



宏观经济

宏观专题报告

证券研究报告

分析师 李怀军 S1080510120001

研究助理 李隽 S1080117050019

电话: 010-63197787

邮件: lijunyjs@fcsc.com

钢铁行业信用梳理

——行业利差信用研究系列之二

相关报告:

1. 房地产行业利差分析预测 (2017.08.22)

摘要:

从行业利差走势来看,自2013年以来各等级的行业利差处于缓慢上升之中。2016年2-6月,各等级的行业利差出现较快的攀升,其中AA级上行幅度更为明显,6月后又快速下行并持续处于震荡之中。由于钢企财务数据样本较少,我们选择了主要的周度或者月度行业数据对行业利差的变动进行预测。首先,检修钢厂数目、螺纹钢现货价格、主要钢材社会库存、房地产投资开发完成额同比增速、房地产新开工面积累计同比增速表现出与行业利差较强的相关性。整体来看,AAA级钢企信用情况受钢材影响较大,而与其他因素关联较低。AA+级钢企受钢材价格、钢材库存和需求端变动影响大,而AA级发行人信用情况与需求端变动、钢厂检修情况以及社会库存的相关性更大。根据AA+与AA行业利差模型预测结果,下一时间点AA+与AA行业利差均将走扩,AA+走扩幅度较AA级更大。

另外,我们对于钢企的信用情况做了梳理。根据以偿债能力为主,规模、盈利为辅的财务评分体系,选择出宝山钢铁、江苏沙钢、新兴铸管、中天钢铁以及河钢股份这五家信用资质较强的钢企进行债务分析。经过资产结构比较→直接融资占比→短期直接融资→偿债能力的分析,我们认为宝山钢铁作为国内最大并且最现代化的钢企,宝山钢铁具备较强的规模发展优势以及较为良好的资本融资结构。其资产负债率在行业中处于偏低水平。在银行间拥有较强的信用资质,并以间接融资作为重要融资方式,保证了债务的稳定性。在直接融资的部分,目前宝山钢铁的短期直接融资占比最高同时却不过高,所以短期偿付压力适中并且不易受债券市场波动影响。同时考虑到宝山钢铁的较强债务偿付能力,在筛选出的五家信用资质较强的钢企中,宝山钢铁信用风险最低。

1 钢铁行业信用债发行人概况

1-1 发行人现状梳理

目前钢铁行业有评级的信用债共 132 只，其中 AAA 级债券数目最多，共 79 只，占比 59.85%。AA+与 AA 级债券数目分别为 15 以及 17 只，占比 11.36%以及 12.88%。从发行主体来看，AAA、AA+以及 AA 级债券分别对应 13 家、11 家以及 13 家发行人，并且各等级的债券余额集中度较高。各等级债券余额的 CR5 分别为：AAA 级 73.51%，AA+级 70.03%，AA 级 73.05%。

表 1 钢铁行业各等级发债余额 CR5 对应发债主体

债项评级	债务主体	债券余额	债项评级	债务主体	债券余额	债项评级	债务主体	债券余额
AAA	河钢集团	484.3	AA+	马鞍山钢铁	60	AA	湖南华菱钢铁	75.3
AAA	首钢集团	406	AA+	莱芜钢铁集团	54.08	AA	南京钢铁	27.8
AAA	江苏沙钢	165	AA+	本溪钢铁	52	AA	山东钢铁	20
AAA	山东钢铁	110	AA+	内蒙古包钢	50	AA	中天钢铁	20
AAA	鞍山钢铁	105	AA+	包头钢铁	33.5	AA	新余钢铁	16

数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

1-2 发行人财务分析

(1) 规模：从资产规模来看，AAA 级发行人体量较大，AAA 级资产规模为 AA+级 2-2.5 倍，为 AA 级 5.5-6.5 倍。AA+资产扩张增速较快，近年来出现放缓。从总收入规模来看，AAA 级依然具有绝对量的优势。然而在 2010-2015 年间，AAA 级收入恶化情况较 AA+与 AA 级更为明显，在 2016 年行业盈利整体回升的背景下，AA+与 AA 的增速更快。

(2) ROE：AA+、AA 的变动幅度较 AAA 更加剧烈，2015 年之前，AA 与 AA+的股东权益报酬率均高于 AAA，而 2015 年随着行业不景气，AA、AA+的 ROE 快速下降，降幅远超 AAA。行业盈利改善后，AA 与 AA+的恢复速度更快，以 AA 为主。整体来看，行业景气时，AA 级股权回报率更高；不景气时，AAA 级更高。

(3) 负债：从资产负债率来看，16 年之前 AA 级负债水平显著高于 AAA、AA+，近年来随着 AA 级融资结构的改变，AA 级资产负债率快速下降，目前位于 AA+和 AAA 之间。从流动比率来看，AA > AA+ > AAA，AA 级发行人的短期偿债能力最强。与资产负债率变动趋势相同的，AA 级发行人的有息债务率在 16 年快速下降，低于 AAA 以及 AA+。整体来看，AA 级发行人偿债能力最强，AAA 其次。

(4) 周转运营：存货周转率水平近年来整体处于震荡之中，平均来看 AA > AA > AA+；应收账款周转率于 2010，2011 年见顶后快速下滑，行业整体回收应收账款的能力下降，规模越大的钢企应收账款的回款压力越大。行业景气度提升之后，应收账款周转情况也得到一定缓解。

整体来看，2011-2015 年钢铁行业整体情况有所恶化，表现为 ROE、收入快速下降，应收账款回款速度放缓，有息债务率以及资产负债率都有所增长。而 2016 年以来随着政策红利释放，供给端的出清以及企业重组，钢铁行业情况好转，各指标也有所好转。从信用等级来看，AAA 级发行人的总资产与收入规模都是占据绝对优势的，在行业不景气时，抗击外部风险能力也较强，可以保持较为平稳的股权回报率。AA 级发行人的偿债能力以及应收账款回款能力均相对较强，但是在行业整体下行时经营状况更容易恶化。

