



2015.01.13

## 供给维持低迷，二级收益率下行

——城投债及公司债周报（2015-01-13）

	<b>覃汉(分析师)</b>	<b>张莉(分析师)</b>	<b>徐寒飞(分析师)</b>
	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：

城投净供给继续低迷，二级市场收益率全线下行。公司债止跌反弹，但样本高收益债收益率上行。“12德豪债”财务实力仍弱，关注其重组终止事项。

### 摘要：

#### ● 城投债市场

**市场回顾：**一级市场供给小幅下降，发行量 47 亿元，环比下降 6%，净供给 5 亿元。新券发行以短融为主，无企业债。二级市场活跃度上升，收益率全线下行。5 年以下期限城投估值收益率均下降了至少 10bps，信用利差出现明显收窄，期限利差走扩。

#### ● 交易所高收益债市场

**市场回顾：**供给平淡，样本高收益债收益率反弹上行 27bps 至 7.78%。上周共 16 支公司债 YTM 变动超 90bps，不含高收益债。

**12 德豪债：**民营机械制造企业，主营小家电制造和 LED 生产制造。行业前景良好，公司营收、净利有所好转，但仍严重依赖政府补助扭亏；净利润转化为经营活动现金流能力较弱，而近年股权投资支出庞大，资金缺口大；盈利和 EBITDA 对债务覆盖比率低，长期偿债能力较弱，且定向增发资金主要用于股权收购，对流动性改善不明显，账面短期偿债周转压力仍大。前期公告与被收购子公司的业务整合事项终止，需关注相关负面事件对所投资子公司乃至公司整体经营财务情况的影响。

### 债券研究团队

#### 徐寒飞（分析师）

电话：021-38674711

邮箱：[Xuhanfei013284@gtjas.com](mailto:Xuhanfei013284@gtjas.com)

证书编号：S0880513060001

#### 张莉（分析师）

电话：010-59312705

邮箱：[Zhangli014203@gtjas.com](mailto:Zhangli014203@gtjas.com)

证书编号：S0880514070007

#### 覃汉（分析师）

电话：010-59312713

邮箱：[Qinhan@gtjas.com](mailto:Qinhan@gtjas.com)

证书编号：S0880514060011

#### 刘毅（分析师）

电话：021-38676207

邮箱：[Liu yi013898@gtjas.com](mailto:Liu yi013898@gtjas.com)

证书编号：S0880514080001

#### 高国华（研究助理）

电话：021-38676055

邮箱：[gaoguo hua@gtjas.com](mailto:gaoguo hua@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：供给维持低迷，无企业债发行。** 上周（2015.1.5-2015.01.11）城投供给量小幅下降，发行量 47 亿元，环比下降 6%，净供给 5 亿元；新券发行以短融为主，无企业债发行。本周城投债到期量 54.4 亿元，已确定城投债发行量 11 亿元，预计净供给将继续下降。

**二级市场：交投活跃度上升，收益率全线下行。** 上周城投交投活跃度继续上升，全市场总成交额 1447.62 亿元，日均成交量环比上升 15.24%；其中交易所成交额 37.19 亿元，日均成交量环比上升 25.57%。收益率方面，元旦过后资金利率下行，但受新一轮 IPO 即将启动影响，上周后半段资金利率有所上行，不过城投债整体收益率持续下行，5 年以下期限城投估值收益率均下降了 10bps 以上。信用利差出现明显收窄，期限利差走扩。交投活跃券中，13 申通集 MTN002（银行间，3.66Y，AAA/AAA）YTM 下降 22bps 至 4.86%；12 鹰投融（交易所，7.93Y，AA/AA+）YTM 上升 7bps 至 6.63%。

## 2. 交易所高收益债市场回顾及热点券点评

**公司债市场：供给平淡，样本高收益债收益率反弹上行。** 上周公司债一级市场只有一支新券发行，为 14 中弘债(2+1Y, AA-/AA-, 9.9%, 无法竞价上市)。二级市场交投活跃度大幅提高，日均成交额环比上升 31.09%。从市场表现看，GC007 上升 278bps 至 5.37%，银行间/交易所回购量比从 2.38 下降至 2.14，公司债净价指数上升 0.20%，但样本高收益公司债收益率指数上升 27bps 至 7.78%。当前有 44 支公司债 YTM/YTP 在 8% 以上，环比增加 2 支。本周没有公司债面临付息及到期。

