

固定收益研究/专题研究

2020年05月28日

程晨 执业证书编号：S0570519080002
研究员 chengchen@htsc.com

赵天彤 执业证书编号：S0570519070002
研究员 zhaotiantong@htsc.com

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：华东区县哪家强》2020.05

2《固定收益研究：经济重启是主线，中美摩擦是隐忧》2020.05

3《固定收益研究：分化加剧下的房企拿地地面观》2020.05

永续性价比下降，私募仍有机会

流动性溢价视角看永续债与私募债投资价值

核心观点

近期永续债、私募债发行及净融资规模维持高位，永续债发行集中在优质主体，再融资风险可控；私募债发债主体则以中低评级为主，城投债占比较高。我们通过计算同一发行主体、相同剩余期限不同品种间的利差来衡量永续债及私募债的超额溢价。从数据看，永续债的超额利差和绝对收益处于偏低位置、久期风险加大弱化永续债的配置价值；私募债超额利差略有压降，但中低评级仍有价值挖掘的空间，城投私募债融资环境改善，偿债能力尚可，满足负债成本压力下机构对收益率的要求，存在挖掘的空间，但下沉仍需适度，提防尾部风险。

永续债发行规模保持高位、发行集中在优质主体

从总量上看，今年3月份以来永续债发行规模和净融资额维持高位；结构上，发债主体集中在信用资质较强的AAA品种及国有企业；并且当前市场融资环境分层，高等级国企融资顺畅，高等级主体能够以较低的成本进行再融资，永续债发债主体再融资风险可控。

估值压降弱化永续债配置价值

分评级看，AAA评级永续债，超额利差持续走低，短久期品种超额利差压降更为显著，利率低位导致久期风险加大，配置价值弱化；中低评级永续债超额利差小幅压降，超额利差较高，投资者对中低评级永续债要求更高的风险补偿。分行业看，超额利差较高的行业为煤炭、农林牧渔、租赁、钢铁、城投。个券层面，优质主体永续债收益率自19年起显著下行，超额溢价压缩，配置价值弱化。

私募债发债主体以中低评级为主，城投债占比较高

去年年中以来，私募债净融资额虽然波动较大，但整体保持较高水平，今年1至2月因季节性因素及疫情扰动略有回落，3、4月新发行及净融资额保持高位，5月（截至5月27日）略有回落。发债主体集中在AA+及AA评级，企业性质上以地方国企为主，行业分布上城投债占比较高。

超额利差略有压降、私募债价值挖掘空间犹存

分评级看，AAA评级私募债超额利差略有压降，AA+评级私募债超额利差较为稳定，但内部差异扩大，AA评级私募债长久期超额利差上行，内部差异同样扩大，投资者对弱资质主体的风险补偿要求更大。分行业看，超额利差较高的行业为化工、食品饮料、城投、建筑工程等。

投资策略：永续债警惕估值风险，私募债仍有挖掘空间

当前高等级国企融资顺畅、永续债信用风险较为可控；但永续债的超额利差和绝对收益处于偏低位置，导致对估值风险及条款风险的保护偏弱；并且近期资金利率及利率债收益率波动幅度加大，永续债久期风险加大，需警惕估值波动；此外，投资者对配置永续债要求的溢价补偿更高，特别是被记入权益的永续债，定价的逻辑也从债向股切换。私募债方面，从超额利差来看，中低评级私募债仍有价值挖掘的空间；并且，城投债作为私募债的发行主力，融资环境改善，偿债能力尚可，满足负债成本压力下机构对收益率的要求，存在挖掘的空间，但下沉仍需适度，提防城投的尾部风险。

风险提示：违约风险加大、债券估值风险、流动性及条款风险。

正文目录

永续债发债主体融资顺畅、但估值压降弱化配置价值.....	3
永续债发行规模保持高位、发行集中在优质主体.....	3
估值压降弱化永续债配置价值.....	4
分评级利差.....	4
分行业利差.....	5
个券利差.....	6
私募债以城投为主，价值挖掘空间犹存.....	8
发债主体以中低评级为主，城投债占比较高.....	8
超额利差略有压降、价值挖掘空间犹存.....	9
分评级利差.....	9
分行业利差.....	10
个体利差.....	11
投资策略：永续债警惕估值风险，私募债仍有挖掘空间.....	13
永续债发债主体融资顺畅、但估值压降弱化配置价值.....	13
关注私募债的价值挖掘空间.....	14
风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 永续债发行规模和净融资额维持高位.....	3
图表 2： 永续债存量主体评级分布（按只数）.....	3
图表 3： 永续债存量企业性质分布（按只数）.....	3
图表 4： 市场融资环境分层、国企净融资维持保持正值.....	4
图表 5： 各评级永续债超额利差.....	5
图表 6： 永续债分行业超额利差.....	6
图表 7： AAA 评级永续债中债估值收益率自 19 年明显下行.....	6
图表 8： 永续债主体超额利差.....	7
图表 9： 私募债发行与到期.....	8
图表 10： 私募债存量主体评级分布（按只数）.....	8
图表 11： 私募债存量企业性质分布（按只数）.....	8
图表 12： 各评级私募债超额利差.....	9
图表 13： 私募债分行业超额利差（BP）.....	10
图表 14： 私募债超额利差.....	11
图表 15： 永续债配置价值弱化.....	13
图表 16： 商业信用风险资本计提权重.....	13
图表 17： 具有权益属性的永续债要求的风险补偿更高.....	14
图表 18： 私募债仍有一定挖掘空间.....	14
图表 19： 2019 年起城投债净融资改善.....	15