图 1：各等级总资产规模

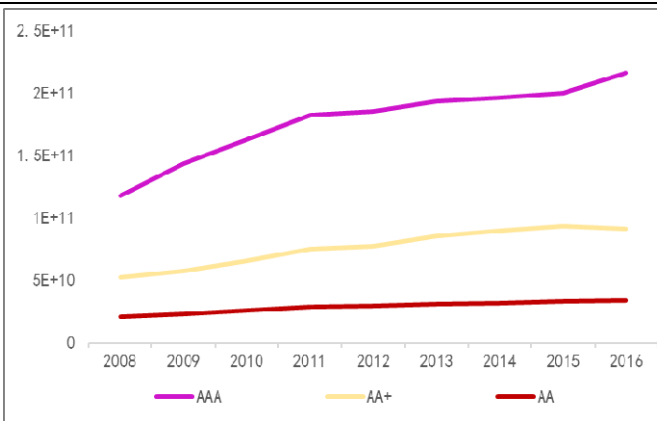


图 2：各等级总收入规模

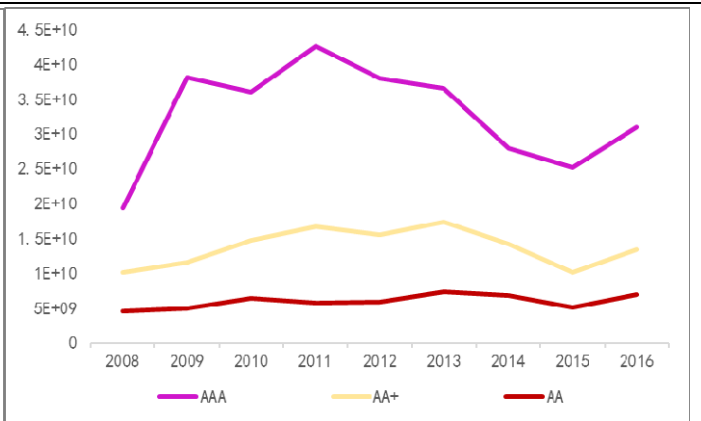


图 3：各等级 ROE 变动

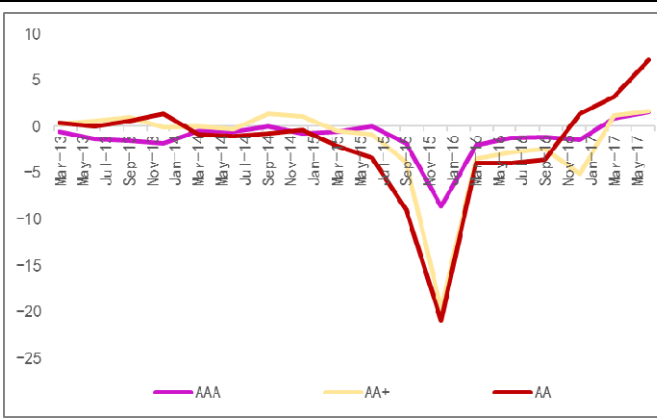


图 4：各等级带息债务/全部投入资本变动

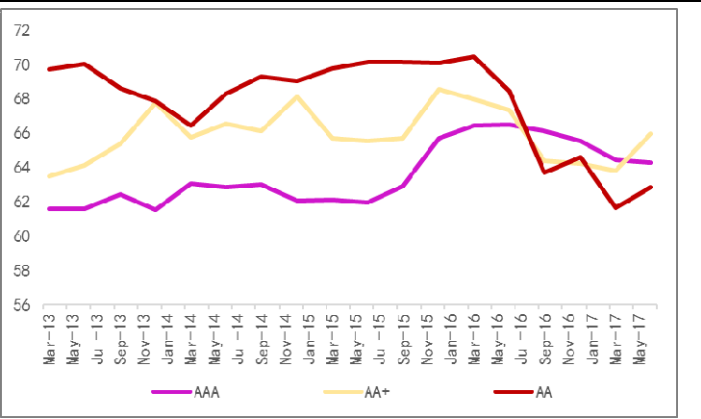


图 5：各等级资产负债率变动

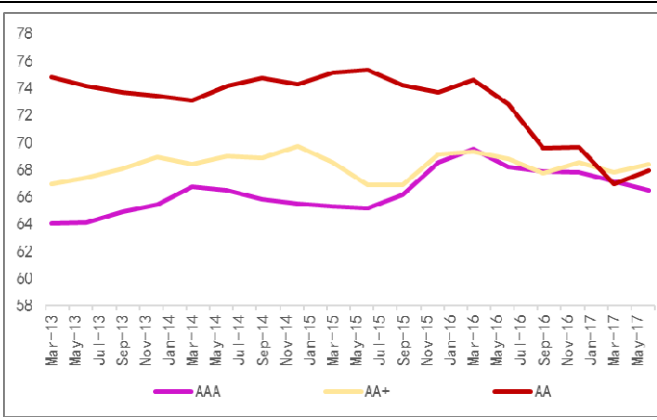


图 6：各等级流动比率变动

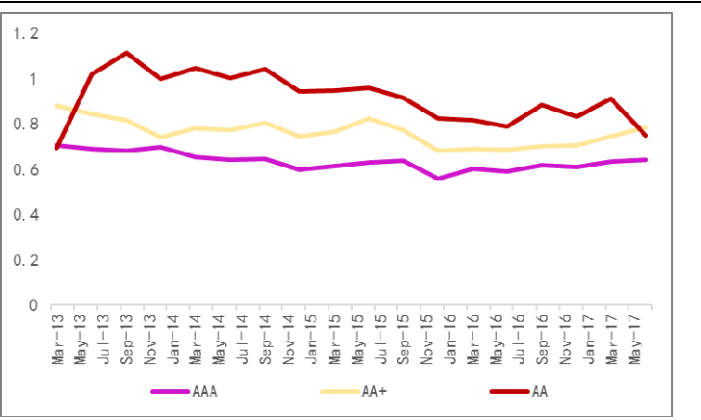
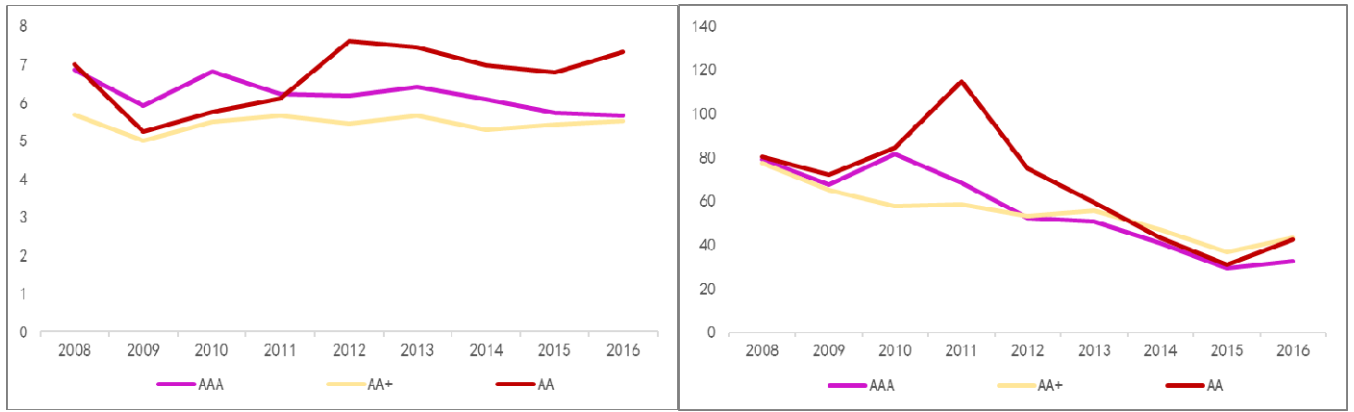


图 7：各等级存货周转率变动

图 8：各等级应收账款周转率变动



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

2 钢铁行业基本面与信用利差梳理

2-1 历史发展回顾

从行业利差走势来看，自 2013 年以来各等级的行业利差处于缓慢上升之中。2016 年 2-6 月，各等级的行业利差出现较快的攀升，其中 AA 级上行幅度更为明显，6 月后又快速下行并持续处于震荡之中。从钢铁行业的基本面数据变动来看：自 2013 年以来，螺纹钢以及热卷价格一路下探，至 2016 年 1 月累计降幅达到 54%。