

## 内容摘要

经济运行中没有太多超预期的因素出现，工业生产在四季度维持盘整，但由于09年四季度经济增长的超预期，尽管10年四季度工业生产平稳增长仍传递出积极信号。GDP增速也结束二季度的回落趋势，四季度小幅反弹。投资结构进一步改善，房地产投资回落，但房地产销售上量价齐升的格局预示着房地产调控任重而道远。通胀运行压力依然较大，主要体现在非食品中各大类在12月价格的环比涨幅均大大超过历史均值，PPI中生活资料价格也脱离原材料成本的回落而持续走高。未来物价运行中原材料价格、劳动力成本以及其他长期性因素的压力将继续呈现，如果春节前后物价的反弹幅度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，并诱发政策兑现的可能。

银行间流动性再度上演疯狂，存款准备金率水平跨过临界点是重要原因。央票发行在公开市场巨量到期的背景下意外暂停带给市场强烈的紧缩预期。我们认为央票的暂停发行只是央行顺应市场的需求，在货币政策组合中灵活调整的一种选择，短暂的央票停发不改变我国所处的政策周期。但鉴于公开市场操作在货币政策传导中的重要作用以及公开市场业务本身在流动性调节上的灵活性，其他数量工具的运用无法取代公开市场所具有政策效果。因此，节后公开市场央票恢复发行的可能性较大，重启之时利率也有望出现较大幅度抬升。

信用产品方面，资金面依然是信用债行情的主导。在基准利率不调整的情况下，长债收益率已经达到了部分投资者的需求区间，对其形成一定支撑。预计由于资金利率继续高企以及临近节前等因素，下周信用债行情将较为清淡，特别是一二级市场开始出现倒挂降低了市场的需求，也降低了产品的供给量。预计收益率整体呈现小幅微升的走势，风险还是在短期产品上，不过周末时有望出现拐点。

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

图 1: GDP 增长与工业生产当月同比

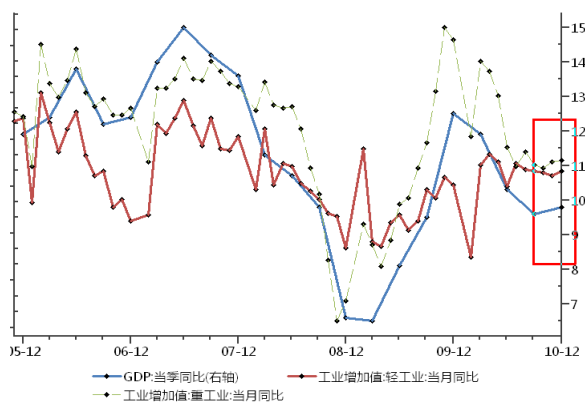


图 2: 历年 12 月工业增加值同比增速对比

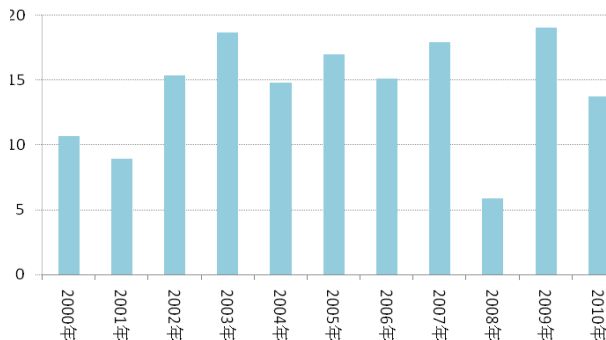
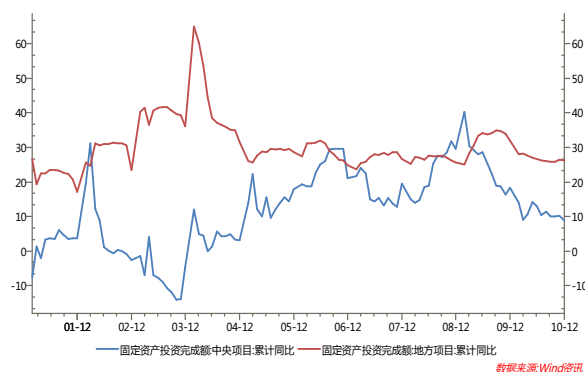


图 3: 固定资产投资中央与地方项目同比增速



经济运行中没有太多超预期的因素出现，工业生产在四季度表现出盘整特征，但由于 09 年四季度经济增长的超预期，2010 年四季度工业生产的平稳增长仍传递出积极信号，GDP 增速也结束二季度的回落趋势，四季度表现为小幅反弹。投资结构进一步改善，房地产投资回落，但房地产销售上量价齐升的格局预示着房地产调控任重道远。通胀运行压力依然较大，主要体现在非食品中各大类在 12 月价格的环比涨幅均大大超过历史均值，PPI 中生活资料价格也脱离原材料成本的回落而持续走高，未来物价运行受到的原材料价格、劳动力成本以及其他长期性因素的压力将继续呈现，如果春节前后物价的反弹幅度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，并诱发政策兑现的可能。

