

# 债市聚焦

第 40 期  
总第 287 期  
2018

## 政策指南

[上交所发布债券担保品处置平台服务指引](#)

[银行间债券市场三方回购落地：降低风险、提高流动性](#)

[纳入社会融资统计范畴——地方专项债规模明年有望扩容](#)

[央行设立民营企业债券融资支持工具——再增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元](#)

## 市场动向

[私募可交换债违约风险隐现](#)

[银行急于“补血”——大批可转债在路上](#)

## 风险事件

[“16 飞投 03” 未能如期兑付](#)

[“16 弘债 02”、“16 弘债 03” 发生实质违约](#)

[“15 永泰能源 MTN001” 实质违约，并触发相关存续债交叉保护条款](#)

[“15 新光 02” 违约](#)

[“16 同益 02” 回售违约](#)

## 联合观点

[乘用车行业 2018 年二季度研究报告](#)

[2018 年第三季度短融利差分析报告](#)

[造纸行业专题研究（一）——“外废”新政下包装纸企的分化](#)

[锂电池行业 2018 年半年报](#)

[工程机械行业季度研究报告](#)

[2018 年第三季度城投行业报告](#)



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街  
2 号 PICC 大厦 17 层 100022  
电话 010-85679696  
www.lhratings.com  
lianhe@lhratings.com



联合评级官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
PICC 大厦 12 层 100022  
电话 010-85172818  
www.unitedratings.com.cn  
lh@unitedratings.com.cn

## 政策指南

### 上交所发布债券担保品处置平台服务指引

近日，上交所发布实施了《上海证券交易所债券担保品处置平台服务指引》（下称《指引》）。此举是上交所完善债券回购市场相关制度的又一重要举措。

该《指引》从适用范围、处置标的、参与主体、处置服务的申请及公告、处置安排等方面规定了债券担保品处置平台的业务规范。处置品种包括在指定登记结算机构托管并按规定办理担保的各类担保品，包括国债、地方债、金融债、公司债券、企业债券、可转债、资产支持证券以及上交所认可的其他债券等各类担保品。符合相应条件的金融机构可申请加入合格报价团，参与处置平台的报价。

近年来，交易所债券回购市场快速发展，先后推出了债券质押式回购、协议回购、三方回购等回购业务，已经形成多层次的回购业务体系，回购交易项下的担保品规模显著增长，市场参与主体日益广泛，回购业务总体运行平稳、安全可控。

在此背景下，上交所研究并建立集中的债券担保品处置平台，为市场提供担保品处置服务，进一步完善交易所回购市场制度机制建设。担保品处置平台作为债券回购业务的配套安排，对于债券市场长远健康发展具有重要意义：一是处置平台的建立可有效提升担保品的变现能力，满足市场机构快速处置担保品的需求，更好保护投资者合法权益；二是处置平台通过引入更多机构投资者共同参与，可以更为有效地发现担保品公允价值，提升处置效率；三是通过处置平台处置担保品，减少对现券市场价格的冲击，保障债券现券市场的平稳运行。

（摘自中证网，周松林，2018年10月16日）

[返回目录](#)

### 银行间债券市场三方回购落地：降低风险、提高流动性

10月16日傍晚，央行发布消息称，已于日前在银行间债券市场正式推出三方回购交易。三方回购交易是国际成熟市场常见的一种回购业务模式。交易双方仅需讨论融通资金的金额、利率及期限，而担保品选取、估值等管理由第三方机构根据约定负责执行。

央行称，银行间债券市场三方回购交易的推出，有利于市场参与者更加便利地开展

回购业务，降低结算失败等风险，也有利于保证回购交易存续期间风险敞口得到有效覆盖，提升风险防控能力。

央行表示，银行间市场债券登记托管结算机构可作为第三方机构提供三方回购服务，未来具备相应能力的大型银行也可提供三方回购服务。

“三方回购，相比双边回购的一个好处是：增加了一个中间方。这次央行提到中间方都是由市场影响力比较大的机构，比如登记结算公司、有托管资格的大银行来担任，有助于缓解交易对手违约风险。”10月16日，中信证券研究部固定收益首席分析师明明表示，随着三方回购交易的推出，货币市场将变得更加稳定，并进一步疏通货币政策的传导渠道。

