

## 2016 年上半年企业债券市场回顾及下半年展望

2016 年 7 月 27 日

鹏元资信评估有限公司

研究发展部

史晓姗

shixsh@pyrating.cn



### 独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道,通过合理分析得出结论,结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明。

### 报告主要内容:

**增长:** 2016 年 1-6 月份,共发行企业债券 268 期,发行规模为 3,256.50 亿元,分别占 2015 年全年发行量的 88.74%和 95.19%,呈现大幅增长。城投债依然是企业债券市场的主力,创新品种发行量较小,但较去年有所增长。中西部地区企业债券发行量有所扩大。债券等级重心上移,发行利率降低。

**政策:** 经济下行压力依旧,政府稳增长力度不减。从 2015 年下半年开始颁布一系列企业债放松政策,2016 年上半年保持放松趋势,同时提高发行效率和上市制度的完善。

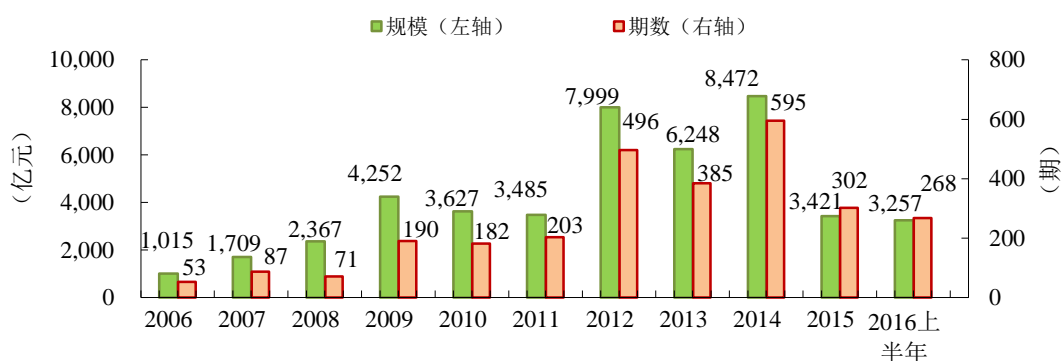
**风险:** 2016 年 1-6 月份,企业债券市场共发生 1 起违约事件,但受经济下行和去产能的影响,多家发行人和债券发生级别调整。其中,主体级别调高的共有 78 家,主体级别调低的共有 33 家;债项调高的共有 107 家发行人,涉及债券 128 期,规模共计 1,591.85 亿元;调低的有 21 家发行人,涉及债券 22 期,规模共计 225.9 亿元。上调集中在基建、房地产行业,下调集中煤炭开采、钢铁有色产能过剩的行业。整体来看,新发和调级企业债的主体和债项等级重心均上移。

**展望:** 稳增长背景下,企业债券市场维持增长;同时继续完善创新品种的发行上市制度;推动社会资本参与投资;提高发行效率,完善企业债的事后监管;政府和市场将逐步理性对待违约;资源枯竭型城市兑付压力凸显,部分中西部企业债券供给将会放量。

## 一、2016年企业债券发行情况

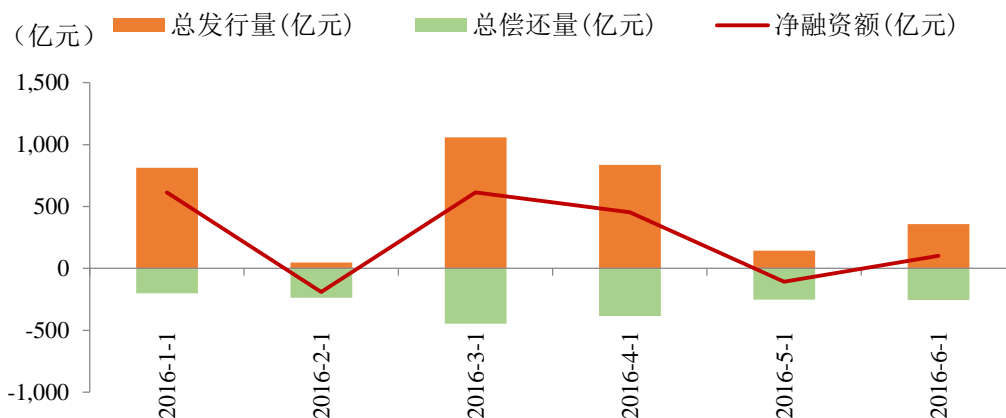
2016年1-6月份，共发行企业债券<sup>1</sup>268期，发行规模为3,256.50亿元，分别占2015年全年发行量的88.74%和95.19%，呈现大幅增长。企业债券发行量在2014年达到顶峰，2015年受政策先紧后松的影响，从年中开始低量缓慢增长。2016年受松绑政策的持续影响，企业债规模继续增长。具体看各月份，3、4月份发行量明显较多，2月和5月发行量较少，6月发行量有所回升。相比而言，各月的偿还量均不多，企业债呈现净融资。

