



2015.01.06

供给低迷，收益率平稳

——城投债及公司债周报（2015-01-06）

	覃汉(分析师)	张莉(分析师)	徐寒飞(分析师)
	010-59312713	010-59312705	021-38674711
	qinhan@gtjas.com	zhangli014203@gtjas.com	xuhanfei013284@gtjas.com
证书编号	S0880514060011	S0880514070007	S0880513060001

本报告导读：

城投净供给转正，但仍然低迷，发行票息波动较大，二级市场平稳。高收益债收益率指数有所下行，表现相对较好。给予 14 中弘债“中性”评级、11 柳工 01“增持”评级。

摘要：

● 城投债市场

市场回顾：一级市场供给继续下降，发行量 41 亿元，环比下降 8.9%，净供给由负转正，但仍低迷。仅为 32.29 亿元。新券发行均为企业债。上周新券认购活跃度高涨，由于发行量较少，发行票息环比波动较大。二级市场交投活跃度和收益率均保持平稳，信用利差整体有所下行。

● 交易所高收益债市场

市场回顾：一级市场供给低迷，二级市场公司债净价指数上涨 0.10%，高收益债收益率指数下行 7bps 至 7.51%。上周共 24 支公司债 YTM 变动超 90bps，其中包含 7 支高收益债。

14 中弘债：民营房地产开发企业，旅游地产行业相对稳健。公司业绩规模偏小，营收、净利波动性较大。随着 2014 年公司多个项目开工建设，未来销售收入有望提升。新增开发项目的增加带来较高的资本需求，公司经营现金流持续大幅流出，有息债务逐年大幅上升，尤其短期债务规模大。公司当前货币资金紧张，周转压力较大。债券发行利率高达 9.90%，但由于债项仅 AA-评级，无法在竞价系统上市影响流动性，而资质较弱尤其是短期偿债压力大也不适合长期持有，给予“中性”评级。

11 柳工 01：地方国有工程机械企业。受宏观经济下行以及行业竞争激烈影响，公司营收逐年下降，但受益成本下降毛利润率逐年提高，总体盈利水平保持稳定。尤其是近年盈利变现较之前有明显提升，现金流状况显著好转，目前负债水平适中，账面流动性充足，短期周转压力较小。由母公司提供担保，但业务重合度高，增信效果有限。总体来看，公司信用资质较好，违约风险较低，债券当前估值 5.51%，有一定吸引力，给予“增持”评级。

债券研究团队

徐寒飞（分析师）

电话：021-38674711

邮箱：Xuhanfei013284@gtjas.com

证书编号：S0880513060001

张莉（分析师）

电话：010-59312705

邮箱：Zhangli014203@gtjas.com

证书编号：S0880514070007

覃汉（分析师）

电话：010-59312713

邮箱：Qinhan@gtjas.com

证书编号：S0880514060011

刘毅（分析师）

电话：021-38676207

邮箱：LiuYi013898@gtjas.com

证书编号：S0880514080001

高国华（研究助理）

电话：021-38676055

邮箱：gaoguohua@gtjas.com

证书编号：S0880114060045

相关报告

《一级仍然低迷，二级止跌反弹》

2014.12.29

《城投供给跌入谷底，短期调整接近尾声》

2014.12.23

《利空接连来袭，市场大幅调整》

2014.12.16

《城投供给上升，收益率大幅反弹》

2014.12.08

《城投供给止跌，收益率一级上二级下》

2014.12.02

1. 城投债市场回顾

一级市场：净供给由负转正，但仍低迷，发行利率波动较大。上周（2014.12.29-2015.01.04）城投供给量继续下降，发行量 41 亿元，环比下降 8.9%；净供给由负转正，为 32.29 亿元；新券发行均为企业债。本周城投债到期量 42 亿元，暂时没有确定将要发行的城投债。上周新券认购活跃度高涨，由于发行量较少，发行票息环比波动较大，7YAA、7YAA-主体评级平均票息分别降低 51bps 至 6.67%、上升 116bps 至 7.66%。具体个券方面，12 月 30 日簿记的 AA/AA+评级的 14 准国资债、AA-/AA+评级的 14 新昌债 02、AA/AA 评级的 14 泾河债认购倍数分别为 4.35、4.68、3.19；12 月 29 日簿记的 AA-/AA 评级的 14 高安城投债 02 认购倍数为 1.69。

二级市场：交投活跃度和收益率均保持平稳。上周城投交投活跃度略有上升，全市场总成交额 859.18 亿元，日均成交量环比上升 5.70%；其中交易所成交额 17.77 亿元，日均成交量环比下降 13.73%。收益率方面，年底前最后 3 个交易日市场整体较为平静，城投债收益率整体变动不大，多数期限等级估值收益率维持在 3bps 以内波动，交易所 AA 城投债收益率上升 6bps 至 6.62%。信用利差整体有所下行，期限利差保持平稳。交投活跃券中，13 滨海建投债 02（银行间，5.20Y，AAA/AAA）YTM 上升 51bps 至 5.09%；12 苏园建（交易所，4.41Y，AAA/AAA）YTM 上升 2bps 至 5.19%。

