

证券研究报告

2024年08月15日

固定收益：固定收益专题

从信用策略到信用主体

作者：

分析师 孙彬彬 SAC执业证书编号：S1110516090003

分析师 孟万林 SAC执业证书编号：S1110521060003



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

利差分析

信用策略框架

主体信用资质分析

历史违约案例分析

风险提示：①数据统计或有遗漏。②宏观环境发生超预期变化，财政政策出现超预期变化。③信用风险发酵超预期。

Part01

利差分析

Part02

信用策略框架

Part03

主体信用资质分析

Part04

历史违约案例分析



PART 01

利差分析

■ 什么是信用利差？

- **信用利差：**信用利差是指同期限的信用债收益率与利率债收益率（多用国开债）的差值。其本质是对信用潜在风险（包括流动性风险和信用违约风险）的补偿，信用利差越大，说明该债券潜在的风险越高。
- **等级利差：**等级利差是指同期限的低评级债和高评级债之间收益率的差值。反映了市场对于不同评级的信用债的认可度差异。
- **期限利差：**期限利差是指长端收益率与短端收益率的差值。长端利率主要受到经济基本面的影响，短端利率主要受到货币政策和市场流动性的影响，期限利差一般而言具有回归均值的特性，同时期限利差也是未来债券市场走势的重要指导。
- 其他还有个券利差、行业利差、区域利差、私募利差等等。

■ 信用利差中包含了什么？

- **信用风险溢价：**信用债存在潜在违约风险，企业违约概率越高，所需要的风险溢价越高。经济基本面对企业违约风险有明显的影响，经济下行，企业的违约风险增加，投资者要求的风险溢价增加。
- **流动性风险溢价：**信用债的交易不活跃，流动性较差，存在流动性风险，且往往信用资质越差的债券，流动性越差，所需要的风险溢价也越高。货币政策对流动性溢价的影响较大，一般货币政策宽松时，市场流动性充裕，投资者要求的流动性溢价比较低。
- **税收及其他**

信用与利率的税收区别

对不同机构而言，税收上存在较大差别。公募基金在普通信用债投资上需要缴纳3%的增值税，资管产品在此基础上还需要对资本利得缴纳增值税，银行自营税收负担更为沉重。因而，对不同机构而言，实际上信用债和利率债的投资回报差异会很明显。而2024年以来，资金主要从银行流向非银，非银税收负担不重，也是“信用利率化”的一部分原因。

图：各类机构投资税收情况

机构类型		税种	国债	地方债	政金债	同业存单	金融债	信用债
银行自营	持有期利息收入	增值税	免	免	免	免	免	6%
		企业所得税	免	免	25%	25%	25%	25%
	资本利得	增值税	6%	6%	6%	6%	6%	6%
		企业所得税	25%	25%	25%	25%	25%	25%
公募基金	持有期利息收入	增值税	免	免	免	免	免	3%
		企业所得税	免	免	免	免	免	免
	资本利得	增值税	免	免	免	免	免	免
		企业所得税	免	免	免	免	免	免
资管产品	持有期利息收入	增值税	免	免	免	免	免	3%
		企业所得税	免	免	免	免	免	免
	资本利得	增值税	3%	3%	3%	3%	3%	3%
		企业所得税	免	免	免	免	免	免

资料来源：中国人大网，国家税务总局等，天风证券研究所

信用与利率的税收区别

- 即使社会融资需求不足的问题不发生改变，但如果未来资金流向发生改变，由于不同机构的税收不同，可能也会对市场形成一些明显的影响。
- 比如，同业存单和剩余期限为1年的短融中票相比，公募基金投资同业存单是免税的，而参与短融中票需要缴纳3%的增值税，因而实际上虽然短融中票估值高，但税后收益并没有显著优势，甚至AAA等级还低于同业存单。对银行而言，实际考虑更为复杂，增值税、所得税（公司层面征收）、资本占用带来的机会成本等等。

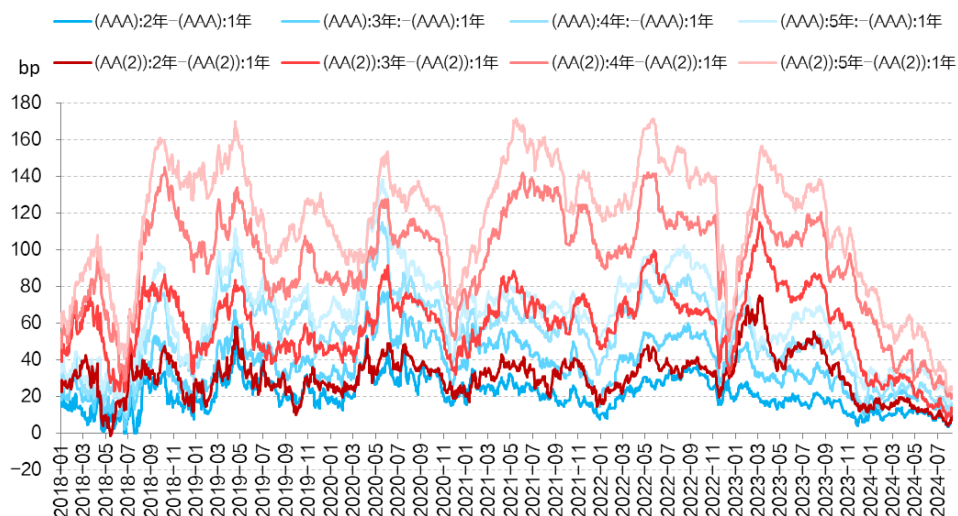
表：不同机构增值税税收中票与同业存单的投资收益对比

2024/7/19	计算考虑的税种	中短期票据到期收益率(AAA):1年	中短期票据到期收益率(AA+):1年	中短期票据到期收益率(AA):1年	同业存单到期收益率(AAA):1年	同业存单到期收益率(AA+):1年	同业存单到期收益率(AA):1年
		1.9917%	2.0718%	2.1118%	1.9732%	2.0132%	2.0632%
公募税收 (bp)	增值税	5.80	6.03	6.15	-	-	-
银行自营税收 (bp)	增值税	11.27	11.73	11.95	-	-	-
资管产品税收 (bp)	增值税	5.80	6.03	6.15	-	-	-
公募税后收益		1.9337%	2.0115%	2.0503%	1.9732%	2.0132%	2.0632%
银行自营税后收益		1.8790%	1.9545%	1.9923%	1.9732%	2.0132%	2.0632%
资管产品税后收益		1.9337%	2.0115%	2.0503%	1.9732%	2.0132%	2.0632%

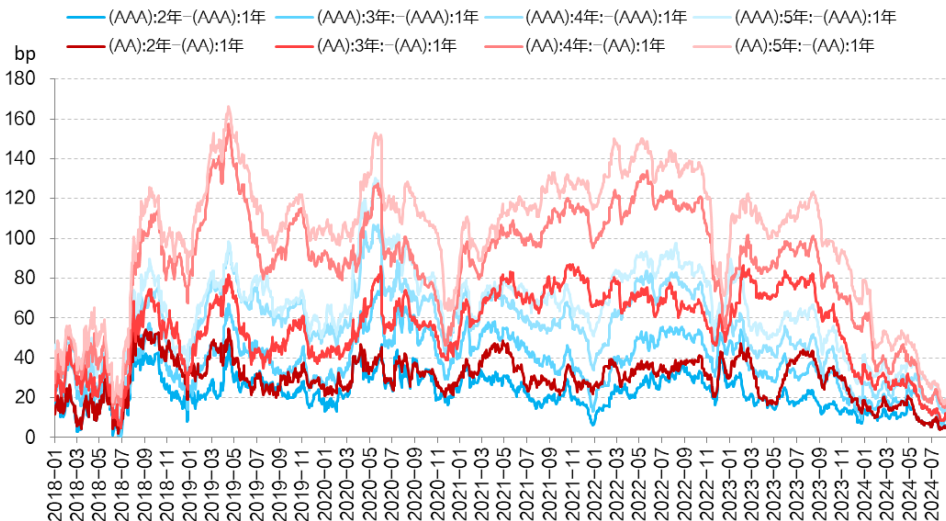
资料来源：Wind，天风证券研究所

- 从期限利差的历史走势看，2024年信用债期限利差整体呈现下降趋势，各等级期限利差波动收窄，其中低等级长期限利差收窄幅度更大，截至7月末已处于历史低位。以城投债为例，7月末AA(2)级5Y-1Y利差已较年初下降约55bp。

图：城投债AAA级与AA(2)级期限利差走势回顾



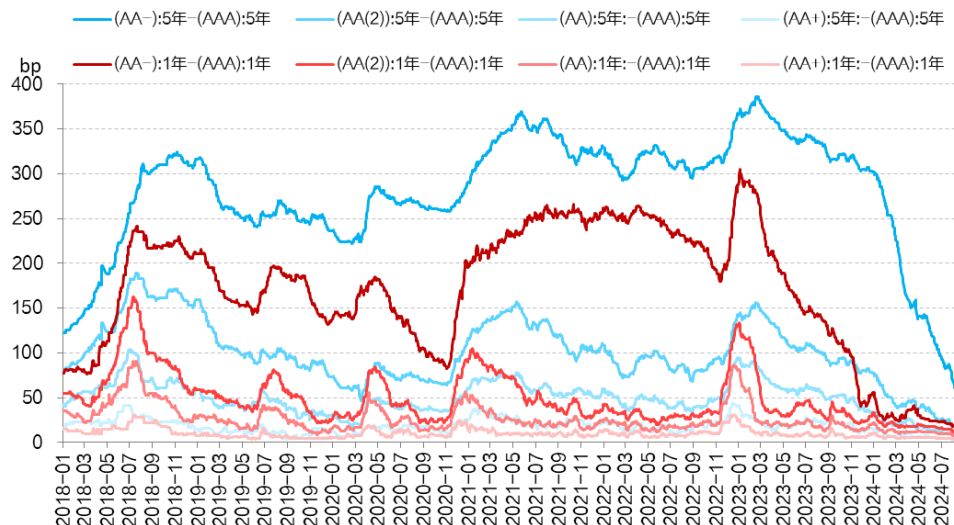
图：中短期票据AAA级与AA级期限利差走势回顾



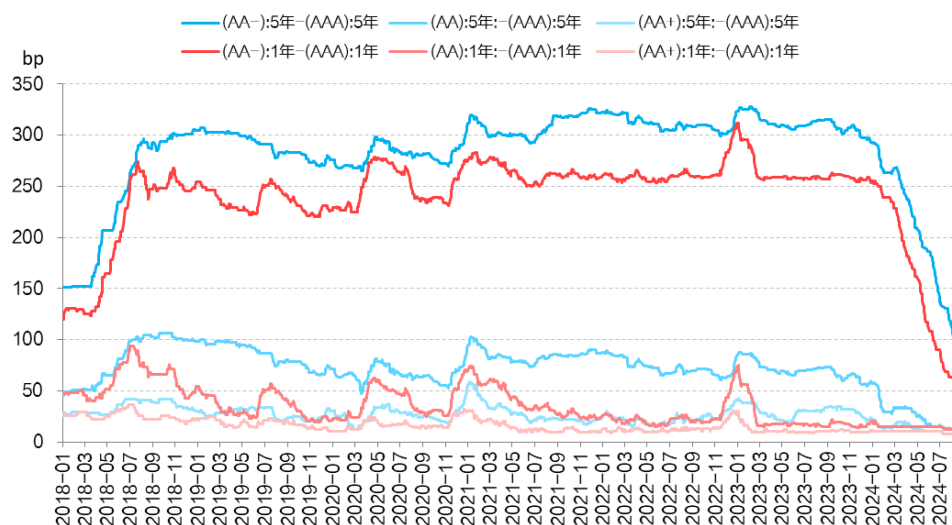
资料来源：Wind，天风证券研究所

- 从等级利差的历史走势看，2024年以来信用债等级利差收窄，其中低等级城投债利差收窄幅度最大，较高等级城投债利差呈现低位压缩。低等级与高等级中短期票据利差分化较为明显，低等级利差已压降至历史低位。

图：城投债5Y与1Y等级利差走势回顾

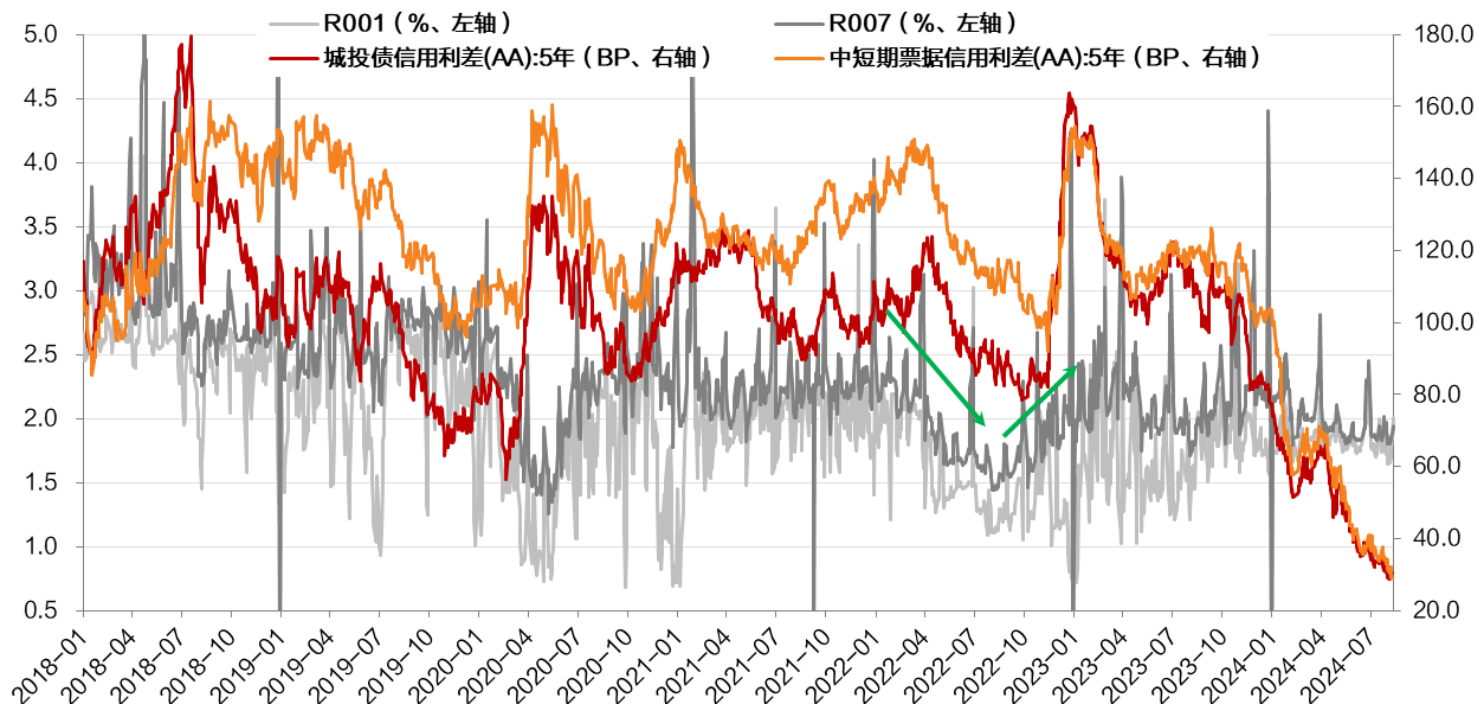


图：中短期票据5Y与1Y等级利差走势回顾



- 资金面对利差趋势的影响并不明显，但在某些阶段、幅度较小范围内的波动，会有比较明显的影响。比较典型的如2022年4-10月，资金面整体持续宽松，信用利差也被持续压缩。而在比较多资金面波动较大的阶段，往往都会出现信用利差的显著上行。

图：信用债利差与资金面走势对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

- 从历史行情来看，信用利差和利率基本上呈现一致的走势。利率下行区间，债券牛市行情延续，资金涌入债市，期望通过一定程度的下沉和拉长久期来锁定资本利得，债市投资热情高，信用利差压缩；反之，当利率上行区间，债市谨慎情绪增加，资金要求更高的收益回报，利差上行。
- 当然，从历史经验来看，信用利差还受诸多因素如信用风险事件、政策等影响，且我们认为多数时候这些因素才是信用定价的基础。

图：信用债利差与利率走势对比



资料来源：Wind，中国政府网等，天风证券研究所

- 通过将历史上的9次信用债调整进行对比，我们试图去总结利差大幅调整的原因，可以发现：利差的短时间大幅度调整，多由信用风险事件、监管政策等事件引发。9次大幅调整中，2011年、2016年、2020年末均由信用风险事件引发，2014年、2017年、2018年、2022年均由监管或其他政策调整引发，2013年、2020年初是特殊环境下的信用债调整。

表：2010年以来九次信用利差走阔行情复盘

发生日期	信用利差最低点	信用利差最高点	变化幅度（BP）	区间交易日（天）	核心事件
2022/11/10-2022/12/23	0.54%	1.43%	89.8	32	疫情防控优化、地产支持政策出台、理财赎回踩踏
2020/11/10-2020/11/24	0.66%	0.96%	30.0	11	永煤超预期违约
2020/03/09-2020/04/07	0.64%	1.31%	66.9	21	新冠疫情、美元流动性危机
2018/04/27-2018/06/12	0.94%	1.40%	45.6	31	资管新规正式落地
2017/04/13-2017/05/15	0.78%	1.22%	44.5	22	银监会“三三四十”整治活动
2016/11/09-2016/12/20	0.51%	1.01%	50.6	30	“特朗普交易”行情、货币基金赎回潮、国海证券萝卜章事件
2014/12/08-2014/12/24	1.14%	2.14%	99.4	13	中证登黑天鹅事件
2013/11/01-2013/11/29	1.38%	1.92%	54.1	21	资金面持续紧张
2011/07/01-2011/09/30	1.91%	3.03%	112.5	65	云投集团重组事件