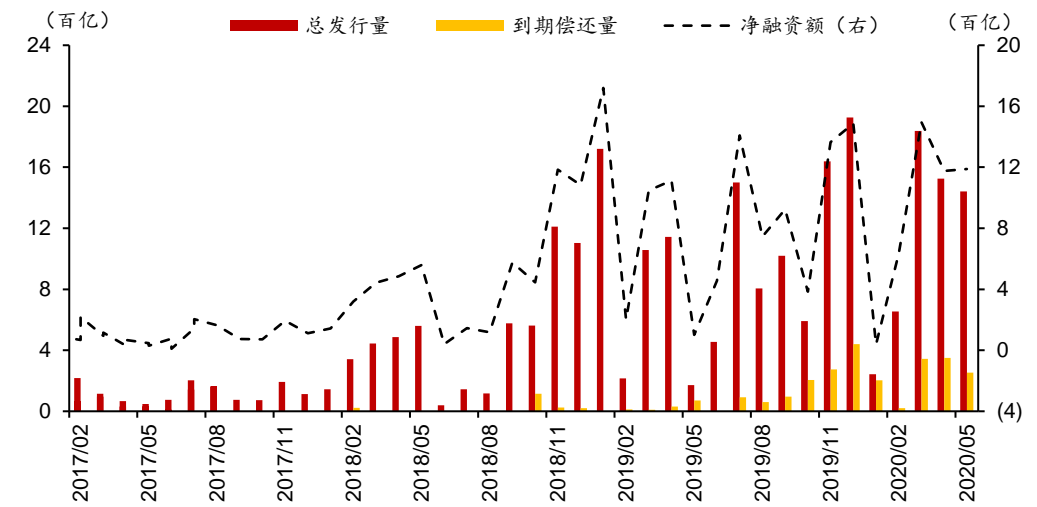
永续债发债主体融资顺畅、但估值压降弱化配置价值

今年3月份以来，永续债发行规模和净融资额维持高位；发债主体集中在信用资质较强的AAA品种及国有企业；并且当前市场融资环境分层，高等级国企融资顺畅，永续债发债主体再融资风险可控，但永续债超额溢价压缩，低利率下久期风险加大，配置价值弱化。

永续债发行规模保持高位、发行集中在优质主体

首先，从总量上看，永续债发行规模和净融资额维持高位。从永续债的月度发行情况看，除2020年1、2月受季节性因素明显收窄外，近期永续债发行规模维持高位。截至5月27日，今年5月永续债发行金额1441.50亿元，净融资额1187.50亿元。

图表1：永续债发行规模和净融资额维持高位

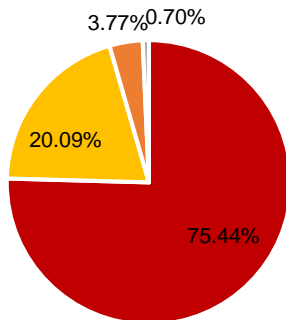


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

第二，从结构上看，发债主体集中在信用资质较强的AAA品种及国有企业。截至2020年5月27日，从评级来看，市场存量永续债中，评级以AAA和AA+中高等级为主，分别占比75.44%和20.09%，AA及以下占比为4.47%；在企业性质方面，地方国企和央企发行的数目占比较高，分别为75.66%和20.75%，民企其他企业仅占3.60%。从行业存量规模看，银行、城投、公用事业、建筑装饰、综合是永续债的主力，存量规模分别为8458亿、6367亿、3645亿、2528亿及2320亿，以上行业的信用风险较低、偿债能力较强。

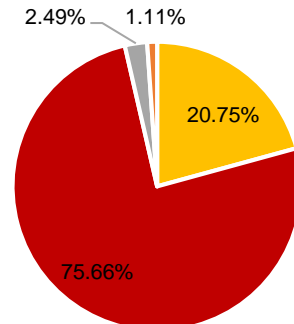
图表2：永续债存量主体评级分布（按只数）

■ AAA ■ AA+ ■ AA ■ AA以下



图表3：永续债存量企业性质分布（按只数）

■ 中央国有企业 ■ 地方国有企业 ■ 民营企业 ■ 其他企业



注：数据截至到2020年5月27日。

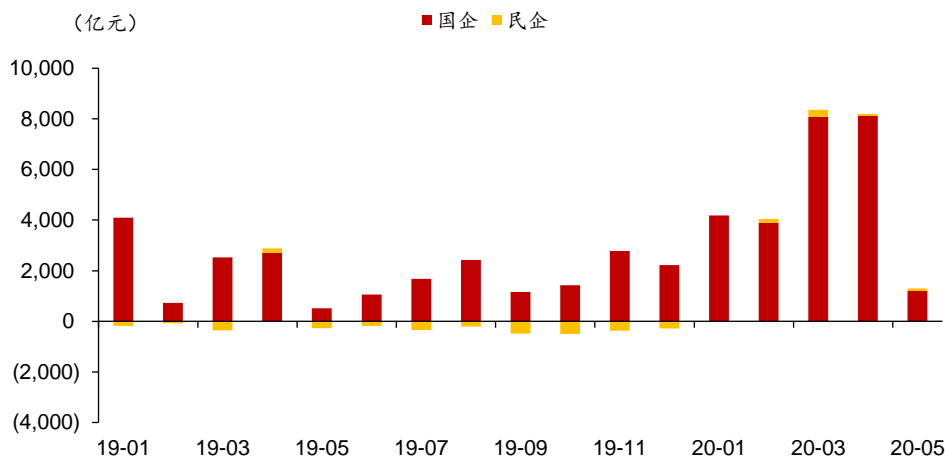
资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：数据截至到2020年5月27日。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三，市场融资环境分层，高等级国企融资顺畅，永续债发债主体再融资风险可控。由于中低评级信用风险持续暴露、疫情加剧了弱资质企业经营的不确定性，投资者风险偏好的一致性导致融资环境分化，弱资质民营企业融资困难，而国企融资规模保持高位、融资利率走低，而民企债券发行以及净融资均有所回落。我们曾在《永续债、私募债投资价值分析》（2019.10）中提及，在永续债个券的信用资质判断上，重点关注企业的再融资能力，企业能否以低成本再融资，是判断永续债能否按期偿还的重要依据。当前永续债发行人多为央企、国企，再融资环境友好，高等级主体能够以较低的成本进行再融资，信用风险可控。

图4：市场融资环境分层、国企净融资维持保持正值



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

估值压降弱化永续债配置价值

我们对永续债超额利差计算方法是：首先计算发行主体一定剩余期限区间 0.5-1 年，1-3 年，3-5 年永续债的收益率均值，再计算同一发行主体、同一剩余期限区间非永续公开发行的债券收益率均值，将两者之差作为发行主体的永续超额利差。并且，为剔除资金面波动的影响，我们规避月末的时间点，随机选取 2016 年 12 月 10 日、2018 年 1 月 10 日、2019 年 1 月 10 日、2019 年 6 月 10 日、2019 年 9 月 24 日、2020 年 3 月 26 日、2020 年 5 月 18 日为七个超额利差的观测时间点，观测在不同时间点上永续债的超额利差变化情况。