表 1：2014 年 12 月份城投债周报个券信用分析列表

债券简称	外部评级	国君评级	群体级别	群内排名	发行票息	发行日同期限 等级估值 YTM	最新估值 YTM
14 牟中发投债	AA/AA	AA 中下/AA 中下	县	5.19	7.48%	6.33%	7.48%
14 绍柯开债	AA/AA	AA 中下/AA 中下	开发区	5.24	7.00%	6.33%	7.00%
14 遵义投资债	AA/AA	AA 中上/AA 中上	市	3.49	6.45%	6.00%	6.46%
14 博兴债	0/AA+	AA-上/AA+下	县	5.19	8.00%	5.93%	8.00%
14 黔西南债	AA/AA	AA 中/AA 中	市	3.84	7.40%	6.35%	7.36%
14 准国资债	AA/AA+	AA 中/AA+下	县	5.44	6.54%	5.79%	/
14 新昌债 02	AA-/AA+	AA-中下/AA+下	县	5.89	6.95%	5.79%	/
14 高安城投债 02	AA-/AA	AA-中下/AA 下	市	5.34	8.20%	6.40%	/
14 阜新城投债 01	AA/AA	AA 下/AA 下	市	3.84	7.18%	6.44%	7.18%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2. 交易所高收益债市场回顾及热点券点评

公司债市场：一级无发行，高收益债收益率指数下行。上周公司债一级市场无新券发行。二级市场交投活跃度提高，成交额环比上升 5.80%。从市场表现看，GC007 下降 246bps 至 2.59%，银行间/交易所回购量比从 1.92 升至 2.38 公司债净价指数上升 0.10%，高收益公司债收益率指数下行 7bps 至 7.51%。当前有 42 支公司债 YTM/YTP 在 8%以上，环比减少 19 支。本周有 1 支公司债面临付息，为 11 沪

大众(YTM4.77%); 本周无公司债到期。

上周共有 24 支交易所公司债 YTM 变动超过 90bps, 其中包 7 支高收益债。上周 12 湘鄂债涉及评级调整, 主体评级从 BBB 负面调为 BB 负面, 债项评级从 BBB 调为 BB, 调整原因是由于发行人中科云网公司业绩不佳, 非公开发行 A 股股票方案以及重大资产重组暂停, 存在较大的流动性风险, 且公司拟补充增信措施存在不确定性, 不过公司拟提前购回部分债券构成重大利好, 推动收益率大幅下行。

表 2: 上周 YTM 大幅变动及评级调整债券列表

类型	债券简称	发行人	评级机构	最新主体/债项评级	当前 YTP	YTP 变动	当前 YTM	YTM 变动
YTM 大幅变动	12 湘鄂债	中科云网	鹏元	BB/BB	/	/	9.82%	189bps↓
YTM 大幅变动	12 墨龙 01	山东墨龙	中诚信	AA-/AA-	/	/	9.16%	104bps↓
YTM 大幅变动	11 柳化债	柳化股份	新世纪	AA-/AA	/	/	8.22%	95bps↓
YTM 大幅变动	10 连云债	连云港	鹏元	AA/AA+	/	/	8.05%	457bps↑
YTM 大幅变动	12 康盛债	康盛股份	鹏元	AA-/AA-	/	/	7.76%	423bps↓
YTM 大幅变动	12 南糖债	南宁糖业	东方金	AA/AA	/	/	7.57%	92bps↓
YTM 大幅变动	12 海翔债	海翔药业	鹏元	AA-/AA-	/	/	7.53%	93bps↓
YTM 大幅变动	08 莱钢债	山东钢铁	新世纪	AA+ 负面/AAA	/	/	7.24%	106bps↑
YTM 大幅变动	11 华孚 01	华孚色纺	鹏元	AA-稳定/AA-	/	/	7.07%	165bps↓
YTM 大幅变动	12 桐昆债	桐昆股份	联合	AA/AA	/	/	6.77%	95bps↓
YTM 大幅变动	12 赛轮债	赛轮金宇	鹏元	AA/AA	/	/	6.28%	177bps↓
YTM 大幅变动	12 江泥 01	万年青	鹏元	AA/AA	/	/	6.23%	110bps↑
YTM 大幅变动	10 大亚债	大亚科技	中诚信	AA-/AA	/	/	5.99%	165bps↓
YTM 大幅变动	10 煤气 02	煤气化	鹏元	AA/AA+	/	/	5.89%	119bps↓
YTM 大幅变动	11 康恩贝	康恩贝	鹏元	AA/AA	/	/	5.88%	143bps↑
YTM 大幅变动	09 三友债	三友化工	联合	AA 稳定/AA+	/	/	5.62%	96bps↓
YTM 大幅变动	11 常山债	常山股份	鹏元	AA-/AA	/	/	5.53%	174bps↓
YTM 大幅变动	11 宗申债	宗申动力	联合	AA/AA	/	/	5.51%	137bps↓
YTM 大幅变动	12 金风 01	金风科技	中诚信	AA+/AA+	/	/	5.23%	95bps↓
YTM 大幅变动	12 兖煤 01	兖州煤业	大公国际	AAA/AAA	/	/	5.04%	221bps↓
YTM 大幅变动	12 国电 02	国电电力	大公国际	AAA/AAA	/	/	4.77%	101bps↓
YTM 大幅变动	13 京能 02	京能电力	联合	AAA/AAA	/	/	4.71%	103bps↓
YTM 大幅变动	11 武钢债	武钢股份	中诚信	AAA 稳定/AAA	/	/	4.55%	97bps↓
YTM 大幅变动	11 上港 01	上港集团	新世纪	AAA 稳定/AAA	/	/	4.54%	96bps↓
类型	债券简称	发行人	评级机构	主体评级调整	债项评级调整	调整时间	当前 YTM	YTM 变动
负面评级调整	12 湘鄂债	中科云网	鹏元	BBB 负面→BB 负面	BBB→BB	2014/12/30	9.82%	189bps↓