资料来源：Wind，中国政府网，央行，央广网等，天风证券研究所



PART 02

信用策略框架

- 以2023年为例，拉久期>信用下沉，低等级二永>低等级城投>高等级二永>高等级城投

图：2023年中债估值曲线的投资收益回报

关键年期	1Y	1.5Y	2Y	2.5Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
国债	2.10%	2.30%	2.62%	2.74%	2.78%	3.11%	3.75%	4.71%	5.08%	6.69%	10.61%
国开债	2.23%	2.45%	2.68%	2.86%	2.99%	3.82%	4.22%	5.11%	4.97%	8.80%	11.80%
中短期票据(AAA)	2.71%	3.01%	3.40%	3.76%	4.15%	4.82%	6.12%	6.85%	8.85%		
中短期票据(AA+)	3.01%	3.48%	3.96%	4.51%	5.09%	5.97%	7.38%	7.55%	9.64%		
中短期票据(AA)	3.44%	4.09%	4.71%	5.40%	6.09%	6.92%	8.08%	8.36%	10.59%		
中短期票据(AA-)	5.83%	6.50%	7.12%	7.80%	8.49%	9.30%	10.41%				
企业债(AAA)	2.76%	3.07%	3.45%	3.81%	4.22%	4.93%	6.08%	6.66%	8.86%		
企业债(AA+)	3.02%	3.48%	4.03%	4.56%	5.11%	6.23%	7.45%	7.45%	9.72%		
企业债(AA)	3.31%	3.87%	4.53%	5.14%	5.70%	6.66%	7.51%	7.36%	9.44%		
企业债(AA-)	5.70%	6.28%	6.95%	7.55%	8.11%	9.08%	9.89%				
城投债(AAA)	2.86%	3.18%	3.49%	3.90%	4.37%	5.22%	5.97%	7.03%	8.84%		
城投债(AA+)	3.11%	3.61%	4.19%	4.77%	5.35%	6.48%	7.34%	8.64%	10.42%		
城投债(AA)	3.68%	4.38%	5.15%	5.90%	6.64%	8.28%	9.05%	9.88%	11.94%		
城投债(AA(2))	4.18%	5.10%	6.11%	6.94%	7.61%	9.65%	9.77%				
城投债(AA-)	5.74%	7.67%	10.07%	11.60%	12.21%	13.44%	11.99%				
银行二级资本债(AAA)	2.92%	3.25%	3.69%	4.20%	4.75%	5.76%	6.56%	7.65%	9.37%		
银行二级资本债(AA+)	3.01%	3.45%	3.89%	4.47%	5.11%	6.31%	7.13%	8.29%	10.22%		
银行二级资本债(AA)	3.40%	4.04%	4.68%	5.42%	6.17%	7.62%	8.95%	10.59%	13.27%		
银行二级资本债(AA-)	4.03%	4.83%	5.65%	6.54%	7.40%	9.10%	9.83%				
银行永续(AAA-)	3.15%	3.63%	4.27%	4.96%	5.66%	6.96%	7.99%	9.50%	11.44%		
银行永续(AA+)	3.25%	3.78%	4.44%	5.15%	5.91%	7.27%	8.27%	9.86%	11.91%		
银行永续(AA)	3.70%	4.44%	5.27%	6.16%	7.02%	8.67%	9.89%	11.18%	13.56%		
银行永续(AA-)	4.62%	5.43%	6.29%	7.21%	8.10%	9.17%	10.23%				
证券公司债(AAA)	2.75%	3.14%	3.48%	3.87%	4.32%	5.12%	6.02%	6.78%	9.42%		
证券公司债(AA+)	3.01%	3.57%	3.95%	4.48%	5.15%	6.11%	6.98%	7.68%	10.55%		
证券公司债(AA)	3.53%	4.23%	4.76%	5.56%	6.49%	6.92%	7.81%				
证券公司次级债(AA+)	3.15%	3.98%	4.61%	5.30%	5.77%	6.53%	6.72%	6.48%	8.27%		
证券公司次级债(AA)	3.48%	4.52%	5.36%	6.26%	6.93%	7.83%	8.26%				
同业存单(AAA)	2.42%										
同业存单(AA+)	2.57%										

资料来源：Wind，天风证券研究所

■ 2023年，信用债无论是下沉还是拉久期，都获得不错的投资收益。

□ 票息收益是信用债投资收益的基础，越下沉，票息收益越高；资本利得是锦上添花，在利率下行背景下，久期越长，债券的资本利得越丰厚；但如果利率上行，也会带来投资损失。

图：2023年中债估值曲线的票息收益

关键年期	1Y	1.5Y	2Y	2.5Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
国债	2.10%	2.22%	2.35%	2.39%	2.40%	2.50%	2.64%	2.82%	2.84%	2.97%	3.20%
国开债	2.23%	2.36%	2.44%	2.51%	2.54%	2.72%	2.83%	2.99%	2.99%	3.29%	3.37%
中短期票据(AAA)	2.71%	2.84%	2.96%	3.08%	3.17%	3.26%	3.50%	3.57%	3.70%		
中短期票据(AA+)	3.01%	3.19%	3.30%	3.44%	3.57%	3.66%	3.91%	3.99%	4.12%		
中短期票据(AA)	3.44%	3.62%	3.73%	3.87%	4.00%	4.09%	4.34%	4.42%	4.55%		
中短期票据(AA-)	5.83%	6.02%	6.12%	6.26%	6.39%	6.48%	6.73%				
企业债(AAA)	2.76%	2.89%	3.02%	3.12%	3.20%	3.32%	3.50%	3.54%	3.71%		
企业债(AA+)	3.02%	3.20%	3.37%	3.49%	3.58%	3.74%	3.93%	3.97%	4.14%		
企业债(AA)	3.31%	3.49%	3.66%	3.78%	3.87%	4.03%	4.22%	4.26%	4.43%		
企业债(AA-)	5.70%	5.88%	6.05%	6.17%	6.26%	6.42%	6.61%				
城投债(AAA)	2.86%	2.96%	3.05%	3.16%	3.28%	3.41%	3.52%	3.65%	3.78%		
城投债(AA+)	3.11%	3.28%	3.45%	3.58%	3.69%	3.82%	3.93%	4.06%	4.20%		
城投债(AA)	3.68%	3.84%	3.99%	4.11%	4.20%	4.40%	4.44%	4.55%	4.69%		
城投债(AA(2))	4.18%	4.36%	4.54%	4.61%	4.63%	4.88%	4.92%				
城投债(AA-)	5.74%	6.15%	6.66%	6.83%	6.87%	7.12%	7.17%				
银行二级资本债(AAA)	2.92%	3.05%	3.17%	3.30%	3.42%	3.61%	3.73%	3.78%	3.89%		
银行二级资本债(AA+)	3.01%	3.18%	3.29%	3.43%	3.56%	3.78%	3.87%	3.93%	4.04%		
银行二级资本债(AA)	3.40%	3.60%	3.74%	3.88%	4.01%	4.23%	4.37%	4.43%	4.54%		
银行二级资本债(AA-)	4.03%	4.26%	4.43%	4.58%	4.70%	4.92%	5.06%				
银行永续(AAA-)	3.15%	3.33%	3.52%	3.66%	3.78%	3.99%	4.08%	4.14%	4.22%		
银行永续(AA+)	3.25%	3.44%	3.62%	3.76%	3.87%	4.09%	4.18%	4.24%	4.32%		
银行永续(AA)	3.70%	3.89%	4.09%	4.23%	4.34%	4.55%	4.65%	4.71%	4.79%		
银行永续(AA-)	4.62%	4.84%	5.03%	5.17%	5.28%	5.49%	5.59%				
证券公司债(AAA)	2.75%	2.91%	3.02%	3.13%	3.24%	3.35%	3.51%	3.58%	3.81%		
证券公司债(AA+)	3.01%	3.23%	3.31%	3.45%	3.59%	3.70%	3.84%	3.91%	4.14%		
证券公司债(AA)	3.53%	3.77%	3.87%	4.08%	4.29%	4.40%	4.54%				
证券公司次级债(AA+)	3.15%	3.51%	3.64%	3.80%	3.87%	3.90%	3.95%	3.96%	4.14%		
证券公司次级债(AA)	3.48%	3.90%	4.06%	4.25%	4.35%	4.42%	4.48%				
同业存单(AAA)	2.42%										
同业存单(AA+)	2.57%										

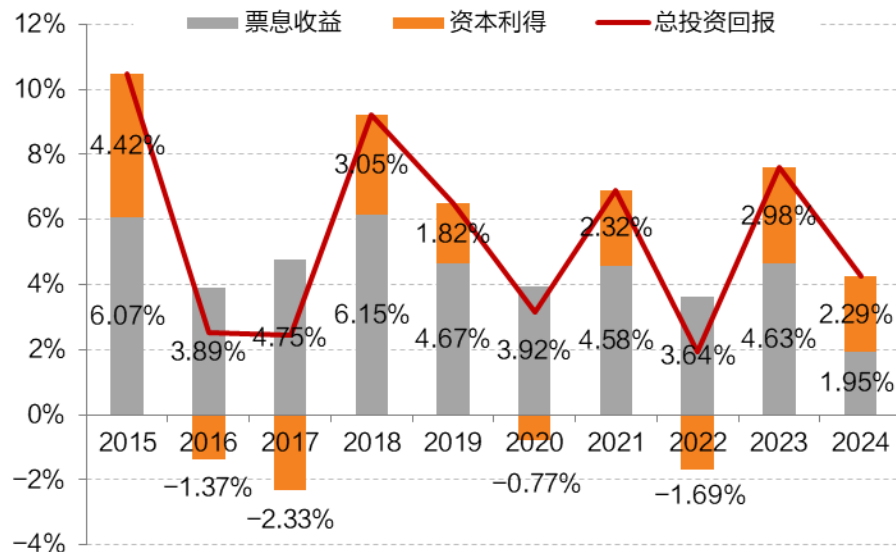
图：2023年中债估值曲线的资本利得

关键年期	1Y	1.5Y	2Y	2.5Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
国债	0.00%	0.08%	0.27%	0.34%	0.38%	0.61%	1.11%	1.89%	2.24%	3.72%	7.41%
国开债	0.00%	0.09%	0.24%	0.35%	0.44%	1.10%	1.39%	2.12%	1.98%	5.51%	8.42%
中短期票据(AAA)	0.00%	0.17%	0.43%	0.69%	0.98%	1.56%	2.62%	3.28%	5.15%		
中短期票据(AA+)	0.00%	0.29%	0.66%	1.06%	1.52%	2.30%	3.47%	3.56%	5.52%		
中短期票据(AA)	0.00%	0.47%	0.98%	1.53%	2.09%	2.83%	3.74%	3.95%	6.04%		
中短期票据(AA-)	0.00%	0.48%	1.00%	1.54%	2.09%	2.81%	3.68%				
企业债(AAA)	0.00%	0.19%	0.43%	0.69%	1.03%	1.62%	2.58%	3.12%	5.16%		
企业债(AA+)	0.00%	0.28%	0.66%	1.07%	1.53%	2.49%	3.53%	3.48%	5.58%		
企业债(AA)	0.00%	0.39%	0.87%	1.36%	1.83%	2.63%	3.29%	3.10%	5.01%		
企业债(AA-)	0.00%	0.41%	0.90%	1.38%	1.85%	2.65%	3.29%				
城投债(AAA)	0.00%	0.22%	0.45%	0.74%	1.10%	1.81%	2.46%	3.38%	5.06%		
城投债(AA+)	0.00%	0.33%	0.74%	1.19%	1.66%	2.66%	3.42%	4.59%	6.22%		
城投债(AA)	0.00%	0.55%	1.16%	1.79%	2.43%	3.88%	4.60%	5.33%	7.25%		
城投债(AA(2))	0.00%	0.74%	1.57%	2.33%	2.98%	4.77%	4.85%				
城投债(AA-)	0.00%	1.51%	3.41%	4.78%	5.34%	6.32%	4.82%				
银行二级资本债(AAA)	0.00%	0.21%	0.51%	0.90%	1.34%	2.15%	2.83%	3.87%	5.48%		
银行二级资本债(AA+)	0.00%	0.27%	0.61%	1.04%	1.54%	2.53%	3.26%	4.35%	6.18%		
银行二级资本债(AA)	0.00%	0.44%	0.94%	1.54%	2.16%	3.40%	4.58%	6.16%	8.73%		
银行二级资本债(AA-)	0.00%	0.56%	1.22%	1.96%	2.70%	4.18%	4.77%				
银行永续(AAA-)	0.00%	0.30%	0.75%	1.30%	1.88%	2.97%	3.91%	5.36%	7.23%		
银行永续(AA+)	0.00%	0.35%	0.82%	1.39%	2.03%	3.18%	4.09%	5.62%	7.59%		
银行永续(AA)	0.00%	0.54%	1.19%	1.92%	2.68%	4.12%	5.24%	6.47%	8.77%		
银行永续(AA-)	0.00%	0.58%	1.26%	2.04%	2.82%	3.68%	4.64%				
证券公司债(AAA)	0.00%	0.23%	0.46%	0.74%	1.08%	1.76%	2.51%	3.21%	5.61%		
证券公司债(AA+)	0.00%	0.34%	0.65%	1.04%	1.56%	2.41%	3.14%	3.78%	6.41%		
证券公司债(AA)	0.00%	0.46%	0.90%	1.48%	2.20%	2.52%	3.27%				
证券公司次级债(AA+)	0.00%	0.46%	0.96%	1.49%	1.90%	2.63%	2.77%	2.51%	4.12%		
证券公司次级债(AA)	0.00%	0.62%	1.29%	2.01%	2.59%	3.41%	3.78%				
同业存单(AAA)	0.00%										
同业存单(AA+)	0.00%										

资料来源：Wind，天风证券研究所

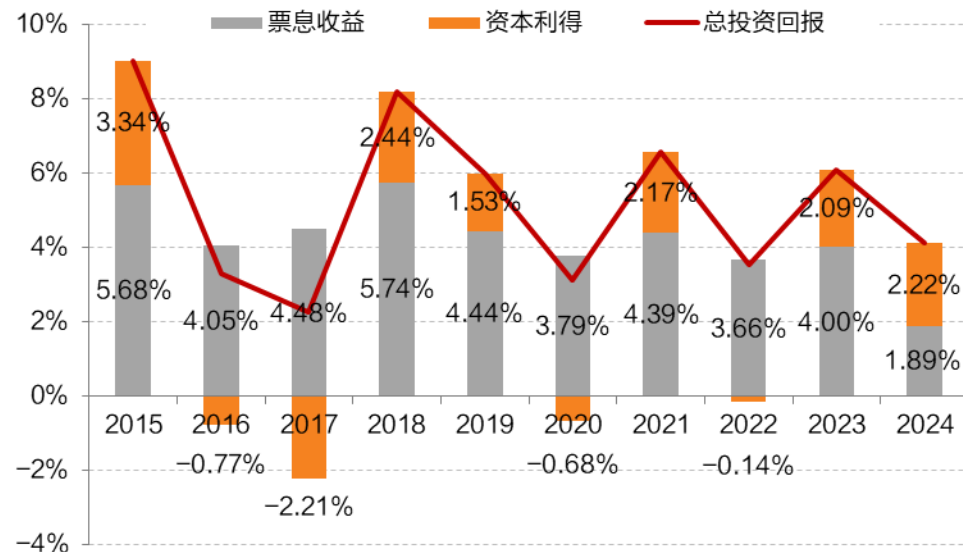
- 2015-2023年的9年间，中等久期信用债投资回报中，票息收益一般高于资本利得。从2024年以来（截止8/9），中等久期信用债的投资回报中，资本利得已经明显高于票息收益。

图：城投债收益率曲线3Y AA(2) 投资回报



注：24年数据截止8月9日

图：中票收益率曲线3Y AA 投资回报



注：24年数据截止8月9日

资料来源：Wind，天风证券研究所

- 信用下沉方向，主要考虑在同样期限上，每下沉一个评级能够获得的投资收益加成；拉长久期维度，主要考虑在相同评级下每拉长0.5Y/1Y能够获得的投资收益加成。
- 从2023年回顾来看，从下沉来看，下沉至AA-，无论是什么期限，均能够获得显著的投资收益加成。从拉长久期来看，4~5Y是比较适宜的期限。

图：2023年各品种债券信用下沉的投资收益加成

关键年期	1Y	1.5Y	2Y	2.5Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
中短期票据(AA+/AAA)	0.30%	0.47%	0.57%	0.75%	0.94%	1.14%	1.26%	0.70%	0.79%
中短期票据(AA/AA+)	0.43%	0.61%	0.75%	0.89%	1.00%	0.96%	0.70%	0.81%	0.94%
中短期票据(AA-/AA)	2.39%	2.41%	2.41%	2.40%	2.40%	2.38%	2.33%		
企业债(AA+/AAA)	0.26%	0.40%	0.58%	0.75%	0.89%	1.30%	1.37%	0.79%	0.86%
企业债(AA/AA+)	0.29%	0.40%	0.51%	0.58%	0.59%	0.44%	0.05%	-0.09%	-0.28%
企业债(AA-/AA)	2.39%	2.41%	2.41%	2.41%	2.42%	2.41%	2.39%		
城投债(AA+/AAA)	0.25%	0.43%	0.70%	0.87%	0.97%	1.26%	1.37%	1.62%	1.58%
城投债(AA/AA+)	0.57%	0.77%	0.96%	1.13%	1.29%	1.80%	1.70%	1.24%	1.52%
城投债(AA(2)/AA)	0.50%	0.72%	0.97%	1.04%	0.98%	1.37%	0.73%		
城投债(AA-/AA(2))	1.56%	2.57%	3.96%	4.66%	4.59%	3.79%	2.22%		
银行二级资本债(AA+/AAA)	0.08%	0.20%	0.20%	0.27%	0.35%	0.54%	0.57%	0.63%	0.85%
银行二级资本债(AA/AA+)	0.39%	0.59%	0.78%	0.95%	1.06%	1.32%	1.82%	2.30%	3.05%
银行二级资本债(AA-/AA)	0.63%	0.79%	0.97%	1.12%	1.23%	1.48%	0.88%		
银行永续(AA+/AAA)	0.10%	0.15%	0.17%	0.19%	0.25%	0.32%	0.28%	0.36%	0.46%
银行永续(AA/AA+)	0.45%	0.65%	0.84%	1.01%	1.12%	1.40%	1.62%	1.32%	1.65%
银行永续(AA-/AA)	0.92%	0.99%	1.02%	1.06%	1.08%	0.50%	0.34%		
证券公司债(AA+/AAA)	0.26%	0.43%	0.47%	0.61%	0.83%	0.99%	0.96%	0.90%	1.13%
证券公司债(AA/AA+)	0.52%	0.66%	0.81%	1.08%	1.34%	0.81%	0.83%		

