

作者：徐 骥
邮箱：research@fecr.com.cn

债券发行量维持高位，火电收益率明显升高 ——2019年4月火电行业债券市场运行情况

摘要

一级市场方面，4月火电行业发行债券29只，发行金额共计503.5亿元，继续维持在高位。火电企业偏好的超短融发行利率有触底回升的迹象。4月火电到期债券均顺利完成兑付，发债企业主体信用等级没有出现调整。

二级市场方面，火电债券成交量环比继续上升，债券交易活跃度保持较高水平。高等级债券收益率跟随国债收益率出现明显升高，而信用利差基本保持稳定。

4月，利率升高对一些企业的债券发行造成负面影响，有1家火电企业取消了超短融的发行计划。

由于5月到期债券金额仍然较大，火电行业还款压力犹存，因此，远东资信预计5月债券发行量将维持在高位。债券投资方面，5月6日央行已经宣布对聚焦当地、服务县域的中小银行实行较低的优惠存款准备金率，市场近期避险需求升高，投资者需要密切关注中美经贸谈判的进展。

相关研究报告：

1. 《火电债券开局良好，收益率下行——2019年1月火电行业债券市场运行情况》，2019.02.22
2. 《长短期收益率走向分化，火电利差小幅缩窄——2019年2月火电行业债券市场运行情况》，2019.03.18
3. 《发行量环比大增，火电利差小幅走阔——2019年3月火电行业债券市场运行情况》，2019.04.15

2019年4月，火电行业¹一级市场债券发行金额继续维持高位，本月到期债券全部按时完成兑付。二级市场上，火电债券交易量环比继续提升。高等级火电债券收益率跟随国债而有明显走高，但因二者升高幅度几乎一致，所以信用利差变化不大。

一、一级市场运行情况

4月火电行业新发行债券503.5亿元，到期债券403.93亿元，净融资99.57亿元。火电超短融发行利率有触底回升的迹象，超短融发行金额占比较今年前几个月也有降低。

（一）发行概况

2019年4月，火电行业企业共发行债券29只，比去年同期减少4只，环比增加1只；发行金额合计503.5亿元，比去年同期减少144.5亿元，环比减少15亿元。由于4月火电企业偿债压力较大，因此一级市场发行金额虽然较3月有所下降，但仍维持高位。

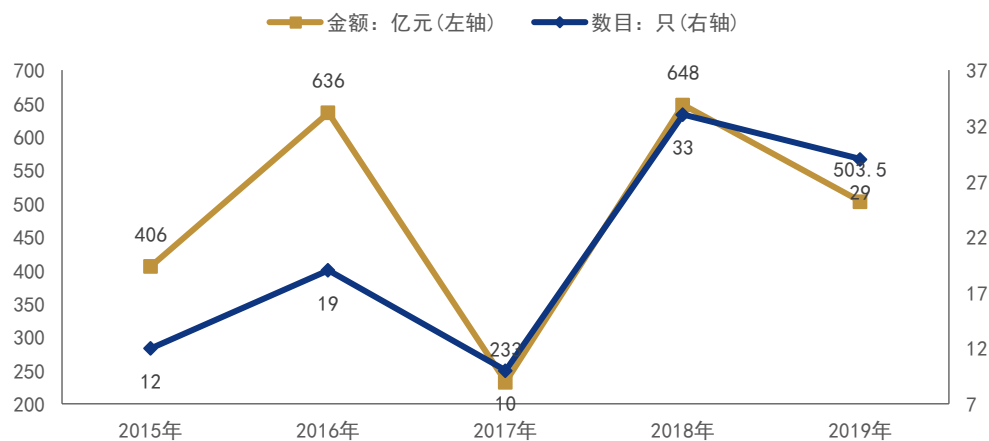


图1: 近5年4月份火电债券发行数量和金额 (2015-2019年)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从债券分类来看，4月火电行业发行的29只债券中，超短期融资券为15只，发行金额为241.5亿元；公司债为8只，发行金额为121亿元；中期票据为5只，发行金额为111亿元；一般短期融资券1只，发行金额为30亿元。从券种分布上来看，超短融仍然是火电行业企业偏好的债券种类，但发行金额占比较1-3月有所下降；本月的公司债和中期票据合计发行金额占比为46%。

