

作者：徐骥，CFA
邮箱：research@fecr.com.cn

利率、利差双回落，火电防御属性凸显 ——2019年5月火电行业债券市场运行情况

摘要

一级市场方面，由于5月到期债券金额较大，企业再融资需求增大，造成本月新发行债券数量和金额均再创新高。

二级市场方面，受到一级市场大量新发行债券影响，虽然5月成交债券只数环比略有提升，但成交金额有所下滑。收益率和利差方面，受国债利率回落带动，高等级火电债券收益率跟随回落，且下降幅度略大于国债。由此，高等级火电债券信用利差有小幅缩窄。在国内经济面临较大下行压力的情况下，现金流稳定的火电板块凸显防御属性。

5月，由于未按期支付美元优先票据的利息，华晨电力主体评级再次遭遇下调；而其年末到期的20亿元债券能否如期兑付将面临很大的不确定性。另外，平海发电受到重大行政处罚，可能面临较大金额罚款，同时公司还面临一项涉及较大金额的未决诉讼；我们认为，平海发电负债率持续降低、经营性现金流稳定、且地处用电大省广东，即便可能面临行政处罚和诉讼款项，公司依然可以维持较强偿债能力。

短期来看，中美贸易摩擦的升级和进一步升级的可能性，给中国经济的复苏带来较大不确定性。6月国债收益率有望进一步回落，而高等级火电债券或在不确定的环境中再次体现出优质防御属性。

相关研究报告：

1. 《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
2. 《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
3. 《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》，2019.05.13

2019年5月，受到期债券金额较大的影响，火电行业（发债主体样本见文末附件）一级市场债券发行只数和发行金额均创下今年以来新高。二级市场上，火电债券交易金额受一级市场发行量影响而有所下降。由于高等级火电债券收益率回落幅度大于国债，信用利差小幅收窄。

一、一级市场运行情况

5月火电行业新发行债券532.7亿元，到期债券451亿元，净融资81.7亿元。在上月显示出回升迹象之后，本月火电超短融发行利率又突破前期低点，超短融发行金额占比较上月也有回升。5月火电行业一级市场发行再创新高的主要原因是，本月到期债券金额较大导致企业再融资需求升高。

（一）发行概况

2019年5月，火电行业企业共发行债券35只，比去年同期增加14只，环比增加6只；发行金额合计532.7亿元，比去年同期增加74.7亿元，环比增加29.2亿元。由于5月火电企业偿债压力较大，因此一级市场发行金额再创今年以来新高。