### 提高流动性、降低风险

在此次三方回购的制度落地之前，银行间市场通常通过双边回购开展交易。

“双边交易就是交易对手方自己一对一去谈，要洽谈的内容包括利率、金额、期限等，还要评估质押债券价值和风险情况。”北京某股份行资管部人士表示，该方法下交易成本较高、效率较低。

“目前担保品的管理总体比较粗放，信用债的使用严重不足；回购还冻结了很多流动性比较好的高等级债券，也影响了市场活跃。”该银行人士续称，而三方回购，则相当于把评估质押债券价值和风险的环节交给专业托管机构，由托管机构作为第三方，提供专业的担保品管理服务的债券质押融资交易。

第三方的引入，把回购双方从繁杂的担保品后台管理中解放出来，风险管理精细化水平得以提高，盘活高等级信用债券和零碎债券，提高市场流动性；在违约担保品处置机制明确的情况下，交易双方对于信用违约的后顾之忧也能得到解决。

### 有助于货币政策传导

除了成本和效率，安全性亦将有所提高。北京某大型券商资管部投资经理表示，三方回购交易的推出，无论是对金融机构自身，还是对整个金融市场，都大有裨益。

实际上，三方回购在主要国际市场早已非常主流。早在2015年，全美三方回购日均交易额约1.8万亿美元，占回购市场的47%；欧洲三方回购市场日均交易额8500亿欧元，占回购市场总量的11%。

“要理解推出三方回购，就要关注到货币市场的发展历史。”明明表示，随着央行“削峰填谷”的推进，货币政策近来稳定许多，但就在一两年前的，还曾因为季节性因素，

回购市场上出现一些交易对手违约的情况，随着三方回购的落地，交易对手违约风险有望降低，货币市场可以更加稳定，“稳定的货币市场就是对货币政策的支持，因为现在央行提削峰填谷、合理充裕等，就是要营造一个稳定货币市场利率。”

（摘自 21 世纪经济报道，黄斌，2018 年 10 月 17 日）

[返回目录](#)

## 纳入社会融资统计范畴 地方专项债规模明年有望扩容

今年8月份以来，地方政府专项债券发行进度加快，对银行贷款、企业债券等有明显的接替效应。为将该接替效应返还到社会融资规模中，2018年9月份起，央行将“地方政府专项债券”纳入社会融资统计范畴。

苏宁金融研究院宏观经济研究中心主任黄志龙表示，随着地方专项债发行规模越来越大，地方专项债纳入社会融资统计范畴，能够更加正常合理科学地反映金融体系对实体经济的金融支持，可能在一定程度上将提升社会融资总规模和总信用的增长速度。

数据显示，9月份新增社会融资规模2.21万亿元，同比少增397亿元。不含专项债的旧口径社会融资规模9月份新增1.47万亿元，同比少增约5000多亿元，而9月份新增地方政府专项债近7400亿元，同比多增4900亿元，是当前社融口径下的主要补充。

申万宏源分析师孟祥娟认为，将专项债纳入社会融资统计范畴意味着管理层对于一般政府债和专项政府债定位明显区分开来。专项政府债与项目对应，自求平衡，用来替代城投债的趋势愈加清晰。以此逻辑，考虑到支撑社会融资规模、支撑基建、解决地方债务问题这三个维度，明年专项债规模大概率将扩容。

财政部预算司副司长郝磊表示，今年7月23日国务院常务会议要求，加快1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。按照国务院工作部署，财政部积极采取多项措施指导各地做好专项债券发行工作，提高债券发行便利程度，目前各地专项债券发行进展顺利。

郝磊表示，下一步，财政部在督促各地继续做好专项债券发行的同时，将指导各地加快专项债券资金使用，推进基础设施建设早见成效，更好发挥地方规范举债对稳投资、扩内需、补短板的重要作用，促进经济运行在合理区间。

（摘自证券日报，包兴安，2018 年 10 月 19 日）

[返回目录](#)



## 央行设立民营企业债券融资支持工具 再增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元

10月22日，中国人民银行公告称，为贯彻落实党中央、国务院支持民营经济发展的重要指示精神，经国务院批准，按照法治化、市场化原则，人民银行引导设立民营企业债券融资支持工具，稳定和促进民营企业债券融资。

当日，央行还决定在今年6月增加再贷款和再贴现额度的基础上，再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，发挥其定向调控、精准滴灌功能，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。今年6月，为改善小微企业和民营企业融资环境，央行已经增加了再贷款和再贴现额度1500亿元。加上此次的1500亿元，年内央行已累计增加3000亿元再贷款和再贴现额度。