2016 年 2 月，国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困的发展意见》，明确指出化解钢铁行业过剩产能、实现脱困发展。钢材价格终于结束长期的下跌趋势，实现快速反弹。在供给侧改革的推动下，全国高炉开工率出现快速下降，6 个月内累计减少 8%。供给收缩推动着钢材价格一路上涨，价格于 2016 年底恢复 2013 年初的水平。此时钢厂利润已得到极大的修复，在利润驱动下钢厂积极复产，然而市场需求并未能有效化解快速恢复的供给。钢材价格于 2017 年 2 月-4 月有短暂回调。由于 2017 年以来全年环保限产力度较大，并且地条钢力度出清强，在地条钢出清时限 6 月 30 日之前，钢材供给端有所大幅收缩。尽管需求端并未出现明显提升，并且 7 月份房地产新开工及施工面积首次出现单月下滑，并未影响钢材价格一路高涨至今。另外我们发现，由于生产成本差异，热轧板卷与螺纹钢在 2017 年之前一直为正。而 2017 年以来，卷螺差开始逐渐为负，并于 2017 年 5 月一度达到 -500 元/吨的历史极值。我们认为这恰好说明推动本轮价格上涨的原因为地条钢出清以及短流程生产的取缔。由于热轧板卷多为长流程生产，供给端并未出现如同螺纹钢一般的大幅收缩，所以螺纹钢具有更强的增长动力。目前卷螺差已有由负转正的迹象，供给收缩的力度正在逐渐走弱。从钢厂盈利面及钢材利润情况来看（图 12）：2016 年之前受到行业景气整体不景气、产能严重过剩、钢材价格不振的影响，钢材利润持续为负，盈利钢厂比例一直较低，与 2015 年甚至出现断崖式下跌。启动供给侧改革后，盈利钢厂比例逐渐回升，2017 年稳定处于 85% 上方。

