

2002 年企业债券市场状况 及债券资信评级

一、市场状况

1、管理体制

2002 年《企业债券管理条例》仍在修订过程中，具体颁布实施时间仍不确定。在此期间，企业债券的发行仍通过国务院特批的形式进行。

2、批准发行企业债券计划状况

2002 年共批准三峡总公司、广东移动通信有限责任公司、中国石油天然气股份有限公司、重庆市城市建设投资公司、武汉钢铁（集团）公司、中国海运（集团）总公司、浙江沪杭甬高速公路股份有限公司、江苏交通控股有限公司、上海久事公司、上海浦东发展（集团）有限公司、中国广东核电（集团）有限公司等 11 家企业共发行 320 亿元企业债券，比前 3 年规模有所扩大（近 4 年批准发行企业债券情况见表 1）。

表 1 近 4 年批准发行企业债券计划状况

单位：亿元

序号	1999 年		2001 年		2002	
	发债主体	规模	发债主体	规模	发债主体	规模
1	上海市城市建设投资开发总公司	10	广东移动通信有限责任公司	50	三峡总公司	50
2	三峡总公司	30	三峡总公司	50	广东移动通信有限责任公司	80
3	宝山钢铁公司	20	中国广东核电（集团）有限公司	25	中国石油天然气股份有限公司	15
4	浙江上三线工程公司	2	铁道部	15	重庆市城市建设投资公司	15
5	铁道部	20	中国金茂集团公司	10	武汉钢铁（集团）公司	20
6	江苏高速公路集团公司	3	北京首都公路发展公司	15	中国海运（集团）总公司	20
7	包头钢铁公司	4	中国航空技术进出口公司	10	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	10
8			国家电力公司	40	江苏交通控股有限公司	15
9			中国远洋运输集团公司	20	上海久事公司	40
10			神华集团公司	10	上海浦东发展（集团）有限公司	15
11					中国广东核电（集团）有限公司	40
合计	-	89	-	245	-	320
总计	664					

3、2002 年企业债券实际发行情况

2002 年共有 12 家企业成功发行债券，总规模为 325 亿元，比前几年明显扩大（2001、2002 年

企业债券实际发行情况见表 2)。

表 2 2001、2002 年企业债券实际发行与上市情况

单位：亿元

批准时间	主 体	规模	发行时间	期限	利率	上市情况	主承销
1999	江苏高速公路集团公司	3	2001.05.08	3 年	3.78%*	-	华泰
2001	广东移动通信有限公司	50	2001.06.18	10 年	I+175bp**	2001.10.23 上交所	中金
1999	包头钢铁公司	4	2001.07.18	3 年	3.78%*	-	中信
2001	三峡总公司	20	2001.11.08	10 年	I+175bp	2002.04.19 上交所、深交所	中信
		30		15 年	5.21%**		
2001	广东核电集团公司	25	2001.12.11	7 年	4.12%**	2002.06.06 深交所	开行
2001	铁道部	15	2001.12.26	15 年	5.1%**	-	中信
合计		147	-	-	-	-	-
2001	中国金茂集团公司	10	2002.04.28	10 年	4.22%**	-	中信
2001	北京首都公路发展公司	15	2002.05.29	10 年	4.32%**	-	中信
2001	中国航空技术进出口公司	5	2002.06.17	3 年	3.5%*	-	华夏
		5		7 年	4.05%**		
2001	国家电力公司	5	2002.06.19	3 年	3.5%*	2002.12.10 深交所	中电财务
		35		15 年	4.86%**		
2001	神华集团公司	10	2002.07.23	3 年	3.51%*	-	开行
2001	中国远洋运输集团公司	20	2002.08.29	15 年	4.58%***	-	中信
2002	三峡总公司	50	2002.09.20	20 年	4.76%**	-	中信
2002	广东移动通信有限责任公司	30	2002.10.28	5 年	3.5%**	-	中金 中信
		50		15 年	4.5%**		
2002	武汉钢铁（集团）公司	5	2002.11.05	3 年	3.5%*	-	国泰
		15		7 年	4.02%**		
2002	中国广东核电（集团）有限公司	40	2002.11.11	15 年	4.5%**	-	开行
2002	重庆市城市建设投资公司	15	2002.12.09	10 年	4.32%**	-	-
2002	江苏交通控股有限公司	15	2002.12.12	15	4.51%**	-	开行
合计		325	-	-	-	-	-

注：I=1 年期银行储蓄利率；*表示到期一次付息；** 表示每年付息一次；*** 表示每半年付息一次。

4、企业债券发行利率

2002 年每种期限企业债券最后一笔的发行利率与债券期限的对应关系见表 3。

表 3 发行利率与债券期限的对应关系

债券期限（年）	3	5	7	10	15	20
债券利率（%）	3.5*	3.5**	4.02**	4.32**	4.51**	4.76**

注：*表示到期一次付息；** 表示每年付息一次。

二、企业债券的资信评级

1、资信等级

从表4中可以看出,2002年已发行企业债券的资信等级均为AAA,主要反映了发债主体和担保单位(基金)在国民经济或省市经济中具有垄断或不可替代地位、中央政府或省市政府的支持、发债额相对发债主体和担保单位的现金流量很小等因素。

表4 2001、2002年企业债券的资信状况

单位:亿元

批准时间	主 体	规模	信用等级	评级机构	担保	发行时间
1999	江苏高速公路集团公司	3	AA+	联合	江苏交通控股	2001.05.08
2001	广东移动通信有限公司	50	AAA	诚信	中国移动	2001.06.18
1999	内蒙古包钢钢联股份有限公司	4	AAA	大公	包钢集团	2001.07.18
2001	三峡总公司	20	AAA	诚信	建设基金	2001.11.08
		30				
2001	广东核电集团公司	25	AAA	诚信	开行	2001.12.11
2001	铁道部	15	AAA	联合	专项基金	2001.12.26
合计		147	-	-	-	-
2001	中国金茂集团公司	10	AAA	诚信	建行	2002.04.28
2001	北京首都公路发展有限公司	15	AAA	诚信	北京城建	2002.05.29
2001	中国航空技术进出口公司	5	AAA	联合	中国航空集团	2002.06.17
		5				
2001	国家电力公司	5	AAA	大公	中行	2002.06.19
		35				
2001	神华集团公司	10	AAA	大公	兴业银行	2002.07.23
2001	中国远洋运输集团公司	20	AAA	联合	农行	2002.08.29
2002	三峡总公司	50	AAA	诚信	建设基金	2002.09.20
2002	广东移动通信有限责任公司	30	AAA	诚信	中国移动	2002.10.28
		50	AAA	大公		
2002	武汉钢铁(集团)公司	5	AAA	联合	建行	2002.11.05
		15				
2002	中国广东核电(集团)有限公司	40	AAA	诚信	开行	2002.11.11
2002	重庆市城市建设投资公司	15	AAA	联合	中行	2002.12.09
2002	重庆市城市建设投资公司	15	AAA	联合	中行	2002.12.09
合计		325	-	-	-	-

2、资信评级机构

2002年企业债券资信评级由3家评级机构承担。按家数计算,3家评级机构的市场份额见表5。

表5 2001、2002年实际发行企业债券资信评级市场占有率统计

年度	2001年			2002年		
评级机构	联合	诚信	大公	联合	诚信	大公
占有率	33%	50%	17%	41%	38%	21%

三、企业债券市场发展展望

预计2003年国家将颁布新的企业债券管理条例,企业债券市场将结束特批阶段,走向正常发展轨道;企业债券的发行规模将有控制地扩大,近几年企业债券一级市场供不应求的状况将改变。

2002 年可转换公司债券 市场回顾与分析

一、背景回顾

1997 年, 原国务院证券委发布《可转换公司债券管理暂行办法》, 明确指出上市公司及非上市重点国有企业均可发行可转换公司债券。

2001 年 4 月 28 日, 中国证监会颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》, 对上市公司发行可转换公司债券的性质、发行条件等事项做了进一步的详细规定, 这引发了上市公司争取通过可转债形式进行直接融资的热情。之后, 上市公司陆续发布拟发行可转债的公告。

截止 2001 年底, 共有 55 家上市公司发布了拟发行可转债的公告。

根据上市公司在可转债发行准备过程中存在的具体问题, 2001 年 12 月 25 日, 中国证监会又发布了《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》, 进一步明确了上市公司发行可转换公司债券的具体条件。

但由于各种原因, 2001 年内没有一家公司的可转债正式获取发行上市。

二、2002 年的情况及特点

2002 年内共有 15 家上市公司发布了拟发行可转债的公告, 具体情况见表 1。

表 1 2002 年公告拟发行可转债情况

股票代码	股票名称	发债规模	年限	利率方案	2001 年末 股东权益	前 3 年 平均收益	发债后资 本化比率	发债后负 债比率	债额占权 益比重
600795	国电电力	200000	5	5 年年利率分别为 0.8%、1.0%、1.5%、2.0%和 2.2%。每年付息一次	427766.10	19.86	42.45	51.92	46.75
600180	九发股份	32000	3	1%	80197.39	11.11	35.64	39.97	39.90
600874	创业环保	120000	5	第 1 年 1.12%, 利率调整则按 5 年期定期利率的 40%确定	156788.80	-0.48	43.32	49.8	76.54
600001	邯郸钢铁	200000	5	1.2%, 每年支付利息	622869.20	12.98	31.62	41.74	32.11
600567	山鹰纸业	25000	5	1.1%	32979.49	6.98	56.02	63.97	75.80
000959	首钢股份	200000	5	不高于 1.5%, 每年支付利息	499048.80	14.67	51.62	57	40.08
000977	浪潮信息	43000	5	1.2%-1.5%, 每年付息	80650.41	10.40	32.46	41.56	53.32
000406	石油大明	76000	5	1%, 每年付息	132470.50	16.62	42.24	50.97	57.37
000961	大连金牛	52000	5	1.5-2%每年付息					
600200	江苏吴中	45000	5	1.2%每年付息	75019.07	10.27	45.76	50.46	59.98
000559	万向钱潮	60000	5	1-2%, 每年付息	126833.50	13.08	32.63	46.17	47.31
600145	四维瓷业	31000	5	1.2%, 每年付息	41430.98	12.33	54.14	58.32	74.82
000876	新希望	80000	5	1%-2%	103050.10	8.55	45.79	48.79	77.63
600010	钢联股份	180000	5	1.1-1.9%	347353.50	14.61	58.08	61.71	51.82
000822	山东海化	100000	5	1%-2.79%, 每年付息	165145.30	11.41	49.57	58.17	60.55

从2002年可转债市场反映的情况看,主要体现出以下一些特点:

1、上市公司申请发行可转债的热情降低

首先从数量上看,2001年5月至2001年底共有55家公司公告拟发行可转债,而2002年只有15家公司发布拟发行可转债公告,数量出现较大反差。这其中的原因,一方面存在满足条件、有发债愿望的公司在证监会《实施细则》出台初期集中公告的因素,另一方面也存在上市公司对发行转债失去热情的因素。

在已公告拟发债的公司中,2002年共有12家公司发布公告决定放弃发行可转债计划,这12家公司分别是福州大通、强生股份、许继电气、石油大明、华晨集团、浪潮信息、抚顺特钢、威孚高科、通程控股、彩虹股份、大连金牛、万杰高科等。

从以上两方面情况可以看出,上市公司发行可转债的热情明显降低,其中原因主要来源于下面将谈到的一些影响因素。

2、批准发行上市的节奏依然缓慢

2001年内公告拟发行可转债的55家公司中,当年没有一家公司的可转债获准发行上市。

进入2002年,陆续有转债获准发行上市。4月18日江苏阳光获准发行,6月13日深万科获准发行,8月13日南京水运获准发行,丝绸股份于9月发行,燕京啤酒于10月发行。上述共计有5家公司转债获准发行上市,仅占全部已公告70家公司的7.1%。批准发行上市节奏的缓慢,一定程度上影响了上市公司计划发行转债的热情。

3、市场反应渐趋冷淡

从5家已发行可转债公司的可转债发行过程看,市场经历了从追捧到冷落的过程。

4月发行的8.3亿元江苏阳光可转债,网上申购中签率为7.19%;6月发行的15亿元深万科可转债中签率提高到38%;8月发行的仅3.2亿元的南京水运可转债中签率已高达79%;而到9月丝绸股份发行8亿元可转债时竟出现滞销情况,网上、网下实际发行额仅占发行总量的72.73%;10月燕京啤酒7亿元转债只发售出46.75%。未售出部分不得不由主承销商包销。

阳光转债于5月16日上市,上市首日即跌破发行价格,收盘于98.58元。之后的4只转债都未能摆脱同样的命运。

截止2002年12月27日,上述5只转债的收盘行情为:江苏阳光(100220阳光转债)97.79元,深万科(125002万科转债)94.50元,南京水运(100087水运转债)95.58元,丝绸股份(126301丝绸转2)96.18元,燕京啤酒(125729燕京转债)96.79元。

出现上述情况的原因,一方面是大市市况不好,转债上市后大市行情继续下滑,这可能是主要的原因;另外在于转债利率确定偏低,不能激起投资者长期持有的欲望,5只转债的利率分别为:阳光转债1%,万科转债1.5%,水运转债0.9%,丝绸转债1.8%,燕京转债1.2%,均低于一年期存款利率(1.98%);此外,其他条款设计的偏于苛刻,也产生了一定的负面影响。

市场的颓势进一步影响了上市公司发行可转债的热情,也增加了券商承接转债发行的包销顾虑。

4、券商承接转债业务更趋谨慎

证监会《实施细则》出台后,各综合券商均表现出了极大热情,将可转债业务视为承销业务的重要组成部分。但之后不久,证监会决定可转债的发行审批同样占用券商的审批通道,而可转债审

批过程中表现出的更大不确定性，有可能使可转债审批过程占用通道的时间更长，因此使得券商的市场热情受到影响。

2002 年已发行上市的 5 只可转债市场表现的每况愈下，主承销商无可奈何的大比例余额包销的现实，使得券商在选择可转债项目时，也变得更为审慎。

5、条款设计开始向更注重投资者利益角度转化

2002 年陆续有一些公司对已公告的可转债发行条款进行了重新调整，这其中包括丝绸股份、丰原生化、雅戈尔、西宁特钢、新钢钒、中信海直、铜都铜业、国电电力等。从条款调整的变化角度看，更为注重投资者的利益，使可转债更具投资吸引力。

具体主要体现在以下方面的变化上：

（1）普遍调高了利率，使利率具有更强投资吸引力，可转债的债券特性更为明显

上述 8 家调整转债条款的公司对利率的调整详见表 2。

表 2 几家调整可转债条款的公司对利率的调整方案

股票代码	股票名称	原利率方案	调整后利率方案
000301	丝绸股份	年利率 1%	年利率 1.8%
000930	丰原生化	第 1、2 年 1%，第 3、4 年 1.2%，第 5 年 1.4%	在不低于 2.5% 的范围内，由公司董事会和主承销商最终确定
600177	雅戈尔	年利率 1%	第 1 年 1%，第 2 年 1.8%，第 3 年 2.5%。并有利息补偿条款，即持满 3 年的到期转债可按每年 2.5% 的利率进行利息补偿
600117	西宁特钢	第 1 年 1.2%，第 2 年 1.4%，第 3 年 1.6%，第 4 年 1.8%，第 5 年 1.9%	第 1 年 1.2%，第 2 年 1.5%，第 3 年 1.8%，第 4 年 2.1%，第 5 年 2.6%。并有利息补偿条款，即持满 5 年未转股，将按年利率 2.6% 补偿未付利息
000629	新钢钒	年利率 1.5%	第 1 年 1.5%，以后每年增加 0.30 个百分点。如果 5 年到期未实行转股，将按每年 2.7% 的利率进行利息补偿
000630	铜都铜业	年利率 1%	年利率 1.2%
000099	中信海直	不低于银行同期	第一年 1.6%，第二年 1.8%，第三年 2.0%，第四年 2.2%，第五年 2.4%；并且在可转债存续期间，若中国人民银行向上调整存款利率，该可转债的票面利率将按一年期存款利率上调的幅度向上调整；若人民银行向下调整存款利率，本可转债的利率不作变动。
600795	国电电力	5 年的年利率分别为 0.8%、1.0%、1.5%、1.7% 和 1.9%，每年付息一次	5 年的利率分别为 0.8%、1.1%、1.8%、2.1% 和 2.5%，每年付息一次”

从上述调整可以看出，以雅戈尔为例，可转债持满 3 年的利率已超过同期银行存款利率（2.25%），其余也基本接近 5 年期存款利率（2.79%），仅仅从利率方面看，调整利率方案后的可转债，已具有了基本的投资吸引力。

（2）在许可范围内尽可能确定出较低的转股价格

按照有关规定，转股价格的确定应以公布募集说明书前 30 个交易日公司股票的平均收盘价格为基础，并上浮一定幅度，但具体上浮幅度未作明确规定。我们知道，可转债的转股价格越高，越有利于老股东而不利于可转债持有人；反之，转股价格越低，越有利于可转债持有人而不利于老股东。由于可转换债券的发行公司控制在老股东手中，所以发行人总是试图让可转债持有人接受较高的转股价格。但如果发行可能受到影响，老股东将不得不放弃一定利益，考虑可转债投资者的利益。

从各公司调整的转债方案看，与调整前相比，各公司均将转股价格的上浮幅度大大降低，如新钢钒由原上浮 5% 调整为上浮 0.2%；丰原生化由原上浮 3% 调整为由董事会和主承销商最终确定；西宁特钢由原上浮 1% 调整为上浮 0.1%；雅戈尔由原上浮 1%~10% 调整为上浮 0.1%。

从调整的结果看,上浮幅度基本变成了象征性的上浮,只是为了满足有关规定的要求。这样做的目的就是为了更有利于保证转债的顺利转股,降低转股的门槛高度,提高可转债的股性,使投资者可以通过转股获取利益。

提高可转债利率和降低转股价格,均是从更多考虑可转债投资者的利益角度出发,达到提高投资者投资积极性的目的,以利于可转债的发行。

(3) 其他条款的变化也是更多考虑了投资者利益

其他条款主要包括3个方面,一是转股价格的向下修正条款,二是赎回条款,三是回售条款。

从公布的调整方案看,各公司均降低了转股价格向下修正的条件限制。以西宁特钢为例,原条款为:“当公司A股股票收盘价连续20个交易日低于当期转股价,并达到当期转股价的80%,公司有权将当期转股价格向下修正,作为新的转股价。修正后的转股价应不低于2001年12月31日的每股净资产值2.41元和修正时每股净资产值的较高者,并不低于修正前30个交易日公司A股股票价格的平均值。如果修正的幅度超过底线,应当由股东大会另行表决通过”。修改后条款变为:“当公司A股股票连续5个交易日收盘价的算术平均值低于当期转股价,并达到当期转股价的95%,公司董事会有权将当期转股价格进行向下修正,作为新的转股价。修正后的转股价应不低于决定修正转股价的董事会前5个交易日公司A股股票价格的平均值,修正的次数不受限制。董事会有权修正转股价的底线为公司2001年12月31日的每股净资产值2.41元和修正时每股净资产值的较高者,如果修正的幅度超过底线,应当由股东大会另行表决”。这里最大的变化就在于,一是启动向下修正转股价格的限制条件降低,二是修正次数无限定。

从赎回和回售条款的变化看,提高了赎回的条件限制,降低了回售的条件限制。

以西宁特钢为例,原赎回条件为在转股期内当股价连续20个交易日高于当期转股价并达到转股价130%时,而调整后的赎回条件则变为股价达到150%时;雅戈尔则将赎回条件由高于股价达到120%增至130%,将赎回价格由按面值的102%增至105%。

从回售条款的变化看,雅戈尔将回售发生条件,由公司股票收盘价连续15个交易日低于当期转股价格的70%增为85%,回售价格则由面值的102%增至107%(均含当期利息)。新钢钒还增加了无条件回售条款,即在可转债发行之日起49个月至60个月期间,可转债持有人可无条件将可转债以面值的103%回售给公司。

上述条款的变化,均增加了可转债的投资吸引力,也使投资者持有可转债具有了更大的选择灵活性,进一步保障了投资者的利益。

6、资信评级得到认可与重视

由于可转债兼具普通债券属性,因此对可转债进行评级是必要的,有关法规也对此给予了肯定。从2001年5月至2002年底全部已公告拟发行转债的70家公司的情况看,80%的公司选择对可转债进行了评级,这说明转债评级已为绝大多数发行主体所认可接受。从2002年已公告拟发行转债的15家公司的情况看,除一家公司在未开展工作之前即放弃计划外,其余14家公司中有11家进行了评级,评级机构主要是联合、大公和中诚信。

伴随社会信用意识的不断增强,可转债评级将会越来越得到有关各方的重视。

三、对可转债市场今后发展的看法

可转债是上市公司直接融资的重要渠道。对上市公司而言，通过可转债融资比其他渠道进行直接融资——如直接股权融资、企业债券融资——具有更多的优势，因此可转债理应真正成为上市公司的一条重要的直接融资渠道。

目前影响可转债市场繁荣的因素主要包括：审批环节的可控性太差，不确定成份太高；一些上市公司对可转债还缺乏深入的研究，对其优势认识不够充分；投资者还缺乏理性的投资观念，过多注重可转债的股性而忽略其债性导致投资热情不高；可转债条款的设计更多地考虑了老股东的利益，而对可转债投资者的利益考虑尚有不足；个别上市公司选择可转债融资的出发点盲目，不是从自身的财务结构与经营需要出发，圈钱目的明显。

上述问题的解决，需要市场相关各方对可转债性质与意义认识的不断强化与逐渐转化，需要经历必要的过程。从 2002 年的情况看，一些方面已经出现了转机，如上市公司决策的盲目性已降低，筹资目的更为理性；可转债条款的设计更多考虑了投资者利益等。

从上市公司的情况看，目前仍有许多公司符合发行可转债的条件，随着时间的推移，还会有许多新的上市公司满足发行可转债的条件要求。

因此从长远看，可转债的市场前景看好，未来发展的空间广阔。

（本期编辑：邵立强、李信宏）