



2015.01.20

## 房地产债发行提速，配置正当时

——城投债及公司债周报（2015-01-20）

	<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

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

《供给维持低迷，二级收益率下行》	2015.01.13
《供给低迷，收益率平稳》	2015.01.06
《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

### 本报告导读:

城投供给低迷，高收益债继续上涨。房地产债发行提速，建议积极配置。给予“15福星01”、“12广汽03”增持评级，北辰债两个品种若利率接近区间上限也可积极配置。

### 摘要:

#### ● 城投债市场

**市场回顾:**一级市场供给持续低迷,发行量18亿元,环比下降61.7%,净供给-36.40亿元。新券发行以中票为主,无企业债发行。二级市场活跃度下降,收益率继续下行。各期限等级估值收益率普遍下降10-20bps。信用利差收窄,期限利差走扩。

#### ● 交易所高收益债市场

**市场回顾:**供给回落,样本高收益债收益率下降23bps至7.55%。上周共18支公司债YTM变动超70bps,包含1支高收益债。

**房地产公司债发行提速,配置正当时。**再融资和并购重组涉及房地产业务不再由国土部事前审查,地产融资放松进入实质阶段。本周有两家房地产企业发行3支公司债,节奏较此前加快。后续已公告、尚未实施的上市房企拟发债总规模1447.7亿元。看好融资和限购限贷政策放松带来的房地产企业资质边际改善,建议积极配置房地产债。

**15福星01:**集体所有制控股房地产开发企业,武汉市房地产行业龙头企业之一。近年开发销售业绩良好,土地储备充足;但近期开发投入加快出现大额净现金流缺口,对外部融资依赖较大;杠杆比率适中,资产流动性偏弱,有一定短期债务周转压力,不过发债后流动性提升,同时有一定可售资源补充流动性。母公司担保增信效果一般。本期债券票息7.5%,与同类债券估值以及公司上期公司债比较具有吸引力,给予“增持”评级。

**14北辰01/02:**国有房地产开发企业。目前公司持有较多物业主要位于北京亚奥商圈,地理位置优越有较大增值空间。公司尚有长沙地区的开发业务,长沙北辰三角洲项目系超大型综合性地产开发项目,未来几年有望继续为公司收入增长提供保障。近年开发投入节奏审慎,现金流保持良好,货币资金充裕,周转压力不大。本期债券尚未公布票息率,若接近区间上限,可考虑配置。

**12广汽03:**大型国有汽车制造企业。利润主要来自于与外资的合营和联营业务,但近年自营业务发展亦迅速。公司自营业务净利润、合营投资收益稳步提升,投资收益现金流回流良好,支撑自有品牌投入基本平衡。目前货币资金充裕,周转压力小。盈利支撑长期偿债能力也保持良好由母公司担保增信效果一般。本期债券票息4.7%,相对于同类债券估值有一定吸引力,给予“增持”评级。

## 1. 城投债市场回顾

**一级市场：供给持续低迷，无企业债发行。** 上周（2015.1.12-2015.01.18）城投供给量大幅下降，发行量 18 亿元，环比下降 61.70%，净供给由正转负，为-36.40 亿元；新债发行以中票为主，无企业债发行。本周城投债到期量 87.70 亿元，尚无确定城投债发行，预计净供给将继续下降。

**二级市场：交投活跃度下降，收益率继续下行。** 上周城投交投活跃度继续下降，全市场总成交额 1311.73 亿元，日均成交量环比下降 11.51%；其中交易所成交额 38.70 亿元，日均成交量环比上升 4.06%。收益率方面，随着 IPO 负面效应减弱，资金利率明显下行，国债收益率持续下降，城投债收益率全周亦保持下行态势，各期限等级估值收益率普遍下降 10-20bps。信用利差收窄，期限利差走扩。交投活跃券中，12 江西债（银行间，2.16+5 Y，AA/AA）YTM 下降 63bps 至 6.28%；11 通化债（交易所，1.91+5Y，AA-/AA+）YTM 下降 20bps 至 7.09%。

## 2. 交易所高收益债市场回顾及热点券点评

**公司债市场：无一级发行，二级样本高收益债收益率下行。** 上周公司债一级市场无新券发行。二级市场交投活跃度回落，日均成交额环比下降 10.91%。从市场表现看，GC007 下降 140 bps 至 3.97%，银行间/交易所回购量比从 2.14 上升至 2.64，公司债净价指数上升 0.35%，样本高收益公司债收益率指数下降 23bps 至 7.55%。

当前有 40 支公司债 YTM/YTP 在 8% 以上，环比减少 4 支。本周有 9 支公司债面临付息，为 11 龙源 01（YTM4.67%）、11 龙源 02（YTM5.04%）、12 希努 01（YTM7.32%）、12 桐昆债（YTM7.74%）、12 榕泰债（YTM6.20%）、12 重工 01（YTM5.55%）、12 重工 02（YTM5.17%）、12 光电债（YTM4.92%）、12 芭田债（YTM5.61%）；有 1 支公司债面临到期，为 10 连云债（YTM1.93%）。