¹ 火电行业发债主体样本见文末附件。

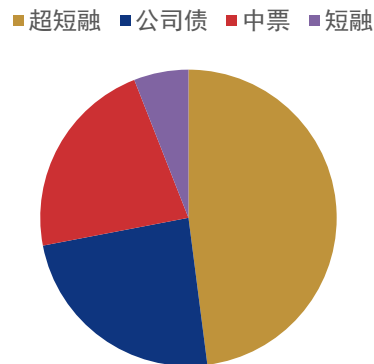


图2：2019年4月火电行业发行债券分类：按发行金额

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

4月发行债券的火电企业共12家，其中，国家电力投资集团有限公司（国家电投）共计发行债券12只，4只为超短融，4只为中期票据，4只为公司债，发行金额共计222亿元，为4月火电行业发债之王。4月，云南省电力投资有限公司（云电投）发行了1只超短融，金额为5亿元。云电投为云南省能源投资集团有限公司控股的子公司，最新主体评级为AA，上次发债时间为2018年4月。根据最新评级报告，云电投的主要收入来自火电业务，2017年公司实现营业总收入8.09亿元，其中火电业务实现收入5.38亿元，水电业务实现收入1.99亿元。在云南这样的水电大省，云电投这样以火电为主的发电企业可能会受到水电的冲击。此次发债之后，远东资信将云电投加入火电行业发债主体样本（见文末附件）。截至4月末，发债样本主体共37家，较上期增加1家。

从信用等级角度来看，4月份，除云电投的主体信用等级为AA之外，其他发行主体的发行时信用等级均为AAA；中期票据和公司债的发行时债项评级都是AAA级，1只一般短期融资券的发行时债项评级为A-1。

（二）发行利率

4月火电行业新发行债券中超短融占比最大，且主体评级全是AAA，按照惯例，我们以AAA级的超短融债券作为样本来观察火电行业债券发行利率走势。

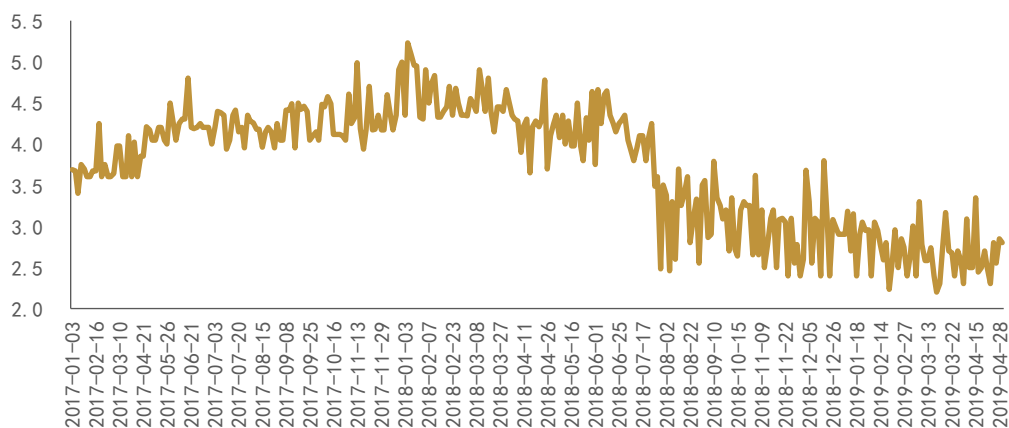


图3：火电行业AAA级超短期融资券发行利率走势（2017.01.01-2019.04.30，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2019年1-4月，火电行业AAA级超短融共发行56只，平均发行利率为2.71%，比去年同期下降约173BP。4月，火电行业AAA级超短融共发行14只，平均发行利率为2.66%，比去年同期下降约157BP。从4月末的发行情况来看，火电行业超短融利率可能已经触底回升。

（三）债券到期情况

4月，火电行业共有13家发行主体的24只债券到期，到期金额合计约403.93亿元。其中，国家电力投资集团有限公司和中国国电集团有限公司的到期债券规模较大，均为80亿元。4月所有到期债券已全部顺利完成兑付。

截至4月末，火电行业存量债券共计333只，债券余额合计为6589.07亿元，比上月末增加约154.55亿元。

二、二级市场运行情况

4月，火电行业成交债券数量和金额环比继续上升。收益率方面，高等级火电债券的收益率跟随国债收益率有较大幅度的上行。信用利差方面，由于火电高信用等级债券利率上升幅度和国债几乎一致，因此信用利差变化不大。