### 工业生产平稳增长传递积极信号，GDP 增长筑底结束转入反弹

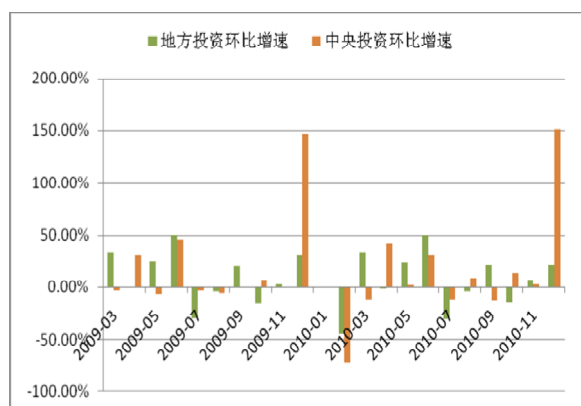
按可比价格计算，2010 年全年国内生产总值（GDP）比上年增长 10.3%，增速比上年加快 1.1 个百分点。分季度看，GDP 全年运行前高后低，一季度同比增长 11.9%，二季度增长 10.3%，三季度增长 9.6%，四季度增长 9.8%。一季度经济增长强劲，致使宏观调控转向偏紧，二季度开始节能减排目标被严格执行，对房地产的调控以及经济结构的调整被置于更为突出的位置，经济增速开始下滑。从 PMI 走势也可以看出，二季度企业预期转为谨慎，并通过去库存化解可能的生产风险，关于中国经济是否会二次探底的讨论开始流行。三季度经济活动继续放缓，但企业信心改善，四季度外部环境进一步好转，企业生产止跌企稳，经济增长筑底结束转入反弹。

从工业生产来看，2010 年 1-12 月份规模以上工业增加值累计同比增长 15.7%，比 1-11 月份小幅回落 0.1 个百分点。就 12 月当月而言，工业增加值同比增长 13.5%，比 11 月份加快了 0.2 个百分点，且连续第二个月反弹，其中重工业增长 13.7%，较上月加快 0.1 个百分点，轻工业增长 13%，较上月加快 0.3 个百分点。整体来看，三季度工业生产小幅回落之后，四季度基本维持小幅盘整，如果考虑 2009 年四季度的加速反弹，则 2010 年四季度平稳的工业生产增速仍传达出一定的积极信息，尽管目前的工业生产水平仍低于近 10 年来的绝大部分年份。先行指标 PMI 中企业订单已经连续两个月下降，而企业供需缺口也连续两个月缩小，未来可能制约企业扩大生产动力，同时受制于春节前后假期的影响，预计 2011 年 1-2 月工业生产继续保持低位运行。

分经济类型来看，国有及国有控股企业增长 9.8%，集体企业增长 7.9%，股份制企业增长 15%，外商及港澳台投资企业增长 11.4%，除了股份制企业外，其他类型企业的生产均在 12 月出现不同程度放缓，股份制企业生产较上月反弹了 0.6 个百分点，成

为12月工业增加值反弹的重要推动力量。

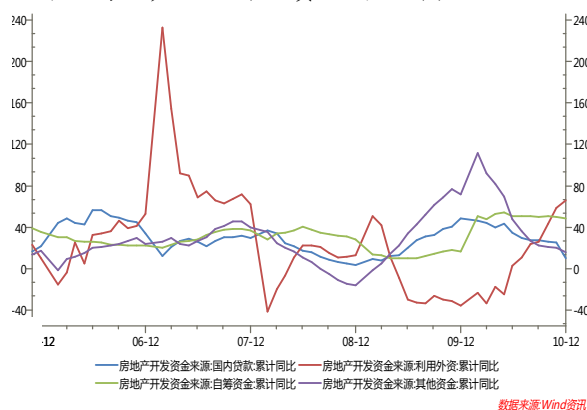
图4 中央和地方固定资产投资环比增速



### 投资保持较快增长，投资结构继续改善

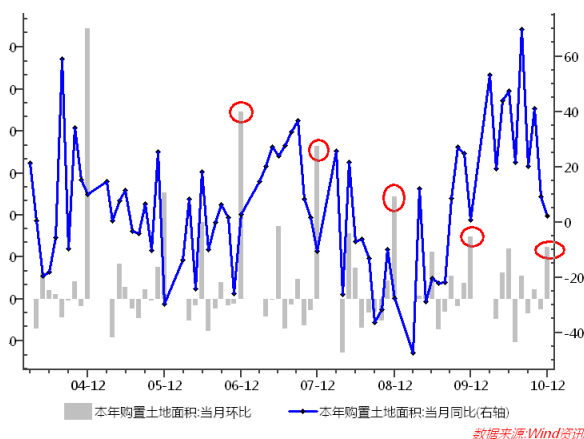
全年全社会固定资产投资278140亿元，比上年增长23.8%，增速比上年回落6.2个百分点，扣除价格因素，实际增长19.5%。其中，城镇固定资产投资241415亿元，增长24.5%，回落5.9个百分点；农村固定资产投资36725亿元，增长19.7%，回落7.6个百分点。在城镇投资中，第一产业投资增长18.2%，第二产业投资增长23.2%，第三产业投资增长25.6%，第三产业增速最高，投资结构进一步优化。分地区看，东部地区投资增长22.8%，中部地区增长26.9%，西部地区增长26.2%。可以看到中西部投资已经在2010年已经出现了明显的回升，这也得益于西部大开发的战略。从12月份情况看，当月完成固定资产投资30717.14亿元，较11月份环比大幅上升了33%。