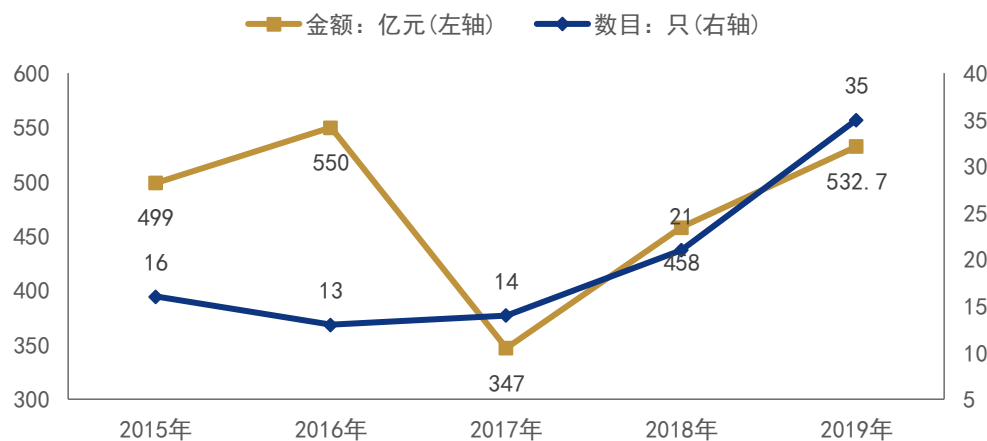


图1：近5年5月份火电债券发行数量和金额（2015-2019年）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从债券分类来看，5月火电行业发行的35只债券中，超短期融资券为19只，发行金额为320.7亿元；公司债为8只，发行金额为80亿元；中期票据为5只，发行金额为58亿元；非公开定向债务融资工具（PPN）2只，发行金额为54亿元；一般短期融资券1只，发行金额为20亿元。从券种分布上来看，超短融仍然是火电行业企业偏好的新发债券种类。但是，如果从5月末的存量债券来看，超短融的余额只占到存量债券的18.2%，债券余额占比最大的券种是中期票据和公司债，比重分别是38.6%和31.7%。由于火电企业负债率通常较高，超短融主要用于解决短期流动性需求，特别是在利率下行期。

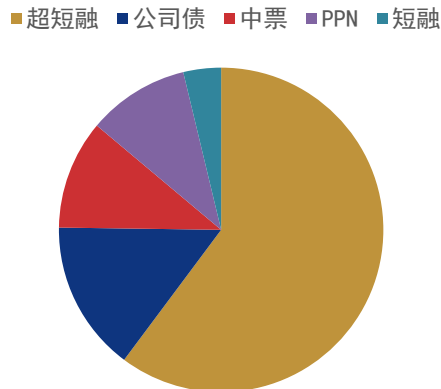


图2：2019年5月火电行业发行债券分类：按发行金额

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

5月发行债券的火电企业共13家，主要仍是五大发电集团和其控股子公司，以及广东、上海等地方国企。其中，国家电力投资集团有限公司（国家电投）共计发行债券14只，发行金额共计191亿元，为5月火电行业发债之王。和上期相比，本月没有新增发债主体样本。截至5月末，发债样本主体共37家。

从信用等级角度来看，在5月份发行债券的主体中，除国家电投集团东北电力有限公司的主体信用等级为AA+之外，其他发行主体的发行时信用等级均为AAA。

（二）发行利率

5月火电行业新发行债券中，超短融占比最大，且发行主体等级几乎都是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。

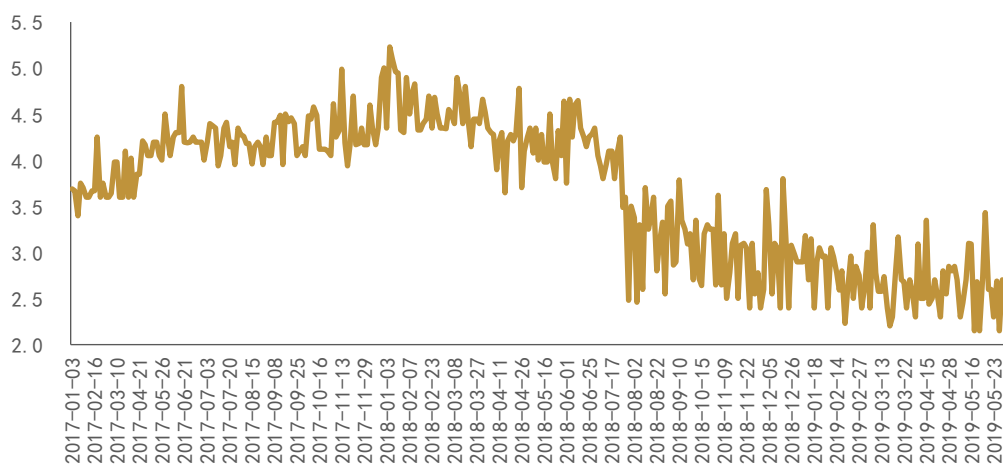


图3：火电行业AAA级超短期融资券发行利率走势（2017.01.01-2019.05.31，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2019年1-5月，火电行业AAA级超短融共发行74只，平均发行利率为2.69%，比去年同期下降约171BP。5月，火电行业AAA级超短融共发行18只，平均发行利率为2.63%，比去年同期下降约154BP。本月，中国华电集团有限公司发行的3只超短融（19华电SCP016、19华电SCP017、19华电SCP018），票面利率都是2.15%，这三支债券的期限为29-30天。同期，1M的Shibor和1个月AAA+级同业存单即期收益率比上述3只超短融的发行利率高出约30BP。由此可见，债券市场投资者对高信用等级的火电企业认可度依然很高。

