

2019年11月17日

证券研究报告·固定收益报告

信用债双周报（11.4-11.17）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

盈利空间收窄，密切关注下游需求变化

——钢铁行业 2019 年三季度报点评

摘要

- **钢铁行业三季度报点评：**跟踪期内，钢铁行业上游成本压力较低，但是在供给侧改革任务基本完成的背景下行业进入需求主导阶段，由于需求端的机械和汽车制造本身占比较低，增量有限，因此明年钢铁需求主要取决于基建增长对房地产投资下降的对冲程度，预计明年钢铁产量增速将继续回落，需密切关注基建投资力度，关注下游需求分化对行业内资本实力偏弱、产品结构单一的小型钢企的影响。
- **钢铁行业债券发行人三季度报点评：**在下游需求压制下，2019Q3 企业盈利能力同比下滑，样本企业总体净利润同比下降率为 32.77%，净利率同比下降至 3.64%，毛利率同比下降至 12.86%；行业营运能力微幅提升，行业平均应收账款周转率和存货周转率同比均小幅增加，样本总体应收账款周转率同比上升至 45.26；存货周转率同比上升至 4.93，但行业个体之间营运管理差异较大；三类现金流来看，样本总体经营现金流净额、投资现金流净额均呈现同比下降趋势，筹资现金流净额同比显著上升；总体杠杆率有所下降，债务期限结构方面改善，但短期偿债能力有所下降，样本总体资产负债率同比下降至 63.18%，平均有息债务率同比保持不变，货币资金与短期债务之比同比减少至 0.44；行业平均的流动比率、速动比率、经营现金流净额与带息债务之比分别降至 85.69%、59.61%、0.15。
- **信用事件跟踪：**跟踪期内（11.04-11.17，简称本期）主体评级调低的企业为 4 家，较上期减少 1 家，4 家均为民营企业，涉及的存量债券共 6 只，合计余额 22.92 亿元，较上期增减少 133.92 亿元。跟踪期内违约债券 8 只，较上期增加 1 只，违约公司数量为 5 家，较上期减少 1 家，债券余额合计 48.00 亿元，较上期减少 2.70 亿元，其中无首次违约主体。
- **一级市场跟踪：**本期信用债市场整体发行量和净融资量大幅增加。**城投债方面**，净融资量减少，依旧位于历史低位水平。从细分品种来看，中期票据、公司债和企业债的净融资量同比有所增加，短期融资券同比有所减少。**发行利率方面**，本期除 AA 评级 1 年期债券外所有品种发行利率均下降 1-6 个基点。
- **二级市场跟踪：**从交投活跃程度来看，本期信用债市场整体交投活跃程度有所上升，较上期换手率同比升 0.55%，成交量同比升 3701 亿元。**城投债方面**，较上期换手率同比降 0.02%，成交量同比降 9.70 亿元。从细分品种来看，各品种交投活跃程度变化不一。**从信用利差来看**，产业债不同等级间信用利差下行和不同期限间信用利差变动不一。城投债方面，不同期限间信用利差走势分化，不同等级间信用利差均收窄。**从期限利差来看**，与上期末同比，本期产业债和城投债期限利差均整体下行。
- **风险提示：**信用风险超预期上升。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：李清荷
电话：010-57631229
邮箱：lqh@swsc.com.cn

相关研究

1. 快递行业龙头，建议积极申购——顺丰转债投资价值分析（2019-11-15）
2. 警惕行业供给过剩加剧，信用利差再上升——煤炭行业 2019 年三季度报点评（2019-11-12）
3. 信用债双周报：14 年以来已兑付违约债券及主体特征——哪些主体更可能获得兑付资金？（2019-11-04）
4. 可转债月报：浦发转债上市后是否还会有配置价值（2019-11-03）
5. 雷区是否有迹可循？——基于 2019 违约主体的分析（2019-10-18）
6. 可转债月报：触发强赎后转债怎么走？（2019-10-08）
7. 被市场“低估”的城投主体在哪儿？——基于有序选择模型的主体挖掘方法（2019-09-25）
8. 信用债双周报：警惕信用利差再扩大与违约风险再上升（2019-09-22）
9. 对地方债额度提前下发的几点看法（2019-09-04）
10. 可转债月报：银行转债的择券逻辑（2019-09-01）

目 录

1 钢铁行业三季度点评	1
1.1 钢铁行业基本面回顾与展望	1
1.2 钢铁行业债券发行人三季度点评	3
2 信用事件跟踪（11.4-11.17）	11
2.1 实质违约债券统计	11
2.2 信用评级调整回顾	11
3 一级市场跟踪（11.4-11.17）	12
3.1 本期发行量、偿还量及净融资量	12
3.2 本期发行利率	14
4 二级市场跟踪（11.4-11.17）	15
4.1 信用利差	15
4.2 期限利差	19
4.3 交投活跃程度	19

图 目 录

图 1: 18 年以来 Myspic 综合钢价指数走势.....	1
图 2: 18 年以来钢铁行业 PMI 分项.....	1
图 3: 19 年以来大连商品交易所铁矿石 2001 期货价格 (元/吨)	2
图 4: 19 年以来大连商品交易所焦炭 2001 期货价格 (元/吨)	2
图 5: 2018 年以来焦炭月产量 (万吨) 与同比增加率 (%)	2
图 6: 19 年以来焦炭价格指数整体呈下行趋势	2
图 7: 全国购置土地面积-月度累计同比 (%)	3
图 8: 汽车销售增速: 当月同比 (%)	3
图 9: 24 家样本企业评级分布	4
图 10: 2014 年来钢铁行业信用利差	4
图 11: 2019 年 Q3 样本企业营业收入同比增长率分布	5
图 12: 2019 年 Q3 样本企业净利润同比增长率分布	5
图 13: 2019 年 Q3 样本企业净利率分布	5
图 14: 2019 年 Q3 样本企业应收账款周转率分布	6
图 15: 2019 年 Q3 样本企业存货周转率分布	6
图 16: 2019 年 Q3 样本企业经营现金流净额同比变化分布.....	7
图 17: 2019 年 Q3 样本企业投资现金流净额同比变化分布.....	7
图 18: 2019 年 Q3 样本企业筹资现金流净额同比变化分布.....	8
图 19: 2019 年 Q3 样本企业资产负债率分布	9
图 20: 2019 年 Q3 样本企业有息债务率分布	9
图 21: 2019 年 Q3 样本企业流动负债率分布	9
图 22: 2019 年 Q3 样本企业货币资金/短期债务分布	9
图 23: 2019 年 Q3 样本企业流动比率分布	10
图 24: 2019 年 Q3 样本企业速动比率分布	10
图 25: 2019 年 Q3 样本企业经营现金流净额/有息债务分布	10
图 26: 信用债发行量、偿还量及净融资金量变动	13
图 27: 城投债发行量、偿还量及净融资金量	13
图 28: 短期融资券发行量、偿还量及净融资金量变动	13
图 29: 中期票据发行量、偿还量及净融资金量	13
图 30: 公司债发行量、偿还量及净融资金量变动	14
图 31: 企业债发行量、偿还量及净融资金量	14
图 32: 产业债、城投债信用利差变动	15
图 33: 产业债不同期限间信用利差变动	15
图 34: 产业债不同等级间信用利差变动	15
图 35: 城投债不同期限间信用利差变动	17
图 36: 城投债不同等级间信用利差变动	17

表 目 录

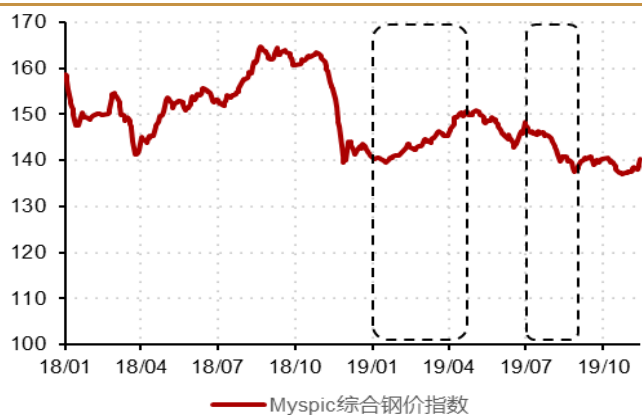
表 1: 钢铁发债企业 2019 年三季报主要财务数据	4
表 2: 本期违约债券统计	11
表 3: 主体评级调高的企业	11
表 4: 主体评级调低的企业	12
表 5: 主体评级调低所涉及存量债券	12
表 6: 本期交易商协会发行指导利率	14
表 7: 产业债不同行业间信用利差变动	16
表 8: 城投债不同区域间信用利差变动	17
表 9: 细分品种各期限各等级信用利差变动	18
表 10: 细分品种同期限不同级别间信用利差变动	19
表 11: 产业债、城投债期限利差	19
表 12: 二级市场交投活跃程度变动	20
表 13: 二级市场细分品种交投活跃程度变动	20

1 钢铁行业三季报点评

1.1 钢铁行业基本面回顾与展望

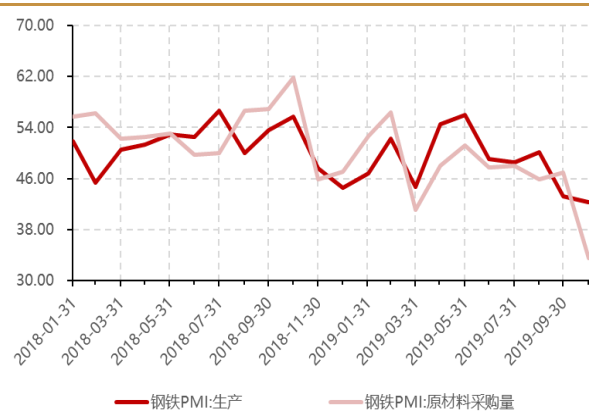
自 2018 年 9 月起，Myspic 综合钢价指数就开始震荡下行，2019 年 1-3 月价格出现短暂回升，但二季度开始继续掉头向下。截至 19 年 9 月末，Myspic 综合钢价指数从上年同期末 163 的高点下降至 138。产量方面，钢铁行业 PMI 的生产分项与原材料采购分项在 19 年三季度均在荣枯线下徘徊，而 18 年第三季度这两项数据则处于年内高位并显著高于荣枯线 50 水平。综上，钢铁行业在 2019 年三季度较上年同期量价均较为疲软，行业景气度有所下滑。

图 1：18 年以来 Myspic 综合钢价指数走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：18 年以来钢铁行业 PMI 分项