图 9：钢铁行业信用债行业利差变动

图 10：螺纹钢热卷价格及价差历史变动

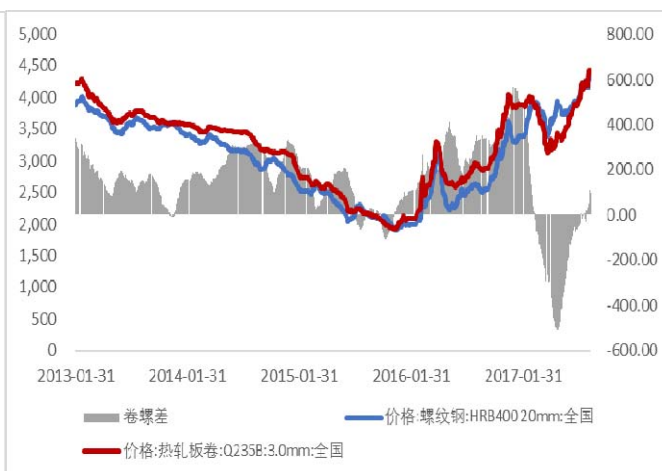
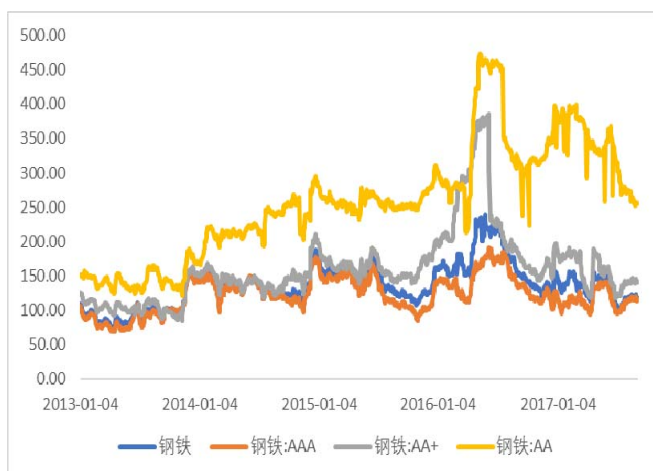
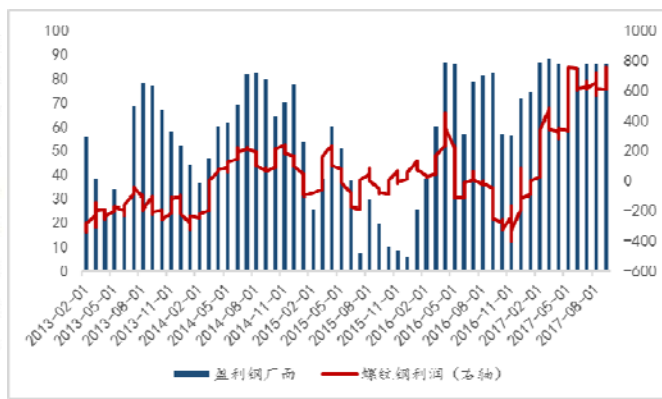
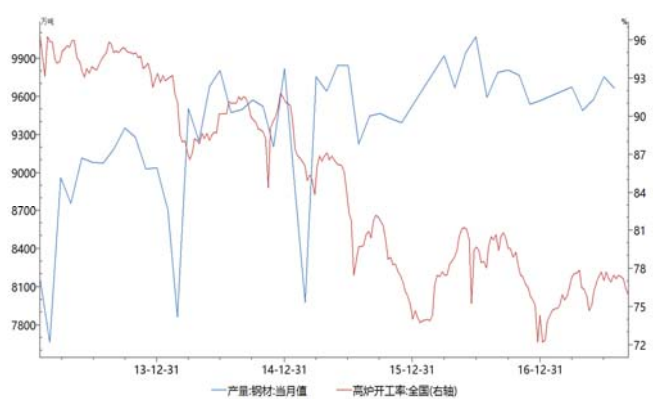


图 11：钢铁行业信用债行业利差变动

图 12：螺纹钢热卷价格及价差历史变动



数据来源：Wind, 第一创业研究整理

2-2 行业指标与行业利差相关性

由于财务指标数据样本过少，影响结果准确性，此处我们只选择与行业基本面相关的指标进行检验。选择周度数据包括：（1）全国高炉开工率（2）检修钢厂比例（3）社会钢材库存（4）螺纹钢价格变动（5）卷螺价差（6）吨钢毛利。月度数据包括：（1）粗钢产量（2）房地产投资开发完成额累计同比增速（3）房地产新开工面积累计同比增速（4）钢铁行业各项 PMI。我们将这些行业指标一一与各等级的行业利差进行相关性计算。经过计算后，只有检修钢厂数目、螺纹钢现货价格、主要钢材社会库存、房地产投资开发完成额同比增速、房地产新开工面积累计同比增速较强的相关性，相关系数计算结果如下：

表 2 行业指标与行业利差相关性计算

	检修钢厂数目	钢材社会库存	螺纹钢现货价格	房地产投资开发完成额同比增速	房地产新开工面积累计同比增速
AAA			-0.43346		
AA+		-0.42261	-0.48891	-0.38137	

AA	0.506652	-0.41469		-0.57952	-0.63452
----	----------	----------	--	----------	----------

数据来源：Wind, 第一创业研究整理

从结果来看，供给端对利差的影响体现于检修钢厂数目。当钢厂检修增多，AA 级行业利差倾向于走扩，AAA 与 AA+ 不受影响。钢材社会库存与 AA+、AA 级行业利差均为负相关，说明社会库存攀升时，AA+ 与 AA 行业利差倾向于缩窄。可能社会库存攀升一定程度反映了钢贸商具有钢材上涨预期，有囤货行为，并且钢厂出货情况较好，所以利好 AA+ 以及 AA 级钢铁企业。螺纹钢现货价格上涨时，AA+ 与 AAA 级行业利差收窄，价格上涨很大程度可以带动利润增长，改善钢厂经营状况，所以与利差负相关。需求端，房地产对钢材有较为直接的影响。当投资开发完成或者新开工面积增速提升时，AA+ 与 AA 级行业利差倾向于收窄，其中新开工面积的影响更大。整体来看，AAA 级钢企信用情况受钢材影响较大，而与其他因素关联较低。AA+ 级钢企受钢材价格、钢材库存和需求端变动影响大，而 AA 级发行人信用情况与需求端变动、钢厂检修情况以及社会库存的相关性更大。

2-3 建立模型

分别对各等级的行业利差以及影响因素建模，以及通过显著性检验后，我们得到如下结果：

AAA 级行业利差 = $-0.02 \times \text{钢材社会库存} - 0.01 \times \text{螺纹钢现货价格} + 185$ (R 平方为 0.26)

AA+ 级行业利差 = $0.58 \times \text{检修钢厂数目} - 0.04 \times \text{螺纹钢现货价格} + 1.86 \times \text{房屋新开工同比增速} + 272$
(R 平方为 0.5)