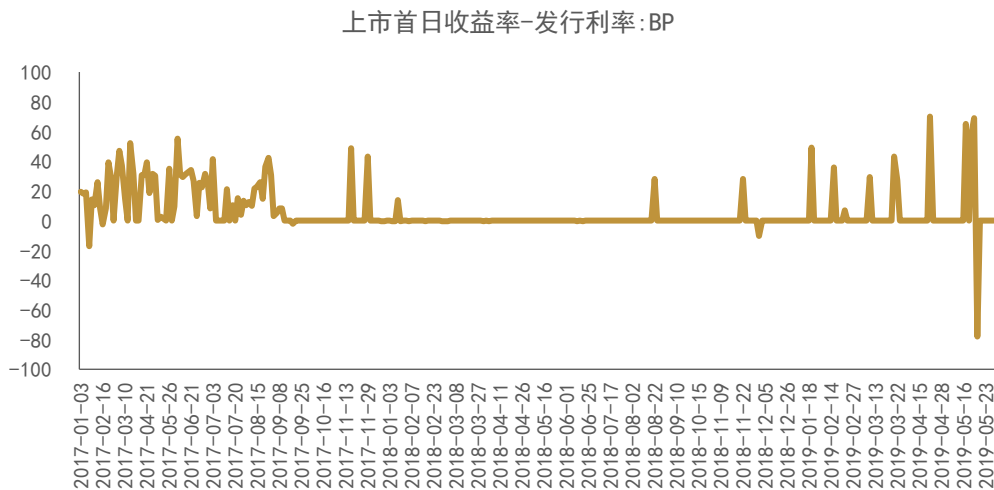


图4：火电AAA级超短融发行利率和上市首日收益率差值（2017.01.01-2019.05.31，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

为研究发行定价的合理性，我们整理出2017年以来火电超短融的上市首日收益率，并计算其与发行利率的差值。从上图显示的情况来看，2019年以来，特别是近期，个别券的上市首日收益率和发行利率差值出现了一定幅度的波动。这一波动信号意味着市场对火电AAA级超短融发行定价可能存在分歧。从另一方面来看，差值出现较大波动，也可能是由于市场本身的波动造成，毕竟从发行招标到上市交易中间存在时间间隔（一般3-5天左右）。

（三）债券到期情况

5月，火电行业共有15家发行主体的23只债券全部到期，到期金额合计约451亿元（不包含部分到期情况）。其中，国家电力投资集团有限公司的到期债券规模较大，为94亿元。5月所有到期债券已全部顺利完成兑付。

截至5月末，火电行业存量债券共计345只，债券余额合计为6630.30亿元，比上月末增加约41.23亿元。

二、二级市场运行情况

5月，火电债券成交只数环比继续小幅提升，但因一级市场发行量较大，对二级市场的交易总量形成一定拖累，导致二级市场成交金额环比有所减量。

收益率和利差方面，随着国债收益率的回落，火电高等级债券的收益率亦有回落，但回落幅度略大于国债。这凸显了火电行业所具有的防御属性。由于收益率回落幅度较国债更大，火电高等级债券的利差较上月有所缩窄。

（一）月度成交情况

5月存续的火电债券共计368只(含新发行和5月到期债券),其中183只债券有成交,占比为49.7%,比上月提升0.7个百分点。5月份,火电债券成交总量为987.06亿元,比上月减少123.12亿元。5月成交量最高的债券为“19华能SCP002”,总成交量为80亿元。“19华能SCP002”发行人为华能国际电力股份有限公司(华能国际)。华能国际为五大发电集团之一华能集团控股的上市公司,资产质量较高。此前连续两个月占据月成交量首位的“17粤发电MTN001”,本月的成交量达到64亿元,位列第二。在5月前十大成交券中,除“17粤发电MTN001”之外,其他9只债券都是2019年4-5月发行的新债券,这也符合新发行上市债券的高流动性特征。