图：2023年各曲线拉长久期的投资收益加成

关键年期	1.5Y/1Y	2Y/1.5Y	2.5Y/2Y	3Y/2.5Y	4Y/3Y	5Y/4Y	7Y/5Y	10Y/7Y	15Y/10Y	30Y/15Y
国债	0.20%	0.32%	0.12%	0.04%	0.33%	0.64%	0.96%	0.37%	1.61%	3.92%
国开债	0.22%	0.23%	0.18%	0.13%	0.84%	0.40%	0.89%	-0.14%	3.83%	3.00%
中短期票据(AAA)	0.30%	0.39%	0.37%	0.39%	0.67%	1.30%	0.73%	2.00%		
中短期票据(AA+)	0.47%	0.48%	0.55%	0.58%	0.88%	1.42%	0.17%	2.09%		
中短期票据(AA)	0.65%	0.63%	0.68%	0.69%	0.83%	1.16%	0.28%	2.22%		
中短期票据(AA-)	0.67%	0.62%	0.68%	0.68%	0.81%	1.11%				
企业债(AAA)	0.32%	0.37%	0.37%	0.41%	0.71%	1.15%	0.58%	2.20%		
企业债(AA+)	0.46%	0.55%	0.53%	0.55%	1.12%	1.22%	0.00%	2.27%		
企业债(AA)	0.57%	0.66%	0.60%	0.56%	0.97%	0.84%	-0.15%	2.08%		
企业债(AA-)	0.58%	0.66%	0.60%	0.56%	0.96%	0.82%				
城投债(AAA)	0.32%	0.32%	0.40%	0.48%	0.85%	0.75%	1.05%	1.81%		
城投债(AA+)	0.51%	0.58%	0.58%	0.58%	1.13%	0.86%	1.30%	1.77%		
城投债(AA)	0.71%	0.76%	0.75%	0.74%	1.65%	0.76%	0.84%	2.06%		
城投债(AA(2))	0.92%	1.01%	0.83%	0.68%	2.04%	0.12%				
城投债(AA-)	1.93%	2.41%	1.53%	0.61%	1.23%	-1.45%				
银行二级资本债(AAA)	0.33%	0.43%	0.51%	0.56%	1.01%	0.79%	1.10%	1.71%		
银行二级资本债(AA+)	0.44%	0.44%	0.58%	0.64%	1.20%	0.82%	1.16%	1.93%		
银行二级资本债(AA)	0.64%	0.64%	0.74%	0.75%	1.46%	1.32%	1.64%	2.68%		
银行二级资本债(AA-)	0.80%	0.82%	0.89%	0.86%	1.70%	0.73%				
银行永续(AAA-)	0.49%	0.63%	0.69%	0.70%	1.30%	1.03%	1.51%	1.95%		
银行永续(AA+)	0.53%	0.65%	0.72%	0.75%	1.36%	1.00%	1.58%	2.05%		
银行永续(AA)	0.74%	0.84%	0.88%	0.87%	1.65%	1.22%	1.29%	2.38%		
银行永续(AA-)	0.81%	0.86%	0.92%	0.89%	1.07%	1.06%				
证券公司债(AAA)	0.39%	0.34%	0.39%	0.45%	0.79%	0.90%	0.77%	2.64%		
证券公司债(AA+)	0.56%	0.38%	0.53%	0.67%	0.96%	0.87%	0.71%	2.87%		
证券公司债(AA)	0.70%	0.54%	0.80%	0.93%	0.43%	0.89%				

资料来源：Wind，天风证券研究所

- 二永与城投存在一定的比较效应，从历史来看，二者之间的比较差值在2021~2023年间，实际一直维持在一个较小的范围内震荡。
- 2023年下半年以来，随着化债政策的持续推进，城投债性价比的下降，市场开始逐步向二永债下沉。

图：二级资本债与城投债信用比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

- 利率走势判断是信用策略的基础，当利率下行，拉长久期一定能够获得较高的投资收益。当信用风险大幅降低，信用下沉能够获得更好的投资收益。
- 基于票息+骑乘的静态投资收益测算，能够为我们提供信用策略的选择方向。

图：2024/8/12中债曲线持有12个月的投资回报

关键年期	1Y	1.5Y	2Y	2.5Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
国债	1.53%	1.62%	1.77%	1.94%	2.10%	2.10%	2.15%	2.73%	2.50%	2.48%	2.44%
国开债	1.70%	1.83%	2.00%	2.09%	2.09%	2.18%	2.02%	2.46%	2.50%	2.48%	2.47%
地方政府债	1.71%	1.73%	1.72%	1.94%	2.14%	2.07%	2.45%	2.59%	2.69%		
中短期票据(AAA)	1.97%	2.02%	2.09%	2.15%	2.18%	2.23%	2.48%	2.29%	2.77%	2.39%	
中短期票据(AA+)	2.06%	2.11%	2.16%	2.23%	2.31%	2.34%	2.48%	2.39%	2.82%	2.69%	
中短期票据(AA)	2.11%	2.16%	2.21%	2.27%	2.34%	2.40%	2.53%				
中短期票据(AA-)	2.60%	2.77%	3.08%	3.16%	3.02%	3.89%	3.42%				
城投债(AAA)	1.97%	2.06%	2.20%	2.20%	2.13%	2.27%	2.37%	2.46%	2.71%	2.54%	
城投债(AA+)	2.02%	2.11%	2.26%	2.28%	2.20%	2.33%	2.48%	2.46%	2.77%	2.56%	
城投债(AA)	2.07%	2.14%	2.29%	2.35%	2.29%	2.43%	2.52%				
城投债(AA(2))	2.12%	2.19%	2.34%	2.40%	2.34%	2.56%	2.59%				
城投债(AA-)	2.20%	2.30%	2.42%	2.55%	2.67%	3.63%	2.99%				
银行二级资本债(AAA)	2.03%	2.12%	2.14%	2.17%	2.23%	2.37%	2.44%				
银行二级资本债(AA+)	2.04%	2.13%	2.15%	2.16%	2.24%	2.41%	2.46%				
银行二级资本债(AA)	2.09%	2.18%	2.20%	2.24%	2.29%	2.53%	2.52%				
银行二级资本债(AA-)	2.16%	2.25%	2.27%	2.32%	2.39%	2.77%	2.69%				
银行永续(AAA-)	2.05%	2.11%	2.17%	2.21%	2.22%	2.41%	2.48%				
银行永续(AA+)	2.06%	2.12%	2.18%	2.22%	2.23%	2.42%	2.49%				
银行永续(AA)	2.11%	2.17%	2.23%	2.28%	2.31%	2.64%	2.69%				
银行永续(AA-)	2.23%	2.32%	2.45%	2.54%	2.57%	2.84%	3.50%				
证券公司债(AAA)	2.00%	2.06%	2.05%	2.07%	2.17%	2.20%	2.40%				
证券公司债(AA+)	2.02%	2.09%	2.09%	2.13%	2.23%	2.27%	2.45%				
证券公司债(AA)	2.07%	2.14%	2.14%	2.19%	2.31%	2.33%	2.51%				
证券公司次级债(AA+)	2.01%	2.11%	2.17%	2.23%	2.27%	2.26%	2.53%				
证券公司次级债(AA)	2.04%	2.14%	2.18%	2.23%	2.33%	2.31%	2.56%				
同业存单(AAA)	1.96%										
同业存单(AA+)	2.00%										

资料来源：Wind，天风证券研究所

- 基于大信用策略方向判断之下，我们进一步寻找城投不同区域、不同剩余期限下的存续债券。
- 在城投的区域选择上，此前，可以通过区域的比较分析寻找超额收益。

图：城投债收益分布

省份	2024/8/9 平均估值收益率(%)	信用利差 (bp)	公募城投债余 额(亿元)	(0.25,0.75]					(0.75,1.5]					(1.5,2.5]					(2.5,3.5]				
				AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-
江苏省	2.12	40	15150	1.92	1.97	2.01	2.08	2.14	1.93	1.98	2.04	2.11	2.30	2.04	2.08	2.13	2.19	2.27	2.06	2.13	2.16	2.23	2.34
浙江省	2.11	36	7338	1.91	1.97	2.02	2.07		1.93	1.99	2.03	2.14	2.21	2.01	2.08	2.11	2.19	2.35	2.06	2.12	2.15	2.22	
山东省	2.28	54	8360	1.96	2.00	2.03	2.15	2.63	2.00	2.04	2.11	2.23	2.69	2.06	2.10	2.20	2.34	2.79	2.13	2.15	2.31	2.33	2.71
广东省	2.12	34	5554	1.95	1.98	2.03	2.05		1.96	2.01	2.08	2.13		2.02	2.11	2.20	2.19		2.08	2.16	2.30	2.57	
四川省	2.27	50	6056	1.96	2.00	2.03	2.17	2.40	1.98	2.01	2.03	2.27	2.57	2.08	2.09	2.12	2.30	2.87	2.11	2.12	2.14	2.52	2.75
湖北省	2.19	43	4919	1.99	1.97	2.04	2.12	2.25	2.02	1.97	2.11	2.15	2.18	2.09	2.08	2.14	2.21	2.37	2.12	2.12	2.21	2.34	2.57
湖南省	2.25	51	4434	1.97	1.96	2.02	2.07	2.68	1.98	1.99	2.04	2.19	2.37	2.07	2.08	2.12	2.28	2.43	2.11	2.13	2.15	2.37	2.54
北京市	2.13	33	2327	1.94	1.97	2.10			1.97	2.01	2.35			2.06	2.09	2.31			2.09	2.13	2.22		
江西省	2.21	47	4193	1.92	1.97	2.01	2.07	2.33	1.93	1.99	2.04	2.19	2.51	2.04	2.07	2.11	2.37	2.45	2.06	2.11	2.17	2.40	2.43
福建省	2.11	36	2907	1.92	1.97	2.03	2.06		1.97	2.00	2.04	2.11	3.36	2.01	2.09	2.12	2.18	3.43	2.07	2.12	2.15	2.22	3.19
上海市	2.03	33	1934	1.92	1.98	2.00			1.96	1.99	2.01			2.03	2.08	2.15			2.07	2.12	2.18		
安徽省	2.15	40	3262	1.89	1.96	2.01	2.09	2.14	2.01	2.00	2.03	2.11	2.19	1.99	2.11	2.12	2.18	2.37	2.05	2.13	2.16	2.30	2.34
重庆市	2.27	52	3412	1.93	1.97	2.03	2.10	2.21		1.98	2.04	2.14	2.62	2.04	2.09	2.12	2.30	2.58	2.12	2.11	2.16	2.30	2.54
天津市	2.20	49	2814			2.03	2.11	2.14				2.06	2.51	2.15			2.22	2.32	2.27		2.25	2.41	2.36
河南省	2.22	47	3458		1.99	2.21	2.09	2.58	2.02	2.01	2.07	2.15	2.80	2.07	2.08	2.19	2.28	2.59	2.07	2.13	2.27	2.30	2.31
陕西省	2.37	59	1836		1.96	2.23	2.13	2.34		2.01	2.60	2.37	2.67		2.12	2.16	2.33	2.88		2.13		2.39	2.68
广西壮族自治区	2.37	65	1397		2.01	2.03	2.32	2.39		2.03	2.05	2.32	2.60		2.13	2.16	2.50	2.65		2.20	2.23	2.50	2.78
云南省	2.53	85	1042			2.09		2.27					2.62					2.67				2.32	2.68
贵州省	3.39	169	927			2.00	2.26	3.11			2.02	2.39	2.93			2.11	2.25	3.09			2.15	2.22	3.51
河北省	2.17	44	1153		1.97	2.01	2.13	2.13		1.99	2.06	2.14	2.16	2.07	2.05	2.19	2.24	2.20	2.05	2.11	2.18	2.25	2.31
新疆维吾尔自治区	2.16	44	965		1.99	2.06	2.05	2.12		2.02	2.11	2.09	2.18		2.14	2.20	2.21	2.33		2.16	2.28	2.30	2.29
山西省	2.16	44	579			2.01	2.06				2.04	2.16	2.22			2.11	2.19	2.69			2.15	2.96	2.33
吉林省	2.23	51	819				2.06	2.29				2.08	2.26				2.19	2.31				2.26	
甘肃省	2.29	61	246			2.03	2.09				2.14					2.17	2.94	3.59				2.82	
辽宁省	2.63	84	128				1.99					2.20	3.66				2.40	3.38				2.40	2.39
黑龙江省	2.42	73	105				2.20	3.12				2.17					2.27	2.76					2.87
宁夏回族自治区	2.23	57	132			2.02		2.15		2.02			2.17			2.12	2.95	2.79					
内蒙古自治区	2.35	64	45				2.07					2.07	3.35				2.16						
海南省	2.07	40	81		2.02											2.09	2.18				2.21		
西藏自治区	2.07	39	114		2.01					2.04						2.12							
青海省	2.50	80	37					2.20															2.63