分评级利差

AAA 评级永续债，超额利差持续走低，短久期品种超额利差压降更为显著，配置价值弱化。2019 年年中至今，通过时点数据可以发现，AAA 级永续债 1 年期以内超额利差自 238BP 回落至 168BP，3 年期以内超额利差自 100BP 的高位回落至 80BP 附近，3-5 年期超额利差则自 92BP 下降至 63BP。低利率环境下投资者追逐安全的高票息收益，永续债利差持续下行。同时，投资者对长久期永续债的风险偏好更低，长久期永续债的发行主体以强 AAA 为主，导致其超额利差偏低。

AA+评级永续债，超额利差处在历史高位，相比 AAA 评级永续债超额溢价较高。自 2019 年 9 月开始，AA+级永续债短久期超额利差均值出现小幅回落，长久期则持续走高，反映投资者风险偏好维持低位，对中低评级且长久期的永续债要求更高的风险补偿。

AA 评级永续债超额利差扩大，且处在相对高位。2019 年年中至今，3 年期以内 AA 评级永续债超额利差均值维持在 149BP 以上，3 年以上品种由于发行较为困难，数据代表性不足。

图表5: 各评级永续债超额利差

剩余期限	时间点	AAA级 (BP)			AA+级 (BP)			AA级 (BP)		
		平均值	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值
(0,1]	2016-12-10	84	47	104	83	83	83	--	--	--
	2018-1-10	90	27	240	100	32	134	98	89	108
	2019-1-10	98	39	195	121	52	295	123	73	166
	2019-6-10	108	29	238	161	100	202	158	139	177
	2019-9-24	96	35	238	156	96	247	189	113	245
	2020-3-26	78	3	187	129	51	232	162	127	180
	2020-5-18	81	25	168	127	62	192	166	163	169
(1,3]	2016-12-10	74	36	198	84	63	150	103	68	248
	2018-1-10	64	20	199	77	13	116	97	61	147
	2019-1-10	88	23	236	110	33	322	109	39	307
	2019-6-10	105	19	268	149	91	295	159	103	378
	2019-9-24	102	27	265	148	70	307	171	103	358
	2020-3-26	81	0	310	145	38	346	160	85	279
	2020-5-18	79	4	236	126	11	361	149	39	270
(3,5]	2016-12-10	70	25	174	86	62	112	108	78	143
	2018-1-10	64	19	244	83	38	266	68	11	110
	2019-1-10	80	40	196	87	38	135	--	--	--
	2019-6-10	92	8	261	116	85	162	--	--	--
	2019-9-24	72	12	183	143	92	272	117	117	117
	2020-3-26	56	16	216	176	74	268	--	--	--
	2020-5-18	63	11	169	191	133	274	--	--	--

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

分行业利差

永续债超额利差与行业盈利修复及企业再融资能力高度相关。从绝对数额来看,目前行业超额利差较高的行业为煤炭、农林牧渔、租赁、钢铁、城投。煤炭、钢铁等产能过剩行业受下游需求疲软影响,企业盈利修复存在不确定性;农林牧渔等消费服务行业受疫情国内蔓延直接冲击,叠加居民消费修复缓慢,投资者对相关企业盈利修复情况存在担忧;城投企业融资能力易受政策影响,长期偿债能力不确定性较强,表现为短端溢价下行而长端上行;高财务杠杆经营的租赁行业受制于疫情对产需的冲击,不确定性增强使溢价提升。从时间维度来看,2019年年中以来大部分行业永续债利差处于下降趋势,钢铁、煤炭、租赁等行业波动上行。

图表6: 永续债分行业超额利差

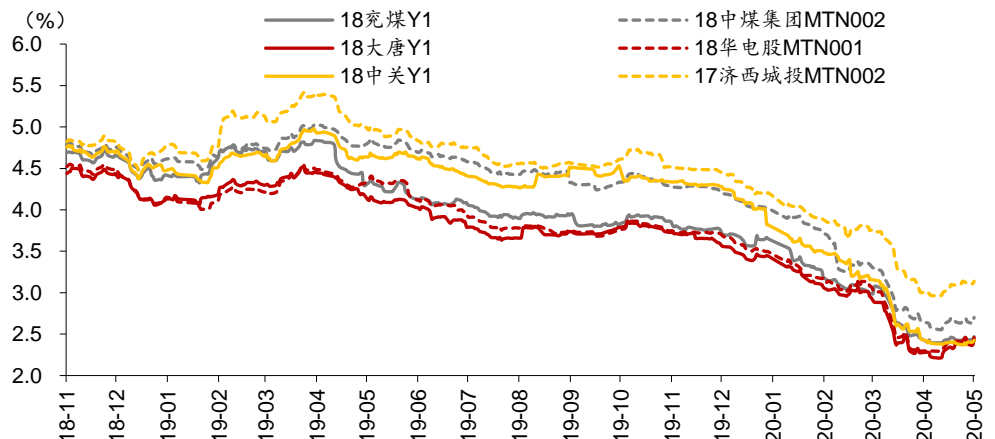
行业	期限	2016/6/10	2018/1/10	2019/1/10	2019/6/10	2019/9/24	2020/3/26	2020/5/18
城投	(0, 1]	--	62	113	156	162	108	105
	(1, 3]	80	83	107	144	146	122	114
	(3, 5]	85	80	81	105	118	122	115
电力	(0, 1]	--	99	82	94	42	31	27
	(1, 3]	49	54	66	78	68	58	61
	(3, 5]	52	83	69	53	49	47	50
房地产	(0, 1]	--	--	91	104	127	76	125
	(1, 3]	--	56	109	128	117	118	82
	(3, 5]	75	67	77	63	54	32	45
钢铁	(0, 1]	--	73	--	72	59	24	--
	(1, 3]	84	67	94	65	117	102	132
	(3, 5]	--	71	115	--	88	47	90
化工	(0, 1]	104	111	108	166	136	87	101
	(1, 3]	86	83	91	139	137	71	100
	(3, 5]	107	58	--	--	--	--	--
机械设备	(0, 1]	--	--	89	89	131	--	40
	(1, 3]	63	60	75	76	70	50	44
	(3, 5]	25	--	--	--	--	--	--
建筑材料	(0, 1]	--	100	129	135	126	48	--
	(1, 3]	105	60	109	102	92	66	54
	(3, 5]	80	55	119	63	24	41	36
建筑工程	(0, 1]	--	90	68	72	89	127	111
	(1, 3]	62	63	97	114	108	95	85
	(3, 5]	61	64	--	53	35	24	21
煤炭	(0, 1]	--	71	116	170	119	119	129
	(1, 3]	84	62	104	130	126	118	112
	(3, 5]	122	76	88	132	128	216	169
农林牧渔	(0, 1]	--	134	143	--	146	127	--
	(1, 3]	117	92	97	175	166	146	152
	(3, 5]	--	--	--	--	--	--	--
汽车	(0, 1]	--	--	68	82	85	55	43
	(1, 3]	61	53	53	40	83	192	77
	(3, 5]	--	76	--	--	--	--	--
商业贸易	(0, 1]	--	107	167	146	134	121	98
	(1, 3]	107	84	103	133	128	115	96
	(3, 5]	77	63	99	135	--	--	--
有色金属	(0, 1]	75	77	105	142	107	70	97
	(1, 3]	116	81	80	105	112	66	64
	(3, 5]	68	58	58	--	--	--	--
综合	(0, 1]	--	--	97	123	123	111	85
	(1, 3]	70	75	89	106	99	98	84
	(3, 5]	72	69	83	122	73	39	61
租赁	(0, 1]	--	--	--	117	93	69	138
	(1, 3]	38	58	119	127	129	117	94
	(3, 5]	76	88	--	--	--	--	--