AA 级行业利差 = $2.15 \times \text{检修钢厂数目} + 1.12 \times \text{房屋新开工同比增速} - 2.5 \times \text{房地产开发投资完成同比增速} + 162$
(R 平方为 0.59)

由于 AAA 级模型拟合优度较低，其预测公式仅作参考作用。而根据 AA+ 与 AA 行业利差模型预测结果，下一时间点 AA+ 与 AA 行业利差均将走扩，AA+ 走扩幅度较 AA 级更大。

3 钢铁行业个券筛选及评价

3-1 个券评分：偿债能力为主，总规模、盈利能力为辅

此处我们将选择对钢铁企业信用状况影响较大的财务指标对个券进行评分，并选出资质较强的五家发行人进行对比分析。我们对前期分析的 8 类财务指标分别与各等级的行业利差进行相关性计算，由于样本个数过少，结果较为粗略。八类指标中，资产负债率、流动比率、带息债务/全部投入资本等偿债性指标对于行业利差的影响相对明显。在评价体系中，将对偿债指标赋予 1/2 的权重。盈利指标、总资产规模以及股权回报率将均匀分配余下的权重，选择的具体指标如图 4。评分的计算过程为 $(-A+B*100-C+D*100+E*50+F*50+G/10 \text{ 的 } 10 \text{ 次方}) / 100$ 。从评分结果来看，宝山钢铁、江苏沙钢、新兴铸管、中天钢铁以及河钢股份五家企业整体信用风险较低，可投资性较强。接下来我们将对比分析五家钢企的融资结构以及所发行债券情况。

表 3 财务指标与行业利差相关性计算

	资产负债率	流动比率	带息债务/全部投入资本
AAA		-0.57734	

AA+	0.524833	-0.7491	0.620615
AA	-0.53003	-0.42512	-0.4532

表 4 钢铁行业信用债发行人评分体系

	A	B	C	D	E	F	G	H
债务主体	资产负债率	流动比率	带息债务资本比	利息保障倍数	销售净利率	ROE	总资产	评分
宝山钢铁股份有限公司	48.16	0.82	34.79	6.28	2.88	4.57	243586125162.06	10.23
江苏沙钢集团有限公司	62.05	0.90	65.57	2.49	1.76	6.66	114753266164.60	6.44
新兴铸管股份有限公司	64.44	0.96	54.92	2.03	0.90	3.76	51139522536.42	4.18
中天钢铁集团有限公司	69.42	0.81	68.16	1.46	0.70	4.78	29924772491.35	3.66
河钢股份有限公司	74.29	0.48	69.12	1.46	1.07	2.16	178389892813.21	2.29
莱钢钢铁集团有限公司	77.92	0.79	90.52	2.25	4.70	(4.56)	129587088954.06	1.56
东北特殊钢集团有限责任公司	84.32	0.60	83.96	1.07	0.62	1.52	51817615899.60	1.11
首钢集团有限公司	72.70	0.63	69.01	0.91	(1.18)	(0.86)	432310570829.16	(0.47)
河钢集团有限公司	73.76	0.54	79.78	1.17	0.14	(2.25)	344486772809.80	(0.54)
鞍钢股份有限公司	48.83	0.66	35.42	0.75	(1.56)	(1.49)	89318666666.67	(0.87)
福建三钢闽光股份有限公司	62.18	0.83	51.60	1.88	(0.22)	(7.29)	9245459513.40	(2.17)
太原钢铁(集团)有限公司	68.29	0.43	69.97	0.59	(1.39)	(2.50)	128763520245.71	(2.18)
北京首钢股份有限公司	66.74	0.22	46.66	0.00	(2.42)	(0.92)	85096907555.12	(2.50)
山西太钢不锈钢股份有限公司	67.88	0.53	64.07	0.30	(1.17)	(3.01)	73780053945.69	(2.50)

湖南华菱钢铁集团有限责任公司	84.82	0.46	86.62	0.67	(1.56)	(3.09)	114321295519.25	(2.79)
鞍山钢铁集团有限公司	64.16	0.76	62.72	0.64	(3.01)	(3.37)	212138723187.69	(2.84)
山东钢铁股份有限公司	63.40	0.58	55.95	0.21	(1.18)	(4.83)	51551379206.37	(3.35)
柳州钢铁股份有限公司	78.44	0.78	73.97	0.30	(1.13)	(5.38)	22812754009.26	(3.68)
凌源钢铁股份有限公司	70.39	0.61	64.33	0.36	(1.22)	(5.62)	15006575935.32	(3.78)

数据来源：Wind, 第一创业研究整理

3-2 钢企发行信用债对比

首先宝山钢铁作为国内最大最现代化的钢企，其资质最优并且信用风险最低。宝钢发行的几只债券信用评级全部为 AAA，票面利率在 3.14%-3.68%，融资成本低并且具备较强的规模优势。河钢股份评级情况与宝钢相似，而票面发行及最新利率均高于宝钢，融资成本为 3.56%-5.16%。目前剩余期限在 0.5-1.9 年间的中债估值为 4.68%-4.87%。江苏沙钢发行债券数目较多，目前总债券余额为 165 亿元。所发行债券中有两只债券评级为 AA+，其余均为 AAA，票面利率在 3.69%-5.9%。剩余期限为 2.5-4.1 年的债券中债估值收益率为 5.45%-5.55%。新兴铸管目前共两只信用债券，“11 新兴 02”以及“16 新兴 01”，评级分别为 AAA 以及 AA+。两只债剩余期限分别为 3.51 以及 3.8%，中债估值收益率为 4.97%、5.43%。中天钢铁所发行债项评级均为 AA，票面利率在 7.3%-7.8%，为五家钢企中融资成本最高的企业。中天钢铁目前债券余额较少，为 20 亿元，剩余期限为 1.24 年的中债估值收益率为 7.47%。从夏普比率来看，中天钢铁发行的“16 中天 01”以及“16 中天 02”分别为-0.14 以及-0.2，在 5 家钢企所发行的 24 只信用债中排名靠前。