上周共有 16 支交易所公司债 YTM 变动超过 90bps，不含高收益债。上周无公司债涉及评级调整。

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 柳工债	柳工	中诚信	AA+稳定/AA+	/	/	6.84%	194bps↑
YTM 大幅变动	12 福发债	神州学人	鹏元	AA 稳定/AA	6.06%	529bps↑	6.80%	127bps↑
YTM 大幅变动	12 德豪债	德豪润达	联合	AA 稳定/AA	6.81%	253bps↓	6.29%	101bps↓
YTM 大幅变动	13 京能 01	京能电力	联合	AAA 稳定/AAA	/	/	6.15%	150bps↑
YTM 大幅变动	12 金风 01	金风科技	中诚信	AA+稳定/AA+	/	/	6.12%	112bps↑
YTM 大幅变动	11 航民 01	航民股份	鹏元	AA 稳定/AA	/	/	5.87%	94bps↓
YTM 大幅变动	08 莱钢债	山东钢铁	新世纪	AA+负面/AAA	/	/	5.83%	141bps↓
YTM 大幅变动	11 安泰 01	安泰科技	新世纪	AA 稳定/AA	/	/	5.51%	110bps↓
YTM 大幅变动	12 华茂债	华茂股份	联合	AA 稳定/AA	-1.51%	748bps↓	5.31%	96bps↓
YTM 大幅变动	14 机电 01	中航机电	中诚信	AA+稳定/AAA	4.35%	282bps↓	5.17%	158bps↓
YTM 大幅变动	12 招金券	招金矿业	中诚信	AA+稳定/AAA	/	/	4.98%	97bps↓
YTM 大幅变动	11 冀能债	冀中能源	大公国际	AA+稳定/AAA	/	/	4.85%	95bps↑

YTM 大幅变动	10 首机 01	北京首都机场股份	中诚信	AAA 稳定/AAA	/	/	4.52%	110bps↑
YTM 大幅变动	12 科环 01	国电科环	联合	AAA 稳定/AAA	/	/	4.21%	145bps↓
YTM 大幅变动	10 中铁 G1	中国中铁	联合	AAA 稳定/AAA	/	/	4.06%	335bps↓

资料来源: WIND, 国泰君安证券研究

## 12 德豪债: 行业前景较好, 但财务实力仍弱

### 发债主体主要财务数据

债券简称 (亿元)	12 德豪债			
	14/09	2013	2012	2011
总资产	130.11	109.20	92.03	67.71
净资产	59.40	42.76	42.31	27.26
货币资金	15.67	9.15	11.05	8.63
短期债务	34.13	29.61	21.67	15.23
总债务	50.20	47.35	32.87	20.62
营业收入	31.39	31.30	27.58	30.65
EBITDA	-	5.70	4.51	6.20
净利润	0.72	0.05	1.59	3.85
经营活动净现金流	0.96	2.67	0.33	-0.28
投资活动净现金流	-19.59	-16.26	-25.38	-17.84
筹资活动净现金流	17.40	12.11	26.89	10.28
资产负债率 (%)	54.35	60.84	54.03	59.74
流动比率	1.03	0.84	1.30	1.01
速动比率	0.75	0.58	1.01	0.76
经营现金流/总债务	0.02	0.06	0.01	-0.01
EBITDA/利息	-	3.04	3.42	14.13
EBITDA/总债务	-	0.12	0.14	0.30
货币资金/短期债务	0.46	0.31	0.51	0.57
全部债务资本化率	0.46	0.53	0.44	0.43
长期债务资本化率	0.21	0.29	0.21	0.17
毛利率 (%)	23.89	20.61	24.07	23.30
净利率 (%)	2.28	0.15	5.77	12.56
应收账款周转天数	133.69	142.40	147.70	97.13
存货周转天数	135.18	139.72	140.70	111.36
总资产回报率 (%)	2.70	2.27	3.33	8.21

