

# 公司债市场月报

2018年5月

研究部 李天娇 刘沛伦

## 发行期数与规模环比减少，公司债相关规则进一步完善

- ◆ 交易所债市要闻概览
- ◆ 一级市场概况
- ◆ 信用等级分布
- ◆ 发行利率及利差分析
- ◆ 评级调整概况
- ◆ 违约事件概况



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

## 一、交易所债市要闻概览

### 1、上交所发布《扶贫专项公司债券融资监管问答》

5月初，上交所发布《上海证券交易所公司债券融资监管问答——扶贫专项公司债券》（以下简称《监管问答》），明确了上交所债券市场服务脱贫攻坚战略的具体制度安排。

一是明确了扶贫专项公司债券的认定范围，既包括注册地在贫困地区的企业所发公司债券，也包括募集资金主要用于精准扶贫项目建设、运营、收购或者偿还精准扶贫项目贷款的公司债券。二是列举了募集资金可投资的精准扶贫项目，并要求债券募集资金用于精准扶贫项目应建立健全风险控制和投资回报机制；同时明确对精准扶贫项目不作认证要求，以降低发债企业的融资成本。三是明确了更贴近发债企业需求的募集资金用途要求，以提升募集资金使用效益。四是明确了上交所对于扶贫公司债券申报发行的支持措施，为扶贫债券开辟审核绿色通道。

联合认为，上交所通过发布《监管问答》，向市场进一步明确了对发行扶贫专项公司债券的鼓励和支持，同时可实现宣传扶贫专项公司债的作用，促进资本市场助力脱贫攻坚工作。

### 2、非公开发行公司债券项目承接“负面清单”修订，十条红线再提高违规成本

2018年5月11日，中国证券业协会发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》修订稿，自发布之日起正式实施。相对于2015年发布的《负面清单指引》，本次修订内容主要有以下10条：1、财务规范性要求由12个月增加到24个月；2、增加违规担保、资金占用条款；3、增加纪律处分要求；4、增加处于持续状态的保留意见；5、增加失信行为处罚要求；6、增加募集资金投向符合产业政策；7、增加募集资金用于财务投资限制；8、增加“本次发行文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏”；9、修订了担保公司要求；10、小贷公司主体评级要求由AA-级提升到AA级。

联合认为，本次修订的《负面清单指引》，一方面加大了企业非公开发行公司债券融资的发债门槛和违规成本，资质较差的融资主体通过债券市场融资难度提升；另一方面加强了私募债募集资金投向管理，引导资金进入符合产业政策鼓励的领域。私募债市场迎来结构性调整。

### 3、上交所针对修订公司债券上市及转让规则公开征求意见

5月25日，上海证券交易所发布《上海证券交易所公司债券上市规则（2018年修订）（征求意见稿）》和《上海证券交易所非公开发行公司债券挂牌转让规则（2018年修订）（征求意见稿）》，对债券信息披露、中介机构职责、投资者权益保护、停复牌、自律管理等多个方面作出修订。

**规范准入端自律管理方面**，一是专设“上市预审核”/“挂牌条件确认”（分别针对公开发行及非公开发行形式）章节，进一步明确债券预审核/挂牌条件确认的权限、申请文件要求、自律监管权限及期后事项报告的要求；二是将自律监管对象范围扩大至发行人控股股东、实际控制人，发行人董事、监事、高级管理人员或履行同等职责的人员，以及为债券上市提供服务的律师事务所、会计师事务所等证券服务机构。**强化信披监管方面**，明确信息披露事务负责人，并加强规范定期报告披露的内容与格式。**规范债券停复牌制度方面**，上证所为维护证券市场秩序可视情况强制停复牌，并强化停牌期间的风险揭示，做好投资者预期管理等。

*联合认为，上交所通过进一步规范公司债券上市及挂牌转让相关业务，加强债券信用风险管理，提升债券市场投资人保护力度，有利于维持债券市场稳定运行。*

### 4、房企境外发债引关注，监管开启完善外债风险防范

自2016年下半年以来，房企融资多条渠道逐步收紧，出海“筹钱”成为不少房企竞相发力的方向。2018年1-4月，房地产企业海外资本市场融资规模达到233.20亿美元，同比上涨107%；4月单月金额达到88亿美元，创下历史新高。进入5月，发改委网站显示已对融创、华远、金科、万科等房企境外发行债券予以备案登记。5月11日，国家发改委、财政部发布《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，要求拟举借中长期外债企业（含金融机构）要实现实体化运营，依法合规开展市场化融资，充分论证发行外债的必要性、可行性、经济性和财务可持续性，同时依托自身资信状况制定外债本息偿付计划，落实偿债保障措施。通知提高了企业举借中长期外债的门槛和要求，也意味房地产企业境外发债将会受限。

*联合认为，海外融资渠道受限将进一步加大房企融资压力，一方面，投资人需密切关注房企存续债券的信用风险，另一方面，在政策的鼓励下，资产证券化将成为房企拓宽融资渠道的重要方式，房地产行业资产支持证券产品融资规模有望上升，产品类型将趋向多元。*

## 二、一级市场概况

2018年5月（以下统称为“本月”），交易所债券市场共有106家发行人发行各类公司债117期，募集资金1387.15亿元，涉及发行期数、家数和规模环比均有所下降，主要是由于近期债券违约事件增多，投资人对信用风险补偿要求增加导致债券融资成本有所上升，多期公司债推迟或取消发行；与去年同期相比，各类公司债发行期数、家数和规模均有所上升，主要是由于公司债今年到期数量较多导致再融资需求增加。

本月，发行期数、家数和规模最多的仍为一般公司债。一般公司债发行期数连续两个月超过私募债，发行期数在公司债总发行期数中的占比为44.44%，优势继续扩大；发行家数和规模在公司债总发行家数和规模中的占比分别为44.34%和38.18%，较上月均略有下降。此外，本月未发行可交换债及可转债。

表1 2018年5月交易所债券市场公司债发行情况（单位：期、家、亿元、%）

券种	发行期数			发行家数			发行规模		
	本月	环比	同比	本月	环比	同比	本月	环比	同比
一般公司债	52	-46.94	136.36	47	-44.71	193.75	529.55	-55.73	137.76
私募债	44	-48.24	51.72	40	-42.86	42.86	498.60	-27.57	132.99
证券公司债	21	-41.67	-19.23	19	-26.92	5.56	359.00	-56.19	-39.07
可交换债	0	-100.00	-100.00	0	-100.00	-100.00	0.00	-100.00	-100.00
可转债	0	-100.00	-	0	-100.00	-	0.00	-100.00	-
总计	117	-48.23	42.68	106	-42.70	58.21	1387.15	-50.15	30.70

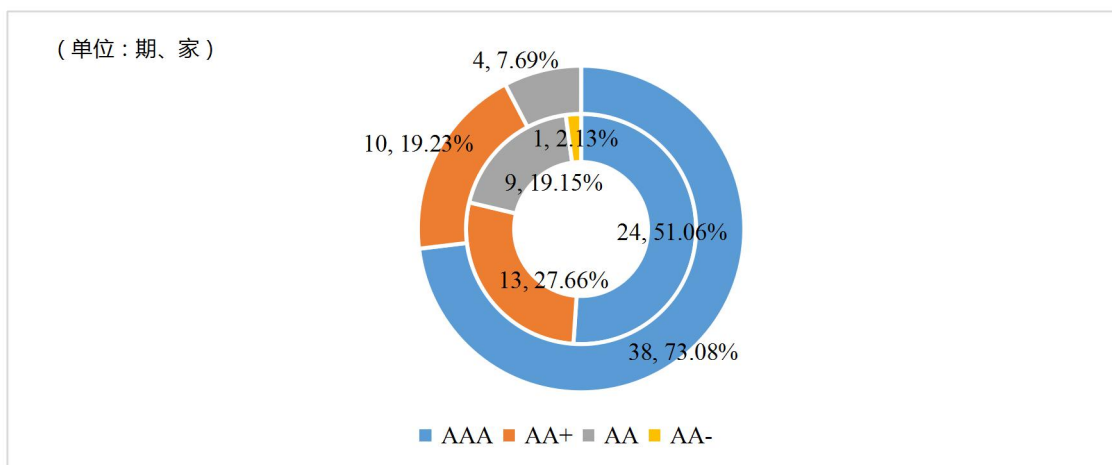
数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

## 三、信用等级分布

**一般公司债：发行人级别集中于AAA级，以央企和地方国企为主，主要分布在资本货物、公用事业和多元金融行业<sup>1</sup>**

本月共有47家发行人发行52期一般公司债，发行人和债项级别均主要集中于AAA级（24家，38期），发行人主要来自于中央和地方国有企业（32家），发行人行业以资本货物、公用事业和多元金融为主（27家）。

<sup>1</sup> 行业分类标准为Wind债券行业二级分类统计，以下同。



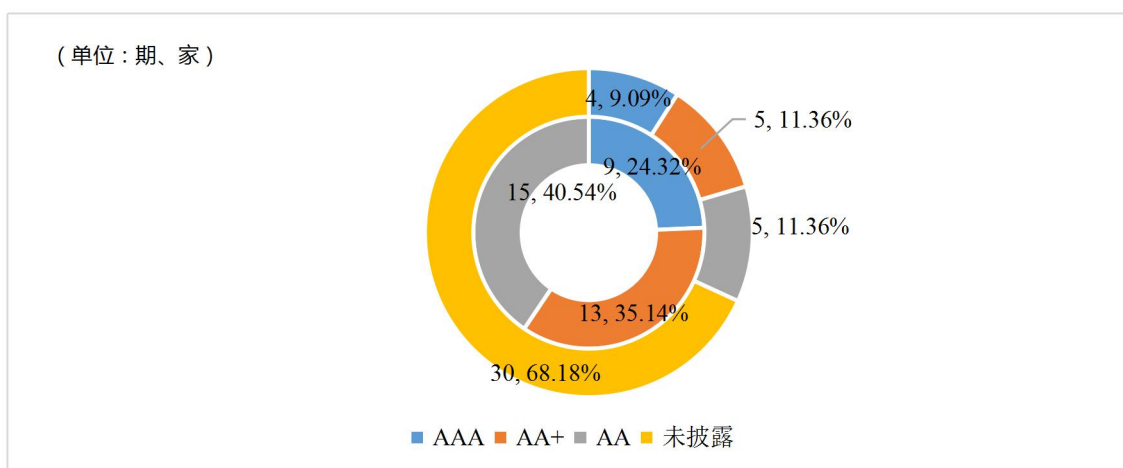
注：外环代表各级别债项发行期数及占比，内环代表各级别主体发行家数及占比。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

图1 2018年5月一般公司债评级分布情况

### 私募债：发行人级别集中于AA级，以地方国企为主，主要分布在资本货物和房地产行业

本月共有40家发行人发行了44期私募债，发行人级别主要集中于AA级（15家），有披露的债项级别较平均分布于AAA~AA级（14期），发行人主要来自地方国有企业（26家），发行人行业以资本货物和房地产为主（20家）。



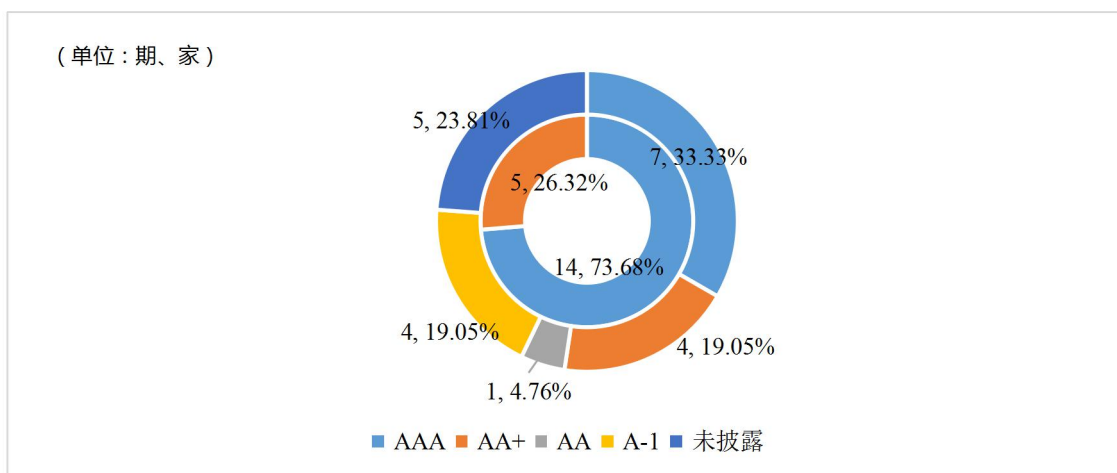
注：外环代表各级别债项发行期数及占比，内环代表各级别主体发行家数及占比。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

图2 2018年5月私募债评级分布情况

### 证券公司债：发行人级别集中于 AAA 级

本月共有 19 家证券公司发行了 21 期公司债券。发行人级别主要集中于 AAA 级(14 家)，有披露的债项等级以 AA+级及以上债券为主（11 期）。



注：1.外环代表各级别债项发行期数及占比，内环代表各级别主体发行家数及占比；

2.短期证券公司债的债项级别按其主体级别统计。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

图3 2018年5月证券公司债评级分布情况

## 四、发行利率及利差分析

从发行利率来看，本月 AAA 级、AA+级和 AA 级 3 年期一般公司债的平均发行利率分别为 5.17%、5.92%、7.07%，AAA 级和 AA+级 5 年期一般公司债的平均发行利率为 5.03% 和 6.80%，均呈现平均发行利率随级别的降低而逐步上升的特点；本月 5 年期 AAA 级一般公司债平均发行利率较低，主要是由于发行主体均为大型央企和地方国企，主体资质较高。与上月相比，各期限各级别一般公司债平均发行利率均有所上行。与上年同期相比，本月 AAA 级 3 年期一般公司债、AA+和 AA 级 5 年期一般公司债平均发行利率均略有下行；AAA 级 5 年期一般公司债、AA+级和 AA 级 3 年期一般公司债评级发行利率略有上行。

从发行利差来看，本月 AAA 级、AA+级和 AA 级 3 年期一般公司债的平均发行利差分别为 192.50bp、267.67bp 和 381.71bp；AAA 级和 AA+级 5 年期一般公司债的平均发行利差分别为 170.15bp 和 343.50bp。对于相同期限不同级别的一般公司债，平均发行利差随级别的降低而逐步扩大。与上月及上年同期相比，本月各期限各级别一般公司债平均发行利差均明显上升。



从发行级差来看，本月 AA 级券种级差大于 AA+级券种级差，表明在违约常态化背景下，投资者对于信用等级越低的债券要求的风险溢价越高。从利差波动性来看，本月各级别一般公司债的利差变异系数环比和同比走势不一，表明市场对于各级别一般公司债的风险判断有所分化。

表 2 2018 年 5 月一般公司债发行利率及利差情况

日期	期限	债项级别	样本数	发行利率(%)		利差(BP)		
				区间	均值	均值	级差	变异系数
2018年5月	3	AAA	24	4.72~7.00	5.17	192.50	-	32.08
		AA+	6	5.30~6.80	5.92	267.67	75.17	23.16
		AA	3	5.90~7.80	7.07	381.71	114.04	21.71
	5	AAA	3	4.98~5.10	5.03	170.15	-	6.21
		AA+	2	6.60~7.00	6.80	343.50	173.35	3.49
2018年4月	3	AAA	26	4.50~6.10	4.96	147.65	-	41.99
		AA+	5	5.21~6.36	5.67	225.80	78.15	19.04
		AA	4	5.91~7.80	6.99	354.50	128.70	19.75
	5	AAA	6	4.90~5.40	5.17	141.83	-	50.06
		AA+	1	5.50~5.50	5.50	221.00	56.33	0.00
2017年5月	3	AAA	6	4.80~6.50	5.20	151.83	-	41.49
		AA+	4	5.30~6.50	5.80	228.75	76.92	31.04
		AA	2	5.93~7.50	6.72	325.50	96.75	27.65
	5	AAA	2	5.10~5.38	5.24	157.00	-	11.46
		AA+	1	5.97~5.97	5.97	225.00	68.0	-

注：①统计样本为公开发行的期限在一年期以上的一般公司债券，不包括证券公司发行的公司债券。②如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为3年；③以债项级别为统计基础。发行利差，即债券发行利率与其起息日同期限同市场固定利率国债收益率的差额。④级差指某信用等级的利差均值减去比该信用等级高一个子级的利差均值，AAA级无级差。⑤变异系数为利差的标准差与利差均值的比。⑥如果债券或发行人具有双评级或多评级，当级别相同，则按一次统计，当级别不同，则按不同级别分别统计。

资料来源：联合资信 COS 系统

## 五、评级调整概况

本月交易所债券市场存续的一般公司债发行人级别变动（含展望）合计 19 家。上述级别变动中，级别（含展望）上调 17 家，上调家数环比略有上升，同比有明显下降；级别（含展望）下调 2 家，下调家数环比持平，同比有所下降。

从行业分布来看,本级别调整的发行人分布较为分散。上调级别的发行人分布在房地产、材料和资本货物等多个行业,下调级别的发行人分别属于房地产以及商业和专业服务两个行业。

从级别调整原因来看,发行人级别上调原因主要包括由所属行业(能源、材料等)转暖、核心技术研发成功、公司业务结构优化等因素带来的经营业绩回升,盈利能力增强,现金流趋稳等;级别下调主要由于企业已存在多期债务逾期且再融资途径受阻,上述情况部分由于内控存在重大缺陷,对外风险敞口较大,部分由于业务陷入停滞局面,无法产生预期收益,资金压力加大。

表3 2018年5月一般公司债发行人主体评级调整情况

调整情况	发行人	发行人行业	评级机构	本次评级结果		上次评级结果	
				日期	主体评级	日期	主体评级
级别 调升	北京城建投资发展股份有限公司	房地产	联合评级	2018-05-08	AAA/稳定	2017-05-23	AA+/稳定
	复地(集团)股份有限公司	房地产	中诚信证券	2018-05-17	AAA/稳定	2017-06-28	AA+/稳定
	内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	能源	大公国际	2018-05-22	AAA/稳定	2017-04-26	AA+/稳定
	上海大众公用事业(集团)股份有限公司	公用事业	中诚信证券	2018-05-29	AAA/稳定	2018-03-05	AA+/稳定
	泰山玻璃纤维有限公司	材料	联合评级	2018-05-18	AA+/稳定	2017-05-09	AA/稳定
	许继电气股份有限公司	资本货物	联合评级	2018-05-23	AA+/稳定	2017-05-24	AA/稳定
	协鑫智慧能源股份有限公司	公用事业	中诚信证券	2018-05-28	AA+/稳定	2017-11-22	AA/稳定
	东江环保股份有限公司	商业和专业服务	中诚信证券	2018-05-28	AA+/稳定	2017-05-25	AA/稳定
	深圳市新南山控股(集团)股份有限公司	房地产	联合评级	2018-05-28	AA+/稳定	2017-06-16	AA/稳定
	云南世博旅游控股集团有限公司	消费者服务	东方金诚	2018-05-29	AA+/稳定	2017-06-26	AA/稳定
	北京顺鑫农业股份有限公司	食品、饮料与烟草	联合评级	2018-05-29	AA+/稳定	2017-05-24	AA/稳定
	湖北兴发化工集团股份有限公司	材料	鹏元资信	2018-05-30	AA+/稳定	2017-05-16	AA/稳定
	岭南生态文旅股份有限公司	资本货物	鹏元资信	2018-05-15	AA/稳定	2017-05-03	AA-/稳定
	海南瑞泽新型建材股份有限公司	材料	鹏元资信	2018-05-21	AA/稳定	2017-05-03	AA-/稳定
	云南旅游股份有限公司	消费者服务	东方金诚	2018-05-29	AA/稳定	2017-06-13	AA-/稳定
展望	新天绿色能源股份有限公司	能源	中诚信证券	2018-05-25	AA+/正面	2018-03-02	AA+/稳定
调升	杭州前进齿轮箱集团股份有限公司	资本货物	上海新世纪	2018-05-31	AA/稳定	2017-05-31	AA/负面
级别	安徽盛运环保(集团)股份有限公司	商业和专业服务	联合评级	2018-05-09	A+*	2017-06-26	AA/稳定
调低	中弘控股股份有限公司	房地产	大公国际	2018-05-29	B/负面	2018-01-03	BBB-/负面

\*注:安徽盛运环保(集团)股份有限公司于2018年4月12日起被列入评级观察名单。

数据来源:Wind,联合资信、联合评级整理。



## 六、违约事件概况

本月交易所债券市场新增1家违约发行人，涉及1期私募债，违约金额为0.94亿元；新增违约主体数量较上月（2家）有所下降，较上年同期（0家）有所增加。另有1家此前已经发生违约的发行人未能按时偿付其存续债券利息，涉及债券1期，违约金额为13.85亿元。

中安科股份有限公司（原“中安消股份有限公司”，以下简称“中安科”）违约的主要原因为：（1）债务方面，为完成借壳上市业绩承诺，中安科于2015~2016年间持续开展并购重组，累计收购金额达30余亿元，债务规模较高；（2）经营方面，2016年以来，中安科多项应收账款未能如期回笼，盈利能力存疑，经营活动净现金流持续多年净流出，债务周转过度依赖外部融资；（3）融资能力方面，中安科资产大量受限，其实际控制人及其一致行动人已将所持中安科股权的90%以上进行质押，同时其所持中安科股权基本均已被法院冻结，实际控制人无法通过股权质押为中安科提供补充流动性。5月7日，中安科无法按期支付“15中安消”剩余本金及利息，发生实质性违约。中安科另有一期债券“16中安消”尚在存续期，余额11亿元，由于4月28日披露的17年审计报告已触发交叉违约条款，发行人中安科需于3个月内提前兑付“16中安消”。

富贵鸟股份有限公司所发“14富贵鸟”于4月23日发生实质性违约，并触发“16富贵01”加速清偿，根据债券持有人会议决议，“16富贵01”到期日提前至2018年5月8日。由于富贵鸟前期存在大额对外担保及资金拆借，相关款项无法按时收回，且其实际控制人、董事长林和平先生未能按照《保证合同》的约定履行担保责任。5月8日，债券到期应付的回售本金及利息无法得到及时偿付，“16富贵01”发生实质性违约。

表4 2018年5月交易所债券市场违约债券列表（单位：亿元）

名称	发生日期	发行人	违约金额	公司属性	省份	行业	债券分类	违约类型	状态
15中安消	2018-05-07	中安科股份有限公司	0.94	民营企业	上海	软件与服务	私募债	本息兑付违约	新增违约发行人
16富贵01	2018-05-08	富贵鸟股份有限公司	13.85	民营企业	福建省	耐用消费品与服装	私募债	交叉违约	已发生违约发行人

数据来源：联合资信COS系统

整体来看，本月既有前期已违约发行人的存续债券违约，又有新增主体发生违约。今年在金融“去杠杆”的背景下，流动性整体中性偏紧，民营企业再融资渠道较为受限，且公司债大量进入回售期，需密切关注弱资质企业的信用风险。