数据来源：Wind，西南证券整理

作为投资拉动型行业，钢铁产业的需求主要受基建、房地产、机械、汽车制造等行业影响，因此其行业景气度与宏观经济周期高度相关。通过分析钢铁行业上下游情况，我们认为：钢铁行业上游成本压力较低，但是在供给侧改革任务基本完成的背景下行业进入需求主导阶段，由于需求端的机械和汽车制造本身占比较低，增量有限，因此明年钢铁需求主要取决于基建增长对房地产投资下降的对冲程度，预计明年钢铁产量增速将继续回落，需密切关注基建投资力度，关注下游需求分化对行业内资本实力较弱、产品结构单一的小型钢企的影响。具体分析如下：

1.1.1 钢铁行业上游的铁矿石和焦炭供给无虞，价格快速回落，支撑钢厂盈利

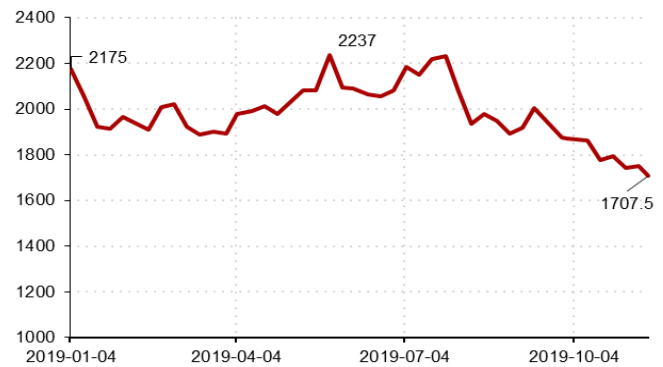
铁矿石方面，今年上半年在矿难和飓风的影响下，淡水河谷和力拓两大矿产巨头减产明显，铁矿石供需缺口持续扩大；但三季度铁矿石产量复苏明显，且四季度有进一步增加的趋势。由于国外生铁产量下降，国外矿产巨头出口中国铁矿石占比提升，叠加近期中国进口的非主流国家铁矿石量增加明显，铁矿石供给无虞。

图 3：19 年以来大连商品交易所铁矿石 2001 期货价格（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

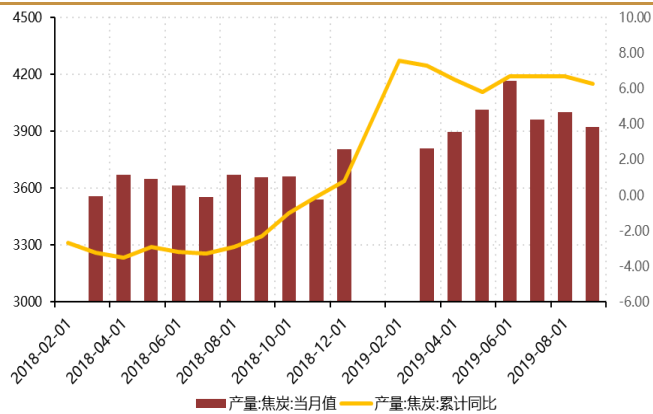
图 4：19 年以来大连商品交易所焦炭 2001 期货价格（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

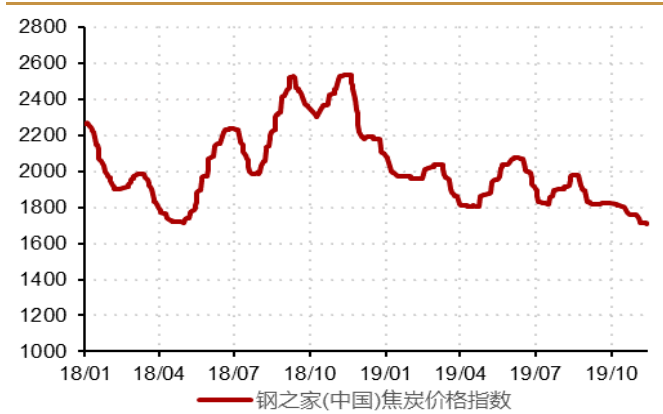
焦炭方面，从供给端来看，焦炭去产能政策有所放松，今年以来，焦炭月产量累计同比保持在 6% 左右的增速，同时焦企限产压力降低，预计焦炭产量偏高的局面较难改善。从需求端来看，由于钢厂整体开工率及产能利用率下滑，造成对于原料需求的下降；历年环保限产时高炉限产力度都强于焦化厂，即钢厂炼钢用焦炭需求下降幅度大于焦化厂焦炭生产下降幅度，从而在需求端压制焦炭价格。

图 5：2018 年以来焦炭月产量（万吨）与同比增加率（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：19 年以来焦炭价格指数整体呈下行趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

1.1.2 钢铁行业去产能的任务已基本完成，需求将成为主要影响因素

供给侧改革以来，钢铁行业去产能的任务已基本完成，预计 2020 年应急限产等非市场性的供给冲击将进一步减少，需求将成为明年影响钢铁行业的主要因素。

需求端，以房地产、基建为代表的建筑领域是主要的需求来源，其次是机械和汽车行业。国资委下属冶金工业规划研究院公布的数据显示，2017 年建筑、机械、汽车对钢铁的消费占比分别为 53%、19% 和 8%。

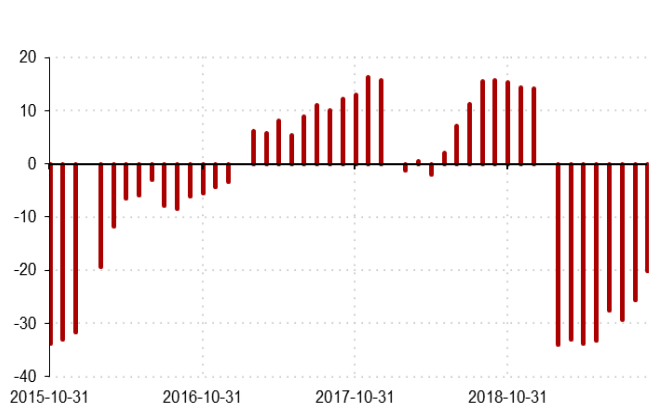
房地产方面，2019 年 1-9 月土地购置面积累计同比减少 20.2%，处于 2016 年以来的底部位置，显示出当前房企较低的拿地意愿，将对明年的房地产施工增速产生负面影响，从而拖累房地产建设对钢铁的需求。

基建方面，2019年下半年以来，中央多次谈到稳增长的目标，作为逆周期调节的重要工具，基建投资有望继续增长，是明年钢铁需求的主要边际增量。

机械方面，工程机械存量较大，需求主要来自于更新原有设备；铁路轨交建设在政策加持下保持高景气度，有望成为机械领域钢铁需求的主要增量来源；“旧改”政策产生老旧小区对电梯的新装和改造需求，预计2020年电梯行业将迎来增长。除铁路轨交设备和电梯的钢铁需求有确定性增长外，在经济持续低迷背景下，机械行业对钢铁的需求前景仍不容乐观。

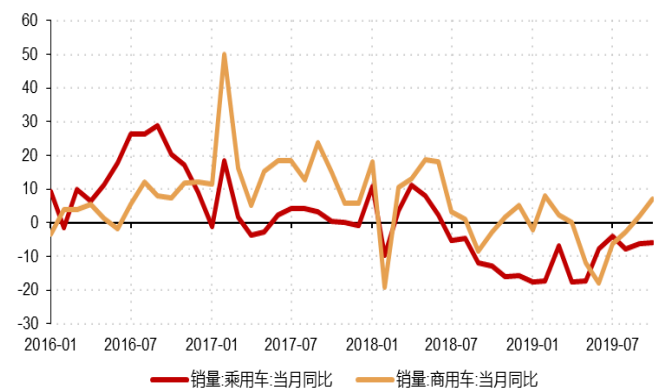
汽车方面，2018年7月以来，乘用车销量持续负增长，虽然2019年下半年跌幅有所收窄，但预计明年仍将负增长；商用车销售在今年下半年复苏明显，10月同比增长7%，其中重卡销量同比增长14.1%。在经济持续探底的背景下，开始复苏的商用车市场可能是明年汽车销售的主要增量来源。

图7：全国购置土地面积-月度累计同比（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图8：汽车销售增速：当月同比（%）



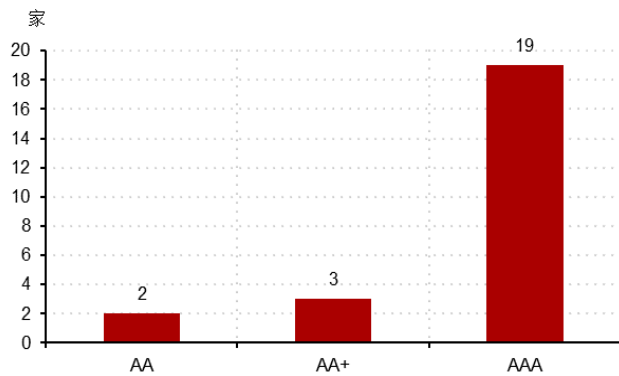
数据来源：Wind，西南证券整理

综合来看，虽然钢铁行业上游成本压力较低，但是在供给侧改革任务基本完成的背景下行业进入需求主导阶段，由于需求端的机械和汽车制造本身占比较低，增量有限，因此明年钢铁需求主要取决于基建增长对房地产投资下降的对冲程度，预计明年钢铁产量增速将继续回落，需密切关注基建投资力度。

1.2 钢铁行业债券发行人三季度点评

19年以来，钢铁行业债券发行人信用情况较为稳定，未发生债券违约，发行人涉及负面信息仅西宁特殊钢股份有限公司1家企业，其于2月15日被联合资信列入信用评级观察名单，至今未被移除，涉及存续债一只，仅剩余0.4亿元，将于20年7月到期；涉及评级上调的发行人8家，其中由AA+上调至AAA的有5家，为攀钢集团有限公司、广西柳州钢铁集团有限公司、新兴铸管股份有限公司、内蒙古包钢钢联股份有限公司和湖南华菱钢铁集团有限责任公司，由AA调整至AA+的有3家，分别是山东钢铁股份有限公司、柳州钢铁股份有限公司和中天钢铁集团有限公司。二级市场方面，19年以来，钢铁行业信用利差持续收窄，较年初下降39bps，信用利差处于历史低分位数水平。

我们根据申万二级行业分类，获得钢铁行业存续信用债260只，剔除没有公布2019年三季报的主体后，本次涉及发行主体共24家，其中AAA评级19家、AA+评级3家、AA评级2家。