资料来源:Wind,华泰证券研究所

个券利差

从个券层面来看，永续债收益率自19年起显著下行，超额溢价压缩，配置价值弱化。我们选取AAA评级煤炭、电力、城投三个行业的6只永续债作为代表，可以发现永续债收益率自19年4月的高位一路下行。在货币政策宽松和机构缺优质资产的推动下，超额溢价压缩，配置价值弱化。

图表7: AAA评级永续债中债估值收益率自19年明显下行



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

具体到发债主体上，由于篇幅限制，本文仅列示超额利差在 100bp 以上的主体。

图表8：永续债主体超额利差

发行主体	平均利差 (BP)	发行主体	平均利差 (BP)	发行主体	平均利差 (BP)
吉林城建	361	山西交开投	157	北控水务集团	131
西安高科	298	武汉地铁	157	海国鑫泰	130
济宁城投	274	南京江北建投	156	黄发集团	130
高新致远	270	蓝光发展	156	建发房地产	130
山钢集团	227	红豆集团	155	中国节能	129
通泰集团	223	同煤集团	152	宿迁城投	128
盐城城资	223	云南公投	152	广投集团	127
长春轨交	217	天保投控	150	中建六局	126
济高控股	209	天恒置业	150	云南能投集团	126
天津武清	208	贵州高速公路	149	阳光城	125
淮北建投	206	浪潮信息	148	云南建投	125
淮安交通	200	轻工盐业	147	中交租赁	124
淮安水利	199	湖南建工集团	147	泰达控股	123
北部湾港集团	190	淮安开发控股	146	中交三航局	122
广州地铁	190	南昌水投	144	福建省电子信息集团	122
盐城高新	189	西永微电园	144	大丰海港控股	120
柳州投控	188	特变电工集团	144	南山开发	120
盐城东方	187	欧亚集团	144	株洲国投	119
北方电力	187	中材科技	143	滨海建投	118
湖南粮食集团	186	衡阳城投	143	宣城国资	118
连云港港	184	广西建工集团	142	中林集团	118
南京新港	181	开滦集团	141	淄博城运	117
云投集团	180	环球租赁	141	山西建投	117
株洲高科集团	180	桐乡城投	141	凯盛集团	116
潞安集团	178	柳州东城	141	国泰租赁	115
广西西江集团	177	广物控股	140	首开股份	114
中南建设	174	鲁商集团	140	广东航运集团	114
柯桥国资	173	甘肃公交建集团	140	内蒙古高路	112
株洲城发集团	172	海通恒信	138	连云港城建集团	111
如皋经开	169	陕西高速集团	137	晋城煤业集团	111
特变电工	169	交通控股	137	吴中经发	110
宿迁经开	169	蓝星集团	137	南京江北新区	110
烟台港	168	联发集团	136	上饶城投	109
鹰潭市投融资	167	珠海港集团	136	江投集团	107
北大荒集团	167	冀中能源	136	晋能交投	106
广西农垦	166	扬州经开	136	华发股份	106
福建建工	166	胶州湾发展	134	日照港	106
南宁轨道交通	165	汾湖投资	134	江宁经开	106
柳钢集团	164	海投集团	134	上饶国资	106
天津武清开发	163	扬州新盛	133	中国有色集团	106
营口港务集团	163	电建地产	133	漳州城投集团	104
威宁投资集团	163	江苏悦达	133	镇江国投	103
国信控股	162	光明地产	132	乌江能投	102
宝龙实业	161	铜陵有色	132	武汉市政建设集团	101
阳煤集团	159	汉江国资	131	厦门路桥集团	101
新城控股	158	淮安城资	131	涪陵国投	100
浦口经济开发区	158	温州名城	131		

资料来源：Wind，华泰证券研究所

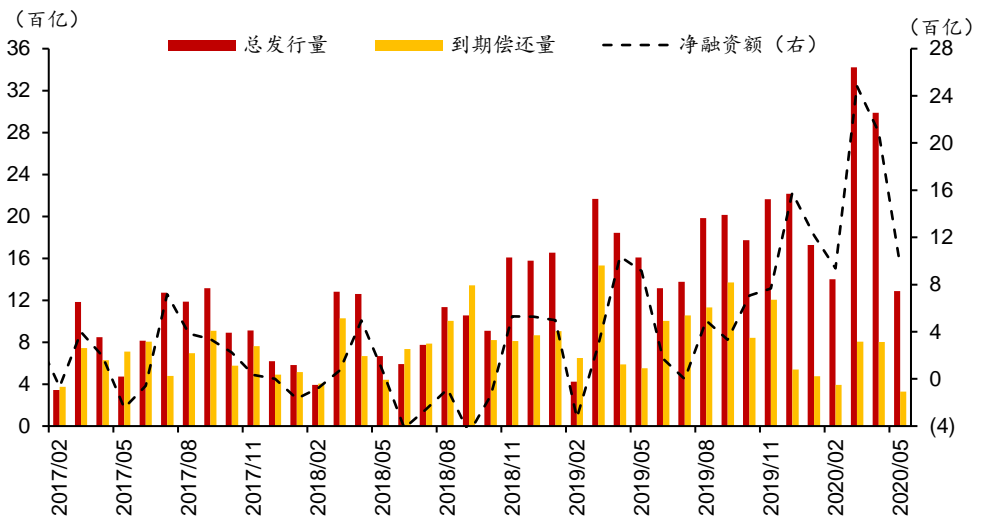
私募债以城投为主，价值挖掘空间犹存

本文所指私募债包含中小企业私募债及定向工具，二者因为仅面向合格投资者销售、市场流动性差以及质押困难等因素影响，因而票面利率较高。

发债主体以中低评级为主，城投债占比较高

2019年中以来，私募债净融资额虽然波动较大，但整体保持高位。去年年中以来，私募债净融资额虽然波动较大，但整体保持较高水平，进入2020年后，1至2月因季节性因素及疫情扰动略有回落，3、4月新发行及净融资额保持高位，5月（截至5月27日）略有回落。从私募债的月度发行情况看，截至5月28日，2020年5月私募公司债和定向工具发行规模和净融资额略有回落，分别为1287.95亿元和957.97亿元。