3-3 钢企融资结构成本分析

(1) 资本结构：资产负债率河钢股份较高，宝山钢铁较低。

由于钢铁企业自身的发展特点，产能快速扩张带来的企业扩建或新建的需求，以及迎合产业结构调整而升级产品质量，均需要投入大量资金。仅依靠企业自由资金难以维系资金扩张需求，所以对外融资比例较高。五家钢企资产负债率具有较大差异，其中宝山钢铁资产负债率较低，为 54%；而河钢股份负债率较高，为 75%。河钢股份负债规模一直较大，财务杠杆比例高。2016 年末公司总债务 1109 亿元，同比增长 7.99%，2016 年发行的两期公司债券主要用于偿还到期债务。河钢股份资产负债率高或受其产量较高影响，2016 年河钢股份钢材产量 2786 万吨，较宝钢多出 412 万吨。然而宝钢凭借行业龙头的低位，具备较强的定价权，在结算方面具备较强的优势；另外，报武合并后，宝钢在硅钢、汽车板等高端钢材领域协同优势明显，所以资本结构更为优化。中天钢铁资产负债率仅次于河钢股份，为 66.9%，有息负债率 66.1%。由于中天钢铁主要发展方向为打造优特钢，公司需要资金推动产品结构转换、加快新型智能化、数字化工厂的建设，一定程度使得负债率较高。近几年中天特钢的资产负债率已逐渐下降，15 年初以及 16 年初分别为 70.32% 以及 69.17%，资本结构正在逐渐改善。江苏沙钢是我国最大的民营钢铁企业，持有国外两处矿企各自 47% 的股份，具有一定铁矿石自给量。近年沙钢资产负债率也有微幅的下降，债务负担尚可。

(2) 长端融资比重：河钢股份短期负债比重高，偿还压力较大。

整体来看，五家钢企均以短期负债为主，短期负债占比均在60%以上，其中占比最高的为河钢股份。截止2017年6月，河钢股份短期负债占负债总额比重为82%，主要由短期借款、应付票据和应付账款构成。占比较大的为短期借款和应付票据，其中短期借款主要由信用借款、保证借款和质押借款构成；应付票据由银行承兑汇票、商业承兑汇票和国内信用证构成。与15年短期债务占比的93%相比，河钢股份的债务结构已经在逐步调整。新兴铸管短期债务占比71.8%，近两年公司流动负债占比有所提高，主要受长期借款以及长期应付款即将在一年内到期转入流动负债所致。

(3) 直/间接融资占比：中天钢铁直接融资比例最高，新兴铸管较为依赖间接融资。

与直接融资相比，以银行贷款为主的间接融资方式更加稳定，受市场波动的影响程度小于发行债券。五家钢企中，新兴铸管、宝山钢铁间接融资比例较高，为76%以及64%；中天钢铁间接融资比例最低，为32.2%。钢企间接融资的比例与取得银行授信额度有较大关联：宝山钢铁在银行授信方面与工行、农行、中行、建行以及国开行等金融机构均保持了良好的业务合作关系，截止2017年3月末，公司获得综合授信额度合计2336亿元，尚未使用额度1646亿元。间接融资比例较低的中天钢铁授信额度为221亿元，直接影响其融资方式。

(4) 直接融资短期债务占比：宝山钢铁债务偏向短期化。

直接融资的期限结构对企业再融资情况影响较大，若发行债券期限过长，则更容易受到债券市场基本面以及资金面的影响。截至9月11日，五家钢企中，宝山钢铁债务短期化占比最高为23.08%，新兴铸管以及中天钢铁目前所发行债券全部为长期债券。

(5) 债券偿付能力：宝山钢铁 EBITDA 利息倍数最高。截至2017年6月，宝山钢铁利息保障倍数为6.28，江苏沙钢为2.49，新兴铸管为2.03，中天钢铁以及河南铸管均为1.46。

综合来看，宝山钢铁作为国内最大并且最现代化的钢企，宝山钢铁具备较强的规模发展优势以及较为良好的资本融资结构。其资产负债率在行业中处于偏低水平。在银行间拥有较强的信用资质，并以间接融资作为重要融资方式，保证了债务的稳定性。在直接融资的部分，目前宝山钢铁的短期直接融资占比最高同时却不过高，所以短期偿付压力适中并且不易受债券市场波动影响。同时考虑到宝山钢铁的较强债务偿付能力，在筛选出的五家信用资质较强的钢企中，宝山钢铁信用风险最低。