图 9：24 家样本企业评级分布


数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2014 年来钢铁行业信用利差


数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：钢铁发债企业 2019 年三季度主要财务数据

企业名称	发行人最新评级	债券余额 (亿元)	货币资金 (亿元)	短期借款 (亿元)	带息债务 (亿元)	负债合计 (亿元)	营业总收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	净利润 (亿元)	经营现金流净额 (亿元)	投资现金流净额 (亿元)	筹资现金流净额 (亿元)
鞍钢集团有限公司	AAA	105.00	162.83	881.30	1497.45	2255.21	1608.77	1352.12	25.11	158.44	-31.43	-116.88
鞍山钢铁集团有限公司	AAA	160.00	95.87	504.60	792.55	1116.94	772.73	637.48	47.33	104.29	-90.45	20.25
宝山钢铁股份有限公司	AAA	450.00	206.89	426.70	484.52	1569.78	2172.10	1936.31	96.19	195.95	-120.40	-45.37
北京首钢股份有限公司	AAA	70.00	68.78	362.72	645.69	1021.06	502.88	448.96	16.62	34.96	-43.27	32.50
本钢集团有限公司	AAA	85.00	274.11	844.38	632.97	1214.13	457.87	387.95	1.43	117.99	-10.45	-89.70
福建省冶金(控股)有限责任公司	AAA	10.00	110.15	134.79	184.55	434.50	600.75	513.45	39.03	58.08	-23.74	-51.62
广西柳州钢铁集团有限公司	AAA	25.00	154.09	247.60	263.48	601.16	685.12	619.35	31.45	66.58	-69.66	6.45
河钢股份有限公司	AAA	94.00	195.61	984.23	720.81	1510.64	942.93	842.14	20.61	52.18	-54.67	-56.46
河钢集团有限公司	AAA	800.00	511.14	1296.31	2363.94	3227.74	2642.91	2381.78	16.54	92.24	-121.59	-44.90
湖南华菱钢铁集团有限责任公司	AAA	90.00	87.05	300.88	363.48	693.94	1000.20	875.44	56.15	111.89	8.25	-131.14
江苏沙钢集团有限公司	AAA	183.80	84.02	492.74	702.44	1273.60	1092.99	983.98	58.42	92.36	-221.01	115.39
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	AA+	10.00	82.85	495.19	546.17	819.71	778.03	716.68	1.32	49.93	-26.12	-20.19
马钢(集团)控股有限公司	AAA	10.00	88.48	318.92	269.89	630.45	719.37	636.80	28.87	39.97	-48.02	-16.53
南京钢铁股份有限公司		5.09	47.66	122.83	69.58	234.91	367.31	316.52	28.39	21.35	5.83	-5.56
内蒙古包钢钢联股份有限公司	AAA	167.36	125.94	338.90	396.41	947.44	468.83	403.27	11.93	-9.46	-12.36	25.31
攀钢集团有限公司	AAA	13.00	72.86	290.03	284.53	617.32	590.02	498.00	24.44	57.57	-14.43	-36.42
山东钢铁股份有限公司	AA+	81.75	58.09	138.50	169.97	435.17	529.80	493.99	7.42	20.14	-48.20	-3.07
山东钢铁集团有限公司	AAA	520.48	338.53	814.30	1722.80	2869.53	1437.70	1283.10	21.94	43.50	-102.69	98.42
山西太钢不锈钢股份有限公司	AAA	35.00	83.12	199.31	229.85	365.49	533.19	469.95	18.06	9.75	-7.05	-19.30
首钢集团有限公司	AAA	1030.00	383.87	1409.22	2504.72	4006.33	1525.84	1385.16	7.82	60.23	-139.17	152.90
太原钢铁(集团)有限公司	AAA	110.00	81.73	358.64	559.85	750.09	604.34	498.67	24.61	61.31	-16.18	-25.95
西宁特殊钢股份有限公司	AA	0.40	22.94	70.44	116.73	175.68	65.85	57.60	0.54	3.87	1.76	-0.94
新兴铸管股份有限公司	AAA	69.59	81.25	92.78	149.47	288.89	320.91	281.07	14.67	21.70	-2.33	-18.19
浙江久立特种材料科技股份有限公司	AA	10.40	6.45	2.89	9.27	21.39	32.81	23.60	3.93	4.17	-5.26	-0.77

数据来源：Wind，西南证券整理

1.2.1 供需弱平衡，需求压制下，盈利能力下滑

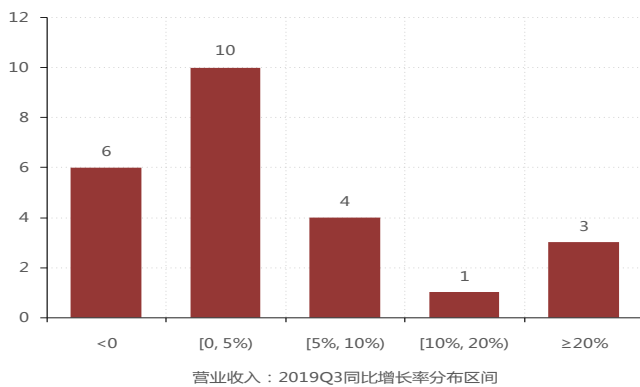
行业盈利水平持续下滑，行业平均净利润、净利率、毛利率均同比下降。根据行业内公司 2019 年三季度公布的数据，平均而言，行业净利润同比下降率为 32.77%，净利率同比下降至 3.64%，毛利率同比下降至 12.86%；尽管行业营业收入平均同比增长率为 13.32%，但由于成本费用端的支出增长更加迅速，行业整体盈利能力依然表现不佳。

从个体的营业收入同比变化率看，2019 年第三季度 24 个有效样本企业中有 6 家为负增长，10 家在 0%到 5%之间，4 家在 5%到 10%之间，1 家在 10%到 20%之间，3 家在 20%

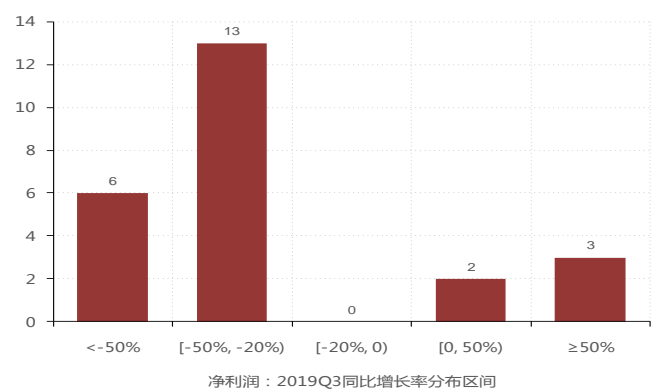
以上；同比增长率最低为宝山钢铁股份有限公司，营业收入同比减少 3.73%；同比增长率前三位分别为山东钢铁股份有限公司、西宁特殊钢股份有限公司、山东钢铁集团有限公司，分别同比增长 30.66%、29.71%、27.90%，显著高于行业平均同比增长率。

从净利润同比变化率看，19 家样本企业同比减少，且其中 6 家降幅超过 50%，同比增长率最低为山东钢铁股份有限公司，净利润同比减少 71.44%；仅有 5 家样本企业净利润呈现同比增长，同比增长率前三位分别为酒泉钢铁(集团)有限责任公司、西宁特殊钢股份有限公司、浙江久立特材科技股份有限公司，分别同比增长 523.83%、109.35%、83.70%，盈利能力显著高于行业平均水平。

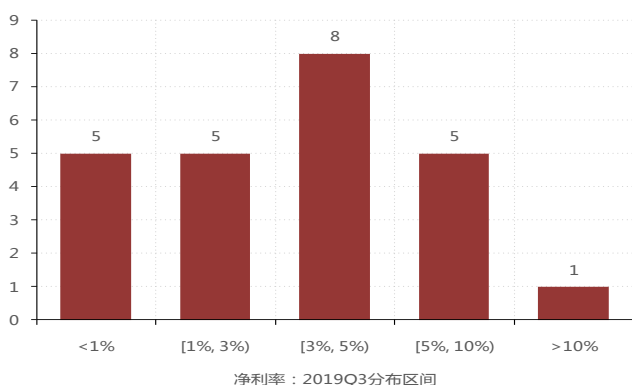
从净利率看，2019 年第三季度的 24 个有效样本企业中，5 家在 1%以内，5 家在 1%-3%之间，8 家在 3%到 5%之间，5 家在 5%-10%之间，1 家超过 10%；净利率后三位公司分别为酒泉钢铁(集团)有限责任公司、本钢集团有限公司、首钢集团有限公司，净利率依次为 0.17%、0.31%、0.51%；净利率前三位公司分别为浙江久立特材科技股份有限公司、南京钢铁股份有限公司、福建省冶金(控股)有限责任公司，净利率分别达到 11.97%、7.73%、6.50%。

图 11：2019 年 Q3 样本企业营业收入同比增长率分布


数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2019 年 Q3 样本企业净利润同比增长率分布


数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2019 年 Q3 本企业净利率分布


数据来源：Wind，西南证券整理

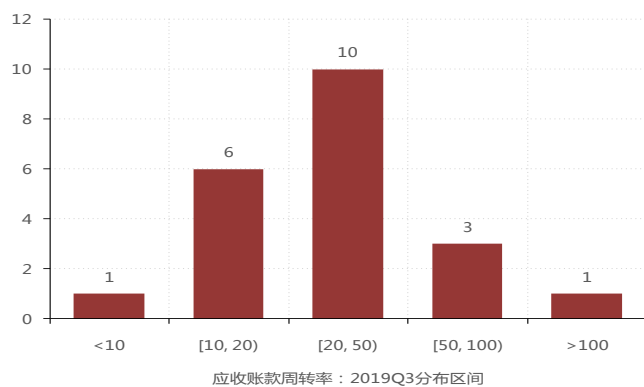
1.2.2 行业营运能力微幅提升，个体间营运管理差异明显

行业营运能力微幅提升，行业平均应收账款周转率和存货周转率同比均小幅增加。根据行业内公司 2019 年三季报公布的数据，相较于 2018 年第三季度，平均来说，应收账款周转率同比上升 4.43，达到 45.26；存货周转率同比上升 0.26，达到 4.93。行业个体之间营运管理差异较大，应收账款周转率差异有进一步扩大的趋势，存货周转率差异则不断缩小。

从个体的应收账款周转率看，2019 年第三季度 21 个有效样本企业中，5 家应收账款周转率在 10 以内，5 家在 10 到 20 之间，8 家在 20 到 50 之间，5 家在 50 到 100 之间，1 家超过 100；应收账款周转率后三位公司分别为浙江久立特材科技股份有限公司、西宁特殊钢股份有限公司、内蒙古包钢钢联股份有限公司，应收账款周转率分别为 5.12、13.22、14.40；应收账款周转率前三位公司分别为山东钢铁股份有限公司、酒泉钢铁(集团)有限责任公司、江苏沙钢集团有限公司，应收账款周转率依次达到 336.84、92.19、86.29。