资料来源: WIND, 国泰君安证券研究

债券发行概况

债券简称	14中弘债
发行人	中弘控股股份有限公司
发行期限	2+1年
发行总额	9.5亿
发行利率	尚未确定
信用评级	AA-/AA-
评级机构	大公国际资信评估有限公司
担保人	无
担保方式	无
特殊条款	调整票面利率, 回售
主承销商	广州证券股份有限公司
发行日	2015-01-06
到期日	2018-01-06 (到期)
行业	房地产--房地产开发

债券简称	14中弘债			
(亿元)	14/09	2013	2012	2011
总资产	157.09	116.09	89.74	60.74
净资产	54.42	26.14	28.65	23.35
货币资金	6.18	13.79	3.16	2.43
短期债务	39.06	18.86	13.40	12.68
总债务	81.36	69.34	41.30	17.98
营业收入	23.73	11.19	37.56	18.54
EBITDA	-	4.98	16.04	7.41
净利润	3.58	2.11	10.18	5.38
经营活动净现金流	-34.42	-14.34	3.73	-3.21
投资活动净现金流	-5.98	3.39	-11.26	-2.66
筹资活动净现金流	32.83	21.44	7.85	-0.86
资产负债率 (%)	65.36	77.48	68.08	61.56
流动比率	2.24	2.40	2.12	1.80
速动比率	0.65	0.73	0.87	0.25
经营现金流/总债务	-0.42	-0.21	0.09	-0.18
EBITDA/利息	-	0.42	2.30	4.01
EBITDA/总债务	-	0.07	0.39	0.41
货币资金/短期债务	0.16	0.73	0.24	0.19
全部债务资本化率	0.60	0.73	0.59	0.44
长期债务资本化率	0.44	0.66	0.49	0.19
毛利率 (%)	48.01	56.71	60.37	54.59
净利率 (%)	15.07	18.82	27.11	29.01
应收账款周转天数	111.57	38.81	16.80	35.54
存货周转天数	1772.82	3986.71	1106.67	1663.59
总资产回报率 (%)	4.30	4.68	21.14	12.65

14中弘债：短期偿债压力大，不能上竞价，“中性”评级

民营房地产开发企业。债券发行人中弘控股股份有限公司第一大股东是中弘卓业集团有限公司，实际控制人为自然人王永红。公司于2000年6月在深交所上市。公司主营房地产开发业务。2013年房地产业营收占比为92.49%。

旅游地产行业相对稳健。近年来国家宏观政策加大对住宅地产行业的调控，但商业地产和旅游地产属于国家政策鼓励的领域，受调控政策影响较小。公司未来定位于旅游地产和商业地产领域，随着我国居民可支配收入和休闲时间的增加，有利于公司旅游产业业务的发展。

业务规模偏小，业绩波动较大。公司近年收入规模不超过40亿元，净利润最高10亿元左右，在房地产开发企业中规模实力偏弱。2013年公司营收、净利同比大幅下降70.19%，79.30%，主要是该年度公司没有新项目销售，仅靠部分项目尾盘销售获得收入。随着2014年公司销售项目增多，前三个季度营收、净利润同比分别上升138.51%、30.04%，且公司多个项目开工建设，未来销售收入有望提升。

近期出现大额现金流缺口，资金压力较大。新增开发项目的增加带来较高的资本需求，公司经营现金流持续大幅流出，14年前三季高达34.4亿元，加上投资净流出，自由现金流缺口超过40亿元。一方面公司年内定向增发大额募资29.6亿元，另一方面通过大额债务融资解决资金来源，债务规模大幅上升，资产负债率维持在较高水平。

货币资金紧张，短期偿债压力较大。公司当前资产负债率65.36%，短期债务占比较高。虽然流动比率较好，但主要是开发存货资产，速动比率较差，帐面货币资金仅6.2亿元，应付年内到期的短期借款39.1亿元，覆盖率仅16%，存在较大资金周转压力。随着本期9.5亿元公司债的发行，公司债务压力有望一定程度上缓解。

