

## 内容摘要

12月进出口增速双双大幅回落，部分由于高基数的影响。新兴市场中俄罗斯、巴西、台湾等地区对我国2010年出口贡献较大，地区经济的强劲增长应是重要原因。美国在2011年有望呈现更为明显的复苏，尽管人民币对美元升值趋势不可逆转，但美国经济复苏所催生的强烈需求仍有望支撑我国对美出口前景的好转。

从12月货币供应量增速来看，M1增速有所放缓，M2增速环比上涨0.2%，从趋势上来看倒剪刀差呈缩小走势，说明经济有面临着放缓的可能。2010年全年新增贷款7.95万亿，12月居民贷款占比依然较高，非金融企业贷款呈现短期化倾向。12月份新增外汇占款已经达到了4033亿元，仅次于10月份的5301亿元达到年内第二，这和12月中旬以来人民币持续走强有关，热钱可能在2600亿元左右。而元旦过后资金面的缓解、新增贷款投放冲动依然较大、公开市场操作回笼资金有限，1月14日央行宣布再度上调存款准备金率0.5%。预计本次准备金率调整应小于12月份的影响，短期品种利率上涨有限，但跨春节资金、长期回购和长期拆借有望维持高位。而存款准备金率的频繁上调将进一步推高银行资金成本，从而央票吸引力更加不足，更加使得公开市场操作的地位尴尬。基于目前物价走势国内外环境不排除春节之前加息的可能。本次准备金率上调对于中短期资金影响大于短期品种，预计债券各期限收益率过于粘合的局面将得到修整，在物价压力收益率曲线中长端调整压力加大，建议优化债券资产结构，进一步缩小交易类规模。

信用债行情的终结显得如此迅速，央行在公开市场上的操作影响了市场对资金面的判断，周末准备金率上调会再次强化这种偏空的判断，而实际上市场资金的趋紧也将成为事实。行情终结的速度超过了我们的预期，下周市场仍然会对周末利空进行一定反应，预计信用利差有进一步上升的动力，信用债收益率曲线则将出现轻微陡峭化。在一级市场方面，短融的申购价值仍在，但利差的缩窄短期内将成为趋势，长债的申购风险已经较大。实际操作上配置盘仍可参与，但交易盘需谨慎为先。

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

### 12月进出口数据：进出口增速双双大幅回落

继11月进出口增速大幅反弹之后，12月出现大幅回落，其中，进出口总值同比增速回落至21.4%，增速下降近15个百分点，也降至2010年全年最低水平；出口增速回落至17.90%，较上月下降17个百分点；进口增速回落至25.6%，较上月下降12.15个百分点；贸易顺差回落至130亿美元，环比上月下降98亿美元。剔除季节性波动的数据能够更为恰当的反映我国外贸趋势变化。从季调后的进出口增速来看，2010年我国进出口增速基本呈现高位回落趋势，其中出口在全年的不断下行的走势较为明显，而进口在下半年则表现出了一定的企稳迹象。从全年来看，季调后的出口增速从年初最高59.1%下降至年末18.7%，累计降幅达到40个百分点，进口年初从高位回落后7月触底企稳，随后保持稳定增长，12月回落至25.2%，收于全年最低水平，累计降幅甚至达到49.5个百分点。

就12月而言，当月进出口额的大幅回落，部分由于高基数的影响，而金融危机后世界经济的大幅震荡造成我国进出口行情在数据表现上也是大起大落，2009年逐步好转的进出口形势是2010年进出口增速高位回落的一个重要原因。从环比可以明显看到，2009年12月进出口金额出现环比大幅增长，为衡量2010年12月进出口增速奠定了一个较高的基础。而从季调后的月度环比变化来看，今年12月我国进出口规模均能保持环比正增长，而进口增速甚至超过了2003年以来的大部分年份（除了2003和2009年）。

进入2011年，这种由于基数效应造成的大幅波动已接近尾声，我国进出口走势将更多的追随人民币升值步伐与外部环境变化。2010年11月我国进出口出现大幅反弹，当时的分析表明，一些新兴市场如俄罗斯、印度以及欧盟中德国、意大利等国的需求强劲增长，人民币升值也主要是相对美元而言，因此对这些市场出口大幅增长改善了我国进出口贸易状况。从全年来看，新兴市场中对俄罗斯、巴西、台湾等地区的出口较2009年环比大幅增长，欧盟中对德国、意大利的出口增速也表现环比大幅上升，对我国2010年出口形势贡献较大。从新兴市场货币的名义有效汇率来看，货币购买力的增强可能并不能完全解释这些地区进口规模的大幅上升，新兴市场需求的强劲应该是我国对其出口大增的更重要原因。