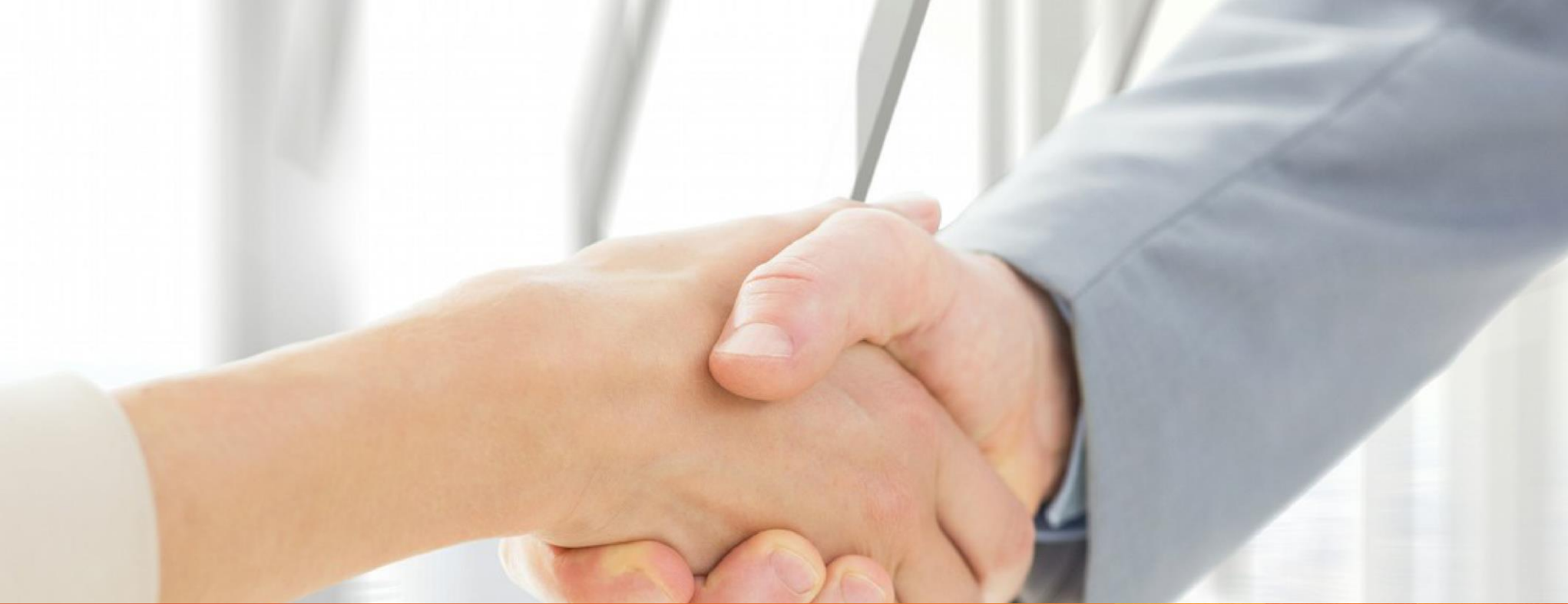
资料来源：Wind，天风证券研究所

- 基于大信用策略方向判断之下，我们进一步寻找产业债不同行业、不同剩余期限下的存续债券。
- 对于产业债而言，此前也存在行业性的利差压缩机会，比如煤炭、钢铁。

图：产业债收益分布

SW行业	2024/8/9 平均估值收益率(%)	信用利差 (bp)	公募债余额 (亿元)	0.5Y				1Y				2Y				3Y				5Y			
				AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
公用事业	2.04	31	19563	1.94	1.99	2.11	4.14	1.97	2.03	2.13	2.34	2.02	2.08	2.19	2.33	2.05	2.13	2.21	2.38	2.13	2.17	2.31	
房地产	2.80	106	12401	2.00	3.61	2.41	4.31	2.05	4.16	2.50	6.01	2.13	3.28	2.59	7.50	2.20	3.34	2.58	3.89	2.27	2.42	2.63	
非银金融	2.08	35	47203	1.90	1.98	2.11	2.30	1.93	2.01	2.15	2.27	1.98	2.07	2.21	2.51	2.03	2.11	2.26	2.41	2.11	2.21	2.29	2.37
交通运输	2.12	37	6746	1.94	1.99	2.04	2.10	1.96	2.06	2.20		2.03	2.16	2.28	2.83	2.07	2.22	2.24	2.62	2.14	2.32	2.26	
建筑装饰	2.17	43	9338	1.97	2.01	2.13	2.16	1.99	2.06	2.20	2.65	2.05	2.11	2.21	2.47	2.09	2.16	2.26	2.71	2.15	2.21	2.29	2.77
综合	2.19	39	5585	1.94	1.99	2.08	3.41	1.97	2.04	2.11	4.20	2.01	2.08	2.19	2.31	2.06	2.12	2.30	2.39	2.13	2.21	2.33	
煤炭	2.16	43	6530	1.90	2.00	2.03	2.59	1.98	2.04	2.09	2.29	2.04	2.08	2.20	2.35	2.06	2.14	2.35	2.63		2.19	2.55	3.13
石油石化	2.06	31	3925	1.94	1.98	2.03		1.98	2.00	2.15		2.01	2.08	2.18		2.07	2.11	2.14		2.15	2.21		
钢铁	2.18	46	3497	1.96	1.98	2.21		1.96	2.02	2.23	2.24	2.05	2.11	2.40	3.18	2.05	2.20	2.56	3.76	2.13	2.20	2.36	
有色金属	2.17	46	2752	1.98	1.99	2.19		1.99	2.03	2.15	2.91		2.06	2.23		2.11	2.12	2.50	2.31	2.16	2.27	2.30	
社会服务	2.50	77	1275	1.99	2.03	2.46	6.19	1.96	2.33	2.47	3.73	2.07	2.71	2.66	3.31	2.06	2.68	2.37		2.13	2.18	2.29	
商贸零售	2.19	49	1925	1.94	2.01	2.09	3.26	1.98	2.10	2.16	2.22	2.05	2.13	2.32	2.24	2.06	2.17	2.46	2.35	2.18	2.23	2.56	
建筑材料	2.10	39	1568	1.96	1.98	2.07	2.09	2.01	2.01	2.12		2.04	2.08	2.11		2.07	2.13	2.37		2.16	2.20	2.24	
基础化工	2.41	71	1461	1.94	1.96	2.20	3.79	1.99	2.05	2.29	3.14	2.00	2.10	2.43	4.61		2.11	2.35	5.16	2.19	2.18	2.45	
食品饮料	2.08	35	1376	1.91	1.98	2.03		1.94	2.00	2.13		1.97	2.06	2.18		2.02	2.11	2.24		2.12	2.16	2.51	
环保	2.07	36	1288	1.97	1.99	2.10		2.04	2.02	2.19	2.10	2.03	2.06	2.15	2.19	2.12	2.20	2.20	2.21	2.13	2.18	2.24	
电子	2.08	37	1083	1.95	2.04	2.06		1.97		2.11	2.14	2.02	2.12	2.13	2.20	2.09	2.14	2.20	2.27	2.11	2.21	2.29	
医药生物	2.31	66	556	1.94	1.98	2.19	3.06	1.96	2.00	2.46	3.64	2.06	2.05	2.52			2.11	2.71		2.15	2.18	2.32	
银行	2.67	83	65040	1.92	1.95	2.04	2.33	1.96	1.98	2.04	2.36	2.02	2.05	2.09	2.40	2.05	2.09	2.16	2.45	2.13	2.18	2.29	2.59
机械设备	2.13	42	677	1.93	2.00	2.07	2.23		2.03	2.26	2.22	2.01	2.11	3.03		2.09		2.30		2.15	2.25		
汽车	2.38	68	785	2.00	2.03	2.04			2.01	2.09	3.36	2.00	2.21	2.14		2.03	2.24	2.15				2.30	
通信	2.55	81	209			2.11		2.06				2.12		2.13			2.13					2.24	
传媒	2.12	47	400		1.98	2.40		2.00	2.02	2.27		2.06	2.08	2.27		2.10	2.11				2.23		
计算机	2.17	53	256	1.97		2.03		1.98	2.00		2.64	2.00				2.08	2.11						
农林牧渔	2.25	56	270	2.01	1.99	2.29	2.96		2.00	2.06	2.99		2.07	2.34	2.68			2.39	3.07			2.23	
电力设备	2.34	65	347	1.93	2.01	2.15			2.09	2.26	4.19	2.04	2.10	2.30		2.06		2.54				2.63	
国防军工	1.96	36	88																	2.06			
轻工制造	2.81	127	88			3.37	3.47				3.37		2.09										
纺织服饰	3.03	131	89			2.46		2.06		2.57		2.11		2.44				2.47					
家用电器	2.26	55	55			2.05			2.21	2.31				2.09	2.69			2.14					
其他	2.51	68	1266	1.93	1.96	3.28		1.98		2.67		2.03	2.13	3.14		2.08	2.13	2.42	3.17	2.11		2.34	

资料来源：Wind，天风证券研究所

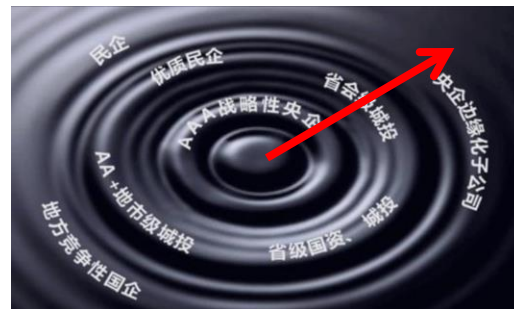
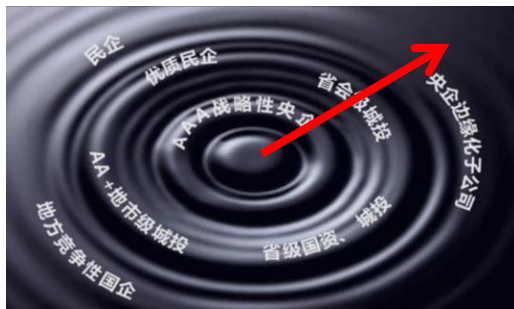


PART 03

主体信用资质分析

0053726412943131

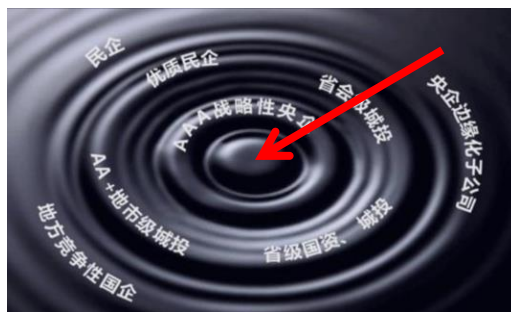
■ 信用扩张与收缩对企业的影响

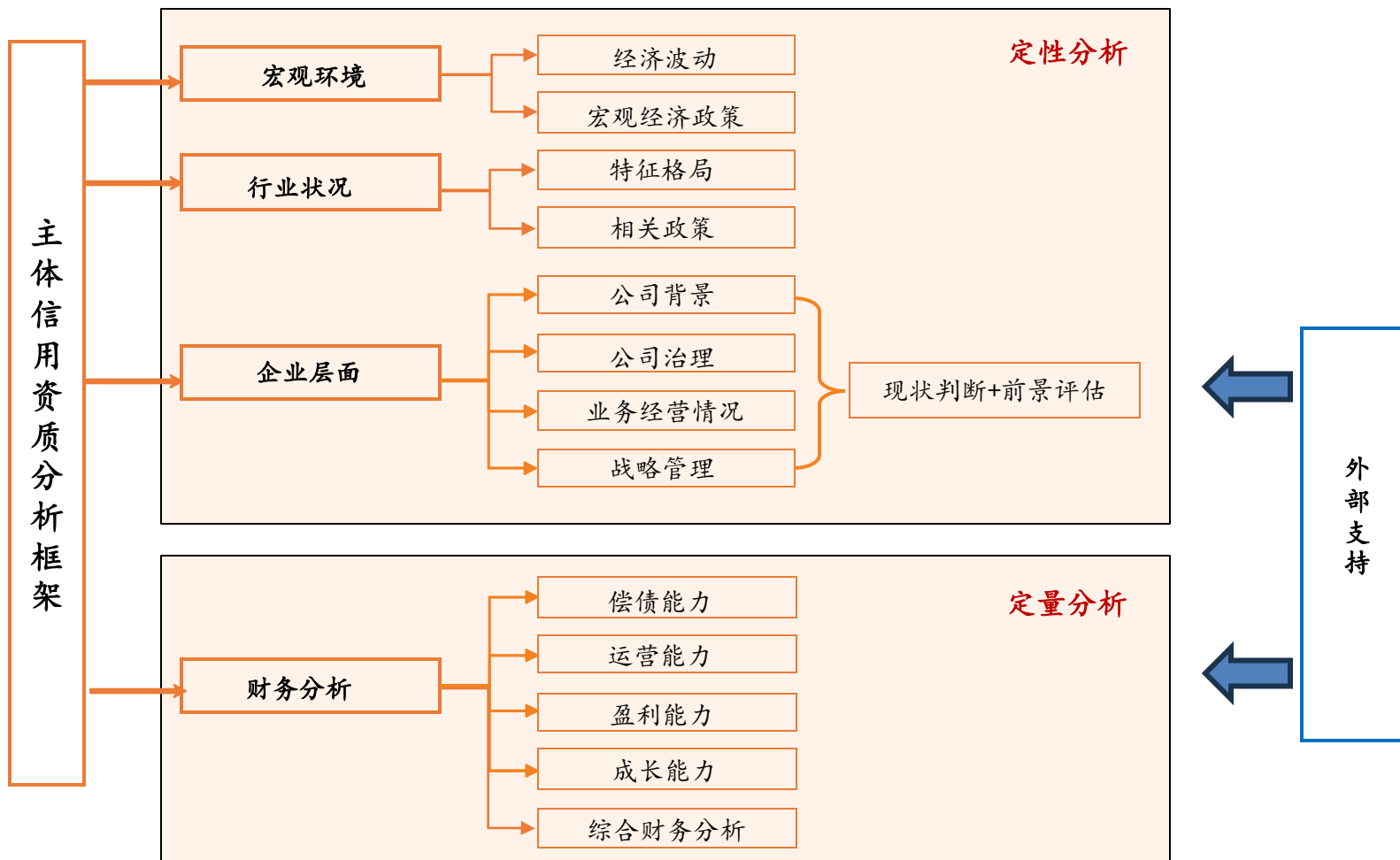


信用扩张

信用收缩

信用扩张

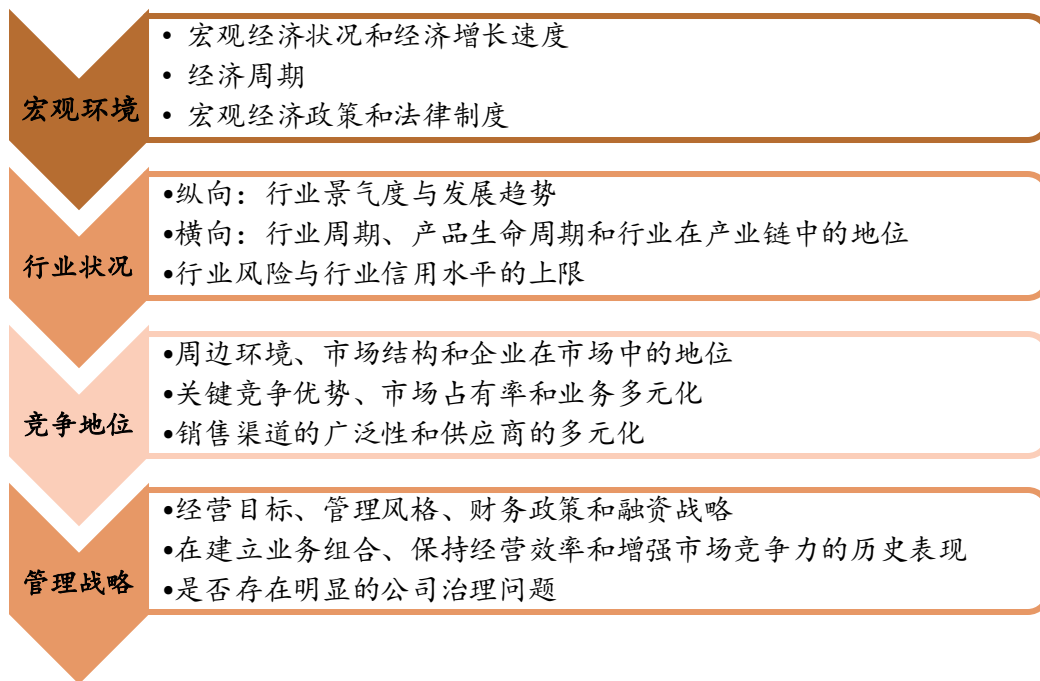




■ 为什么进行定性分析？

- 定性因素相比于定量因素更难量化和识别，在没有对定性因素进行充分理解和判断之前就盲目计算各种复杂的财务指标或进行财务预测很难得出有意义的结论，甚至可能忽略真正危险的风险点。
- 此外历史上众多违约事件都说明定性因素如果存在严重缺陷，往往比财务数据的恶化更为严重，定性分析相对于滞后的财务数据对风险预警的意义更大。

■ 定性分析看什么？



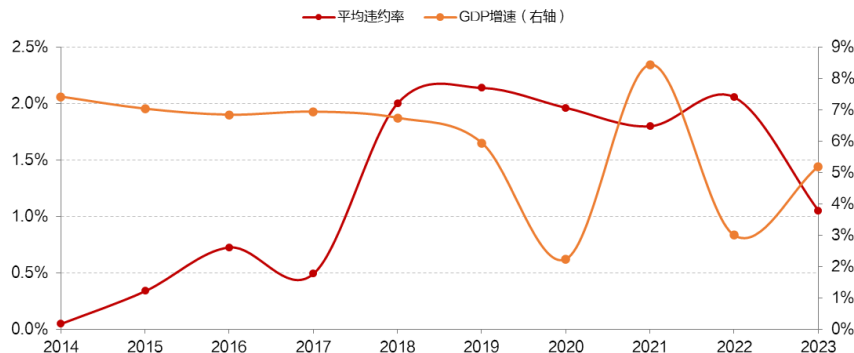
■ 宏观环境分析框架

- **经济增长与经济周期：**宏观经济周期与企业违约率存在强相关性，近年来我国债券市场违约率与GDP的增长率负相关关系明显。
- **货币政策：**主要影响债券价格与债券市场流动性，货币供应量下降，金融市场资金面趋于紧张，企业融资能力下降。
- **其余影响债券违约的宏观因素：**通货膨胀、汇率、投资者情绪等。

■ 行业分析框架

- **竞争格局：**①行业竞争特点：进入壁垒、集中度等；②企业间的差异性：成本、模式、政策扶持、渠道等。
- **供需特征：**①行业生命周期；②行业供需结构：决定行业周期性特征。
- **政策特征：**①产业政策：产业发展趋势；②融资政策：融资环境是否足够宽松，是否受政策调控；③行政政策：行政干预是否较强。

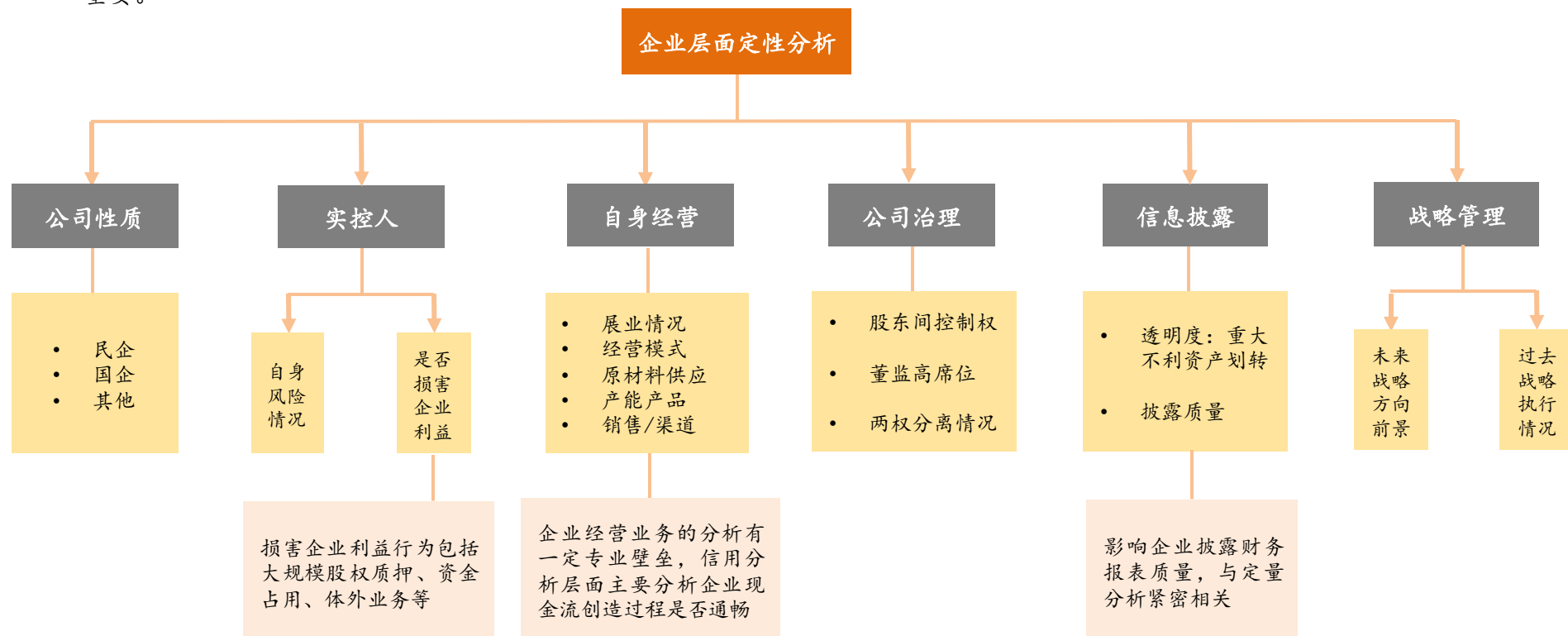
图：我国债券市场违约率与GDP增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

■ 企业层面的分析要点

- 企业层面的定性分析要点主要包含三点：①公司背景：公司性质及实控人等信息；②业务经营情况；③公司治理与管理战略：内部治理与战略管理情况。不同行业的企业根据其特征应各有分析侧重，例如对于金融、地产等行业，企业内部管理和操作风险的识别更加重要。



■ 财报总览看什么？

在进行财务定量分析前，应对企业信息披露质量进行基本判断，并对财报各部分内容进行总览。

□ **财务报表信息披露质量：**包括信息披露是否及时、审计意见如何、附注是否详细清晰、重要财务指标变化是否有合理解释等。

- ① 非正常更换审计师：非正常更换可能是公司财务信息披露质量不佳的重要信号。
- ② 非标准无保留意见报告：关注保留意见或无法表示意见所针对内容，如涉及收入计量、资产负债确认等关键科目确认的需特别关注。
- ③ 财报的滞后性：若存在报表之后时间较长、行业景气度变化较大、现金流波动性较大等情况时，应考虑财报披露质量有折扣。

□ **各部分内容总览：**

- ① 正文与会计报表：公司经营情况的直观描绘与数字描绘
- ② 会计报表附注：关注公司会计政策，如：①会计政策是否激进，与同业可比企业区别，会计政策是否变更及原因；②在建工程规模，转固是否延迟；③固定资产计价和折旧方法；④商誉是否来源关联方，是否利益输送；⑤收入确认原则；⑥折旧、摊销是否充分计提；⑦或有事项等
- ③ 其他重要事项：①报告期内股东会或股东大会、董事会会议、监事会会议情况简介；②公司名称、注册地址、法定代表人、董事、监事及高级管理人员变动情况简介；③本年度被处罚情况；④聘用、更换会计师事务所情况；⑤公司高级管理人员工资(含各种津贴、补贴等)、奖金分配情况等

- **资产质量的分析层次：**①个别项目资产的质量：逐一分析规模占比大的项目；②资产结构的质量：通过资产结构考察企业经营战略的制定与实施，透视管理质量；③资产总体质量：关注资产可变现性、增值性、收益性，为判断企业财务状况的质量提供依据。

■ **主要关注点：**

□ **个别项目：关注重点项目、关注不良资产和受限资产**

- **重点项目概览：**企业主要有哪些资产？是否符合行业特征？资产规模是否扩张？重点项目是否存在异动？
- **单项质量评价：**关注如受限货币、巨额其他应收款、过期债权、包含潜亏因素的投资、利用不充分的固定资产、异常高估的待摊费用等。应收账款、存货、在建工程、固定资产、无形资产等项目容易产生水分，用于资产负债表美化。

□ **资产结构：**按流动与非流动资产分类可提供信息有限，应按照经营性资产与投资性资产进行重新分类，以分析企业战略导向（聚焦经营型/聚焦投资型/并购扩张型），对比合并与母公司口径，判断子公司与母公司的战略分工，是否有业务集中于子公司的情况。

□ **总体质量：关注资产变现能力、流动性、周转效率、盈利性、保值性（计提减值情况）**

- **周转效率：**总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率、存货周转率；
- 企业资产质量越好，变现能力越强，发生信用事件时自救能力越强。资产流动性与盈利性可分别结合偿债能力与盈利能力判断。

常见重点项目	分析要点举例
货币资金	1.存量质量：规模适度、构成状况；2.流量质量：结合现金流量表（获取来源是否充沛、受限情况和支付能力如何）。
商业债权	1.包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项等；2.判断资金占用：占总资产比重；3.判断回收风险：①债权账龄；②债务人构成：区域构成、所有权性质、与债务人的关联情况、集中度；③减值准备计提恰当性。
存货	1.产出、周转、效益情况；2.跌价准备与受限情况等。
长期股权投资	1.被投资主体分析，投资目的如何（扩张战略）；2.投资收益情况；3.减值适当性。
固定资产	1.有无增值潜力；2.利用率与产出率判断（是否闲置）；3.折旧政策合理性；4.在建工程转入情况。
无形资产	1.商誉占净资产比重，减值情况；2.摊销方法与减值准备合理性。

资料来源：天风证券研究所

■ 负债分析：关注债务结构

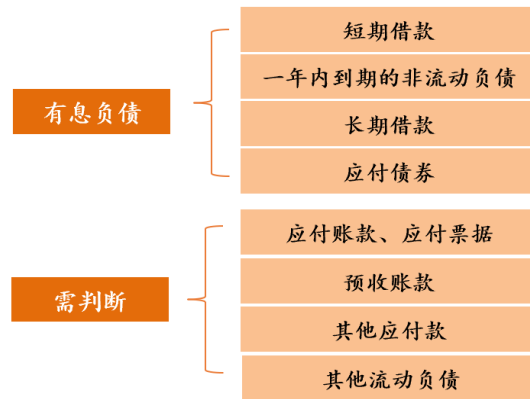
- 按负债来源分为经营性负债、分配性负债、融资性负债。经营性负债与分配性负债多为无息，可关注合同负债、预收账款、应付账款等经营性负债所体现出的企业在产业链上的地位。
- 按是否承担利息分为有息负债、无息负债。①关注有息债务期限结构：短期有息债务占比高体现短期偿债压力大；②有息负债与其他指标结合判断偿债能力。
- 按融资形式可分为银行贷款、标准化债券、非标债权融资。①关注借款信用：信用资质越好银行越愿意提供信用借款，反之只能提供抵押借款；②关注非标占比：非标债务/有息债务（非标占比越高，企业整体融资成本较高）。

■ 权益分析：关注股东背景、股权结构等

- 区分资本来源：股东注资而增加的所有者权益，仅能体现出母公司的支持意愿，适用于城投和国企逻辑；依靠自身盈利而增加所有者权益，往往可持续性较强，更适用于民企逻辑。
- 股东背景：关注控股股东性质（国企/民企/自然人），关注是否存在大股东变更情况，关注控股股东自身信用水平。
- 少数股东权益：少数股东权益占比过高，可能反映出母公司对控股公司的控制不足，且需关注是否存在“明股实债”。
- 股权架构与股权集中度：关注股权结构是否清晰，控股股东控制权是否稳定，关注大额股权质押，辨别大股东是否存在掏空持股公司的行为。

资料来源：天风证券研究所

图：有息负债结构



图：资本结构划分

资产	经营性负债	商业债权人贡献
	金融性负债	金融债权人贡献
	股本	股东贡献
	资本公积	
	盈余公积	利润积累
	未分配利润	

■ 杠杆水平怎么看？

□ 杠杆水平衡量指标：

- 资产负债率、有息债务率：与同行业水平比较，行业间存在较大差异，经验上需关注有息负债率超过60%的主体；
- 权益乘数：资产总额/股东权益乘数，揭示股东权益与总资产之间的杠杆效应；
- 债务资本化比率：全部债务/（短期债务+长期债务+所有者权益），剔除了经营性负债的影响，反映出企业的刚性债务水平。

□ 可能存在的风险：杠杆操纵（企业利用非正常财务活动安排掩盖实际杠杆风险）

- 杠杆操作的基本动机：①迎合政策和监管要求，形式上完成去杠杆任务；②粉饰企业杠杆状况，增强企业投融资能力（杠杆率逐渐提高时，企业融资能力下降进而影响投资）。
- 杠杆操纵的常用手段：①**明股实债**：指企业形式上获得资金提供方的权益融资，而实际上采用附属或隐性合同等手段向资金提供方保证会以回购、对赌、定期分红等形式获得固定收益，实质上构成企业的债务融资（实践中常用手段：将实为债权的永续债确认为股权、非实质性的债转股、设计结构化主体投融资模式等）；②**表外负债**：常见形式包括将融资租赁设计为经营租赁、避免并表（避免合并结构化主体报表、清算中的子公司报表）、创新衍生金融工具、隐瞒或有负债等。

■ 偿债能力怎么看？

- 短期偿债能力：①流动比率=流动资产/流动负债；②速动比率=（流动资产-存货）/流动负债；③现金短债比=货币资金/短期债务；④有息负债现金覆盖率=货币资金/有息负债
- 长期偿债能力：①利息保障倍数=EBIT/利息支出（或使用EBITDA/利息支出）；②现金流量利息保障倍数=经营活动现金流量净额/利息支出；③到期债务本息偿付率=[经营活动现金流量净额/(本期到期债务+现金利息支出)]；④全部债务/EBITDA

- **存贷双高：**指企业的存款规模和有息负债都很高，企业一方面可动用货币资金充足，另一方面又愿意承担较高的利息负担而大规模举债，因此对企业货币资金的真实性和可自由支配程度存疑。
 - **如何识别：**①**存款高：**经验上货币资金/总资产 $>25\%$ 可证明公司资金量充足；②**贷款高：**经验上利息费用/净利润 $>15\%$ 则证明公司的贷款很多；③**结合其他情况相互验证：**1) 企业除自身存贷双高，其大股东也频频进行股权质押或大规模融资；2) 货币资金很高但银行存款利息收入很少，存款利息收益率明显低于正常水平（可用利息收入/货币资金平均余额进行匡算）。
 - **不能一刀切：**部分存贷双高能合理解释，例如企业旗下有多个子公司，有的子公司存款多，有的子公司借债多，合并之后也可能存在存贷双高，典型的是房地产公司，由行业自身特征决定。
 - **案例（康美药业）：**康美药业在2016-2018年间，通过伪造、变造大额定期存单等方式虚增货币资金等手段大肆实施财务造假。2016-2017年康美药业货币资金总额分别高达273.25亿元、341.51亿元，拥有巨额现金的情况下，同时还分别有206.41亿元、271.77亿元的巨额带息债务。

- **合并报表隐藏风险：**部分控股集团主要业务聚集于子公司，母公司几乎不从事经营业务但代表整个集团融资，母子公司之间存在较大差异，仅关注合并报表则会忽略重要的信用问题。
 - **潜在风险：**①**偿债能力：**举债主体为集团母公司，资产与收入由子公司贡献，母公司债权人的债权偿还仅限于母公司资产，不能追溯至合并报表中列示的子公司资产。可关注母公司与子公司杠杆率、资产规模之间的差异。②**盈利能力：**若子公司盈利能力较弱，拖累母公司影响其偿债，若母公司盈利能力较弱，母公司偿债能力取决于其对子公司控制权。
 - **案例（亚邦集团）：**2016年2月首次发生实质性违约。集团融资主体为集团母公司，好资产聚集于上市子公司亚邦股份，母公司难以调动子公司资源，2014年末母公司口径货币资金仅178万元。合并报表来看集团情况尚可，亚邦股份较低的负债率掩盖了集团内其他板块较高的负债率，融资主体实际偿债能力已存在很大风险。

利润表展现利润形成过程，如何判断企业的利润质量与盈利能力？

■ 关注收入：

- **结构与趋势：**关注收入结构（按产品、区域分）；关注变动趋势（是否有重大业务调整，是否有稳定驱动收入增长的因素等）
- **真实性：**（1）关注是否虚增收入：客户（关联方情况、虚假合同）、产品（产量价格合理性）；（2）关注是否利用收入确认调整收入：在客户取得商品控制权前提前确认收入、为降低税负转移利润而少计收入或推迟确认收入等。
- **合理性：**可通过合理性判断识别收入真实性，如应收账款与营业收入增幅匹配、产量产能价格匹配等。

■ 关注利润结构：

- **关注毛利润与毛利率：**毛利率反映企业竞争实力，与存货周转率结合共同体现企业销售与经营状况。
- **关注核心利润：**核心利润=毛利-税金及附加-四费，更直观地体现经营活动的业绩，应关注其变化率、带来现金流量的能力。
- **其他关注项目：**①投资收益：关注来源（债权收益、股权收益、转让利得等，影响稳定性）、关注占比（若在盈利中占比高，可能会对净利润影响较大）；②资产减值损失：关注异常值，与资产质量分析结合；③其他收益：包含政府补助，与外部支持分析结合。④净利润：企业盈利成果的最终体现。

■ 关注非经常性损益：

- 关注因资产转让带来的损益，比如非流动性资产处置损益、非货币性资产交换损益、股权转让、债务重组损益等。需特别注意资产交易的对手方，若收益的源头是大股东、控股集团等关联方，则很容易构成关联交易，要对该交易的真实性进行辨别，并判别交易资产价值是否公允。

■ 关注盈利能力：可借助财务指标评价比较企业的盈利能力

- **与收入及各项利润相关：**主营业务收入及增长率、毛利润与毛利率、营业利润率、净利润及增长率、净利润率、EBIT、EBITDA
- **结合资产负债：**总资产收益率（ROA）=净利润/平均总资产；净资产收益率（ROE）=净利润/平均净资产
- **结合现金流量表：**净现比=经营活动现金流净额/净利润（衡量净利润的含金量）

■ 现金流量表怎么看？

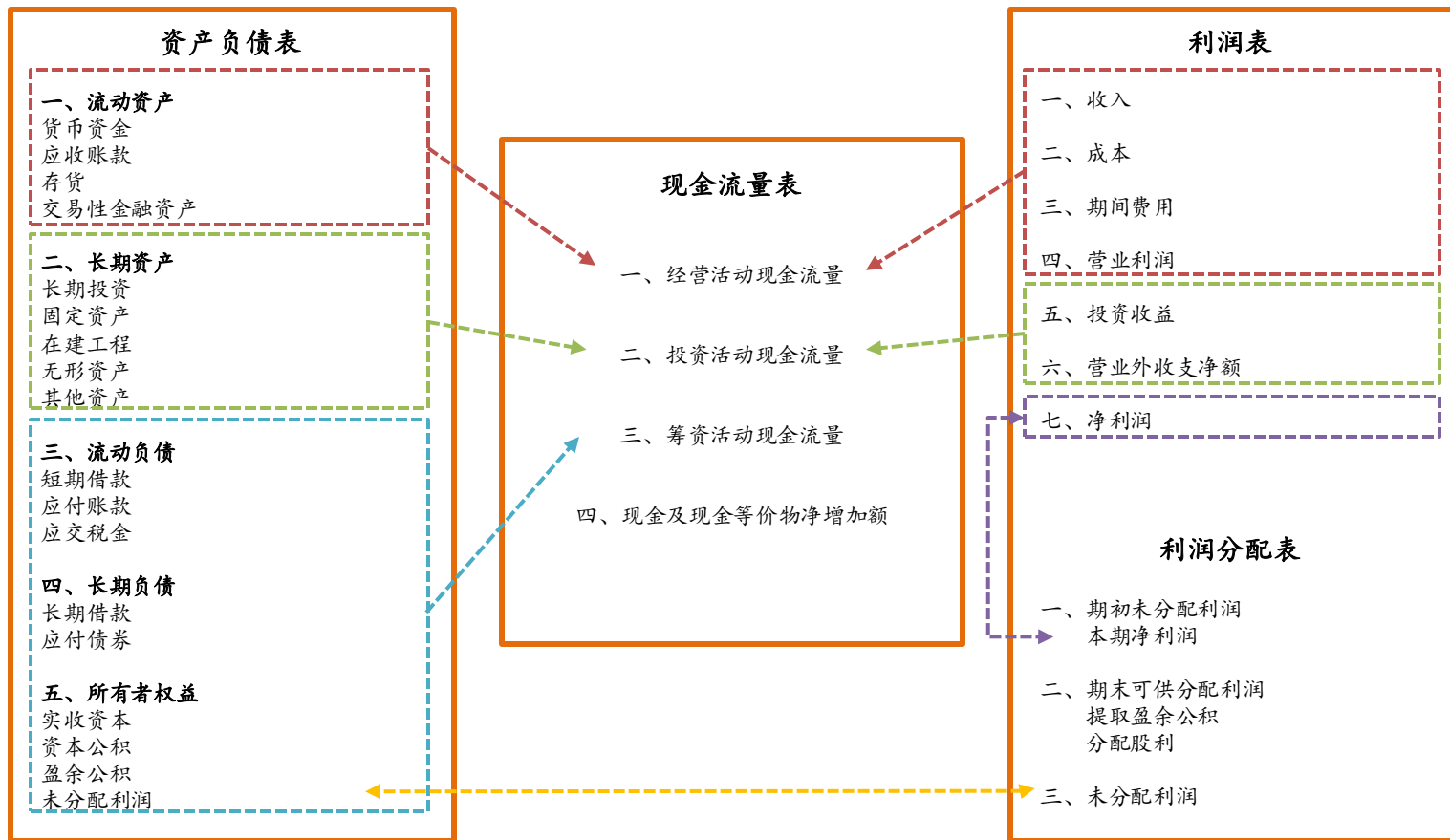
现金流类别	主要内容
经营活动现金流	- 关注经营活动持续现金流出且与净利润不匹配的企业：经营活动现金流量净额应约等于净利润加上固定资产折旧、无形资产摊销等不付现，但按照权责发生制应计入生产成本的费用项目； - 若净利润为正而经营活动现金流持续为负则可能存在：①通过非经常性损益将净利润调正；②公司应收账款增大（放宽信用）或预付款和存货增大（有较大采购备货需求）；③股东或关联方通过“支付其他与经营活动有关的现金”。
筹资活动现金流	- 关注结构：现金流入流出结构、权益筹资和债务融资比重情况、借款所收到的现金和偿还债务所支付的现金变化情况等 ① 警惕融资现金流入逐渐减少或由正转负，或者融资成本明显高于可比公司的企业； ② 企业取得借款收到的现金远小于归还借款支付的现金，可能透露银行降低贷款意愿。
投资活动现金流	- 警惕投资活动持续大额现金流出的企业： ① 被投资企业可能不纳入合并范围，且其经营情况可控性与信息披露及时性较低； ② 对外投资可能产生大额商誉，商誉可变现程度低，也更容易出现减值风险，影响公司的资产质量和利润指标； ③ 激进的对外投资可以作为财务造假和实际控制人进行资产转移、利益输送和欺诈行为的途径； ④ 部分公司在自身负债水平已然很高的情形下，短债长投，引发再融资困难、现金流枯竭的情形，最终导致违约。

■ 如何评价财报真实性？（关注容易产生财务操纵的项目、判断勾稽关系）

□ 财务操纵大部分集中于美化利润表和现金流量表

操纵项目	常见手段
利润表：操纵收入和费用	- 操纵收入：虚构收入、借助一次性行为夸大收入、提前确认收入； - 操纵费用：（1）将本期费用推迟至未来（延长折旧摊销年限、推迟在建工程转固、不对受损资产提取减值准备等）；（2）掩盖成本或亏损；（3）虚增费用（注销资产或存货、大额计提减值损失、将经常性费用归入一次性费用计提等）
操纵现金流量表	- 增加经营活动现金流入：为客户担保融资，客户拿到钱后购买公司产品等； - 减少经营活动现金流出：将某些经营活动现金支出归入投资活动或筹资活动现金支出、以承兑汇票采购等； - 一次性行为美化经营活动现金流净额：拖欠供应商货款或减少正常采购、高额折扣刺激客户提前付清应收款等。

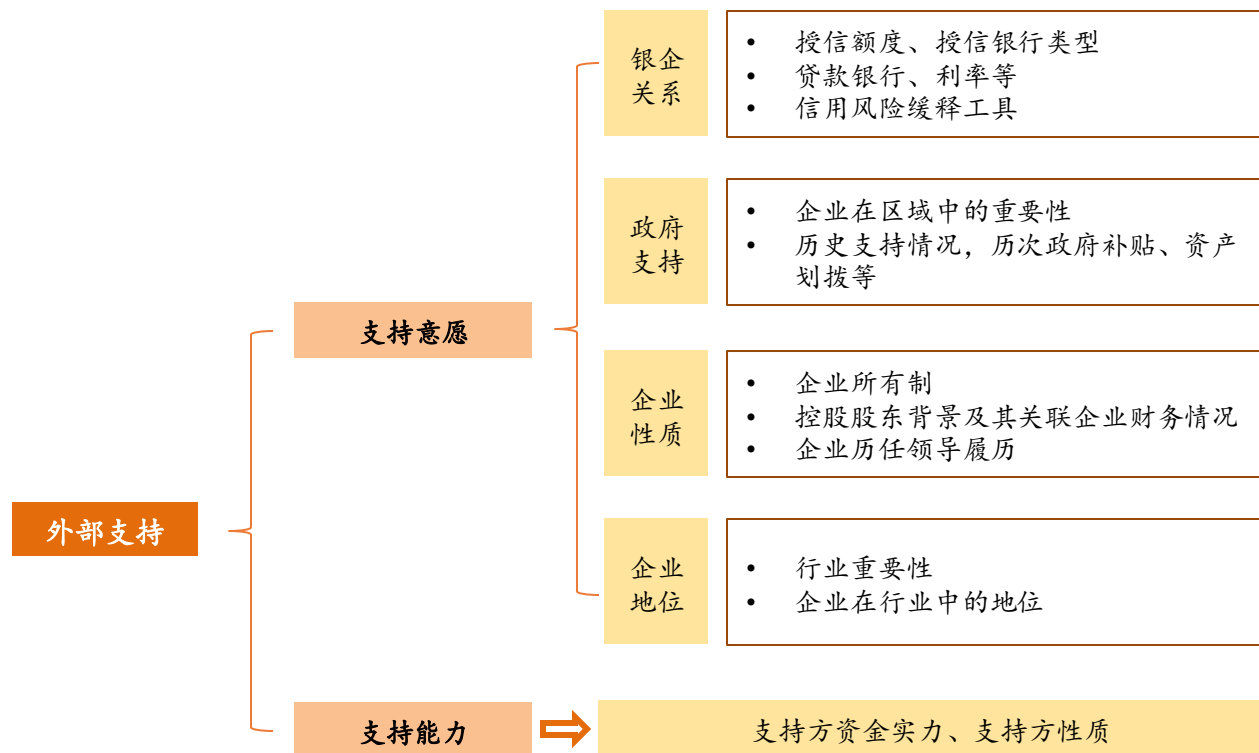
- **关注勾稽关系合理性：**对表内各项目之间关系及表间勾稽关系进行合理性判断，总体可总结为股东投入的钱（所有者权益）和借来的钱（负债）都会先经过现金流量表流入，然后转化为资产负债表的资产或利润表的费用。



■ 有力的外部支持因素可以在很大程度上提高企业的信用水平，主要从支持意愿和支持能力两个方面进行评价：

□ 外部支持包括什么：一般来说外部支持的来源包括政府和股东，此外银企关系也是企业信用资质的重要保障；

□ 如何评价外部支持：总体上主要通过第三方支持意愿与支持能力两方面评价，个体上根据企业不同的类型及主营业务差别，外部支持对企业的信用情况影响程度不同，需特别分析。



■ 政府支持的能力：

- **经济实力：**①经济规模：关注GDP、人均GDP、固定资产投资等指标；②经济增速：关注GDP增速；③经济结构：关注三大产业占比、地区支柱产业等情况。
- **财政实力：**关注一般公共预算、政府性基金预算，**税收和土地出让是核心**。指标方面，关注①**财政实力：**一般公共预算收入、政府性基金收入规模及其复合增长率；②**财政收入质量：**税收收入/一般公共预算收入；③**财政自给能力：**一般公共预算收入/一般公共预算支出；④**土地成交金额**。
- **债务压力：**关注绝对规模和相对压力
 - ① **绝对规模：**地方政府债务+城投有息债务
 - ② **相对压力：**1) 经济角度关注负债率（地方政府债务/GDP）、广义负债率[（地方政府债务+城投有息债务）/GDP]；2) 财政角度关注债务率（地方政府债务/综合财力）、广义债务率[（地方政府债务+城投有息债务/（一般公共预算支出+政府性基金预算支出）]

■ 政府支持的意愿：

- **区域重要性：**评估主体对政府的重要性，即主体违约对当地经济的负面影响。根据主营业务不同，对不同主体分析时参考的定量指标也有所不同，包括主体吸纳就业人数、营业收入占GDP比重、在出口份额中占比、在某类能源产量中占比、在银行存款余额中占比等。
- **联系紧密性：**需要考虑政府持股比例、政府担保债务的规模、政府承诺的支持（尤其是公开承诺的）、该主体违约时对政府/领导造成的声誉风险等。
- **市场认可度：**主要以近期新发债券认购倍数来衡量企业市场认可度。
- **历史支持行为表现：**历史上的资产或现金注资、补贴等规模及频率。

■ 如何评价股东支持？

□ 支持意愿：

- ① 主体与股东的业务关系：关注股东的实际控制力、主体对核心业务的贡献程度、主体的战略重要性；
- ② 主体违约的声誉影响：关注主体违约对股东声誉和融资的影响程度；
- ③ 主体与股东的法律关系：关注担保条款或连带责任条款、支持协议、公司章程等；（判断评价主体是否高度融入集团）
- ④ 获得股东历史支持的情况：关注历史上股东一般或特殊支持的态度和政策。

□ 支持能力：主要考虑其自身的信用水平，股东自身实力越强，对受评价主体的支持能力就越强。

■ 如何评价银企关系？

□ 银行贷款是多数发债企业主要负债来源，关注：

- ① 授信：银行授信总额度稳定情况、未使用授信额度占比主要授信行分布、国有大行和政策行额度占比、项目贷银行参与情况与资金成本是否新增授信行和授信额度；
- ② 发债：信用债是否有银行主承、银行及关联机构持仓情况；
- ③ 融资成本：从财务报表估算企业综合融资成本；
- ④ 银企关系的多角度衡量：合作关系是否绑定、客户经理熟悉程度、竞争是否激烈等等。



PART 04

历史违约案例分析

■ 康美药业信用事件全程回顾

- **证监会介入调查**：2018年末，证监会向康美药业发出了《调查通知书》，因其涉嫌信息披露违法违规而介入调查，调查结果显示康美药业涉嫌财务造假，且造假金额巨大，造假周期长，影响极其恶劣。
- **发布会计差错更正公告**：2019年4月末，康美药业发布关于会计差错的更正公告，称2018年之前公司财务报表账实不符达14处，营业收入、营业成本、费用等方面均存在账实不符的情况，其中仅2017年虚增货币资金就高达300亿元。
- **变更会计师事务所**：2019年11月，康美药业发布公告称2019年度审计机构变更为立信会计师事务所，原为正中珠江。2020年6月16日立信会计师事务所对公司2019年度财务报告出具保留意见，对内部控制出具否定意见。
- **债务违约**：2020年2月3日回售当日正式公告由于流动资金较为紧张，未能如期偿付15康美债回售本息合计24.92亿元，债券首次违约。次日公告已通过资产处置等方式筹集到11.3亿元，用于该期债券回售本息兑付。此后2021年17康美MTN001、18康美MTN001等10只债券陆续违约。
- **评级机构评级调整**：中诚信国际2018年6月评级AAA，2019年1月起列入信用评级观察名单，2月下调至AA+，5月下调至A，8月下调至BBB，2020年1月下调至B，2月下调至C。
- **事后处罚**：2020年5月14日，证监会公布对康美药业责令改正，给予警告，并处以60万元罚款，对21名责任人员处以90万元至10万元不等罚款，对6名主要责任人采取10年至终身证券市场禁入措施。此后，广州市中级人民法院对该案（全国首例证券集体诉讼案）作出一审判决，责令康美药业因年报等虚假陈述侵权赔偿证券投资者损失24.59亿元，原董事长、总经理马兴田及5名直接责任人员、正中珠江会计师事务所及直接责任人员承担全部连带赔偿责任，13名相关责任人员按过错程度承担部分连带赔偿责任。

康美药业财务造假问题分析

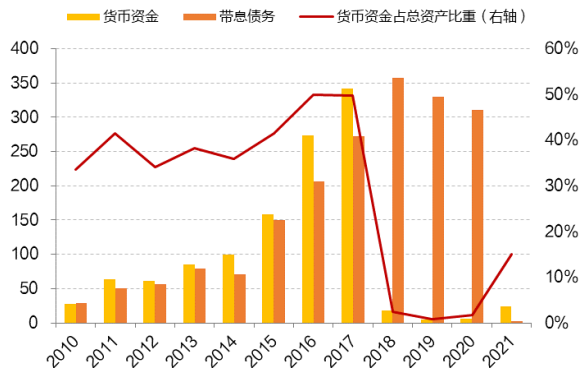
财务造假识别：

- ① “存贷”双高现象：公司账面货币资金充裕，但同时大额举债。2010年-2018年货币资金与带息债务均规模大，增速高。
- ② 应收账款被关联方占用：2018年公司其他应收款92.28亿元，其中，普宁康都药业有限公司占56.29亿元，计提60.63%的坏账准备；普宁市康淳药业有限公司占32.5亿，计提35.01%的坏账准备。两者均为关联方。
- ③ 存货异常：公司存货增速维持于较高水平，与同期营业收入增速不匹配。例如2013年至2017年营业收入年均复合增速降为18.7%，但存货增速并未大幅放缓。

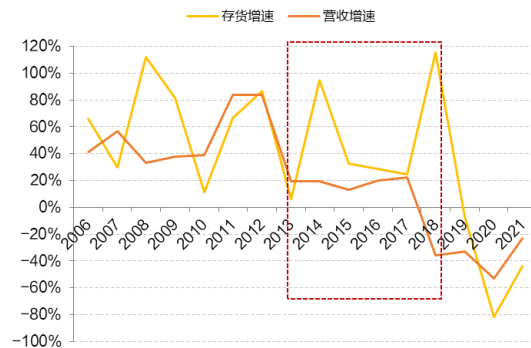
财务造假项目：

- ① 涉嫌累计虚增营业收入291.28亿元。
- ② 累计虚增货币资金886亿元。
- ③ 《2018年年度报告》中存在虚假记载，虚增固定资产、在建工程、投资性房地产，共计36亿元。
- ④ 《2016年年度报告》《2017年年度报告》《2018年年度报告》中存在重大遗漏，未按规定披露控股股东及其关联方非经营性占用资金的关联交易情况。

图：康美药业货币资金与带息债务变动情况（亿元）



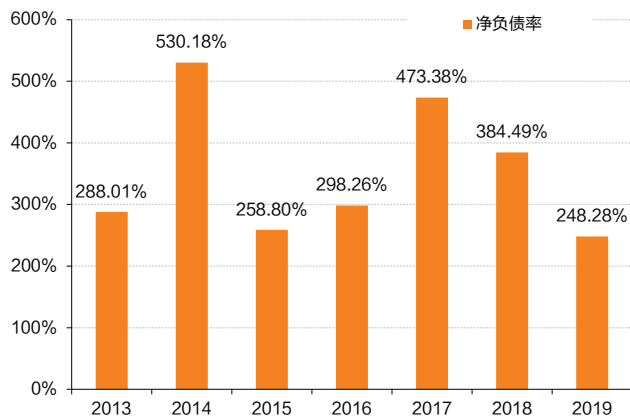
图：康美药业存货与营收增速不匹配



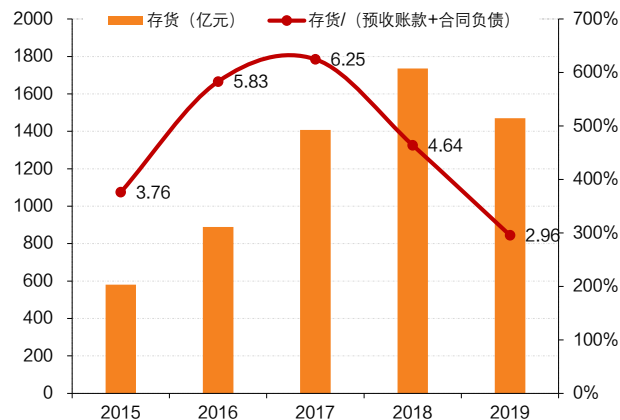
■ 泰禾集团为何违约？

- **高杠杆下的激进扩张：**泰禾集团扩张拿地激进，债务和现金流负担加重，公司整体杠杆水平维持在高位，高杠杆造成公司融资成本高企，进一步加重了企业的财务负担。此外，在疫情冲击下，公司现金流显著恶化。
- **高端路线下的慢周转：**高端住宅去化慢，商业地产回款慢，两者周转速度慢，对资金占用多。而泰禾集团住宅产品偏高端，商业地产占比高，两者兼具，却同时还要追求快速的规模扩张，必然会对现金流产生极大的压力，极易造成公司资金链断裂。
- **高管频繁更换下的管理混乱：**从2016年至2020年，泰禾集团先后有14名副总裁、副总经理、财务总监、董秘等高管离职。
- **合并报表泰禾集团违约根本上是公司战略与行业现金流规律之间背离造成的，直接原因则离不开疫情对销售和回款的冲击，而从管理上看，民企天然的扩张冲动，实控人个人激进的风格，均可能加重公司现金流困境。房地产行业具有高杠杆的特点，且受政策调控影响较大，企业在发展过程中若无法准确把握发展节奏，发展战略与行业发展趋势背离，也将对公司造成伤害。**

图：泰禾集团杠杆高企



图：泰禾集团存货去化较慢

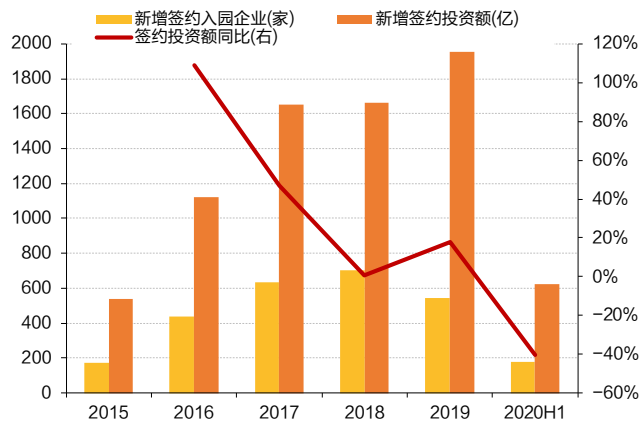


资料来源：Wind，天风证券研究所

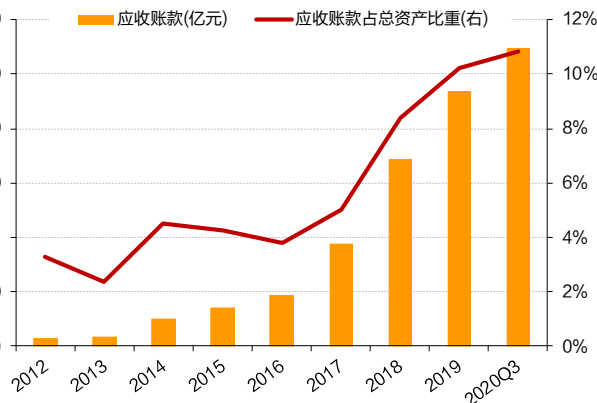
■ 华夏幸福为何违约？

- **销售不及预期，收入大幅下滑。**一方面，环京地区房地产市场景气度一般，华夏幸福2020年销售额同比下滑严重。另一方面，受疫情影响，新增入园企业数量大幅下滑。
- **“民营城投”模式下，华夏幸福应收账款快速增长，经营性现金流持续较差。**2017-2020年三季度，公司应收账款规模快速攀升，占公司总资产规模从3.8%上升至10.8%。同时公司经营活动现金流净额转负，收现率快速下降。公司应收账款主要来自政府部门，政府欠款可以通过土地出让的方式进行抵消，但公司销售规模的快速下滑影响了这一消化应收账款的最佳途径。
- **融资成本高企，杠杆持续上行。**公司融资结构中债券和非标成为公司维系债务杠杆的主要资金来源，导致融资成本显著上行。此外公司杠杆持续攀升，“三道红线”全部踩线，公司还面临一定隐性债务问题，少数股东权益中部分可能是带有明股实债性质的隐性债务。