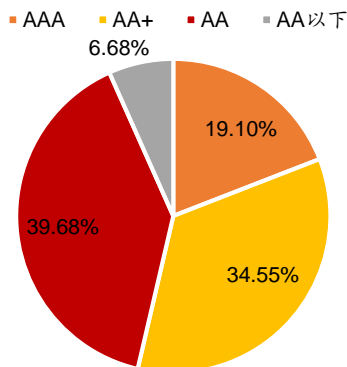
图表9： 私募债发行与到期



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

发债主体以中低评级为主，集中在地方国企，城投债占比较高。截至2020年5月27日，市场存量私募公司债和PPN中，从评级来看，主要集中于AAA、AA+和AA三个品种，分别占比19.10%、34.55%和39.68%；企业性质方面，地方国企、央企和民企占比较高，分别为86.64%、4.56%和5.44%，外资和其他企业仅占3.36%。从行业分布看，主要集中于城投、房地产、建筑装饰这三个行业，金额分别为33987亿、4328亿、4017亿，分别占全部存量私募债余额的60.72%、7.73%、7.18%。

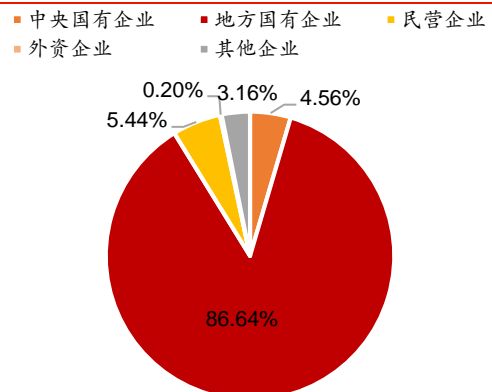
图表10： 私募债存量主体评级分布（按只数）



注：数据截至2020年5月。

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表11： 私募债存量企业性质分布（按只数）



注：数据截至2020年5月。

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

超额利差略有压降、价值挖掘空间犹存

我们对私募债超额利差计算方法是：首先计算发行主体一定剩余期限区间 0.5-1 年,1-3 年,3-5 内私募债的收益率均值，再计算同一发行主体、同一剩余期限区间公开发行的债券收益率均值，将两者之差作为发行主体的私募债超额利差。并且，我们规避月末的时间点，随机选取 2016 年 12 月 10 日、2018 年 1 月 10 日、2019 年 1 月 10 日、2019 年 6 月 10 日、2019 年 9 月 24 日、2020 年 3 月 26 日、2020 年 5 月 18 日为七个超额利差的观测时间点，观测在不同时间点上私募债的超额利差变化情况。

分评级利差

AAA 评级私募债超额利差略有压降。2019 年以来，AAA 私募债的超额利差小幅下降，但超额利差落至历史低位，反映投资者对高等级私募品种的认可度较高。

AA+ 评级私募债超额利差较为稳定，内部差异扩大。2019 年初至今，AA+ 级私募债超额利差均值较为稳定，波动幅度在 15bp 以内，长短期利差差异收窄，而同期限内部差异走阔，反映市场对不同主体的定价差异较大。

AA 评级私募债长久期超额利差上行，内部差异扩大。1 年期以内的私募债超额利差变化不大，而长久期超额利差明显上行，投资者风险偏好减弱，对低评级主体要求的风险补偿提升。长久期利差内部差异明显扩大，反映投资者对弱资质主体定价的风险补偿差异扩大。

图表12：各评级私募债超额利差

剩余期限	时间点	AAA 级 (BP)			AA+ 级 (BP)			AA 级 (BP)		
		平均值	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值
(0,1]	2016-12-10	75	7	229	89	21	321	101	3	379
	2018-1-10	78	6	176	92	13	242	117	2	309
	2019-1-10	80	7	235	101	4	1242	101	21	224
	2019-6-10	77	0.2	245	106	34	1099	101	11	310
	2019-9-24	75	21	216	108	16	1260	101	7	291
	2020-3-26	82	36	199	95	31	247	96	25	376
	2020-5-18	72	32	135	93	45	393	99	8	252
(1,3]	2016-12-10	75	20	297	97	28	327	114	0	400
	2018-1-10	69	3	386	89	21	365	97	2	416
	2019-1-10	74	28	203	88	10	330	109	0	468
	2019-6-10	68	14	260	91	13	328	101	3	387
	2019-9-24	71	24	346	89	16	203	103	2	402
	2020-3-26	84	9	201	87	1	383	84	5	341
	2020-5-18	65	8	135	88	3	332	118	6	431
(3,5]	2016-12-10	98	38	277	117	12	341	132	10	401
	2018-1-10	69	36	109	87	31	401	106	17	207
	2019-1-10	79	18	216	95	10	256	111	11	312
	2019-6-10	74	1	187	93	14	230	118	6	323
	2019-9-24	81	17	338	97	15	260	136	8	447
	2020-3-26	88	9	175	85	11	290	83	7	329
	2020-5-18	68	9	138	94	8	323	146	2	467

资料来源：Wind，华泰证券研究所

分行业利差

私募债行业超额利差受行业整体盈利修复及偿债能力影响。从绝对数值来看，超额利差较高的行业为化工、食品饮料、城投、建筑工程等行业。疫情冲击下海内外需求弱化导致投资者对食品饮料等行业的盈利修复及偿债能力存在担忧；而化工存在短期现金流弱化、油价下跌冲击企业盈利空间。从时间维度来看，2019年年中以来，各行业私募债不同期限超额利差升降不一，无明显趋势。

