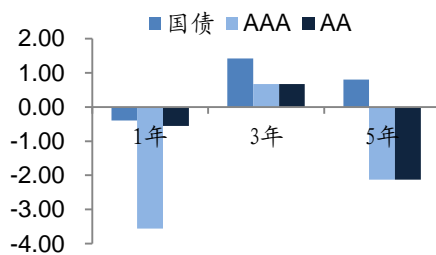


收益率指标

期限(年)	AA 城投债(%)
1	4.83
3	4.93
5	5.21
7	5.52
10	5.64
15	5.69

国债及中票收益率周变化(BP)


资料来源: WIND,海通证券研究所

相关研究

- 《钢铁去产能效果凸显,债务未去存隐忧——周期性行业系列专题之一》
2017.08.18
- 《债市情绪好转,股市最受欢迎——海通债市一致预期调查第34期结果分析》
2017.08.03
- 《城投转型路在何方》2017.07.24

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

联系人:杜佳

Tel:(021)23154149

Email:dj11195@htsec.com

城投价值继续弱化

投资要点:

- 专题:再议城投债投资价值。1.“1358号文”继续弱化城投价值。**近日发改委发布1358号文,强调了企业债申报应明确企业和政府的责任关系,严禁地方政府提供不规范支持,城投再融资或受影响。**2.城投债提前置换加快。**7月以来不完全统计有11只城投债发布了提前偿还方案。确定偿还对价主要有三种方式:面值,市场价,面值+补偿款,最后一种的补偿款金额一般是一段时间内净价与债券面值之差的平均值,本质上还是以市场价为基础。从公告情况看,市场价偿还渐成主流,以面值赎回的方案落地率低。**3.城投债券融资情况不容乐观。**一季度城投债净融资额为-796亿元,是历史上首次出现城投债季度性净融资为负,二季度净融资额仅为872.5亿元;7月债市调整稍缓,此前融资受阻的城投抓住机会发行债券,发行量略有回升。但9月是年内到期小高峰,四季度到期压力也很大,城投再融资问题不容乐观。**4.城投发行人评级变动梳理。**截至目前今年共有18项城投主体评级下调,118项上调。城投评级变动与地方政府信用仍有挂钩,大部分评级上调的城投所处地方经济和财政收入有较快增长,或者有较强的地方政府支持,而东北地区多家城投平台下调受累于地方实力下滑。此外,也有不少城投评级调整开始关注企业自身资质。**5.城投债投资谨慎为上。**地方融资监管加强、城投平台与政府信用的脱钩是必然趋势,城投债的估值还会有调整压力。建议采取保守型策略,选择短久期、地方经济经济实力较强、资产质量和流动性较好的城投平台债。
- 一周市场回顾:供给大幅下降,收益率上行为主。**上周一级市场净供给107.4亿元,较前一周的226.9亿元的净供给大幅下降。发行的135只主要品种信用债中有12只城投债。二级市场交投持平,3年期品种表现较差,1年期品种中,AA-等级收益率基本持平,AA等级收益率下行1BP,AAA、AAA-与AA+等级收益率均下行4BP,超AAA等级收益率下行5BP。3年期品种中,AAA-、AA+与AA-等级收益率均上行3BP,AAA与AA等级收益率均上行1BP,超AAA等级收益率下行1BP。5年期品种中,超AAA等级收益率下行1BP,其余品种等级收益率均下行2BP。7年期品种中,超AAA等级收益率上行1BP,AAA、AAA-与AA+等级收益率均下行1BP。
- 一周评级调整回顾:评级调整数量显著减少。**上周共发生2项信用债主体评级上调,1项主体评级下调。评级上调的发行人均均为城投债发行人。评级下调发行人是五洋建设,从CCC下调为C,已是连续第四周遭遇下调。“15五洋债”8月14日未能按期足额支付利息及回售部分本金,构成实质性违约,“15五洋02”触发交叉违约。
- 投资策略:城投投资价值弱化。**上周信用债收益率变化不大。AAA级企业债、AA级企业债收益率平均下行1BP,城投债收益率平均上行1BP。下一步表现如何?建议关注以下几点:
 - 1)五洋债如期违约。**15五洋债回售违约,而这也触发了15五洋02的交叉违约条款,两只债券总额13.6亿元,符合我们之前预期。五洋为建筑行业民企,其经营状况尚可,但公司治理状况堪忧,且在债券发行时和存续中存在资金使用、信息披露等问题,这些问题在民企发行人中更为突出。
 - 2)钢铁债优选龙头。**落后产能淘汰、合规产能释放,环保要求抑制了中小钢企产能的释放,使得行业集中度有明显提升,大型龙头既受益于高钢价带来的利润,又受益于市场占有率的扩大,资质有较大改善。配置可选择经营状况稳定,现金流改善,负债结构合理的大型钢铁企业。
 - 3)城投投资价值弱化。**发改委1358号文剑指企业债领域防范地方政府债务风险。文件提出政府应介入风险债券以防范系统性金融风险,市场将其解读为城投刚兑信仰的强化,但该文主要是为贯彻7月24日政治局会议和金融工作会议精神,即地方债务规范化,且文件提出企业债发行需与政府信用隔离(关注后续相关具体政策),城投再融资或受影响,城投价值弱化趋势未变。

目 录

1. 再议城投债投资价值.....	5
1.1 “1358 号文”继续弱化城投价值.....	5
1.2 城投债提前置换加快.....	5
1.3 城投债券融资情况不容乐观.....	6
1.4 城投发行人评级变动梳理.....	8
1.5 城投债投资谨慎为上.....	9
2. 一级市场：供给小幅下降.....	10
2.1 净供给基本持平.....	10
2.2 估值收益率涨跌互现.....	11
3. 二级市场：交投持平，收益率涨跌互现.....	11
3.1 银行间市场：收益率涨跌互现.....	11
3.1.1 中票短融：收益率涨跌互现.....	12
3.1.2 企业债：收益率下行.....	12
3.2 交易所市场：指数上行.....	12
3.3 城投债：企业债收益率上行为主.....	13
3.3.1 企业债.....	13
3.3.2 中期票据.....	13
3.4 产业债：收益率上行为主.....	14
3.4.1 地产债.....	14
3.4.2 钢铁债.....	14
3.4.3 煤炭债.....	15
3.4.4 电力债.....	15
4. 上周评级调整回顾：评级调整数量小幅上升.....	16
5. 投资策略：城投投资价值弱化.....	16

图目录

图 1	城投债发行利率走高 (%)	7
图 2	近期城投债发行利率已经偏高 (%)	7
图 3	城投债发行、到期与净融资情况 (季度数据)	7
图 4	存量城投债 18 年之前到期情况 (亿元)	8
图 5	上调评级的城投债发行人省份分布 (家)	8
图 6	下调评级的城投债发行人省份分布 (家)	8
图 7	银行间企业债收益率 (AAA, %)	12
图 8	银行间企业债收益率 (AA, %)	12
图 9	交易所各主要债指近期变化	13