图5 房地产各项开发资金同比增长变化



从历史来看，每年12月无论是中央投资还是地方投资都会出现集中投放行为，从项目隶属关系来看，中央与地方项目在12月的投资均出现同比、环比大幅上涨，共同推动12月固定资产投资环比大幅回升。其中地方项目12月投资环比增长21.59%，同比增长14%，较11月增速上涨了2%；中央项目投资环比增长比较明显，为151%，同比增长了21.7%，较11月增速下滑了9.3%。中央投资占城镇固定资产投资完成额的占比为9%，比11月份上升了1%，地方项目占城镇固定资产投资完成额的占比为91%，比11月下降了1%。但从新开工项目来看，12月新开工项目为28112个，比去年同期减少了9746个，但12月新开工项目水平已经恢复到2010年7月的水平，预计新项目会继续推动2011年初固定资产投资的增长。

图6 土地购置面积同比与环比走势



从企业注册类型来看，各种类型企业投资环比呈现均反弹走势。12月国内企业投资环比增长53.92%，外商投资企业投资环比增长36.44%，个体经营投资大幅上涨了93.16%。

12月房地产投资回落，当月同比大幅降至12%，较上月回落24个百分点，即使消除季节性波动，12月房地产投资增速也有近10个百分点的下降，创全年最大单月跌幅。从累计来看，2010年全国房地产开发投资比上年增长33.2%，较2009年反弹近一倍，全年增速先涨后跌，在5月份增速创下全年之最后稳步回落。

在高压房地产调控下，开发商拿地不甚热情，开发速度也有所放慢。12月土地购置面积较11月环比增49%，但处于近年来12月环比增速最低水平，同比则延续11月的回落趋势，全年呈先加快后放慢的变化。新屋开工面积12月同比反弹至4.82%，但累计同比增速回落至40.7%，全年最高增速定格在7月份。从房地产开发资金来源看，房地产企业开发资金来源72494亿元，比上年增长25.4%。其中，国内贷款12540亿元，增长10.3%；利用外资796亿元，增长66.0%，增长最快；自筹资金26705亿元，增长48.8%，其中不乏2010年通过银信合作渠道获得的资金，但在银监会72号文作用下，同时2011年1月21日银监会又新发布

《中国银监会关于进一步规范银信理财合作业务的通知》，对银行和信托公司理财合作业务做出进一步规范。通知要求，银行银信合作业务表外资产转入表内的，今年要按照每季度不低于 25% 的降幅制定具体转表计划，数据显示，这一部分的业务额约有 1.07 万亿元。可以看出监管的严厉将使得开发商通过银信合作自筹资金在 2011 年无法出现大幅增长；其他资金 32454 亿元，增长 15.9%。在其他资金中，定金及预收款 19020 亿元，增长 17.3%；个人按揭贷款 9211 亿元，增长 7.6%。

图 7： 房屋销售价格指数与商品房销售面积

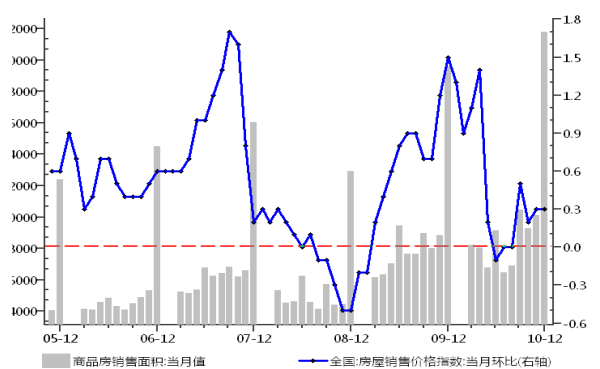


图 8： 12 月 CPI 食品环比与非食品环比水平与历史的比较

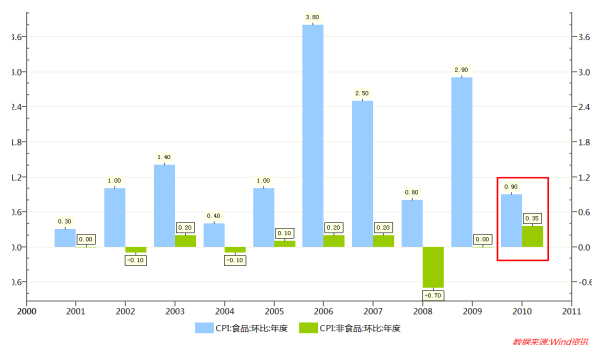
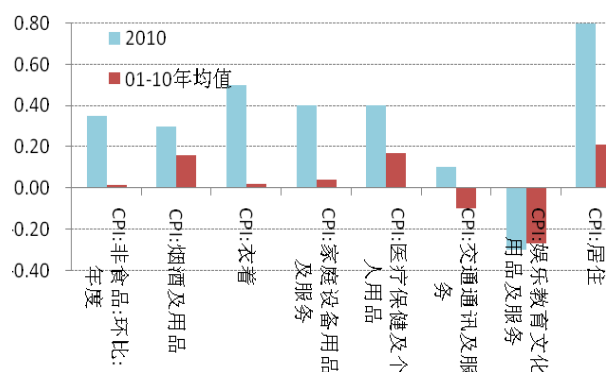


图 9： 非食品各大类 12 月环比与历史均值比较



开发者的投资热情受到政策影响，但 12 月全国商品房销售仍出现井喷现象，消费者成为与政策博弈的主力。12 月商品房销售面积较 11 月环比劲增超一倍，不过增幅低于历史上大部分年份。从同比来看，12 月商品房销售面积较去年同期上涨 11.54%，增速延续 9 月份以来的放缓趋势，累计同比回升至 10.11%，主要得益于环比的大幅上升。销量的上升支撑房价的上涨。12 月，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 6.4%，涨幅比 11 月份缩小 1.3 个百分点，但环比维持 0.3% 的涨幅，与上月持平。下半年房地产调控加码，但房屋销量与价格仍双双走高，房地产调控任重道远。