**民营机械制造企业。**债券发行人广东德豪润达电气股份有限公司第一大股东是芜湖德豪投资有限公司, 实际控制人为自然人王冬雷。公司于 2004 年 6 月在深交所上市, 主要从事小家电制造和 LED 生产制造。2013 年厨房家电和 LED 芯片营收占比分别为 49.13%、46.36%。

**行业前景良好。**随着新型城镇化建设的推进及房地产行业的复苏, 小家电行业的需求将会逐步增长, 国内市场尚有一定的拓展空间。我国半导体照明产业应用领域不断扩大, 光通讯、可穿戴电子已经航天航空等领域的应用或将为未来 LED 产业打开新空间。

**营收、净利好转, 但严重依赖政府补助。**公司 13 年和 14 年前三季度营收分别同比增加 13.50%、38.29%, 但因劳动力成本上升及行业竞争加剧等因素影响, 13 年净利润同比下降 97.09%, 随着高毛利率的 LED 业务销售收入增长幅度较大, 14 年前三季度净利润同比上升 46.46%。2013 年公司严重依赖政府补助来扭转经营亏损局面, 公司盈利能力有待进一步关注。

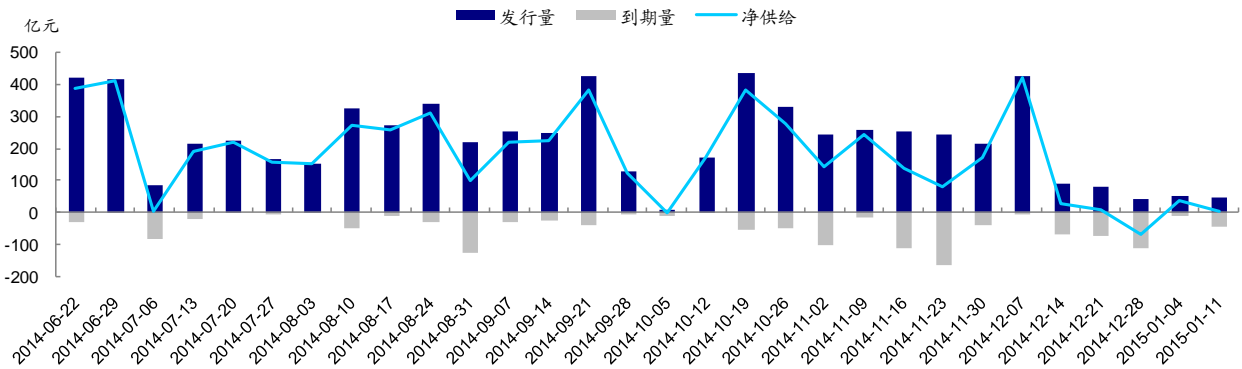
**经营现金流仍弱, 投资支出庞大。**公司净利润转化为经营活动现金流能力较弱, 主要是应收账款和存货增长较快。同时公司近两年对雷士照明、维美盛景等企业的股权投资, 投资支出规模依然维持较大, 存在大额自由现金流缺口, 需要依靠外部融资来满足资金需求。

**定向增发改善资本结构, 但短期周转压力仍大。**公司 6 月完成定向增发募集资金净额 13.4 亿元, 资产负债率从年初的 40.8% 下降至 54.35%, 但从盈利和 EBITDA 对债务的覆盖情况看, 长期偿债能力仍弱。尤其是公司定向增发资金主要用于收购雷士照明股权, 账面流动性改善有限, 货币资金对于短期债务的覆盖比率仍然只有 46%, 但货币资金有所趋紧, 仅能覆盖 46% 的短期债务, 净短期债务达到 18.5 亿元, 仍然有较大周转压力。