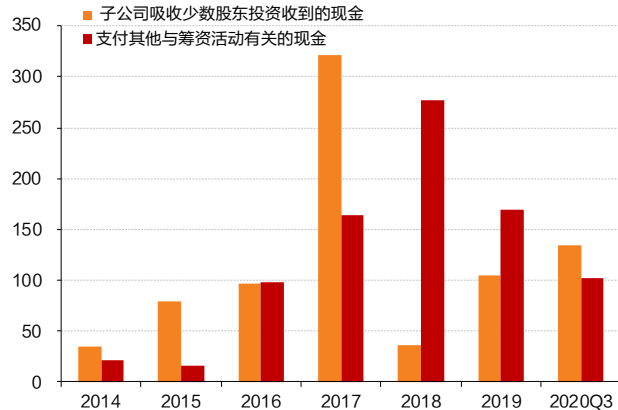
图：华夏幸福新增入园企业数及签约投资额情况



图：华夏幸福应收账款快速增长



图：购买少数股东权益的大额进出（亿元）



资料来源：Wind，中指，天风证券研究所

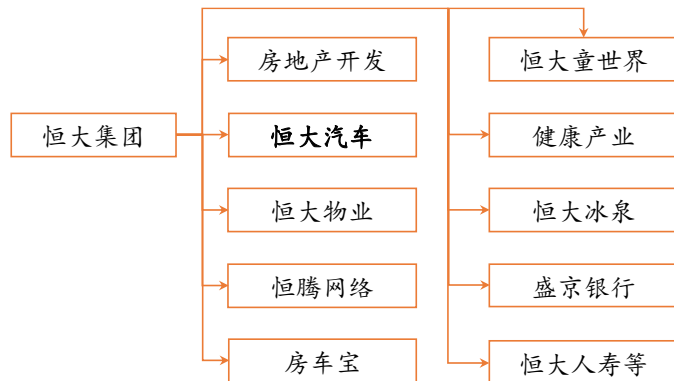
■ 恒大事件经过

- 2020年媒体针对恒大集团的负面报道，成为信用风险发酵的起点。恒大集团将于2021年1月31日前偿还战略投资者1300亿本金，从而可能造成公司资产负债率大幅上升。在政府支持下，恒大集团成功化解了1300亿战略投资到期偿还的压力。但在政策持续收紧的背景下，其资金压力却未能好转。
- 2021年7月发生广发银行诉讼保全事件。8月19日，人民银行、银保监会约谈恒大集团。9月8日，恒大财富发生挤兑事件。

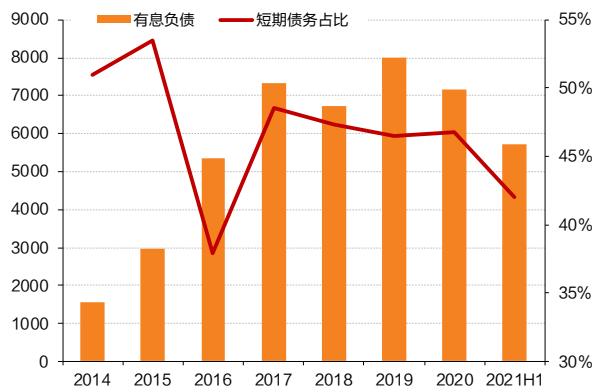
■ 恒大集团为什么违约？

- 激进发展战略带来融资规模激增，负债高企。在房产销售规模快速增长的同时，公司业务从普通房地产开发向旧改、汽车、互联网、健康、金融等多个领域延展，权益融资规模庞大。债务融资需求随之攀升，有息负债规模快速增长，但融资成本居高不下。2020年公司虽持续减少表内有息负债，但应付账款、应付票据等快速上升，实际债务负担未明显降低，可能存在明股实债。

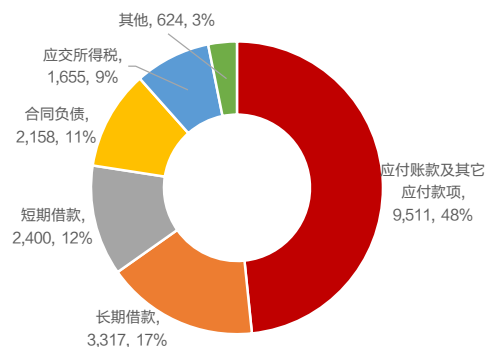
图：2020年底中国恒大涉及的业务



图：恒大有息负债规模及短债占比（左：亿元）



图：2021年中报中国恒大负债端构成

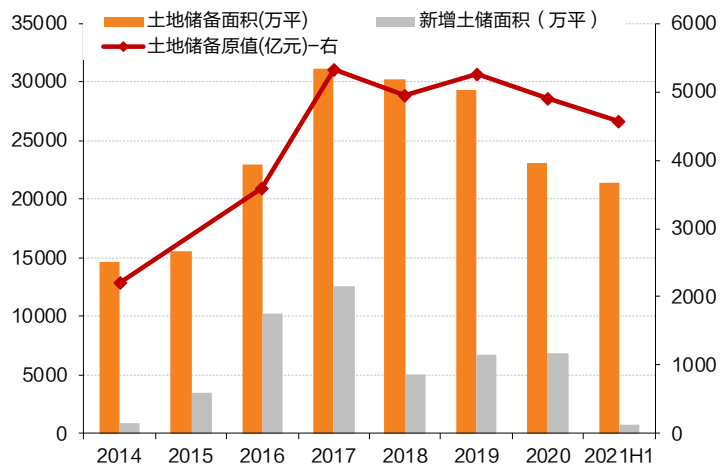


资料来源：Wind，天风证券研究所
注：恒腾网络股权已经转让

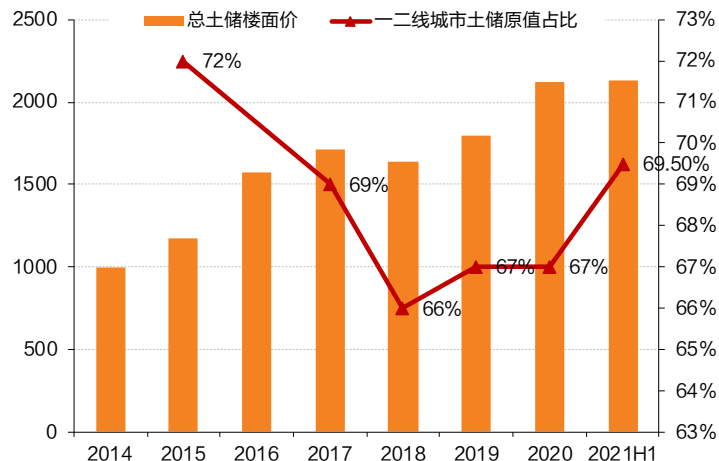
■ 恒大集团为什么违约？

- 资产端土地储备过于庞大，资产对债务覆盖程度偏弱。公司表内房地产相关资产占比近70%，2021年中，公司常规的土地储备规模仍然达到2.14亿平，土地储备原值4568亿元，其中一二线占比69.5%，但楼面均价仅2135元/平，实际资产质量存疑。除此之外，恒大还有大量不在常规土储数据中的旧改项目，其中主要是大湾区的项目。大湾区旧改项目利润率较高，属于较为优质的资产，但其流动性较差，项目可变现程度不确定。且旧改项目前期往往不在公司表内，有可能涉及较多表外债务。

图：公司土储变动情况



图：公司土储楼面价及城市分布（左：元/平）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：一线城市：北京、上海、广州、深圳；二线城市：除广州以外的省会城市，除深圳以外的计划单列市，重庆市、天津市、三亚市及 GDP 高于人民币5,000 亿元，人口超过 700 万的地级城市

- 从历史违约率看，信用违约事件在2018-2020年发生较为集中，而近两年债券违约主体数量和边际违约率整体呈现下降趋势。

样本选择时间	样本期初主体数	违约主体数										
		T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11
2014	2778	5	26	16	3	14	18	20	5	3	5	1
2015	3564	28	23	9	21	22	25	7	3	6	2	
2016	3990	23	9	28	27	32	16	21	10	3		
2017	4363	10	38	39	40	22	27	13	4			
2018	4374	40	48	45	24	27	14	4				
2019	4244	49	45	26	29	16	5					
2020	4309	45	26	30	16	5						
2021	4656	27	32	18	5							
2022	4907	33	19	5								
2023	4919	19	5									
2024	4974	5										

注：统计从2014年首单违约开始，T1-T10为以初始年份开始的投资年度，如2014—行T2—列指的是2014年初有存续债的主体中在2015年首次违约（含展期）的主体数量

注：统计的债券范围为短融超短融、企业债、一般公司债、私募债、中票、PPN，未包含金融债、ABS、ABN等；

样本选择时间	样本期初主体数	边际违约率										
		T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11
2014	2778	0.18%	0.94%	0.58%	0.11%	0.50%	0.65%	0.72%	0.18%	0.11%	0.18%	0.04%
2015	3564	0.79%	0.65%	0.25%	0.59%	0.62%	0.70%	0.20%	0.08%	0.17%	0.06%	
2016	3990	0.58%	0.23%	0.70%	0.68%	0.80%	0.40%	0.53%	0.25%	0.08%		
2017	4363	0.23%	0.87%	0.89%	0.92%	0.50%	0.62%	0.30%	0.09%			
2018	4374	0.91%	1.10%	1.03%	0.55%	0.62%	0.32%	0.09%				
2019	4244	1.15%	1.06%	0.61%	0.68%	0.38%	0.12%					
2020	4309	1.04%	0.60%	0.70%	0.37%	0.12%						
2021	4656	0.58%	0.69%	0.39%	0.11%							
2022	4907	0.67%	0.39%	0.10%								
2023	4919	0.39%	0.10%									
2024	4974	0.10%										

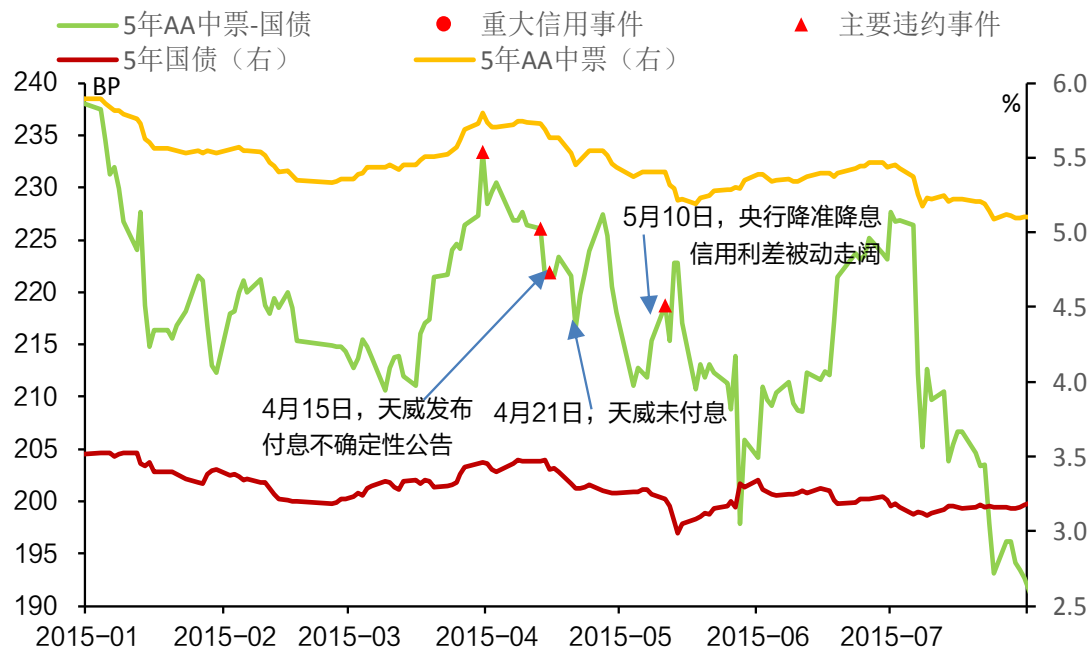
注：特定时间段内新发生违约的主体数量/期初有效主体数量

样本选择时间	样本期初主体数	累计违约率										
		T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11
2014	2778	0.18%	1.12%	1.69%	1.80%	2.30%	2.95%	3.67%	3.85%	3.96%	4.14%	4.18%
2015	3564	0.79%	1.43%	1.68%	2.27%	2.89%	3.59%	3.79%	3.87%	4.04%	4.10%	
2016	3990	0.58%	0.80%	1.50%	2.18%	2.98%	3.38%	3.91%	4.16%	4.24%		
2017	4363	0.23%	1.10%	1.99%	2.91%	3.42%	4.03%	4.33%	4.42%			
2018	4374	0.91%	2.01%	3.04%	3.59%	4.21%	4.53%	4.62%				
2019	4244	1.15%	2.21%	2.83%	3.51%	3.89%	4.01%					
2020	4309	1.04%	1.65%	2.34%	2.72%	2.83%						
2021	4656	0.58%	1.27%	1.65%	1.76%							
2022	4907	0.67%	1.06%	1.16%								
2023	4919	0.39%	0.49%									
2024	4974	0.10%										

注：某一时刻选择的样本在不同年度的投资期内发生违约的概率

- 天威集团为央企兵装集团下属全资子公司，公司原主营输配电设备，后进军光伏行业。由于行业景气度下行，导致公司净利润亏损且亏损规模逐年扩大,最终造成债券违约。**2015年4月21日，“11天威MTN2”的8550万元利息违约，成为第一只银行间违约债券，也是第一家债券违约的国企。**此后，公司存量债券均未还本付息。
- 由于此前尚未出现国企债券违约，市场仍对央企抱有刚兑预期。4月15日，11天威MTN2发布公告称付息存在不确定性，但市场基本无反应，信用利差延续收窄走势。

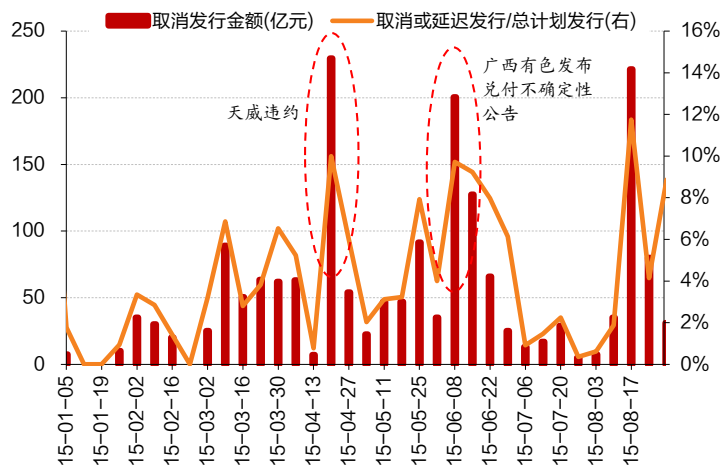
图：11天威MTN2违约事件



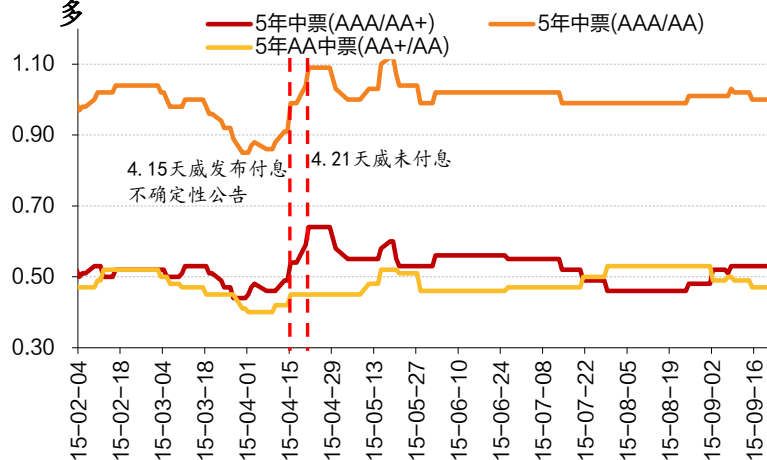
资料来源：Wind，天风证券研究所

- 在公司经营持续恶化的过程中，天威集团通过协议转让、资产置换等方式，将旗下优质资产转移。2013年10月，天威集团又与其上市子公司保变电气进行资产置换，保变电气旗下大幅亏损的新能源资产全部被剥离出来，置入天威集团旗下盈利的输变电资产。2015年2月，保变电气向兵装集团非公开发行股票1.6亿股，天威集团对保变电气的持股比例被稀释，天威集团已不再是第一大股东，不再将保变电气并表。2015年9月18日，保定天威集团有限公司，经上级批准，拟申请破产重整。2016年1月8日河北省保定市中级人民法院裁定集团及三家子公司进入破产重整程序。
- 2015年4月21日，11天威MTN2没有付息，出现实质违约。随后低评级信用债收益率小幅上行，信用利差在一周内走扩10BP，当周信用债取消或延迟发行规模229.5亿元，但对一二级市场的影响仅持续了1周左右。大概1周后，取消发行恢复到正常水平，信用利差也再次进入下行区间。