### 物价运行中非季节性因素较大幅度呈现，并有望借助 1-2 月春节影响大幅推高物价总水平

12 月 CPI 同比走势如预期回落至 4.6%，环比从 11 月的 1.1% 下降至 0.5%。数据回落一方面源于翘尾因素归为零，另一方面新涨价因素较上月出现了明显回落。具体来看，12 月食品 CPI 环比 0.9%，较上月回落 1.1 个百分点，与历年 12 月食品价格的走势比较，10 年 12 月食品 0.9% 的涨幅不算太高，一定程度上反映政府所采取的物价调控措施在 12 月是有效的。非食品 CPI 环比没有公布，但从相关数据可以大致推算，12 月非食品 CPI 环比应该处于 0.3%~0.4% 区间，这一水平较 11 月回落了 0.2 个百分点，但与历史水平比较，已处于 2001 年以来的最高水平。

从 9 月份开始，非食品价格开始呈现加速上涨势头，11 月非食品价格单月环比已创下 04 年 9 月以来的最高水平。12 月，非食品价格涨幅回落，其中 11 月领涨的居住与衣着类价格大幅下降，衣着类价格 12 月环比上升 0.5%，涨幅较上月回落 1 个百分点，居住类价格环比上涨 0.8%，涨幅较上月回落 1 个百分点，其余品种除烟酒类价格较 11 月环比涨幅有所扩大外，其余品种均表现出持平或环比涨幅收窄的变化。不过如果排除季节性波动的影响，与历史比较，非食品中各大类在 12 月价格的环比涨幅均大大超过历史均值。因此，从非食品价格的变化来看，物价运行中长期性的因素应该已经有较大幅度呈现。

结合工业品出厂价格 PPI 走势来看。12 月 PPI 同比涨幅 5.93%，较上月回落 1.3 个百分点，12 月环比涨幅 0.7%，环比涨幅在连续四个月扩大首度收窄。但如果将 PPI 分解为生产资

图 10: PPIRM、PPI 生活资料与 CPI 消费品价格走势

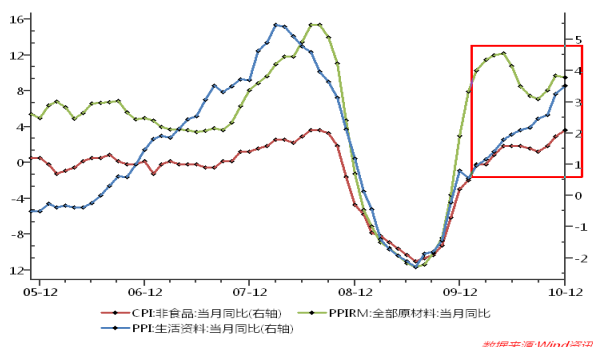
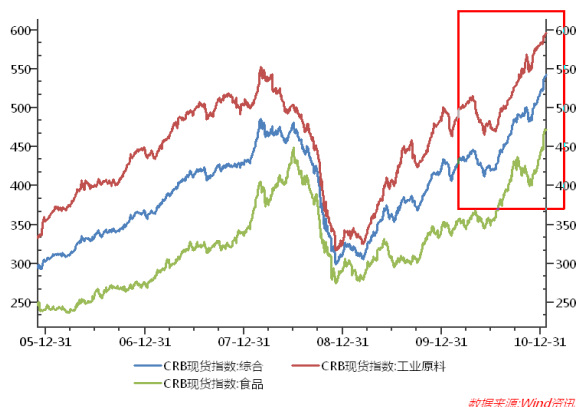


图 11: 国际 CRB 现货价格走势



料与生活资料可以看出, 12 月 PPI 的回落主要源于生产资料增长的回落, 12 月生产资料 PPI 上涨 6.67%, 较上月回落 0.27 个百分点, 而生活资料 PPI 上涨 3.53%, 较上月上涨了 0.28 个百分点。12 月原材料、燃料、动力购进价格指数 (PPIRM) 同比上涨 9.47%, 较上月回落了 0.23 个百分点, 原材料与动力价格的回落促成了 12 月生产资料价格的回落, 但没能改变生活资料自 2010 年年初以来的涨势, 并进一步推动了非食品中消费品物价水平的持续上涨。可以看出, 终端消费品市场价格脱离原材料成本的变动而持续走高一方面可能受到需求旺盛的拉动, 另一方面则可能由于流通环节以及劳动力成本上升的影响。

从目前来看, 国际 CRB 工业原料价格指数在世界经济复苏以及全球恶劣气候的影响下, 上升势头非常明显, 并将给未来国内 PPI 走势形成较强的上升压力。就消费物价而言, 食品价格在 1-2 月将出现大幅反弹, 而非食品价格中原材料、劳动力成本以及其他长期性的因素也有望稳定呈现。因此 CPI 同比的峰值是否会定格在今年 1-2 月恐怕仍然存在一定的不确定性。关注春节前后物价的反弹幅度, 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, 并诱发政策兑现的可能。