表 1: 5月火电行业成交量前十大债券

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
011901145.IB	19 华能 SCP002	2019-11-06	50.00	80.50	3.1069%
101751007.IB	17 粤发电 MTN001	2022-04-24	15.00	64.00	3.6506%
011900840.IB	19 中电投 SCP012	2019-09-11	24.00	46.00	3.1100%
011901046.IB	19 华电 SCP013	2019-05-25	15.00	40.90	3.3484%
101900686.IB	19 中电投 MTN007	2022-05-08	20.00	38.10	3.7500%
011901108.IB	19 中电投 SCP015	2019-05-29	20.00	36.20	2.7189%
011901077.IB	19 华电 SCP015	2019-07-27	15.00	29.70	3.2800%
011901172.IB	19 深能源 SCP003	2019-09-17	20.00	26.60	3.1700%
011901184.IB	19 华电 SCP016	2019-06-19	15.00	26.10	2.9005%
041900162.IB	19 深能源 CP001	2019-10-16	30.00	23.80	3.1628%

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

5月份换手率最高的火电债券为“17粤发电MTN001”,其当月的总成交量为债券余额的4.27倍,并已连续三个月占据换手率首位。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4-5月新发行的债券;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: 5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	427%
011901046.IB	19 华电 SCP013	2019-05-25	273%
011901077.IB	19 华电 SCP015	2019-07-27	198%
011900840.IB	19 中电投 SCP012	2019-09-11	192%
101900686.IB	19 中电投 MTN007	2022-05-08	191%
011901108.IB	19 中电投 SCP015	2019-05-29	181%
011901184.IB	19 华电 SCP016	2019-06-19	174%
101900716.IB	19 中电投 MTN008B	2024-05-16	173%
011901145.IB	19 华能 SCP002	2019-11-06	161%
101900724.IB	19 中电投 MTN009B	2024-05-23	150%

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¹，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 5 月 31 日（5 月最后一个交易日）市场对 183 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 5 月 31 日的火电行业 AAA 级债券收益率散点图。

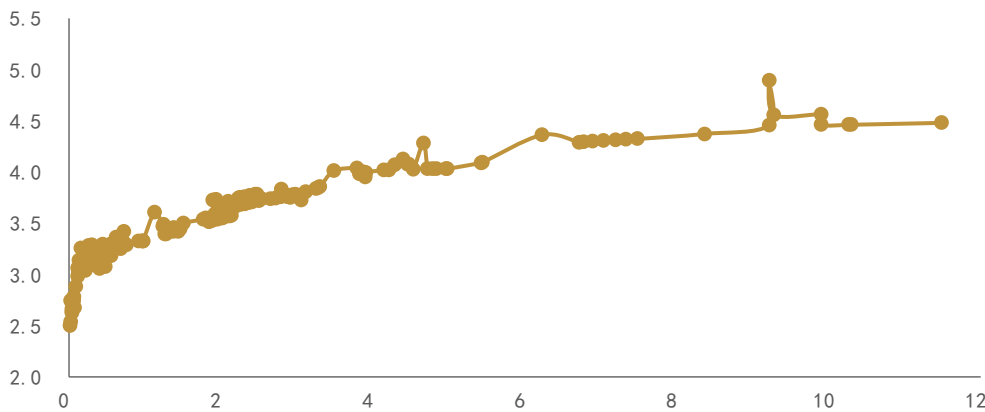


图 5：火电行业 AAA 级债券到期收益率散点图（2019 年 5 月 31 日）

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

同时，按照上述筛选标准，我们也对 2019 年 4 月 30 日（4 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 4 月末和 5 月末的散点图进行合并，以观察收益率曲线的变动情况。

