

2015-11-25

# 2015 年上半年“信用债券”估值偏差研究报告

联合资信评估有限公司



 **联合资信评估有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

# 2015 年上半年“信用债券”估值偏差研究报告

联合资信评估有限公司

## 一、意义

目前，中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中债”）已构建完成包括中债收益率曲线、中债估值、中债指数和中债 VaR 四大产品系列在内的中债价格指标体系。中债收益率曲线是反映当前债券市场上相同信用等级、不同期限利率水平的曲线族系。在具体的编制过程中，中债根据债券的外部评级和一、二级市场价格，并结合发行人行业表现、企业性质、财务资质、地方经济及财政实力（针对城投债）等因素，对债券的信用等级进行再评价，评价结果可以在一定程度上体现市场信息所映射的债券级别。中债根据评价结果将各债券划分至相应信用等级的收益率曲线作为其样本券。针对每一条收益率曲线，中债再根据样本券的当天市场收益率水平确定关键期限的收益率，采用赫米特差值模型进行连线。以债券收益率曲线为基础，中债又开发了债券估值。具体来看，中债估值以收益率曲线上的样本券为对象，采用现金流贴现模型，以样本券所在收益率曲线的收益率作为贴现利率，将其未来预期现金流贴现求和。中债估值是中债指数和中债 VaR 的编制基础，同时在监测市场交易、债券投资定价分析、会计核算等方面也起着重要作用。为增加中债估值透明度，中债每月还会公布《部分信用债券的中债估值说明》（以下简称“中债估值说明”），对当月市场上新发债券和进行了跟踪评级的债券中外部评级与其自己所评价的信用等级出现差异的债券加以说明。中债估值说明揭示了外部评级与市场信息所映射的信用级别有差异的债券，对评级机构和投资者具有重要的提示作用。联合资信“信用债券估值偏差<sup>1</sup>研究报告”以中债估值说明中涉及的债券为样本，通过分析估值偏差相关内容，研究评级机构评级的准确性，整理综合市场有关方面的看法，有助于评级机构制定更完善和更科学的评级政策，有利于更好地为投资者服务。

<sup>1</sup>估值偏差指的是信用债券的外部评级与中债所评价的信用等级的差异，估值偏差为 n 个子级即外部评级高于中债所评价的信用等级 n 个子级。

## 二、方法

本“信用债券估值偏差研究报告”以半年为时间单位，以半年内中债估值说明中涉及的银行间债券市场发行的债券<sup>2</sup>作为统计样本。在统计分析过程中，存在部分债券的估值偏差是由于担保因素而与其发行人所发其他债券的估值偏差有所不同，故本报告将以无担保情况下的估值偏差作为该发行人所发债券的估值偏差。此外，在统计期内，若同一发行人主体出现在多期中债估值说明中，当估值偏差相同时，则只记为 1 家发行人主体，当估值偏差不同时，则记为多家发行人主体；对于中债所评价信用等级为 AAA-级或 AA+级的样本券，当其外部评级为 AAA 级时，估值偏差均为 1 个子级。

## 三、数量统计和级别分布

据统计，2015 年上半年，出现估值偏差的债券数量为 350 只，涉及发行人主体 71 家，占发行人总量<sup>3</sup>的 2.65%，发行人主体信息汇总情况见附件。

经过对上述样本的分析和评估，2015 年上半年债券估值偏差均在 2 个子级以内，并主要集中在 1 个子级，估值偏差均为外部评级高于中债所评价信用等级，其中估值偏差为 1 个子级和 2 个子级的发行人分别有 63 家和 8 家，占出现估值偏差发行人总数量的 88.73% 和 11.27%。

2015 年上半年，出现估值偏差的发行人主体信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AA+级和 AA 级发行人数量较多（21 家和 31 家）。出现估值偏差的发行人中 AA+级发行人出现 1 个子级估值偏差的占比最高（90.48%）；AAA 级发行人出现 2 个子级估值偏差的占比较高（18.18%）；AA-级发行人未出现 2 个子级估值偏差的情况。

2015 年上半年，出现估值偏差的 AA+级发行人在该级别发行人总量的占比最大，为 3.93%，其次为 AAA 级（3.05%），AA 级和 AA-级分别为 2.28% 和 2.16%。

<sup>2</sup>包括短期融资券、超短期融资券、非公开定向债务融资工具（PPN）、中期票据和企业债。

<sup>3</sup>发行人总量为截至 2015 年 6 月 30 日，银行间债券市场存续的短期融资券、超短期融资券、PPN、中期票据和企业债的发行人数量之和。若发行人主体因评级机构不同出现多个信用等级，按照较高信用等级进行统计。

表 1 2015 年上半年估值偏差结果统计表 单位：家/%

发行人外部级别	估值相差子级				总计
	1 个子级	占比	2 个子级	占比	
AAA	9	81.82	2	18.18	11
AA+	19	90.48	2	9.52	21
AA	27	87.10	4	12.90	31
AA-	8	100.00	-	-	8
总计	63	88.73	8	11.27	71

资料来源：Wind、中国债券信息网、联合资信整理

对于估值偏差为 2 个子级的发行人，投资者和评级机构应当予以关注（见表 2）。

表 2 2015 年上半年应予以关注的发行人汇总表

发行人	主体评级	评级机构	估值相差子级	行业	企业性质
开滦（集团）有限责任公司	AAA	中诚信	2	煤炭与消费用燃料	国有企业
山东钢铁集团有限公司	AAA	大公	2	钢铁	国有企业
黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司	AA+	中诚信	2	煤炭与消费用燃料	国有企业
上海华信国际集团有限公司	AA+	联合资信	2	综合性石油天然气	民营企业
江苏中南建筑产业集团有限责任公司	AA	大公	2	建筑与工程	民营企业
山东焦化集团有限公司	AA	联合资信	2	煤炭与消费用燃料	民营企业
天瑞集团股份有限公司	AA	联合资信	2	综合类行业	民营企业
远东控股集团有限公司	AA	大公	2	电气部件与设备	民营企业

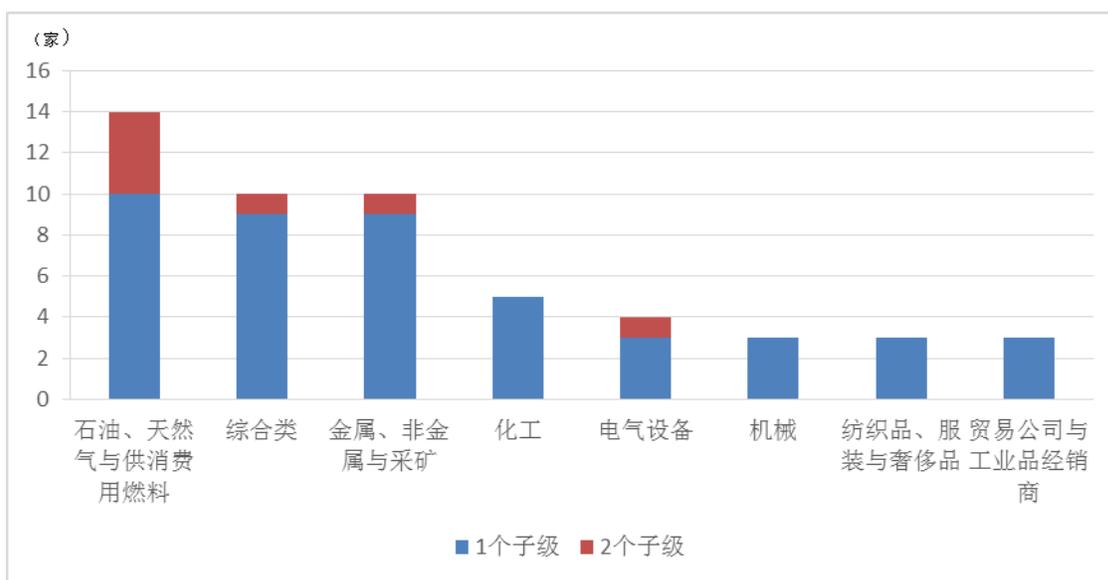
注：行业分类采用 Wind 四级行业的分类标准。

资料来源：Wind、中国债券信息网、联合资信整理

#### 四、发行主体行业分析

从行业分布来看，2015 年上半年出现估值偏差的发行人分布在 24 个行业，其中 8 个行业的发行人家数在 3 家及以上（见图 1）。具体来看，2015 年上半年估值偏差主要集中在石油、天然气与消费用燃料、金属、非金属与采矿、化工和电气设备等行业。电气设备和纺织品、服装与奢侈品行业出现估值偏差发行人在该行业发行人总量的占比最高（19.05%和 13.64%），可能是受到上述行业发行人总量较少影响；石油、天然气与消费用燃料和金属、非金属与采矿行业出现估值偏差发行人在该行业发行人总量的占比也较高，分别为 12.07%和 9.26%，可能是由于上述行业

目前景气度较低和市场与评级机构认识有偏差所致。



注：行业分类采用 Wind 三级行业的分类标准。  
资料来源：Wind、中国债券信息网、联合资信整理

图 1 出现估值偏差的发行人家数排名前八位的行业情况

## 五、发行主体所有制性质分析

2015 年上半年，出现估值偏差的企业中国有企业和民营企业的占比分别为 42.25% 和 49.30%，其中民营企业中估值偏差为 2 个子级的企业数量占比为 14.29%，高于国有企业的 10.00%，主要是由于市场上认为民营企业的信用风险较大，对其信用等级的认可度较低所致。

表 3 2015 年上半年不同所有制性质企业估值偏差结果统计表 单位：家/%

项目	估值相差子级				总计
	1 个子级	占比	2 个子级	占比	
国有企业	27	90.00	3	10.00	30
民营企业	30	85.71	5	14.29	35
外商独资企业	3	100.00	-	-	3
中外合资企业	2	100.00	-	-	2
集体企业	1	100.00	-	-	1

资料来源：Wind、中国债券信息网、联合资信整理

## 附件：2015 年上半年估值偏差信息汇总表

发行人	行业	主体评级	评级机构	企业性质	估值相分子级(个)
开滦(集团)有限责任公司	煤炭与消费用燃料	AAA	中诚信	国有企业	2
山东钢铁集团有限公司	钢铁	AAA	大公	国有企业	2
黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司	煤炭与消费用燃料	AA+	中诚信	国有企业	2
上海华信国际集团有限公司	综合性石油天然气	AA+	联合资信	民营企业	2
江苏中南建筑产业集团有限责任公司	建筑与工程	AA	大公	民营企业	2
山东焦化集团有限公司	煤炭与消费用燃料	AA	联合资信	民营企业	2
天瑞集团股份有限公司	综合类行业	AA	联合资信	民营企业	2
远东控股集团有限公司	电气部件与设备	AA	大公	民营企业	2
百联集团有限公司	综合类行业	AAA	新世纪	国有企业	1
北京首都旅游集团有限责任公司	酒店、度假村与豪华游轮	AAA	联合资信	国有企业	1
电信科学技术研究院	通信设备	AAA	中诚信	国有企业	1
广东省广晟资产经营有限公司	综合类行业	AAA	联合资信	国有企业	1
冀中能源集团有限责任公司	煤炭与消费用燃料	AAA	大公	国有企业	1
厦门翔业集团有限公司	机场服务	AAA	联合资信	国有企业	1
兖矿集团有限公司	煤炭与消费用燃料	AAA	联合资信	国有企业	1
中国恒天集团有限公司	贸易公司与工业品经销商	AAA	大公	国有企业	1
中金黄金股份有限公司	黄金	AAA	联合资信	国有企业	1
包头钢铁集团有限责任公司	钢铁	AA+	大公	国有企业	1
宝钢金属有限公司	钢铁	AA+	新世纪	国有企业	1
北京京煤集团有限责任公司	煤炭与消费用燃料	AA+	大公	国有企业	1
富通集团有限公司	通信设备	AA+	大公	民营企业	1
广东省广新控股集团有限公司	贸易公司与工业品经销商	AA+	联合资信	国有企业	1
广东温氏食品集团股份有限公司	食品加工与肉类	AA+	联合资信	民营企业	1
江苏沙钢集团有限公司	钢铁	AA+	中诚信	民营企业	1
金发科技股份有限公司	基础化工	AA+	中诚信	民营企业	1
九州通医药集团股份有限公司	药品零售	AA+	中诚信	民营企业	1
三花控股集团有限公司	综合类行业	AA+	中诚信	民营企业	1
厦门象屿集团有限公司	综合类行业	AA+	联合资信	国有企业	1
山东宏桥新型材料有限公司	铝	AA+	大公	外资企业	1
山西兰花煤炭实业集团有限公司	煤炭与消费用燃料	AA+	中诚信	国有企业	1
山西煤炭进出口集团公司	贸易公司与工业品经销商	AA+	联合资信	国有企业	1
云南铜业(集团)有限公司	金属非金属	AA+	大公	国有企业	1
云天化集团有限责任公司	化肥与农用化工	AA+	大公	国有企业	1
浙江吉利控股集团有限公司	汽车制造	AA+	新世纪	民营企业	1
正太集团股份有限公司	电气部件与设备	AA+	联合资信	民营企业	1
中国汽车技术研究中心	调查和咨询服务	AA+	中诚信	国有企业	1
福建旗滨集团有限公司	建材	AA	新世纪	民营企业	1
广东科达洁能股份有限公司	工业机械	AA	新世纪	民营企业	1
海航机场控股集团有限公司	机场服务	AA	大公	合资企业	1
海航商业控股有限公司	多元化零售	AA	联合资信	国有企业	1
河南神火煤电股份有限公司	铝	AA	新世纪	国有企业	1
红豆集团有限公司	服装、服饰与奢侈品	AA	联合资信	民营企业	1
华泰集团有限公司	纸制品	AA	大公	民营企业	1
江苏宏图高科技股份有限公司	电脑与电子产品零售	AA	中诚信	民营企业	1
江苏华西集团公司	综合类行业	AA	大公	集体企业	1
岚桥集团有限公司	石油与天然气的炼制和销售	AA	大公	民营企业	1
青岛海湾集团有限公司	基础化工	AA	新世纪	国有企业	1

山东东明石化集团有限公司	石油与天然气的炼制和销售	AA	联合资信	民营企业	1
山东玉皇化工有限公司	基础化工	AA	联合资信	民营企业	1
山西襄矿集团有限公司	煤炭与消费用燃料	AA	鹏元	国有企业	1
杉杉集团有限公司	服装、服饰与奢侈品	AA	新世纪	合资企业	1
陕西黄河矿业(集团)有限责任公司	煤炭与消费用燃料	AA	东方金诚	民营企业	1
上海帝泰发展有限公司	房地产经营公司	AA	中诚信	外资企业	1
苏州天沃科技股份有限公司	工业机械	AA	新世纪	民营企业	1
万达集团股份有限公司	综合类行业	AA	中诚信	民营企业	1
湘电集团有限公司	重型电气设备	AA	新世纪	国有企业	1
新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司	综合类行业	AA	新世纪	民营企业	1
新余钢铁股份有限公司	钢铁	AA	大公	国有企业	1
新誉集团有限公司	重型电气设备	AA	中诚信	民营企业	1
亿利资源集团有限公司	综合类行业	AA	大公	民营企业	1
云南煤化工集团有限公司	煤炭与消费用燃料	AA	中诚信	国有企业	1
浙江荣盛控股集团有限公司	基础化工	AA	新世纪	民营企业	1
重庆力帆控股有限公司	摩托车制造	AA	联合资信	民营企业	1
佛山星期六鞋业股份有限公司	鞋类	AA-	中诚信	外资企业	1
日发控股集团有限公司	工业机械	AA-	新世纪	民营企业	1
山西乡宁焦煤集团有限责任公司	煤炭与消费用燃料	AA-	大公	国有企业	1
深圳市宝德投资控股有限公司	互联网软件与服务	AA-	新世纪	民营企业	1
新疆天山电力股份有限公司	独立电力生产商与能源贸易商	AA-	中诚信	民营企业	1
星星集团有限公司	家用电器	AA-	大公	民营企业	1
亚邦投资控股集团有限公司	综合类行业	AA-	大公	民营企业	1
浙江华友钴业股份有限公司	金属非金属	AA-	联合资信	民营企业	1

注：行业分类采用 Wind 四级行业的分类标准。

资料来源：Wind、中国债券信息网、联合资信整理