上周共有 18 支交易所公司债 YTM 变动超过 70bps，其中包含 1 支高收益债。上周无公司债涉及评级调整。

表 2: 上周 YTM 大幅变动债券列表

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	剩余期限 (Y)
13 国海债	国海股份	鹏元	AA-/AA-	10.48%	321bps↑	8.58%	150bps↑	1.36+2
14 万里债	万里扬	鹏元	AA/AA	6.18%	118bps↓	6.66%	72bps↓	2.61+2
09 华发债	华发股份	鹏元	AA 稳定/AA	/	/	5.95%	72bps↓	2.75
11 欧亚债	欧亚集团	鹏元	AA 稳定/AA+	4.64%	138bps↓	5.68%	77bps↓	2.17+2
12 力帆 02	力帆股份	联合	AA/AA	/	/	5.61%	102bps↓	2.67
12 一重 01	中国一重	大公国际	AAA/AAA	/	/	5.50%	167bps↓	2.63
10 大亚债	大亚科技	中诚信	AA-/AA	/	/	5.48%	87bps↓	0.03

08 金地债	金地集团	中诚信	AA+稳定/AAA	/	/	5.38%	151bps↑	1.14
11 柳工 01	柳工	中诚信	AA+/AA+	/	/	5.26%	374bps↓	1.5
11 中化 01	中化国际	中诚信	AAA/AAA	/	/	5.24%	92bps↑	1.13
13 铁龙 01	铁龙物流	联合	AA+/AA+	/	/	5.06%	70bps↓	1.31
11 海大债	海大集团	中诚信	AA 稳定/AA	/	/	5.05%	76bps↓	1.84
12 金凤 01	金凤科技	中诚信	AA+/AA+	/	/	4.82%	130bps↓	0.1
13 中油 01	中国石油	联合	AAA/AAA	/	/	4.46%	112bps↓	3.16
11 精工债	精工钢构	鹏元	AA/AA	/	/	4.28%	173bps↓	0.17
12 科环 02	国电科环	联合	AAA/AAA	/	/	4.22%	83bps↓	2.59
12 国电 03	国电电力	大公国际	AAA 稳定/AAA	/	/	3.74%	109bps↓	0.51
10 连云债	连云港	鹏元	AA/AA+	/	/	1.97%	335bps↓	0.02

资料来源: WIND, 国泰君安证券研究

**房地产公司债发行提速, 配置正当时。**上周五证监会表示再融资和并购重组涉及房地产业务不再由国土部事前审查, 地产融资放松进入实质阶段。本周有两家房地产企业福星、北辰发行 3 支公司债, 节奏较此前加快。如下表, 根据 2014 年 9 月份以后的上市房地产企业公告统计, 当前已公告、尚未实施的上市房企拟发债总规模 1447.7 亿元, 涉及房企数量 41 家, 共计 47 支。

我们看好短期内房地产行业的信用边际改善: 核心逻辑在于融资放松缓解资产负债表短期流动性压力, 而限购限贷政策放松缓解房地产企业的销售和回款现金流压力; 另外从房地产发行人近年的资金管理较此前有所提升, 账面流动性状况较上轮周期有所改善; 以及存货结构的改善(可售资源占比上升、土地存货占比下降)提升了财务弹性(必要时通过降价变现提升流动性)。实际上, 11 月份降息以后, 近期地产销售数据亦呈现改善态势。我们认为 2015 年房地产行业信用基本面大概率会有所好转, 而目前基于行业长周期的不确定性担忧, 房地产债发行利率仍然普遍较高, 建议投资者继续重视房地产债的配置价值尤其是一二级市场交易价值。

**表 2: 2015 年上市房企代发债券列表**

名称	债券类型	发行数量(亿元)	方案进度	名称	债券类型	发行数量(亿元)	方案进度
万科 A	中期票据	18.0	股东大会通过	大名城	中期票据	27.0	股东大会通过
深振业 A	公司债	15.0	证监会批准	美都能源	短期融资券	5.5	股东大会通过
招商地产	中期票据	50.0	股东大会通过	新湖中宝	公司债	35.0	董事会预案
中粮地产	中期票据	23.0	股东大会通过	新湖中宝	信用债	90.0	股东大会通过
中粮地产	公司债	23.0	股东大会通过	新湖中宝	中期票据	35.0	董事会预案
中洲控股	中期票据	12.0	董事会预案	万通地产	中期票据	16.8	股东大会通过
泛海控股	中期票据	37.0	股东大会通过	天房发展	公司债	10.0	股东大会通过
金融街	中期票据	52.0	股东大会通过	华夏幸福	中期票据	20.0	股东大会通过
荣安地产	公司债	12.0	股东大会通过	首开股份	信用债	58.0	董事会预案
中天城投	中期票据	14.0	股东大会通过	首开股份	公司债	58.0	股东大会通过
亿城投资	公司债	16.0	董事会预案	金地集团	信用债	95.0	股东大会通过
顺发恒业	中期票据	12.0	董事会预案	栖霞建设	中期票据	15.0	股东大会通过