对此，中信证券固定收益首席分析师明明认为，在民营企业融资难融资贵的背景下，可以通过央行扩表带动民营企业融资扩张。具体来说，央行提供初始资金，比如通过再贷款再贴现，以信用增进的方式支持民营企业融资是一个比较好的方式。明明认为，这同时也可以解决当前货币政策传导机制不畅的问题。

在专家们看来，支持民营企业发展还需要政策多管齐下。摩根士丹利中国首席经济学家邢自强认为，接下来还可以通过减税、下调社保缴付比例等方式来提振民营企业的信心。在他看来，近期提出的国企“竞争中性”原则，也有利于激发民营企业的活力。

据央行有关负责人介绍，此次推出的民营企业债券融资支持工具将由央行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。

该负责人还表示，央行积极支持商业银行、保险公司以及债券信用增进公司等机构，在加强风险识别和风险控制的基础上，运用信用风险缓释工具等多种手段，支持民营企业债券融资。充分发挥地方政府在改善营商环境、督导民营企业规范经营中的作用。

对于此次新增的1500亿元再贷款和再贴现额度，央行有关负责人强调，“人民银行分支行要加大政策支持力度，符合条件的及时发放。”该负责人表示，资本充足率达标、符合宏观审慎要求、监管合规的金融机构，若小微和民营企业贷款占比高、存贷比指标较高、借用再贷款后能够增加信贷投放的，可向当地人民银行分支行申请再贷款和再贴现。

下一阶段，央行有关负责人表示，将继续按照党中央、国务院的统一部署，始终坚持基本经济制度和“两个毫不动摇”，积极运用多种货币信贷政策工具，推动债券市场品种创新，畅通金融服务实体经济传导机制，提高民营企业金融可及性，为民营企业发展营造良好的融资环境。

（摘自搜狐财经，2018年10月22日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 私募可交换债违约风险隐现

#### 规模迅速扩张

私募可交换债，简而言之是上市公司股东用所持股票做质押、非公开发行的债券，一般期限为3年至5年。通常约定半年后投资者可将债券换为股份，换股价格通常为不低于前1个/前20个交易日均价的90%。如果股价下跌，投资者不愿意换股，就可以持有债券到期，收回本息。

2015年私募可交换债总规模不过142亿元。2016年这一规模迅速膨胀至580亿元，2017年则累计发行718亿元。

业内人士指出，对于投资者而言，持有可交债最好的情况是转股期内股价高于转股价格，股票收益率高于债券利息，这时候投资者可以选择把可交债转换成公司股票，卖出股票获利；次好的情况是，股价波澜不惊，持债到期，每年也有4%至5%的债券收益率；最糟的情况是，股价大幅下跌，大股东质押的股票市值显著低于债券本息，而债券到期时发行人又无法偿还本息。令人忧虑的是，目前第三种情况已频频出现。

#### 违约比例或达10%

让可交债的风险进一步积累的是，债券发行过程中的“行规”：尽管可交债的票息表面上看大约在4.8%-5.9%，但实际上可能是这个水平的翻番，在8%-12%之间。

“这种情况不单单是可交债发行时存在的，应该说是债市里比较普遍的。因为可交债发行主体的高负债率，使得问题显得更加严重。”某券商固收部投资经理指出，“因

为是私募性质，可交债的投资人和发行方都要私下谈好的。假如大股东想发10亿元的可交债，通常投资人会要求大股东以自有资金5亿元做‘劣后’。”

2016年券商保荐的私募可交债要远远多于最终发行成功的。“最终发出来的，信用质量有提升，但也不是资质特别强，属于中等水平。信用风险有，但较小。不过，大部分公司处于一个弱信用水平，如果经济环境和资金供给出现较大负面变化，是可能违约的。只是目前为止暂时还没有普遍违约。”郭羽说，“我估计最终违约的比例能到10%，虽然远低于我之前想象的水平，但就绝对数而言，这已经是一个很高的水平了。”

### 减持为了还债

10月15日，顾家家居与喜临门双双发布公告称，喜临门控股股东——华易投资拟以每股不低于15.2元/股的价格向顾家家居转让其所持有的不低于9081.73万股喜临门股票，交易总价不低于13.8亿元。交易完成后，顾家家居将持有喜临门不低于23%的股权，成为喜临门公司的第一大股东，从而可能导致喜临门控股股东及实际控制人变更。