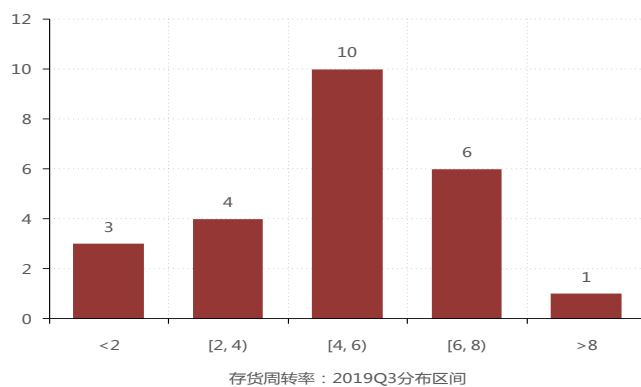
从存货周转率看，在 24 个有效样本企业中，3 家存货周转率在 2 以内，4 家在 2 到 4 之间，10 家在 4 到 6 之间，6 家在 6 到 8 之间，1 家超过 8；存货周转率后三位公司分别为本钢集团有限公司、内蒙古包钢钢联股份有限公司、西宁特殊钢股份有限公司，存货周转率依次为 1.56、1.84、1.92；存货周转率前三位公司分别为山东钢铁股份有限公司、攀钢集团有限公司、湖南华菱钢铁集团有限责任公司，存货周转率达到 9.05、7.84、7.74。

图 14：2019 年 Q3 样本企业应收账款周转率分布



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2019 年 Q3 样本企业存货周转率分布



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2.3 经营现金流下降，投资现金流收缩，筹资现金流得以改善

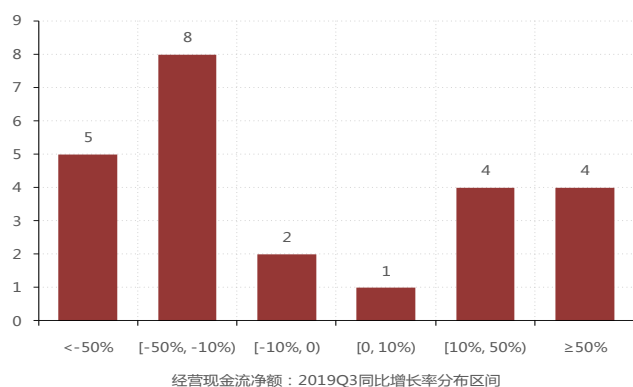
行业经营现金流净额、投资现金流净额均呈现同比下降趋势，筹资现金流净额同比显著上升。就行业平均而言，经营现金流净额同比下降 18.98%，投资现金流净额同比下降 31.30%，筹资现金流净额同比增长 69.17%。在供给侧改革、去产能、环保政策收紧等多重因素共同作用下，当前钢铁行业消化库存、实现收入的压力依旧较大，伴随矿石、燃料等工业生产资料价格持续上涨，经营现金流净额下降趋势持续严峻；在行业去杠杆、促转型的同时，企业经营现金流净额遭遇持续下滑，需主动减少新投资、收回旧投资以应对，投资现金流净额持续下降；企业引入核心技术、优化资产质量、改善经营条件，对资金有较多要求，钢铁行业大多为重要央企国企，信用水平较高，筹资规模较大，筹资成本较低，企业流动性面临紧张时更易实现融资，筹资现金流净额呈现同比上升趋势。

从个体的经营活动现金流净额同比变化率看,2019年第三季度24家样本公司中5家的同比增长率在-50%以下,8家在-50%到-10%之间,2家在-10%到0之间,1家在0到10%之间,4家在10%到50%之间,4家超过50%;经营现金流净额同比增长率后三位的公司分别为内蒙古包钢钢联股份有限公司、山西太钢不锈钢股份有限公司、山东钢铁集团有限公司,经营现金流净额最多同比下降119.21%;经营现金流净额同比增长率前三位的公司分别为西宁特殊钢股份有限公司、本钢集团有限公司、鞍钢集团有限公司,经营现金流净额最多同比增长214.3%,行业个体差距分化明显。

从投资活动现金流净额同比变化率看,4家同比增长率在-50%以下,7家在-50%到-20%之间,7家在-20%到20%之间,2家在20%到50%之间,4家超过50%;投资现金流净额同比增长率后三位的公司分别为广西柳州钢铁集团有限公司、鞍钢集团有限公司、浙江久立特材科技股份有限公司,投资现金流净额同比下降率均超过200%;投资现金流净额同比增长率前三位的公司分别为西宁特殊钢股份有限公司、湖南华菱钢铁集团有限责任公司、南京钢铁股份有限公司,投资现金流净额同比增长率均超过100%。

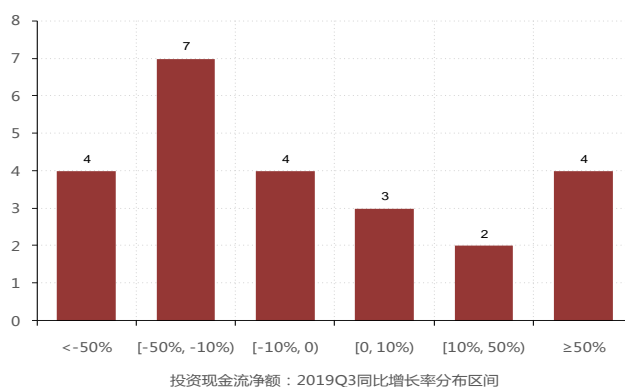
从筹资活动现金流净额同比变化率看,在同比下降的9家企业中,6家下降率在100%以上,3家在100%以内;在同比上升的15家企业中,3家增长率在50%以内,5家在50%到100%之间,7家超过100%;筹资现金流净额同比下降率前三位的公司分别为福建省冶金(控股)有限责任公司、本钢集团有限公司、河钢股份有限公司,投资现金流净额同比下降率分别为-1627.33%、-871.43%、-244.49%;筹资现金流净额同比增长率前三位的公司分别为广西柳州钢铁集团有限公司、江苏沙钢集团有限公司、北京首钢股份有限公司,筹资现金流净额同比增长率均超过2000%,筹资现金流净额两侧尾部差异显著。

图 16: 2019 年 Q3 样本企业经营现金流净额同比变化分布

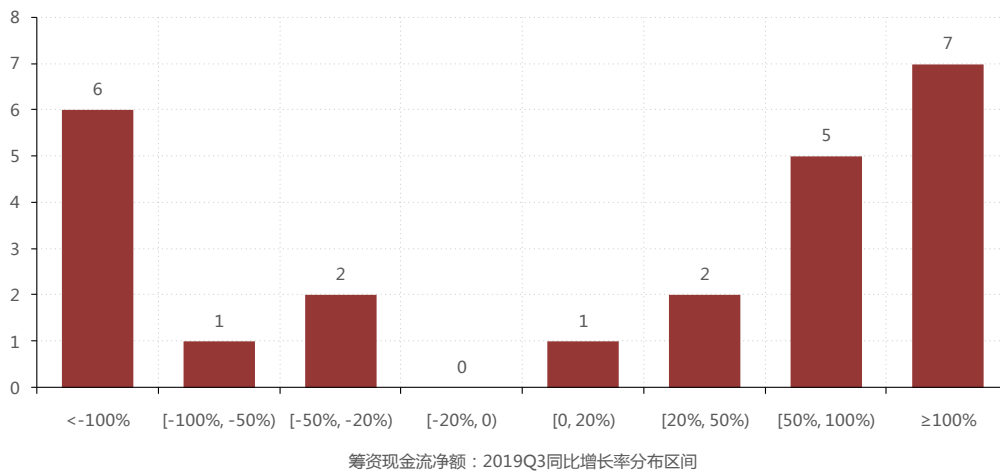


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 2019 年 Q3 样本企业投资现金净流量同比变化分布



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18：2019 年 Q3 样本企业筹资现金流净额同比变化分布


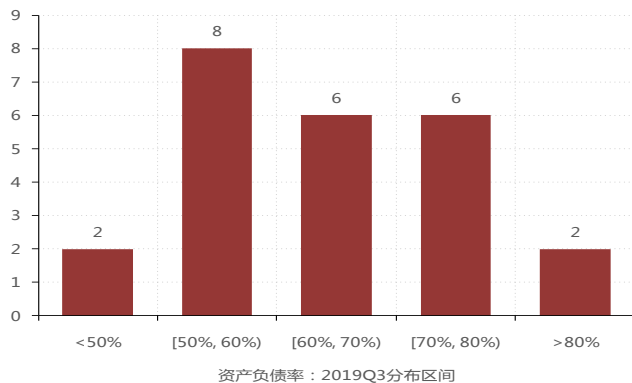
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2.4 债务期限结构出现调整，短期偿付压力有所增加

行业杠杆率有所下降，债务期限结构方面表现出短债减少、长债增加的特点，短期偿债能力有所下降。就行业平均而言，相较于 2018 年第三季度，行业平均资产负债率同比下降至 63.18%，平均有息债务率同比保持不变，流动负债率同比下降至 73.70%；以短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债三者之和作为短期债务衡量指标，继续计算货币资金与短期债务之比，进而得到 2019 年第三季度货币资金与短期债务之比同比减小至 0.44；相较于 2018 年第三季度，行业平均的流动比率、速动比率、经营现金流净额与带息债务之比分别降至 85.69%、59.61%、0.15，这说明企业降低短期负债水平是以付出现金流和短期偿债能力为代价的。

从个体的资产负债率看，2019 年第三季度 24 家样本企业中，2 家在 50% 以下，8 家在 50%-60% 之间，6 家在 60%-70% 之间，6 家在 70% 到 80% 之间，2 家 80% 以上；资产负债率前三位公司分别为西宁特殊钢股份有限公司、山东钢铁集团有限公司、首钢集团有限公司，达到 83.65%、83.50%、74.69%；资产负债率后三位公司分别为浙江久立特材科技股份有限公司、宝山钢铁股份有限公司、鞍山钢铁集团有限公司，资产负债率依次为 38.28%、45.56%、51.77%。