**关注重大资产重组终止的影响。**公司近两年收购雷士

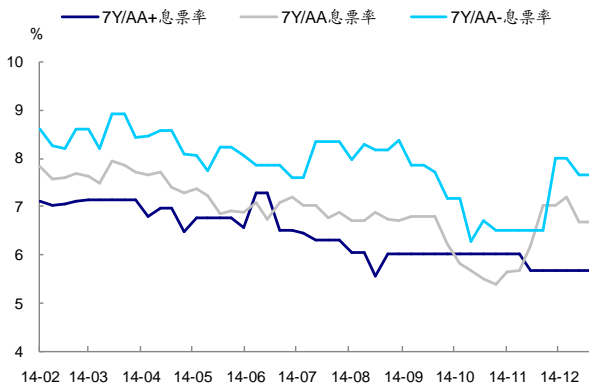
照明控股权，并于8月公告了拟向雷士照明出售与LED照明业务相关的全部经营性资产和负债的重组事项。但在本次资产重组筹划过程中，雷士照明与雷士照明前董事、CEO发生纷争，9月公司收到雷士照明董事会通报，由于前CEO的重大违规行为，很可能为雷士照明带来较大损失，实际上雷士照明已共计被银行强制扣划5.49亿元，另有0.54亿元存款被司法冻结。基于上述事件影响了雷士照明的现金支付能力，公司商议后于11月14日公告决定终止本次资产整合事项。终止整合事项本身虽然不影响公司合并资源，但实际上公司此前大额投资收购的子公司已经发生损失对公司合并范围有实实在在的影响，并且鉴于目前的进展，公司重金收购的雷士照明能否尽快发挥效率，为公司贡献业绩和偿债能力尚待观察和关注。

附图 1: 城投债发行、到期及净供给情况



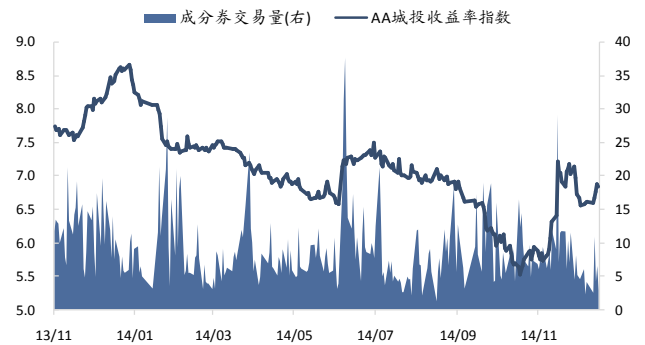
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 2: 7Y 各等级 (主体) 企业债发行票息走势



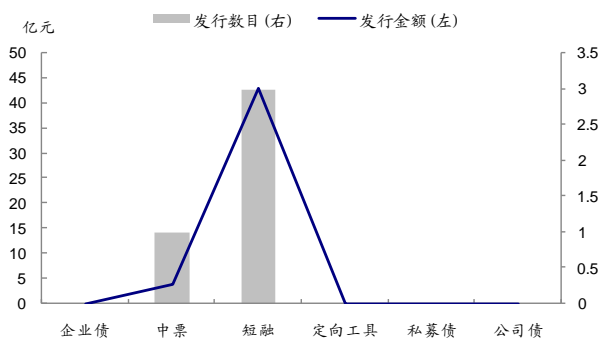
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 3: AA 城投债收益率指数走势



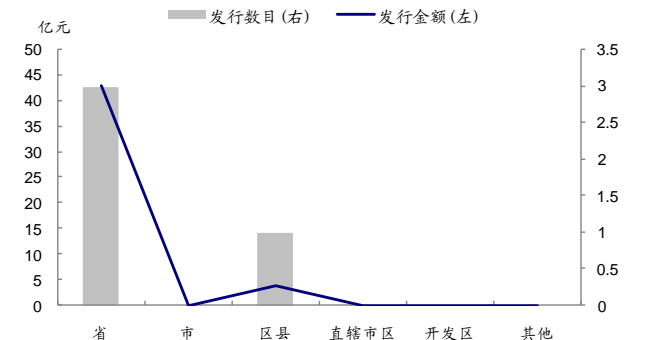
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 4: 上周城投债发行数目及金额 (按券种)