图1 2006年-2016年6月企业债券历史发行情况



资料来源：鹏元整理

图2 2016年1-6月企业债券发行与偿还情况



资料来源：鹏元整理

<sup>1</sup> 包含中小企业集合债券。  
请务必阅读正文之后的免责声明

### （一）城投债依然是主力，创新品种发行量较小

2016年1-6月份，共发行城投债257期，发行规模3,110.00亿元，发行期数和发行规模分别占企业债券总量的95.50%和95.90%，与2015年的占比83.44%和77.16%相比，城投债占比大幅上升，主要是2016年上半年信用风险事件频发，城投债在经济下行，政府促投资的背景下相对安全。同时，为了缓解政府债务压力，中央政府在2015年提出债务置换，部分城投债认定为政府性负债，可以用地方债来置换，这在一定程度上促使城投公司有空间进行发债再融资。

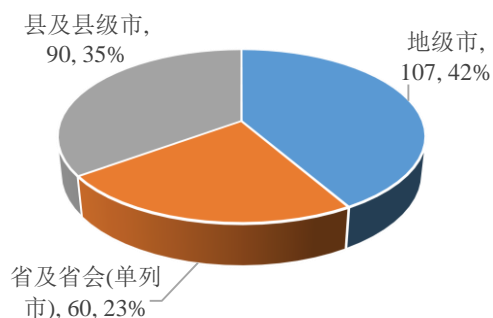
具体看城投债，地级市占比最大，为42%；其次是县及县级平台占比35%；之后是省及省会（单列市）平台占比23%。

表1 2016年1-6月份企业债券市场结构

发行人类型	城投债	一般产业债
期数（期）	257	11
规模（亿元）	3,110.00	146.50

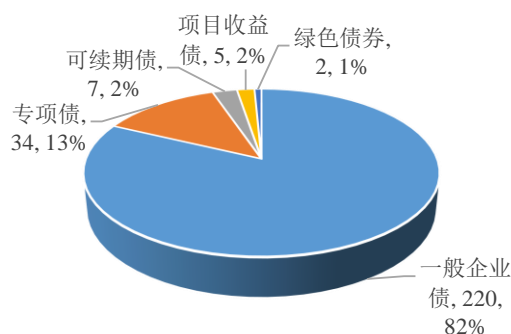
资料来源：鹏元整理

图3 2016年1-6月份企业债城投平台分布



注：按照企业债券发行期数统计

图4 2016年1-6月份企业债类型分布



注：按照企业债券发行期数统计

企业债券市场创新债券品种如项目收益债、专项债、永续期债、绿色债券在发行量较2015年有所增加。2016年1-6月份发行项目收益债5期，发行规模28.50亿元；专项债发行34期，发行规模482.30亿元；永续期债发行7期，发行规模121.00亿元；绿色债券发行2期，发行规模35亿元。