图：11天威MTN2违约当周对市场冲击明显

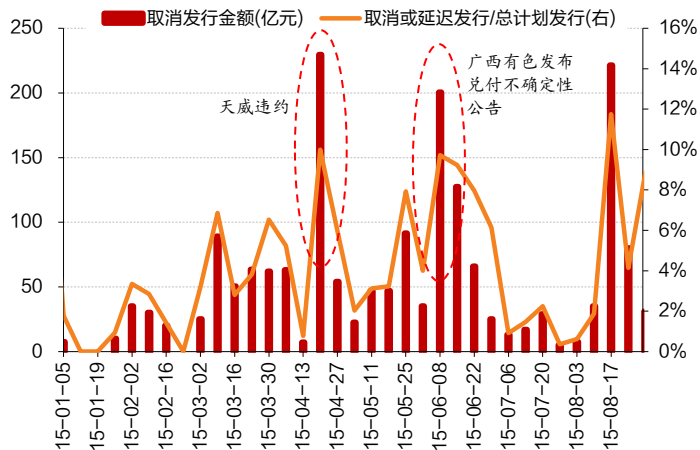


图：天威违约冲击下中低等级债券等级利差上行较多

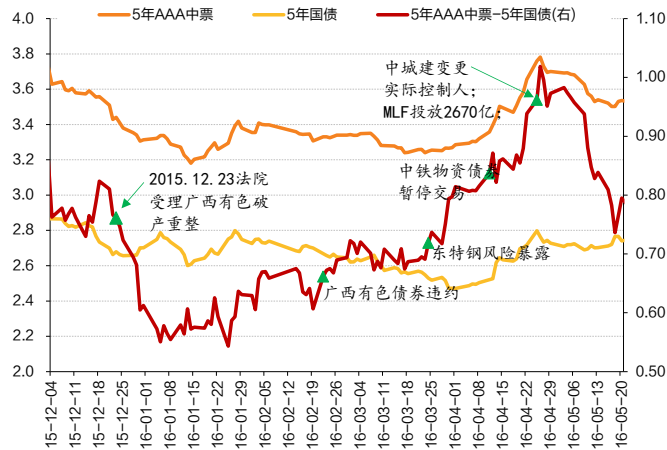


- 2015年6月5日，广西有色发布公告称，公司2012年度第一期中期票据（12桂有色MTN1）应于2015年6月13日兑付，由于公司发生巨额亏损，本息偿付（涉及金额13.63亿元）存在不确定性。不过随后，广西有色又再次发布了12桂有色MTN1的兑付公告，债务风波暂时化解。
- 2016年2月22日，广西有色发布到期兑付风险的提示公告，由于连续亏损并已进入破产重组程序，13桂有色PPN001本息到期不能偿付，发生实质性违约。
- 广西有色同样被质疑有逃废债的嫌疑。但由于广西有色的破产过程与债券违约发酵时间较长，尽管是银行间市场第一例破产重整，但在风险逐渐暴露乃至最后违约对市场的冲击反而并不明显。而在2015年6月5日发布兑付不确定公告时，对市场的影响反而是最为明显的，当周一二级市场取消发行超200亿。但由于随后又完成兑付，二级市场的影响并不明显。

图：广西有色发布兑付不确定性公告造成近200亿债券取消发行



图：广西有色重整及违约对市场的影响有限



资料来源：Wind，天风证券研究所

- 2016年上半年是债券市场上违约时间和信用事件爆发比较密集的一段时期，其中对市场影响比较大的主要是三个国企相关的信用事件：
东特钢违约、中铁物资债券暂停交易、中城建变更实际控制人。

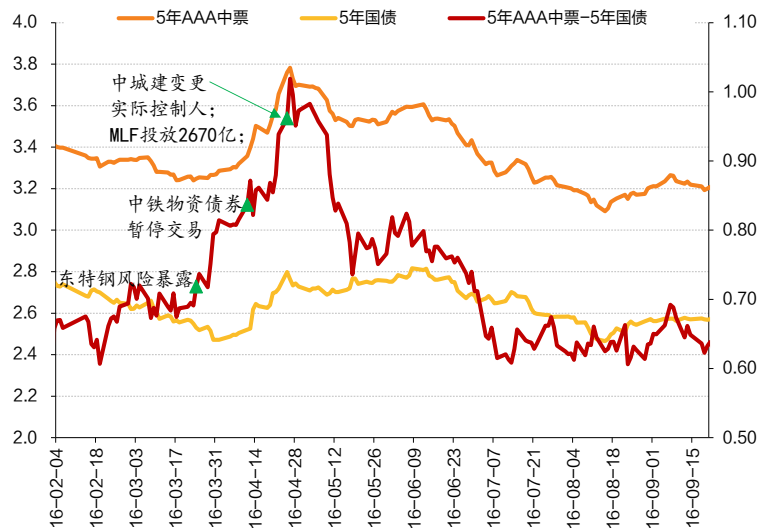
表：2016年上半年的违约和信用事件

债券代码	代表债券	风险确认日期	违约日期	发行人	存量债券规模 (亿元)
041558012.IB	15亚邦CP001	2016-02-05	2016-02-14	亚邦投资控股集团有限公司	5.00
031564128.IB	15云峰PPN005	2016-02-29	2016-02-29	上海云峰(集团)有限公司	66.00
041564012.IB	15宏达CP001	2016-03-08	2016-03-08	淄博宏达矿业有限公司	0.00
031390044.IB	13桂有色PPN001	2016-03-09	2016-03-09	广西有色金属集团有限公司	5.00
041554011.IB	15雨润CP001	2016-03-09	2016-03-17	南京雨润食品有限公司	10.00
041556006.IB	15东特钢CP001	2016-03-25	2016-03-28	东北特殊钢集团有限责任公司	63.70
041564019.IB	15华昱CP001	2016-04-05	2016-04-06	中煤集团山西华昱能源有限公司	32.50
011518004.IB	15铁物资SCP004	2016-04-11		中国铁路物资股份有限公司	170.66
122811.SH	11蒙奈伦	2016-04-19	2016-05-04	内蒙古奈伦集团股份有限公司	0.63
101678001.IB	16中城建MTN001	2016-04-25		中国城市建设控股集团有限公司	187.18
041551020.IB	15春和CP001	2016-05-06	2016-05-16	春和集团有限公司	9.40
041576001.IB	15川煤炭CP001	2016-06-14	2016-06-15	四川省煤炭产业集团有限责任公司	47.50

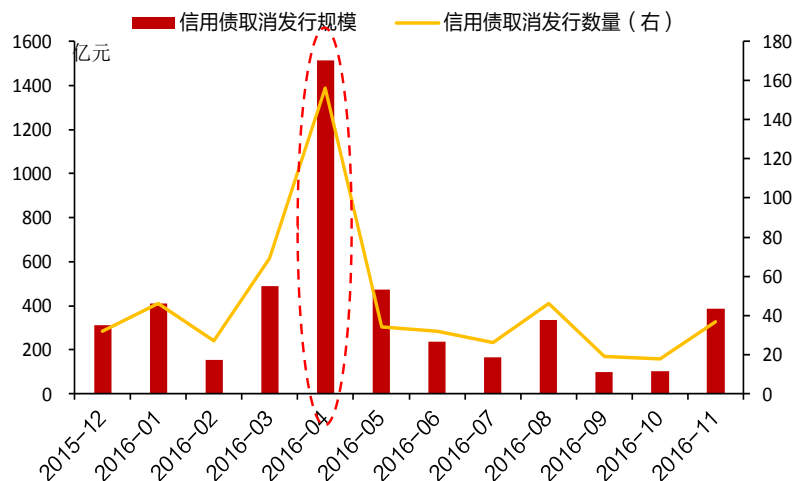
资料来源：Wind，天风证券研究所

- 2016年3月-4月的一系列信用事件，极大的影响了市场情绪。一级市场发行受到严重压制，4月信用债取消发行规模超过1500亿，并且这种信用债一级市场需求的减弱也影响了利率债一级市场，从而对利率债收益率也形成了冲击。二级市场，信用利差从3月25日东特钢发布兑付不确定性公告开始一直上行，一直到4月25日央行进行MLF投放才达到拐点。综合来看，受益于宽松的货币政策周期，东特钢、中铁物资等的冲击被控制在1个月左右。

图：高等级信用债受东特钢、中铁物资等影响利差走阔

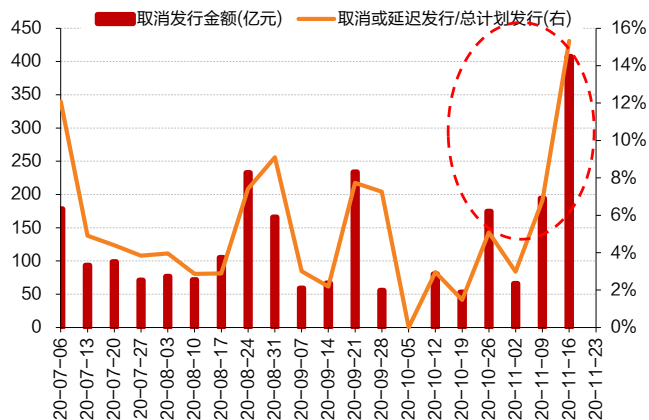


图：2016年4月取消发行规模接近超过1500亿

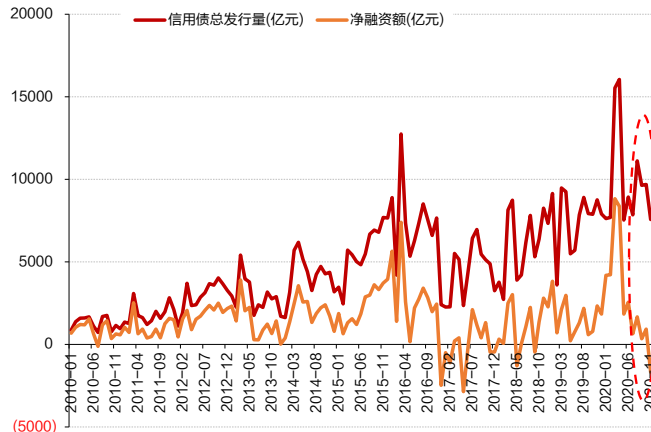


- 2020年下半年是债券市场上国企违约爆发比较密集的一段时期，其中对市场影响比较大的主要是三个国企相关的信用事件：华晨汽车违约、沈公用违约后代偿、永城煤电违约、紫光集团违约。
- 11月10日，在毫无预兆的情况下，永城煤电控股集团有限公司发布公告称，因流动资金紧张，导致公司未能按时足额偿付“20永煤SCP003”本息约10.32亿元，构成实质违约。永煤是河南省煤企重组中诞生的优质主体，市场对河南省煤企的信用资质排序的普遍认知为“永煤>平煤股份>豫能化>平煤神马>郑煤”，资质相对较好的AAA主体永煤率先违约，引发市场对河南煤企的恐慌性担忧，而仅永煤和母公司豫能化的存量债券就有499.4亿元，存量规模较大。永煤在违约前夕通过资产无偿划转的方式将所持优质资产香港上市公司中原银行的股权划出，引发了市场对“逃废债”的担忧，更深层次来看，动摇了信用分析的根基。此外，河南放任职工10多万人（豫能化+永煤）的大型国企违约而不采取任何救助措施，政府对国企较低的救助意愿加剧了市场的担忧，这种情绪进一步向弱资质城投蔓延。

图：信用债取消发行快速增加



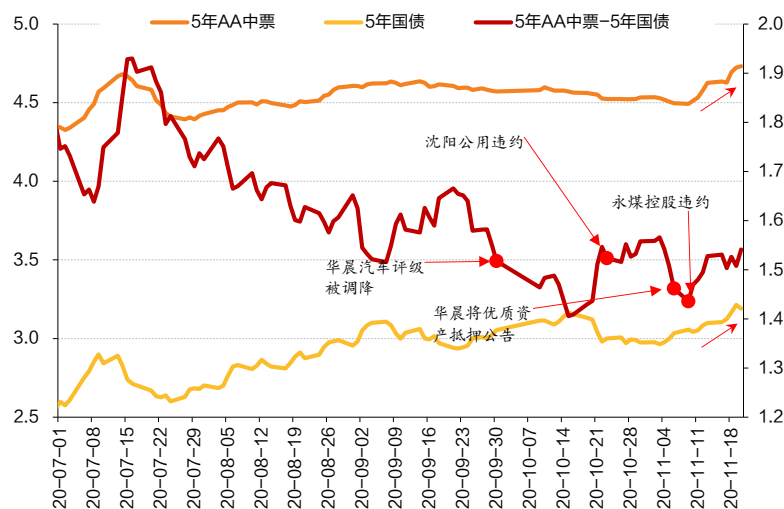
图：信用债净融资快速转负



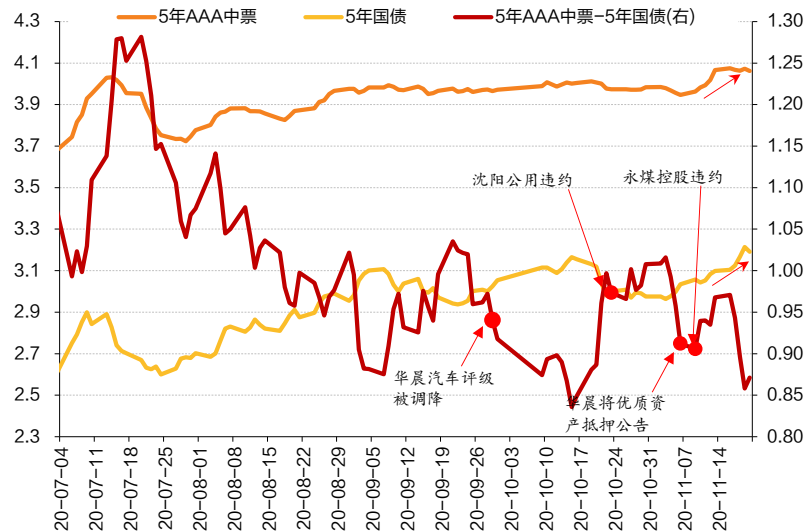
资料来源：Wind，天风证券研究所

- 2020年下半年是债券市场上国企违约爆发比较密集的一段时期，其中对市场影响比较大的主要是三个国企相关的信用事件：华晨汽车违约、沈公用违约后代偿、永城煤电违约、紫光集团违约。
- 沈公用、华晨、永煤、紫光的连续违约，给了市场连续多记重拳，恐慌情绪蔓延到一级市场和二级市场。一级市场上，永煤违约当周信用债取消发行金额达到407.2亿元，且冲击范围已经超出河南煤企的范畴，信用债净融资快速转负；二级市场上，国债和低等级信用债收益率均明显上扬。

图：国债收益率、低等级信用债收益率均受到明显影响



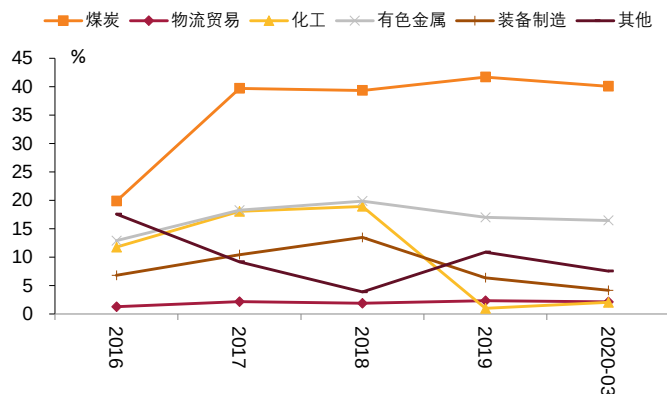
图：国债收益率、高等级信用债收益率均受到明显影响



■ 永煤为何违约？

- **经营水平整体承压，薄弱板块拖累。**公司煤炭业务较稳健，盈利能力在河南省中突出，但化工业务经营水平不佳，叠加疫情对煤炭业务产生了一定影响，经营水平整体承压。公司对盈利能力较差的煤化工板块持续输血，资金运用效率较低。
- **受豫能化资金归集政策影响，公司流动性或被占用。**豫能化集团的财务公司承担着对子公司资金调配的职能，永城煤电的流动性也不可避免地被关联公司占用。结合其他应收款坏账的计提及主要借款对象来看，公司对关联公司的资金回收水平较差，截至2019年年末，其他应收款已占流动资产的22.81%。
- **有息债务规模大，资产负债率高，短期偿债压力突出。**2020年三季度末，公司有息债务余额约1000亿（含应收票据），其中短期债务的占比超70%。2019年公司所发债券中期限在一年及以内的占比接近90%，2020年这一比例仍近60%，债市滚续压力大。
- **归母净利润连续为负，长期看公司财报质量下降。**公司的期间费用较高，财务费用对公司净利润产生巨大侵蚀。此外由于公司对盈利能力较强的子公司持股比例相对较低，对盈利能力较弱的子公司持股比例高，造成少数股东损益为正而公司自身失血。

图：永煤化工板块毛利率大幅下跌



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：永煤有息负债情况（亿元）

科目	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/9/30
应付票据	20.42	68.97	70.97	117.36	188.58	244.41
短期借款	27.74	73.64	127.11	158.43	188.14	206.41
一年内到期的非流动负债	185.90	226.81	250.12	237.70	272.30	214.29
长期借款	194.70	228.36	201.78	170.23	132.77	112.28
应付债券	259.22	102.60	16.80	81.90	77.00	119.00
长期应付款	29.75	29.58	89.43	88.26	99.72	119.97
其他权益工具（永续债）				20.00	20.00	20.00
有息负债（全口径）	717.72	729.96	756.21	873.89	978.51	1036.36
有息负债（无应付票据）	697.31	660.99	685.24	756.52	789.93	791.95

■ **数据统计或有遗漏。**

- 由于数据收集的局限性、统计方法的差异、信息披露的不完整性或更新延迟，可能导致部分分析结果存在偏差。

■ **宏观环境发生超预期变化，财政政策出现超预期变化。**

- 宏观经济环境和财政政策是影响债券市场和城投经营的关键因素。如果宏观环境出现超预期的变化，如经济增长放缓、通货膨胀率波动或外部经济冲击等，可能会对城投的收入、成本和利润产生影响。同样，如果财政政策出现超预期的调整，如税率变动、政府支出增减或政策导向的改变，也可能对城投的经营环境和债券市场预期产生深远影响。

■ **信用风险发酵超预期**

- 若出现信用舆情事件，可能会对信用债市场形成短期冲击，影响市场利率和信用利差走势。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中所提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS