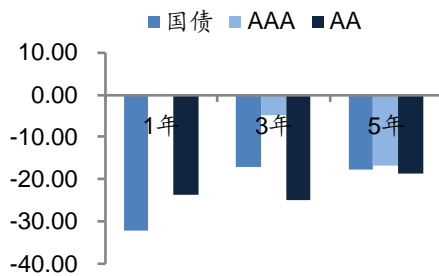


收益率指标

期限(年)	AA 城投债(%)
1	3.94
3	4.24
5	4.72
7	5.38
10	5.45
15	5.62

国债及中票收益率月变化(BP)



资料来源: WIND,海通证券研究所

相关研究

《短期多空交织》2019.01.02  
《With continued economic downturn, notice countercyclical sectors》2018.12.11  
《Deflation risk will heat up and bull run of bond market will continue》2018.12.07

分析师: 姜超

Tel: (021)23212042

Email: jc9001@htsec.com

证书: S0850513010002

分析师: 朱征星

Tel: (021)23219981

Email: zzx9770@htsec.com

证书: S0850516070001

分析师: 杜佳

Tel: (021)23154149

Email: dj11195@htsec.com

证书: S0850518080002

## 信用驱动因素生变

### 投资要点:

● **2018年12月行业利差监测与分析。1.12月信用利差分化。**18年12月信用债收益率下行,信用利差走势则在震荡中有所分化,期限利差走扩。**2.产业债-城投债利差收窄。**18年12月城投债利差整体走扩,城投债AAA级利差上行9BP,AA+级城投利差上行4BP,AA级城投利差基本持平。产业债-城投债利差收窄,AA级产业债-城投债利差目前在102BP左右,较11月底下行3BP。**3.重点行业利差变动:**钢铁、采掘行业利差和超额利差均小幅走高;地产行业信用利差走势出现分化。**4.行业横向比较:**高等级债中,商贸、有色金属和采掘是利差最高的三个行业;AA+级债券中,房地产和化工行业是利差最高的两个行业,综合行业紧随其后;AA级低等级债券中,采掘行业利差最高。18年12月不同等级各行业利差整体涨跌参半,AAA级高等级债行业利差中房地产、医药生物和商业贸易行业的利差下降幅度较大;AA+级债券的行业利差以下跌为主;AA等级债券中行业利差涨跌参半。

● **12月市场回顾:净供给减少,估值收益率上行为主。**18年12月主要信用债品种净供给2105.5亿元,较前一个月的2759.6亿元大幅减少。在发行的621只主要品种信用债中有244只城投债,占比约39%,发行数量较前一个月增加42只。二级市场交投减少;18年12月国债收益率以下行为主,信用债收益率整体下行,期限品种略有分化,以中票短融券种为例,3年和7年期品种收益率整体下行幅度较大,而1年期品种中低等级信用债(AA和AA-)小幅上行,5年期品种中低等级信用债收益率略有分化。

● **12月评级迁徙评论:6项评级上调,15项评级下调。**18年12月公告6项信用债主体评级向上调整行动,15项主体评级向下调整行动。与前一月相比,向上调整和向下调整的评级数目均有所上升。评级上调的主体中有3家城投平台,而评级下调的主体无城投平台。评级下调的发行人中,从行业分布来看,涉及行业包括房地产业,建筑业,农、林、牧、渔业,批发和零售业,水利、环境和公共设施管理业,信息传输、软件和信息技术服务业,制造业,住宿和餐饮业。

### 投资策略:驱动因素生变

**1)信用债收益率下行。**上周信用债收益率跟随利率债下行。AAA级企业债收益率平均下行4BP,AA级企业债收益率平均下行3BP,城投债收益率平均下行4BP。

**2)银行永续债启航。**金稳委专题会议提出推动尽快启动商业银行永续债发行。银行永续债推出的背景是我国商业银行资本工具仍不完善,尤其是一级资本补充工具仍较缺乏,且在宽信贷和非标回表的背景下,银行缺资本问题逐渐显现。永续债可以补充银行其他一级资本,银行发行动力较强,但投资者群体缺乏、会计处理方式不明确等问题仍尚待解决。

**3)重回信用基本面驱动。**2018年主导信用债走势的主要因素是信用风险,而信用风险的主要驱动因素是融资环境,即再融资风险。随着货币政策宽松和民企纾困政策落地,再融资风险趋降,信用风险将重回信用基本面驱动。信用基本面不利因素是宏观经济趋于回落,而有利因素包括减税降费和资源品价格下降带来的成本下降。信用风险大概率分化,中下游或将边际改善。

## 目录

1. 信用债利差监测与分析 .....	5
1.1 2018年12月信用利差分化 .....	5
1.2 短期限信用债等级利差上行，期限利差扩大 .....	5
1.3 城投债：利差整体走扩，产业债与城投债利差收窄 .....	5
1.4 钢铁、采掘：行业利差小幅走高 .....	6
1.5 地产行业：信用利差走势出现分化 .....	6
1.6 行业利差横向比较 .....	7
2. 一级市场：净供给减少，估值收益率上行为主 .....	9
2.1 净供给大幅减少 .....	9
2.2 估值收益率上行为主 .....	10
3. 二级市场：交投减少，收益率下行为主 .....	11
3.1 银行间市场：收益率整体下行 .....	11
3.1.1 中票短融：收益率整体下行 .....	11
3.1.2 企业债：收益率全面下行 .....	12
3.2 交易所市场：指数走势上涨 .....	12
3.3 城投债：收益率涨跌参半 .....	12
3.3.1 企业债 .....	13
3.3.2 中期票据 .....	13
3.4 产业债：收益率下行为主 .....	13
3.4.1 地产债 .....	13
3.4.2 钢铁债 .....	14
3.4.3 煤炭债 .....	14
3.4.4 电力债 .....	15
4. 2018年12月评级调整回顾：11项评级上调，16项评级下调 .....	15
5. 投资策略：驱动因素生变 .....	18

## 图目录

图 1	3 年期中票信用利差 (%)	5
图 2	中票等级利差走势 (%)	5
图 3	中票期限利差走势 (%)	5
图 4	城投债利差走势 (%)	6
图 5	产业债-城投债收益率之差 (%)	6
图 6	AAA 级采掘和钢铁行业利差及中债利差走势 (%)	6
图 7	AAA 级采掘和钢铁行业超额利差走势 (%)	6
图 8	房地产行业利差走势 (%)	7
图 9	房地产行业超额利差走势 (%)	7
图 10	12 月底各行业 AAA 级中票行业利差比较 (%)	7
图 11	12 月底各行业 AA+级中票行业利差比较 (%)	7
图 12	12 月底各行业 AA 级中票行业利差比较 (%)	8
图 13	12 月各行业 AAA 级中票行业利差变动情况 (%)	8
图 14	12 月各行业 AA+级中票行业利差变动情况 (%)	9
图 15	12 月各行业 AA 级中票行业利差变动情况 (%)	9
图 16	银行间企业债收益率 (AAA, %)	12
图 17	银行间企业债收益率 (AA, %)	12
图 18	交易所各主要债指近期变化	12

## 表目录

表 1	近期公告发行债券的期限分布（12月1日-12月30日）	10
表 2	近期公告发行债券的评级分布（12月1日-12月30日）	10
表 3	近期公告发行债券的行业分布（12月1日-12月30日）	10
表 4	交易商协会估值中枢变化（相比11月30日）	11
表 5	相比11月30日收益率变化幅度-收益率曲线（BP）	12
表 6	流动性较好的城投企业债收益率变动	13
表 7	流动性较好的城投中票收益率变动	13
表 8	流动性较好的地产债表现	14
表 9	流动性较好的钢铁债表现	14
表 10	流动性较好的煤炭债表现	15
表 11	流动性较好的电力债表现	15
表 12	评级上调行动（12月1日-12月30日）	18
表 13	评级下调行动（12月1日-12月30日）	18
表 14	主要品种信用利差监测（%）	19