## 现券投资策略

### 流动性再度收紧，资金利率再唱高歌

在去年的年报中我们就曾分析，受到金融脱媒加速、银行银根收紧等因素叠加影响，目前商业银行所承受的存款准备金率水平已经跨过拐点，未来每一次上调都必然产生强于之前的紧缩效应，并带来市场流动性极度紧张。一语成箴言，上缴法定准备金的本周，银行间流动性再度上演疯狂。隔夜资金利率一度飙升至8%，1个月跨春节回购利率甚至飙升至接近10%水平，所有类型的机构都很“缺钱”。

其实从市场整体流动性来看，去年12月，央行公开市场净投放资金2030亿元，市场粗略估计的热钱流入大概2000亿，今年1月截至21日，公开市场净投放资金2840亿元，加上传言央行的500亿逆回购，即使不考虑1月热钱的流入，市场的资金净流入应该不低于7370亿元，在资金流出方面，两次上调存款准备金率冻结的约7000亿，期间传言部分机构被实施了差额存款准备金预计不会超过200亿，综合计算，去年12月至今，央行应该是向市场净投放资金。因此，资金面趋紧的原因，恐怕还是如我们在年报中所分析：一，资金分布不均，部分金融机构超额备付转化为了法定储备，除了缴存法定准备之外，还需要资金形成新的超额储备，加剧资金不均；二，紧缩预期指引下，机构对流动性头寸管理更加谨慎；三，电子支付流转的便利，有条件的机构不得不提高超额备付水平以防范可能的风险。

也是受到资金面的影响，即使本周宏观数据公布，12月CPI回落没能带给市场任何喘息，因为整个市场都忙着“借钱”，现券交投十分清淡。截止周五，市场3个月左右央票成交收益率攀升至3.5~3.55%水平，近3年期央票成交收益率上升至3.7%附近，而10年期国债收益率则上升至3.96%上方。短端利率上升幅度更大，曲线平坦化。

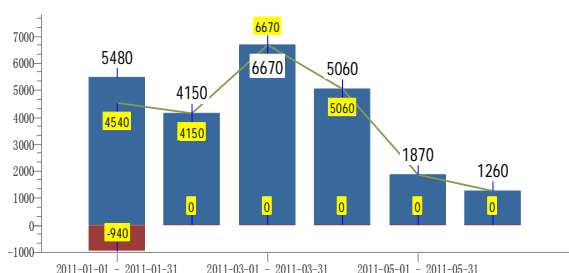
### 央票意外停发，旨在顺应市场需求

影响现券交投的还有公开市场业务中央票发行的意外暂停，央行频频“出乎意料”让市场神经在节前仍得不到丝毫放松。还记得去年11月底3年期央票停发时，市场还微微有些喜悦，现券收益率试探性小幅回落1~2bp，而本次央票在公开市场还有巨量到期的背景意外暂停，留给市场的是愈发强烈的紧缩预期。

关于此次央票的停发，目前市场猜测主要有三种：第一，缓解流动性说，春节将至原本银行就需提高备付水平，这次叠加上缴存款准备金，为了缓解市场流动性，暂停央票发行；第二，加息说，目前暂停发行，但节后重启时将一次性将央票利率提高到位，并加息；第三，缓解市场加息预期说，因为央行不希望央票利率持续上行引发市场加息预期，所以干脆暂停央票发行。除此之外，市场还有一种小众观点，认为央行目的在于加快推进利率市场化步伐，减少由其指导的利率数目，故停止了央票发行。

我们认为，本次央票的停发在大背景上与上次3年期央票停发

图 12 1-6 月公开市场到期量



数据来源:Wind资讯

是一致的，即都遭遇市场需求异常清淡的尴尬，央行于是顺应市场变化，以其他政策工具替代央票的发行。只不过上次 3 年央票停发是在央行宣布上调存款准备金率之前（3 年央票停发当周末央行宣布上调存款准备金率），而本周央票停发是在上调存款准备金率之后。从央行对于紧缩工具的运用频率上来看，央行的紧缩取向毋庸置疑，只是在工具的选择上，“把好流动性总闸门”被置于目前央行货币政策的首要任务，至于加息，该出手时就出手。因此央票的暂停发行只是央行在货币政策组合中灵活调整的一种选择，短暂的央票停发不改变我国所处的政策周期，不寻常的选择其释放的信号其实更偏向利空。

目前有使用目标差别存款准备金率替代央行的公开市场操作的说法。据《第一财经日报》报道，按照银监会与人民银行协商的意见，今年货币信贷总量调控将由人民银行负责，银监会主要从审慎监管角度予以支持与配合。可见，目标差别存款准备金率在今年必然被实行，而货币信贷总量的调控目标在今年则可能被取消。但从差别存款准备金率的计算公式来看，最快的调控频率也只能是一月一次，若（GDP+CPI）运行在上升通道中（至少从一季度来看可能性是非常大的），商业银行能够保持稳定的信贷投放增速，就可以避免被差额。而一季度各月公开市场的到期量分别达到 5480 亿元、4150 亿元、6670 亿元，显然除了差额，央行还需要其他的工具来对冲巨大的到期量。从这个角度看，如果公开市场不恢复，继续“一刀切”的上调存款准备金率的可能性就相当大。但正如我们之前的观点，再次“一刀切”的上调存款准备金率对银行体系带来的紧缩效应会更加明显，挫伤中小银行流动性的同时有可能引发真正的流动性危机。因此，我们认为渡过春节这一流动性敏感时期，公开市场央票恢复发行的可能性较大，重启之时利率也有望出现较大幅度抬升。