金科股份	中期票据	39.0	股东大会通过	迪马股份	公司债	20.0	股东大会通过
阳光城	中期票据	17.0	股东大会通过	城投控股	短期融资券	42.8	股东大会通过
泰禾集团	中期票据	25.0	股东大会通过	城投控股	中期票据	30.0	股东大会通过
中房地产	公司债	7.0	股东大会通过	信达地产	中期票据	30.0	股东大会通过
嘉凯城	中期票据	7.0	股东大会通过	中华企业	中期票据	20.0	股东大会通过
福星股份	中期票据	16.0	股东大会通过	京投银泰	公司债	8.6	股东大会通过
福星股份	定向工具	50.0	股东大会通过	苏州高新	信用债	15.0	股东大会通过
中南建设	中期票据	36.0	股东大会通过	华远地产	中期票据	11.0	股东大会通过
天保基建	公司债	16.0	股东大会通过	中茵股份	公司债	12.0	股东大会通过
银亿股份	中期票据	17.0	股东大会通过	上实发展	公司债	20.0	股东大会通过
荣盛发展	中期票据	49.0	股东大会通过	世茂股份	信用债	60.0	股东大会通过
保利地产	信用债	150.0	股东大会通过				

资料来源: WIND, 国泰君安证券研究

### 债券发行概况

债券简称	15福星01
发行人	湖北福星科技股份有限公司
发行期限	3+2年
发行总额	10亿
发行利率	7.5%
信用评级	AA/AA
评级机构	中诚信证券评估有限公司
担保人	福星集团控股有限公司
担保方式	不可撤销连带责任担保
特殊条款	调整票面利率, 回售
主承销商	华西证券股份有限公司, 国信证券股份有限公司
发行日	2015-01-19
到期日	2018-01-19(回售)2020-01-19(到期)
行业	房地产--房地产开发

### 发债主体主要财务数据

## 15福星01: 票息吸引力较强, “增持”评级

**集体所有制控股房地产开发企业。**债券发行人湖北福星科技股份有限公司第一大股东是福星集团, 实际控制人是集体所有制企业湖北省汉川市钢丝绳厂。公司于1999年6月在深交所上市, 主营房地产开发和金属制品业务(子行轮胎钢帘、钢丝绳等)。2013年房地产销售和金属制品销售业务营收占比分别为76.72%、22.82%, 毛利占比分别为86.77%和8.44%。

**行业短期回暖, 长期仍存较大不确定性。**近期随着限购政策的取消和央行降息, 房地产销售成交量有所好转。不过, 从长周期来看, 房地产仍然存在结构性过剩和去库存压力, 受未来宏观调控影响非常大。

**房地产业务比重上升, 土地储备充足。**公司维持“房地产+金属制品”双主业形态, 形成业务互补, 在一定程度上降低经营风险。公司作为武汉市房地产龙头企业之一, 近年来高毛利率的房地产业务营收占比不断上升, 公司营收和净利均逐年提高。公司13年和14年前三季度营收同比分别增加22.71%、2.43%, 净利润同比分别增加11.17%、18.52%。截止至14年三季度, 公司拥有土地储备建筑面积303.05万平方米, 以住宅开发项目为主, 可以满足未来3至5年开发需求, 且项目资源所在地区绝大部分位于武汉市内环核心区, 且大部分为“双改”项目相关储备资源, 资质较好。

**近期经营活动大幅净现金流出, 融资依赖大。**公司近三年及14年前三销售面积分别为72.1、73.3、46.5和44.2万平方米, 实现销售金额66.2、66.8、48.3和40.5亿元, 销售商品提供劳务收到的现金分别为78.1、78.3、69.7和40.5亿元, 情况尚可。但是近年开发投入较大,

债券简称	15福星01				
	(亿元)	14/09	2013	2012	2011
总资产	299.83	271.11	254.97	219.10	
净资产	93.45	89.01	74.19	74.80	
货币资金	29.17	24.30	14.71	13.77	
短期债务	56.72	32.96	41.44	35.67	
总债务	128.43	86.01	74.30	77.16	
营业收入	50.16	76.63	62.45	47.61	
EBITDA	-	13.06	11.15	10.14	
净利润	5.90	6.81	6.13	5.15	
经营活动净现金流	-25.60	0.75	7.69	-17.45	
投资活动净现金流	-1.85	-1.58	-5.48	-3.69	
筹资活动净现金流	32.59	7.30	-3.38	16.94	
资产负债率(%)	68.83	67.17	70.90	65.86	
流动比率	2.08	2.10	1.69	1.96	
速动比率	1.07	0.90	0.75	1.11	
经营现金流/总债务	-0.20	0.01	0.10	-0.23	
EBITDA/利息	-	2.15	1.44	1.68	
EBITDA/总债务	-	0.15	0.15	0.13	
货币资金/短期债务	0.51	0.74	0.35	0.39	
全部债务资本化率	0.58	0.49	0.50	0.51	
长期债务资本化率	0.43	0.37	0.31	0.36	
毛利率率(%)	22.51	25.97	28.09	31.72	
净利润率(%)	11.76	8.89	9.81	10.82	
应收账款周转天数	30.78	27.83	34.45	43.05	
存货周转天数	890.21	827.97	837.60	837.99	
总资产回报率(%)	3.74	4.13	3.84	4.33	

**担保人主要财务数据**

担保人	福星集团			
	(亿元)	2013	2012	2011
总资产	346.02	315.29	279.77	
货币资金	30.54	21.08	23.10	
短期债务	37.49	49.34	45.11	
总债务	95.50	87.94	88.60	
营业收入	87.92	82.10	56.85	
EBITDA	15.77	12.73	10.80	
净利润	7.12	6.31	4.75	
经营活动净现金流	-0.09	7.18	-19.55	
速动比率	0.38	0.77	1.01	
EBITDA/利息	1.95	1.46	1.53	

支付的现金较多，导致经营净现金流表现不佳，11年“城中村”改造项目投入力度较大出现大额缺口，12和13年项目进入销售期以及调整土地储备节奏，净现金流表现稍好但结余也有限，14年前三季公司项目进入快速开发阶段，支付了较多拆迁款和工程款，账面预付账款大幅增长24.8亿元至85.3亿元，导致经营活动再次出现大额现金流缺口。加上近年扩充子午轮胎钢帘线、电梯绳等非地产项目产能，以及收购房地产项目，投资活动也持续处于净现金流出状态。公司对外部融资依赖一直较大。预计后续公司在建房地产项目仍将存在投资资金缺口，应予以关注。

**杠杆比率适中，但资产流动性偏弱，发债有利于缓解周转压力。**公司当前资产负债率68.83%，剔除预收账款后为56.94%，相比于行业水平，杠杆比率适中。公司负债以长期债务为主。不过公司资产流动性一般，账面预付账款、存货两个科目余额合计205.8亿元占总资产的69%；公司目前货币资金仅能覆盖51%的短期债务，净短期债务27.6亿元有一定周转压力。一方面公司本次发行10亿元公司债一定程度上有利于缓解短期周转压力，另一方面公司存货结构中有25.6亿元开发产品必要时可能变现用于补充流动性。

**母公司担保，同质性较强，增信效果一般。**本期债券由母公司福星集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。福星集团目前从事对外投资管理业务，不从事实际经营，投资范围除发行人外，还涉及医药、食品添加剂等领域。不过从简单的财务数据看，担保人2013年合并总资产，收入、净利润分别为发行人的1.28倍、1.15倍和1.05倍，可以担保人除发行人以外的资产经营效率一般，两家公司具有较强的信用同质性，额外增信效果一般。

**给予“增持”评级。**本期债券期限3+2Y，主体/债项评级为AA/AA，票面利率为7.5%，由母公司福星集团提供担保，发行人尚有待偿债券14福星01(2.61+2Y, 9.20%)。总体来看，公司区域优势明显，经营能力尚可，杠杆比率适中，短期偿债压力偏大但发行后有所缓解。考虑到当前3YAA中票估值收益率为5.37%，发行人上期公司债目前剩余2.6+2年，行权和到期收益率分别只有5.96%和7.20%，相对而言，本期债券具有较好的票息吸引力，给予“增持”评级。

债券发行概况

债券简称	14北辰01
发行人	北京北辰实业股份有限公司
发行期限	3+2年
发行总额	10亿
发行利率	尚未确定
信用评级	AA+/AA+
评级机构	联合信用评级有限公司
担保人	无
担保方式	无
特殊条款	回售,调整票面利率
主承销商	瑞银证券有限责任公司
发行日	2015-01-20
到期日	2020-01-20(到期)
行业	房地产--房地产开发

债券简称	14北辰02
发行人	北京北辰实业股份有限公司
发行期限	5+2年
发行总额	15亿
发行利率	尚未确定
信用评级	AA+/AA+
评级机构	联合信用评级有限公司
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	瑞银证券有限责任公司
发行日	2015-01-20
到期日	2020-01-20(到期)
行业	房地产--房地产开发

发债主体主要财务数据

债券简称 (亿元)	14北辰01			
	14/09	2013	2012	2011
总资产	357.53	321.03	294.84	285.13
净资产	108.29	106.50	101.96	96.88
货币资金	46.21	34.34	28.56	28.87
短期债务	33.39	34.20	43.18	22.79
总债务	157.14	129.25	115.73	113.13
营业收入	37.40	55.05	57.36	39.69
EBITDA	-	15.45	15.20	12.71
净利润	3.67	6.97	6.10	4.91
经营活动净现金流	-2.66	11.34	4.74	0.68
投资活动净现金流	-3.44	-7.45	-0.46	-0.98
筹资活动净现金流	18.68	2.31	-6.59	3.18
资产负债率(%)	69.71	66.82	65.42	66.02
流动比率	2.30	2.10	1.86	2.18
速动比率	0.45	0.38	0.28	0.35
经营现金流/总债务	-0.02	0.09	0.04	0.01
EBITDA/利息	-	1.40	1.67	1.73
EBITDA/总债务	-	0.12	0.13	0.11
货币资金/短期债务	1.38	1.00	0.66	1.27
全部债务资本化率	0.59	0.55	0.53	0.54
长期债务资本化率	0.53	0.47	0.42	0.48
毛利率(%)	50.45	48.78	45.07	51.22
净利率(%)	9.82	12.66	10.63	12.37
应收账款周转天数	3.55	3.39	2.73	5.88
存货周转天数	3187.72	2519.24	2101.58	3071.67
总资产回报率(%)	2.23	3.97	4.08	3.55

14北辰 01/02: 规模实力较好,若票息率高可考虑配置

国有房地产开发企业。发行人第一大股东是北京北辰实业集团,实际控制人为北京市政府国有资产监管委。公司于2006年10月在上交所上市,主营房地产开发业务。2013年出售开发产品业务、投资物业和零售商业营收占比分别为54.87%、38.68%、6.46%,毛利率分别为41.88%、62.16%、37.24%。