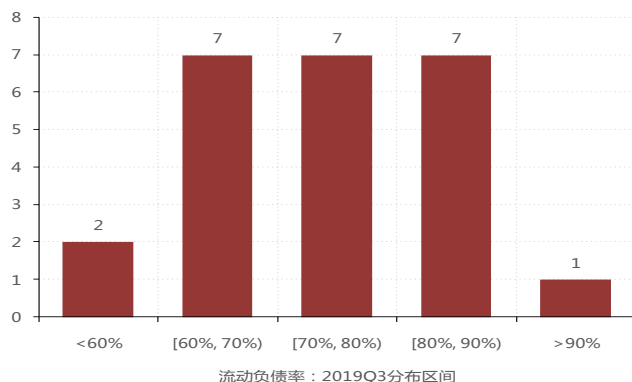
从有息债务率看，2019 年第三季度 24 个有效样本企业中，1 家低于 30%，2 家在 30%-40% 之间，7 家在 40%-50% 之间，4 家在 50%-60% 之间，7 家在 60%-70% 之间，3 家高于 70%；有息债务率前三位公司分别为太原钢铁(集团)有限公司、河钢集团有限公司、鞍山钢铁集团有限公司，有息债务率达到 74.64%、73.24%、70.96%；有息债务率后三位公司分别为南京钢铁股份有限公司、宝山钢铁股份有限公司、山东钢铁股份有限公司，有息债务率依次为 29.62%、30.87%、39.06%。

图 19：2019 年 Q3 样本企业资产负债率分布


数据来源：Wind，西南证券整理

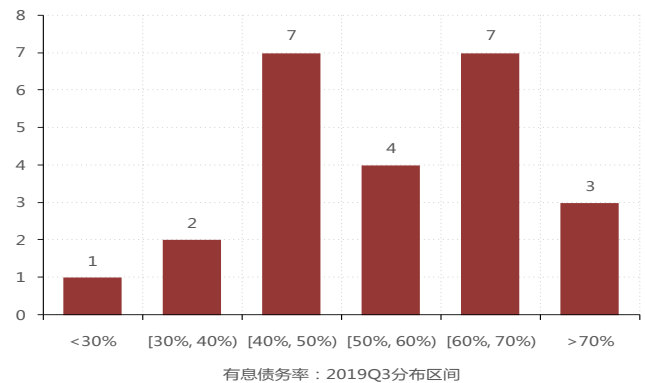
从流动负债率看，24 家样本企业中有 2 家低于 60%，各 7 家在 60%-70%、70%-80%、80%-90%之间，1 家高于 90%；流动负债率后三位公司分别为浙江久立特材科技股份有限公司、河钢集团有限公司、山东钢铁集团有限公司，流动负债率依次为 51.52%、54.73%、60.67%；流动负债率前三位公司分别为南京钢铁股份有限公司、宝山钢铁股份有限公司、马钢(集团)控股有限公司，流动负债率达到 95.02%、89.88%、88.99%。

从货币资金与短期债务之比看，6 家小于 0.2，各 5 家在 0.2-0.3、0.3-0.4 之间，4 家在 0.4-0.5 之间，3 家在 0.5-1 之间，1 家大于 1；货币资金与短期债务之比后三位公司分别为酒泉钢铁(集团)有限责任公司、江苏沙钢集团有限公司、鞍钢集团有限公司，货币资金与短期债务之比分别为 0.17、0.17、0.19；货币资金与短期债务之比前三位公司分别为浙江久立特材科技股份有限公司、新兴铸管股份有限公司、福建省冶金(控股)有限责任公司，货币资金与短期债务之比达到 2.23、0.88、0.82。

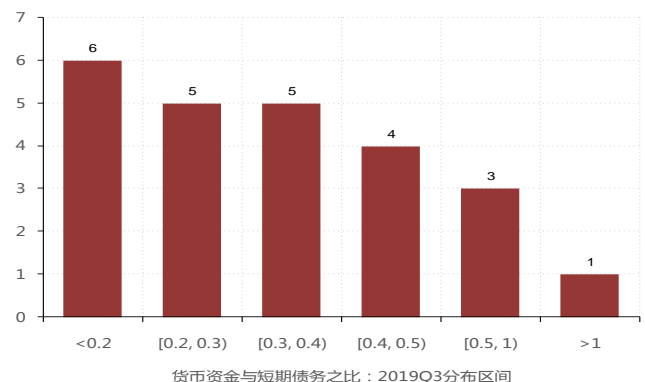
图 21：2019 年 Q3 样本企业流动负债率分布


数据来源：Wind，西南证券整理

从流动比率看，2019 年第三季度 24 家样本企业中，1 家小于 0.4，2 家在 0.4-0.5 之间，8 家在 0.5-0.7 之间，7 家在 0.7-1 之间，5 家在 1-2 之间，1 家大于 2；流动比率后三位公司分别为北京首钢股份有限公司、酒泉钢铁(集团)有限责任公司、河钢股份有限公司，流动比率分别为 0.37、0.46、0.49；流动比率前三位公司分别为浙江久立特材科技股份有限公司、新兴铸管股份有限公司、广西柳州钢铁集团有限公司，流动比率依次达到 3.06、1.23、1.15。

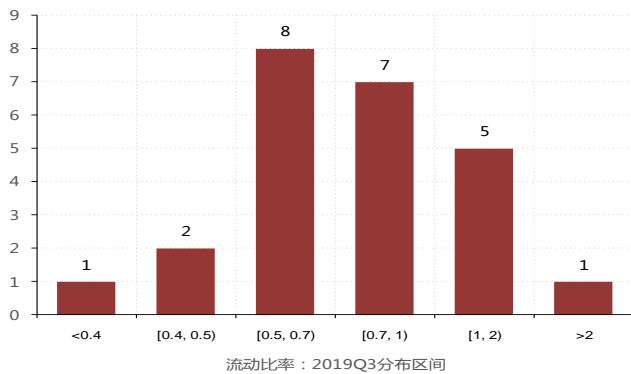
图 20：2019 年 Q3 样本企业有息债务率分布


数据来源：Wind，西南证券整理

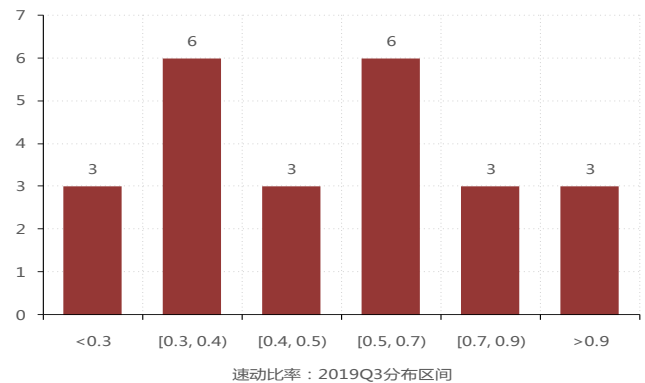
图 22：2019 年 Q3 样本企业货币资金/短期债务分布


数据来源：Wind，西南证券整理

从速动比率看,3家在0.3以下,6家在0.3-0.4之间,3家在0.4-0.5之间,6家在0.5-0.7之间,各3家在0.7-0.9之间、0.9以上;速动比率后三位公司分别为北京首钢股份有限公司、酒泉钢铁(集团)有限责任公司、鞍钢集团有限公司,速动比率依次为0.27、0.28、0.29;速动比率前三位公司分别为浙江久立特材科技股份有限公司、新兴铸管股份有限公司、山东钢铁集团有限公司,速动比率分别达到1.98、0.97、0.96。

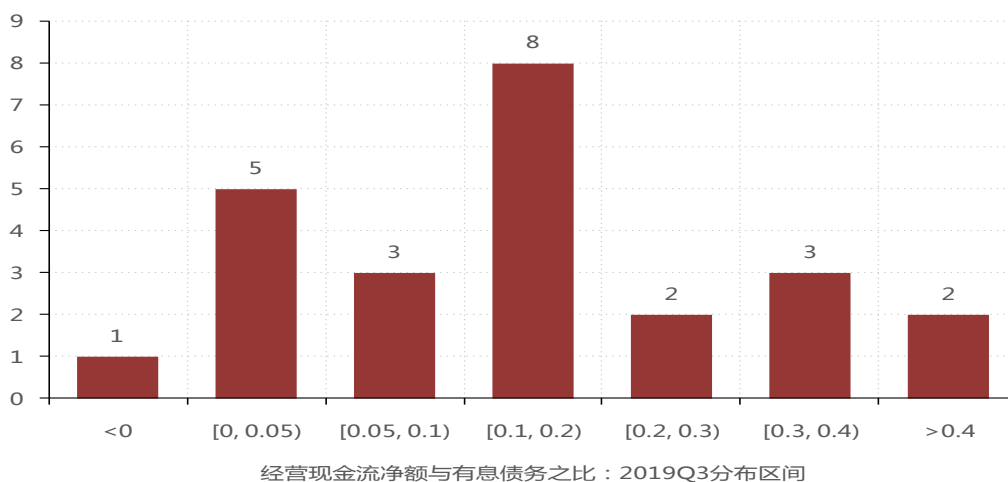
图 23: 2019 年 Q3 样本企业流动比率分布


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 24: 2019 年 Q3 样本企业速动比率分布


数据来源: Wind, 西南证券整理

从经营现金流净额与有息债务之比看,2019年第三季度24个有效样本企业中,1家小于0,5家在0-0.05之间,3家在0.05-0.1之间,8家在0.1-0.2之间,2家在0.2-0.3之间,3家在0.3-0.4之间,1家大于0.4;经营现金流净额与有息债务之比后三位公司分别为内蒙古包钢钢联股份有限公司、首钢集团有限公司、山东钢铁集团有限公司,经营现金流净额与有息债务之比依次为-0.02、0.02、0.02;经营现金流净额与有息债务之比前三位公司分别为浙江久立特材科技股份有限公司、宝山钢铁股份有限公司、福建省冶金(控股)有限责任公司,经营现金流净额与有息债务之比分别达到0.45、0.40、0.32。

图 25: 2019 年 Q3 样本企业经营现金流净额/有息债务分布


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 信用事件跟踪 (11.4-11.17)

2.1 实质违约债券统计

跟踪期内违约债券 8 只，较上期增加 1 只，违约公司数量为 5 家，较上期减少 1 家，债券余额合计 48.00 亿元，较上期减少 2.70 亿元。公司性质方面，4 家为民营企业，1 家为公众企业。是否上市方面，2 家为上市企业。区域分布方面，甘肃省、福建省、北京市各有一家，山东省有两家。其中贵人鸟股份有限公司与刚泰控股均为首次违约主体。