这次交易股权转让背后的原因更值得关注。华易投资于2016年发行了4期私募可交债，累计金额10亿元，将于2019年陆续到期。业内人士认为，囿于转股价与公司当前股价明显倒挂，债务重压的喜临门大股东不得不转让控制权。

继向顾家家居转让23%的股权后，喜临门10月17日再度公告称，公司控股股东华易投资对2016年非公开发行可交换公司债券第二期、第三期、第四期分别追加32.5万股、96.5万股、129万股喜临门A股股票作为担保及信托财产，合计追加股数258万股。

分析人士指出，此举说明华易投资前几年的高杠杆融资已经难以为继。华易投资最终可能“清空”所持喜临门股份。

2015年发行量“井喷”的私募可交债，2018年开始进入兑付高峰期。据统计，截至10月12日，市场上存续的可交债大约有133只。其中，评级为A以上的私募可交换债有33只，评级为B的有4只，其余的没有评级。业内人士表示，存续的可交债信用风险看似较小，但大部分公司处于弱信用水平，如果经济环境和资金供给出现较大负面变化，是可能违约的。

（摘自中国证券报，高改芳，2018年10月19日）

[返回目录](#)

## 银行急于“补血” 大批可转债在路上

在严监管之下，银行业面临较大资本补充压力，因此“补血”动作频频。数据显示，截至10月19日，A股上市银行还有中信银行（400亿元）、江苏银行（200亿元）、平安银行（260亿元）、浦发银行（500亿元）可转债计划待通过证监会核准，合计待审核的发行规模约1360亿元。

然而，在今年完成可转债发行的银行中，多家银行频繁向下修正转股价格，但投资者的转股意愿仍然不高，转股率较低。

### 千亿可转债待批

在监管力度不断加强的背景下，顺应监管趋势，如何满足资本充足率监管要求，进一步夯实资本基础，已成为国内商业银行必须考虑和解决的战略问题。IPO、定增、转股后的可转债就是商业银行用于补充核心一级资本的重要途径。

数据显示，除了已取得证监会核准的张家港行25亿元可转债发行申请，以及10月16日证监会核准的交通银行600亿元可转债，A股上市银行合计待审核的发行规模约1360亿元。

### 转股进度缓慢

可转债的期限一般为6年，时间较长，发行可转债的时候就会设定转股价格。对于银行而言，发行可转债的最终目的是补充一级资本，由于可转债在转股前不计入一级资本，因此对银行来说转债的核心诉求是转股，转股价格以及何时转股很重要。10月以来，无锡银行、常熟银行、宁波银行、江阴银行相继公告可转债的转股情况，除了宁波银行外，其他3家银行可转债转股率尚不足0.1%，转股进度缓慢。

### 多次下调转股价格

上述银行均下调过转股价格。无锡银行于今年1月发行30亿元可转债，8月6日起可转股，初始转股价格为8.9元/股。但该行很快两次向下修正价格，最终为6.7元/股。常熟银行今年2月发行30亿元可转债，7月26日起可转股，初始转股价格为7.61元/股，随后两次向下修正为5.76元/股。江阴银行更是三度下修价格，由初始价格9.16元/股，下调为5.67元/股。



## 20只银行股“破净”

西南证券金融组首席分析师刘嘉玮表示，下修价格是为了让投资者更愿意转股，看起来对投资者更加合适，未来股价上涨会有更好的投资收益。不过对于银行来讲，下调转股价需要提供更多的股份，这样会稀释原股东的持股比例。

虽然下修转股价格利于转股，但投资者还会考虑转股后的溢价率。而现实情况是这段时间银行股股价表现并不尽如人意，上市银行大规模“破净”令转股难度上升。有分析人士表示，可转债下修后的转股价格不能低于净资产，一些大型银行、股份行由于股价较低，已无下修空间。截至10月19日收盘，A股28只上市银行股中有20只处于“破净”状态。其中1家银行的市净率不足0.7倍，另有10家银行市净率不足0.8倍，5家银行市净率低于0.9倍。

（摘自人民网，范佳慧，2018年10月22日）

[返回目录](#)

## 风险事件

### “16飞投03”未能如期兑付

截至2018年10月18日下午17时，“16飞投03”发行人未向中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司划拨足额利息、回售本金、及相关手续费；国海证券亦未获得发行人自行向债券持有人兑付足额利息及回售本金的相关凭证。基于上述情况，国海证券认为“16飞投03”未能如期兑付，未能如期兑付金额总计5.15亿元人民币。