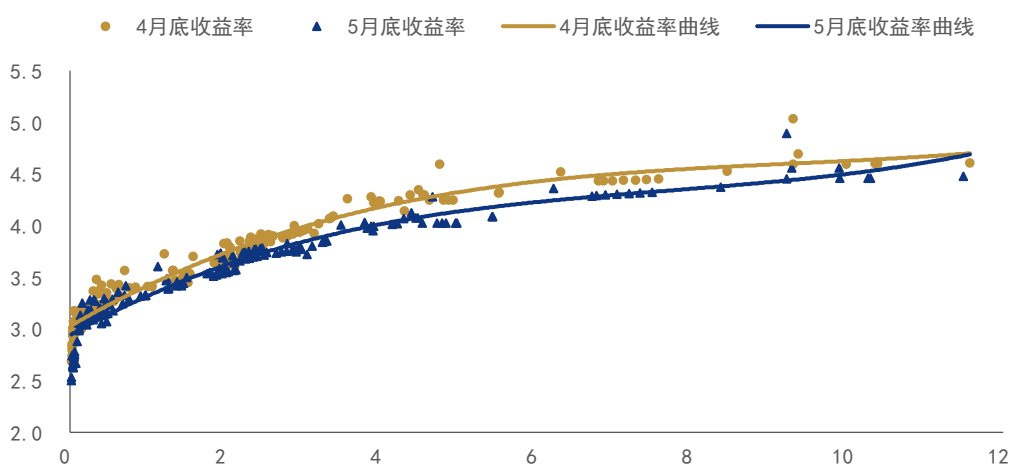


图 6：火电行业 AAA 级债券到期收益率散点图（4 月 30 日和 5 月 31 日）

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

¹ 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。

上图显示，2019年5月31日的火电行业AAA级各期限的收益率较2019年4月30日均有所回落，各主要期限收益率平均下跌幅度在10-18BP左右。

此外，我们将4月末和5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，5月末主要期限国债收益率也较上月有所回落，平均下跌幅度在10BP左右。将火电高等级债券和国债收益率数据相结合来看，我们可以看出：火电AAA级债券收益率的大部分跌幅可以用国债收益率下降来解释，但是部分期限的火电债券收益率下降幅度要大于国债收益率。这可能主要得益于火电企业一季报显示的盈利能力逐步恢复，也从另一个角度说明国债收益率回落可能仍将持续。

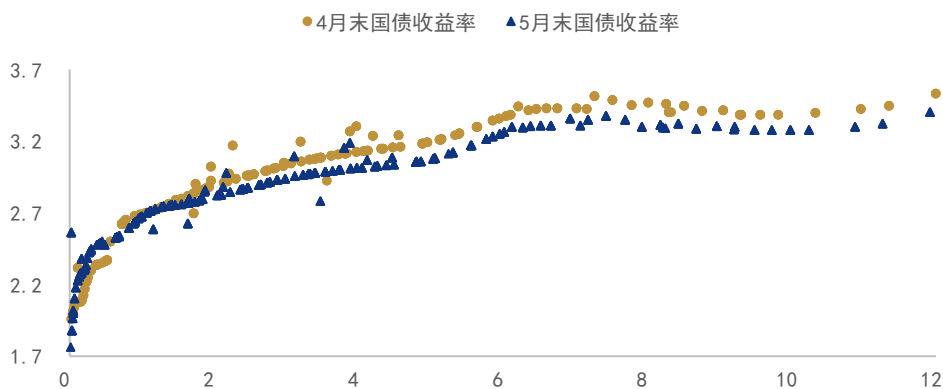


图7：国债到期收益率散点图（2019年4月30日和2019年5月31日）

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5月31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。