不过对美欧日的出口仍然占据我国出口总额45%以上，美日欧的经济前景在判断我国外贸形势上具有更为重要的意义。截止12月末，我国对美日欧三地的出口增速仍呈现下降变化。但2010年10月开始已经有越来越多的数据表明美国在2011年有望呈现更为明显的复苏，而我国对美出口增速与美国国内个人消费走势基本一致，尽管人民币对美元升值是不可逆转的趋势，但美国经济复苏所催生的强烈需求仍有望支撑我国对美

图1：季调后进出口同比、环比增速

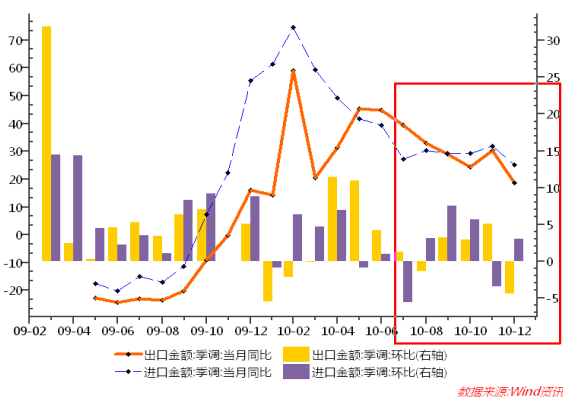


图2：历年12月进出口环比增速

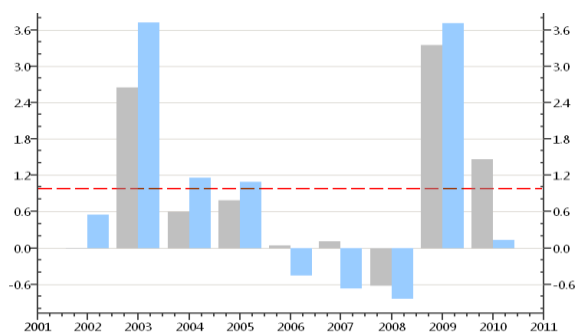


图3：我国对部分国家出口年度环比增速

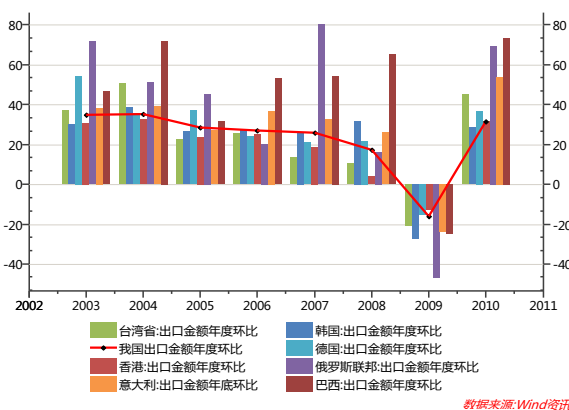
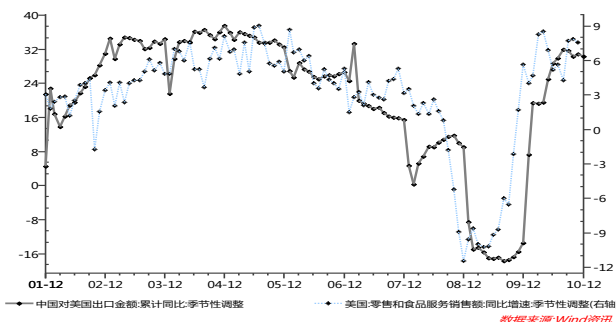


图4：中国对美出口增速与美国零售销售增速相关关系分析



出口前景的好转。

### 12月M1增速放缓，M2增速环比上涨

2010年末，广义货币(M2)余额72.58万亿元，同比增长19.7%，增幅比上月末高0.2个百分点，比上年末低8.0个百分点；狭义货币(M1)余额26.66万亿元，同比增长21.2%，增幅比上月和上年末分别低0.9和11.2个百分点；流通中货币(M0)余额4.46万亿元，同比增长16.7%。全年净投放现金6381亿元，同比多投放2354亿元。

从M1和M2的增速来看，M1的增速快于M2的增速长达16个月之久，M1大于M2的时候，就意味着经济走出逐步偏冷的区域，从2009年9月至今正是经济逐步走向复苏的进程，但从趋势上来看倒剪刀差呈缩小走势，说明经济有面临着放缓的可能。

贷款方面，全年人民币贷款增加7.95万亿元，同比少增1.65万亿元，其中12月份新增贷款为4807亿元，同比多增1007亿元。分部门看，住户贷款增加2.87万亿元，其中短期贷款增加9068亿元，中长期贷款增加1.96万亿元。12月份居民新增贷款继续回落至1548亿元，为全年各月最低，但居民贷款在新增贷款中的占比为32%，高于10月份的28%，由于房地产调控年末仍未明朗，市场普遍预测2011年房地产调控还会继续，房产税政策在酝酿中，但刚性需求仍然较为旺盛；非金融企业及其他部门贷款增加5.07万亿元，其中，短期贷款增加1.56万亿元，中长期贷款增加4.20万亿元，票据融资减少9051亿元。12月份非金融企业贷款为3336亿元，其中短期贷款2359亿元，中长期贷款1363亿元，短期贷款的占比提升至70.7%，表明在两次加息后考虑到财务成本的上升，企业开始偏向于选择短期贷款以节约成本。

存款方面，全年人民币存款增加12.05万亿元，同比少增1.08万亿元。其中，住户存款增加4.37万亿元，非金融企业存款增加5.31万亿元，财政存款增加3045亿元。12月份，人民币存款增加9449亿元，同比多增4428亿元，主要来源于新增居民存款的大幅增多至9449亿元，但财政存款为-9328亿元，符合每年末的季度性时点特征。

外汇占款方面，2010年末，国家外汇储备余额为28473亿美元，同比增长18.7%。12月份新增外汇占款已经达到了4033亿元，仅次于10月份的5301亿元达到年内第二，这和12月中旬以来NDF升值走势有关，而圣诞节的加息又再次强化了人民币升值的预期，而12月份贸易顺差萎缩至130.8亿元，比11月锐减了98.1亿元，虽然FDI数据还尚未公布，但可以推算12月热钱再度流入中国的可能性较大。但让我们比较费解的还是12月份资金面紧张的原因，一方面存款准备金率上调增加了基础货币，另一方面外汇占款增长较快被动投放基础货币增多，而新增贷款虽回落但也没有大幅下降，货币乘数收缩不明显，这再度证明了我们年报中对于资金面分析的结论，紧缩预期的因素和超额存款准备金转化成法定存款准备金，可能是联手推动12月资金面紧张的重要原因。

图5：M1M2增速和剪刀差

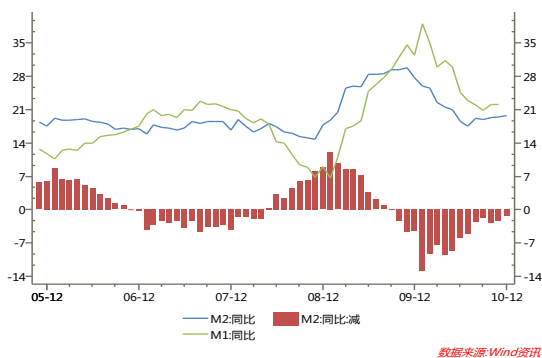
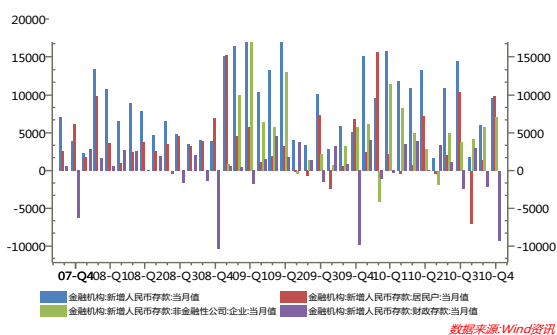


图6：新增存款结构图



## 现券投资策略

### 准备金率上调的背景

此次上调选择了较为敏感的春节前的 1 月份，由于短期正回购重期，市场猜测央行可能在春节前依靠滚动进行正回购回笼资金，元旦之后央行提出动态差额存款准备金率，市场传闻部分银行已经被差额，在市场预期节前继续上调存款准备金率的可能性减弱之际，央行再度上调了存款准备金率至 19% 的历史高位，可以看出其不意依然是央行货币政策操作的一贯思路，同时稳健货币政策对货币信贷的调控决心强烈。这和 12 月份准备金率上调和加息的情况如出一辙，当时市场预期年前流动性保持宽裕不会出台政策。所以后市应关注市场一致预期时可能成为政策调整的敏感时点。

### 此次上调的原因

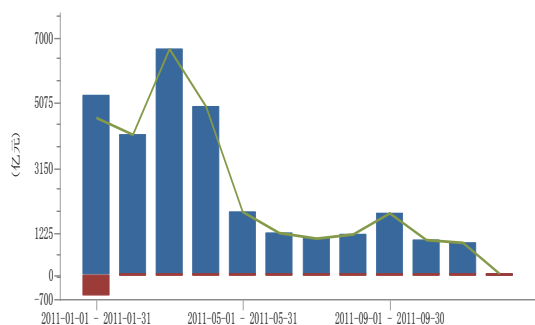
第一，1 月新增贷款投放依然猛烈，市场传闻 1 月新增贷款将达到 1.5 万亿。2010 年全年人民币贷款增加 7.95 万亿元，其中 12 月份新增贷款为 4807 亿元，同比多增 1007 亿元。分部门看，住户贷款增加 2.87 万亿元，其中短期贷款增加 9068 亿元，中长期贷款增加 1.96 万亿元。12 月份居民新增贷款继续回落至 1548 亿元，为全年各月最低，但居民贷款在新增贷款中的占比为 32%，高于 10 月份的 28%，由于房地产调控年末仍未明朗，市场普遍预测 2011 年房地产调控还会继续，房产税政策在酝酿中，首套房贷优惠也可能被取消，但刚性需求仍然较为旺盛。新年伊始，在稳健货币政策的基调下，央行动用准备金率达到威慑贷款作用。

第二，1 月资金到期较多，1 月份公开市场操作到期量为 5280 亿，央行在上周二央行重启了 14 天正回购，利率为 2.05%。发行 1 年央票，利率为 2.7221%，比之前一周上行了 10.54 个基点，逼近目前 1 年期定期存款利率。但由于在央票利率一、二级倒挂依然较多，市场对央票的需求有限，依靠央票发行公开市场操作实现一定规模的回笼量不太现实。上周四 7 天正回购操作 200 亿，利率为 1.9%，3 个月正回购操作 80 亿，利率为 2.6%，3 个月央票发行 30 亿，利率上升了 8 个基点至 2.2588%。但短期央票和短期回购都难以完成巨额到期的对冲任务，需要准备金率这一数量工具实现一次性回笼。

第三，人民币升值带来外汇占款激增，12 月份新增外汇占款已经达到了 4033 亿元，仅次于 10 月份的 5301 亿元达到年内第二，这和 12 月中旬以来 NDF 升值走势有关，而圣诞节的加息又再次强化了人民币升值的预期，12 月份贸易顺差萎缩至 130.8 亿美元，比 11 月锐减了 98.1 亿美元，虽然 FDI 数据还尚未公布，按照近期平均水平 80 亿美元估算，但可以推算 12 月热钱可能会达到 2600 亿元。单独依靠公开市场微量央票操作难以实现对冲，1 月份上调存款准备金率可以达到威慑贷款、回笼资金、强化稳健货币政策、通胀管理等多重目的。

### 从此次上调的影响

图 7：公开市场操作到期量



数据来源:Wind资讯

第一，银行间市场资金面再度面临抽紧，一次性回笼银行资金约 3500 亿元，进一步推高了银行的资金成本，尤其是长期回购和拆借难以回落到正常区间，跨春节的资金有望维持高位。但短期资金不会明显走高，也不会出现 12 月份资金面的紧张，因为毕竟公开市场操作还是维持投放资金的状态。

第二，同时成本的提升使得央票利率的吸引力更差，这更加增加了未来公开市场操作的负担，使得存款准备金率成最有效、最直接的回笼资金的手段。但数量工具也有它的极限，频繁的上调将促使量变到质变的转换，一刀切的弊端也会挫伤中小银行的流动性，数量工具终究会向利率工具转变，未来加息后公开市场操作的职能将得以恢复。

第三，此次上调也彰显了货币政策转为稳健的决心，目前大宗商品价格涨幅较大，澳大利亚、印尼、印度的自然危害将进一步推高煤炭、矿产和粮食的价格，从而进一步推升输入型通胀。从国内来看，12 月末以来，全国蔬菜价格连续两周上涨。1 月 3 日至 9 日全国 36 个大中城市 18 种蔬菜批发价格比前一周上涨 6.2%，环比涨幅扩大 4.6 个百分点。其他农产品价格同样保持不同程度涨幅，估计 1 月第一周商务部监测的农产品价格环比涨幅超过 1.2%，较前一周涨幅扩大 0.6 个百分点。

冬季蔬菜成本较高以及节前需求的旺盛是每年春节前后农产品价格上涨的主要原因。在上周周报中我们就曾指出，近 10 年中有 7 年春节当月的食品 CPI 环比涨幅超过 3%。短期内，这种季节性的惯例将支撑包括蔬菜在内的农产品价格普遍上涨，而这种农产品价格的上升也有望波及非食品，并带动 1 月 CPI 同比增速较 12 月出现明显反弹。不排除央行可能会在春节前启动加息。

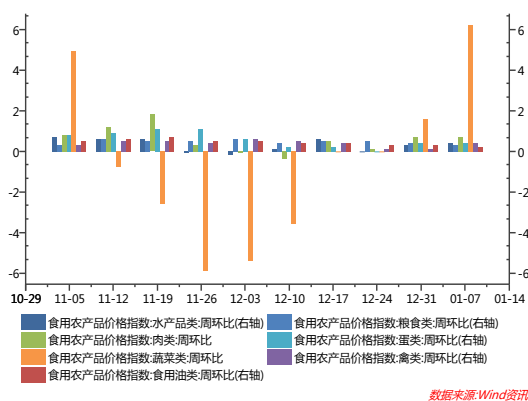
第四，对现券走势的影响。本次准备金率上调对于中短期资金影响大于短期资金品种，预计债券各期限收益率过于粘合的局面将得到修整，在物价压力收益率曲线中长端调整压力加大。建议优化债券资产结构，进一步缩小交易类规模。

### 多头谨慎，空头犹豫

本周债券市场缺乏亮点，看多者继续看多，而看空者继续看空，市场卖盘较重，但仍有接盘，收益率在上半周尚且稳定。下半周随着公开市场 3 个月央票发行利率继续上行，市场空方力量有所增强，收益率出现小幅上扬。不过市场交易盘的博弈并没有影响到配置盘的兴趣，本周一级市场发行较为稳定，这也保证了二级市场利率难以大幅下跌。截止周五，二级市场 3 年期央票重回 3.6% 上方，10 年期国债升至 3.9% 附近，3 年以下品种受到资金利率回落的拉动，出现不同程度下行，其中 1 年期国债收益率大致回落至 2.82% 左右，3 年期国债回落至 3.25% 左右，曲线呈现陡峭变化。

周三招标发行的一年期国债 110001，中标利率 2.81%，边际在 2.87%，中标利率低于投资者预期，招投标倍数达到 1.73 倍。周五发行的 3 年期固定利率政策性金融债 110203 中标利率 3.7%，较前一周发行的三年农发债发行利率高了 10bp，略高于投资者预期，首场

图 8：商务部监测食用农产品价格周环比变化



招标倍数1.2倍，5年期以一年定存为基准的浮动利率政策性金融债110204中标利差在56bp，处于投资者预期区间，首场招投标倍数为2.2倍。在市场长期看空的基调下，短期及浮息品种显然更受欢迎。

在去年12月25日央行意外加息之后，对节前利空出尽的预期主导了投资者的政策判断，与资金面回落共同助推了债券市场小幅的跨年行情。但随着有关1月份信贷冲高传言的流出，市场的紧缩预期再度形成，周末存款准备金率再度上调，对市场形成打击。从政策本身来看，虽然节前再度上调存款准备金率出乎大部分人士的预期，但我们依然坚持年报中的观点，一刀切的准备金率工具运用空间在不断缩小，每一次上调，实际都意味着未来继续上调的概率在下降。而从此轮央行持有的“出其不意”的操作手法，在预期足够强的过程中，政策被兑现的时点实际是在推后，市场与央行的博弈将进一步升级。

关注春节期间物价的反弹幅度，如果高出历史均值太多则无法排除物价上涨超越季节性波动的可能，体现通胀演变中长期性的因素加快呈现，通胀形势有所恶化，而如果保持在历史均值水平下方或附近，则春节后物价的回落仍值得期待。

## 信用产品

### 一周信用市场点评

央行周中启动7天和14天正回购，并与周末上调了存款准备金率，流动性紧缩的预期重新在市场上形成主导，市场反弹行情也在这种紧缩预期下止跌反升。从每日AAA债券收益率波动情况来看，周初还处于收益率下行通道，但随后迅速形成拐点上行：周二央行启动600亿14天正回购后，收益率曲线长端开始出现上升，短端虽仍有下行，但幅度已明显缩小，表明避险情绪抬头，已有去杠杆化迹象；而在周四7天正回购重启后，曲线整体上移，长端收益率上行幅度明显大于短端，去杠杆化十分明显。与利率产品相比，信用债所受到的冲击无疑更大，全周各期限信用利差均有不同程度扩大，其中超AAA6个月和1年期短融信用利差扩大幅度都在10BP以上，5年中票扩大幅度略窄，但也有3.46BP，其对于流动性更为敏感的特征再次显现。

对于下周行情，由于准备金调整的时点在周末，市场对于其利空还未进行全面消化，所以下周初收益率仍存在大幅上行的可能性。对于后市流动性的预期，由于一月份信贷投放再度井喷基本上已成定局，而十二月的外汇占款数据表明外部流动性依然在持续注入，以上因素会促使央行紧缩的态度更加坚决，这样市场就形成了实质上的资金宽裕与紧缩性调控并存的局面，而后者对市场的影响无疑更大一些。信贷数据的高企对于债券行情的打击是双重的，一方面信贷投放加大将分流一部分债券投放资金，即使贷款全部派生出存款也会形成准备金消耗，另一方面差别准备金计算中贷款投放于调整力度的正相关会进一步缩减债券投资可用资金。信用债在这样的环境下就显得十分不合时宜，需求的减弱是必然的。而供给方面，本周300亿元中石油超短融的上市

图 9

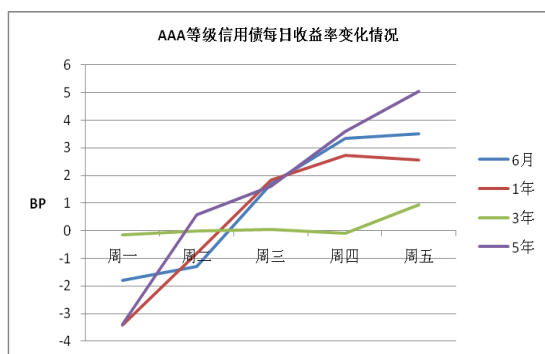


图 10

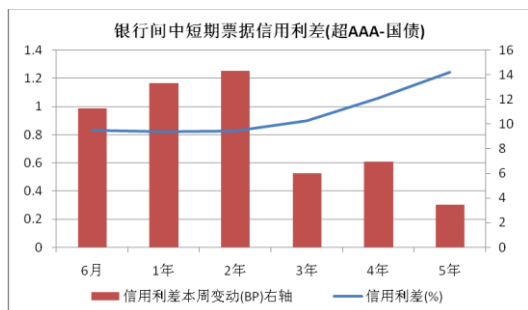
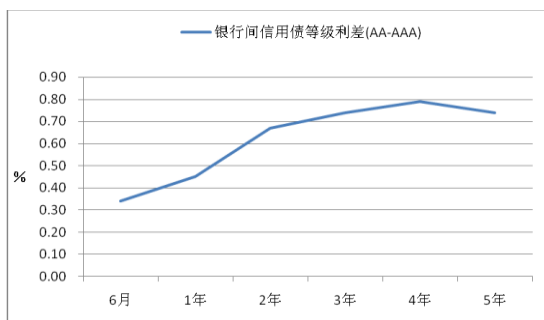


图 11



对市场消化能力构成考验，虽然下周发行公告中还未看到有大型产品，但 21 支的产品数量对市场容纳的考验将不会逊色，需要注意的是这还是在没有大部分企业债供给信息情况下的统计结果。保守估计下周信用债的供给量将达到 200 亿元以上。总体来看，下周信用债行情并不乐观，再加上市场对于 1 月份物价指数的预期会越来越强，长端债收益率上升的幅度可能会再次大于短端，而由于资金利率尚未出现较大的波动，短端则相对安全，曲线整体会是一个陡峭化的过程。

对于一二级市场利差，长端利差将变得微乎其微，甚至出现倒挂，而短融的利差依然会存在，但已不会有进一步扩大的动力了。

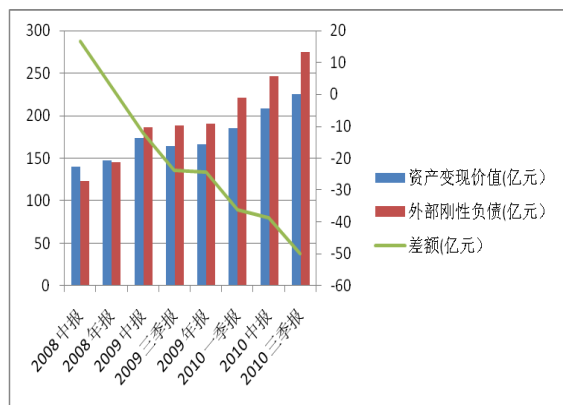
表 1: 近期发行信用债主要信息

债券名称	发行期限	数量 (亿元)	期限 (年)	利率 (%)	债券发行评级	主承销商	担保人
11 北部湾 CP01	2011-01-21	5	1		AA/A-1/新世纪	农业银行	
11 南发电 CP01	2011-01-20	4	1		AA-/A-1/中诚信	兴业银行	苏交通
11 冶色 MTN1	2011-01-20	5	5		AA/AA/新世纪	招商银行	
11 上海杨浦 SMECN1	2011-01-19	3.35	3		/AA+/新世纪	上海银行	中国投资担保有限公司
11 长虹 CP01	2011-01-19	10	1		AA/A-1/联合	中信银行	
11 大众 CP01	2011-01-19	5	1		AA/A-1/新世纪	浦发银行 上海银行	
11 蒙东 CP01	2011-01-19	10	1		AA+/A-1/大公	建设银行	
11 东特钢 CP01	2011-01-19	7	1		AA-/A-1/联合	国开行	
11 美的 MTN1	2011-01-19	10	3		AA+/AA+/大公	农业银行	
11 鄂兴发 CP01	2011-01-19	2	1		AA-/A-1/中诚信	招商银行	
待发行							
11 奇国 CP01	2011-01-18	9	1		AA+/A-1/大公	浦发银行	
11 京农 SMECN1	2011-01-18	3.04	3		AA	北京银行	北京首创担保
11 巨石 CP01	2011-01-18	5	0.7397		AA/A-1/中诚信	中信银行	
11 大渡河 CP01	2011-01-18	6	1		AA+/A-1/中诚信	工商银行	
11 人福 CP01	2011-01-18	4	1		AA-/A-1/联合	招商银行	
11 龙盛 CP01	2011-01-18	15	1		AA/A-1/新世纪	招商银行	
11 海橡胶 CP01	2011-01-17	7	0.7397		AA/A-1/中诚信	中信银行 交通银行	
11 厦门 MTN1	2011-01-17	8	3		AA/AA/中诚信	兴业银行	
11 铁十四 CP01	2011-01-17	4	1		AA/A-1/中诚信	恒丰银行	
11 西矿债(10年)	2011-01-17	10	10	5.3~5.1	AA+/AA/中诚信	瑞银、长江、 兴业证券	西部矿业集团
11 西矿债(5年)	2011-01-17	30	5	5~5.8	AA+/AA/中诚信	瑞银、长江、 兴业证券	西部矿业集团
11 鲁高速 CP01	2010-1-14	15	1		AA+/A-1/联合	华夏银行	
11 宝金属 CP01	2010-1-14	6	1		AA+/A-1/新世纪	招商银行	
11 陕电子债	2010-1-14	5	7	5	AA-/AAA/联合	老源证券	陕延油(集团)
已发行							
11 沪城建 CP01	2010-1-14	12	1		AA+/A-1/新世纪	建设银行 上海银行	
11 泉兴 CP01	2010-1-14	4	1		A+/A-1/联合	中信银行	
11 蓝天 CP01	2010-1-14	5	1		AA/A-1/中诚信	中信银行	
11 北京银行次级债	2010-1-14	35	15		AAA/AA+/联合	中银国际 瑞信方正 中信建投	
11 杭工投债	2010-1-12	12	6	4.97	AA/AA+/中诚信	国泰君安	杭城建
11 渝经债	2010-1-12	7	7	6.48	AA/AA/鹏元	国信证券	
11 筑城投债	2010-1-7	20	7	6.4	AA/AA/大公	中银国际	

表 2： 东北特钢主要财务信息

	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	39.91	24.39	28.50	16.76
流动资产(亿元)	115.09	84.29	85.27	72.88
短期债务(亿元)	92.73	71.83	43.35	47.00
总资产(亿元)	314.70	258.81	225.33	182.78
总负债(亿元)	256.97	202.46	161.62	120.36
经营活动现金流(亿元)	1.07	-3.08	10.64	5.95
投资活动现金流(亿元)	-27.15	-43.73	-33.16	-7.99
筹资活动现金流(亿元)	35.49	43.41	33.52	0.61
主营业务收入(亿元)	100.57	105.53	133.07	115.99
主营业务利润(亿元)	0.45	3.18	1.27	2.31
EBITDA(亿元)	3.7320	11.5675	11.1736	11.3302
净利润(亿元)	0.38	0.95	1.26	1.20
主营业务利润率	0.45%	3.01%	0.95%	1.99%
流动比率	65.20%	64.63%	75.87%	64.63%
速动比率	44.44%	39.85%	49.24%	40.14%
现金收入比	1.07%	-2.92%	8.00%	5.13%
资产负债率%	81.66	78.23	71.72	65.85
应收账款周转率%	7.45	8.96	9.74	7.64
存货周转率%	2.70	3.12	4.14	4.08
总债务/总资本	85.85	83.08	76.70	67.14
EBIT/利息费用	1.16	1.21	1.36	1.49
EBITDA/总负债	0.01	0.06	0.07	0.09

表 3： 东北特钢资产变现价值—刚性负债



## 个券点评

### 10 东特钢 CP

#### 发行人简介

加上本期债券，发行人在银行间市场的存续债券规模将达到 19 亿元（包括 08 东特钢 5 亿元和 10 东特钢 CP 7 亿元）。并且在其股东之一的抚顺钢铁集团宣布破产重组之后，发行人再度融资受到的市场关注必然会较多。从发行人的股权结构来看，辽宁省国资委、抚顺特钢集团、黑龙江省国资委、东方资产分别持有其股份比例为 30.82%、22.68%、14.52%、16.67%。二股东的破产在原则上只是涉及到股东变化，而从发行人的资料中，我们看到 10 年对于抚顺特钢集团的 3000 多万元其他应收款已经收回，目前与其没有关联方交易，也就是说此次股东破产对其信用影响应该停留在心理层面，并不会对实质上的冲击。

#### 主营业务分析

与 09 年相比，发行人主营业务收入与利润增长都在 40% 以上，表明其经营仍然处于上升通道中。从市场地位来看，其特殊钢产能在北方市场居于第一位，市场占有率达到 90%，其他钢铁企业短时间内难以撼动其市场地位。

#### 财务分析

钢铁行业整体的经营困局对于发行人的影响也是显而易见的。发行人资产负债率持续上升，流动比率则低位运行。我们将发行人可变现资产与刚性债务进行比较（对应收账款、其他应收款、存货、无形资产、固定资产等进行打折，再与外部负债相减），该指标已经连续 6 期为负，且有扩大趋势。鉴于钢铁行业短期内面临的负面因素仍然没有消减的迹象，我们仍然不看好该指标短期出现拐点的可能。

总体评价：股东破产对于发行人的影响有限，但是钢铁行业整体上的经营困境是不争的事实。从发行人的财务状况来看，其实际上已经处于资不抵债的边缘，虽然其在经营上和市场占有率上都具有一定优势，但是资金链的状况不甚乐观。由于其融资渠道较多以及本期债券的发行，老债的偿还压力并不大，但是新债的申购应该以谨慎为主，不建议投资者参与。

## 11 兴发 CP

#### 发行人简介

公司是我国最大的精细磷酸盐生产企业，全球最大的六偏磷酸钠生产企业。公司控股股东为宜昌兴发集团有限责任公司，目前持有公司 21.30% 的股份。第二大股东兴山县水电专业公司持有公司 7.74% 的股份。兴山县国资局持有宜昌兴发集团有限责任公司和兴山县水电专业公司 100% 的股份，为公司实际控制人。

#### 主营业务分析

2009 年之前，公司的主营业务收入主要来源于磷矿石、黄磷和三聚磷酸钠等下游磷化工产品的生产和销售。2009 年之后，贸易收入开始成为公司重要的收入来源之一，不过该项业务的盈利贡献度较小。



表 4： 兴发集团主要财务信息

	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	2.82	1.48	2.04	3.61
流动资产(亿元)	12.55	7.54	6.78	7.41
短期债务(亿元)	4.71	4.54	1.50	5.04
总资产(亿元)	47.02	36.40	30.33	28.21
总负债(亿元)	30.50	23.58	18.54	19.32
经营活动现金流(亿元)	0.34	3.59	5.47	3.55
投资活动现金流(亿元)	-6.45	-6.21	-2.83	-2.71
筹资活动现金流(亿元)	7.47	3.10	-4.27	0.50
主营业务收入(亿元)	21.21	30.44	26.76	17.11
主营业务利润(亿元)	1.30	1.46	4.19	1.09
EBITDA(亿元)	2.3114	3.4542	5.6202	2.6461
净利润(亿元)	0.92	1.40	3.10	0.82
主营业务利润率	6.11%	4.79%	15.65%	6.36%
流动比率	111.27%	77.47%	77.67%	66.14%
速动比率	81.06%	41.40%	50.66%	47.84%
现金收入比	1.60%	11.79%	20.46%	20.77%
资产负债率%	64.86	64.78	61.12	68.48
应收账款周转率%	7.26	16.01	16.21	12.08
存货周转率%	5.25	8.85	8.73	7.84
总债务/总资本	60.04	60.26	56.07	67.21
EBIT/利息费用	3.09	2.88	4.83	2.42
EBITDA/总负债	0.08	0.15	0.30	0.14

磷化工上市公司主要有兴发集团、澄星股份、ST马龙。多年来发行人磷酸盐毛利率处于领先地位，这主要与磷酸盐主要成本构成为磷矿和电力有关，磷矿和电力的自给率决定了公司磷酸盐产品的毛利率。目前，兴发集团磷矿完全自给还有外销，电力自给率为61.43%，高于澄星股份和ST马龙。

2009年，磷化工行业整体低迷，产品价格大幅下跌。我国磷肥行业产能过剩严重，供需失衡是未来几年磷肥行业面临的最大问题。公司磷肥项目投产后将直接面临激烈的市场竞争。

#### 财务分析

2010年9月末，因兴瑞化工并入合并报表，公司资产总额大幅增加，同时因承接了较多的负债，资产负债率也进一步上升。债务结构方面，以长期债务为主，但公司在建项目较多，资金需求较大，根据未来三年投资规划，2011年-2012年仍将有较大规模的投资支出，具有持续融资压力。从公司长期债务的到期分布来看，2011年和2012年是银行长期借款的还款高峰期，合计到期15.44亿元，占其长期债务的50%，公司面临一定的偿债压力。

现金流方面，经营现金流因产品价格下滑出现了较大的波动，特别是2010年前三季度，经营净现金流大幅减少，对债务的覆盖程度进一步弱化。

截至2010年三季度末，公司获得的银行授信约为67.93亿元，未使用额度32.42亿元，有一定的外部流动性支持。

总体评价：虽然发行人相对于行业内其他企业有较强的成本优势和资源优势，但所处行业面临着产能过剩和激烈的竞争压力，产品价格波动大。公司在本期债券存续期内面临着较大投资支出的资金需求和长期负债集中到期的偿还压力，在自身货币资金和经营现金流较小的情况下，偿债能力预计会进一步下降。我们对本期债券的观点是谨慎。

## 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。