（摘自 Wind，2018年10月18日）

[返回目录](#)

### “16弘债02”、“16弘债03”发生实质违约

中弘股份披露，“16弘债02”的回售金额为8.64亿元（含利息）。截至公告时，公司仅通过场外方式支付了1.49亿元本金及利息，剩余本金及展期利息公司已无法按时、足额支付。公司控股股东中弘卓业集团有限公司及实际控制人王永红先生亦未能按照《保证合同》的约定履行担保责任。上述事项导致本期债券发生实质违约。

根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的债券回售申报数据，“16弘债03”的回售数量为1320万张，回售金额14.256亿元（含利息）。本期债券回售款及利息的资金到账日为2018年10月22日（2018年10月21日为休息日，则顺延至其后的第1个交易日）。截止10月22日，发行人无法按期支付本次债券本金及利息，亦未能与债券持有人就展期事宜达成一致共识。上述事项导致本期债券发生实质违约。

（摘自 Wind，2018 年 10 月 22 日）

[返回目录](#)

### “15 永泰能源 MTN001” 实质违约，并触发相关存续债交叉保护条款

永泰能源近日公告披露，“15永泰能源MTN001”已发生实质性违约，并已触发了公司存续期内的“15永泰能源MTN002”、“17永泰能源PPN001”、“17永泰能源PPN003”、“18永泰能源PPN001”、“18永泰能源CP001”、“18永泰能源MTN001”募集说明书或定向协议中披露的“交叉保护条款”。资料显示，“15永泰能源MTN001”发行规模14亿元，票息6.18%，到期日为2018年10月22日。截至目前，永泰能源在A股市场仍处于停牌状态，停牌前股价报1.67元。

（摘自中国证券报，王辉，2018 年 10 月 22 日）

[返回目录](#)

### “15 新光 02” 违约

2018年10月22日，新光控股集团有限公司发布公告称，其2015年第二期公司债券“15新光02”未回售部分债券原兑付日为2020年10月22日，回售部分债券原兑付日为2018年10月22日。2018年10月17日，“15新光02”2018年第一次债券持有人会议通过了议案四《关于宣布“15新光02”加速清偿的议案》，决议“宣布15新光02债券本金和相应利息立即到期”，议案四生效日期为2018年10月17日，“15新光02”加速到期日为2018年10月17日。由于受宏观降杠杆、银行信贷收缩、民营企业融资困难等多重因素影响，公司流动性出现问题，未能按期偿付本期债券应付的本金及利息。

（摘自 wind，2018 年 10 月 22 日）

[返回目录](#)

## “16同益02”回售违约

同益实业集团有限公司（以下简称“同益实业”）发行的“16同益02”未能按时兑付本息。10月23日，西部证券出具的受托管理事务报告披露，截至2018年10月19日，发行人及担保人仍未能支付“16同益02”已登记回售债券的本金4.27亿元及年度利息3600万元。

“16同益02”期限为3年，票面利率为8%，最新债项评级为AA级。Wind统计显示，包括“16同益02”，同益实业目前存续债券3只，存量规模达17.5亿元，分别是“16同益债”（10亿）、“16同益02”（4.5亿）、“16同益01”（3亿）。

（摘自每日经济新闻，2018年10月24日）

[返回目录](#)

## 联合观点

### 乘用车行业 2018 年二季度研究报告

2018年上半年，我国乘用车产销量较去年同期均有小幅增加，行业产销水平整体保持稳定。分车型来看，SUV继续保持高速增长，显示出旺盛的市场需求，是乘用车市场增长的主要驱动车型；其他车型同比增速有升有降。分排量来看，低排量和高排量乘用车同比增速较上年均有所上升。分品牌国别来看，中国品牌乘用车同比增速小幅下降；合资品牌中韩系车销量回暖较为明显，德系、日系、法系车均呈现不同程度增长，而美系车有所下降；新能源汽车继续保持较快增长，自主品牌的新能源汽车发展势头强劲。

2018年二季度，汽车乘用车行业共发行债券8支，发行规模合计142.80亿元，其中超短期融资债券60.00亿元、定向工具50.00亿元、一般公司债32.80亿元；按照信用等级来划分，除了铁牛集团有限公司主体信用等级为AA+、戴姆勒股份公司未披露主体信用等级以外，其余公司主体信用等级均为AAA。