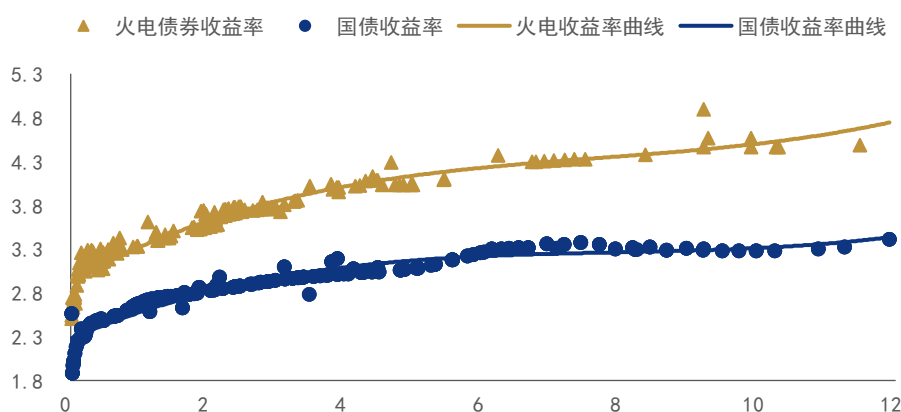


图8：火电行业AAA级债券和国债到期收益率散点图（2019年5月31日）

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，5月末大部分期限火电债券利差都在缩窄（尾端利差升高可能是由于曲线拟合的原因），收窄幅度在5-8BP左右不等。同时，值得注意的是，上月（4月）火电高等级债券随着国债收益率水涨船高，但是几乎未对利差造成影响；而5月火电高等级债券的利率回落幅度却大于国债回落幅度，这造成了利差的小幅收窄。

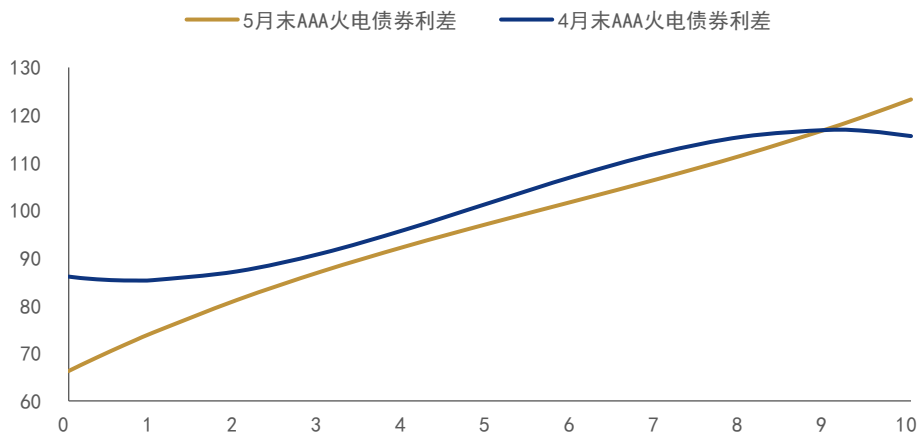


图9：火电行业AAA级债券信用利差曲线

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

（一）华晨电力评级被下调至BBB-

根据2019年5月27日公告显示，联合信用评级有限公司（联合评级）将华晨电力股份公司（华晨电力）的主体信用等级从A下调至BBB-，同时将其发行的“16华晨01”债项信用等级也同步下调至BBB-。华晨电力的控股股东为永泰能源股份有限公司（永泰能源）。受股东永泰能源债券违约的不利影响，华晨电力的外部融资环境较为不利。5月17日，华晨电力公告称，公司难以按期支付6.625%的美元优先票据（senior notes）利息，这是触发此次评级下调的直接原因。

在国内债券市场，华晨电力仅有“16华晨01”一笔存续债券，该债券余额为20亿元，到期日为2019年12月7日。虽然华晨电力目前仍维持正常经营，但是如果控股股东永泰能源的违约事件得不到解决，则华晨电力的外部融资环境将难以好转。有鉴于此，12月到期的20亿元债券兑付将面临较大不确定性。

（二）平海发电受到重大行政处罚

2019年5月14日，广东惠州平海发电厂有限公司（平海发电）公告称，公司收到《广东省惠东县人民政府行政复议决定书》，根据该复议决定，平海发电将面临1153.17万元的行政处罚。由于不服该决定，平海发电拟于近期进行上诉。上述行政处罚金额占到公司2018年末经审计净资产的0.56%，占公司2018年度经审计营业收入的0.34%。

此外，根据公司4月17日公告，平海发电还面临一项未决诉讼，该诉讼属于基建合同纠纷事项，诉讼标的金额为23,845.74万元，占公司2018年末经审计净资产的11.58%。如果败诉，平海发电可能将面临超过1.43亿元的款项支付。目前，平海发电主体信用等级为AA+，而评级机构已经关注到此次诉讼，但截至5月末暂未对平海发电的主体评级做出调整。截至2019年5月末，平海发电仅有“16平海01”一只存量债券，余额为7亿元。

平海发电的实际控制人为广东省国资委，18年末的资产负债率为63.98%，在火电企业中属于中低水平，且公司近3年负债率都处于下降趋势中。另外，作为传统火电企业，并地处用电大省广东，公司经营性现金流稳定。因此，综合来看，我们认为，即便面临可能的行政处罚和诉讼款项，平海发电的偿债能力依然很强。

四、下月展望

从火电行业存量债券到期分布来看，6月到期债券余额为284.5亿元，和上月相比发行人偿债压力有较大缓解；未来12个月中，9月的偿债压力最大。6月，火电企业的发债金额环比或将有较大幅度的下降。

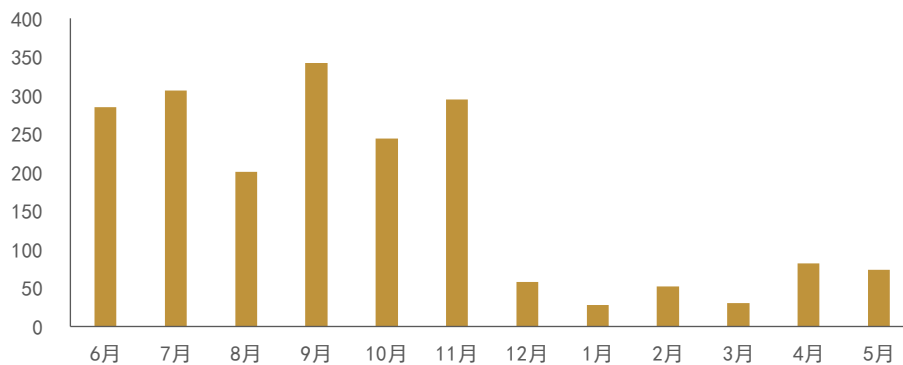


图 10：未来 12 个月火电行业存量债券到期分布（2019 年 6 月至 2020 年 5 月；单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

债券投资方面，受中美贸易摩擦升级的影响，中国经济面临较大的下行压力，短期来看，外部环境将给经济复苏增加不确定性。从近期货币政策决策高层对外释放的信息来看，央行已经对贸易摩擦进一步升级做好了准备，货币政策有进一步宽松的可能。在此基础上，国债利率或将继续回落，而高等级火电债券也将随着无风险利率的回落而增厚收益。从5月表现推测来看，在国债利率下行时，具备防御性的高等级火电债券较大概率将表现得更好，利差或将有所缩窄。因此，面临未来较大不确定的投资环境，投资者可继续关注具备防御属性的火电高等级债券。

附：火电行业发债主体样本

发行人	2019年1-5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	100.00
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	12.00
广东惠州平海发电厂有限公司	0
广东省能源集团有限公司	26.00
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	90.00
国家电力投资集团有限公司	738.00
国家电投集团东北电力有限公司	7.00
国家能源集团江苏电力有限公司	11.70
国家能源集团山东电力有限公司	10.00
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	113.00
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	100.00
深圳能源集团股份有限公司	86.50
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	320.00
中国华能集团有限公司	215.00

注：发债金额统计不含资产支持证券；广东省粤电集团有限公司已更名为广东省能源集团有限公司。

【作者简介】

徐骥，CFA，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。