图表13： 私募债分行业超额利差（BP）

行业	期限	2016/6/10	2018/1/10	2019/1/10	2019/6/10	2019/9/24	2020/3/26	2020/5/18
城投	(0,1]	83	106	94	97	99	93	95
	(1,3]	102	93	97	156	98	86	106
	(3,5]	117	98	102	104	116	86	118
电力	(0,1]	65	86	95	69	65	--	80
	(1,3]	77	58	75	72	81	93	63
	(3,5]	52	--	--	--	--	--	--
房地产	(0,1]	58	141	114	94	98	90	84
	(1,3]	125	101	102	92	87	85	75
	(3,5]	167	96	103	93	105	81	66
非银金融	(0,1]	67	67	62	68	66	--	116
	(1,3]	79	64	85	62	68	63	71
	(3,5]	101	73	92	74	54	--	72
钢铁	(0,1]	93	116	93	77	63	--	100
	(1,3]	135	76	84	67	40	114	69
	(3,5]	191	--	--	--	86	89	54
化工	(0,1]	90	93	101	75	96	103	108
	(1,3]	91	118	121	118	128	87	77
	(3,5]	160	90	76	81	113	82	147
机械设备	(0,1]	108	115	--	74	--	--	--
	(1,3]	94	90	74	71	80	142	57
	(3,5]	156	--	--	--	--	--	--
建筑工程	(0,1]	108	89	58	107	75	--	115
	(1,3]	119	153	79	91	92	74	108
	(3,5]	98	--	--	--	211	--	--
煤炭	(0,1]	108	87	104	94	117	89	79
	(1,3]	107	69	111	72	73	73	69
	(3,5]	158	76	65	76	82	85	67
轻工制造	(0,1]	149	81	87	79	67	--	82
	(1,3]	--	79	80	73	84	--	--
	(3,5]	--	--	--	--	--	--	--
商业贸易	(0,1]	124	89	96	115	94	103	85
	(1,3]	115	84	91	63	70	94	84
	(3,5]	103	95	--	--	--	81	88
食品饮料	(0,1]	96	54	96	76	105	--	120
	(1,3]	119	62	82	79	84	44	82
	(3,5]	--	83	--	--	--	--	--
通信	(0,1]	120	135	--	--	--	--	--
	(1,3]	--	--	81	110	--	--	--
	(3,5]	--	--	--	--	--	--	--
休闲服务	(0,1]	110	--	--	--	--	--	47
	(1,3]	90	57	87	34	50	77	57
	(3,5]	--	--	111	168	174	--	--
医药	(0,1]	45	126	109	97	103	195	83
	(1,3]	--	82	71	86	106	109	--
	(3,5]	--	--	--	--	--	31	60
有色金属	(0,1]	87	96	75	88	85	78	--
	(1,3]	136	77	75	64	80	75	95
	(3,5]	154	97	111	115	7	--	--
综合	(0,1]	97	81	136	142	161	128	87
	(1,3]	93	87	76	80	84	83	72
	(3,5]	123	88	94	91	97	77	84
租赁	(0,1]	44	82	88	92	82	69	63
	(1,3]	59	65	88	79	75	71	62
	(3,5]	66	56	96	87	61	101	60

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

个体利差

由于篇幅限制，本文仅列示私募债超额利差在 120bp 以上的主体。

图表14： 私募债超额利差

发行主体	平均利差(BP)	发行主体	平均利差(BP)	发行主体	平均利差(BP)
新沂交投	449	新密财源	170	镇江交通产业集团	137
启东创投	434	如东东泰	169	盐城国投集团	137
郑蒲港新区建投	427	皖江高科	169	广元投控	137
新城公司	389	海城金财	168	春华水务	137
准旗国资	372	郴州百福	167	锦都工投	137
太和国投	354	威海中城	167	荆门高新	136
韩城城投	344	西秀城投	166	余姚工业园	136
新昌投发	332	湘环科	166	株洲高科集团	136
永州经投集团	332	常州交通	166	经开区建投	136
泰州华信	323	昆山交发	166	亳州城建	136
金潼公司	322	随州城投	165	锡东科技	136
沿海开发公司	321	昌阳投资	165	柳州东城	135
洋口港	309	高密城投	165	湘潭高新	135
泸州工投	307	建湖城投	163	元禾控股	135
安市淮阴	297	泰安泰山控股	161	重庆大足	135
安经开建投	292	如皋经开	161	嘉湘集团	134
花山城投	285	海投集团	160	美晨生态	134
大同建投	280	慈湖高新	159	余姚经开	133
乳山国运	280	东丽城投	158	宁投公司	133
汇兴集团	267	平阳国发	158	运城城投	133
天台国资	264	濮阳投资	157	鹰潭市投融资	132
海州湾集团	263	园业实业	157	广安建设集团	131
丰都国投	252	安顺城投	157	南充航空港	131
鑫泰集团	250	松原城开	156	建邺高科	131
通泰集团	250	新宇建投	156	永州城投	130
湖南天易	246	九龙园公司	156	老河口建投	129
丰县城投	243	鹤壁投资	155	遂宁天泰	129
吐鲁番地区国投	240	百盐集团	155	山西电力集团	129
吉林城建	230	龙建投资	155	天目湖集团	129
济宁建投	229	金坛交通	155	开滦集团	128
安吉城投集团	228	重庆旅投	155	广州天建	128
嵊州投控	228	北辰建设	154	新湖中宝	128
海发集团	228	百投集团	154	随州建投	128
开泰城建	228	临沂城资	154	雅安发展	127
济源建投	223	盐城高新	153	麒麟城投	127
宁乡国资	223	云南水务	153	铜山城投	127
港投集团	219	山东宏桥	153	中泰化学	126
建湖开投	216	靖江港口	152	新建元	126
宣城建投	216	泾河新城	152	金灌集团	125
金坛国发	215	长沙经开	152	连云港港	125
姜堰城投	215	山东金鲁班集团	151	沛县城投	125
四川龙阳	215	钦州开投	150	淮南城投	124
蓝海投资	209	秦巴新城	149	镇江国投	124
唐山通顺	208	邳州恒润	149	海安城改	124
茂名港集团	208	绿港集团	149	润业公司	124
本溪城投	207	汝州鑫源	148	沪灞发展	124
宜兴拓业	206	合川城投	147	遵义经开投	124
桂林新城投	206	绍兴城中村改造	147	大足建设	124
德清建投	205	茶园建设	147	兴荣集团	123
长寿经开	204	滨江新城	146	滇池投资	123
綦江东部新城开发	200	伟驰建设	146	望城经开	123
惠临投资	199	怀化经开	145	镇江城建	123
金洲新城	197	巨化集团	145	昆明产投	123
万盛开投公司	196	北辰科技	145	江门高新	123
淮安城资	195	秦皇岛国资公司	144	山西路桥	123

