

# 行业分化明显，关注净利改善

## ——9月信用债月报

2021年10月

### 要点：

百瑞信托博后工作站  
魏文臻杰

#### ○ 一级市场：发行有所收缩，民企净融资持续负值

9月主要非金融信用债品种总发行量略有收缩；

从国企、民企净融资角度来看，9月国企净融资额略有下降，但民企净融资额继续回落，且持续为负值。

#### ○ 二级市场：收益率上行，信用利差走阔

受经济下行影响，9月份信用债收益率多为上行，且信用利差有所走阔；

产业债与城投债之间利差方面，低评级（AA）分化持续，且利差收窄后走阔，AA+及AAA分化不大。

#### ○ 投资观点：

整体来看，9月以来，信用债市场在之前过热交易后，主要以信用利差走阔为主，利差分位数也在上行。随着2021年中报的披露，行业分化也存在明显趋势。

在目前利差已反映行业盈利的情况下，可以关注净利润改善或较稳，同时行业利差分位数处于50%左右的电力、电气设备、通信、食品饮料等行业；关注后续汽车产量的恢复情况。

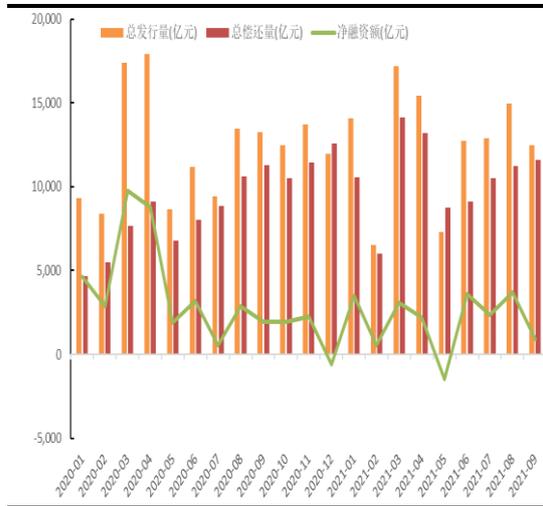
# 一、信用债一级市场

## 1、发行规模收缩

截至9月30日，9月主要非金融信用债品种（企业债、公司债、中期票据、短期融资券、PPN、资产支持证券）总发行量有所收缩。具体来看，9月主要非金融信用债总发行规模为12468.87亿元，总偿还规模为11573.50亿元，净融资规模为895.37亿元。

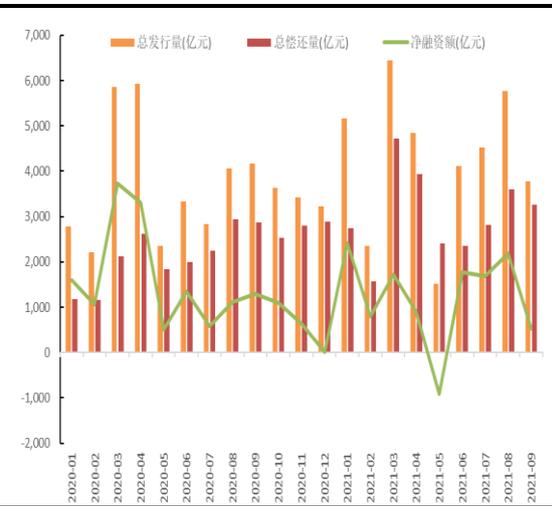
城投债方面，总发行量较上月下行较大。具体来看，9月城投债总发行规模为3777.98亿元，总偿还规模为3256.02亿元，净融资规模为521.96亿元。

图表 1：主要信用债一级情况（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 2：城投债一级情况（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

## 2、发行结构

从发行量占比角度来看，9月，AAA级债项占比有所提升，AA+占比压缩、AA级占比持平。具体来看，AAA级发行金额占比，从71%上升至74%，上升3个百分点；AA+级发行金额占比，从22%下降到19%，下降3个百分点；AA级及以下发行金额占比持平，为7%。

从国企、民企总发行量角度来看，9月，民企发行量/国企发行量比例维持不变，为4%。

从国企、民企净融资角度来看，9月国企净融资额略有下降，但民企净融资额继续回落，且为负值。具体来看：国企净融资额从7658.98亿元下降至3218.44亿元，民企净融资额从-178.50亿元下降至-703.12亿元。