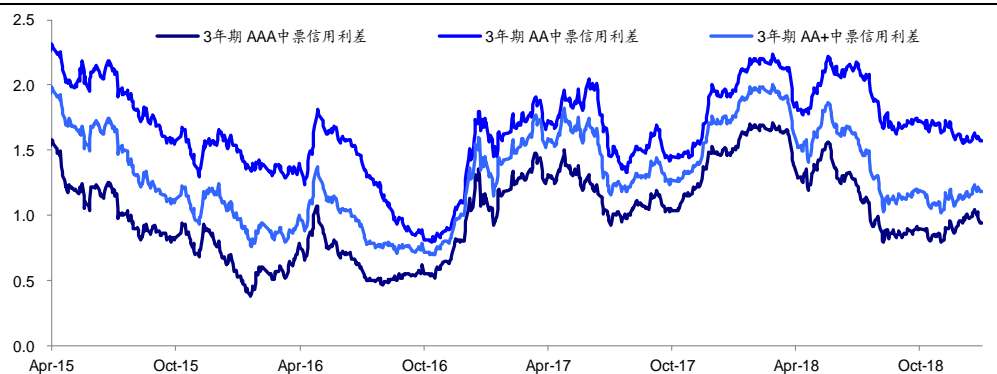
## 1. 信用债利差监测与分析

### 1.1 2018年12月信用利差分化

**2018年12月信用利差分化。**12月信用债收益率下行,信用利差走势出现等级分化,AA+级信用利差整体小幅上行,AAA和AA级信用债利差期限分化明显。

具体来看,截止12月底,3年期和5年期AAA等级中票信用利差分别为94BP和109BP,较11月底分别下行1BP、上行14BP;3年期和5年期AA+等级中票信用利差分别为118BP和139BP,较11月底分别上行5BP和10BP;3年期和5年期AA等级中票信用利差分别为157BP和207BP,较11月底分别下行2BP、上行12BP。

图1 3年期中票信用利差 (%)



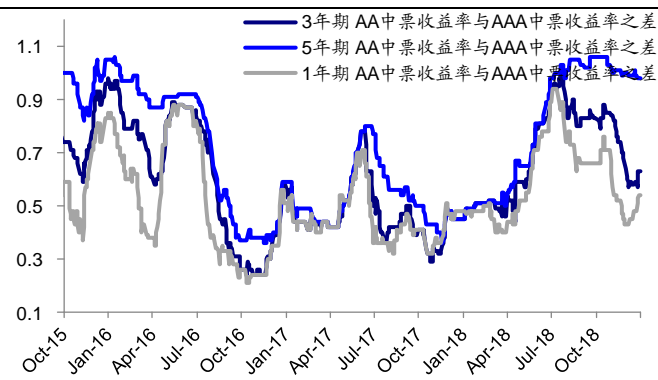
资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 1.2 短期限信用债等级利差上行, 期限利差扩大

**短期限信用债等级利差上行。**12月低等级信用债市场表现有所分化,短期限信用债等级利差上行,中长期信用债等级利差下行。具体来看,1年期短期品种AA级与AAA级中票利差较11月底上行11BP;3年期AA级与AAA级中票利差较11月底下行1BP;5年期AA级与AAA级中票利差较11月底小幅下行2BP。

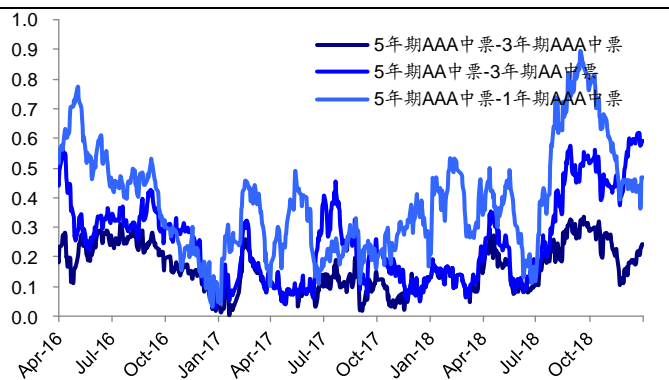
**期限利差扩大。**12月信用债期限利差较前一月走扩。截至12月底,5年期和3年期的AA中票期限利差较11月底上行9BP;5年期和3年期的AAA中票期限利差较11月底上行10BP;5年期和1年期AAA中票的期限利差较11月底上行1BP。

图2 中票等级利差走势 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图3 中票期限利差走势 (%)



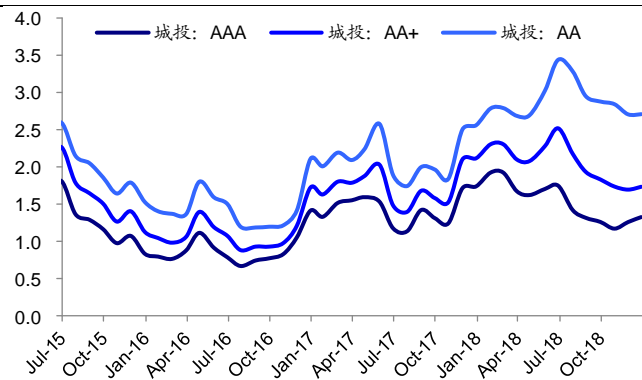
资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 1.3 城投债: 利差整体走扩, 产业债与城投债利差收窄

**12月城投债利差整体走扩。**12月城投债AAA级利差上行9BP，而AA+级城投债利差上行4BP，AA级城投债利差基本持平，利差整体走扩。

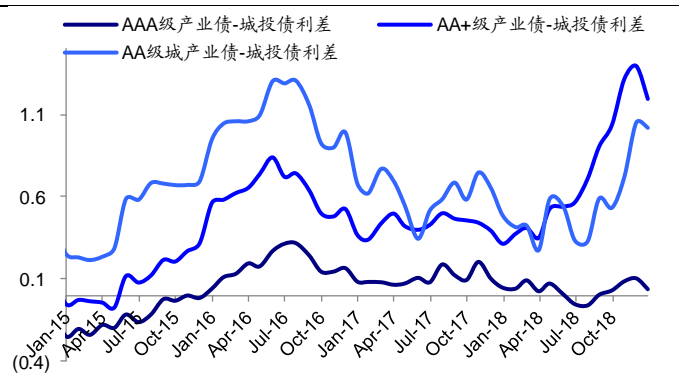
**产业债与城投债利差收窄。**具体来看，AAA级产业债-城投债利差目前在4BP，较11月底下行7BP；AA+级产业债-城投债利差目前在119BP左右，较11月底下行20BP；而AA级产业债-城投债利差目前在102BP左右，较11月底下行3BP。

图4 城投债利差走势 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图5 产业债-城投债收益率之差 (%)

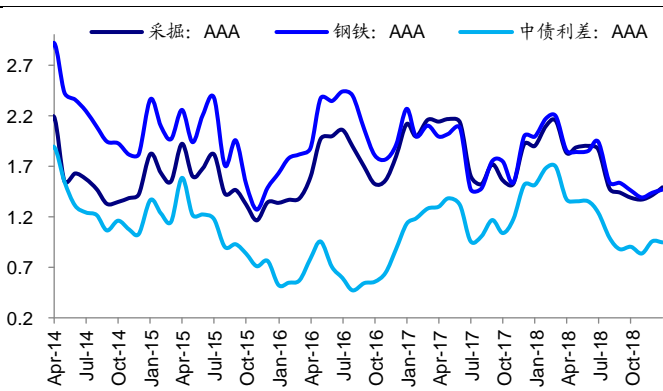


资料来源：WIND，海通证券研究所

### 1.4 钢铁、采掘：行业利差小幅走高

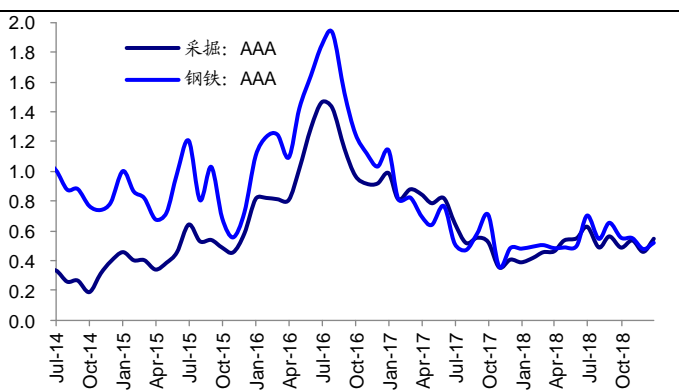
**钢铁、采掘行业利差和超额利差均小幅走高。**具体来看，截至12月底，AAA级钢铁债信用利差平均为147BP，较11月底上行3BP；AAA级采掘债（主要是煤炭开采）信用利差平均为149BP，较11月底上行8BP；AAA级钢铁债和采掘债超额利差分别为55BP和52BP，较11月底分别上行9BP和4BP。

图6 AAA级采掘和钢铁行业利差及中债利差走势 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图7 AAA级采掘和钢铁行业超额利差走势 (%)

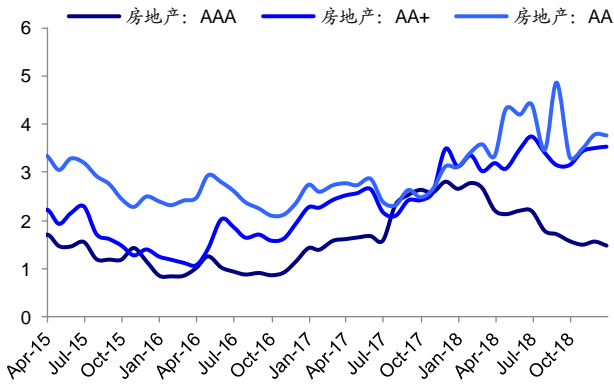


资料来源：WIND，海通证券研究所

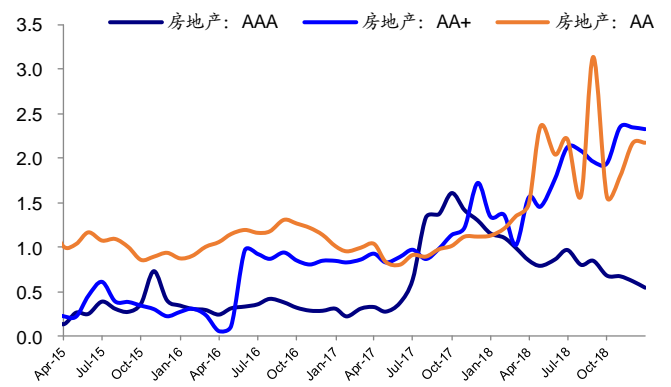
### 1.5 地产行业：信用利差走势出现分化

**地产行业信用利差走势出现分化。**具体来看，截至12月底AAA级房地产行业信用利差149BP，较11月底下行8BP，AA+级地产行业信用利差为352BP，较11月底上行3BP，AA级地产行业信用利差为375BP，较11月底下行2BP。

**地产行业高等级和中等级债超额利差均收窄。**具体来看，截至12月底AAA级地产行业超额信用利差为54BP，较11月底下行7BP，AA+级地产行业超额信用利差为233BP，较11月底下行2BP，而AA级地产行业超额信用利差为218BP，较11月底基本持平。

**图8 房地产行业利差走势 (%)**


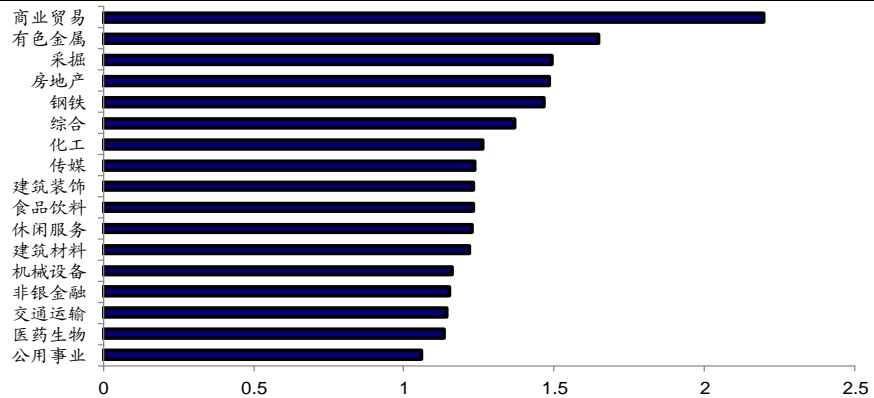
资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图9 房地产行业超额利差走势 (%)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

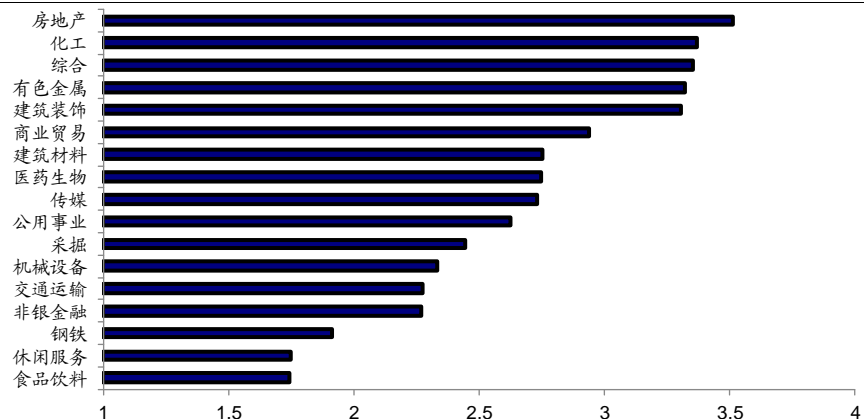
### 1.6 行业利差横向比较

高等级债中, 商贸、有色金属和采掘是利差最高的三个行业。AAA 级商业贸易行业中票平均利差为 220BP, AAA 级有色金属和采掘行业中票平均利差分别为 165BP 和 149BP, 其次是房地产、钢铁、综合和化工行业, AAA 级行业利差均在 126BP 至 149BP 之间。公用事业仍是平均利差最低的行业, 目前为 106BP。

**图10 12 月底各行业 AAA 级中票行业利差比较 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

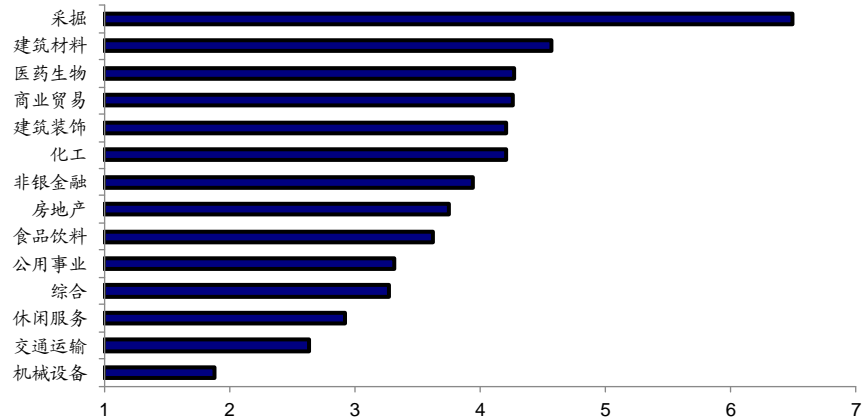
中等级债券中, 房地产和化工行业是利差最高的两个行业, 综合行业紧随其后, 利差均在 335BP 以上。此外, 有色金属和建筑装饰利差也相对较高, 休闲服务和食品饮料行业利差水平相对较低, 均为 175BP 左右, 和房地产行业信用利差相差 178BP 左右。

**图11 12 月底各行业 AA+级中票行业利差比较 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

AA 级低等级债券中，采掘行业利差最高，其次是建筑材料、医药生物和商业贸易行业。AA 级采掘行业利差为 650BP，利差排位第二的建筑材料行业和第三位的医药生物行业分别为 457BP 和 427BP，商业贸易行业利差也相对较高，为 426BP。

图12 12 月底各行业 AA 级中票行业利差比较 (%)

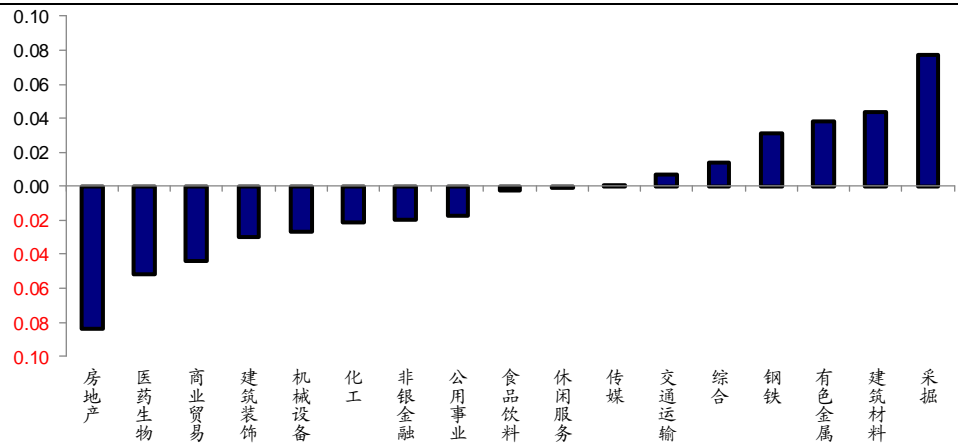


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 12 月不同等级各行业利差整体涨跌参半：

AAA 级高等级债行业利差涨跌参半。具体来看，AAA 级债券中 8 个行业利差出现下降，其中房地产、医药生物和商业贸易行业的利差下降幅度较大，分别下降 8BP、5BP 和 4BP，其余四个行业下降幅度均在 4BP 以内。在利差上涨的行业中，采掘行业利差上涨较多，上涨 8BP，其他行业的上涨幅度均在 5BP 以内

图13 12 月各行业 AAA 级中票行业利差变动情况 (%)



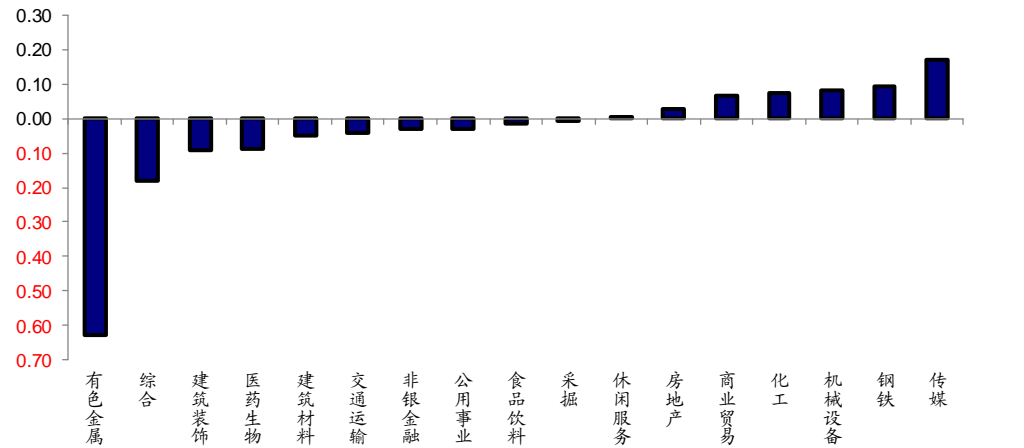
资料来源：Wind，海通证券研究所

AA+级债券的行业利差以下行为主。具体来看，AA+级债券中 10 个行业于 12 月利差出现下降，其中有色金属和综合行业利差下降幅度较大，分别下降 63BP 和 18BP，其余八个行业下降幅度均在 10BP 以内。在利差上涨的行业中，传媒和钢铁行业的利差上涨较多，分别上行 17BP 和 9BP，其他行业的上涨幅度均在 8BP 以内。

AA 等级债券中，行业利差涨跌参半。具体来看，AA 等级债券中，12 月有 6 个行业的利差出现下降，交通运输和建筑装饰行业利差下降较多，分别为 19BP 和 17BP，其余行业利差下降幅度较小，均在 3BP 以内；在利差上行的行业中，公用事业行业的利差上行幅度较大，为 13BP，其余行业利差变动在 4BP 以内。

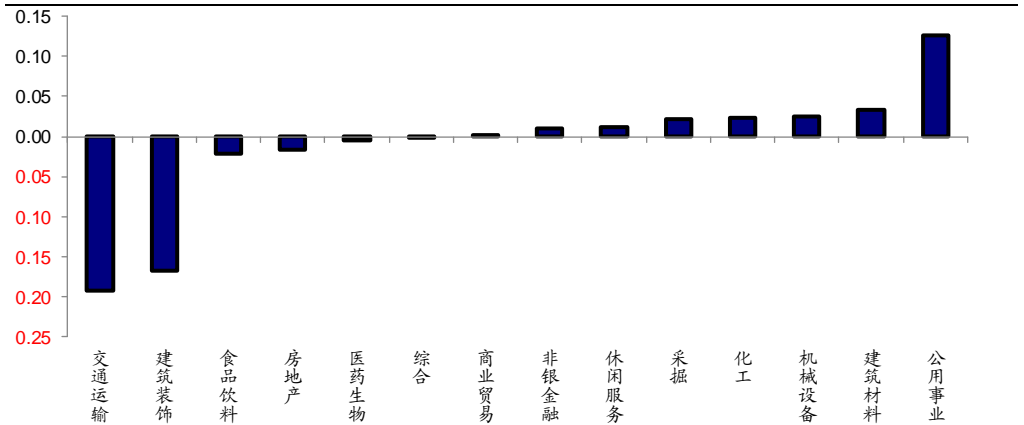


图14 12月各行业AA+级中票行业利差变动情况(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 12月各行业AA级中票行业利差变动情况(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2. 一级市场：净供给减少，估值收益率上行为主

### 2.1 净供给大幅减少

根据Wind统计，2018年12月短融发行2262.1亿元，到期2656.4亿元；中票发行1816.9亿元，到期654.5亿元；企业债发行530.5亿元，到期364.6亿元；公司债发行1896.6亿元，到期725.1亿元。12月主要信用债品种共发行6506.1亿元，到期4400.6亿元，净供给2105.5亿元，较前一个月的2759.6亿元大幅减少。

从主要发行品种来看，共发行短融超短融231只，中期票据（包括PPN）155只，企业债发行62只，公司债发行173只，发行数量较前一月减少。从发行人资质来看，AAA等级发行人占比最大为43%。从行业来看，建筑业发行人占比最大为27%，其次为综合类行业发行人，占比为16%。在发行的621只主要品种信用债中有244只城投债，占比约39%，发行数量较前一个月增加42只。

**表 1 近期公告发行债券的期限分布（12月1日-12月30日）**

期限（年）	短期融资券	公司债	企业债	中期票据	总计
0.25	24				24
0.5	39				39
0.75	139				139
1	29	4			33
2		11		4	15
3		86		107	193
4		7	1		8
5		62	9	40	111
6		1			1
7		2	44	1	47
9			2		2
10			4	3	7
15			2		2
总计	231	173	62	155	621

资料来源：WIND，海通证券研究所

注：数据截至12月30日，且不考虑提前偿还

**表 2 近期公告发行债券的评级分布（12月1日-12月30日）**

评级	短期融资券	公司债	企业债	中期票据	总计
AAA	110	59	12	87	268
AA+	89	48	7	43	187
AA	32	56	29	25	142
AA-		3	9		12
		7	5		12
总计	231	173	62	155	621

资料来源：WIND，海通证券研究所

注：数据截至12月30日

**表 3 近期公告发行债券的行业分布（12月1日-12月30日）**

行业	短期融资券	公司债	企业债	中期票据	总计
采掘业	12	10		7	29
传播与文化产业		1			1
电力、煤气及水的生产和供应业	31	5	2	13	51
房地产业	9	22	1	11	43
建筑业	43	35	43	45	166
交通运输、仓储业	27	4	1	14	46
金融、保险业		11	1	6	27
农、林、牧、渔业	2	1		2	5
批发和零售贸易	17	14		6	37
社会服务业	10	15	2	8	35
信息技术业	5	6		2	13
制造业	29	18	4	19	70
综合类	37	31	7	22	97
其他			1		1
总计	231	173	62	155	621

资料来源：WIND，海通证券研究所

注：数据截至12月30日

## 2.2 估值收益率上行为主

相比11月30日协会估值，2018年12月（12月29日）中高等级信用债估值收益率以上行为主，上行幅度略有分化，其中10年期以上信用债收益率均上涨。

具体来看，1年期品种中，重点AAA等级和AA+收益率与上期基本持平，AAA等级收益率下行2BP，AA等级和AA-等级收益率分别上行2BP和4BP；3年期品种中，重点AAA、AAA和AA+等级收益率均下行2BP，AA等级收益率和上期基本持平，AA-等级收益率下行4BP；5年期品种中，重点AAA等级收益率与上期基本持平，AAA等级收益率下行3BP，AA+、AA和AA-等级收益率分别上行1BP、4BP和2BP。

7年期品种中，重点AAA等级收益率下行1BP，AA+等级收益率与上期持平，AAA等级收益率上行1BP，AA等级收益率上行5BP，AA-等级收益率上行1BP；10年期品种中，重点AAA和AAA等级收益率均上行2BP，AA+和AA等级收益率均上行4BP，AA-等级收益率上行1BP；15年期品种中，AAA和AA+等级收益率均上行6BP，重点

AAA 和 AA-等级收益率均上行 5BP, AA 等级收益率上行 3BP; 20 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率上行 6BP, AAA 和 AA+等级收益率均上行 4BP, AA 和 AA-等级收益率均上行 2BP; 30 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率上行 6BP, AAA 等级收益率上行 5BP, AA+等级收益率上行 3BP, AA 等级收益率上行 2BP, AA-等级收益率上行 4BP。

表 4 交易商协会估值中枢变化(相比 11 月 30 日)

发行主体 评级	1 年期		3 年期		5 年期		7 年期	
	最新 (%)	变化 (BP)	最新 (%)	变化 (BP)	最新(%)	变化 (BP)	最新 (%)	变化 (BP)
重点 AAA	3.79	0	4.21	-2	4.39	0	4.74	-1
AAA	4.02	-2	4.42	-2	4.63	-3	5.07	1
AA+	4.53	0	4.85	-2	5.07	1	5.51	0
AA	5.02	2	5.23	0	5.74	4	6.26	5
AA-	6.11	4	6.61	-4	6.98	2	7.62	1

发行主体 评级	10 年期		15 年期		20 年期		30 年期	
	最新 (%)	变化 (BP)	最新 (%)	变化 (BP)	最新(%)	变化 (BP)	最新 (%)	变化 (BP)
重点 AAA	5.02	2	5.54	5	5.68	6	5.96	6
AAA	5.30	2	5.82	6	6.12	4	6.40	5
AA+	5.91	4	6.50	6	6.82	4	7.19	3
AA	6.62	4	7.34	3	7.71	2	8.03	2
AA-	7.96	1	8.44	5	9.15	2	9.15	4

资料来源: 银行间市场交易商协会, 海通证券研究所

### 3. 二级市场: 交投减少, 收益率下行为主

12 月主要信用债品种(企业债, 公司债, 中票, 短融) 共计成交 14875 亿元, 与前一月 15545 亿元的成交额相比, 12 月成交额有所减少。

#### 3.1 银行间市场: 收益率整体下行

##### 3.1.1 中票短融: 收益率整体下行

12 月国债收益率以下行为主。具体来看, 7 年期国债收益率下行 20BP, 5 年期国债收益率下行 17BP, 3 年期国债收益率下行 12BP, 1 年期国债收益率上行 12BP。

12 月信用债收益率整体下行, 期限品种略有分化。高低等级信用债收益率整体下行, 期限品种间略有分化, 3 年和 7 年期品种收益率整体下行幅度较大, 而 1 年期品种中低等级信用债(AA 和 AA-) 小幅上行, 5 年期品种中低等级信用债收益率略有分化。

具体来看, 1 年期品种中, AAA 等级收益率下行 5BP, 超 AAA 等级收益率下行 4BP, AAA-等级收益率下行 2BP, AA+等级收益率与上期基本持平, AA 和 AA-等级收益率分别上行 6BP 和 4BP; 3 年期品种中, AAA 等级收益率下行 13BP, AAA-等级收益率下行 12BP, 超 AAA 等级收益率下行 8BP, AA+等级收益率下行 7BP, AA 等级收益率下行 14BP, AA-等级收益率下行 11BP; 5 年期品种中, 超 AAA 等级收益率下行 12BP, AAA、AAA-和 AA+等级收益率分别下行 3BP、8BP 和 7BP, AA 等级收益率下行 5BP, AA-等级收益率上行 1BP; 7 年期品种中, 超 AAA、AAA、AAA-和 AA+等级收益率分别下行 20BP、12BP、14BP 和 14BP。

**表 5 相比 11 月 30 日收益率变化幅度-收益率曲线 (BP)**

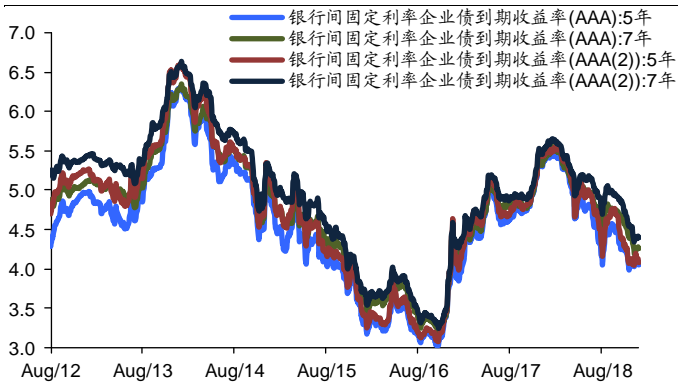
期限/评级	1 年	3 年	5 年	7 年
国债收益率	12	-12	-17	-20
超 AAA	-4	-8	-12	-20
AAA	-5	-13	-3	-12
AAA-	-2	-12	-8	-14
AA+	0	-7	-7	-14
AA	6	-14	-5	
AA-	4	-11	1	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

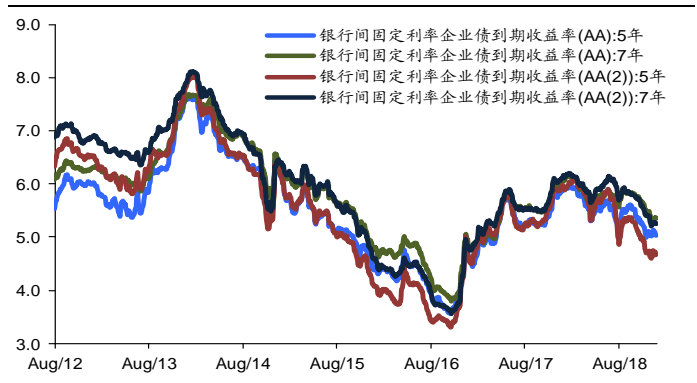
注: 数据截至 12 月 30 日

### 3.1.2 企业债: 收益率全面下行

12 月银行间企业债收益率全面下行。5 年期 AAA (城投债) 收益率下行 3BP, 5 年期 AAA (2) (城投债) 收益率下行 2BP, 7 年期 AAA (城投债) 收益率下行 12BP, 7 年期 AAA (2) (城投债) 收益率下行 12BP; 5 年期 AA (城投债) 收益率下行 5BP, 5 年期 AA (2) (城投债) 收益率下行 4BP; 7 年期 AA (城投债) 收益率下行 12BP, 7 年期 AA (2) (城投债) 收益率下行 13BP。

**图 16 银行间企业债收益率 (AAA, %)**


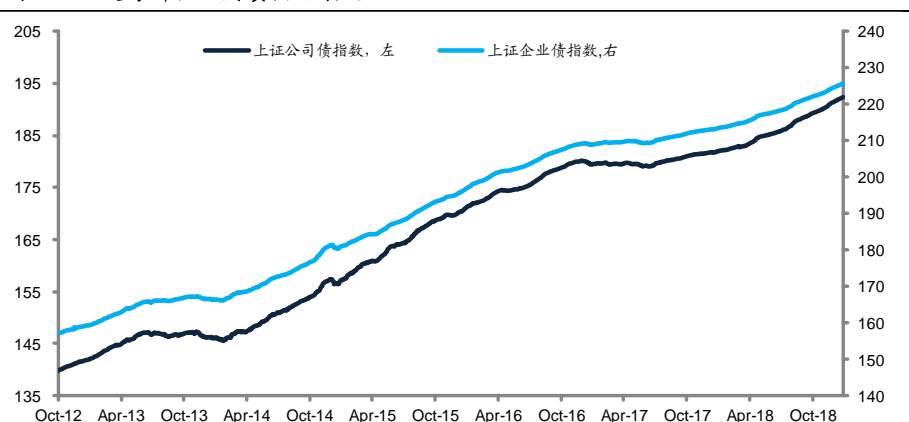
资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图 17 银行间企业债收益率 (AA, %)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 3.2 交易所市场: 指数走势上涨

12 月交易所债券市场中的公司债与企业债指数均上涨, 相比前一月上证企业债指数与公司债指数分别上行 0.49%和 0.48%。

**图 18 交易所各主要债指近期变化**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 3.3 城投债: 收益率涨跌参半

### 3.3.1 企业债

在我们观测的样本中，12月交易活跃的城投企业债收益率下行为主。具体来看，16金坛国发债收益率下行89BP，16怀化专项债收益率上行8BP，16红果小微债收益率下行7BP，16通辽小微债收益率上行2BP，17青州建投债01收益率下行77BP，17威海经开债收益率下行22BP，16邵开建专项债收益率上行11BP，17毕节信泰债收益率下行5BP，14岳阳惠临债收益率上行4BP，17西安高新债01收益率上行5BP。

表6 流动性较好的城投企业债收益率变动

债券名称	剩余期限(年)	所属	债项	12/3 收盘收益率 (%)	12/29 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
16金坛国发债	4.64	江苏省	AA	6.3	5.4	-89
16怀化专项债	4.67	湖南省	AA	9.9	10.0	8
16红果小微债	1.04	贵州省	AA	7.1	7.0	-7
16通辽小微债	1.06	内蒙古自治区	AAA	4.7	4.7	2
17青州建投债01	5.52	山东省	AA	5.4	4.6	-77
17威海经开债	5.64	山东省	AA	5.5	5.3	-22
16邵开建专项债	4.95	湖南省	AA	7.4	7.6	11
17毕节信泰债	5.84	贵州省	AA	4.7	4.6	-5
14岳阳惠临债	2.84	湖南省	AA+	5.2	5.3	4
17西安高新债01	5.99	陕西省	AAA	4.2	4.3	5

资料来源：WIND，海通证券研究所  
 注：数据截至12月29日

### 3.3.2 中期票据

在我们观测的样本中，12月交易活跃的10只城投中期票据收益率上行为主。18津渤海MTN001收益率上行2.5BP，16皖交通MTN001A收益率下行1.1BP，12鄂交投MTN1收益率上行6.3BP，18豫交投MTN002收益率上行2BP，16广州地铁MTN001收益率上行5.8BP，14渝富MTN001收益率下行1.3BP，18兴泸MTN001收益率下行5.8BP，16陕高速MTN001收益率上行6BP，18苏州高新MTN001收益率上行8BP，18首开集团MTN001收益率上行6.9BP。

表7 流动性较好的城投中票收益率变动

债券名称	剩余期限(年)	所属	债项	12/3 收盘收益率 (%)	12/29 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
18津渤海 MTN001	2.23	天津	AAA	4.1	4.1	2.5
16皖交通 MTN001A	2.19	安徽省	AAA	4.0	4.0	-1.1
12鄂交投 MTN1	0.73	湖北省	AAA	3.5	3.5	6.3
18豫交投 MTN002	4.60	河南省	AAA	5.2	5.2	2.0
16广州地铁 MTN001	2.24	广东省	AAA	6.8	6.9	5.8
14渝富 MTN001	0.48	重庆	AAA	4.1	4.0	-1.3
18兴泸 MTN001	2.60	四川省	AA+	4.7	4.6	-5.8
16陕高速 MTN001	2.06	陕西省	AAA	3.9	3.9	6.0
18苏州高新 MTN001	4.03	江苏省	AA+	3.9	4.0	8.0
18首开集团 MTN001	2.35	北京	AAA	4.3	4.4	6.9

资料来源：WIND，海通证券研究所  
 注：数据截至12月29日

## 3.4 产业债：收益率下行为主

### 3.4.1 地产债

12月我们观察的地产债样本中，代表性债券的收益率下行为主。具体来看，16富力01收益率下行28.4BP，16大连万达MTN004收益率下行4.5BP，16大连万达MTN003收益率下行42.8BP，15大连万达MTN002收益率下行1.7BP，17大连万达

MTN002 收益率下行 4.9BP, 18 苏州高新 MTN001 收益率下行 1.3BP, 18 首开集团 MTN001 收益率下行 1BP, 15 大连万达 MTN001 收益率下行 15.3BP, 16 富力 03 收益率下行 135.3BP, 16 万达 01 收益率下行 6.5BP。

**表 8 流动性较好的地产债表现**

债券名称	剩余年限(年)	债项	12/3 收盘收益率 (%)	12/29 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
16 富力 01	2.03	AAA	7.5	7.2	-28.4
16 大连万达 MTN004	0.81	AAA	4.8	4.8	-4.5
16 大连万达 MTN003	0.73	AAA	5.6	5.1	-42.8
15 大连万达 MTN002	1.88	AAA	7.3	7.2	-1.7
17 大连万达 MTN002	1.30	AAA	11.5	11.4	-4.9
18 苏州高新 MTN001	4.03	AA+	4.1	4.0	-1.3
18 首开集团 MTN001	2.35	AAA	7.5	7.4	-1.0
15 大连万达 MTN001	1.58	AAA	5.3	5.2	-15.3
16 富力 03	2.06	AAA	8.7	7.4	-135.3
16 万达 01	2.04	AAA	7.1	7.0	-6.5

资料来源: WIND, 海通证券研究所

注: 数据截至 12 月 29 日

### 3.4.2 钢铁债

12 月我们观测的钢铁债样本中, 代表性债券的收益率涨跌参半。具体来看, 15 首钢 MTN004 收益率上行 21.6BP, 18 河钢集 CP007 收益率上行 2.1BP, 17 河钢集 MTN010 收益率上行 3BP, 16 苏沙钢 MTN003 收益率下行 1.1BP, 15 首钢 MTN003 收益率下行 3.2BP, 17 鞍钢集 MTN001 收益率上行 1.7BP, 17 首钢 MTN002 收益率上行 2.9BP, 18 太钢 MTN001 收益率下行 3.6BP, 17 河钢集 MTN002 收益率上行 8BP, 18 河钢集 CP005 收益率下行 12.4BP。

**表 9 流动性较好的钢铁债表现**

债券名称	剩余年限(年)	债项	12/3 收盘收益率 (%)	12/29 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
15 首钢 MTN004	1.80	AAA	3.6	3.8	21.6
18 河钢集 CP007	0.53	A-1	8.4	8.4	2.1
17 河钢集 MTN010	1.59	AAA	8.5	8.5	3.0
16 苏沙钢 MTN003	2.80	AAA	-0.1	-0.1	-1.1
15 首钢 MTN003	1.69	AAA	4.2	4.2	-3.2
17 鞍钢集 MTN001	1.57	AAA	4.1	4.1	1.7
17 首钢 MTN002	3.22	AAA	4.0	4.0	2.9
18 太钢 MTN001	2.18	AAA	4.1	4.1	-3.6
17 河钢集 MTN002	1.23	AAA	3.9	4.0	8.0
18 河钢集 CP005	0.45	A-1	4.2	4.1	-12.4

资料来源: WIND, 海通证券研究所

注: 数据截至 12 月 29 日

### 3.4.3 煤炭债

12 月我们观测的煤炭债样本中, 代表性债券的收益率上行为主。具体来看, 15 陕煤化 MTN002 收益率上行 25.2BP, 15 鲁能源 MTN001 收益率上行 92.9BP, 18 大同煤矿 MTN003 收益率上行 10.7BP, 15 陕煤化 MTN003 收益率上行 54.7BP, 13 中煤 MTN002 收益率下行 19.4BP, 18 大同煤矿 MTN002 收益率下行 8.3BP, 15 中煤 MTN001 收益率上行 89.9BP, 18 晋能 MTN002 收益率上行 1.5BP, 16 晋焦煤 MTN001 收益率下行 12.7BP, 14 神华 MTN002 收益率下行 0.1BP。

表 10 流动性较好的煤炭债表现

债券名称	剩余年限(年)	债项	12/3 收盘收益率 (%)	12/29 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
15 陕煤化 MTN002	1.63	AAA	9.3	9.5	25.2
15 鲁能源 MTN001	1.73	AAA	4.8	5.7	92.9
18 大同煤矿 MTN003	4.47	AAA	4.1	4.2	10.7
15 陕煤化 MTN003	1.81	AAA	4.4	4.9	54.7
13 中煤 MTN002	1.72	AAA	7.1	7.0	-19.4
18 大同煤矿 MTN002	2.30	AAA	4.8	4.7	-8.3
15 中煤 MTN001	3.46	AAA	4.7	5.6	89.9
18 晋能 MTN002	4.20	AAA	4.3	4.4	1.5
16 晋焦煤 MTN001	2.27	AAA	4.7	4.6	-12.7
14 神华 MTN002	0.45	AAA	4.0	4.0	-0.1

资料来源: WIND, 海通证券研究所

注: 数据截至 12 月 29 日

### 3.4.4 电力债

12 月我们观测的电力债样本中, 代表性债券的收益率下行为主。具体来看, 18 电网 CP002 收益率下行 14.9BP, 17 粤发电 MTN001 收益率上行 7.5BP, 18 电网 CP001 收益率上行 5.4BP, 17 大唐集 MTN003 收益率下行 15.2BP, 17 大唐集 MTN005 收益率下行 12.9BP, 18 三峡 CP001 收益率下行 3.2BP, 18 电网 MTN001 收益率上行 27.9BP, 18 国电集 MTN003 收益率上行 5.3BP, 14 大唐集 MTN003 收益率下行 7.9BP, 18 南电 MTN002 收益率下行 86.3BP。

表 11 流动性较好的电力债表现

债券名称	剩余年限(年)	债项	12/3 收盘收益率 (%)	12/29 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
18 电网 CP002	0.64	A-1	4.3	4.2	-14.9
17 粤发电 MTN001	3.31	AA+	3.5	3.6	7.5
18 电网 CP001	0.51	A-1	3.4	3.4	5.4
17 大唐集 MTN003	1.80	AAA	3.6	3.5	-15.2
17 大唐集 MTN005	1.98	AAA	3.9	3.8	-12.9
18 三峡 CP001	0.56	A-1	3.8	3.8	-3.2
18 电网 MTN001	2.47	AAA	3.3	3.6	27.9
18 国电集 MTN003	2.30	AAA	3.7	3.7	5.3
14 大唐集 MTN003	0.85	AAA	3.9	3.8	-7.9
18 南电 MTN002	2.39	AAA	4.9	4.1	-86.3

资料来源: WIND, 海通证券研究所

注: 数据截至 12 月 29 日

## 4. 2018 年 12 月评级调整回顾: 6 项评级上调, 15 项评级下调

12 月公告 6 项信用债主体评级向上调整行动, 均为评级上调; 公告 15 项主体评级向下调整行动, 均为评级下调。与前一月相比, 向上调整和向下调整的评级数目均有所上升。评级上调的主体中有 3 家城投平台, 而评级下调的主体无城投平台。

评级上调的发行人广东珠江投资管理集团有限公司来自金融业, 上月主体评级由 AA 上调至 AA+, 主要原因是公司电力销售业务、高速公路业务和煤炭供销业务收入和毛利润保持增长, 而受益于将要投产的青春塔煤矿, 公司整体营业收入和盈利能力将进一步提高。

评级上调的发行人中鲁能集团有限公司来自综合行业, 上月主体评级由 AA+ 上调至 AAA, 主要原因是路桥农商行所处地区有良好的经济环境, 在当地有较高的市场份额, 具有明确的市场定位和良好的盈利能力, 以及存款稳定性和资本充足水平都较高。

评级上调的发行人中吉林省高速公路集团有限公司是交通运输、仓储和邮政业的城投债发行人，上月主体评级由 AA+ 上调至 AAA，主要原因是公司在 2017 年受益于房地产销售业绩快速提升，同时在结转项目规模显著提升的带动下，公司盈利规模大幅增加，并且公司经营活动净现金流也为大幅净流入，此外公司融资渠道保持畅通。

评级上调的发行人中扬州市邗江城市建设发展有限公司是建筑业的城投债发行人，上月主体评级由 AA 上调至 AA+，主要原因是近年来扬州市邗江区经济持续增长，财政收入规模不断增加，为公司发展提供了良好的外部环境；以及维扬发投划拨完成后，公司在业务区域和范围、专营地位等方面进一步提高。

评级上调的发行人中海盐县国有资产经营有限公司是综合的城投债发行人，上月主体评级由 AA 上调至 AA+，主要原因是公司在海盐县区域内专营优势突出，近年来持续获得股东在资本金注入、资产和股权划拨及财政补贴等方面的有力支持；2018 年以来，海盐国资所处外部环境进一步提升，土地返还款规模较大，同时，受安置房需求扩增、销售模式改进及水价调升影响，海盐国资整体盈利能力得到改善。

评级上调的发行人中开滦（集团）有限责任公司来自采矿业，上月主体评级由 AA+ 上调至 AAA，主要原因是作为河北省第二大煤炭企业，公司煤炭资源储量丰富、煤种齐全，规模优势突出，区位优势显著；债务方面，近两年公司合理控制债务规模；外部支持方面，公司作为河北省重要的省属企业之一，可以得到政府的大力支持。

评级下调的发行人中，从行业分布来看，涉及行业包括房地产业，建筑业，农、林、牧、渔业，批发和零售业，水利、环境和公共设施管理业，信息传输、软件和信息技术服务业，制造业，住宿和餐饮业。具体来看：

评级下调的发行人中山东金茂纺织化工集团有限公司来自制造业，上月主体评级由 CCC 下调至 C，主要原因是公司“15 金茂债”及“16 金茂 01”应于 2018 年 11 月 26 日完成部分兑付，但由于公司资金紧张，截至 11 月 30 日，公司未能按照约定完成兑付工作，并且相应的具体偿债方案尚未出具。同时，金茂纺织及其子公司已向法院申请重整并得到受理。

评级下调的发行人中山东金茂纺织化工集团有限公司来自制造业，上月主体评级由 CCC 下调至 C，主要原因是公司“15 金茂债”及“16 金茂 01”应于 2018 年 11 月 26 日完成部分兑付，但由于公司资金紧张，截至 11 月 30 日，公司未能按照约定完成兑付工作，并且相应的具体偿债方案尚未出具。同时，金茂纺织及其子公司已向法院申请重整并得到受理。

评级下调的发行人中洛娃科技实业集团有限公司来自制造业，上月主体评级由 AA 下调至 C，主要原因是 2018 年 12 月 6 日，“17 洛娃科技 CP001”未能如期兑付本息，据上清所公告，洛娃科技仅支付了该债券的利息 2250 万元，但未偿还 3 亿元本金，构成实质性违约。

评级下调的发行人中吉林森林工业集团有限责任公司来自农、林、牧、渔业，上月主体评级由 A- 下调至 BBB，主要原因是森工集团 2018 年以来经营业绩继续恶化、战略转型未达预期、债务规模高企且短期流动性压力较大，加之所持上市公司股份冻结数量不断增加，再融资能力受限。

评级下调的发行人中江苏宏图科技股份有限公司来自批发和零售业，上月主体评级由 BBB- 下调至 C，主要原因是公司受到控股股东三胞集团流动性风险的影响，以及为化解三胞集团债务风险而成立的债委会统筹安排三胞集团及其下属企业的投融资，导致公司未能按时足额兑付“15 宏图 MTN001”。

评级下调的发行人中北讯集团股份有限公司来自信息传输、软件和信息技术服务业，上月主体评级由 A 下调至 BBB+，主要原因是北讯集团股份有限公司近日新增部分诉讼事项，包括与中国银行股份有限公司深圳宝安支行、嘉兴国讯投资合伙企业（有限合伙）和广东国动网络通信有限公司等 14 家企业均有诉讼事项。同时，经公司自查发现，因



部分诉讼事项导致公司及下属公司新增部分银行账号被冻结。诉讼事项及银行账户被冻结会对公司的正常运行、经营管理造成一定的影响。

评级下调的发行人中三胞集团有限公司来自批发和零售业，上月主体评级由 A 下调至 BB，主要原因是三胞集团持有两家核心上市子公司南京新百和宏图高科股权已被冻结，且宏图高科面临厦门信托的仲裁事项，两家上市子公司 2018 年半年度盈利表现欠佳，整体来看三胞集团流动性风险加大，盈利能力下滑，偿债能力进一步弱化。

评级下调的发行人中东辰控股集团有限公司来自制造业，上月主体评级由 AA 下调至 A+，主要原因是东辰控股因债务逾期被诉讼，且部分股权被冻结，偿债能力弱化；自 2018 年 5 月以来，东辰控股主营化工业务开工率下降，业务规模大幅收缩；此外根据东辰控股提供的截至 2018 年 12 月 7 日的征信报告，东辰控股本部存在多笔关注类贷款；最后，东辰控对外担保企业区域互保现象较多，或有风险加大。

评级下调的发行人中神雾科技集团股份有限公司来自水利、环境和公共设施管理业，上月主体评级由 CCC 下调至 C，主要原因是 2018 年 11 月 8 日，公司因拒不履行生效法律文书确定义务，被常州市武进区人民法院列为失信被执行人；2018 年 12 月 7 日，公司及子公司神雾环保技术股份有限公司被北京市昌平区人民法院列为失信被执行人。目前公司整体流动性非常紧张，相关偿付资金筹措进展缓慢。公司相关债务违约风险极高，且公司被列为失信执行人会进一步对公司的融资和生产经营活动产生不利影响。

评级下调的发行人中银亿股份有限公司来自制造业，上月主体评级由 BBB 下调至 C，主要原因是截至 2018 年 12 月 24 日，因短期内资金周转困难，公司未能按时足额支付“15 银亿 01”2018 年已登记回售债券的本金 299,733,000.00 元。该事项已构成实质性违约。

评级下调的发行人中南京丰盛产业控股集团有限公司来自建筑业，上月主体评级由 AA 下调至 AA-，主要原因是 12 月 25 日丰盛集团发布公告称公司有 12.78 亿元到期债务未及时清偿，并由此可能触发 5 只债券总计 45 亿元提前还款条款；当天联合信用公告披露，丰盛集团对外借款及往来款大幅增长，资金占用严重；项目回款周期较长，资金周转压力大；短期偿付压力大。

评级下调的发行人中宝塔石化集团有限公司来自制造业，上月主体评级由 A+ 下调至 BB，主要原因是公司下属上市子公司宝塔实业股份有限公司于 2018 年 12 月 21 日发布公告，宝塔实业及公司实际控制人孙珩超涉嫌票据诈骗罪、宝塔实业监事王高明涉嫌违规出具金融票证罪被银川市公安局捕，目前案件正在进一步侦办中。目前公司生产经营已受到重大影响，公司存续期债券到期偿付存在较大不确定性。

评级下调的发行人中浙江大东南集团有限公司来自制造业，上月主体评级由 AA 下调至 BB，主要原因是 2018 年 10 月 16 日，浙江省诸暨市人民法院裁定受理了大东南集团破产重整的申请；重整范围不包括大东南股份。根据我国《企业破产法》规定，企业法人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的可以申请破产清算或破产重整。同时，截至 2018 年 12 月 25 日，大东南集团及其子公司诸暨大东南纸包装有限公司和诸暨万能包装有限公司的股权已全部被质押；大东南集团持有的大东南股份中已有 68.30% 被质押，且持有的全部大东南股份已被司法冻结，持有的 50.39% 大东南股份已被轮候冻结。

评级下调的发行人中山东胜通集团股份有限公司来自制造业，上月主体评级由 AA+ 下调至 A，主要原因是 2018 年以来，胜通集团及其子公司发生多笔到期债务未按期偿付事项，偿债能力持续恶化；同时胜通集团子公司胜通钢帘线开工率大幅下降，主营业务经营状况恶化；应收账款规模较大，且部分应收账款单位被列为失信被执行人名单，回收具有不确定；此外，胜通集团对外担保区域集中度高，且存在互保现象，或有风险加大。

评级下调的发行人中宁波银亿控股有限公司来自房地产业，上月主体评级由 A+ 下调至 B，主要原因是银亿控股核心业务盈利能力下降，现金获取能力有所减弱，存在借款逾期和欠息，反映其偿债能力有所下降。此外，银亿控股持有的部分银亿股份股票发生

被动减持，质押股份存在被违约处置的风险。

评级下调的发行人中海航酒店控股集团有限公司来自住宿和餐饮业，上月主体评级由 AA- 下调至 A+，主要原因是基于公司未结清贷款存在欠息，未来国外酒店收入将大幅下滑，部分资产受限，且关联方对资金占用仍较多，期间费用率高，利润主要来自非经营性收益，面临较大的刚性债务压力，以及或有负债风险较大。

**表 12 评级上调行动（12月1日-12月30日）**

发行人	行业	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次主体评级	代表债券
广东珠江投资管理集团有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业	东方金诚国际信用评估有限公司	2018/12/4	AA+	稳定	AA	16 珠管 03
鲁能集团有限公司	综合	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018/12/13	AAA	稳定	AA+	16 鲁能 01
吉林省高速公路集团有限公司	交通运输、仓储和邮政业	联合资信评估有限公司	2018/12/18	AAA	稳定	AA+	18 吉林高速 MTN002
扬州市邗江城市建设发展有限公司	建筑业	东方金诚国际信用评估有限公司	2018/12/21	AA+	稳定	AA	17 邗江城建 MTN001
海盐县国有资产经营有限公司	综合	联合资信评估有限公司	2018/12/21	AA+	稳定	AA	18 海盐 01
开滦（集团）有限责任公司	采矿业	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018/12/28	AAA	稳定	AA+	18 开滦 02

资料来源：WIND，海通证券研究所

**表 13 评级下调行动（12月1日-12月30日）**

发行人	行业	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次主体评级	代表债券
山东金茂纺织化工集团有限公司	制造业	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2018/12/4	C		CCC	14 鲁金茂 MTN001
洛娃科技实业集团有限公司	制造业	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018/12/7	C		AA	16 洛娃 01
中国吉林森林工业集团有限责任公司	农、林、牧、渔业	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018/12/10	BBB		A-	15 森工集 MTN001
江苏宏图高科技股份有限公司	批发和零售业	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018/12/11	C		BBB-	17 宏图高科 MTN001
北讯集团股份有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	联合信用评级有限公司	2018/12/12	BBB+		A	18 北讯 03
三胞集团有限公司	批发和零售业	中证鹏元资信评估股份有限公司	2018/12/13	BB	负面	A	17 三胞 03
东辰控股集团有限公司	制造业	大公国际资信评估有限公司	2018/12/13	A+	负面	AA	18 东辰 01
神雾科技集团股份有限公司	水利、环境和公共设施管理业	联合信用评级有限公司	2018/12/18	C		CCC	16 神雾债
银亿股份有限公司	制造业	中诚信证券评估有限公司	2018/12/24	C		BBB	16 银亿 02
南京丰盛产业控股集团有限公司	建筑业	联合信用评级有限公司	2018/12/24	AA-	稳定	AA	18 丰盛 01
宝塔石化集团有限公司	制造业	联合资信评估有限公司	2018/12/24	BB		A+	14 宁宝塔 MTN001
浙江大东南集团有限公司	制造业	大公国际资信评估有限公司	2018/12/25	BB	负面	AA	16 东南 01
山东胜通集团股份有限公司	制造业	大公国际资信评估有限公司	2018/12/25	A	负面	AA+	16 胜通 03
宁波银亿控股有限公司	房地产业	大公国际资信评估有限公司	2018/12/25	B	负面	A+	16 银控 01
海航酒店控股集团有限公司	住宿和餐饮业	中证鹏元资信评估股份有限公司	2018/12/29	A+	负面	AA-	14 海航酒店债

资料来源：WIND，海通证券研究所

## 5. 投资策略：驱动因素生变

1) 信用债收益率下行。上周信用债收益率跟随利率债下行。AAA 级企业债收益率平均下行 4BP、AA 级企业债收益率平均下行 3BP，城投债收益率平均下行 4BP。

2) 银行永续债启航。金稳委专题会议提出推动尽快启动商业银行永续债发行。银行永续债推出的背景是我国商业银行资本工具仍不完善，尤其是一级资本补充工具仍较缺乏，且在宽信贷和非标回表的背景下，银行缺资本问题逐渐显现。永续债可以补充银行其他一级资本，银行发行动力较强，但投资者群体缺乏、会计处理方式不明确等问题仍尚待解决。

3) 重回信用基本面驱动。2018 年主导信用债走势的主要因素是信用风险，而信用风险的主要驱动因素是融资环境，即再融资风险。随着货币政策宽松和民企纾困政策落地，再融资风险趋降，信用风险将重回信用基本面驱动。信用基本面不利因素是宏观经济趋于回落，而有利因素包括减税降费和资源品价格下降带来的成本下降。信用风险大概率分化，中下游或将边际改善。

表 14 主要品种信用利差监测 (%)

	五年超 AAA 中票与国债利差	五年政策性金融债与国债利差	五年 AA 中票与国债利差	五年 AAA 企业债与国债利差	五年 AA 企业债与国债利差	五年超 AAA 中票与政策金融债利差	五年 AA 中票与政策金融债利差	五年 AAA 企业债与政策金融债利差	五年 AA 企业债与政策金融债利差	五年 AA 中票与超 AAA 利差	五年企业债 AA 与 AAA 利差
最低值	0.41	0.15	0.95	0.53	1.07	0.04	0.49	0.08	0.62	0.39	0.22
1/4 数	1.00	0.50	1.93	1.08	1.93	0.28	1.28	0.40	1.33	0.81	0.78
中位数	1.23	0.65	2.15	1.32	2.22	0.40	1.52	0.56	1.61	1.02	0.99
3/4 数	1.41	0.79	2.49	1.54	2.62	0.68	1.74	0.84	1.86	1.16	1.14
最高值	2.19	1.42	3.51	2.32	3.77	1.48	2.99	1.61	3.25	1.91	2.08
现值	1.00	0.67	2.07	1.09	2.07	0.33	1.40	0.42	1.40	1.07	0.42

资料来源：WIND，海通证券研究所，数据区间为 2009 年至 2018 年 12 月 30 日。

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 固定收益研究团队  
朱征星 固定收益研究团队  
杜佳 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**海通证券股份有限公司研究所**

 路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

**宏观经济研究团队**

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
 联系人  
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

**金融工程研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
 联系人  
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

**金融产品研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
 薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
 蔡思源(021)23219433 csy11033@htsec.com  
 联系人  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
 谭宏宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

**固定收益研究团队**

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
 联系人  
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

**策略研究团队**

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
 周旭辉 zhx12382@htsec.com  
 联系人  
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

**中小市值团队**

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 联系人  
 王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

**政策研究团队**

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

**石油化工行业**

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
 联系人  
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

**医药行业**

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
 孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
 联系人  
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
 吴佳桂(010)56760092 wjs11852@htsec.com  
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
 梁广楷 010 56760096 lgk12371@htsec.com

**汽车行业**

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
 联系人  
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

**公用事业**

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 联系人  
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

**批发和零售贸易行业**

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
 联系人  
 史岳 sy11542@htsec.com  
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
 谢茂萱 xmx12344@htsec.com

**互联网及传媒**

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
 刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
 强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
 联系人  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

**有色金属行业**

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
 联系人  
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
 甘嘉航(021)23154394 gjy11909@htsec.com

**房地产行业**

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄克晶(021)23154131 hj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈(01050949962) zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lry12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
<b>军工行业</b> 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 联系人 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 宗亮 zl11886@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
 吴尹 wy11291@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 杜飞 df12021@htsec.com  
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com