发行主体	平均利差(BP)	发行主体	平均利差(BP)	发行主体	平均利差(BP)
龙岗公司	194	吉首华泰	144	华宇集团	123
常德鼎力	193	铜梁金龙	144	大唐租赁	123
新梁投开	189	铜陵建投	144	洞庭新城	122
金松集团	185	金华融盛	143	高淳经开	122
新沂城投	184	湘潭万楼	142	大冶城投	122
马鞍山经开区建投	183	宝鸡城投	142	山西天然气	122
水城投资	179	随州高新有限公司	142	许昌投资	122
镜湖建投	179	六合交通工程	141	沿江公司	122
惠通投资	178	营口港务集团	141	东港集团	122
马鞍山南部经开	178	海门城发集团	141	遂宁开达	122
万宝开投	177	吴中城建	141	内江建工	121
安吉西北开发	177	汕头投资	140	芙蓉城投	121
阜阳集团	177	金源资产	140	嘉兴经投	121
新沂经开区建设公司	177	巴南园区公司	140	灌江控股	121
陆港集团	176	新开元城市建设	140	柯桥城投	121
兖州惠民	175	浏阳城建	139	丽水城发	121
丰经开	175	曹妃甸国控	139	红日交投	121
城投公司	175	海安经开	139	广安控股	120
彭州工投	174	绍柯投资	138	益阳城投	120
淮北建投	174	郴州产投	138	任丘建投	120
长寿生态	173	如皋交投	138	宿州城投	120
驻马店投资	172	蒙城城投	138	惠开集团	120
大江公司	171	天津武清	137	广西农垦	120
渝南资产	171	丹阳高新	137	融创地产	120
仁发展	170	怀化交投	137	兰州城投	120

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

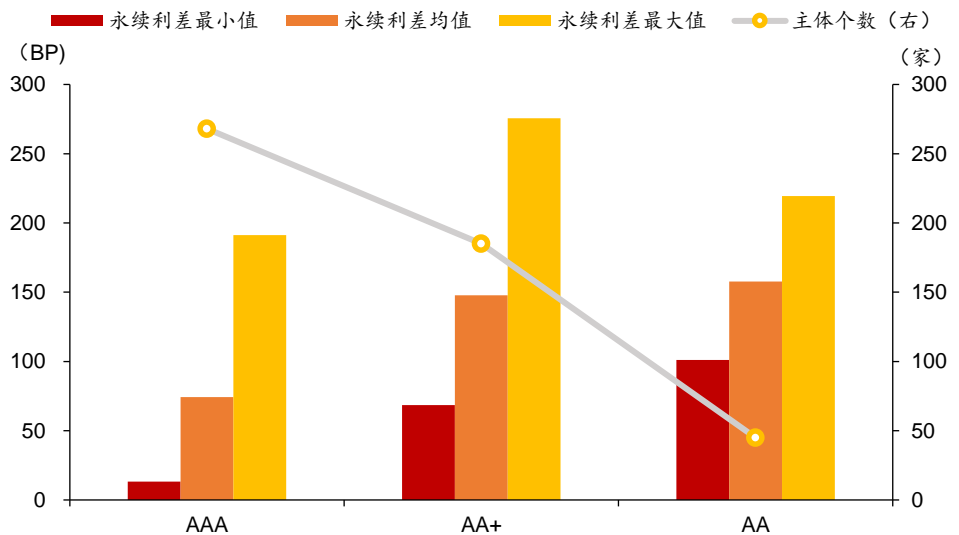
投资策略：永续债警惕估值风险，私募债仍有挖掘空间

永续债发债主体融资顺畅、但估值压降弱化配置价值

首先，市场融资环境分层，高等级国企融资顺畅、永续债信用风险较为可控。当前信用债再融资环境友好，而永续债发行人又多为央企、国企，其中的高等级主体能够以较低的成本进行再融资，信用风险较为可控。

但是，永续债的超额利差和绝对收益处于偏低位置，弱化配置价值。截至2020年5月27日，AAA级永续债可对比主体数量最多，相比于同等级的不含权信用债存在票息溢价；AA+利差分布较广，长久期超额利差处于历史高位，投资者要求的风险补偿更高；AA级长久期发行较为困难，利差分布收窄，需警惕信用风险。具体来看，AAA、AA+、AA永续超额利差均值分别为74.20、147.83、157.73BP，处于偏低位置，绝对收益偏低导致对估值风险及条款风险的保护偏弱；并且近一周资金利率及利率债收益率波动幅度加大，相应的，永续债久期风险加大，需警惕估值波动。

图表15：永续债配置价值弱化



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

此外，从投资者行为来看，配置永续债要求的溢价补偿更高。从实际投资运作情况看，监管要求、配置偏好影响下，银行自营、保险资金和公募基金对永续债要求的溢价补偿更高、配置需求有限。例如，受计提风险资本计提影响，银行自营配置永续债的性价比较低。根据《商业银行资本管理办法》，商业银行对一般企业的债权需要100%计提风险资本，对工商企业的股权投资的风险计提权重为400%或1250%。考虑资本金占用后，银行自有资金投资永续债的真实收益率变为原来的0.08/0.25/1倍，配置性价比较低。而保险资金并未明确规定可以投资非银行永续债，从保监会19年7号文允许险资投资于银行永续债来看，保险资金的具体投向仍受一定监管约束，目前并未大举投资永续品种；而公募基金则偏好流动性较好的短久期资产，不同机构对永续债投资的约束也不尽相同，对永续债的配置意愿也不强。

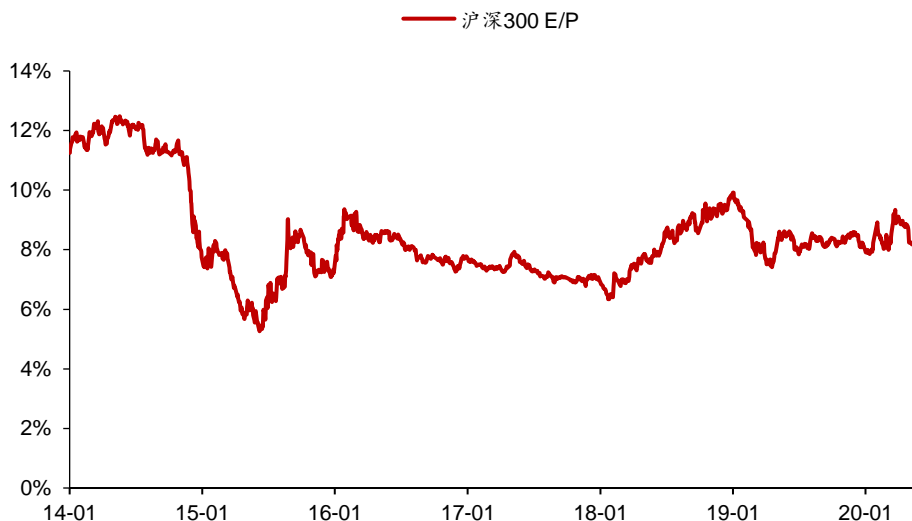
图表16：商业信用风险资本计提权重

项目	权重
对一般企业的债权	100%
被动持有的对工商企业的股权投资	400%
因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业的股权投资	400%
对工商企业的其他股权投资	1250%

资料来源：央行，华泰证券研究所

特别地，随着被记入永续债的主体增多，投资者对永续债的定价逻辑也从债向股切换，要求的风险补偿更高。财政部新规后“19 红豆 MTN002”、“19 南山开发 MTN002”、“19 中铁建 MTN001”3只债券明确将清偿顺序列一般债权之后，明确了次级属性。永续债被认定为权益投资后，投资者群体变窄、定价逻辑从债向股切换。具体而言，对银行类机构的次级属性永续债的风险权重提高，真实投资收益率下降；公募基金等机构产品需具备权益类产品投资范围才能购买权益类永续债，从而导致永续债的定价标准变成了权益类品种。

图表17：具有权益属性的永续债要求的风险补偿更高

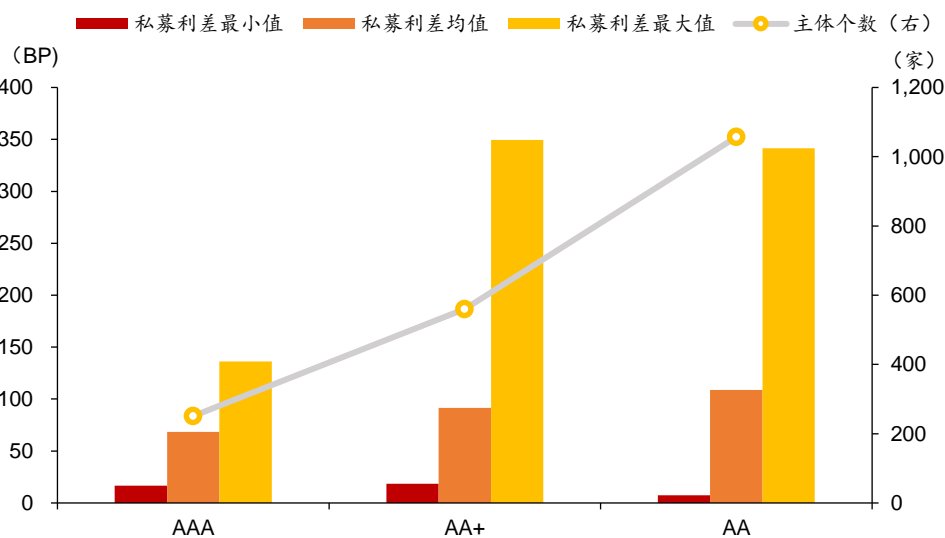


资料来源：Wind，华泰证券研究所

关注私募债的价值挖掘空间

首先，从超额利差来看，中低评级私募债仍有价值挖掘的空间。截至2020年5月27日，AAA、AA+、AA 私募利差均值分别为 68.29、91.57、108.67BP。私募品种流动性溢价仍在，票息优势明显。在评级方面，AAA 评级超额利差均值较低，分布收窄；而 AA+及 AA 评级私募债超额利差较高，并且存量债券个数较多，具有价值挖掘的空间。从品种角度出发，投资者可以在维持主体等级不变的前提下，在非公开品种中寻求超额收益。

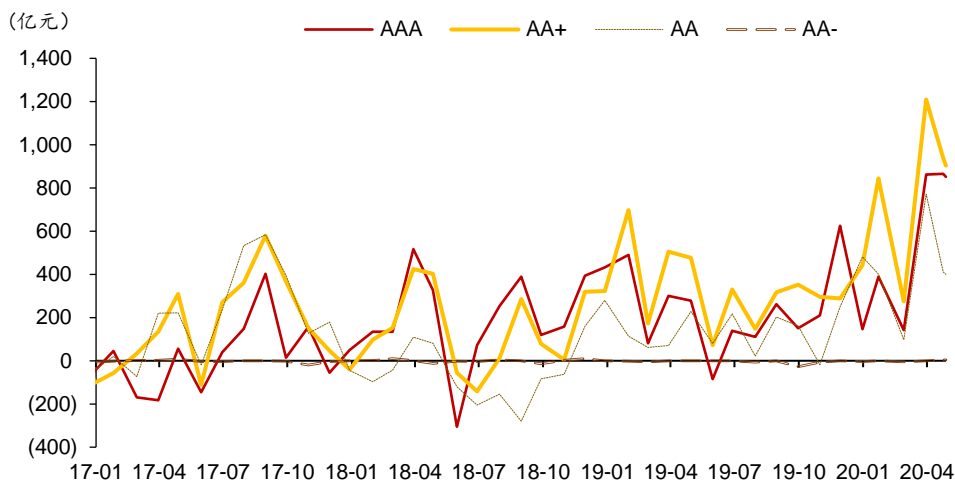
图表18：私募债仍有一定挖掘空间



资料来源：Wind，华泰证券研究所

其次，城投债作为私募债的发行主力，融资环境改善，满足负债成本压力下机构对收益率的要求。2019 年报已经反映了城投债务结构变化的方向，融资结构呈现债券替代信贷的趋势，分等级来看，AAA、AA+ 中高等级改善更为明显；并且城投债作为私募债的发行主力，融资环境改善，偿债能力尚可，满足负债成本压力下机构对收益率的要求。因此，我们建议在私募债中挖掘城投债的超额收益机会，但下沉仍需适度，提防城投的尾部风险。

图表19： 2019年起城投债净融资改善



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 1、违约风险加大：**宏观经济增速下行压力将进一步增大，需求端萎靡或将导致信用债违约率继续上升。
- 2、债券估值、流动性及条款风险。**永续债及私募债流动性较差，需警惕债券估值及流动性风险；永续债利息递延、展期等条款带来的不利影响。

免责声明

分析师声明

本人，程晨、赵天彤、张继强，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师程晨、赵天彤、张继强本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司