给予“中性”评级。本期债券期限2+1Y，主体/债项评级为AA-/AA-，无担保，发行人无其他待偿债券。总体来看，公司规模实力较弱，短期偿债周转压力较大，债项评级达不到AA-无法在竞价系统上市影响流动性，持有

发债主体主要财务数据

债券简称	11柳工01			
	14/09	2013	2012	2011
总资产	207.26	221.80	225.84	227.51
净资产	92.23	93.69	93.29	93.42
货币资金	41.58	42.77	35.72	31.68
短期债务	35.37	27.56	45.54	50.30
总债务	78.33	80.13	88.37	87.82
营业收入	78.70	125.85	126.30	178.78
EBITDA	-	8.93	8.10	18.42
净利润	1.77	3.32	2.79	13.26
经营活动净现金流	7.18	10.83	5.77	-20.20
投资活动净现金流	-1.01	-3.02	-9.36	-10.41
筹资活动净现金流	-6.79	-1.25	8.04	13.20
资产负债率(%)	55.50	57.76	58.69	58.94
流动比率	2.10	2.11	1.76	1.69
速动比率	1.55	1.52	1.20	1.15
经营现金流/总债务	0.09	0.14	0.07	-0.23
EBITDA/利息	-	1.71	1.49	4.18
EBITDA/总债务	-	0.11	0.09	0.21
货币资金/短期债务	1.18	1.55	0.78	0.63
全部债务资本化率	0.46	0.46	0.49	0.48
长期债务资本化率	0.32	0.36	0.31	0.29
毛利率(%)	22.28	20.66	16.61	19.01
净利率(%)	2.25	2.64	2.21	7.42
应收账款周转天数	106.49	70.76	63.06	36.93
存货周转天数	170.433	157.075	164.964	112.374
总资产回报率	1.90	2.58	2.29	7.85

担保人主要财务数据

	柳工集团			
	14/09	2013	2012	2011
总资产	298.67	313.29	307.36	288.71
净资产	112.63	114.94	113.58	106.79
货币资金	53.81	55.34	47.48	47.87
短期债务	62.95	57.71	69.86	72.34
总债务	125.67	129.52	131.85	119.63
营业收入	101.72	161.04	156.24	211.27
EBITDA	-	12.06	10.10	20.05
净利润	0.59	3.18	1.49	13.07
经营活动净现金流	7.68	14.42	3.46	-23.82
投资活动净现金流	0.22	-9.37	-21.01	-12.05
筹资活动净现金流	-9.24	4.06	15.66	29.47
资产负债率(%)	62.29	63.31	63.05	63.01
流动比率	1.67	1.67	1.57	1.54
速动比率	1.21	1.19	1.07	1.06
经营现金流/总债务	0.06	0.11	0.03	-0.20
EBITDA/利息	-	2.56	1.26	4.67
EBITDA/总债务	-	0.09	0.08	0.17
货币资金/短期债务	0.85	0.96	0.68	0.66
全部债务资本化率	0.53	0.53	0.54	0.53
长期债务资本化率	0.36	0.38	0.35	0.31
毛利率(%)	23.39	21.89	18.10	19.12
净利率(%)	0.58	1.98	0.95	6.19
应收账款周转天数	124.00	85.37	74.97	44.24
存货周转天数	190.665	169.356	173.913	116.021
总资产回报率	1.68	2.60	2.14	6.70

请务必阅读正文之后的免责条款部分

到期的风险过大，虽然发行利率高达 9.90%，但实际性
价比一般，给予“中性”评级。

11 柳工 01: 估值有一定吸引力, “增持”评级

地方国有工程机械企业。债券发行人柳工股份第一大股东是广西柳工集团有限公司，实际控制人为广西国资委。公司于 1993 年 11 月在深交所上市，主要从事工程机械的研发、生产和销售。2013 年土石方铲运机械、其他工程机械及配件营收占比分别为 70.3%、25.6%。

工程机械需求不振，竞争激烈。2013 年全国固定资产投资额同比增长 19.3%，低于 12 年的 20.4%，同时工程机械行业完成工业总产值 6018 亿元，增长率仅为 0.59%，宏观经济处于弱复苏状态。虽然城镇化对行业发展形成一定支撑，但目前来自基建和房地产的下游需求降温，行业库存压力大，加上市场竞争加剧，整体毛利率将会进一步下滑。宏观经济复苏及“一带一路”的推动将是行业未来主要增长点。

营收逐年减少但毛利润率提高。因行业需求不振和产能过剩，公司 13 年和 14 年前三季度营收分别同比减少 0.4%、15.1%，但因原材料成本下降以及公司产品结构调整，13 年净利润上升 19%。14 年三季度管理费用和财务费用大幅增加，导致净利润下降 37%。但公司毛利润率在逐步提高，13 年和 14 年前三季度分别为 20.66%、22.28%。根据公司公告，15 年会计估计变更后利润水平将提高。