另外，公开市场操作本身所具有的政策功能与角色也决定了公开市场央票只能是暂停发行。在我国，公开市场业务兼有流动性管理与市场利率引导的双重功能，是我国货币政策传导的重要途径之一。只不过在货币政策进入变动的敏感时期，公开市场的发行利率与二级市场利率之间经常出现背离，二级市场利率可能先于公开市场发行利率而动，并对公开市场形成倒逼。历史上这种倒逼现象在事后来看，大都印证了政策的调整。因此央行公开市场操作作为货币政策的引导及传导事实上是较为成功的。如果央行停止央票发行，作为数量型的对冲工具，央行只剩下差别存款准备金率、法定存款准备金率及正回购，而这三项工具对商业银行而言，都缺乏流动性，即流动性冻结容易而难释放，不利于商业银行流动性的管理，也不利于央行对市场流动性的灵活调整。因此我们认为，鉴于公开市场操作在货币政策传导中的重要作用以及公开市场业务本身所具有的灵活性，其他数量工具的运用无法取代公开市场所具有政策效果。从具体时点来看，节后 2 月中下旬会是一个政策敏感期，1 月数据的公布有可能迫使加息预期兑现，而如果公开市场央票发行仍不恢复，则再度上调存款准备

金率恐怕也将是大概率事件。



## 信用产品

### 一周信用债券市场点评

#### 资金面紧张，收益率全面回调

相信资金面紧张的情况超出了大多数人的想象，准备金调整、贷款高速投放与差别准备金调整的共振效应抽走了市场大量可用的“流水”，同时临近春节，资金出借机构对于节前资金都存在惜售情绪，叠加因素直接造成R007为代表的利率水平大幅度攀升。本周信用债的表现要相对好于利率债，一方面是前期信用债调整幅度更大，另一方面是中长期信用债已经接近甚至达到部分投资者的介入区间，如3年期AAA债收益率已经接近了4.5%，5年期的超AAA和AAA产品都已经接近5%，高于保险机构长期保费成本，短期内会对市场构成一定支撑。

市场的快速转变也使得一二级市场利差开始从溢价转为折价，目前1-5年信用债估值水平与前五日均值大多倒挂5BP左右，即使承销机构按照发行区间上限定价，其利率保护也只有5BP，很难抵御当前的市场波动。

#### 供给总量略少，但发行节奏仍然较快

本周信用债供给量仅为207.39亿元，而上周供给量达到了688.5亿元，减少了将近500亿元。当然上周有4支共300亿元中石油超级短融发行，如果剔除该部分，实际本周供给减少为不到200亿元。不过从另外一个方面来看，在供给量减少的情况下本周发行频率并未减弱，共有28支产品上市，仅比上周略少6支。

实际上与较早时间相比，本周的信用债供给并不算少。如从12月开始计算的6周平均每周发行规模在183亿元，12月中旬两周则只有167亿元和117亿元，相比起来本周供给应该算是适中的。

#### 下周市场预期

下周市场的主导因素一是资金面紧张，二是春节临近，这两个方面都将使得机构无心恋战。而且由于一二级市场的倒挂，信用债“打新”需求的下降也使得供给不会太多，目前发行公告中下周仅有10支产品待发，与前几周动辄20支的情况相比清淡不少。在这种整体环境下我们预计下周信用债整体的走势将呈现小幅走升的态势，由于长债收益率短期内已经达到部分机构的需求区间，所以长债利率还有小幅走低的可能，短债利率上半周则会在资金面的压制下延续上升，下周周末则有望在资金面紧张情绪释放完全后出现拐点。

除了资金面以及节前效应，还有两条消息对于市场长期前景将构成一定影响。一是证监会缩短审批周期，便利公司债发行，去年公司债的发行规模仅有603亿元，低于09年水平，与同类型的企业债和中票更是难以相比。管理层在新股频频破发的时间节点进行此项改革，表明其有将上市公司直接融资方式向多元化引导的意愿。预计今年公司债的发行量将有一定程度的提升，但是

图 13: 超 AAA、AA 信用债本周利率变动 (BP)

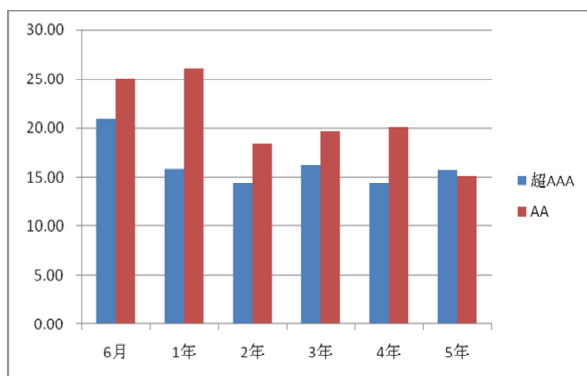
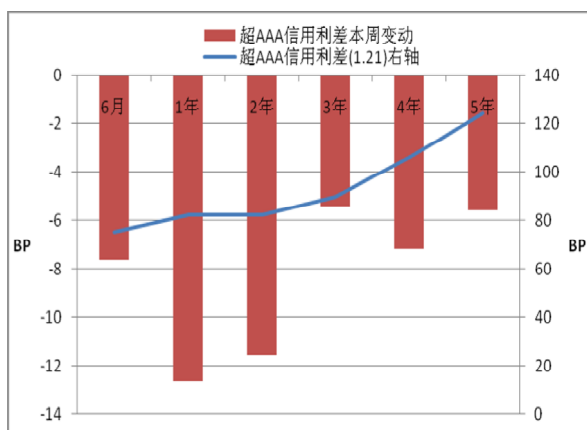