（一）月度成交情况

4月存续的火电债券共计357只（含新发行和4月到期债券），其中175只债券有成交，占比为49.0%，比上月上升1个百分点。4月份，火电债券成交总量为1110.18亿元，比上月增加178.67亿元。4月成交量最高的债券为“17粤发电MTN001”，总成交量为63亿元。值得一提的是，3月成交量最高的债券也是“17粤发电MTN001”，总成交量也是63亿元。“17粤发电MTN001”发行人为广州发展电力集团有限公司，实际控制人为广州市国资委，最新主体评级为AA+。在4月前十大成交券中，2只为当月新发行的债券，7只为上月发行的债券。

表1：4月火电行业成交量前十大交券

证券代码	债券简称	到期日期	债券余额：亿元	月成交量：亿元	最后交易日 收盘到期收益率
101751007.IB	17 粤发电 MTN001	2022-04-24	15.0000	63.0000	4.6040%
011900692.IB	19 大唐发电 SCP001	2019-06-18	30.0000	53.5000	2.8798%
011900535.IB	19 中电投 SCP007	2019-06-19	26.0000	53.0000	2.8699%
011900651.IB	19 中电投 SCP010	2019-04-25	20.0000	41.0000	2.8016%
011900624.IB	19 华能 SCP001	2019-06-13	20.0000	41.0000	2.8997%
011900548.IB	19 华能集 SCP002	2019-06-06	20.0000	40.0000	2.8998%
011900860.IB	19 中电投 SCP013	2019-09-19	23.0000	35.2000	3.6700%
011900737.IB	19 华电 SCP010	2019-04-25	15.0000	33.3000	2.7488%
011900539.IB	19 中电投 SCP008	2019-05-07	50.0000	30.6000	2.7024%
101900499.IB	19 中电投 MTN003	2022-04-11	28.0000	28.5000	3.9400%

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

4月份换手率最高的火电债券亦为“17粤发电MTN001”，其当月的总成交量为债券余额的4.20倍。月换手率排名前十位的债券的成交量都超过了债券余额，即换手率大于100%。从发行时间来看，除了“17粤发电MTN001”

之外，换手率排名前十的债券都是今年新发行的债券；从发行主体来看，主要是五大发电集团及其控股子公司，以及广东等沿海用电大省的地方国企。

表 2：4 月火电行业换手率前十大债券

证券代码	债券简称	到期日期	换手率
101751007.IB	17 粤发电 MTN001	2022-04-24	420%
011900737.IB	19 华电 SCP010	2019-04-25	222%
011900651.IB	19 中电投 SCP010	2019-04-25	205%
011900624.IB	19 华能 SCP001	2019-06-13	205%
011900535.IB	19 中电投 SCP007	2019-06-19	204%
011900548.IB	19 华能集 SCP002	2019-06-06	200%
011900764.IB	19 中电投 SCP011	2019-08-23	200%
011900692.IB	19 大唐发电 SCP001	2019-06-18	178%
011900860.IB	19 中电投 SCP013	2019-09-19	153%
011900738.IB	19 华电 SCP008	2019-12-20	137%

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）收益率曲线变动

由于火电行业债券信用等级较高²，大多为 AAA，因此我们以 AAA 级的债券为样本来绘制收益率曲线。此外，考虑到数据的可得性和可比性，我们剔除了含权债券、定向工具和 ABS 等券种。

按照上述筛选标准，我们收集了 4 月 30 日（4 月最后一个交易日）市场对 177 只 AAA 级火电债券的估值，并将其按照剩余期限进行排列，绘制出了 4 月 30 日的火电行业 AAA 级债券收益率散点图。

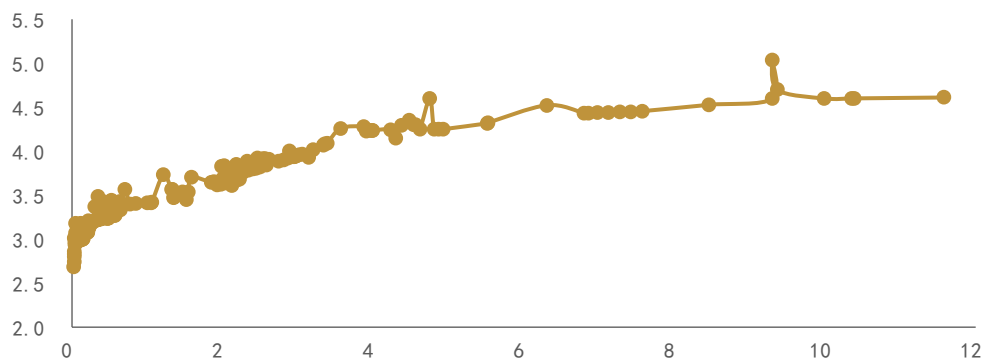


图 4：火电行业 AAA 级债券到期收益率散点图（2019 年 4 月 30 日）

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为到期收益率，单位：%。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