表目录

表 1	城投债提前偿还案例梳理	6
表 2	17 年城投公司主体评级下调原因梳理	9
表 3	近期公告发行债券的期限分布（8 月 14 日-8 月 18 日）	10
表 4	近期公告发行债券的评级分布（8 月 14 日-8 月 18 日）	10
表 5	近期公告发行债券的行业分布（8 月 14 日-8 月 18 日）	11
表 6	交易商协会估值中枢变化（相比 8 月 9 日）	11
表 7	相比 8 月 11 日收益率变化幅度-收益率曲线（BP）	12
表 8	流动性较好的城投企业债收益率变动	13
表 9	流动性较好的城投中票收益率变动	14
表 10	流动性较好的地产债表现	14
表 11	流动性较好的钢铁债表现	15
表 12	流动性较好的煤炭债表现	15
表 13	流动性较好的电力债表现	16
表 14	评级上调行动（包括展望上调，8 月 14 日-8 月 18 日）	16
表 15	评级下调行动（包括展望下调，8 月 14 日-8 月 18 日）	16
表 16	主要品种信用利差监测（%）	17

1. 再议城投债投资价值

1.1 “1358 号文”继续弱化城投价值

近期发改委发布了《国家发展改革委办公厅关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》(以下简称“1358 号文”),主要内容有三点:

1. 积极防范企业债券领域地方政府债务风险,强调了企业债申报过程中应明确发债企业和政府的责任关系,严禁地方政府及部门为企业发行债券提供不规范的政府和社会资本合作、政府购买服务、财政补贴等情况。2. 加强事中事后监管,防范企业债券违约风险,对出现偿债风险的存量债券,省级发改委要提前介入,守住不出现系统性风险底线。3. 提高企业债券服务实体经济的效率和水平,除了提出对三大战略、雄安新区的支持外,还鼓励通过申报债转股专项债加大对国有企业“去杠杆”和处置僵尸企业等重点工作的融资支持,以及发行企业债发展住房租赁业务。

总的来看,1358 号文继续明确政府和城投企业信用的隔离,城投价值弱化趋势未变。文件提出企业债发行需要防范地方政府债务风险,必须做到明确企业与政府的责任关系,严禁政府不规范行为。我们预计日后城投企业发债,在与政府相关业务的审查上会更加严格,城投再融资或受影响。对于涉及一带一路、京津冀和长三角经济发展、房屋租赁等重点项目的企业债发行支持力度可能加大,可以关注后续相关具体政策。

此外,文件提出政府应介入风险债券以防范系统性金融风险,不可将其解读为城投刚兑信仰的强化,政府的介入应该是在市场化、规范化的框架下,指导企业制定偿债方案,而非进行承诺、兜底,这也与政治局会议和金融工作会议精神相符,即地方债务规范化。

1.2 城投债提前置换加快

7 月份以来城投债提前置换的速度明显加快。尽管在 16 年 88 号文就允许融资平台中认定为政府债务的部分通过政府债券置换等方式处置,但去年并没有成功提前偿还的案例。12 伊旗城投债是首例提前偿付成功的城投债,此后富阳债、13 汝城水电债、12 兴安林业债陆续实现了提前偿还或部分提前偿还,14 抚顺城投小微债 01、14 郑州二七提前偿付方案也通过了持有人会议。

7 月份后,12 抚顺城投债、13 郑发投资债、14 登封债、11 辽阳债和 12 辽阳债、11 本溪债和 12 本溪债、12 辽宁药都债、12 和平国资债、14 新密财源债、13 河池债均发布了提前偿还方案,本周四和周五将有 4 只债券召开持有人会议讨论提前偿还议案。符合我们此前城投债提前偿还会逐渐增多的判断。

市场价偿还渐成主流。已有案例中,确定偿还对价主要有三种方式,一种是面值偿付,早期的临海债和伊旗城投债都是此类;第二种是市场价偿还,比如采用公告前一段时间估值到期收益率对应的净价;第三种是面值+补偿款,比如 14 郑州二七和 14 新密财源债,补偿款金额一般是公告前一段时间净价与债券面值之差的算数平均值,本质上还是以市场价为基础进行偿还。

从数量和最终落地情况来看,采用市场价偿还的方式逐渐成为主流,7 月份以来公告的提前偿付方案,披露对价确定方式的有 8 只,以市场估值到期收益率对应的净价赎回的有 5 只,以面值+补偿款赎回的有 1 只。

以面值赎回的方案落地率比较低,目前偿付成功的仅有 2 例,其中 12 伊旗城投债面值赎回的关键在于该期债券市场价低于面值,而 12 兴安林业债也并非一次性偿还,而是分批次提前偿还。其他采取面值赎回的案例中,13 临海债最终取消了持有人会议,12 伊旗城投债、14 登封债面值偿付方案未通过持有人会议表决,13 郑发投资债持有人会议延期召开。

表 1 城投债提前偿还案例梳理

	公告日期	提前偿还原因	提前偿还对价的确定	最近进展
14 宣化北山债	2016/4/21	地方债提前置换		已终止
14 海南交投 MTN001	2016/4/21	地方债提前置换		已终止
13 盘锦高新	2016/12/1	地方债提前置换		取消
13 临海债	2016/12/9	地方债提前置换	面值偿付	取消
12 伊旗城投债	2017/1/5	业绩下滑严重	面值偿付	提前偿还成功
14 富阳债 02; 14 富阳债 01; 11 富阳债	2017 年 3 月 -4 月	配合政府回购原用于债券偿债保障措施的地块	以公告前 20 个交易日中债估值到期收益率均值对应净价赎回, 分别为 84.5573 元, 84.1737 元, 102.0899 元	提前偿还成功
13 汝城水电债	2017/5/5		以公告前 20 个交易日中债估值到期收益率均值对应净价 91.0752 元赎回	提前偿还成功
12 兴安林业债	2017/5/22	业绩下滑, 保护投资者权益	面值分次提前偿还	已提前偿付部分本息
12 伊城投债	2017/6/12	地方债提前置换	面值偿付	持有人会议未通过
14 抚顺城投小微债 01;	2017/6/23		拟以公告日前一个交易日中债估值到期收益率对应净价 100.0957 元回购。后由于收益率下行较快, 改为调整价格的公告前一日中债估值净价 100.1953 元。	通过持有人会议, 将于 8 月 23 日兑付
12 抚顺城投债	2017/7/24		拟以公告日前一工作日中债估值到期收益率对应净价 75.0427 元回购	8 月 18 日召开持有人会议
13 郑发投资债	2017/7/4		拟一次性按面值偿还本息	持有人会议延期召开
14 郑州二七	2017/6/15		面值 (80 元) 偿还, 此外额外支付每张债券 3.4175 元的利息。该金额为 2017 年 6 月 1 日前 60 个交易日本期债券中债估值 (净价) 与债券面值之差的算数平均值。	持有人会议通过议案, 将于 10 月 31 日偿付
14 登封债	2017/7/25		面值偿还	持有人会议未通过议案
11 辽阳债; 12 辽阳债	2017/7/27			尚未召开持有人会议
11 本溪债; 10 本溪债	2017/7/28		以公告日前一交易日中债估值到期收益率对应净价赎回, 分别为 105.0305 元, 103.0579 元	拟 8 月 25 日召开持有人会议
12 辽宁药都债	2017/7/28		以公告日前一交易日中债估值到期收益率对应净价 61.1847 元赎回	拟 8 月 28 日召开持有人会议
12 和平国资债	2017/8/2		以公告日前一交易日中债估值到期收益率对应净价 61.1847 元赎回	拟 8 月 24 日召开持有人会议
14 新密财源债	2017/8/3		面值偿还, 此外额外支付每张债券 4.6810 元的利息, 该金额为 17 年 4 月 11 日-4 月 24 日共 10 个交易日, 本期债券中债估值 (净价) 与债券面值之差的算数平均值。	拟 8 月 25 日召开持有人会议
13 河池债	2017/8/9			拟 8 月 24 日召开持有人会议