图 14: 超 AAA 信用利差与本周变动情况



具体的发行规模还要看其发行便利程度以及发行成本与同类型产品的比较结果。二是国泰君安将发行 50 亿元私募债券，国泰君安此次发行私募债将分为 2 期，承销商也是其本身，这不仅表明新的产品在国内破土，也表明一种新发行方式的诞生。另外，国泰君安此次也相当于担当了探路人的角色，比如本期债券由于发行人所属证监会监管所以将在交易所托管，该形式就明显不同于其他类型信用产品。我们在年报中曾经论述过私募债券的中外对比，总的来说我们认为国内私募债券是一种变形的移入，今年《证法》修订是否会触动“净资产 40%”这一红线是私募债券能否在国内蓬勃发展的关键。

表 1: 近期将发行信用产品主要财务信息

	债券名称	发行日期	数量 (亿元)	期限 (年)	利率(%)	债券发行评级	主承销商	担保人
待 发 行	11 闽投 CP01	2011-1-27	10	1		AA+/A-1/中诚信	建设银行, 兴业银行	
	11 山推 MTN1	2011-1-27	10	5		AA+/AA+/中诚信	招商银行	
	11 杭汽轮 CP01	2011-1-26	5	1		AA/A-1/联合	南京银行	
	11 宜兴 SMECN1	2011-1-26	3	2		BBB+~A/AA+/联合	兴业银行	江苏信用再担保
	11 西建 CP01	2011-1-26	3	1		A+/A-1/中诚信	招商银行	
	11 京汽 MTN1	2011-1-26	4	5		AA+/AA+/大公	交通银行, 北京银行	
	国投转债	2011-1-25	34	6	0.5	AAA/中诚信	中金公司, 瑞银证券	国家开发投资公司
	11 平高 CP01	2011-1-25	5	1		AA-/A-1/大公	广发银行	
	11 北大荒 CP02	2011-1-25	5	0.75		AA/A-1/联合	建设银行, 南京银行	
	11 宁交通 MTN1	2011-1-24	10	5		AA+/AA+/新世纪	兴业银行	
已 发 行	11 北部湾 CP01	2011-1-21	5	1		AA/A-1/新世纪	农业银行	
	11 宏图 CP01	2011-1-21	4	1		AA-/A-1/中诚信	中信银行, 南京银行	
	11 潞安 CP01	2011-1-21	10	1		AAA/A-1/联合	光大银行, 浦发银行	
	11 龙源 1	2011-1-21	10	5	4.89	AAA/AAA/大公	瑞银证券, 宏源证券	国电集团
	11 龙源 2	2011-1-21	20	10	5.04	AAA/AAA/大公		
	11 晋国电 CP01	2011-1-21	4	1		AA+/A-1/联合	光大银行	
	11 南发电 CP01	2011-1-20	4	1		AA-/A-1/中诚信	兴业银行	苏交通
	11 冶色 MTN1	2011-1-20	5	5		AA/AA/新世纪	招商银行	
	11 杨浦 SMECN1	2011-1-19	3.35	3		/AA+/新世纪	上海银行	中国投资担保
	11 长虹 CP01	2011-1-19	10	1		AA/A-1/联合	中信银行	
	11 大众 CP01	2011-1-19	5	1		AA/A-1/新世纪	浦发行, 上海银行	
	11 蒙东 CP01	2011-1-19	10	1		AA+/A-1/大公	建设银行	
	11 东特钢 CP01	2011-1-19	7	1		AA-/A-1/联合	国开行	
	11 美的 MTN1	2011-1-19	10	3		AA+/AA+/大公	农业银行	
	11 鄂兴发 CP01	2011-1-19	2	1		AA-/A-1/中诚信	招商银行	
	11 青国 CP01	2011-1-18	9	1		AA+/A-1/大公	浦发行	
	11 京农 SMECN1	2011-1-18	3.04	3		AA	北京银行	北京首创担保
11 巨石 CP01	2011-1-18	5	0.74		AA/A-1/中诚信	中信银行		

11 大渡河 CP01	2011-1-18	6	1		AA+/A-1/中诚信	工商银行	
11 人福 CP01	2011-1-18	4	1		AA-/A-1/联合	招商银行	
11 龙盛 CP01	2011-1-18	15	1		AA/A-1/新世纪	招商银行	
11 海橡胶 CP01	2011-1-17	7	0.74		AA/A-1/中诚信	中信银行, 交通银行	
11 厦门 MTN1	2011-1-17	8	3		AA/AA/中诚信	兴业银行	
11 铁十四 CP01	2011-1-17	4	1		AA/A-1/中诚信	恒丰银行	
11 西矿债(10年)	2011-1-17	10	10	5.3~6.1	AA+/AA/中诚信	瑞银证券, 长江证券	西部矿业集团
11 西矿债(5年)	2011-1-17	30	5	5~5.8	AA+/AA/中诚信	兴业证券	