² 由于超短期融资券没有债项评级，我们以主体评级代替债项评级。

同时，按照上述筛选标准，我们也对2019年3月29日（3月最后一个交易日）火电行业AAA级债券的到期收益率进行了收集和整理，绘制出了收益率散点图，并将3月末和4月末的散点图进行合并，以观察收益率曲线的变动情况。

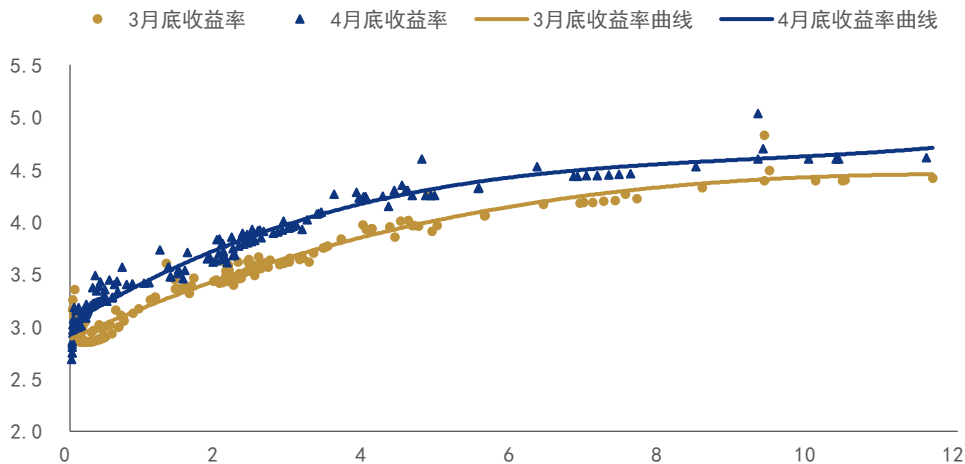


图5：火电行业AAA级债券到期收益率散点图（3月29日和4月30日）

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为到期收益率，单位：%。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

上图显示，2019年4月30日的火电行业AAA级各期限的收益率较2019年3月29日均有明显升高。除超短期限之外，各主要期限收益率平均上升幅度在25BP左右。

此外，我们将3月末和4月末各期限国债的收益率做成散点图（见下图），并观察国债收益率的变化。下图显示，和火电AAA等级债券类似，4月末主要期限国债收益率也较前期有明显提高，平均上升幅度在28BP左右。将图6和图7的数据相结合来看，我们可以得出结论：由于水涨船高的效应，4月高等级火电债券的收益率上升主要是由利率债收益率升高导致，且两者上升的幅度也相差无几。

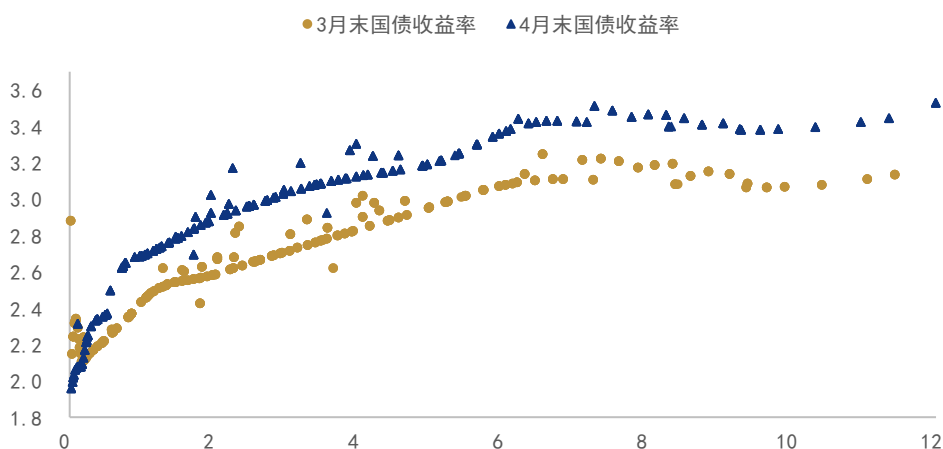


图6：国债到期收益率散点图（2019年3月29日和2019年4月30日）

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为到期收益率，单位：%。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