现金流显著转好。公司近两年 EBITDA 保持在 9 亿元左右，实际现金流平均来看基本达到 EBITDA 规模，盈利变现较之前有显著好转，能够有效支撑公司投资支出，相应地开始收缩债务规模。

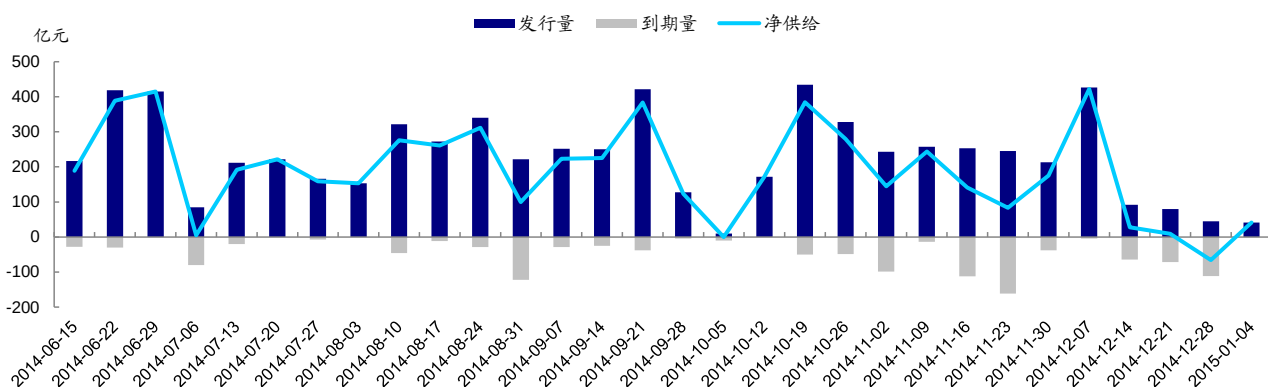
负债水平适中，流动性充足，短期周转压力较小。公司当前资产负债率 55.50%，与行业平均水平大致相当；短期债务约占一半，能够被货币资金有效覆盖。虽然 14 年中报 EBITDA 利息保障倍数仅为 1.16，但流动比率与速动比率表现较好，均高于行业平均水平。总体而言，公司短期周转压力相对较小。

母公司担保，额外增信效果有限。本期债券由发行人母公司柳工集团提供担保。截至 14 年 9 月底，柳工集团资产总额 298.67 亿元，净资产 112.63 亿元，13 年实现营业收入 161.04 亿元，净利润 3.18 亿元。担保人与本

期债券发行人业务重合度较高，增信效果有限。

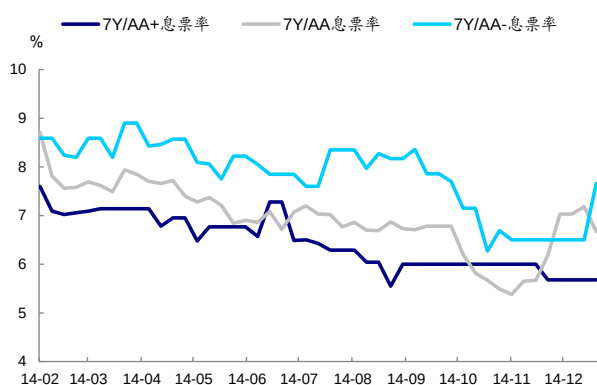
收益率有一定吸引力，给予“增持”评级。本期债券剩余期限 1.54Y，主体/债项评级为 AA+/AA+，由广西柳工集团有限公司提供担保，发行人待偿债券有 12 柳工债 (2.19Y，AA+/AA+，5.2%)和 11 柳工 02(1.54+2Y，AA+/AA+，5.85%)。总体来看，公司盈利情况受整体经济影响不太乐观，但现金流好转，流动性充裕，短期周转压力不大，违约风险较低。债券当前估值 5.51%，有一定吸引力，给予“增持”评级。

附图 1: 城投债发行、到期及净供给情况



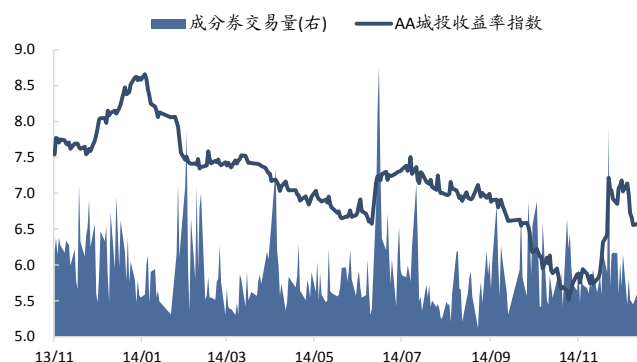
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 2: 7Y 各等级 (主体) 企业债发行票息走势