表 2: 本期违约债券统计

违约日期	债券简称	发行人	公司性质	是否上市	区域	所属申万二级行业
2019-11-08	17刚股01	甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	民营企业	是	甘肃	黄金
2019-11-07	19西王SCP001	西王集团有限公司	民营企业	否	山东	食品加工
2019-11-07	19西王SCP002	西王集团有限公司	民营企业	否	山东	食品加工
2019-11-07	19西王SCP003	西王集团有限公司	民营企业	否	山东	食品加工
2019-11-07	18西王CP002	西王集团有限公司	民营企业	否	山东	食品加工
2019-11-06	17胜通MTN002	山东胜通集团股份有限公司	民营企业	否	山东	
2019-11-06	14中信国安MTN002	中信国安集团有限公司	公众企业	否	北京	综合 II
2019-11-11	16贵人鸟PPN001	贵人鸟股份有限公司	民营企业	是	福建	服装家纺

数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2 信用评级调整回顾

◆ 主体评级调高的企业

跟踪期内主体评级调高的企业为 5 家，较上期增加 5 家：最新主体评级分布方面，AA、AA-、A 各 1 家，AAA 有 2 家；行业分布方面，钢铁 1 家，银行 3 家；企业性质方面，4 家为国有企业，1 家为中央企业。

表 3: 主体评级调高的企业

企业名称	最新主体评级	评级展望	所属申万二级行业	企业性质	地区
重庆兴农融资担保集团有限公司	AAA	稳定		国有企业	重庆
贵州乌当农村商业银行股份有限公司	A		银行 II	国有企业	贵州
长治银行股份有限公司	AA	稳定	银行 II	国有企业	山西
长春发展农村商业银行股份有限公司	AA-		银行 II	国有企业	吉林
攀钢集团有限公司	AAA	稳定	钢铁 II	中央企业	四川

数据来源: Wind, 西南证券整理

◆ 主体评级调低的企业

跟踪期内主体评级调低的企业为 4 家，较上期减少 1 家：最新主体评级分布方面，AA、A+、BBB、CC 各 1 家；行业分布方面，文化传媒、服装家纺各 1 家，化学制药 2 家；企业性质方面，4 家均为民营企业。

表 4：主体评级调低的企业

企业名称	最新主体评级	评级展望	所属申万二级行业	企业性质	地区
浙江唐德影视股份有限公司	A+	负面	文化传媒	民营企业	浙江
贵人鸟股份有限公司	CC	负面	服装家纺	民营企业	福建
吉林神华集团有限公司	BBB		化学制药	民营企业	吉林
浙江亚太药业股份有限公司	AA	负面	化学制药	民营企业	浙江

数据来源：Wind，西南证券整理

跟踪期内主体评级调低的企业涉及的存量债券共 6 只，较上期减少 15 只，合计余额 22.92 亿元，较上期减少 133.92 亿元，所涉债券详见表 5。

表 5：主体评级调低所涉及存量债券

代码	债券名称	债券类型	剩余期限	到期日	行权日	债券余额(亿)
128062.SZ	亚药转债	可转债	6.00	2025-04-02	赎回/回售期内	9.65
114427.SZ	19唐德01	私募债	3.00	2022-01-18	2021-01-18	2.00
114308.SZ	18唐德01	私募债	3.00	2021-03-07	2020-03-07	1.00
145808.SH	17神华01	私募债	3.00	2020-09-26		0.80
145236.SH	16神华01	私募债	3.00	2019-12-09		3.00
122346.SH	14贵人鸟	公司债	5.00	2019-12-03		6.47

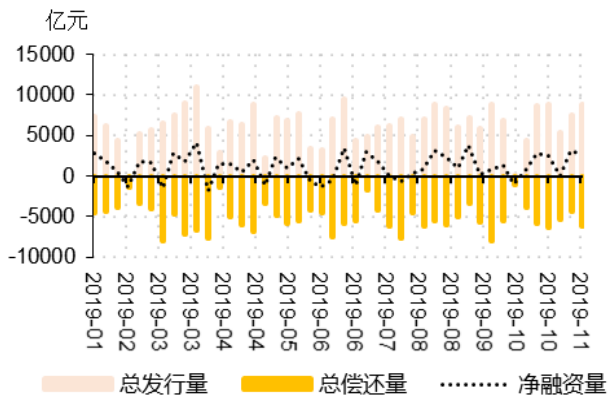
数据来源：Wind，西南证券整理

3 一级市场跟踪（11.4-11.17）

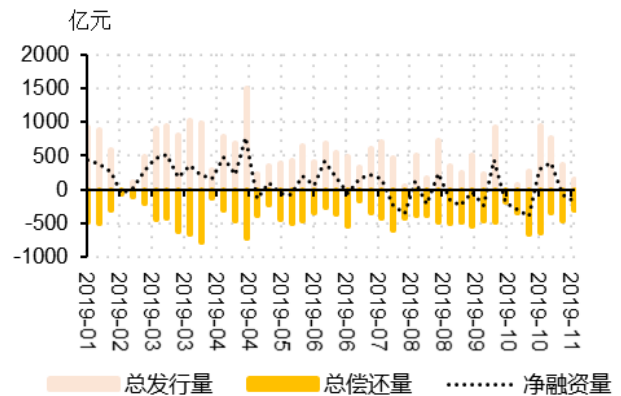
3.1 本期发行量、偿还量及净融资量

与上期同比，本期信用债市场整体发行量和净融资量大幅增加，偿还量有所减少。信用债市场总发行量 16299 亿元，同比增加 2053 亿元，最近一周发行量为 8777 亿元，位于近三年 91.50% 的分位数水平；总偿还量为 10482 亿元，同比减少 1172 亿元，最近一周总偿还量为 6155 亿元，位于 77.40% 的分位数水平；净融资量为 5817 亿元，同比增加 3226 亿元，最近一周净融资量为 2622 亿元，位于 84.70% 的分位数水平。

城投债方面，发行量、偿还量和净融资量均减少，发行量和净融资量位于历史低位。城投债总发行量为 518 亿元，同比减少 1169 亿元，最近一周发行量为 144 亿元，位于 11.10% 的分位数水平；总偿还量为 770 亿元，同比减少 226 亿元，最近一周总偿还量为 310 亿元，位于 42.60% 的分位数水平；净融资量为 -252 亿元，同比减少 943 亿元，最近一周净融资量为 -166.1 亿元，位于 10.80% 的分位数水平。

图 26：信用债发行量、偿还量及净融资量变动


数据来源：Wind，西南证券整理

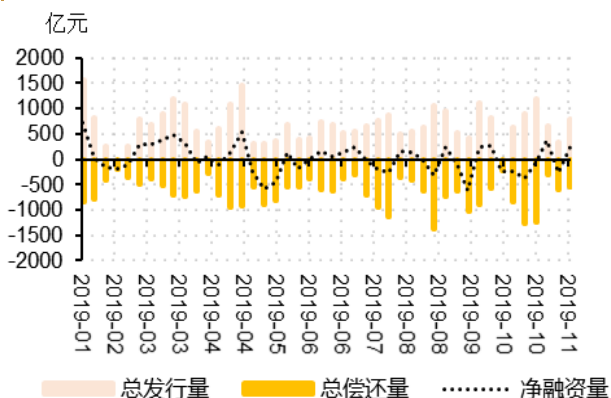
图 27：城投债发行量、偿还量及净融资量


数据来源：Wind，西南证券整理

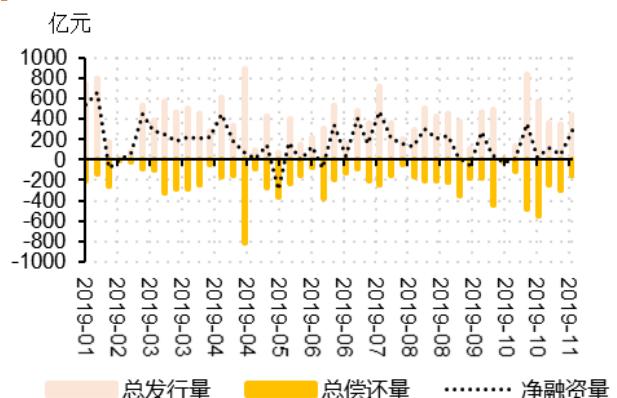
从细分品种来看，公司债、企业债和中期票据的净融资量较上期同比均有所增加，短期融资券的净融资量较上期同比有所减少。

短期融资券净融资量减少，净融资量位于历史较高水平。短期融资券总发行量为 1120 亿元，同比减少 731 亿元，最近一周发行量为 784 亿元，位于 78.40%的分位数水平；总偿还量为 1145 亿元，同比减少 385 亿元，最近一周总偿还量为 554 亿元，位于 45.20%的分位数水平；净融资量为-24 亿元，同比减少 347 亿元，最近一周净融资量为 230 亿元，位于 78.90%的分位数水平。

中期票据净融资量增加，净融资量位于历史高位。中期票据总发行量为 787 亿元，同比减少 156 亿元，最近一周发行量为 437 亿元，位于 76.40%的分位数水平；总偿还量为 448 亿元，同比减少 349 亿元，最近一周总偿还量为 148 亿元，位于 47.40%的分位数水平；净融资量为 339 亿元，同比增加 193 亿元，最近一周净融资量为 290 亿元，位于 81.50%的分位数水平。

图 28：短期融资券发行量、偿还量及净融资量变动


数据来源：Wind，西南证券整理

图 29：中期票据发行量、偿还量及净融资量


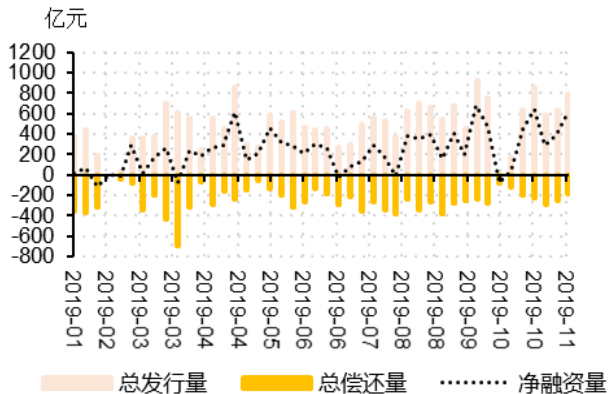
数据来源：Wind，西南证券整理

公司债净融资量增加，发行量、净融资量均位于历史高位。公司债总发行量为 1435 亿元，同比减少 9 亿元，最近一周发行量为 797 亿元，位于 98.00%的分位数水平；总偿还量为 433 亿元，同比减少 87 亿元，最近一周总偿还量为 185 亿元，位于 66.80%的分位数水