我们再将4月30日的火电行业AAA级债券收益率和国债收益率散点图进行比较（见下图）。根据各期限收益率拟合出来的曲线显示，AAA级火电债券的信用利差仍然呈现随着期限增长而增大的形态。

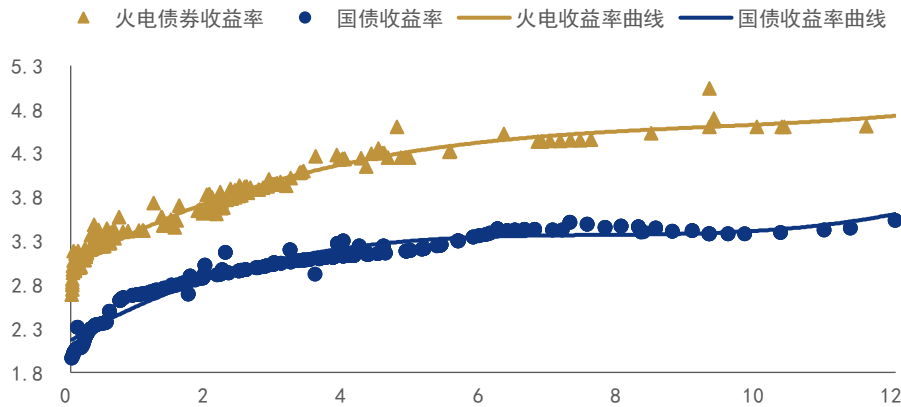


图7：火电行业AAA级债券和国债到期收益率散点图（2019年4月30日）

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为到期收益率，单位：%。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

为了更好地呈现各期限信用利差的变化，我们利用拟合出来的收益率曲线做出信用利差曲线（见下图）。图像显示，在2-7年期的区间上，4月末和3月末的利差基本没有变化，0-2年期的利差有所升高，7-10年期的利差有所下降。0-2年期利差的升高主要是因短端国债利率上升幅度较小，而7-10年期利差的下降主要是因长端国债利率上涨幅度较大。整体来看，由于水涨船高的效应，高等级火电债券收益率的升高并没有带来利差的显著变化。

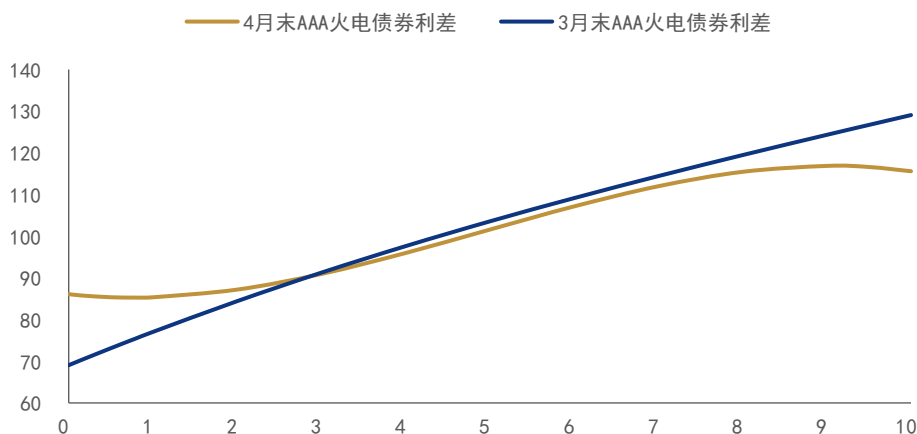


图8：火电行业AAA级债券信用利差曲线

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为信用利差，单位：BP。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、关注事项

受利率债收益率显著升高影响，整个债券市场利率水涨船高，这导致部分企业融资成本有所上升。从火电行业观察来看，继3月份成功发行了一期超短融“19山东电力SCP001”之后，4月份，国家能源集团山东电力有限公司（山东电力）原计划再发行一期超短融“19山东电力SCP002”。然而，4月18日，山东电力发布公告称：“鉴于近期市场变化，本公司决定取消本次超短期融资券的发行”。从“19山东电力SCP001”发行上市之后的交易情况来看，4月初的交易价格为3.05%，到了4月末已经涨到3.67%，上涨幅度超过60BP，而其3月份的发行利率仅为3.00%。从近期情况来看，利率债利率继续走高的动能明显不足，5月无风险利率有望走低。

2019年4月，火电行业债券市场未出现违约事件，发行主体也未出现信用级别迁移调整，行业整体信用情况保持稳定。

四、下月展望

从火电行业存量债券到期分布来看，5月到期债券余额为451亿元，发行人偿债压力仍然较大；未来12个月中，5月的偿债压力最大，发债企业需提前做好偿债安排。为应对即将到期债券的还款压力，我们预计5月火电行业债券发行规模将维持在高位，月度发行金额或创出新高。

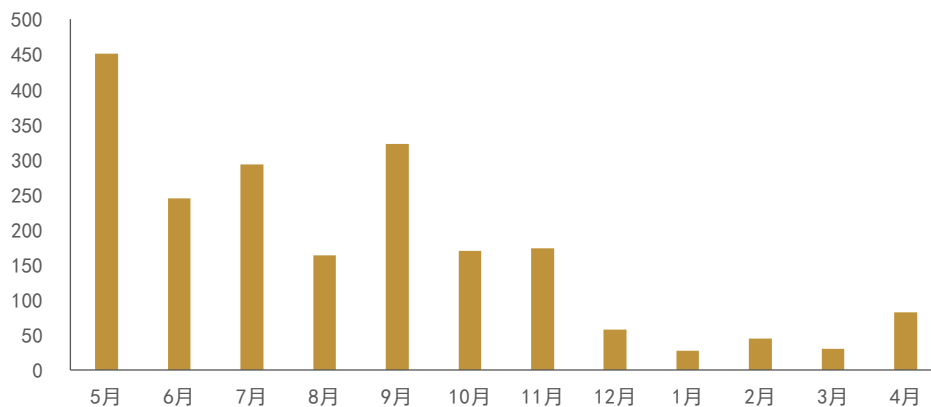


图9：未来12个月火电行业存量债券到期分布（2019年5月至2020年4月；单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

债券投资方面，由于4月央行没有进行降准操作，加之市场对经济复苏的乐观预期，国债收益率出现明显升高。但是，4月30日公布的PMI数据显示经济复苏的信号较弱，触底反弹可能仍待时间检验。5月6日，央行决定从5月15日开始对中小银行实行较低存款准备金率。这次定向降准将释放长期资金约2800亿元，并将全部用于发放民营和小微企业贷款。另一方面，中美经贸谈判多轮之后仍迟迟未有结果，前景具有较大不确定性。综上，在潜在信用风险和波动性或明显升高的市场环境中，投资者可能更倾向于无风险或低风险的资产配置，因此我们预计5月火电高信用等级债券的收益率将继续跟随国债收益率波动，且近期有可能出现一定的回落。此外，投资者需要密切关注中美经贸谈判的最新动向，如果谈判无果而终而触发双方关税的进一步提高，那么经济拐点在短期内可能都将成为奢望。

附：火电行业发债主体样本

发行人	2019年1-4月发债金额(亿元)
安徽省能源集团有限公司	20.00
北方联合电力有限责任公司	0
北京京能电力股份有限公司	0
大唐国际发电股份有限公司	60.00
大唐黑龙江发电有限公司	0
大唐华银电力股份有限公司	10.00
登封电厂集团有限公司	0
格盟国际能源有限公司	0
广东宝丽华新能源股份有限公司	0
广东电力发展股份有限公司	6.00
广东惠州平海发电厂有限公司	0
广东省粤电集团有限公司	0
广州发展电力集团有限公司	0
广州恒运企业集团股份有限公司	0
国电电力发展股份有限公司	70.00
国家电力投资集团有限公司	547.00
国家电投集团东北电力有限公司	0
国家能源集团江苏电力有限公司	9.00
国家能源集团山东电力有限公司	5.00
华晨电力股份公司	0
华电国际电力股份有限公司	95.00
华能国际电力股份有限公司	43.00
华润电力投资有限公司	30.00
吉林电力股份有限公司	0
内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	5.00
内蒙古能源发电投资集团有限公司	0
山西国际能源集团有限公司	0
上海电力股份有限公司	55.00
深圳能源集团股份有限公司	66.50
新疆天富能源股份有限公司	0
云南省电力投资有限公司	5.00
浙江省能源集团有限公司	70.00
中国大唐集团有限公司	28.00
中国电力国际发展有限公司	0
中国国电集团有限公司	0
中国华电集团有限公司	260.00
中国华能集团有限公司	175.00

注：发债金额统计不含资产支持证券；云南省电力投资有限公司为4月新增发债主体。

【作者简介】

徐 骥，纽约大学理工学院数学硕士，研究部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。