图 13：资产负债率与有息负债率对比

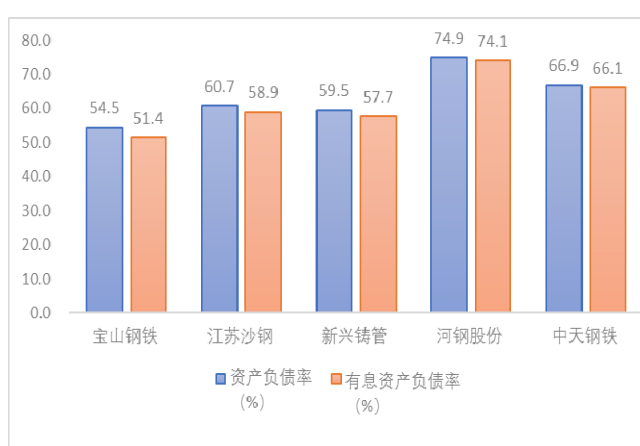


图 14：短期债务与长期债务占比

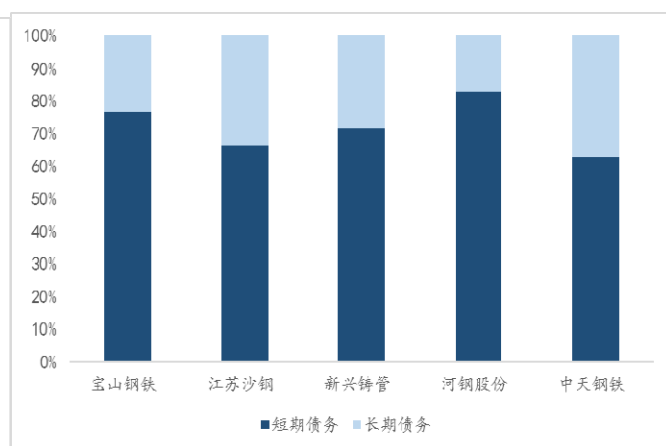
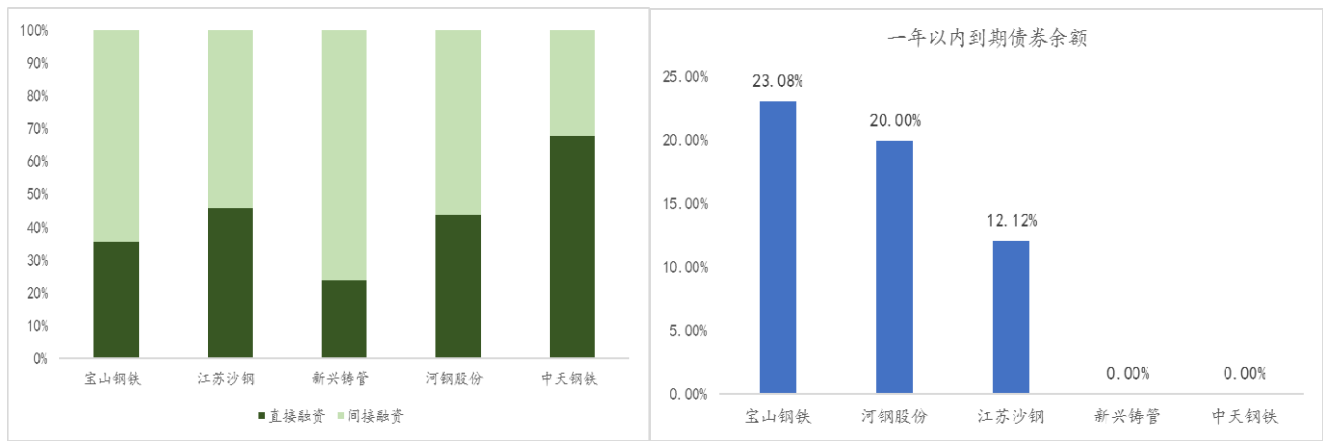


图 15：直接融资与间接融资占比

图 16：一年以内到期债券余额比例



数据来源: Wind, 第一创业研究整理

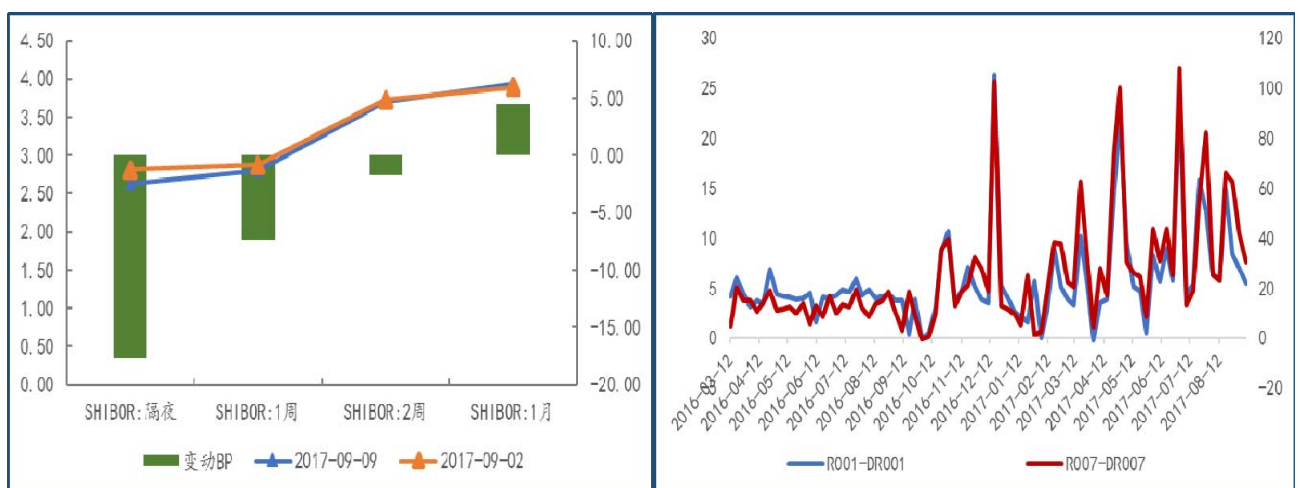
上周债券市场回顾 (09.04-09.08)

1. 资金面

上周央行重启 28 天逆回购，有意支持资金面平稳；整体资金较为宽松，大部分回购拆借利率回落。银行与非银机构资金成本差异继续缩小。上周逆回购到期 3700 亿元，逆回购 7 天、28 天合计投放 400 亿元；MLF 超量净投放 1285 亿元，总计净回笼 2015 亿元。各类回购拆借利率中，除 SHIBOR1 月、3 月品种外均下行，且周初下降幅度较大。短端拆借利率下行幅度相对较大：SHIBOR 隔夜下行 17.1BP 至 2.63%，SHIBOR7 天下行 7.41BP 至 2.8%；SHIBOR1 月上行 4.5BP 至 3.94%。回购利率中长短端下行幅度均较大：R001 及 DR001 分别下行 21.12BP 以及 19.6BP 至 2.65% 以及 2.59%；R014 及 DR014 分别下行 21.72BP 以及 9.46BP 至 3.72% 以及 9.46%。R 与 DR 利率差继续缩小：R001-DR001 较前期缩窄 1.52BP，R014-DR014 缩窄 11.16BP。自 8 月中旬以来，银行以及非银机构的资金成本不断缩窄。在资金面平稳跨月整体偏宽松的背景下，非银机构资金面缓和程度更为明显。