平；净融资量为 1001 亿元，同比增加 79 亿元，最近一周净融资量为 613 亿元，位于 98.70% 的分位数水平。

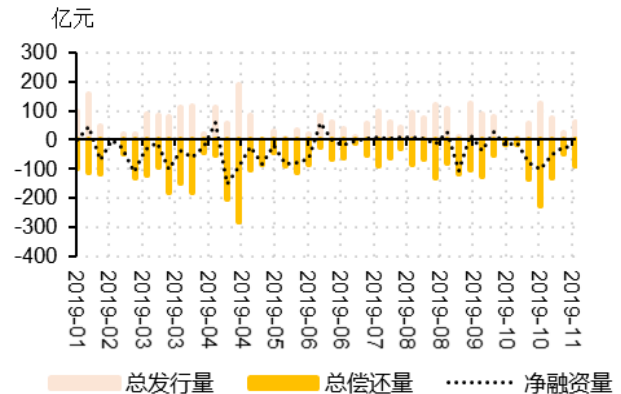
企业债净融资量增加。企业债总发行量为 86 亿元，同比减少 118 亿元，最近一周的发行量为 61 亿元，位于 50.70% 的分位数水平；总偿还量为 139 亿元，同比减少 219 亿元，最近一周的总偿还量为 90 亿元，位于 39.30% 的分位数水平；净融资量为 -52 亿元，同比增加 101 亿元，最近一周的净融资量为 -29 亿元，位于 56.00% 的分位数水平。

图 30：公司债发行量、偿还量及净融资量变动



数据来源：Wind，西南证券整理

图 31：企业债发行量、偿还量及净融资量



数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 本期发行利率

根据 NAFMII 所整理，与 10 月 30 日相比，11 月 13 日发行指导利率除 AA 级 1 年期外全部下行。

表 6：本期交易商协会发行指导利率

品种	期限	2019/11/13	2019/10/30	变动	
		%	%		BP
重点AAA	1年期	3.61	3.62	↓	-1.00
	3年期	3.97	4.00	↓	-3.00
	5年期	4.14	4.19	↓	-5.00
	7年期	4.42	4.48	↓	-6.00
AAA	1年期	3.77	3.79	↓	-2.00
	3年期	4.19	4.23	↓	-4.00
	5年期	4.48	4.52	↓	-4.00
	7年期	4.78	4.80	↓	-2.00
AA+	1年期	4.19	4.20	↓	-1.00
	3年期	4.53	4.56	↓	-3.00
	5年期	4.86	4.88	↓	-2.00
	7年期	5.19	5.22	↓	-3.00
AA	1年期	4.60	4.59	↑	1.00
	3年期	4.98	4.99	↓	-1.00
	5年期	5.58	5.61	↓	-3.00
	7年期	6.11	6.13	↓	-2.00

数据来源：Wind，西南证券整理

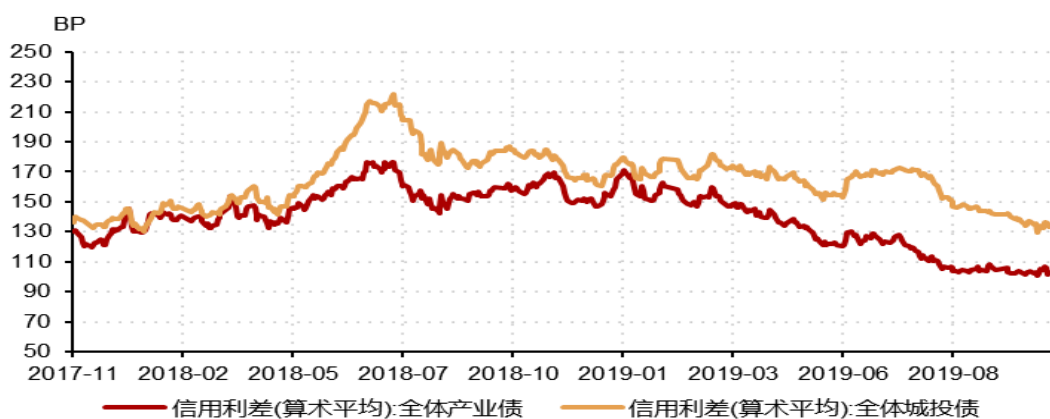
4 二级市场跟踪 (11.4-11.17)

4.1 信用利差

本部分均为截至 2019 年 11 月 14 日数据。

较上期同比, 本期产业债信用利差和城投债信用利差均下行。具体来看, 产业债信用利差下行 5.18 个基点, 位于 0.10% 的分位数水平。城投债信用利差下行 1.14 个基点, 位于 31.00% 的分位数水平。

图 32: 产业债、城投债信用利差变动



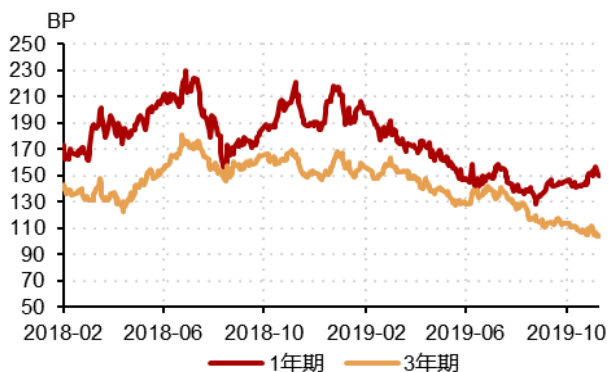
数据来源: Wind, 西南证券整理

4.1.1 产业债方面

不同期限间信用利差走势分化, 3 年期产业债信用利差达近年最低水平。其中 1 年期上行 0.55 个基点, 3 年期下行 5.79 个基点, 信用利差分别位于近三年来 45.00% 和 0.00% 的分位数水平。

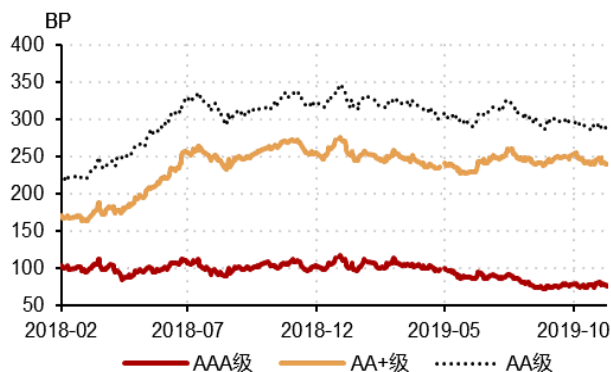
不同等级间信用利差均下行。具体, AAA 级下行 2.98 个基点, AA+ 级下行 5.15 个基点, AA 级下行 4.84 个基点, 利差分别位于 5.50%、60.60% 和 52.80% 的分位数水平。

图 33: 产业债不同期限间信用利差变动



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 34: 产业债不同等级间信用利差变动



数据来源: Wind, 西南证券整理

从行业上看，信用利差上行幅度最大的前三个行业分别为：纺织服装（61.05bps）、计算机（13.89bps）和房地产（2.15bps），信用利差下行幅度最大的前五个行业分别是：高速公路（-23.00bps）、建筑装饰（-12.14bps）、商业贸易（-9.89bps）、食品饮料（-9.69bps）和垫资（-9.25bps）；信用利差水平位于历史高位的前五个行业分别为纺织服装、计算机、机场、家用电器和电气设备，处于近三年 80% 以上分位水平，信用利差水平位于历史低位的前五个行业分别为采掘、食品饮料、汽车、建筑装饰和非银金融，均低于 2.0%。

表 7：产业债不同行业间信用利差变动

行业	信用利差 (BP)		变动 BP	分位数 (近3年)	
	2019-11-14	2019-11-01		%	
纺织服装	377.74	316.69	↑ 61.05	99.80	
计算机	241.74	227.85	↑ 13.89	99.70	
房地产	146.88	144.73	↗ 2.15	40.30	
国防军工	52.30	53.00	↘ -0.70	12.20	
医药生物	219.03	219.82	↘ -0.79	57.20	
农林牧渔	293.80	294.60	↘ -0.80	83.20	
专用设备	61.35	62.35	↘ -1.00	6.20	
家用电器	248.23	249.49	↘ -1.26	93.80	
水泥制造	62.46	63.97	↘ -1.51	30.50	
公用事业	63.05	64.61	↘ -1.56	9.80	
化工	186.29	187.87	↘ -1.58	2.40	
钢铁	93.94	95.89	↘ -1.95	9.40	
建筑材料	73.20	75.31	↘ -2.11	5.30	
航空运输	52.88	55.07	↘ -2.19	7.60	
航运	84.14	86.36	↘ -2.22	43.80	
机械设备	73.94	76.30	↘ -2.36	6.20	
港口	73.42	75.94	↘ -2.52	2.70	
机场	620.95	623.48	↘ -2.53	94.10	
电力	70.44	73.60	↘ -3.16	4.40	
有色金属	100.43	103.60	↘ -3.17	2.40	
综合	109.46	112.90	↘ -3.44	11.40	
轻工制造	424.92	428.48	↘ -3.56	76.10	
交通运输	65.10	68.83	↘ -3.73	5.10	
电气设备	252.37	256.48	↘ -4.11	84.40	
汽车	63.76	68.00	↘ -4.24	0.60	
非银金融	68.19	72.77	↘ -4.58	2.00	
铁路运输	49.59	54.24	↘ -4.65	34.40	
传媒	87.89	93.08	↘ -5.19	10.90	
通信	196.22	201.43	↘ -5.21	51.00	
煤炭开采	112.14	118.80	↘ -6.66	2.80	
采掘	95.88	104.08	↘ -8.20	0.00	
休闲服务	117.69	126.39	↘ -8.70	19.40	
电子	210.12	219.37	↘ -9.25	54.40	
食品饮料	69.69	79.38	↘ -9.69	0.00	
商业贸易	165.79	175.68	↘ -9.89	13.20	
建筑装饰	104.22	116.36	↓ -12.14	1.20	
高速公路	53.58	76.58	↓ -23.00	7.70	