收入增长有保障,未来盈利可期。2011~2013年,公司营收、净利均呈现波动增长态势。14年前三季度由于房地产开发业务结算较上年同期减少,公司营收、净利下滑。公司预收款规模较大,随着在建项目逐步结转,预收款项逐步结转,公司盈利能力有望提升。目前公司持有北京亚奥商圈119.86万平方米物业,地理位置优越有较大增值空间。公司尚有长沙地区的开发业务,长沙北辰三角洲项目系超大型综合性地产开发项目,可售面积392万平方米,公司加速推进项目建设,未来几年有望继续为公司收入增长提供保障。

开发投入节奏审慎,现金流平衡状况较好。从近年情况看,公司均实现了经营活动净现金流入,稳定的净现金流状况在房地产开发企业中较为难得,说明公司资金管理较为谨慎。2014年前三季度公司开发项目投入有所加大,出现了一定的经营现金流缺口,但叫体看缺口并不大。公司同时能够获得大量银行借款支持,需要时筹资活动净现金流能够大幅增加。

货币资金充裕,偿债周转压力较小。公司当前资产负债率为69.71%,剔除预收账款后为54.39%,基本处于行业合理水平。公司负债以长期债务为主,债务结构较为合理。公司流动比率较好,但因存货较多导致速动比率较低,不过货币资金较为充裕,可以覆盖全部短期债务,短期周转压力并不大,尤其是本期发债25亿元替换15.25亿元贷款后,账面流动性进一步大幅提升,偿债周转压力进一步下降。

信用资质较好,若票息率高可考虑配置。14北辰01期限3+2Y,主体/债项评级为AA+/AA+,票面利率区间4.8-5.8%;14北辰02期限5+2Y,主体/债项评级为AA+/AA+,票面利率区间5.2-6.2%,发行人尚有待偿债债券06北辰债(1.36Y,4.10%)。总体来看,公司规模实力较强,现金流和流动性表现良好,偿债周转压力不大。当前3YAA+、5YAA+中票估值收益率分别为4.95%、5.04%,本期债券票息吸引力一般,若票息定价接近区间上限可以考虑配置。

**债券发行概况**

债券简称	12广汽03
发行人	广州汽车集团股份有限公司
发行期限	5年
发行总额	20亿
发行利率	4.7%
信用评级	AAA/AAA
评级机构	联合信用评级有限公司
担保人	广州汽车工业集团有限公司
担保方式	不可撤销连带责任担保
特殊条款	无
主承销商	中国国际金融有限公司, 瑞信方正证券有限责任公司, 国信证券股份有限公司, 中信证券股份有限公司, 高盛高华证券有限责任公司
发行日	2015-01-19
到期日	2020-01-19(到期)
行业	汽车与汽车零部件

**发债主体主要财务数据**

债券简称 (亿元)	12广汽03			
	14/09	2013	2012	2011
总资产	607.98	577.90	493.82	443.37
净资产	351.56	340.63	320.12	301.35
货币资金	194.10	190.40	155.42	171.40
短期债务	114.65	103.75	36.26	27.78
总债务	162.19	151.50	114.02	105.15
营业收入	156.44	188.24	128.74	109.80
EBITDA	-	37.32	18.27	45.97
净利润	21.88	25.45	10.65	41.67
经营活动净现金流	3.13	9.78	9.56	-2.87
投资活动净现金流	-2.69	-1.65	-7.16	24.72
筹资活动净现金流	0.27	30.81	-22.20	-5.47
资产负债率(%)	42.18	41.06	35.18	32.03
流动比率	1.36	1.47	2.29	3.67
速动比率	1.24	1.35	2.13	3.41
经营现金流/总债务	0.02	0.06	0.08	-0.03
EBITDA/利息	-	3.95	0.83	4.31
EBITDA/总债务	-	0.25	0.16	0.44
货币资金/短期债务	1.69	1.84	4.29	6.17
全部债务资本化率	0.32	0.31	0.26	0.26
长期债务资本化率	0.12	0.12	0.20	0.20
毛利率(%)	13.53	14.40	8.12	5.81
净利率(%)	13.98	13.52	8.27	37.95
应收账款周转天数	15.80	19.58	24.97	18.76
存货周转天数	44.18	38.36	44.65	50.30
总资产回报率(%)	4.39	5.19	2.47	9.90

**担保人主要财务数据**

担保人 (亿元)	广汽工业集团		
	2013	2012	2011
总资产	609.44	530.19	479.11
货币资金	196.32	168.50	183.38
营业收入	189.70	130.89	110.43
净利润	23.31	8.21	38.77
经营活动净现金流	8.44	6.03	-8.25
资产负债率(%)	45.01	40.33	34.67
流动比率	1.31	1.82	3.10
速动比率	1.21	1.71	2.90
EBITDA/利息	5.28	2.95	9.97

**12 广汽 03: 偿债能力强, “增持”评级**

**大型国有汽车制造企业。**债券发行人广州汽车集团股份有限公司第一大股东是广州汽车工业集团,实际控制人为广州市国有资产监管委。公司是我国重要的大型汽车制造企业之一,产销规模大,产品和品牌知名度高。公司目前利润主要来自于与外资的合营和联营业务,但自营业务发展也较为迅速。2013 年公司对联营和合营企业的投资收益为 38.22 亿元,自营业务净利润为 25.45 亿元。

**行业受政策影响大, 盈利前景较好。**汽车行业受政策调整影响较大,一方面,随着限购、限行城市增多,汽车销售将会受到一定冲击;但另一方面,新能源汽车补贴等政策又可引导汽车行业找到新的盈利点。由于全球宏观经济的低迷,导致钢材、原油价格大幅下滑,较低的生产成本也有望扩展汽车行业的盈利空间。

**自营业务净利润、合联营投资收益稳步提升。**公司主要合营企业广汽本田、广汽丰田产能稳定,品牌知名度高,为公司主要利润来源,而自主品牌传祺汽车、广汽吉奥汽车等起步较晚,产能利用率有待提升。近年来自营业务净利润和合联营投资收益稳步提高,2013 年同比分别增加 139.05%、52.80%。公司未来盈利所需防范的关键技术来源风险以及合联营企业利润分配风险仍然值得关注。

**投资收益回流情况良好, 支撑自主品牌投入后, 净现金流不多, 但基本能够平衡。**公司投资活动现金流入主要来自于合营企业的现金分红,近三年投资收益收到的现金分别为 54.48 亿元、36.65 亿元和 30.60 亿元,年均减少 25.06%,但仍有一定规模。但公司近年来加大了研发和自主产品的投资力度,投资支出较大。两项合计看,公司近年仍有一定的自由现金流,但规模不大,大体上处于平衡状况。

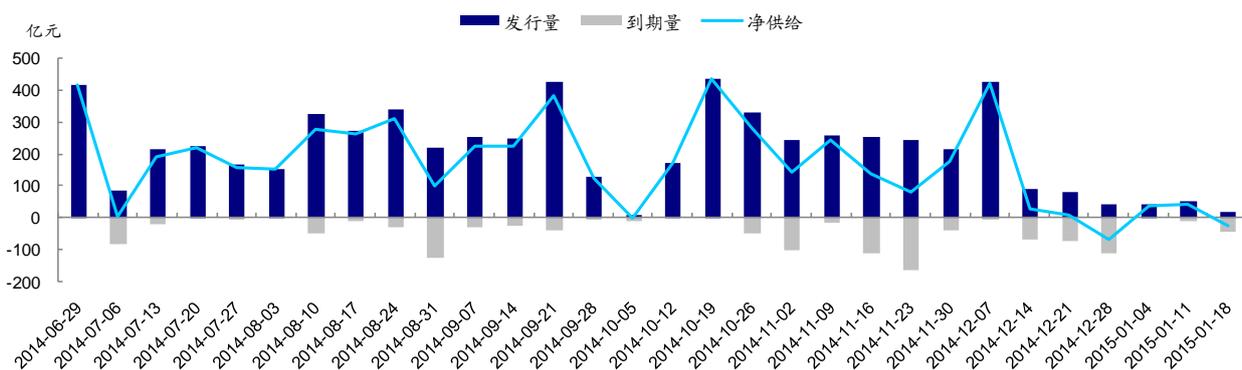
**货币资金充裕, 长短期偿债能力强。**联营企业不纳入合并,公司目前资产负债率为 42.18%,债务负担较轻。公司债务以短期负债为主,旨在节约融资成本,实际上流动比率、速动比率虽然下滑但仍维持较高水平,尤其是货币资金充裕,高达 194.1 亿元,可以覆盖全部短期债务,周转压力很小。从长期偿债能力看,公司 EBITDA 对总债务的覆盖比率也较高,偿债能力良好。

**担保公司资源基本与发行人一致, 增信效果一般。**本

期债券由母公司广州汽车工业集团提供不可撤销连带责任保证。广汽工业集团主营汽车整车和零部件设计与制造，2013 年公司总资产 609.44 亿元，营业收入 189.7 亿元，净利润 23.31 亿元。考虑到母公司各项财务数据与债券发行人非常接近，说明两家公司业务重合度高，担保人除发行人外的其他有效资源少，增信效果一般。

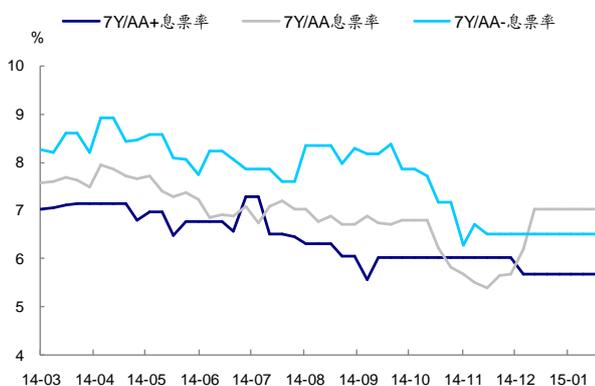
**给予“增持”评级。**本期债券期限 5Y，主体/债项评级为 AAA/AAA，票面利率 4.70%，由母公司广汽工业集团提供担保，发行人尚有待偿债券 14 广汽集 CP001（0.15Y，5.15%）、14 广汽集 CP002（0.65Y，4.95%）、07 广汽债（2.90Y，6.02%）、12 广汽 01（3.17Y，4.89%）、12 广汽 02（8.17Y，5.09%）。总体来看，公司实力和市场地位很强，盈利能力有保障，现金流状况良好，流动性充足，长短期偿债能力强。当前 5YAAA 中票估值收益率 4.53%，本期债券票息有一定吸引力，给予“增持”评级。

附图 1: 城投债发行、到期及净供给情况



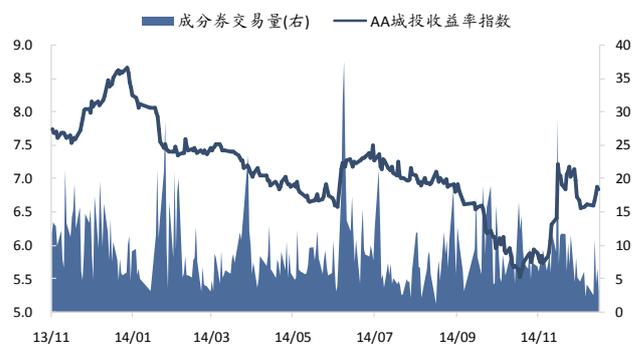
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 2: 7Y 各等级 (主体) 企业债发行票息走势



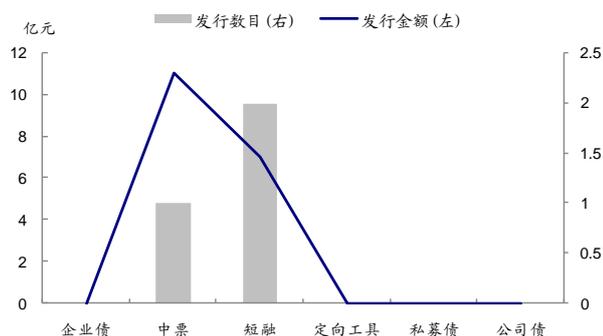
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 3: AA 城投债收益率指数走势



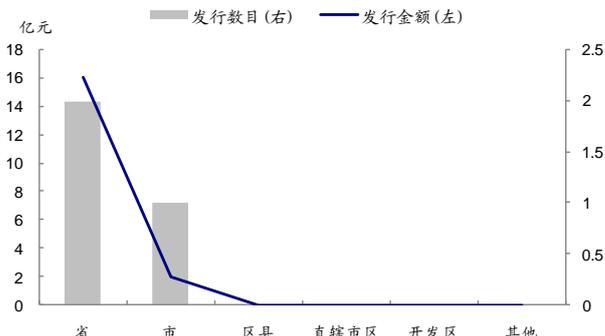
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 4: 上周城投债发行数目及金额 (按券种)



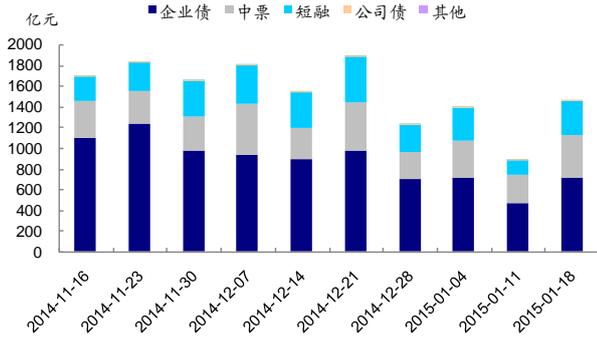
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 5: 上周城投债发行数目及金额 (按行政级别)



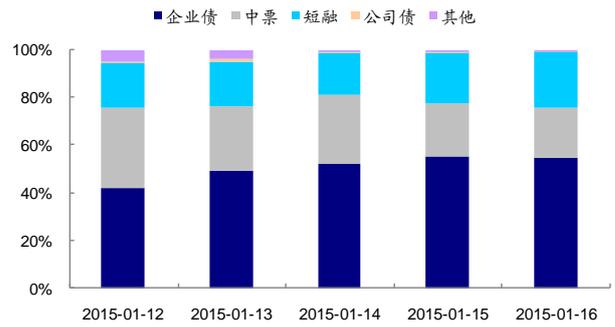
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 6: 城投债二级市场交易总额变化情况



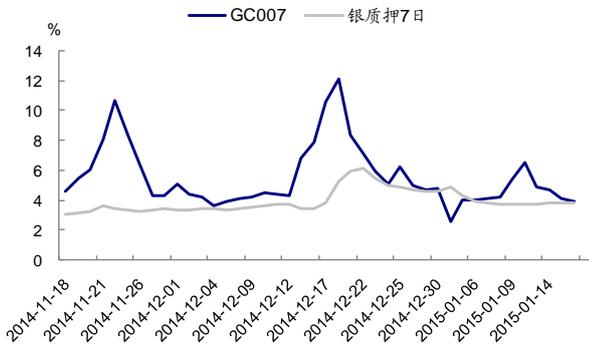
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 7: 上周城投债二级市场交易总额占比(按券种)



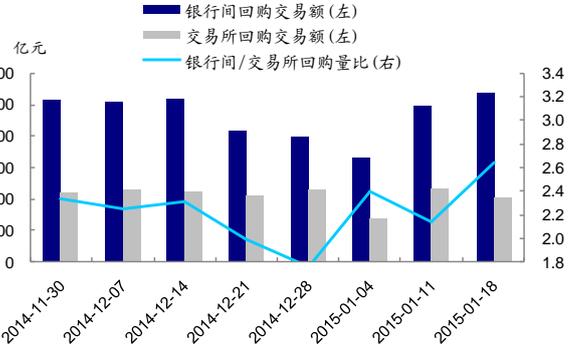
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 8: 银行间/交易所 7 日回购利率走势



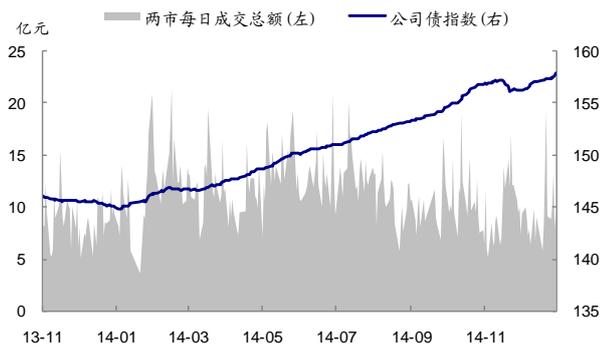
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

附图 9: 银行间/交易所每周回购交易额及量比



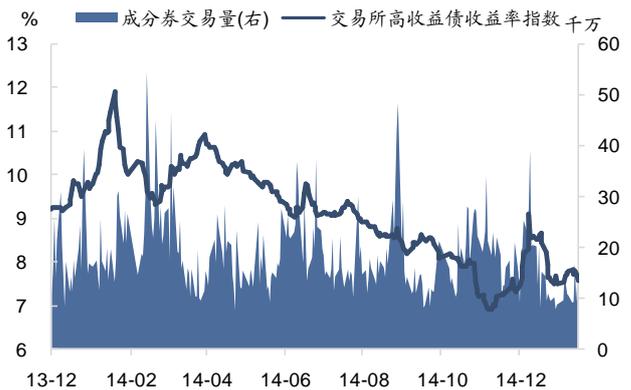
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

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
15 赣铁投 MTN001	中票	2015-01-14	11	5.1	3	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 穗地铁 CP002	短融	0.23	54.28	4.95	(45)	AAA/A-1	无	银行间
13 申通集 MTN002	中票	3.64	41.48	4.73	(12)	AAA/AAA	无	银行间
12 西江债	企业债	2.16+5	35.39	6.28	(63)	AA/AA	无	银行间
14 鲁高速 SCP006	短融	0.33	33.65	4.89	(29)	AAA/0	无	银行间
14 新城基业债	企业债	6.27	30.87	6.13	(10)	AA/AA	无	银行间
14 石国投 MTN002	中票	6.19	21.27	5.51	(48)	AA+/AA+	无	银行间
12 穗地铁 MTN2	中票	2.64	19.99	5.57	62	AAA/AAA	无	银行间
14 穗地铁 SCP001	短融	0.08	19.25	4.42	(22)	AAA/0	无	银行间
13 青国投 MTN002	中票	13.87	17.81	6.04	(1)	AAA/AAA	无	银行间
11 宜宾国资债	企业债	3.35	16.93	4.92	(82)	AA+/AAA	有	银行间
11 渝城投债	企业债	0.99+5	15.56	5.40	(31)	AAA/AAA	无	银行间
09 沪国盛债 02	企业债	1.93+3	15.52	5.36	21	AAA/AAA	无	银行间
13 贵州高速债	企业债	3.03+2	14.90	6.15	16	AA+/AA+	无	银行间
14 丹徒建投债	企业债	6.80	14.60	7.13	57	AA/AA	有	银行间
11 苏国信 MTN1	中票	1.34	12.49	4.66	(17)	AAA/AAA	无	银行间
11 闽高速	公司债	0.14+2	4.21	5.18	(7)	AA+/AA+	无	交易所
13 淹城债	私募债	1.35	1.58	4.73	118	AA-/	无	交易所
10 郴州债	企业债	0.01+2	0.90	5.53	(48)	AA/AA+	有	交易所
11 通化债	企业债	1.91+5	0.77	7.09	(20)	AA-/AA+	有	交易所
09 兖城投	企业债	1.69	0.74	5.90	(131)	AA/AA+	有	交易所
12 辽国资	企业债	4.16	0.68	6.30	(27)	AA-/AA+	有	交易所
12 鸡国资	企业债	4.81	0.63	6.75	(15)	AA-/AA+	有	交易所
11 准国资	企业债	3.32	0.63	7.09	62	AA/AA	无	交易所
12 阿信诚	企业债	3.73	0.43	6.13	8	AA-/AA	有	交易所
11 东控 02	公司债	1.68	0.43	5.21	(9)	AA/AA+	有	交易所
09 铁岭债	企业债	4.93	0.38	6.41	(31)	AA/AA+	有	交易所
PR 武进债	企业债	1.40	0.35	5.02	1	AA/AAA	有	交易所
12 宣国投	企业债	2.18+2	0.34	5.54	(3)	AA/AA+	有	交易所
08 粤电债	公司债	0.15	0.33	4.60	(21)	AAA/AAA	有	交易所
13 长投建	企业债	5.12	0.32	5.90	4	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

**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:	gtjaresearch@gtjas.com		