展望2018年全年，在补贴退坡、二手车市场蓬勃发展的作用下，乘用车车企或将面临消费需求增速趋缓的平稳行情。长远来看，乘用车行业作为重要的消费品行业，目前伴随我国国民生活水平的提高和消费升级的需要，未来仍有一定发展空间，行业整体信

用水平有望保持稳定。但伴随我国自主品牌车企的崛起及新能源汽车的兴起，我们预计未来一段时间行业竞争将加剧，行业内企业优胜劣汰进程将加速。

查看全文请点击<https://mp.weixin.qq.com/s/FH-FbpwBRQC0a4CewSXWgw>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商四部供稿，2018年10月17日）

[返回目录](#)

## 2018年第三季度短融利差分析报告

本季度，共有94家企业累计发行短融112期，发行规模为1339.60亿元，发行期数和发行家数同比降幅均在25%以上，环比增幅均在25%以上，发行规模同比和环比均有不同程度的上升。短融发行量较上季度增幅显著主要是由于本季度银行间债券市场资金面中性偏松，流动性进一步改善，企业倾向于通过发行短融缓解短期资金压力；但2018年以来违约事件多发，投资者对风险的态度趋于谨慎，发行债券难度有所加大，导致短融发行期数和发行家数较2017年同期有所减少。

本季度短融发行主体的信用等级呈现向AAA级和AA+级集中趋势。一年期短融的平均发行利率（5.27%）较上季度（5.59%）和上年同期（5.38%）均有不同程度下降。

本季度，一级市场和二级市场上发行人主体信用等级对短融利差的影响较为一致：新发短融的发行主体信用等级对短融利差均值呈现出明显的区分度，即主体信用等级越低，平均发行利率、利差I和利差II的均值越高；AAA级与AA+级的级差高于AA+级与AA级的级差，表明投资者对AA+级主体要求的风险溢价升高，可能是由于AA+级短融发行主体中民营企业占比较大，投资者的风险偏好有所降低；本季度各级别发行人利差I和利差II的变异系数均有不同程度上升，稳定性有所下降（不排除样本量过少因素影响）。

我们使用Mann-WhitneyU 两独立样本非参数检验方法，对本季度不同主体信用等级所对应的短融利差I和利差II的差异性进行了显著性检验。检验结果显示，在95%的置信水平下，各级别主体所发短融的利差I和利差II的差异均显著，表明信用等级对短融风险定价具有较好的区分度。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181018/150154206.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合资信、联合评级研究部供稿，2018年10月18日）

[返回目录](#)



## 造纸行业专题研究（一）——“外废”新政下包装纸企的分化

我国废纸需求量很大，但多年来我国废纸回收体系依旧未能建立完善的回收机制，导致我国废纸回收难度大，价格较高，且品质还很低，因此国内生产瓦楞包装纸的大部分企业都依赖进口外废。自2016年底造纸行业景气度持续上升，众多纸企走出低迷，但在2018年《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准》正式发布，对外废进口标准进一步提高，要求自2018年3月1日起，进口废纸中掺杂物总重量不得超过进口废纸总重量的0.5%，同时年产能小于5万吨的纸厂无外废进口资格。

自该标准执行至今，外废入关举步维艰，其价格呈现震荡波动趋势，谷点在2017年9月和2018年2月，均在政策颁布前后的节点上（2017年一季度的谷点是受美元持续贬值后回调影响，进口废纸价格随后回调）。2018年3月1日，随着国家对进口外废严格控制，国外回收废纸标准、技术水平和分拣成本亦随之升高，加之环保重压下，进口量也随之减少，直接推动外废价格走高。受中美贸易战影响，近期，商务部公布了经调整的《对美国输华商品加征关税商品清单二》，从2018年8月23日起，对废纸在内的固体废物美国输华商品加征25%关税，这将加快外废进口量的萎缩，同时外废价格将进一步攀升，进一步推高包装纸企业生产成本。

“外废”新政落地后，加之海关100%开箱检查，外废进口受制，进口量大幅下降，而国废由于短期供应不足，价格急速上行，加剧企业成本压力；由于外废配额有助于大幅降低国内包装纸企生产成本，获得大量外废配额的龙头纸企成本优势明显，且转嫁到下游能力较强，盈利能力有所支撑，信用水平较高，且随着落后产能不断淘汰，行业内集中度将进一步提升，包装纸企呈现两极分化趋势。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhcx/20181018/150154751.shtml>

（摘自中国债券信息网，联合评级工商四部供稿，2018年10月18日）

[返回目录](#)

## 锂电池行业 2018 年半年报

2018年上半年，锂电池行业内部分化仍在延续，即原材料供应商继续保持较好的利润水平，而电池制造商受生产成本上涨和产品价格下跌影响，盈利空间继续受到挤压。

从上游情况看，主要上游原材料钴的价格有所下降，在材料选择上，在当前政策对高能量密度电池倾斜的情况下，三元材料出货量同比大幅增长；政策方面，2018年上半年新能源汽车补贴政策调整对锂电池行业产生的影响较大，本次补贴调整对技术标准有了大幅提升，同时补贴金额也明显下调，对储能及节能性有了更高的要求，三元锂电池的渗透率可能进一步提升，同时也将对持续下降的动力电池价格产生进一步冲击。

虽然，锂电池行业较高的景气度仍在延续，但结构性产能过剩、产品价格持续下降以及补贴退坡等因素日益显现。在市场竞争日益激烈的情况下，行业内具有技术优势、规模优势以及质量优势的龙头企业有望得到进一步发展，预计未来行业集中度将继续提高，行业内龙头企业抗风险能力将得到进一步增强；而中小型企业日益复杂的市场环境下，将面临更大的经营风险，具有不同技术水平和不同规模的锂电池制造企业信用状况将出现分化。长期来看，电动汽车仍然是汽车行业未来极为重要的发展方向，锂电池行业仍有着良好的发展机遇。综上，联合评级对锂电池行业的展望为“稳定”。

查看全文请点击 [https://mp.weixin.qq.com/s/eBp537vyrODfk\\_GmSFf2sg](https://mp.weixin.qq.com/s/eBp537vyrODfk_GmSFf2sg)

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商四部供稿，2018年10月18日）

[返回目录](#)

## 工程机械行业季度研究报告

2018年二季度，我国工程机械行业持续保持高位运行，各产品销量同比大幅提升；下游需求方面，国内基础设施投资及房地产投资增速放缓，煤炭、铁矿石、水泥等下游行业景气度减弱；工程机械主要产品挖掘机行业集中度进一步提升，且以三一重工、徐工机械、柳工为代表的国内企业显示出了强大的竞争实力；此外，钢材价格的上涨对工程机械行业成本控制造成了一定影响。

2018年以来，得益于下游需求增长，工程机械行业呈现整体景气状态，行业内龙头企业表现良好；但工程机械行业具有较强的周期性，与我国宏观经济、固定资产投资的波动密切相关，需关注经济波动对下游行业需求所带来的负面影响。2018年二季度，我国基础设施投资及房地产投资增速放缓，煤炭、铁矿石、水泥等下游行业生产活动景气度减弱，可能对工程机械行业需求产生一定影响。

目前，工程机械行业高景气度状态仍在持续，虽然PPP项目退库，煤炭、铁矿石、水泥等行业景气度下降对工程机械产品需求拉动作用将有所下降，但上轮周期低谷导致

的产品需求缺口仍然存在，并且随着工程机械产品存量增长，更新需求开始体现，工程机械行业各产品销量仍维持快速增长趋势。中共中央政治局会议定指出将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大基础设施领域补短板的力度，预计2018年下半年，基础设施建设投资将扭转上半年放缓趋势，进而刺激工程机械产品需求。联合评级对工程机械行业的展望为“稳定”。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/9p8bb7loSf7sBys8rMgHUw>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级结构融资部供稿，2018年10月19日）

[返回目录](#)

## 2018年第三季度城投行业报告

2018年第三季度，城投债券发行规模较上年同期有所下降，从区域来看，江苏省发行规模大幅增长，仍为全国发行量最大的区域，且区域分化特征仍比较明显，西部地区城投债发行规模继续萎缩；城投发行人更加偏好短期债券品种，超短期融资券由于其流动性强、短久期的特点而呈现出发行规模大幅增长趋势。此外，市场更加青睐AA+及以上优质城投企业，AA级别城投企业发行规模大幅下滑。从2018年第三季度城投企业级别调整来看，城投企业主体级别仍以上调为主，整体城投行业信用状况稳定。

查看全文请点击 <https://mp.weixin.qq.com/s/jDQeoVbozNEhvsxSMFKCrg>

（摘自联合评级微信公众号，联合评级工商一部供稿，2018年10月23日）

[返回目录](#)