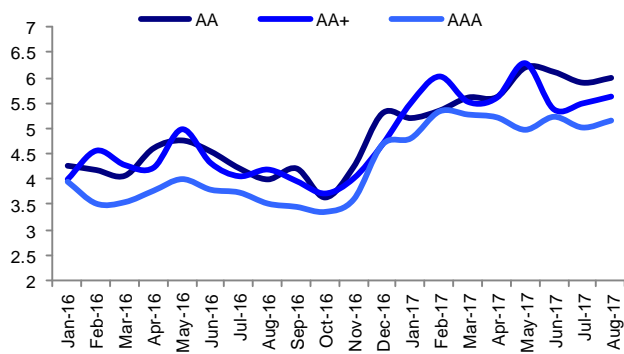
资料来源: 海通证券研究所根据新闻和公告整理

1.3 城投债券融资情况不容乐观

一级市场发行利率维持高位。我们统计了中长期限 (主要是 3 年、5 年期) 城投中票的发行利率, 发现今年以来城投债平均发行利率已经上行了 70-100BP; 8 月份城投发行利率较 5 月份的高值有所回落, 但较 7 月份有所回升。

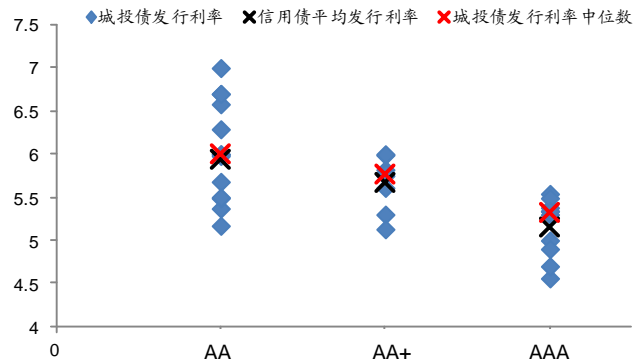
8 月份以来, AAA 级城投中票的发行利率中位数是 5.32%, 高于全部 AAA 级中票的平均发行利率 5.15%, 相似的, AA+ 和 AA 级的城投债平均发行利率也都在平均水平以上, 只不过高出幅度没有 AAA 级的这么多。由此看城投债发行利率维持高位, AAA 级发行利率明显高于产业债发行人。

图1 城投债发行利率走高 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图2 近期城投债发行利率已经偏高 (%)

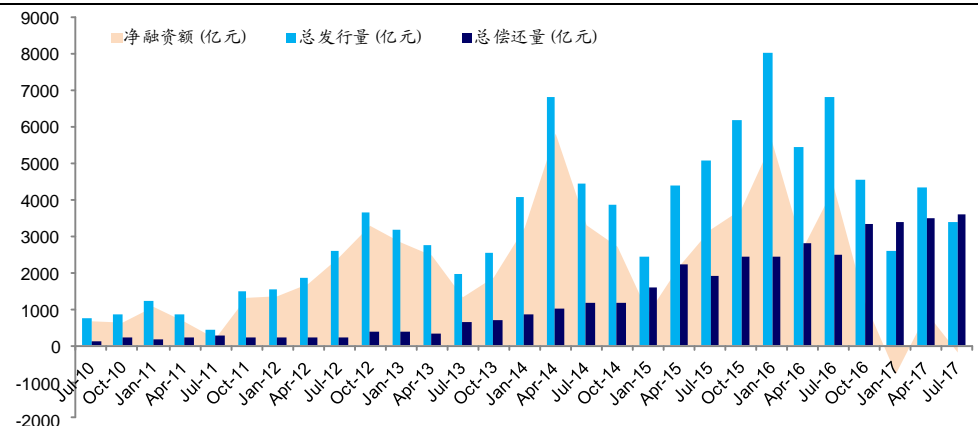


资料来源: WIND, 海通证券研究所

注: 图1、图2的样本是(1, 5]年(主要是3年、5年)期限的城投中票, 图2日期上选取的是17年8月以来新发的城投债

上半年城投债发行量仅仅能覆盖到期量, 净融资额一度转负。一季度城投债净融资额为-796.11亿元, 是城投债历史上首次出现季度性净融资为负, 二季度净融资额仅为872.51亿元, 同比大幅缩减; 6月中以来债市调整稍缓, 城投债利率有所下行, 但8月以来略有回调, 此前融资受阻的城投抓住机会发行债券, 三季度以来累计发行量3375亿元, 环比明显回暖。

图3 城投债发行、到期与净融资情况(季度数据)

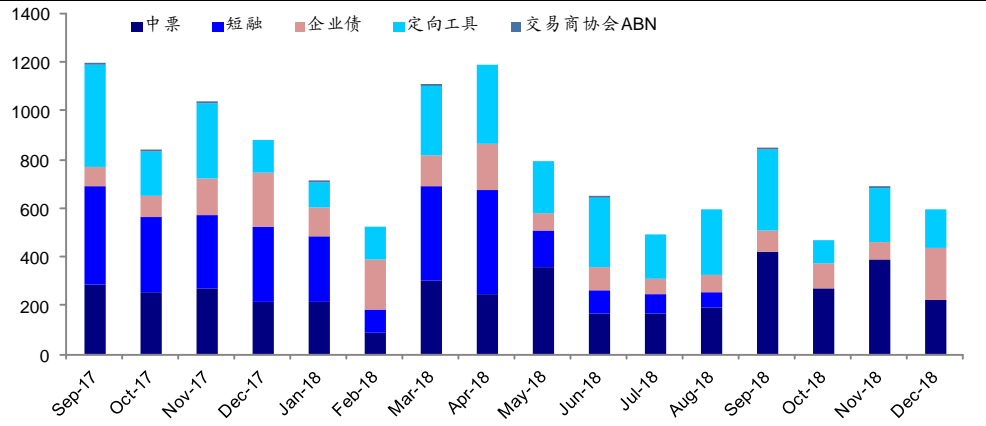


资料来源: Wind, 海通证券研究所

9月到期小高峰, 四季度到期压力较大。从城投债发行历史看, 发行量一直大幅超过到期量, 15年之后也保持了较高的净融资规模。随着时间推移, 城投到期量必然会一路走高, 再融资压力将逐渐显露。

年内来看, 9月存量城投债到期规模约1200亿元, 考虑到提前偿还量和回售量, 偿还规模大概在1400亿左右, 是仅次于3月份的年内偿还小高峰。四季度城投债到期规模约2678亿元, 考虑到提前偿还量和回售量, 待偿量将在3400亿元左右, 偿债压力非常大。

图4 存量城投债 18 年之前到期情况 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

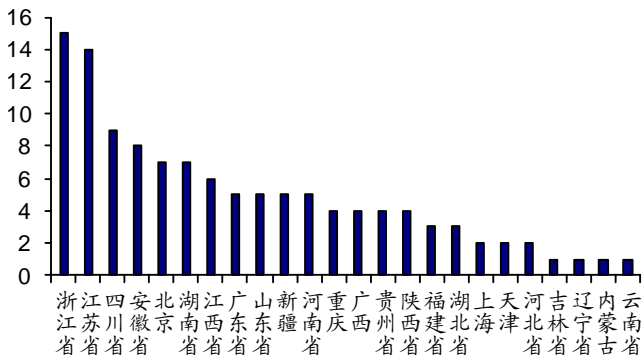
1.4 城投发行人评级变动梳理

截至目前,今年共发生 18 项城投债主体评级向下调整行动,其中 7 项为评级下调,11 项为展望下调。共发生 118 项城投债主体评级向上调整行动,其中 111 项为评级上调,7 项为展望上调,上调数量较去年同期上升。

从发生评级调整的发行人地域和行政级别看,下调评级的城投债发行人集中在辽宁省,占比达 33%,河南省、河北省和云南省各占 11%;行政级别上,省及省会(单列市)5 家,地级市 7 家,县及县级市 6 家。上调评级的城投债发行人集中于浙江省和江苏省,二者合计占比 25%,行政级别上,省及省会(单列市)46 家,地级市 48 家,县及县级市 24 家。

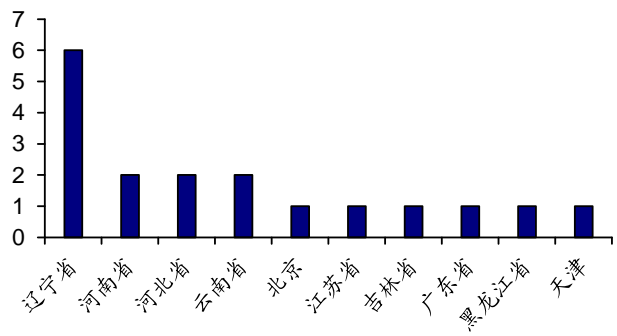
城投公司信用评级与地方政府信用仍有挂钩。大部分评级上调的城投公司所处地方经济和财政收入都有了较快增长,或者有较强的地方政府支持。比如今年评级上调的桐乡城建,上调主因是桐乡市经济规模和财政实力继续保持增长;巢湖城建评级上调是因为公司作为巢湖市基础设施建设最大的平台,在资产划转及资金补贴等方面获得巢湖市政府大力支持,同时公司主营业务发展稳定。而东北地区多家城投平台下调则是因为地方财政、经济实力下滑。

图5 上调评级的城投债发行人省份分布(家)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图6 下调评级的城投债发行人省份分布(家)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

城投公司评级调整开始关注企业自身资质。比如唐山通顺评级下调是在综合考虑企业营业收入、财政补贴、利润和现金流情况的基础上进行的。金港资产主体评级上调的主要原因是上市子公司资产质量较好,未来政策物流园或成为新的利润增长点;吴江经济技术开发区发展总公司主体评级上调的主要原因是公司剥离经营风险较大的供应链金融业务;东莞发展主体评级上调主要系公司路产质量高,业务增长较快,主营业务有望进一步做大做强。

表 2 17 年城投公司主体评级下调原因梳理

发行人	行业	评级调整	评级下调原因整理	代表债券
北京云政	采矿	展望下调	铁精粉价格下滑，经营压力大；基建项目开展受政策影响，政府补贴大幅下滑；县财政实力波动风险；其他应收款回收难度大	14 云政金融 MTN001
盱眙城投	房地产	展望下调	县地方综合财力和一般预算收入下降；公司其他应收款及债务规模快速增长，经营性现金流净额大幅下降；担保比率持续上升并发生多笔代偿，或有负债风险大	16 盱眙债
吉林交投	综合	展望下调	主营业务盈利差且财务费用高，对政府补助依赖大；房地产及长吉图区域开发业务带来很大资金压力；债务规模持续增加，融资成本上升；或有事项风险	16 吉林交投 CP001
河南国控	综合	下调	在建和拟建保障房项目投资规模大，资本支出压力大；实际负债率超过 90%，短期有息负债占比高；期间费用高，经营性现金流持续流出；代偿风险	13 豫国控 MTN1
唐山通顺	建筑	展望下调	营业收入下滑，未获得财政补贴，利润大幅下降；滨海公路未来收费具有不确定性；经营性现金流持续净流出	16 通顺交投 MTN001
铁岭新城	水利、环境和公共设施管理	下调	铁岭市一般预算收入降幅大，政府债务率高，公司外部发展环境差；去年无土地开发收入，子公司不具备盈利能力，公司盈利能力弱，净利润持续亏损；债务规模增长快，短期债务较多，所有者权益稳定性偏弱，经营性现金流状况较差	14 铁岭债
楚雄开投	建筑	展望下调	应收类款项规模大且账龄长；对营业收入占比大的子公司云南路桥股份控制权有待提升；受磨思公路工程款审计核减影响盈利能力下降；债务规模大幅增长，担保比例高	PR 楚雄投
辽阳城市资本经营	综合	展望下调	辽宁省经济总量和地方财政能力下滑明显，辽阳城收入规模大幅下滑，经营业绩下滑明显；即期偿付压力大	PR 辽阳债
禹州投总	房地产	展望下调	去年禹州市以能源和建材行业为主的税收基础大幅弱化，公司政府类应收款项大幅增加，回款质量差；对政府补助依赖大，自身盈利能力弱，债务水平快速上升	16 禹州债
园投公司	房地产	下调	市经济指标大幅下滑；盈利能力大幅下滑，供热业务仍未盈利，资产负债率上升	15 凤城债
海业公司	建筑	展望下调	海丰县深汕合作区财力独立导致其一般预算收入及综合财力继续下降；	15 海海业
开原城投	房地产	下调	业务量小，整体资产质量一般，跟踪期内未实现收入，经营活动现金流净额持续为负	14 开原城投债
丰南建投	房地产	展望下调	在建及拟建项目投资规模大；资产流动性弱，有代偿风险；未决诉讼金额大	14 唐山丰南债
南湖科技开发集团	房地产	下调	浑南区经济财政实力持续下滑；去年净利润巨幅亏损，债务压力大，融资能力有限	13 沈阳南科债 01
黑山通和	综合	下调	黑山县经济增速及一般公共预算收入明显下滑；公司在建项目较少且无拟建项目；资产流动性差，利润对财政补贴依赖大	15 黑山债
七台河城投	建筑	展望下调	七台河市经济增速下滑明显，地方综合财力对上级补助依赖程度大；公司在建项目存在资金压力，应收款项规模大，有息负债持续增加	16 七城投
滨海建投	综合	下调	投资经营受政府政策影响大，计划投资规模大，有资金压力；资产流动性和质量一般	17 滨海建投 SCP001
云南路桥	建筑	展望下调	受磨思公路工程款审减影响出现较大亏损；在建项目后续投资较大，长期应收款大幅增加且规模较大，债务规模增加较快	16 云路 01

资料来源：WIND，海通证券研究所

此外评级调整还特别关注了政策影响。随着规范地方政府融资的推进，城投基建和土地业务的开展多少受到限制，评级调整也关注了政策变动的的影响。比如北京云政评级下调原因中，有基建项目开展受政策影响，政府补贴大幅下滑的影响；而武汉地产开发投资集团主体评级上调，主要原因是公司承担了武汉市重点市政基础设施项目及棚户区改造的建设任务，在债务置换、土地整理收益返还、资产注入、财政补贴等方面获得地方政府的持续支持。

1.5 城投债投资谨慎为上

城投金边属性渐退，投资谨慎为上。地方融资监管加强、城投平台与政府信用的脱钩是必然趋势，城投债的估值还会有调整压力。短期内城投债还有置换额度，但明年置换结束后，城投平台将依赖自身偿还债务，造血能力差、现金流紧张的城投平台很可能会暴露风险。城投债配置上建议以谨慎为上，建议采取保守型策略，选择短久期、地方经济经济实力较强、资产质量较好的城投平台债。

城投融资受阻，关注流动性压力。从城投债发行历史看，发行量一直大幅超过到期量，15、16 年也保持了较高的净融资规模。随着时间推移，城投到期量必然会一路走高，再融资压力将逐渐显露。今年以来，受债市调整、地方债务规范的影响，城投债券净融资锐减，9 月是到期高峰、四季度到期压力较大，对于城投再融资是一个挑战。

1358 号文提出企业债发行必须做到明确企业与政府的责任关系，严禁政府不规范行为。我们预计日后城投企业发债，在与政府相关业务的审查上会更加严格，城投再融资或受影响。在地方债务规范的大背景下，城投获取银行贷款等其他融资的困难有增无减，

再融资受阻，建议关注流动性压力较大的城投平台。

2. 一级市场：供给小幅下降

2.1 净供给基本持平

根据 Wind 统计，上周短融发行 584.0 亿元，到期 929.3 亿元；中票发行 364.0 亿元，到期 190.0 亿元；企业债发行 127.3 亿元，到期 65.8 亿元；公司债发行 320.7 亿元，到期 76.5 亿元。上周主要信用债品种共发行 1369.0 亿元，到期 1261.5 亿元，净供给 107.4 亿元，较前一周的 226.9 亿元的净供给，上周信用债供给小幅下降。

主要发行品种来看，短融超短融共发行 63 只，中期票据（包括 PPN）共发行 30 只，公司债发行 30 只，企业债发行 12 只。从评级来看，AA+等级以 33%的占比位列第一。从行业来看，制造业以 22%的占比稳居行业第一。在发行的 135 只主要品种信用债中有 12 只城投债，占比与前一周基本持平。

表 3 近期公告发行债券的期限分布（8月14日-8月18日）

期限（年）	短期融资券	公司债	企业债	中期票据	总计
0.50	8				8
0.75	43				43
1.00	12				12
2.00				1	1
3.00		7		19	26
4.00		1			1
5.00		21	1	10	32
7.00			10		10
8.00			1		1
9.00		1			1
总计	63	30	12	30	135

资料来源：WIND，海通证券研究所

注：数据截至 8 月 18 日，且不考虑提前偿还

表 4 近期公告发行债券的评级分布（8月14日-8月18日）

评级	短期融资券	公司债	企业债	中期票据	总计
AAA	21	9		11	41
AA+	26	6	1	12	45
AA	16	3	8	7	34
AA-			2		2
		12	1		13
总计	63	30	12	30	135

资料来源：WIND，海通证券研究所

注：数据截至 8 月 18 日

表 5 近期公告发行债券的行业分布（8月14日-8月18日）

行业	短期融资券	公司债	企业债	中期票据	总计
采掘业	2	3		2	7
电力、煤气及水的生产和供应业	4	3			7
房地产业	3	2	4	3	12
建筑业	9	6	5	6	26
交通运输、仓储业	8			1	9
金融、保险业	2	2		1	5
农、林、牧、渔业	1				1
批发和零售贸易	7	2		4	13
社会服务业	2	1	1		4
制造业	18	7		5	30
综合类	7	4	2	8	21
总计	63	30	12	30	135

资料来源：WIND，海通证券研究所

注：数据截至8月18日

2.2 估值收益率涨跌互现

相比8月9日协会估值，上周（8月16日）估值收益率涨跌互现。

具体来看，1年期品种中AA等级收益率上行1BP，AAA、AA+与AA-等级收益率基本持平，重点AAA等级收益率下行1BP；3年期品种中，重点AAA、AA+与AA-等级收益率均下行1BP，AAA与AA等级收益率下行2BP；5年期品种中，重点AAA与AA-等级收益率上行1BP，AAA、AA+与AA等级收益率基本持平；7年期品种中，所有等级收益率基本持平；10年期品种中，AA+等级收益率下行1BP，其余品种等级收益率基本持平；15年期品种中，重点AAA等级收益率下行1BP，其余品种等级收益率基本持平；20年期品种中，AA-等级收益率上行1BP，AAA、AA+与AA等级收益率基本持平，重点AAA等级收益率下行1BP；30年期品种中，所有品种等级收益率基本持平。

表 6 交易商协会估值中枢变化（相比8月9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	4.37	-1	4.56	-1	4.71	1	4.91	0
AAA	4.51	0	4.67	-2	4.89	0	5.22	0
AA+	4.71	0	4.97	-1	5.23	0	5.71	0
AA	5	1	5.37	-2	5.68	0	6.17	0
AA-	5.71	0	6.21	-1	6.54	1	7.48	0
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	5.17	0	5.58	-1	5.73	-1	6	0
AAA	5.42	0	5.85	0	6.16	0	6.48	0
AA+	5.92	-1	6.5	0	6.85	0	7.15	0
AA	6.5	0	7.12	0	7.51	0	7.92	0
AA-	7.92	0	8.42	0	8.99	1	9.17	0

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：交投持平，收益率涨跌互现

上周主要信用债品种（企业债，公司债，中票，短融）的总成交额为3246.9亿元，较前一周3402.2亿元的成交量，上周成交量基本持平。

3.1 银行间市场：收益率涨跌互现

3.1.1 中票短融：收益率涨跌互现

上周国债收益率上行为主，其中 1 年期国债收益率基本持平，3 年期、5 年期和 7 年期国债收益率均上行 1BP。

上周中票短融收益率涨跌互现。具体来看，1 年期品种中，AA-等级收益率基本持平，AA 等级收益率下行 1BP，AAA、AAA-与 AA+等级收益率均下行 4BP，超 AAA 等级收益率下行 5BP。3 年期品种中，AAA-、AA+与 AA-等级收益率均上行 3BP，AAA 与 AA 等级收益率均上行 1BP，超 AAA 等级收益率下行 1BP。5 年期品种中，超 AAA 等级收益率下行 1BP，其余品种等级收益率均下行 2BP。7 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 1BP，AAA、AAA-与 AA+等级收益率均下行 1BP。

表 7 相比 8 月 11 日收益率变化幅度-收益率曲线 (BP)

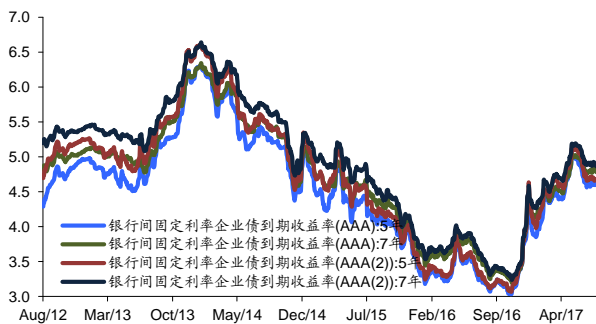
期限/评级	1 年	3 年	5 年	7 年
国债收益率	0	1	1	1
超 AAA	-5	-1	-1	1
AAA	-4	1	-2	-1
AAA-	-4	3	-2	-1
AA+	-4	3	-2	-1
AA	-1	1	-2	
AA-	0	3	-2	

资料来源：Wind，海通证券研究所
注：数据截至 8 月 18 日

3.1.2 企业债：收益率下行

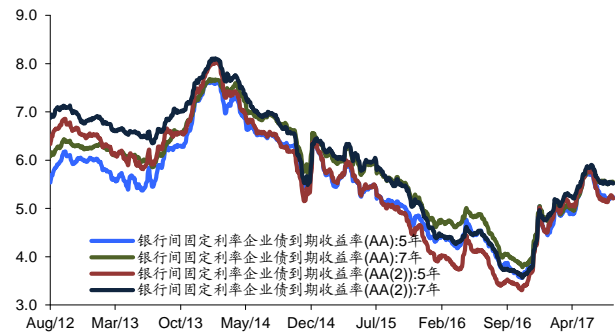
上周银行间企业债收益率全面下行。具体地，AAA 品种中，5 年期 AAA（城投债）收益率下行 2BP，5 年期 AAA（2）（城投债）收益率下行 1BP，7 年期 AAA（城投债）收益率下行 1BP，7 年期 AAA（2）（城投债）收益率下行 1BP。就 AA 品种来说，5 年期 AA（城投债）收益率下行 2BP，5 年期 AA（2）（城投债）收益率下行 7BP，7 年期 AA（城投债）收益率下行 1BP，7 年期 AA（2）（城投债）收益率下行 1BP。

图7 银行间企业债收益率（AAA，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图8 银行间企业债收益率（AA，%）

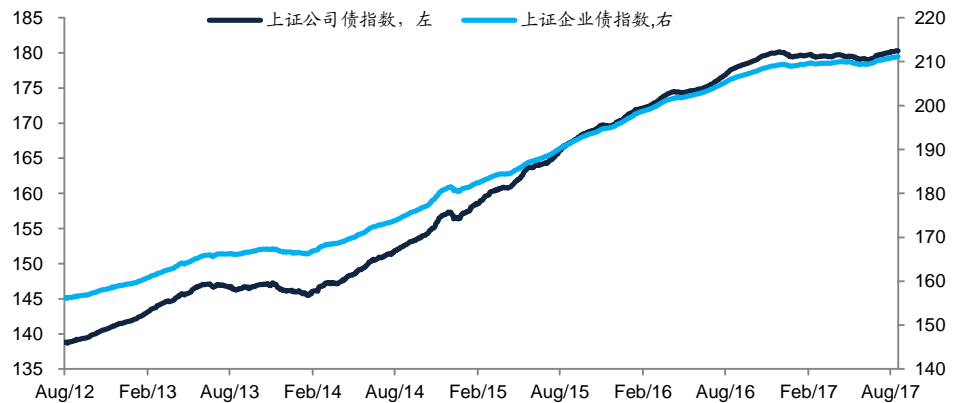


资料来源：WIND，海通证券研究所

3.2 交易所市场：指数上行

上周交易所债券市场中的企业债指数与公司债指数走势均上行。相比前一周，上证企业债指数上行 0.06%，公司债指数上行 0.03%。

图9 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: 企业债收益率上行为主

3.3.1 企业债

在我们观测的样本中, 代表性债券收益率全面上行。其中, 11 邹平债收益率上行 460BP, 16 吉城建与 11 高密国投债收益率分别上行 89BP 与 32BP, 11 溧城发 8 债与 11 牟平国资债收益率上行在 18BP 至 21BP 之间, 12 临沂经开债、16 如东棚改项目债、15 匀棚改项目债、12 芜湖建投债 01 与 10 本溪债收益率上行幅度在 1BP 至 5BP 之间。

表 8 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	债项评级	8/14 收盘收益率 (%)	8/18 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
11 邹平债	0.69	山东省	AA	0.4	5.0	460.1
16 吉城建	5.44	吉林省	AAA	4.1	5.0	88.5
11 高密国投债	0.64	山东省	AA	4.7	5.0	31.9
11 溧城发 8 债	1.22	江苏省	AA+	4.7	4.9	20.6
11 牟平国资债	1.54	山东省	AA+	5.0	5.2	18.2
12 临沂经开债	2.10	山东省	AA	5.0	5.0	4.5
16 如东棚改项目债	5.39	江苏省	AAA	5.4	5.5	2.6
15 匀棚改项目债	5.36	贵州省	AA	7.3	7.3	1.5
12 芜湖建投债 01	4.60	安徽省	AA+	5.1	5.1	1.4
10 本溪债	3.30	辽宁省	AA	6.1	6.1	1.4

资料来源: WIND, 海通证券研究所

注: 数据截至 8 月 18 日

3.3.2 中期票据

在我们观测的样本中, 中票收益率上行为主。其中 15 津开 MTN001 收益率上行 3BP, 17 荣盛地产 MTN003 与 15 渝化医 MTN002 收益率均上行 1BP, 15 晋能 MTN001、16 贵州交通 MTN001、16 冀中能源 MTN001、17 海润国资 MTN002、17 长发集团 MTN003、17 武进经发 MTN001 与 17 金禹水投 MTN001 收益率基本持平。

表 9 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	债项评级	8/14 收盘收益率 (%)	8/18 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
15 津开 MTN001	3.21	天津	AA+	5.0	5.0	2.8
17 荣盛地产 MTN003	2.99	河北省	AA+	6.5	6.5	1.4
15 渝化医 MTN002	2.77	重庆	AA+	8.6	8.6	0.5
15 晋能 MTN001	3.01	山西省	AAA	5.8	5.8	0.2
16 贵州交通 MTN001	8.68	贵州省	AA+	5.4	5.4	0.0
16 冀中能源 MTN001	3.44	河北省	AAA	5.5	5.5	0.0
17 海淀国资 MTN002	2.98	北京	AAA	4.6	4.6	0.0
17 长发集团 MTN003	2.99	吉林省	AAA	5.0	5.0	0.0
17 武进经发 MTN001	4.99	江苏省	AA+	6.0	6.0	0.0
17 金禹水投 MTN001	4.99	湖南省	AA	6.3	6.3	0.0

资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 8 月 18 日

3.4 产业债：收益率上行为主

3.4.1 地产债

上周我们观测的地产债样本收益率全面上行。其中，16 大连万达 MTN002 收益率上行 33BP，15 华鑫 MTN001、16 富力 11 与 16 万达 03 收益率分别上行 27BP、19BP、15BP，15 信达地产 MTN001、16 融创 07、15 万达 02、16 万达 02 与 15 福惠 01 收益率上行幅度在 6BP 至 10BP 之间，16 蓝光 MTN002 收益率基本持平。

表 10 流动性较好的地产债表现

债券名称	剩余年限(年)	债项评级	8/14 收盘收益率 (%)	8/18 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
16 大连万达 MTN002	3.69	AAA	9.5	9.8	33.1
15 华鑫 MTN001	2.73	AA+	5.7	6.0	26.8
16 富力 11	5.17	AAA	5.0	5.2	19.2
16 万达 03	3.76	AAA	5.8	6.0	14.9
15 信达地产 MTN001	2.80	AA	5.4	5.5	9.5
16 融创 07	5.99	AAA	7.3	7.4	8.7
15 万达 02	3.16	AAA	5.2	5.3	8.3
16 万达 02	3.72	AAA	5.8	5.9	7.1
15 福惠 01	1.08	AA	7.1	7.2	6.0
16 蓝光 MTN002	3.90	AA	6.6	6.6	0.4

资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据截至 8 月 18 日

3.4.2 钢铁债

上周我们观测的钢铁债样本收益率全面上行，其中 13 包钢 04 收益率上行 45BP，17 首钢 MTN002 收益率上行 8BP，16 鞍钢股 MTN002、14 新余钢铁 MTN001、09 华菱债、11 西钢债与 15 首钢 MTN002 收益率上行幅度在 1BP 至 3BP 之间，16 河钢 01、15 河钢 MTN001 与 11 柳钢债收益率基本持平。

表 11 流动性较好的钢铁债表现

债券名称	剩余年限(年)	债项评级	8/14 收盘收益率 (%)	8/18 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
13 包钢 04	0.67	AA+	4.8	5.3	45.3
17 首钢 MTN002	4.59	AAA	5.1	5.2	8.3
16 鞍钢股 MTN002	3.97	AAA	5.0	5.0	3.4
14 新余钢铁 MTN001	1.92	AA	5.4	5.4	3.0
09 华菱债	1.50	AA	7.6	7.6	1.4
11 西钢债	1.82	AA	7.6	7.6	0.9
15 首钢 MTN002	2.78	AAA	8.0	8.0	0.7
16 河钢 01	1.94	AAA	4.3	4.3	0.2
15 河钢 MTN001	1.10	AAA	4.8	4.8	0.2
11 柳钢债	1.79	AA	6.2	6.2	0.1

资料来源：WIND，海通证券研究所

注：数据截至 8 月 18 日

3.4.3 煤炭债

上周我们观测的煤炭债样本收益率上行为主。其中 13 豫煤化 MTN001 收益率上行 51BP，17 阳煤 MTN001 收益率上行 24BP，16 晋焦煤 MTN001、13 神华能源 MTN001、14 徐矿 MTN001 与 15 陕煤化 MTN002 收益率上行幅度在 2BP 至 9BP 之间，15 晋能 MTN001、14 陕煤化债与 16 潞安 MTN001 收益率基本持平，13 陕煤化 MTN002 收益率下行 1BP。

表 12 流动性较好的煤炭债表现

债券名称	剩余年限(年)	债项评级	8/14 收盘收益率 (%)	8/18 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
13 豫煤化 MTN001	1.24	AAA	9.0	9.5	51.4
17 阳煤 MTN001	2.44	AAA	5.8	6.0	23.7
16 晋焦煤 MTN001	3.64	AAA	4.9	5.0	9.1
13 神华能源 MTN001	1.23	AAA	4.4	4.5	6.0
14 徐矿 MTN001	1.53	AA+	5.9	5.9	3.8
15 陕煤化 MTN002	3.00	AAA	6.8	6.8	2.0
15 晋能 MTN001	2.99	AAA	5.8	5.8	0.2
14 陕煤化债	6.55	AAA	5.9	5.9	-0.1
16 潞安 MTN001	3.73	AAA	6.0	6.0	-0.2
13 陕煤化 MTN002	1.36	AAA	4.9	4.9	-0.6

资料来源：WIND，海通证券研究所

注：数据截至 8 月 18 日

3.4.4 电力债

上周我们观测的电力债样本收益率上行为主。其中 16 福新 02 收益率上行 81BP，15 国电集 MTN001、三电优 05 与 14 大唐集 MTN001 收益率上行幅度在 3BP 至 7BP 之间，16 国网 02、16 电投 01、16 华晨 01、15 中电投 MTN002、10 华润电力 01 与 13 三峡 MTN2 收益率基本持平。

表 13 流动性较好的电力债表现

债券名称	剩余年限(年)	债项评级	8/14 收盘收益率 (%)	8/18 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
16 福新 02	4.21	AAA	3.0	3.8	81.0
15 国电集 MTN001	2.46	AAA	4.5	4.5	7.4
三电优 05	1.10	AA+	5.6	5.6	4.4
14 大唐集 MTN001	1.78	AAA	4.4	4.5	2.6
16 国网 02	4.24	AAA	4.6	4.6	0.3
16 电投 01	1.71	AAA	3.6	3.6	0.2
16 华展 01	2.30	AA+	6.1	6.1	0.1
15 中电投 MTN002	4.75	AAA	4.7	4.7	0.0
10 华润电力 01	2.39	AAA	4.5	4.5	0.0
13 三峡 MTN2	0.66	AAA	4.3	4.3	-0.2

资料来源: WIND, 海通证券研究所
注: 数据截至 8 月 18 日

4. 上周评级调整回顾: 评级调整数量小幅上升

上周共发生 2 项信用债主体评级向上调整, 1 项主体评级向下调整。相比于前一周下调 1 项, 上周评级调整数量小幅上升。

评级上调的 2 家发行人均为城投债发行人。其中, 洛阳市新区建设投资主体评级上调的主要原因是洛阳市经济和财政实力稳步增长, 城乡一体化示范区面临良好发展机遇, 公司在洛阳市城市开发领域地位突出, 2016 年增资 52.88 亿, 资本实力进一步夯实。珠海港控股集团主体评级上调的主要原因是珠海港为广东省五大枢纽港之一, 作为珠海市港口资源整合平台, 区位优势良好, 地方政府支持力度大, 同时集团经营活动能够持续形成一定规模的现金净流入, 债务负担得到控制, 下属公司珠海港股份为上市公司, 外部融资渠道较为通畅。

评级下调发行人是五洋建设, 从 CCC 下调为 C, 已是连续第四周遭遇下调。主体评级下调的主要原因是五洋建设应于 2017 年 8 月 14 日支付“15 五洋债”利息及回售部分本金, 未能按期足额支付, 已构成实质性违约, 同时根据“15 五洋 02”募集说明书的相关条款, 五洋建设未能清偿到期债务, 构成“15 五洋 02”违约。

表 14 评级上调行动 (包括展望上调, 8 月 14 日-8 月 18 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
洛阳市新区建设投资有限责任公司	房地产业	中诚信国际信用评级有限责任公司	2017-08-17	AA+	稳定	AA	16 洛新债
珠海港控股集团有限公司	交通运输、仓储和邮政业	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2017-08-15	AA+	稳定	AA	15 珠海港 SCP001

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 15 评级下调行动 (包括展望下调, 8 月 14 日-8 月 18 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
五洋建设集团股份有限公司	建筑业	大公国际资信评估有限公司	2017-08-15	C	负面	CCC	15 五洋债

资料来源: WIND, 海通证券研究所

5. 投资策略: 城投投资价值弱化

上周信用债收益率变化不大。AAA 级企业债、AA 级企业债收益率平均下行 1BP, 城投债收益率平均上行 1BP。下一步表现如何? 建议关注以下几点:

1) 五洋债如期违约。15 五洋债回售违约, 而这也触发了 15 五洋 02 的交叉违约条款

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

款，两只债券总额 13.6 亿元，符合我们之前预期。五洋为建筑行业民企，其经营状况尚可，但公司治理状况堪忧，且在债券发行时和存续中存在资金使用、信息披露等问题，这些问题在民企发行人中更为突出。

2) 钢铁债优选龙头。落后产能淘汰、合规产能释放，环保要求抑制了中小钢企产能的释放，使得行业集中度有明显提升，大型龙头既受益于高钢价带来的利润，又受益于市场占有率的扩大，资质有较大改善。配置可选择经营状况稳定，现金流改善，负债结构合理的大型钢铁企业。

3) 城投投资价值弱化。发改委 1358 号文剑指企业债领域防范地方政府债务风险。文件提出政府应介入风险债券以防范系统性金融风险，市场将其解读为城投刚兑信仰的强化，但该文主要是为贯彻 7 月 24 日政治局会议和金融工作会议精神，即地方债务规范化，且文件提出企业债发行需与政府信用隔离（关注后续相关具体政策），城投再融资或受影响，城投价值弱化趋势未变。

表 16 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	0.49
1/4 数	1.02	0.48	1.92	1.10	1.93	0.29	1.37	0.43	1.44	0.87	0.85
中位数	1.24	0.62	2.21	1.34	2.31	0.45	1.59	0.66	1.67	1.03	1.03
3/4 数	1.42	0.76	2.53	1.55	2.68	0.74	1.78	0.86	1.92	1.18	1.16
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	0.64	1.65	1.09	1.65	0.36	1.01	0.45	1.01	0.65	0.56

资料来源：WIND，海通证券研究所，数据区间为 2009 年至 2017 年 8 月 18 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

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

江孔亮 副所长

(021)23219422 klijiang@htsec.com

邓勇 所长助理

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理

(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
 联系人
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
 宋潇(021)23154483 sx11788@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
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
 联系人
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 史霄安 sxa11398@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
 薛涵 xh11528@htsec.com
 联系人
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
 张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
 姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 联系人
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 李波 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
 联系人
 郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com
 李影(021)23154147 ly11082@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 刘宇(021)23219608 liuy4986@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
 朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
 殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com
 联系人
 胡歆 021-23154505 hx11853

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
 师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
 联系人
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 刘浩(010)56760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
 杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com
 谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
 联系人
 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
 联系人
 陈佳彬(021)23154509 cjb11782@htsec.com
 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
 王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
 联系人
 史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 联系人
 强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
 陈星光 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 联系人
 杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 贾亚童(021)23219421 jiyat@htsec.com
 联系人
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
张天闻 ztw11086@htsec.com
尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠 zcc11726@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
联系人
周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com
张宇轩 zyx11631@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
联系人
李阳 ly11194@htsec.com
朱默辰 zmc11316@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
鲁立 ll11383@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
联系人
洪琳 hl11570@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

机械行业

沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
联系人
关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

银行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
林瑾璐 lj11126@htsec.com
联系人
谭敏沂 tmy10908@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

电力设备及新能源行业

杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 xbj6583@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
联系人
庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峥青 zzzq11650@htsec.com

纺织服装行业

唐苓(021)23212208 tl9709@htsec.com
梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
联系人
马榕(021)23219431 mr11128@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
联系人
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
顾熹园 021-23154388 gxm11214@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
巩柏含 gbh11537@htsec.com
宗亮 zl11886@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
蒋炯 jj10873@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com
陈铮茹 czr11538@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