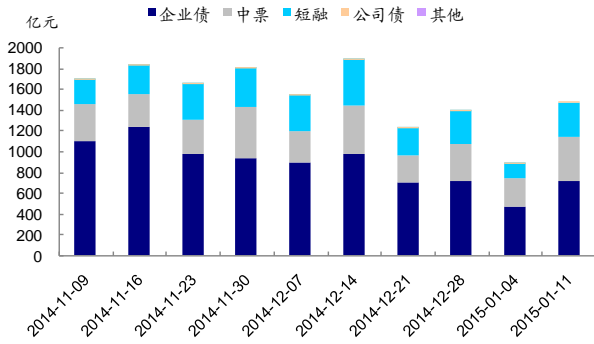
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 5: 上周城投债发行数目及金额 (按行政级别)



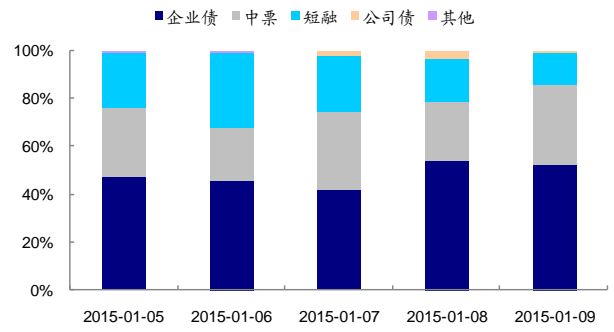
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 6: 城投债二级市场交易总额变化情况



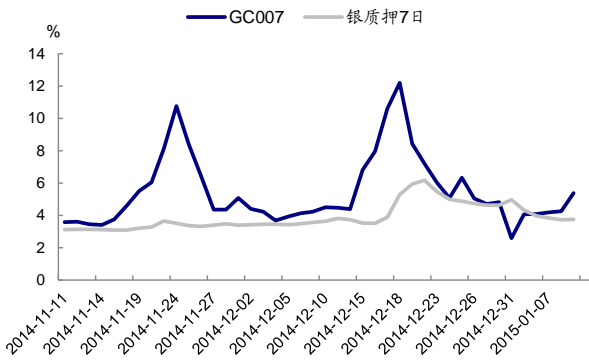
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 7: 上周城投债二级市场交易总额占比(按券种)



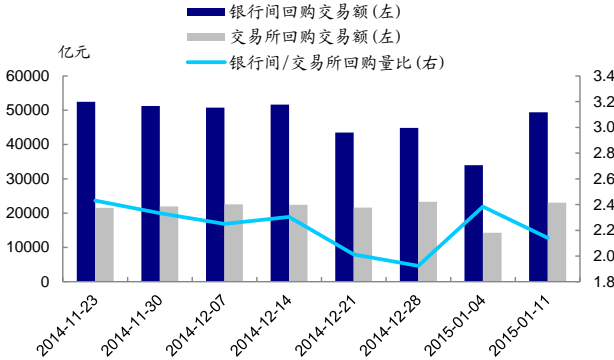
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 8: 银行间/交易所 7 日回购利率走势



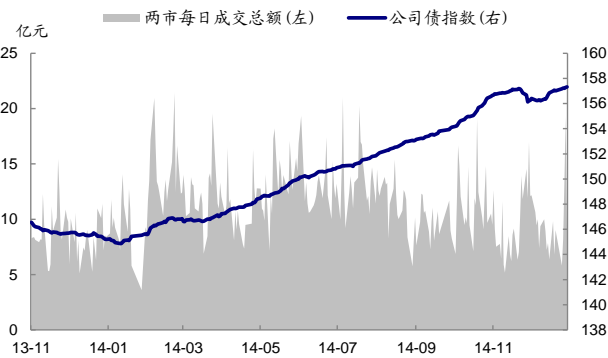
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 9: 银行间/交易所每周回购交易额及量比