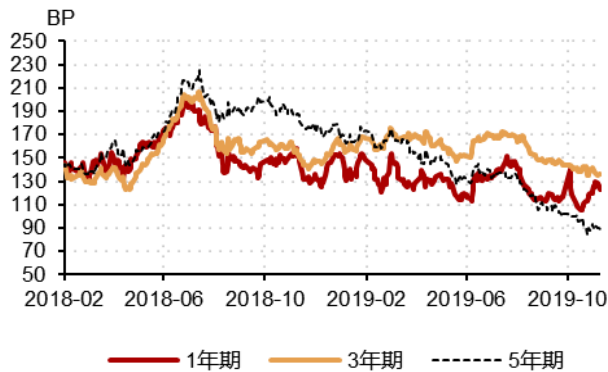
数据来源：Wind，西南证券整理

4.1.2 城投债方面

不同期限间信用利差走势分化。其中 1 年期上行 3.97 个基点，3 年期和 5 年期分别下行 4.41 个基点和 1.30 个基点。

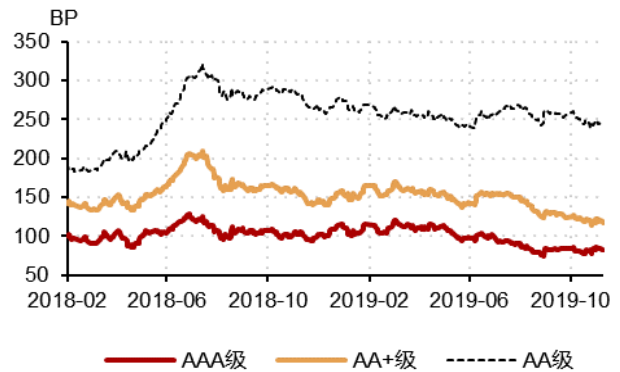
不同等级间信用利差整体下行。其中 AAA 级下行 1.99 个基点，AA+ 级下行 1.75 个基点，AA 级下行 0.02 个基点。

图 35：城投债不同期限间信用利差变动



数据来源：Wind，西南证券整理

图 36：城投债不同等级间信用利差变动



数据来源：Wind，西南证券整理

从区域上看，信用利差上行幅度最大的五个省份分别为：内蒙古、贵州、青海、湖南和宁夏，信用利差下行幅度最大的五个省份分别为：辽宁、甘肃、江西、云南和四川；信用利差水平位于历史高位的两个省份有青海和贵州，位于近三年来 80% 以上分位水平，信用利差水平处于历史低位的三个省份有河南、宁夏和吉林，位于近三年来 3% 以下分位水平。

表 8：城投债不同区域间信用利差变动

区域	信用利差 (BP)		变动 BP	分位数 (近3年) %
	2019-11-14	2019-11-01		
内蒙古	211.85	192.41	↑ 19.44	54.90
贵州	319.05	314.34	↓ 4.71	80.90
青海	149.65	146.10	↓ 3.55	85.80
湖南	211.72	211.17	↓ 0.55	55.10
宁夏	74.33	73.78	↓ 0.55	2.30
吉林	126.47	126.86	↓ -0.39	2.90
山东	158.36	159.01	↓ -0.65	62.20
安徽	105.39	106.25	↓ -0.86	18.80
浙江	103.19	104.71	↓ -1.52	20.80
江苏	151.65	153.23	↓ -1.58	37.30
湖北	113.92	115.95	↓ -2.03	8.00
广西	178.38	180.53	↓ -2.15	50.40
重庆	164.75	166.90	↓ -2.15	36.50
新疆	141.66	143.89	↓ -2.23	30.30
广东	72.31	74.63	↓ -2.32	5.70
北京	69.04	71.59	↓ -2.55	9.80
福建	84.96	88.16	↓ -3.20	5.00
上海	50.88	54.19	↓ -3.31	5.70
陕西	154.81	158.14	↓ -3.33	50.50
山西	158.03	161.43	↓ -3.40	9.50
天津	108.49	112.53	↓ -4.04	34.00

表 8：城投债不同区域间信用利差变动

区域	2019-11-15	2019-11-01	变动	分位数
黑龙江	233.66	237.80	↓ -4.14	46.00
河南	77.20	82.76	↓ -5.56	0.60
河北	155.82	162.85	↓ -7.03	54.20
四川	117.97	125.94	↓ -7.97	7.90
云南	197.53	206.89	↓ -9.36	44.60
江西	120.93	133.65	↓ -12.72	18.30
甘肃	88.31	101.23	↓ -12.92	20.00
辽宁	221.39	237.69	↓ -16.30	49.40

数据来源：Wind，西南证券整理

4.1.3 细分品种方面

信用利差方面，与上期末同比，本期细分品种利差均下行。其中，3年期和5年期中期票据的信用利差下行幅度最为明显，均下行超过9.00个基点，1年期短期融资券的信用利差下行幅度较小，AAA级、AA+级和AA级分别下行0.30个基点、1.64个基点和1.07个基点。

表 9：细分品种各期限各等级信用利差变动

类别	等级	信用利差(%)		变动	分位数(近3年)	
		2019-11-15	2019-11-01		BP	%
短融1Y	AAA	0.61	0.61	↓ -0.30	13.20	
	AA+	0.73	0.75	↓ -1.64	8.10	
	AA	0.80	0.81	↓ -1.07	1.50	
中票3Y	AAA	0.72	0.81	↓ -9.51	9.60	
	AA+	0.86	0.99	↓ -12.73	5.80	
	AA	1.07	1.18	↓ -10.74	0.10	
中票5Y	AAA	0.67	0.78	↓ -10.52	8.70	
	AA+	0.89	0.98	↓ -9.00	6.00	
	AA	1.36	1.46	↓ -9.47	4.90	
公司债3Y	AAA	0.70	0.78	↓ -8.49	11.20	
	AA+	0.89	0.97	↓ -8.62	11.30	
	AA	1.08	1.16	↓ -7.88	0.90	
公司债5Y	AAA	0.68	0.76	↓ -7.80	10.50	
	AA+	0.86	0.96	↓ -9.79	5.20	
	AA	1.39	1.45	↓ -6.06	5.80	
企业债3Y	AAA	0.70	0.77	↓ -7.60	11.30	
	AA+	0.84	0.95	↓ -11.60	6.30	
	AA	1.09	1.17	↓ -8.60	1.30	
企业债5Y	AAA	0.68	0.74	↓ -6.22	9.50	
	AA+	0.88	0.94	↓ -6.22	4.70	
	AA	1.38	1.44	↓ -6.22	3.30	
企业债7Y	AAA	0.96	1.05	↓ -8.77	3.80	
	AA+	1.38	1.47	↓ -8.77	5.40	
	AA	2.02	2.11	↓ -8.77	30.10	

数据来源：Wind，西南证券整理

同期限不同级别信用利差方面，与上期末同比，本期各细分品种利差变动不一。其中1年期短期融资券、3年期中期票据、3年期企业债和5年期企业债整体下行。

表 10：细分品种同期限不同级别间信用利差变动

类别	等级	信用利差(%)		变动 BP	分位数(近3年)	
		2019-11-15	2019-11-01		%	
短融1Y	AA+/AAA	0.13	0.14	↓ -1.34	1.00	
	AA/AAA	0.19	0.20	↓ -0.77	0.10	
中票3Y	AA+/AAA	0.14	0.17	↓ -3.22	0.40	
	AA/AAA	0.35	0.37	↓ -1.23	7.80	
中票5Y	AA+/AAA	0.21	0.20	↑ 1.52	8.70	
	AA/AAA	0.69	0.68	↑ 1.05	47.10	
公司债3Y	AA+/AAA	0.19	0.19	↓ -0.13	26.00	
	AA/AAA	0.38	0.38	↑ 0.61	9.20	
公司债5Y	AA+/AAA	0.18	0.20	↓ -1.99	3.00	
	AA/AAA	0.71	0.69	↑ 1.74	46.50	
企业债3Y	AA+/AAA	0.14	0.18	↓ -4.00	0.00	
	AA/AAA	0.39	0.40	↓ -1.00	9.60	
企业债5Y	AA+/AAA	0.20	0.20	↓ 0.00	3.20	
	AA/AAA	0.70	0.70	↓ 0.00	45.20	
企业债7Y	AA+/AAA	0.42	0.42	↑ 0.00	49.90	
	AA/AAA	1.06	1.06	↑ 0.00	56.50	

数据来源：Wind，西南证券整理

4.2 期限利差

与上期末同比，产业债方面，本期各等级 10Y-1Y 期限利差均较大幅度下行。城投债方面，各等级 5Y-1Y 期限利差均走窄。

表 11：产业债、城投债期限利差

类别	等级	利差(%)		变动 BP	分位数(近3年)	
		2019-11-15	2019-11-01		%	
产业债	AA+：10年期-1年期	1.28	1.37	↓ -9.57	65.30	
	AA：10年期-1年期	1.83	1.93	↓ -10.32	58.10	
城投债	AAA：5年期-1年期	0.62	0.76	↓ -13.83	68.90	
	AA+：5年期-1年期	0.73	0.78	↓ -4.83	73.90	
	AA：5年期-1年期	0.83	0.91	↓ -7.83	72.60	

数据来源：Wind，西南证券整理

4.3 交投活跃程度

本期信用债市场整体交投活跃程度有所上升，较上期换手率¹同比升 0.55%，成交量同比升 3700.87 亿元。

城投债方面交投活跃程度有所下降，较上期换手率同比降 0.02%，成交量同比降 9.70 亿元。

¹ 换手率用本期交易量与期末债券存量的比例衡量。

表 12：二级市场交投活跃程度变动

品种 类别		信用债		其中：城投债	
		成交量	换手率	成交量	换手率
2019-11-11	2019-11-17	16242.62	5.07	1560.11	1.82
2019-11-04	2019-11-10	14593.84	4.58	1753.55	2.04
2019-10-28	2019-11-03	12712.71	4.00	1660.69	1.95
2019-10-21	2019-10-27	14422.88	4.55	1662.67	1.96
变化（亿元/%）		↑3700.87	↗ 0.55	↓ -9.70	↘ -0.02

数据来源：Wind，西南证券整理

从细分品种来看，各品种交投活跃程度变化不一，短期融资券换手率和成交量均较上期均有所上升。

短期融资券换手率同比升 1.42%，成交额为 3470 亿元，同比升 606 亿元。中期票据换手率同比降 0.24%，成交额为 4049 亿元，同比降 283 亿元。公司债和企业债成交量和换手率均与上期基本持平。

表 13：二级市场细分品种交投活跃程度变动

品种 类别		短期融资券		中期票据		公司债		企业债	
		成交量	换手率	成交量	换手率	成交量	换手率	成交量	换手率
2019-11-11	2019-11-17	1390.51	6.70	1909.56	2.96	105.64	0.16	282.43	1.19
2019-11-04	2019-11-10	2079.51	10.05	2139.57	3.33	125.77	0.19	257.22	1.08
2019-10-28	2019-11-03	1262.34	6.05	2145.70	3.35	116.98	0.18	266.58	1.12
2019-10-21	2019-10-27	1601.31	7.86	2186.74	3.42	114.00	0.17	273.27	1.14
变化（亿元/%）		↑ 606.37	↗ 1.42	↓ -283.31	↘ -0.24	↗ 0.43	↘ 0.00	↓ -0.20	↗ 0.00

数据来源：Wind，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn