

债市聚焦

第 45 期

总第 340 期

2019

政策指南

[年内 142 家企业超 6200 亿元发债申请获发改委批复](#)

[央行：我国金融风险高位缓释](#)

市场动向

[央行报告：2018 年我国发行绿色债券超 2800 亿元](#)

[国开行将发行首单 LPR 浮息利率债](#)

风险事件

[大新华航空 10 亿元私募债违约](#)

[“海航 302” 未兑付 ABS 回售本金](#)

联合观点

[中小商业银行专题研究系列七：盈利能力分析及专题总结](#)

[2019 年上半年水泥行业信用分析及展望](#)

[湖南省地区城投债务风险分析研究报告](#)

[煤炭行业季度研究报告](#)

[电力行业季度研究报告](#)



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

年内 142 家企业超 6200 亿元发债申请获发改委批复

近年来，按照党中央、国务院关于增强金融服务实体经济能力的决策部署，国家发改委坚持企业债券发展与推进国家重大战略、重大规划落地有机结合，提高直接融资比重，优化债券融资服务。

据不完全统计，在相关政策支持下，截至目前，年内有 142 家企业发行企业债券申请获国家发改委批复，总规模达 6239.6 亿元，资金主要用于轨道交通建设、棚户区改造、符合国家产业政策的项目等。其中，仅 11 月 21 日国家发改委就对 8 家公司发行企业债申请进行批复，规模达 236.9 亿元。可以看出，发改委积极支持优质企业发行企业债券，且批复速度有所加快。

发行规模快速增长

今年以来，企业债券发行规模快速增长，主要用于支持公共服务、基础设施等社会民生关键领域和薄弱环节。今年上半年，发改委共核准企业债券 112 只、3647.2 亿元，同比增长 131%。

具体来看，上半年共核准优质企业债券 23 只、2680 亿元，主要用于交通基础设施、市场化银行债转股、创投基金投资、文化旅游、污水处理、垃圾处理、产业园区开发与运营、战略性新兴产业等领域。核准一般企业债券 51 只、522.2 亿元，主要用于标准化厂房、棚户区改造、保障性住房等领域。专项企业债券 38 只、445 亿元，主要用于城市停车场建设、地下综合管廊、绿色领域、社会领域等方向。

中国国际经济交流中心经济研究部研究员刘向东表示，企业密集发债意味着经济开始走稳，企业进入新的增长循环，微观主体活力有所增强，对投资相对低迷的企业来说可以筹资开始一番新的事业，增强行业的整体盈利能力和发展水平。

服务实体经济能力增强

去年 12 月份，发改委印发了《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，指出要进一步增强企业债券服务实体经济能力，打好防范化解重大风险攻坚战，提高直接融资比重，优化债券融资服务，推动经济实现高质量发展。

今年9月份，为完善企业债券发行管理制度，提高发行效率和质量，发改委印发《企业债券簿记建档发行业务指引》及《企业债券招标发行业务指引》。两项指引自2019年11月1日起执行，有效期5年。

刘向东表示，作为直接投资的一种，增加企业债发行步伐有助解决部分企业融资难问题，支持其加大投资力度，推动生产稳定回升。本质上看，这些企业债主要集中在优质的有偿债能力的企业，以便支持这类企业能优化资源配置，持续推进在建工程，扩大有效投资，原因在于有效投资才能带来增长贡献，才能满足社会发展需求，因而有必要加强发行时企业投资项目有效性管理。

新供给经济学50人论坛成员朱微亮表示，对于企业而言，有了融资，对年底应对一些项目付款有较大的支持，也为2020年建设项目开工提供资金保障。从整体来看，企业融资环境进一步好转，发改委加大批复力度，对市场整个资金面影响不会太大，对市场利率也不会造成太大影响。

（摘自证券日报，2019年11月22日）

[返回目录](#)

央行：我国金融风险高位缓释

11月25日，央行发布《中国金融稳定报告（2019）》，对2018年以来我国金融体系的稳健性状况作了全面评估。报告认为，2018年以来，全球经济政治格局仍处深度调整过程，中国经济金融发展面临的外部挑战明显增多。金融系统始终坚持稳中求进的工作总基调，按照高质量发展要求，迎难而上、扎实工作，推动宏观政策有效实施，金融服务实体经济力度加强，金融秩序不断好转，金融改革开放取得进展，实现了防范化解重大金融风险攻坚战的良好开局，为经济持续健康发展和社会大局稳定作出了贡献。

报告指出，过去一年中，在国务院金融稳定发展委员会统一指挥协调下，央行会同相关部门，按照攻坚战总体要求，针对不同风险分类施策，对威胁金融稳定的重点领域风险，及时“精准拆弹”；对可能持续存在的潜在风险，采取主动措施逐步化解，实现“慢撒气、软着陆”；对于将来可能显现的“黑天鹅”和“灰犀牛”风险，强化日常风险监测与评估，做好各类风险处置预案。通过一年多的集中整治和多措并举，防范化解金融风险取得积极进展，有效稳住了宏观杠杆率；大力整顿金融秩序，存量风险有序压降；稳妥化解中小银行局部性、结构性流动性风险，有序处置民企债券违约事件；出台

资管新规、系统重要性金融机构监管相关指引文件，补齐监管制度短板。总体看，我国金融风险由前几年的快速积累逐渐转向高位缓释，已经暴露的金融风险正得到有序处置，金融市场平稳运行，金融监管制度进一步完善，守住了不发生系统性金融风险的底线。

为落实宏观审慎管理和系统性风险防范职责，央行在总结前期探索经验的基础上，2018年开展了央行金融机构评级工作。评级等级划分为11级，分别为1~10级和D级，级别越高表示机构的风险越大，已倒闭、被接管或撤销的机构为D级，其中评级结果为8~10级和D级的金融机构被列为高风险机构。2018年四季度的央行金融机构评级覆盖了4379家银行业金融机构，从机构类型看，外资法人银行和民营银行的评级结果较好，村镇银行、城市商业银行、农村商业银行结果次之；农村信用社和农村合作银行的结果较差，分别有43.3%和32.7%的机构分布于8~10级。

据了解，央行向评级对象“一对一”通报评级结果、主要的风险和问题，提出整改建议，跟踪金融机构的问题整改情况。会同相关单位对高风险金融机构进行风险警示，根据其风险特征及成因采取早期纠正措施，对症提出补充资本、压降不良资产、控制资产增长、降低杠杆率、限制重大授信和交易、限制股东分红、更换经营管理层、完善公司治理和内部控制等要求。报告透露，下一步要积极探索以存款保险为平台，建立市场化法治化的金融机构退出机制。探索建立金融机构主体依法自主退出机制和多层次退出路径，完善金融机构资产、负债、业务的概括转移制度，建立金融机构风险预警及处置机制，尤其是明确风险处置的触发条件、制定退出风险处置预案、丰富风险处置工具箱。在金融机构市场化退出中，要发挥存款保险基金和各行业保障基金的作用。存款保险基金应及时通过收购承接、过桥银行、经营中救助和存款偿付等方式处置风险，以保护存款人利益、维护金融和社会稳定。

展望未来，报告称，全球经济金融动荡源和风险点仍在增多，国内经济下行压力有所加大，潜在风险隐患短时间内难以消除，但中国经济的韧性仍然较强，居民储蓄率高，微观基础充满活力，重要金融机构运行稳健，宏观政策工具充足，监管体制机制健全，防范化解风险经验丰富。要坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战，平衡好稳增长和防风险的关系，压实各方责任，稳妥处置和化解各类风险隐患，守住不发生系统性金融风险底线，最大限度地保护广大人民群众合法权益。

（摘自证券时报网，2019年11月26日）

[返回目录](#)

市场动向

央行报告：2018 年我国发行绿色债券超 2800 亿元

中国人民银行 19 日公布的报告显示，我国绿色金融市场规模不断扩大，产品服务创新不断涌现。2018 年我国共发行绿色债券超 2800 亿元，绿色债券存量规模接近 6000 亿元。

人民银行发布的《中国绿色金融发展报告（2018）》显示，绿色金融发展取得新成绩和新进展。截至 2018 年末，全国银行业金融机构绿色信贷余额为 8.23 万亿元，同比增长 16%；全年新增 1.13 万亿元，占同期企业和其他单位贷款增量的 14.2%。2018 年绿色企业上市融资和再融资合计 224.2 亿元。绿色基金、绿色保险、绿色信托、绿色 PPP、绿色租赁等新产品、新服务和新业态不断涌现。

报告指出，为动员各类资本尤其是社会资本参与绿色项目建设，政策制定部门需要不断完善政策体系，研究制定更多创新性的激励约束政策，不断丰富绿色金融支持政策工具箱。

（摘自新华网，2019 年 11 月 19 日）

[返回目录](#)

国开行将发行首单 LPR 浮息利率债

国家开发银行 11 月 25 日发布公告称，将于本月 28 日发行首单以贷款市场报价利率（LPR）为基准的浮息利率债。本次发行的债券面向银行间市场投资人，为 2 年期浮动利率债券，利率基准为 1 年期 LPR，按季付息，发行规模不超过 30 亿元，采用荷兰式利差招标。市场投资人可于 11 月 26 日起通过外汇交易中心交易系统开展预发行交易，提前实现交易及定价。

自中国人民银行宣布改革完善 LPR 形成机制以来，国开行高度重视、积极推动 LPR 运用工作，新发放人民币贷款已基本实现 LPR 定价。国开行资金局有关负责人表示，完善 LPR 形成机制是我国利率市场化改革向前迈出的的一大步，具有里程碑意义，有利于进一步疏通货币政策传导机制，促进降低企业融资成本，引导金融机构优化贷款结构，支

持先进制造业、小微、扶贫等重点领域，提升银行业服务实体经济的能力。此次国开行创新发行 LPR 浮息债，将进一步提高 LPR 市场影响力和市场化程度，同时有助于丰富金融债产品的种类，满足市场投资人的多元化需求，活跃 LPR 相关衍生交易，通过债券市场价格发现功能，有效促进债券市场和信贷市场的联动，服务利率市场化改革。

（摘自新华网，2019 年 11 月 25 日）

[返回目录](#)

风险事件

大新华航空 10 亿元私募债违约

11 月 25 日，有投资者透露，其购买的大新华航空有限公司 2016 年度第二期非公开定向债务融资工具（简称“16 新华航空 PPN002”）已于当日到期，但截至 25 日日终，并未收到本息，已发生了实质性违约。资料显示，“16 新华航空 PPN002”发行于 2016 年 11 月，发行规模为 10 亿元，票面利率为 6%，期限为 3 年，到期日为 2019 年 11 月 25 日，主承销商为工商银行，光大银行为联席主承销商。

有投资者表示，此前发行人和投资者商量，本期私募债券展期两年，利息展期 1 年，但是投资者不同意，处于僵持状态。因此今天的违约投资者已有预期。而此前到期“16 新华航空 PPN001”已和投资者协商展期，利息已付。

投资者提供的募集说明书显示，大新华航空第一大股东为海南省发展控股有限公司（简称“海南发展控股”），持股比例为 24.97%。而海南省国资委为海南发展控股的单一控股股东，因此海南省国资委为大新华航空实际控制人。公开资料也显示，大新华航空是上市公司海航控股的第一大股东。有投资人表示，“大新华航空和海航集团资产人员混同，因为和我们投资人对接的人，名片、工牌都是海航集团。”

在发行资料中的风险提示环节，募集说明书也表示，“发行人为海航集团成员企业，集团关联交易频繁，交易品种纷杂，集团成员企业间存在资金占用情况。同时发行人也依托海航集团、海南航空的物流、人流、机构等多重资源，为海南航空提供了重要支持”。

（摘自 21 世纪财经，2019 年 11 月 25 日）

[返回目录](#)

“海航 302”未兑付 ABS 回售本金

11月26日，“海南航空3期BSP票款债权资产支持专项计划”（简称“海航302”）未兑付ABS回售本金。据悉，部分投资人已经选择行使回售权，但发行人并未支付本金，而是向投资人展示展期方案。“未经投资者同意，（发行人）准备发同意撤销回售的公告。”

根据发行资料，“海航302”于2016年8月18日发行，当年10月26日上市，计划管理人是恒泰证券。发行总额20.5亿元，发行票面利率5.15%。发行人是海南航空控股股份有限公司。

2016年8月，海南航空3期BSP票款债权资产支持证券同批共有4只产品，其中，“海航301”发行规模7亿元，预期收益率4.30%；“海航302”发行规模8亿元，预期收益率5.15%；“海航303”发行规模5亿元，预期收益率5.80%；“海航3次”发行规模0.5亿元。

（摘自21世纪财经，2019年11月26日）

[返回目录](#)

联合观点

中小商业银行专题研究系列七：盈利能力分析及专题总结

盈利能力方面，农商行在存款成本增加的压力下净息差下滑，城商行则得益于同业负债成本的下降净息差略有改善。农商行资产利润率领先地位不再，城商行资产利润率持续垫底。

至此，我们的中小银行专题已通过政策梳理、资产端、负债端、流动性、资本充足性及盈利能力进行了分析，所得出的结论如下：现阶段中小银行盈利水平下滑因素不尽相同，未来短期内城商行盈利水平改善难度大于农商行；包商银行事件后，中小银行流动性水平分层趋势更加明显；资产质量方面，银行间的区域分化特点越来越明显，部分地区的信用风险环境持续恶化，对银行资本充足水平、盈利能力造成较大的负面影响；

资本充足性方面，中小银行补充资本的需求愈发迫切，但补充资本的难度和成本均有所上升。

我们认为未来中小银行将彻底告别之前年度的快速扩张模式，中小银行将放慢发展速度，缩表压力犹存，我们会重点关注其在缩表过程中可能引发的流动性风险。2019年的包商银行事件对于银行业的发展将是个分水岭，未来高风险的中小银行或将逐渐退出历史舞台，我们认为2020年起或出现大量农村金融机构合并重组以整合资源、共同抵御风险的现象。结合恒丰银行、包商银行、锦州银行事件来看，中小银行目前我国地方经济发展及金融稳定方面发挥着重要的作用，因此在发展过程中能够得到政府及监管部门的有力支持。综上所述，我们认为未来中小银行发行资本补充债券的难度或将实质性降低，其未来一年的信用风险展望为稳定，但银行经营状况将随所处地区的区域环境、自身股权背景、公司治理水平及风控能力的不同而有所分化。

查看全文请点击 <https://bank.hexun.com/2019-11-21/199367924.html>

（摘自和讯网，联合资信金融部供稿，2019年11月21日）

[返回目录](#)

2019年上半年水泥行业信用分析及展望

2019年上半年，全国水泥建材市场呈现稳中有升的态势，景气度保持在较高水平，水泥产量较上年同期增长6.8%，价格保持高位运行，价位创历年来的同期新高；全国水泥价格指数保持在145以上。尽管产能过剩矛盾依然突出，但随着国家供给侧结构性改革的进一步深化，水泥生产企业积极落实错峰生产和环保限产，供需价格持续改善，行业总体收益保持温和增长趋势。

需求方面，2019年以来国内基建投资回稳，房地产开发投资仍保持较快增长，双重因素叠加促进水泥下游需求总体有所增长。供给方面，2019年上半年，国内水泥产品供给端受错峰生产、环保限产等因素的制约，仍处于结构性调整的过程中；水泥价格方面，各个地区发展有所不均，但大部分地区水泥价格均呈现同比上涨。行业格局方面，水泥行业在华东及南部地区无论产量及价格均仍处于前列，但2019年上半年北部地区整体量价增幅加快。行业政策方面，国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，2019年主要是细节上的指导和优化，保持了政策的一贯性。

2019年上半年，水泥企业发行人以高信用级别为主，在债券市场融资数量和规模均同比明显下降，在债券市场融资呈净流出态势，但无新增债券违约情况，债券融资信用度高；信用等级调整家数较上年明显增加，以上调为主，存续信用债券中高级别主体占比较高，说明水泥市场价格持续高位运行有效改善了生产企业的经营，整体信用水平有所提升。2019年下半年，水泥企业到期债券同比有所减少，但规模仍较大，债券市场融资预计仍存在较大规模，考虑到即将到期债券的企业信用水平高，预计到期兑付风险低。

2019年下半年，水泥行业将在压降产能的基础上，着力开展生产设备智能化、绿色化改造，加强水泥窑处置大宗固废等技术的推广，以优化结构延伸产业链，发展特种水泥和水泥下游制品，提升行业整体产品质量水平，坚持高质量发展道路；水泥行业债券市场融资预计仍处于较大规模，但融资主体以信用等级高的央企和国企为主，整体效益仍处于持续改善的阶段，资金周转压力可控，不考虑环保安全等重大突发因素影响，行业整体信用风险不大。

查看全文请点击 <https://news.hexun.com/2019-11-22/199383373.html>

（摘自和讯网，联合资信工商二部供稿，2019年11月22日）

[返回目录](#)

湖南省地区城投债务风险分析研究报告

近三年，湖南省经济保持中高速增长，总体发展平稳，经济质量更趋优化，省内各地区经济财政实力分化程度较高，随着减税降费、提高财政收入质量政策的落实，各地级市一般公共预算收入出现不同程度的增速放缓和规模下降，其未来一般公共预算收入变动情况有待持续关注；全省地区债务负担重，经济财政实力强的长株潭地区债务负担明显，而经济相对落后的地级市债务负担一般，2018年各地级市债务增长放缓，以湘潭市为首的部分地级市出现债务收缩迹象。

2018年以来，湖南省多地因违规举债而受到财政部问责，部分地区城投企业因融资问题被要求整改，全省融资环境明显趋紧，省内主要地级市城投企业融资压力明显加大，应密切关注未来两年面临集中兑付压力和地区债务负担重的地级市的城投企业未来融资状况和融资成本变化。

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化，2018年以来部分

经济欠发达地区的城投企业陆续暴露出了一定风险，出现了一些非标逾期的风险事件。2018年下半年以来经济仍持续面临下行压力，并面临中美贸易争端带来的不利影响，基础设施建设投资仍需发挥其逆周期的调节作用，而城投企业在基础设施建设领域具有重要作用，同时沪深交易所一定程度上放宽了城投企业发债条件，在相关政策的调整和环境因素影响下，城投企业融资环境有所改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。虽然2018年至今湖南省多地因违规举债受到财政部问责对湖南省区域融资环境产生了一定影响，但从最近其他省份发生的非标信用风险事件政府处理方式以及政府化解隐性债务中可以看到，政府积极协调防范系统性风险的意愿较强，经济实力较强的湖南省出现一定面积的城投企业违约的可能性仍较低。

查看全文请点击 <https://bond.hexun.com/2019-11-22/199383394.html>

（摘自和讯网，联合资信公用事业一部供稿，2019年11月22日）

[返回目录](#)

煤炭行业季度研究报告

2019年三季度，煤炭产量及煤炭进口量同比均有所增长。下游电力整体运行情况良好，钢铁行业高炉开工率有所下降。三季度港口煤炭库存震荡上涨后快速下跌；7—8月为夏季用电高峰，电力企业煤炭消耗量较大，电厂煤炭库存快速下降。受煤炭供给增加、库存较高以及钢铁企业高炉开工率下滑等因素影响，2019年三季度动力煤和炼焦煤价格整体有所下降。

从煤炭企业债券市场表现来看，2019年7—9月，煤炭行业企业整体运行情况稳定，煤炭行业发行主体涉及级别调整的企业共3家。2019年7—9月，煤炭行业债券发行规模980.90亿元，债券到期规模773.07亿元，三季度债券发行规模能够覆盖到期规模；2019年10—12月煤炭行业债券到期规模833.92亿元；联合评级将持续关注未来受融资环境等多方面因素，引起部分企业可能出现的流动性风险。

供给方面，随着十一过后安监放松、优质产能释放，原煤产量有望增加，但由于前三季度我国进口煤增长较快，预计第四季度进口煤将有所收紧，整体看，供给相对宽松。从需求看，2019年以来，宏观经济增速放缓，下游钢铁、水泥等行业受冬季采暖季限产等因素导致需求将走弱，但由于四季度采暖季提前囤货预期，动力煤价格有望出现季节性回升；由于下游钢铁行业部分地区季节性限产，焦炭价格有望下行。煤炭企业盈利随

行业周期性波动，随着外部融资环境的变化，加之当前宏观经济发展的不确定性增加，部分煤炭企业经营可能受到一定压力。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/1920118.html>

（摘自资治网，联合评级工商二部供稿，2019年11月26日）

[返回目录](#)

电力行业季度研究报告

2019年7—9月，非化石能源发电量保持较快增长；除水电和核电外，其他类型发电设备累计利用小时均同比降低；全国基建新增装机容量同比减少，核电及太阳能新增装机减少较多。2019年7—9月，电源完成投资额同比增长，且增量以清洁能源投资为主。在需求层面，随着宏观经济增速放缓，社会用电量增速同比回落，第三产业用电量保持较快增长，第二产业仍为用电主力。从煤炭价格看，受煤炭供给增加、库存较高以及钢铁企业高炉开工率下滑等因素综合影响，7—9月，动力煤价格有所下降。

7月5日，首家国家级煤炭交易中心成立，有利于稳定煤炭价格，保障能源供给；能源局已下达2019年煤电行业淘汰落后产能目标任务，未来，煤电仍将在我国电力系统中发挥重要作用，随着落后产能的持续淘汰，我国煤电机组结构将进一步优化，发电效益将进一步提高。

2019年三季度，电力行业企业未发生级别变动；2019年三季度电力行业债券发行规模2357.02亿元，债券发行规模高于到期规模，行业债务融资工具融资呈现净流入状态。四季度债券到期规模较大的多为AAA企业，行业整体信用风险不大。

查看全文请点击 <http://sinozizhi.com/newsinfo/1920099.html>

（摘自资治网，联合评级工商二部供稿，2019年11月26日）

[返回目录](#)