图 17: 除 SHIBOR1M 利率均下行

图 18: R 与 DR 利差持续收窄



数据来源: Wind, 第一创业研究整理

2. 利率债

一级市场：发行规模大幅缩小，净融资额有所增加。招投标情况较前期略有增强。上周一级市

场共发行 44 只利率债，总发行额 3064 亿元，较前期减少 4709 亿元；净融资额 2446 亿元，较前期扩大 773 亿元。其中发行国债 6 只，总额 1360 亿元；地方债 23 只，总额 944 亿元；政金债 15 只，总额 760 亿元。上周利率债一级招投标共 18 只。从认购倍数来看，共 6 只债券在 4 倍以上，5 只在 3-4 倍之间。其中 7 年期和 10 年期的农发债认购倍数达到 5.21 以及 5.83，国开债中 5 年期认购倍数为 4.46，市场认购热情较前期有所提高。

二级市场：国债中长端到期收益率下行，1 年期上行；国开债全部下行，5 年期下行幅度最大。1 年期国债收益率上行 7.16BP 至 3.46%，3 年期、5 年期、7 年期以及 10 年期分别下行 6.41BP、3.7BP、3.02BP 以及 3.48BP。国开债各期限品种全线下行，其中 5 年期下行幅度最大为 9.16BP。在国债短端上行、中长端下行的影响下，期限利差继续收窄。10y-1y 期限利差收窄 10.64BP 至 13.8BP，5y-1y 期限利差收窄 10.86BP 至 11.86BP。

3. 信用债

一级市场：总发行量及总偿还量规模均有明显上升。取消发行债券数目及规模较前期均有所收窄，恢复一般水平。上周信用债总发行量 2381 亿元，较前期增加 786 亿元；净融资额 1183 亿元，较前期大幅增加 862 亿元。具体品种来看，各类信用债净融资额规模较前期均有明显增多，短融扩大 946 亿元，公司债扩大 757 亿元。企业债合计发行 728 亿元，发行规模较高的行业为金融业（84.39%）以及建筑业（12.32%）；中票合计发行 849 亿元，发行规模较高的行业为金融业（76.52%）以及建筑业（2.94%）。上周取消发行债券 17 只，规模 157 亿元，较上周减少 49 亿元。取消发行的债券多为低资质中期票据，18 只债券中 AA+ 有 12 只，AA 级 5 只，AAA 级只有 1 只。所属行业，依然是制造业以及建筑业取消规模较大。

二级市场：产业债各品种到期收益率除 5 年期外均下行，信用利差除 1 年期全部上行，反映出由于利率债的走强而扩大的风险溢价。AAA 级 1 年、7 年以及 10 年期产业债到期收益率分别下行 9.51BP、2.21BP 以及 1.56BP，5 年期上行 0.16BP。AAA 级 3 年、7 年以及 10 年期城投债分别下行 1.97BP、2.21BP 以及 1.56BP，5 年期上行 2.51BP。反映出目前市场对于 5 年期信用债需求较为平淡。信用利差方面，由于上周利率债表现较好，除 1 年期品种下行外，其它品种全部上行：AAA 级产业债 1 年期信用利差缩窄 16.67BP，3 年期以及 5 年期信用利差走扩 5.52BP 以及 3.86BP。从期限利差变动来看，AAA、AA+ 级 5Y-1Y 的期限利差分别走扩 9.67BP 以及 6.67BP。

行业利差：上周行业利差整体走扩，AAA、AA+ 微幅上行，AA 下行。上周全体产业债上行 1.07BP，AAA 级以及 AA+ 分别上行 0.45BP 以及 0.61BP，AA 级下行 1.43BP。上游行业中 AAA 级利差缩窄较多，其它等级利差走扩：AAA 采掘以及煤炭开采分别缩窄 0.68BP 以及 0.39BP。中游行业除钢铁信用利差全部缩窄外，其他行业利差普遍走扩。AA 级钢铁行业利差缩窄幅度较大，为 4.03BP。下游行业利差以走扩为主，例如 AA 级计算机上行 11.22BP，AA+ 房地产上行 8.13BP。

表 5 行业利差以走扩为主

	AAA	AA+	AA
国防军工	-3.1	-4.82	1.05
通信	-2.39	-13.57	3.14
家用电器	-1.89	0	2.8
商业贸易	-0.78	0.66	-2.49
采掘	-0.68	1.27	7.86
煤炭开采	-0.39	-0.41	7.72
建筑材料	-0.12	2.3	5.86
建筑装饰	-0.09	-1.31	-0.52
食品饮料	-0.02	-2.86	-2.24
钢铁	-0.01	-1.04	-4.03
化工	0.17	1.58	-11.16
公用事业	0.45	6.62	0.83
休闲服务	1.02	9.43	5.19
医药生物	1.02	7.81	3.35
汽车	1.12	12.39	-7.51
综合	1.15	11.56	-30.08
交通运输	1.28	3.3	4.19
有色金属	1.66	-7.89	5.7
传媒	1.87	1.65	20.47
非银金融	2.12	4.22	3.32
电气设备	2.12	1.19	1.55
机械设备	2.64	0.27	1.83
农林牧渔	2.81	6.22	5.97
房地产	2.98	8.13	1.28
电子	5.28	8.22	3.26
计算机	6.53	0	11.22
纺织服装	7.23	3.26	0.89
轻工制造	11.09	-4.24	4

数据来源：Wind, 第一创业研究整理

免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易，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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P. R. China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P. R. China: 100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL: 021-68551658 FAX: 021-68551281

P. R. China: 200135