5.47 | 6.91 | 7.14 | 6.78 |
| EBITDA/总负债 | 0.09 | 0.05 | 0.19 | 0.35 | 0.33 |

- 负债经营程度较低。2007~2009年末及2010年6月末资产负债率分别为36.19%、30.75%、32.09%和36.13%。债务期限结构不尽合理，流动负债占比偏高，2009年末流动负债占负债总额的比重达到88.23%。

- 截至2010年6月末，各家银行给予总院的授信额度总计8.15亿元，其中已使用授信额度为3.57亿元，后续融资空间较大。货币资金比较充沛，完全可以覆盖本期债券。截至10年6月底，公司已获得商业银行授信总额为8.15亿元，其中未使用授信4.58亿元，可以提供一定的流动性支持。

总体评价：国资委100%控股企业，发行人所属行业能得到了国家政策及资金、税收方面的支持。负债经营程度较低，偿债压力较小。虽然受金融危机影响，盈利能力有所下滑，但主营业务的现金获取能力较强，货币资金存量较大，资产流动性强，能对本期的偿付提供良好保障。可积极参与。

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。