### 个券点评

#### 10 西建 CP01

##### 基本情况:

表 2 新疆西部建设股份有限公司财务信息

	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
货币资金(亿元)	4.67	7.04	1.21	1.25
流动资产(亿元)	9.90	10.03	3.94	3.13
短期债务(亿元)	1.50	1.85	1.60	1.00
总资产(亿元)	15.48	14.47	7.39	5.38
总负债(亿元)	6.10	4.92	3.56	2.27
经营活动现金流(亿元)	-0.33	0.91	0.42	1.42
投资活动现金流(亿元)	-1.43	-0.76	-1.15	-0.52
筹资活动现金流(亿元)	-0.52	5.62	0.65	-0.74
主营业务收入(亿元)	3.97	9.13	7.83	4.53
主营业务利润(亿元)	0.30	1.02	0.84	0.79
EBITDA(亿元)	0.6283	1.6311	1.2691	1.1282
净利润(亿元)	0.25	0.88	0.72	0.68
主营业务利润率	7.68%	11.21%	10.67%	17.47%
流动比率	189.62%	245.06%	119.79%	145.90%
速动比率	181.80%	239.80%	115.72%	142.66%
现金收入比	-8.37%	9.92%	5.32%	31.30%
资产负债率%	39.39	33.99	48.22	42.21
应收账款周转率%	1.19	4.12	4.60	3.16
存货周转率%	10.90	42.57	63.43	60.99
总债务/总资本	23.14	25.21	36.57	30.42
EBIT/利息费用	6.72	10.24	10.42	16.76
EBITDA/总负债	0.10	0.33	0.36	0.50

股东方面, 发行人隶属于中建新疆建工集团有限公司, 而中建新疆有隶属于新疆自治区国资委。经营方面, 发行人经营产品单一, 主要是预拌砼的生产与销售, 而预拌砼是水泥的一种, 属于建材的半成品, 可由建筑施工方自行添加水来形成需要的成品材质。由于预拌砼是一种即产即销产品, 存放时间不宜过长, 运输半径一般不超过 50 公里。发行人主要销售地区是新疆乌鲁木齐、库尔勒、阜康和哈密地区, 在该地区内发行人无论在产能还是在销售方面均处于领先地位, 产能是第二名新疆众志商品混凝土的 5 倍。预拌砼产品的主要成本是水泥、砂石、油料和电, 其中水泥占比在 37~40% 左右, 08 年后水泥价格出现大幅攀升, 其中普通水泥从 400 元每吨上升至 540 元每吨, 但相比较其他建筑建材产品仍相对稳定, 对发行人经营影响不大。

##### 财务分析:

发行人存量有息债务为 2.75 亿元, 现金与现金等价物为 5.06 亿元, 资产规模为 16.88 亿元。我们认为发行人资产负债率较低, 流动性状况较好, 本期债券发行后, 其资产负债率将提升 9% 达到 49.3%, 仍处于安全边际。预拌砼产品与建筑行业密切相关, 所以营业收入季节性因素十分明显, 2、3 季度要好于 1、4 季度, 两季度共占全年销售额的 70% 左右, 利润占全年的 120%。发行人营业收入同比增长 44.16%, 营业利润同比增长 17.33%。发行人银行授信总额为 4.85 亿元, 未使用授信 2.1 亿元。

##### 总体评价:

单一经营产品与单一销售范围的小型国有工业企业, 经营较为稳定, 但也缺乏亮点, 短期内国家对于新疆建设的支持将推动发行人进入规模增长期, 伴随的是债务杠杆的逐渐提升以及营业收入的增加。我们认为短期风险较低, 可积极参与。

#### 11 平高 CP01

##### 基本情况:

2010 年 2 月, 平高电气第一大股东平高集团全部国有产权无

表 3 河南平高电气股份有限公司财务信息

偿划转给国家电网的全资子公司——国家电网国际技术装备有限公司。国网国际成为平高集团的唯一股东，公司实际控制人变更为国家电网。公司主要生产和销售封闭组合电器、高压隔离开关和接地开关、断路器，其中封闭组合电器是公司收入和利润的主要来源。在市场占有率方面，公司封闭组合电器第一、断路器第二、高压隔离开关第四。公司销售对象主要为国内电力系统，对国家电网的销售依赖度超过 50%，2009 年以来，受市场竞争日趋激烈影响，高压开关行业产品价格大幅下降，公司在国家电网集中采购招标中总中标金额及市场占有率均有所下降。不过国家电网成为公司实际控制人之后，长期看有利于公司改善销售渠道，提升产品的市场份额，提高公司的综合竞争力。

#### 财务分析:

总资产中流动资产占比较高，但应收账款在流动资产中占比较大，占用了大量流动资金。A 股增发实现后，公司资产负债率大幅下降，2010 年 9 月末为 42.95%，流动负债占比近 90%。非流动负债主要是长期借款 1.70 亿元。截至 2010 年 9 月末，公司未来一年到期的银行借款为 8.84 亿元，主要集中在 2011 年第一季度。截至 2010 年 10 月末，共有 66.5 亿元人民币及 600 万美元的综合授信额度，结余额度 56 亿元人民币及 340 万美元。

2009 年以来，受金融危机的影响，公司产品市场需求趋缓、产能部分闲置、行业竞争加剧，产品价格下降幅度较大导致营业收入同比大幅下降。而销售费用和管理费用逐年增加，较大地吞噬了公司利润，2010 年三季度出现亏损，获利能力和经营性现金流状况逐年下降。

#### 总体评价:

受市场竞争激烈影响，公司市场占有率下降，产品价格大幅下滑，获利能力和经营现金流状况自 09 年持续恶化。但公司资产负债率较低，长期债务少，短期债务也多在本期债券兑付前到期，充足的剩余授信额度对本期债券的覆盖程度较好，短期偿债风险不大，可参与。

## 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。