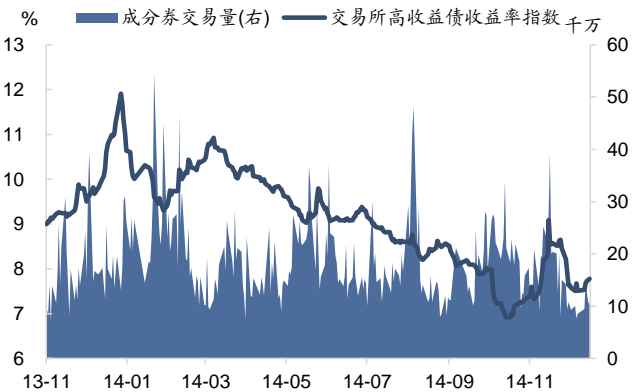
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

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
15 豫投资 SCP001	短融	2015-01-08	3	4.9	0.0822	-	AAA

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 穗地铁 CP002	短融	0.25	52.43	5.25	5	AAA/A-1	无	银行间
14 鲁高速 SCP006	短融	0.35	36.46	5.20	9	AAA/0	无	银行间
13 申通集 MTN002	中票	3.66	31.09	4.86	(22)	AAA/AAA	无	银行间
14 穗地铁 SCP001	短融	0.10	29.36	4.75	(86)	AAA/0	无	银行间
14 新城基业债	企业债	6.28	24.61	6.22	(43)	AA/AA	无	银行间
12 穗地铁 MTN2	中票	2.66	22.10	4.92	14	AAA/AAA	无	银行间
14 京能投 SCP001	短融	0.09	18.73	5.13	(37)	AAA/0	无	银行间
12 渝交投 MTN1	中票	2.46	18.07	5.83	(89)	AA+/AA+	无	银行间
11 宜宾国资债	企业债	3.37	17.44	5.75	84	AA+/AAA	有	银行间
11 渝城投债	企业债	1.01+5	16.12	5.72	7	AAA/AAA	无	银行间
09 沪国盛债 02	企业债	1.95+3	15.18	5.42	28	AAA/AAA	无	银行间
14 苏交通 CP006	短融	0.80	15.05	4.97	1	AAA/A-1	无	银行间
12 西江债	企业债	2.18+5	13.74	6.37	(54)	AA/AA	无	银行间
14 陕交建 MTN001	中票	2.47	12.78	5.48	(21)	AA+/AA+	无	银行间
14 石国投 MTN002	中票	6.21	11.68	5.90	(9)	AA+/AA+	无	银行间
11 闽高速	公司债	0.16+2	17.28	5.49	45	AA+/AA+	无	交易所
12 渝地产	企业债	4.29	1.28	4.74	(21)	AAA/AAA	无	交易所
PR 常投债	企业债	1.48	0.92	5.03	(22)	AA/AAA	有	交易所
14 粤高债	企业债	14.81	0.70	5.40	0	AA+/AAA	有	交易所
14 娄底债	企业债	6.27	0.65	6.56	(94)	AA/AA	无	交易所
08 常城建	企业债	0.71	0.59	5.57	18	AA+/AA+	有	交易所
PR 鹤城投	企业债	1.86	0.57	6.65	29	AA-/AA	有	交易所
12 鹰投融	企业债	7.93	0.54	6.63	7	AA/AA+	有	交易所
14 仁寿债	企业债	6.66	0.54	7.45	38	AA-/AA	有	交易所
12 庆高新	企业债	4.91	0.51	6.46	18	AA/AA	无	交易所
13 咸荣盛	企业债	5.41	0.51	6.35	0	AA/AA+	有	交易所
10 宜兴债	企业债	1.36	0.49	5.44	31	AA+/AA+	有	交易所
12 河套债	企业债	7.23	0.39	7.11	27	AA/AA+	有	交易所
12 金湖债	企业债	0.91+3	0.38	7.34	(26)	AA-/AA	有	交易所
11 通化债	企业债	1.93+5	0.36	7.33	11	AA-/AA+	有	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

**3.**



## 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

	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。	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
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。	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		