从信用债发行区域角度来看，总发行额前五的区域为北京、上海、广东、江苏、浙江，发行困难省为往常的东三省及西藏、甘肃、青海，目前高收益债集中

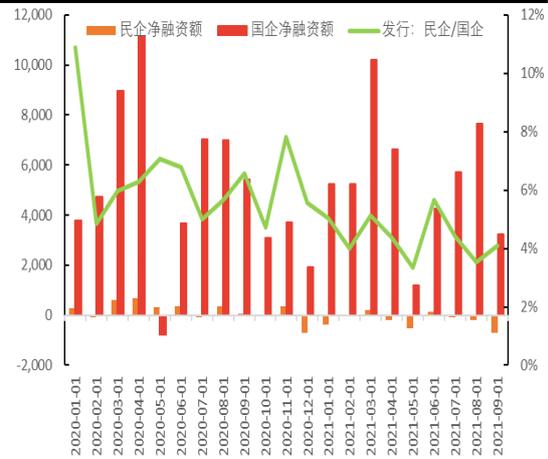
的广西、云南发行有所回升。

图表 3：主要信用债发行结构（%）



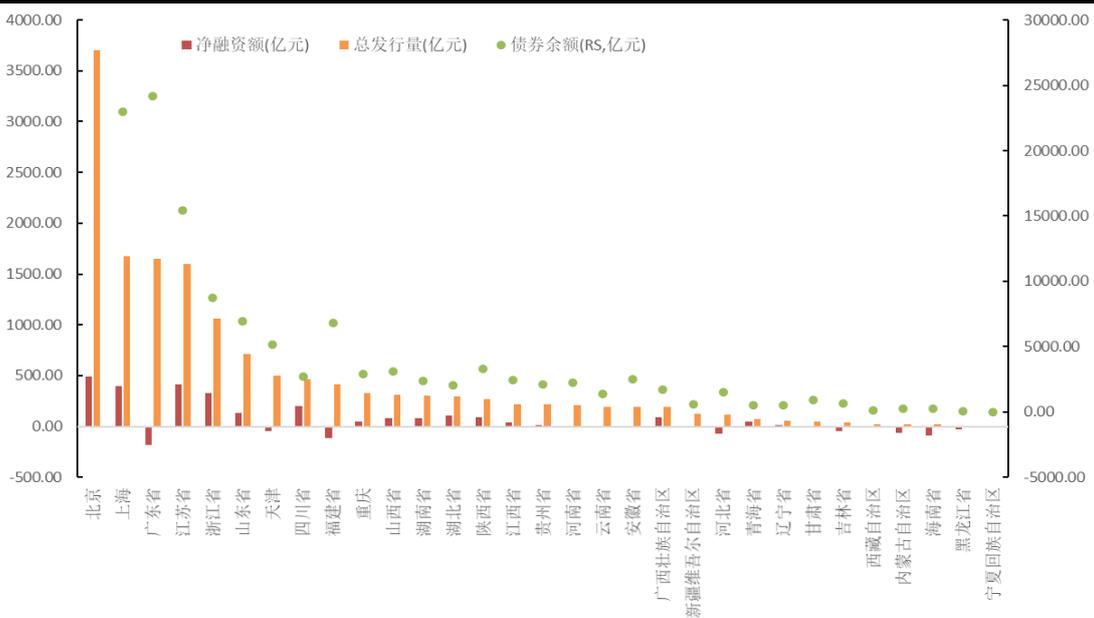
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 4：国企、民企净融资情况（亿元，%）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 5：信用债分区域发行情况



资料来源：Wind，百瑞信托

### 3、发行利率略有上行

受市场资金面平稳及债市调整影响，9月发行利率整体较上月略有上行。

公司债方面，9月，AAA上行21bp（3.63%，前值3.42%）；AA+下行26bp（4.56%，前值4.82%）；受发行笔数较少影响，AA下行100bp（4.50%，前值5.50%）。

企业债方面，9月，AAA上行20bp（3.74%，前值3.54%）；AA+下行39bp（4.40%，前值4.79%）；受上月发行偏低影响，AA上行34bp（5.75%，前值5.42%）。

中票短融方面，9月，AAA上行17bp（3.69%，前值3.52%）；AA+上行19bp

(4.28%，前值 4.08%)；AA 上行 116bp (5.85%，前值 4.69%)。

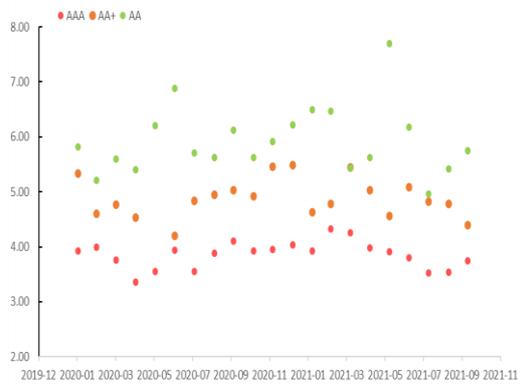
短融方面，整体加权发行利率略微上行，上行 9bp (2.99%，前值 2.90%)。

图表 6：公司债发行利率 (%)



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 7：企业债发行利率 (%)



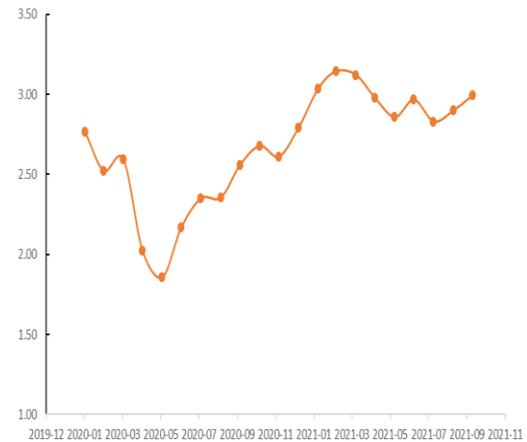
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 8：中票发行利率 (%)



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 9：短融发行利率 (%)



数据来源：Wind，百瑞信托

## 二、信用债二级市场

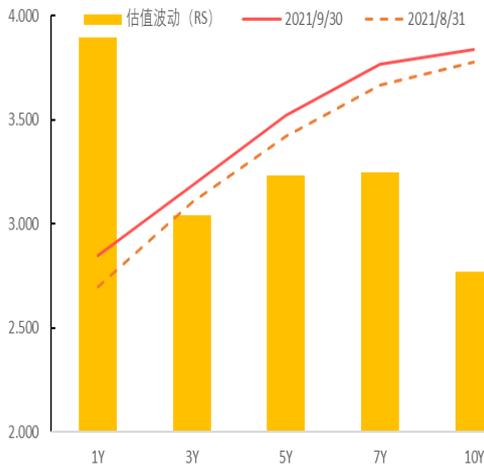
### 1、收益率上行为主

产业债方面，9 月份收益率整体上行为主。具体来看，AAA 产业债，9 月，1Y 上行 15.16BP (2.849%，前值 2.697%)，3Y 上行 8.34bp (3.187%，前值 3.104%)，5Y 上行 9.85bp (3.520%，前值 3.422%)，7Y 上行 10.00bp (3.768%，前值 3.668%)，10Y 上行 6.17bp (3.839%，前值 3.777%)。

城投债方面，收益率也上行为主。具体来看，AAA 城投债，1Y 上行 16.22bp (2.879%，前值 2.716%)；3Y 上行 10.38bp (3.194%，前值 3.090%)；5Y 上行 10.64bp

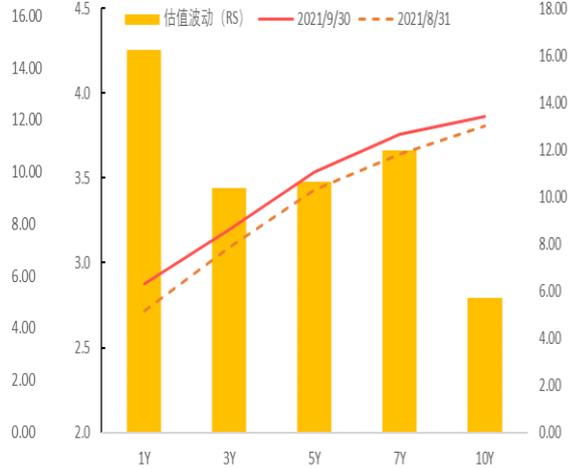
(3.535%，前值 3.428%)、7Y 上行 10.64bp (3.758%，前值 3.639%)、10Y 上行 5.70bp (3.862%，前值 3.805%)。

图表 10：AAA 产业债收益率曲线



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 11：AAA 城投债收益率曲线



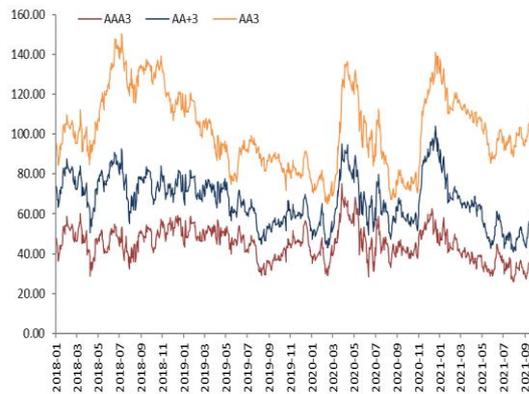
数据来源：Wind，百瑞信托

## 2、信用利差走阔、期限利差窄幅走阔

信用利差方面，9 月走阔为主。具体来看，3Y/AAA 产业债信用利差中枢在 33BP 左右，较 8 月走阔 2-3BP；3Y/AA+ 信用利差中枢在 50bp，较 8 月走阔 5-6bp，3Y/AA 评级利差中枢在 99bp，较 8 月走阔 2-3bp。

评级利差方面，评级利差走阔为主，具体来看，3Y/AA+ 评级利差月末中枢在 17BP 左右，较 8 月走阔 2-3bp，3Y/AA 评级利差月末中枢在 68BP，较 8 月走阔 4-25p，3Y/AA- 评级利差月末中枢在 302BP，较 8 月走阔 7-8bp。

图表 12：AAA 产业债信用利差



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 13：产业债评级利差

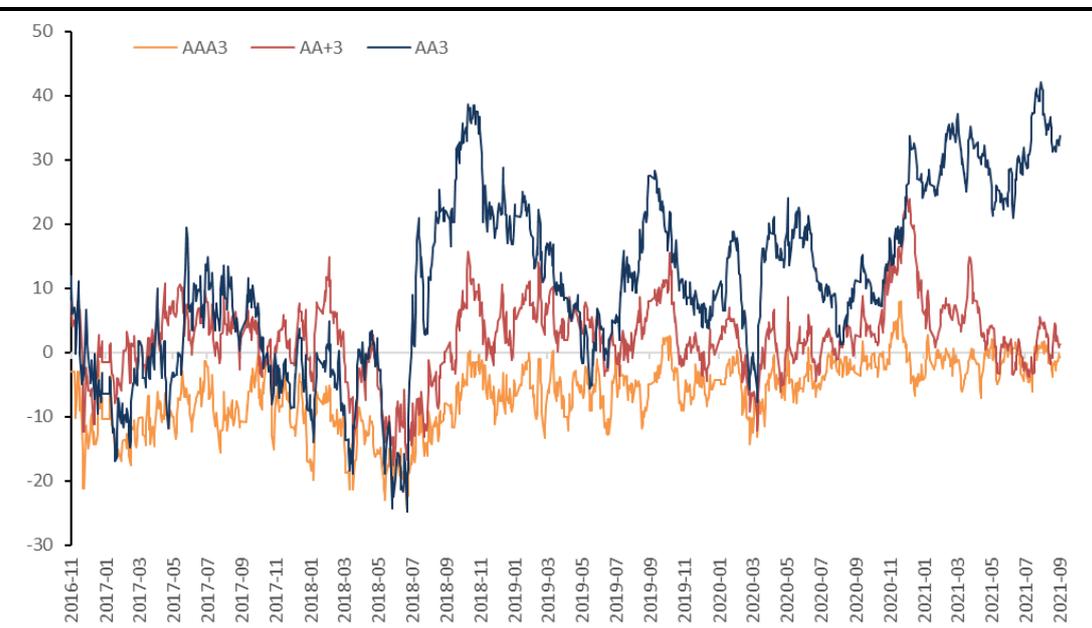


数据来源：Wind，百瑞信托

产业债与城投债之间利差方面，低评级 (AA) 分化持续，且利差走阔，AA+ 及 AAA 分化不大。具体来看，9 月，3Y/AAA 产业-城投利差均值在 -0.95bp，

3Y/AA+产业-城投利差均值在 1.69bp，3Y/AA 产业-城投利差均值在 34.01bp。

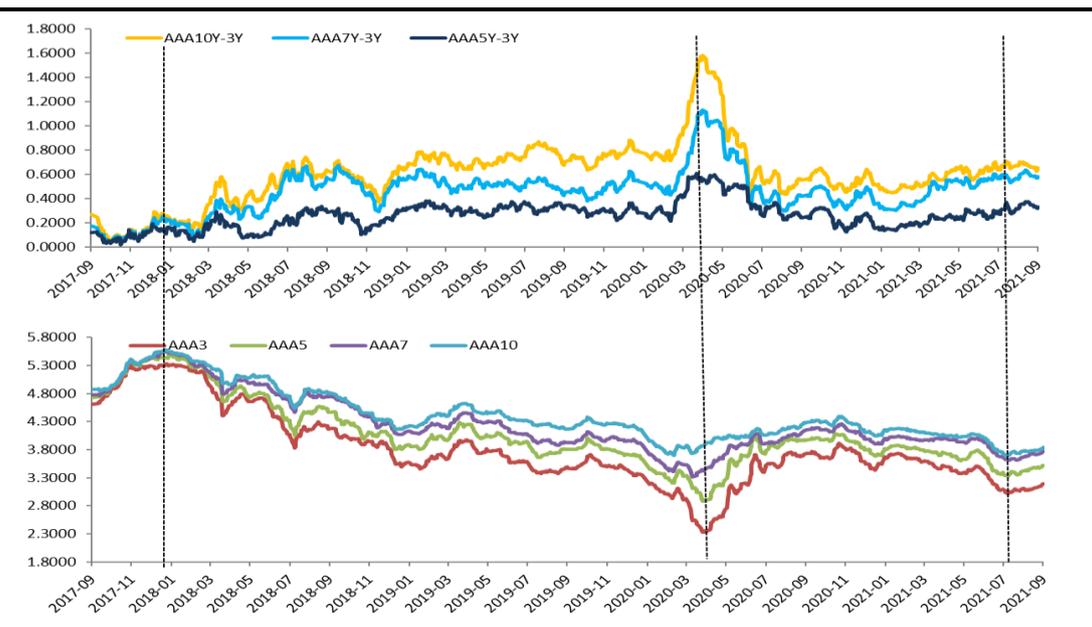
图表 14：产业债-城投债利差分化



资料来源：Wind，百瑞信托

期限利差方面，9月AAA产业债期限利差窄幅走阔。具体来看，10Y-3Y利差走阔0-1bp，均值为67bp（前值67bp）；7Y-3Y利差走阔2-3bp，均值在60bp（前值57bp）；5Y-3Y利差走阔4-5bp，均值在35bp（前值30bp）。

图表 15：产业债期限利差



资料来源：Wind，百瑞信托

### 三、信用债重大事件

#### 1、评级（展望）调整

9月，集中评级调整期已过，共有27家发行主体进行了评级（展望）调整，其中，评级（展望）下调的共23家，评级（展望）上调的主体共4家。下调的发行主体中，主要集中在地产、金融，包括：长安责任保险股份有限公司、江苏南通三建集团股份有限公司、江苏汇鸿国际集团股份有限公司、花样年集团(中国)有限公司、湖南景峰医药股份有限公司、合众人寿保险股份有限公司、新力地产集团有限公司、华融晋商资产管理股份有限公司、安徽国贸集团控股有限公司、徐州矿务集团有限公司、深圳市钜盛华股份有限公司、启迪环境科技发展股份有限公司、苏宁易购集团股份有限公司、深圳深业物流集团股份有限公司、山东岚桥集团有限公司、临汾市投资集团有限公司、江阴市国有资产经营有限公司、恒大地产集团有限公司、北京信中利投资股份有限公司、济南高新控股集团有限公司、广州富力地产股份有限公司、山东三星集团有限公司、奥克斯集团有限公司。

图表 16：评级（展望）下调/上调

下调 发行人	本次评级			上次评级		
	评级日期	信用等级	评级展望	评级日期	信用等级	评级展望
长安责任保险股份有限公司	2021-09-30	A+	负面	2021-07-30	A+	稳定
江苏南通三建集团股份有限公司	2021-09-30	A	负面	2021-09-14	AA-	负面
江苏汇鸿国际集团股份有限公司	2021-09-30	Api	稳定	2019-01-07	A+	稳定
花样年集团(中国)有限公司	2021-09-29	AA+	负面	2021-06-28	AA+	稳定
湖南景峰医药股份有限公司	2021-09-29	BB		2021-08-17	BBB	
合众人寿保险股份有限公司	2021-09-29	A+	稳定	2021-04-13	AA-	稳定
新力地产集团有限公司	2021-09-27	AA-	负面	2021-07-05	AA+	稳定
华融晋商资产管理股份有限公司	2021-09-27	AA+	稳定	2020-08-27	AAA	稳定
安徽国贸集团控股有限公司	2021-09-26	Api	稳定	2016-07-26	A+	稳定
徐州矿务集团有限公司	2021-09-24	A+pi	稳定	2015-07-13	AA-	稳定
深圳市钜盛华股份有限公司	2021-09-24	A	负面	2021-09-18	AA-	负面
启迪环境科技发展股份有限公司	2021-09-24	A+	负面	2021-07-14	AA	负面
苏宁易购集团股份有限公司	2021-09-23	AA+		2021-02-10	AAA	负面
深圳深业物流集团股份有限公司	2021-09-22	A+	负面	2021-06-29	AA	稳定
山东岚桥集团有限公司	2021-09-17	BBB+	负面	2021-07-28	A	负面
临汾市投资集团有限公司	2021-09-17	Api	稳定	2018-07-23	A+	稳定
江阴市国有资产经营有限公司	2021-09-16	Api	稳定	2016-07-22	A+	稳定
恒大地产集团有限公司	2021-09-15	A		2021-09-02	AA	
北京信中利投资股份有限公司	2021-09-13	BBB	负面	2021-06-28	A-	负面
济南高新控股集团有限公司	2021-09-10	A+pi	稳定	2019-08-27	AA-	稳定
广州富力地产股份有限公司	2021-09-10	AAA	负面	2021-06-11	AAA	稳定
山东三星集团有限公司	2021-09-03	A+		2021-07-21	AA	负面
奥克斯集团有限公司	2021-09-02	A-pi	稳定	2019-07-31	A	稳定

上调	本次评级			上次评级		
	评级日期	信用等级	评级展望	评级日期	信用等级	评级展望
发行人						
招商局港口集团股份有限公司	2021/9/1	AAA	稳定	2018/6/13	AA	稳定
泰州市金东城市建设投资集团有限公司	2021/9/30	AA+	稳定	2021/6/30	AA	稳定
南京钢铁股份有限公司	2021/9/24	A+pi	稳定	2018/5/28	A	稳定
财达证券股份有限公司	2021/9/24	AAA	稳定	2021/6/28	AA+	稳定

资料来源：iFind，百瑞信托

## 2、违约情况

9月，共有16家发行主体发生过违约事件，构成实质性违约的有10家，展期的有6家，其中，10家实质性违约的发行主体涉及逾期本金和利息共计84.01亿元，分别是：雏鹰农牧集团股份有限公司、东旭集团有限公司、康美药业股份有限公司、南京建工产业集团有限公司、山东如意科技集团有限公司、上海华信国际集团有限公司、上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司、四川蓝光发展股份有限公司、天津房地产集团有限公司、重庆协信远创实业有限公司。均为先前发生违约的主体。

图表 17：违约债券列表

债券简称	违约日期	发行人	最新状态	逾期本金+利息(亿)	剩余期限(年)	违约前主体评级	企业性质	是否上市公司	所属行业(Wind)	担保人
18渤金02	2021-09-10	渤海租赁股份有限公司	展期	11.08	--	A-	其他	是	其他多元金融服务	
H6雏鹰01	2021-09-09	雏鹰农牧集团股份有限公司	实质违约	--	--	C	民营企业	是	食品加工与肉类	
H4雏鹰债	2021-09-09	雏鹰农牧集团股份有限公司	实质违约	--	--	C	民营企业	是	食品加工与肉类	
18东旭01	2021-09-06	东旭集团有限公司	实质违约	28.13	--	C	民营企业	否	综合类行业	
18海控01	2021-09-10	泛海控股股份有限公司	展期	10.99	--	C	民营企业	是	其他多元金融服务	中国泛海控股集团有限公司
18豫能化MTN002	2021-09-02	河南能源化工集团有限公司	展期	5.00	--	BB	地方国有企业	否	煤炭与消费用燃料	
18豫能化MTN001	2021-09-01	河南能源化工集团有限公司	展期	5.00	1.91	BB	地方国有企业	否	煤炭与消费用燃料	
18华夏04	2021-09-10	华夏幸福基业股份有限公司	展期	13.73	--	C	民营企业	是	房地产开发	
17康美MTN003	2021-09-15	康美药业股份有限公司	实质违约	1.09	0.94	C	民营企业	是	中药	
16丰盛03	2021-09-01	南京建工产业集团有限公司	实质违约	23.74	--	C	民营企业	否	建筑与工程	
18晟晏02	2021-09-22	宁夏晟晏实业集团有限公司	展期	0.22	--	BB	民营企业	否	金属非金属	
18如意01	2021-09-18	山东如意科技集团有限公司	实质违约	1.19	1.95	AA-	中外合资企业	否	纺织品	
18三星MTN001	2021-09-13	山东三星集团有限公司	展期	6.00	--	A+	民营企业	否	食品加工与肉类	
17沪华信MTN002	2021-09-26	上海华信国际集团有限公司	实质违约	1.88	--	C	民营企业	否	石油与天然气的炼制和销售	
16三盛04	2021-09-22	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	实质违约	--	--	AA	民营企业	否	房地产开发	
20蓝光MTN002	2021-09-29	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	0.70	0.98	C	民营企业	是	房地产开发	
16天房04	2021-09-08	天津房地产集团有限公司	实质违约	21.54	--	AA+	地方国有企业	否	多样化房地产活动	
16协信08	2021-09-27	重庆协信远创实业有限公司	实质违约	5.75	--	C	中外合资企业	否	房地产开发	

资料来源：Wind，百瑞信托

## 四、投资观点

整体来看，9月以来，信用债市场在之前过热交易后，主要以信用利差走阔为主，利差分位数也在上行。随着2021年中报的披露，行业分化也存在明显趋势，比如：

- 1) 上游周期行业中，有色金属、化工、煤炭、钢铁等受益于需求、价格上行所导致的行业净利率增长，其行业利差分位数也一直处于较低位置；电子、新能源保持高增长，利差也在底部；传媒、交通运输受益于净利润改善，行业利差也有所修复。
- 2) 中游行业中，电力受到毛利冲击，利差有所上行；汽车因为芯片不足导致利差也一直居高不下；
- 3) 下游行业中，农林牧渔受猪禽养殖拖累，其行业利差分位数一直居高不下；食品盈利稳中略有下行，行业分位数也相应调整至腰部位置；商贸和医药行业稳中有升，行业利差也有所压缩。

在目前利差已反映行业盈利的情况下，可以关注净利润改善或较稳，同时行业利差分位数处于50%左右的电力、电气设备、通信、食品饮料等行业；关注后续汽车产量的恢复情况。

图表 18：行业利差分位数与净利率

行业	2021-09-30 行业利差分位数%			2021-08-31 行业利差分位数%			资产净利率%		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	2020	2021Q1	2021H1
计算机	43			24			-7.01	0.45	1.04
轻工制造		57			56		-5.65	0.84	1.18
交通运输	25	49	56	5	26	56	0.37	0.54	1.03
医药生物	15	59		1	74		2.39	4.00	4.41
房地产	26	32	1	13	28	2	1.34	0.51	0.98
电力	50	37	42	17	33	40	1.71	2.11	1.78
有色金属	7	70		2	67		1.91	2.93	3.93
农林牧渔	99	99		98			3.08	2.74	1.98
建筑装饰	21	33	18	12	42	9	0.89	0.18	0.56
钢铁	12	91		10	85		2.84	4.57	7.06
煤炭开采	15	3		7	18		3.00	1.73	3.82
非银金融	32	69		9	68		1.96	0.72	1.21
新能源	14	25		1	31				
电子	37			2			3.13	2.70	4.66
投资平台	41	24	95	15	15	82			
环保工程及服务	34	12	46	7	2	39	0.76	0.65	0.65
休闲服务	56	18	52	41	5	18	-0.34	-0.75	-0.21
汽车	96	99		72	98		0.43	2.26	1.31
机械设备	28			4			1.30	2.69	2.83
纺织服装							0.67	1.28	2.18
建筑材料	11			1			7.91	4.22	7.56
化工	27	98	69	1	96	49	2.21	4.34	5.88
食品饮料	53	99	13	15	96	8	4.69	6.03	5.47
国防军工	21			6			1.41	0.99	1.84
商业贸易	13	53	55	5	37	54	1.16	1.02	1.40
传媒	15	44		2	26		-1.63	1.23	2.49
电气设备	50	26		58	1		2.66	4.97	3.86
燃气	44	30		10	25		1.39	2.42	2.00
通信	52			33			1.84	1.67	2.97
家用电器							1.81	1.21	1.83

资料来源：Wind，百瑞信托

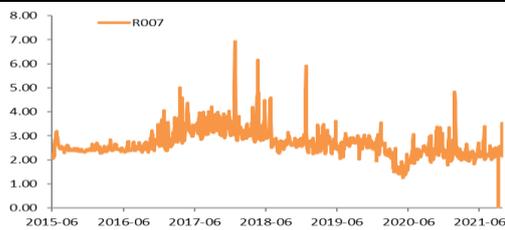
其他数据一览

图表 18: 债券市场表现情况

	全价 (%)					相对信用利差分位数 (%)				
	1年	3年	5年	7年	10年	1年	3年	5年	7年	10年
国债	0.17	0.33	0.07	0.22	-0.05					
国开	0.16	0.15	0.39	0.35	0.19	6	15	3	7	6
非国开	0.18	0.07	0.02	0.10	0.01	2	30	13	16	7
铁道	0.13	-0.02	-0.16	-0.21	-0.17	11	25	32	39	23
产业AAA	0.08	0.02	-0.16	-0.30	-0.20	17	36	42	64	39
产业AA+	0.05	-0.05	-0.10			14	31	28		
产业AA	0.27	-0.26	-0.24			12	64	65		
产业AA-	0.27	0.17				79	96	95		
城投AAA	0.07	-0.03	-0.20	-0.42	-0.16	17	29	34	38	25
城投AA+	0.10	-0.13	-0.49			17	38	49		
城投AA	0.23	-0.32	-0.59			18	40	46		
城投AA-	0.24	0.18				93	96	91		

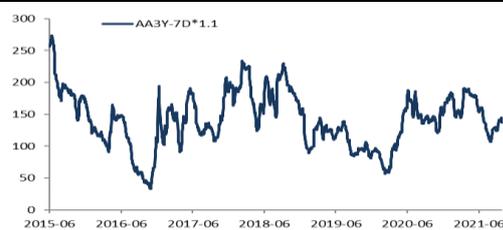
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 19: 7D 资金价格



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 20: 杠杆价值



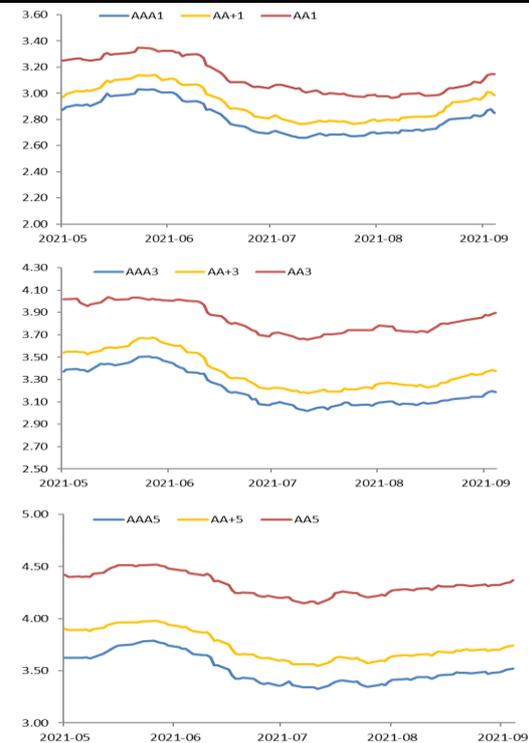
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 21: 各期限信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 22: 信用利差 90 天内变化



数据来源: Wind, 百瑞信托