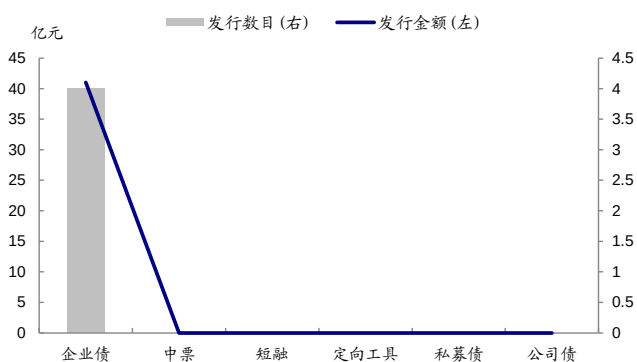
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 3: AA 城投债收益率指数走势



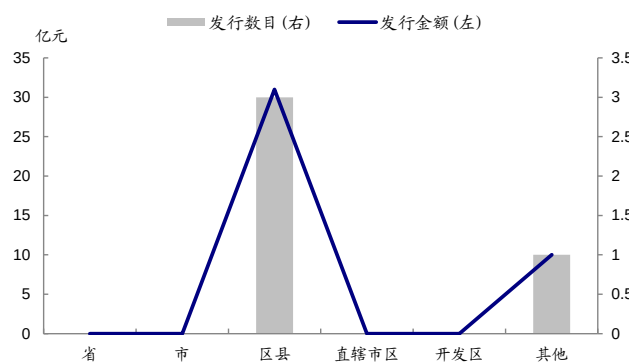
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 4: 上周城投债发行数目及金额 (按券种)



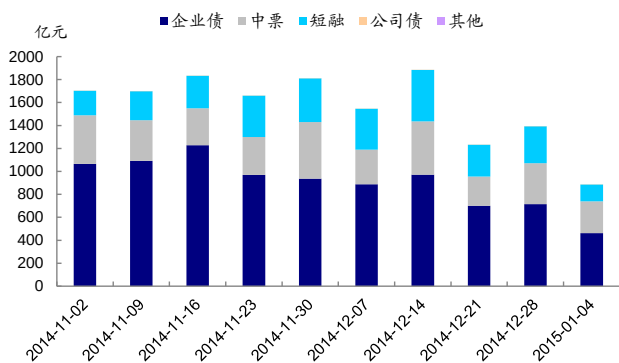
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 5: 上周城投债发行数目及金额 (按行政级别)



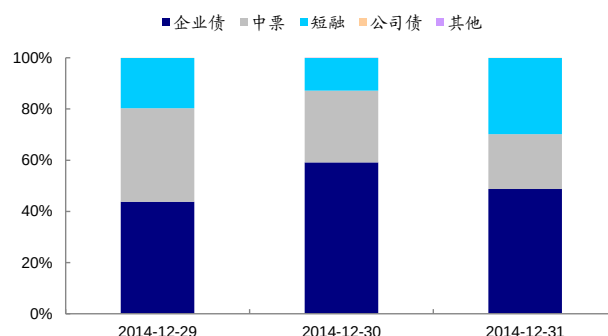
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 6: 城投债二级市场交易总额变化情况



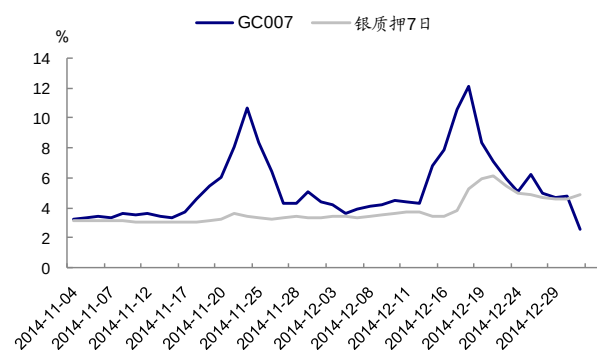
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 7: 上周城投债二级市场交易总额占比(按券种)



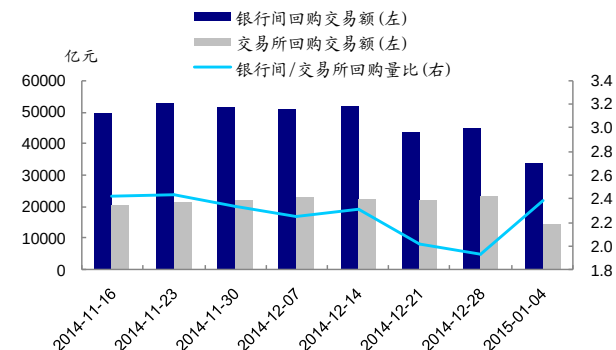
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 8: 银行间/交易所 7 日回购利率走势



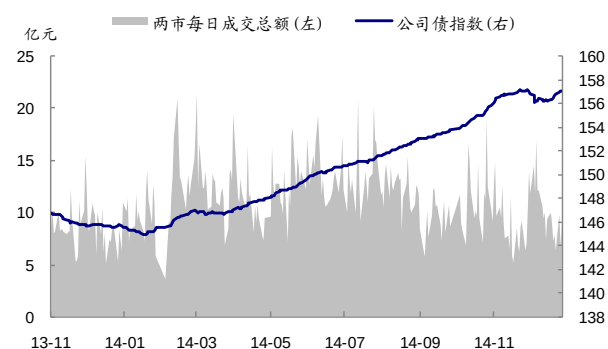
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 9: 银行间/交易所每周回购交易额及量比



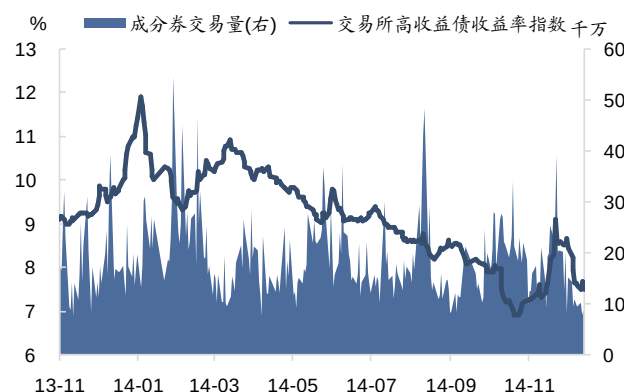
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 10: 两市每日公司债成交总额及公司债指数



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 11: 交易所高收益债收益率指数走势



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附表 1: 上周一级市场新发城投企业债、中票、短融

债券简称	券种	发行起始日	发行总额(亿)	票面利率(%)	期限(年)	债项评级	主体评级
14 准国资债	企业债	2014-12-30	17	6.54	7	AA+	AA
14 新昌债 02	企业债	2014-12-30	6	6.95	7	AA+	AA-
14 泾河债	企业债	2014-12-30	10	6.89	7	AA	AA
14 高安城投债 02	企业债	2014-12-29	8	8.2	7	AA	AA-

资料来源: WIND, 国泰君安证券研究

附表 2: 上周二级市场交投活跃城投个券

债券简称	券种	待偿期限 (年)	交易额 (亿)	到期收益率 (%)	收益率变动 (bp)	主体/债项 评级	有无 担保	上市 地点
14 渝两江债 01	企业债	6.32	29.02	5.90	(32)	AAA/AAA	无	银行间
10 桂投资 MTN1	中票	0.24	24.87	(3.53)	(798)	AA+/AAA	有	银行间
14 鄂交投 01	企业债	4.24+5	21.34	5.57	(27)	AAA/AAA	无	银行间
13 滨海建投债 02	企业债	5.20	20.89	5.09	51	AAA/AAA	无	银行间
14 深地铁 CP003	短融	0.45	12.51	4.98	(112)	AAA/A-1	无	银行间
14 吉高速 MTN002	中票	4.99+2	12.40	5.95	595	AA+/AA+	无	银行间
12 平湖债	企业债	4.72	10.34	7.10	215	AA/AA	无	银行间
13 宁沪高 MTN1	中票	3.47	10.25	5.00	(17)	AAA/AAA	无	银行间
14 来宾工投债	企业债	6.91	9.81	6.57	43	AA/AA	无	银行间
13 青国投 MTN002	中票	13.91	9.42	6.05	(30)	AAA/AAA	无	银行间
14 穗地铁 SCP001	短融	0.13	9.09	5.61	108	AAA/0	无	银行间
13 铜陵建投债	企业债	5.66	8.93	6.20	(18)	AA/AA	无	银行间
14 新余城东债	企业债	6.41	8.87	7.58	23	AA/AA	无	银行间
14 石国投 MTN002	中票	6.24	8.81	5.99	1	AA+/AA+	无	银行间
14 海控债 02	企业债	4.93+2	8.80	5.73	8	AA+/AA+	无	银行间
11 冀投 01	企业债	6.49	2.10	5.37	(37)	AAA/AAA	有	交易所
12 苏园建	企业债	4.41	1.16	5.19	2	AAA/AAA	无	交易所
13 锡城发	企业债	5.78	0.74	4.60	(149)	AAA/AAA	无	交易所
05 中能债	企业债	0.09	0.58	3.67	13	AAA/AAA	有	交易所
14 津环城	企业债	6.22	0.55	6.08	131	AA+/AA+	无	交易所
14 娄底债	企业债	6.29	0.55	7.50	(43)	AA/AA	无	交易所
14 龙海债	企业债	6.63	0.52	6.40	640	AA/AA+	有	交易所
10 德州债	企业债	0.61+2	0.45	5.27	41	AA/AA	无	交易所
12 渝地产	企业债	4.32	0.41	4.95	(19)	AAA/AAA	无	交易所
PR 常投债	企业债	1.50	0.41	5.25	(51)	AA/AAA	有	交易所
12 常交债	企业债	2.64+2	0.40	5.87	(33)	AA+/AA+	有	交易所
11 丹东债	企业债	3.98	0.38	6.32	(27)	AA/AA	无	交易所
08 常城建	企业债	0.73	0.37	5.39	(11)	AA+/AA+	有	交易所
14 仪征债	企业债	6.03	0.33	5.97	(27)	AA/AA	无	交易所
14 保山债	企业债	6.41	0.33	6.94	(1)	AA/AA	无	交易所

资料来源: WIND, 国泰君安证券研究

附表 3: 近期经历评级负面调整的公司债名单

债券简称	发行人	评级机构	主体评级调整	债项评级调整	调整时间	当前 YTM	YTM 变动
锐 02 暂停	华锐风电	联合	A 负面→BBB 负面	A→BBB	2014-11-21	22.77%	16bps↑
锐 01 暂停	华锐风电	联合	A 负面→BBB 负面	A→BBB	2014-11-21	13.05%	7bps↑
ST 湘鄂债	中科云网	鹏元	A 负面→BBB 负面	A→BBB	2014-10-08	12.91%	19bps↑
12 康盛债	康盛股份	鹏元	AA-稳定→AA-负面	AA→AA-	2014-06-25	12.13%	3bps↑
12 湘鄂债	中科云网	鹏元	BBB 负面→BB 负面	BBB→BB	2014-12-30	9.82%	189bps↓
10 银鸽债	银鸽投资	鹏元	A+稳定→A 负面	AA→A	2014-04-22	7.94%	40bps↓
12 墨龙 01	山东墨龙	中诚信	AA 稳定→AA-稳定	AA→AA-	2014-05-22	7.77%	41bps↓
11 中孚债	中孚实业	联合	AA 稳定→AA 负面	AA→AA	2014-06-24	7.71%	54bps↓
12 东锆债	东方锆业	鹏元	AA 稳定→AA 负面	AA→AA	2014-04-24	7.59%	38bps↓
12 三维债	三维通信	鹏元	观察名单→AA-稳定	观察名单→AA-	2014-05-27	7.56%	27bps↓
12 西资源	西部资源	联合	AA 稳定→AA 负面	AA→AA	2014-05-12	7.51%	23bps↓
12 中孚债	中孚实业	联合	AA 稳定→AA 负面	AA→AA	2014-06-24	7.37%	15bps↓
12 建峰债	建峰化工	联合	AA 稳定→AA 负面	AA→AA	2014-05-09	7.32%	26bps↓
12 中桥债	中泰桥梁	鹏元	AA 稳定→AA-稳定	AA→AA-	2014-06-13	7.18%	20bps↓
11 凌钢债	凌钢股份	中诚信	AA 负面→AA-负面	AA→AA-	2014-05-15	7.08%	13bps↓
12 毅昌 01	毅昌股份	鹏元	AA 稳定→AA-稳定	AA→AA-	2014-06-13	7.04%	40bps↓
11 云维债	云维股份	中诚信	AA-稳定→AA-负面	AA→AA	2014-05-09	6.99%	21bps↓
12 海翔债	海翔药业	鹏元	AA 负面→AA-负面	AA→AA-	2014-05-23	6.62%	6bps↓
12 正邦债	正邦科技	鹏元	AA 负面→AA-负面	AA→AA-	2014-05-23	6.58%	21bps↓
09 银基债	烯碳新材	鹏元	AA 稳定→AA 负面	AA→AA	2014-07-14	6.39%	65bps↓
11 软控债	软控股份	鹏元	AA 负面→AA-负面	AA→AA-	2014-04-18	6.29%	/
12 桐昆债	桐昆股份	联合	AA 稳定→AA 负面	AA→AA	2014-04-28	6.20%	/
11 柳工 02	柳工	中诚信	AAA 负面→AA+稳定	AAA→AA+	2014-04-25	5.90%	/
12 赛轮债	赛轮股份	鹏元	AA 稳定→AA 负面	AA→AA	2014-04-28	5.49%	20bps↑
12 圣农 01	圣农发展	联合	AA 稳定→AA 负面	AA→AA	2014-06-20	5.48%	/
11 徐工 01	徐工机械	中诚信	AAA 稳定→AAA 负面	AA→AA	2014-05-05	5.10%	18bps↑
13 包钢 01	包钢股份	联合	AA+稳定→AA+稳定	AAA→AA+	2014-10-30	4.75%	2bps↓
12 酒钢债	酒钢宏兴	联合	AA+稳定→AA+负面	AA+→AA+	2014-05-29	4.51%	4bps↓
09 美好债	美好集团	鹏元	AA-稳定→AA-稳定	AA+→AAA	2014-05-16	已到期	已到期
13 秦川债	秦川机床	中诚信	AA 稳定→观察名单	AA→观察名单	2014-04-23	提前兑付	提前兑付
12 中富 01	ST 中富	中诚信	A+稳定→观察名单	AA-→A+	2014/7/23	暂停上市	暂停上市

资料来源: WIND, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为信用债评级和转债评级。以报告发布后的建议 3 个月内的信用债净价为比较基准，报告发布后的建议投资期限内的信用债指数为比较基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 3 个月内信用债净价的涨跌幅，3 个月内转债价格相对于信用债指数的涨跌幅。

	评级	说明
信用评级	增持	信用风险下降，净价上涨
	中性	净价不变
	减持	信用风险上升，净价下跌
转债评级	增持	强于信用债指数
	中性	与信用债指数持平
	减持	弱于信用债指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		