请务必阅读正文之后的免责声明

表 2 2016 年 1-6 月份企业债券市场创新债券品种发行情况

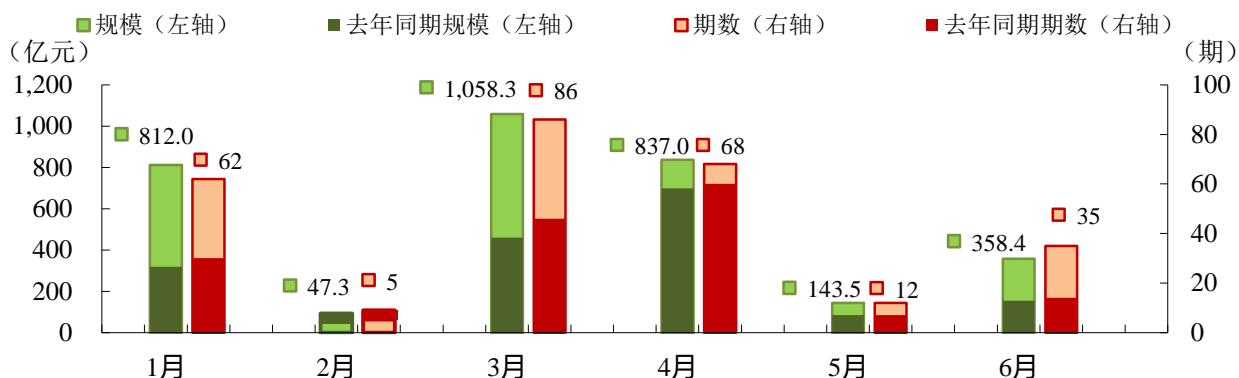
债券类型	项目收益债	专项债	可续期债	绿色债券
期数（期）	5	34	7	2
规模（亿元）	28.50	482.30	121.00	35.00

资料来源：鹏元整理

## （二）3 月份发行量最大，较去年同期大幅增长

从月度发行情况来看，3 月份是上半年企业债券发行量最大的月份，当月共发行 86 期，发行规模为 1,058.30 亿元。与去年同期相比，2016 年除了 2 月和 5 月较去年有小幅下降，其余月份均有较大的增长。原因主要有：第一是季节性因素，如果企业债在 4 月 30 日之前没有完成申报材料，之后申报则需要更新年报和审计。所以历年的 3、4 月份是当年发行量较多的月份。第二是政策的持续向好。3 月发改委发布通知，建立部分地区企业申请企业债券“直通车”机制，给予部分城市激励措施。

图 5 2016 年 1-6 月份企业债券发行情况



资料来源：鹏元整理

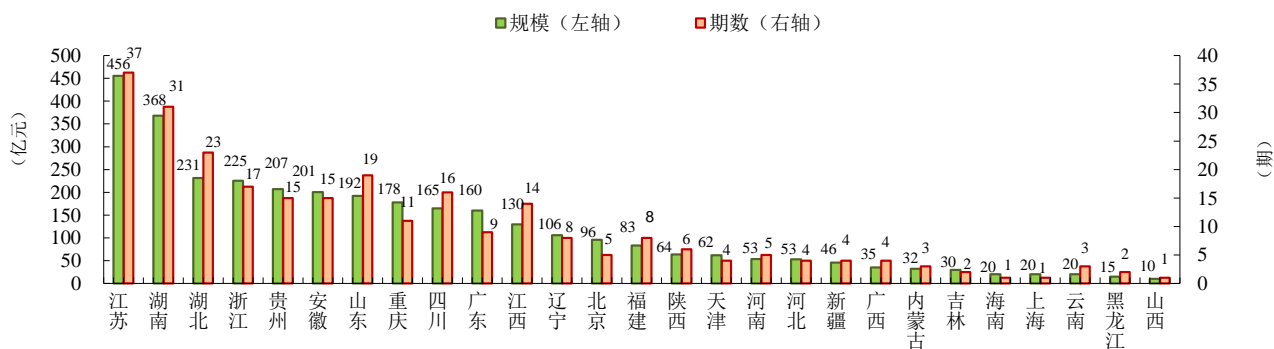
## （三）中西部地区发债比重有所增加，东部、东北地区发债比重有所下滑，发债地区比较集中

2016 年 1-6 月份，共有 27 个省（直辖市、自治区）发行企业债券。其中，发行规模排名前五位的是江苏、湖南、湖北、浙江和贵州，发行规模分别为 455.8 亿元、368.10 亿元、231.10 亿元、225.10 亿元和 206.90 亿元，合计占比 46.43%。与去年同期相比，这几个地区的企业债发行规模均有大幅增长，其中，湖北同比增长 223.22%，贵州增长 183.42%，浙江增长 167.98%。

请务必阅读正文之后的免责声明

此外，重庆、陕西和广西同期相比也有大幅度的增长，涨幅分别为 304.55%、273.53%和 250%。

图 6 2016 年 1-6 月份企业债券区域分布



资料来源：鹏元整理

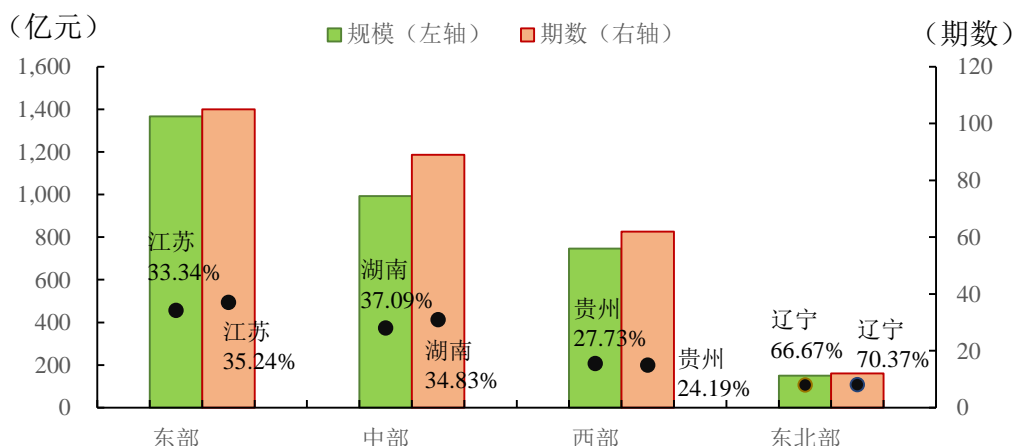
从中东西部看，2016 年 1-6 月份东部地区发行规模占比比 2015 年下降 3.17%，中部地区上升 1.10%，西部地区上升 3.75%，中西部发行规模合计占比 53.40%，较去年同期上升 4.85%。可见，2016 年中西部地区企业债券发行量有所扩大。同时，东北地区发行量依旧较少，辽宁是其主要发行地区，规模和期数分别占东北地区的 66.67%和 70.37%，分别较 2015 年同期上升 18.76%和下降 20%。各区域的主要发行城市的发行规模都在 30%左右及以上，发行较为集中。

表 3 2015 年-2016 年上半年企业债券地区结构

地区	2016 年 1-6 月发行规模 (亿元)	占比	2015 年 1-6 月发行规模 (亿元)	占比
东部地区	1,367.20	41.98%	817.50	45.15%
中部地区	992.9	30.49%	532.22	29.39%
东北地区	150.2	4.61%	114	6.30%
西部地区	746.2	22.91%	346.90	19.16%
合计	3,256.50	100.00%	1,810.62	100.00%

资料来源：鹏元整理

图7 2016年1-6月份企业债券区域分布及主要城市

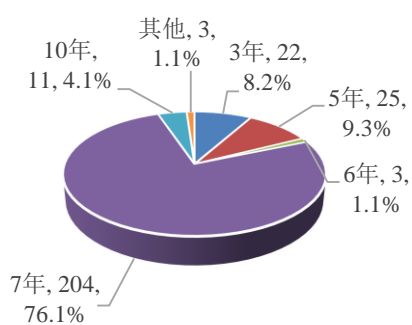


资料来源：鹏元整理

#### （四）7年期是企业债券的主导期限品种

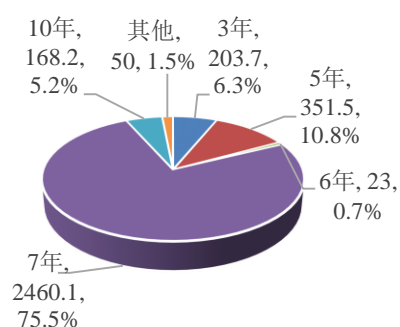
2016年1-6月份，7年期企业债依旧是主要品种，共发行204期，发行规模2,460.10亿元，期数占比76.1%。在204期企业债中含权债券共48期，发行规模为554.90亿元，占比分别为23.53%和22.56%。其中，可续期债券共7期，规模共计121亿元。

图8 2016年1-6月份企业债券期限结构分布



注：按照企业债券发行期数统计

图9 2015年1-6月份企业债券期限结构分布



注：按照企业债券发行规模统计

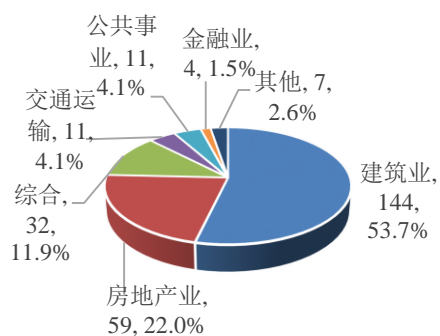
#### （五）建筑类企业发行量最大，其次是房地产行业

2016年1-6月份，建筑类企业共发行企业债144期，发行规模1,697.4亿元，占比分别为53.7%和52.13%。其次是房地产和综合类企业，分别发行59期和32期，占比分别为22%和11.9%。与2015年同期相比，建筑业占比小幅下降，房地产业大幅上升，主要是因为房企去库

请务必阅读正文之后的免责声明

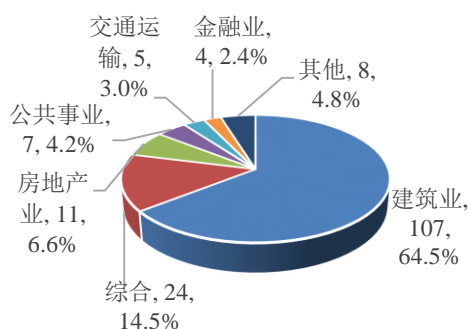
存需求，融资环境偏宽松，导致购房热和融资热。

图 10 2016 年 1-6 月份企业债券行业分布



注：按照企业债券发行期数统计

图 11 2015 年 1-6 月份企业债券行业分布



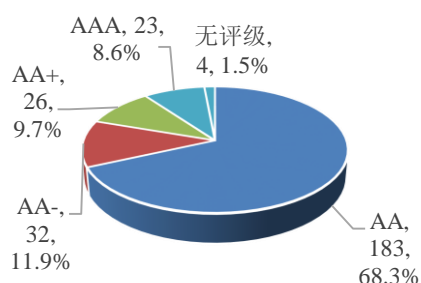
注：按照企业债券发行期数统计

## （六）主体和债项等级重心较去年同期有所上移

2016 年 1-6 月份，企业债主体等级以 AA 级以上为主，具体看 AA 级共 183 家，占比 68.3%，AA+级共 26 家，占比 9.7%，AAA 级共 23 家，占比 8.6%，AA-级共 32 家，占比 11.9%，较 2015 年 AA+级以上的企业债占比上升 1.5%，整体主体等级重心上移。

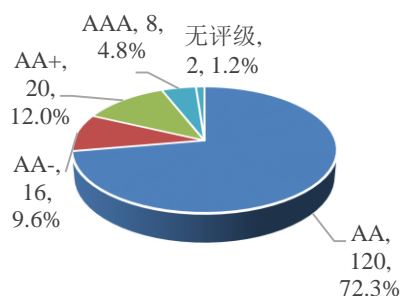
2016 年 1-6 月份，AA 级企业债券发行 125 期，占比 46.6%，比 2015 年同期下降了 20.3%；AA+级企业债券发行 86 期，占比 32.1%，比 2015 年同期上升了 8.6%；AAA 级企业债券发行 57 期，占比 21.3%，比 2015 年同期上升了 11.7%。整体来说，企业债券的债项等级重心较 2015 年同期有所上移。

图 12 2016 年 1-6 月份企业债券主体等级分布



注：按照企业债券发行期数统计

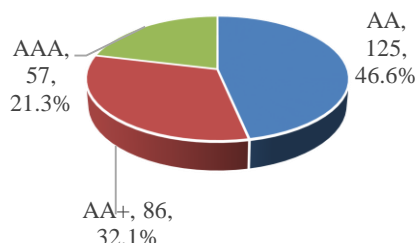
图 13 2015 年 1-6 月份企业债券主体等级分布



注：按照企业债券发行期数统计

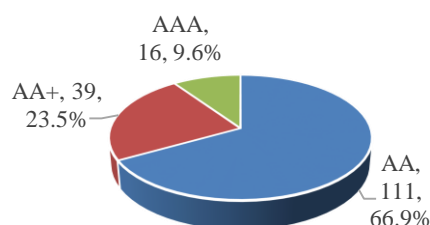


图 14 2016年1-6月份企业债券债项等级分布



注：按照企业债券发行期数统计

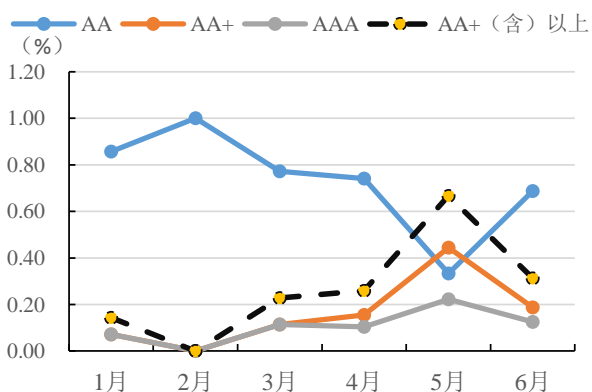
图 15 2015年1-6月份企业债券债项等级分布



注：按照企业债券发行期数统计

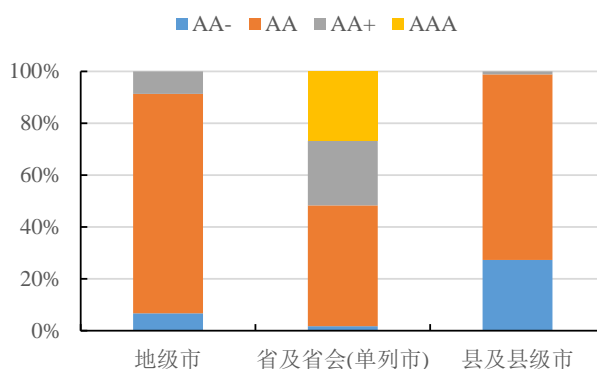
从占比较大的城投债看，各级别的城投平台主体级别均以 AA 级为主；其次县级平台 AA- 级占比也超过 20%，省级平台中 AAA 级占比也较高；整体来看，城投平台主体等级（AA+ 及以上的比重）在春节后上升，主要是因为随着政府支持经济力度加大，同时为了防范信用风险造成更大的影响，城投债在政府隐性信用支持下，安全性相对较高，比较受青睐。而 5、6 月出现主体等级重心下沉，与“14 海南交投 MTN001”、“14 宣化北山债”突然宣布提前偿付不无关系。两家发行人虽然最后放弃提前兑付，但是市场对城投债产生了一定的顾虑。

图 16 2016年1-6月份城投债主体等级变动



注：按照企业债券发行期数统计，剔除 5 期无评级债券

图 17 2016年1-6月份城投债主体等级分布



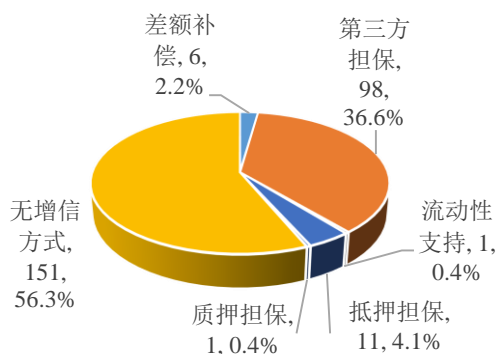
注：按照企业债券发行期数统计，剔除 5 期无评级债券



### （七）增信方式以第三方担保为主

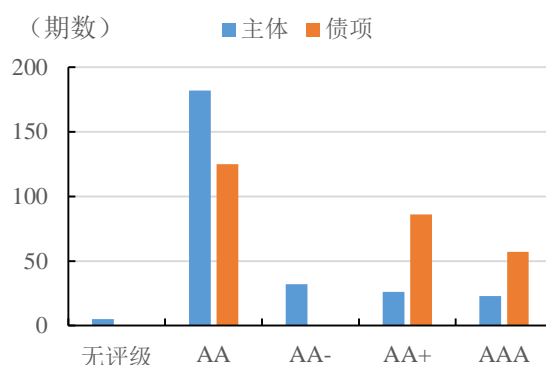
从增信方式看，2016年1-6月份，企业债268期中有116期采取增信措施，占比43.3%。具体看，增信方式以第三方担保为主，占比36.6%；抵质押担保合计占比4.5%；差额补偿主要是供水项目收益债和棚改项目债，占比2.2%；流动性支持仅有一期债券采用。从增信效果看，增信后的债项级别显著提升，AA+和AAA级占比由增信前的18.3%上升到53.4%。

图 18 2016年1-6月份企业债券增信方式分布



注：按照企业债券发行期数统计

图 19 2015年1-6月份企业债券主体债项等级分布

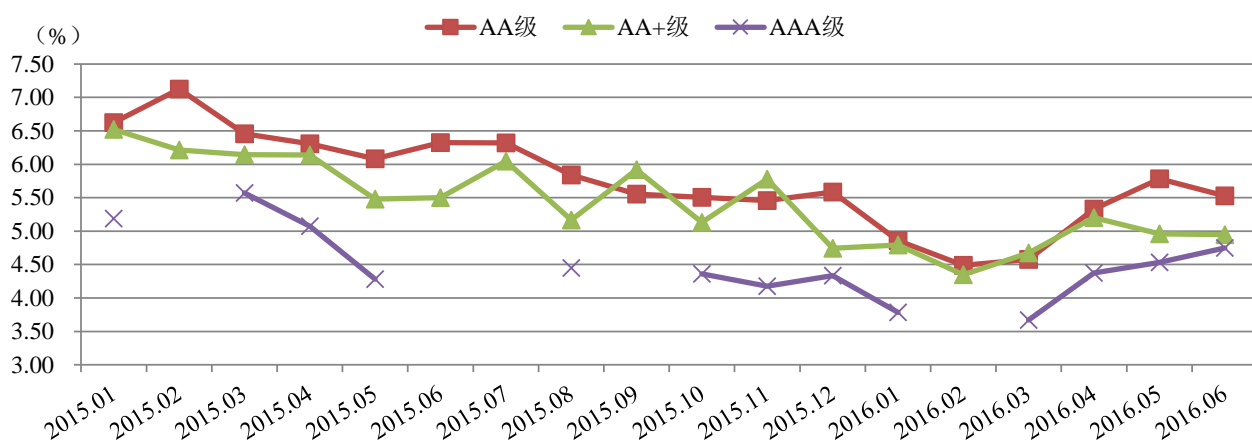


注：按照企业债券发行期数统计

### （八）7年期企业债发行利率有所上升

从企业债券的发行利率走势来看，2016年7年期各级别企业债券的发行利率先降后升，这主要是因为宏观经济走低，企业经营困难加大，风险逐步暴露，偿债能力下降，从而导致发行利率走高。尤其是城投债的大规模发行，使得地方政府的压力也逐步增大，对债券的支持显得力不从心。但与2015年相比，各级别发行利率相对较低。

图 20 2015 年 1 月-2016 年 6 月 7 年期企业债券利率走势



注：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“7+3”，则期限为7年。

资料来源：鹏元整理

从不同行业看，采矿业的企业债发行利率和利差最高，分别为 5.69% 和 3.13%；接下来是公共事业，利率和利差分别为 5.32% 和 2.61%；发行期数最多的建筑业，平均发行利率和利差分别为 4.87% 和 2.03%。从平均发行利率和利差看出，采矿业目前风险较高，行业处于去产能去杠杆的阶段。

表 4 2016 年 1-6 月不同行业企业债的发行利率和利差情况

行业	平均发行利率 (%)	平均发行利差 (%)	发行期数
采矿业	5.69	3.13	3
公共事业	5.32	2.61	11
建筑业	4.87	2.03	144
交通运输	4.72	1.91	11
房地产业	4.70	1.84	59
金融业	4.54	1.80	4
租赁和商务服务业	4.43	1.50	3
综合	4.33	1.62	32
制造业	3.45	0.75	1

注：利差是与同期国债的利差

资料来源：鹏元整理

从不同企业债类型看，城投债的发行利率和利差低于非城投债，这主要由于上半年信用事件频发，城投债与政府的隐性兜底有关，避险作用提升。同时根据城投债平台级别，利率和利差随级别下降而递增。

请务必阅读正文之后的免责声明

表 5 不同企业债类型的发行利率和利差

是否城投债	发行期数	发行利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	平均发行利差 (%)
非城投债	11	3.38-7.50	5.07	2.40
城投债	257	3.17-7.00	4.76	1.94
省及省会(单列市)	60	3.17-6.19	4.24	1.44
地级市	107	3.33-7.00	4.82	1.98
县及县级市	90	3.74-6.70	5.04	2.21

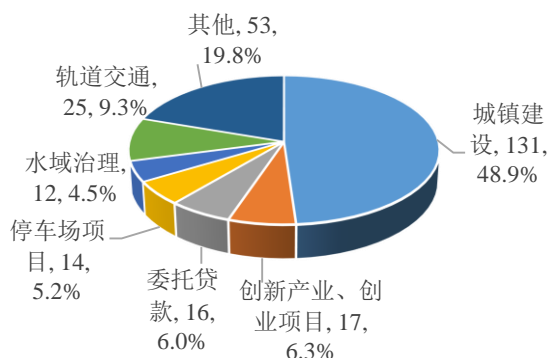
注：利差是与同期国债的利差

资料来源：鹏元整理

### (九) 资金用途以城镇建设为主

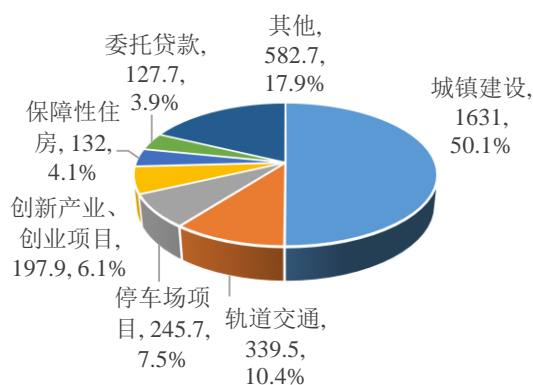
2016年1-6月企业债募集资金，按照发行期数统计，城镇建设（包括安置房、棚户区改造和旧城改造）占比48.9%、轨道交通项目占比9.3%，创新创业项目<sup>2</sup>占比6.3%，委托贷款占比6.0%、停车场项目占比5.2%。按照发行规模统计，城镇建设和轨道交通合计占比60.5%，是主要的投资领域，其次是停车场项目、创新创业项目和保障性住房。

图 21 2016年1-6月份企业债券募集资金用途



注：按照企业债券发行期数统计

图 22 2016年1-6月份企业债券募集资金用途



注：按照企业债券发行规模统计

<sup>2</sup> 这里的创新创业项目包括：用于高新技术孵化项目、高新技术产业示范园区建设等。  
请务必阅读正文之后的免责声明

## 二、2016年上半年企业债券市场政策法规梳理

目前发行的企业债以城投债为主，发行规模受政策影响较大。2015年企业债发行规模随政策出现波动。2016年上半年，企业债相关政策法规仍以宽松为主，归纳起来有三类：

第一类是鼓励发行企业债券融资。3月17日发改委颁布《关于建立部分地区企业申请企业债券“直通车”机制》，定向简化20个市(州)和20个县(市、区)企业发行，意味着这些地区发行企业债将更加便捷。

第二类是完善创新品种发行上市。从2015年12月31日发布《绿色债券发行指引》，明确绿色债的适用范围和发行条件开始，绿色债券正视进入人们视野，并成为2016年人们关注的热点。根据WIND统计，2016年1-6月份，共发行绿色债券17期，规模共计575.46亿元，其中企业债2期，规模共计35亿元。同时，上交所和深交所根据《绿色债券发行指引》也逐步完善配套措施，分别于今年3、4月份发布通知，明确绿色债券上市要求，指出将适时与证券指数编制机构合作发布绿色公司债券指数，并在时机成熟时将设立绿色公司债券板块。

第三类是提高发行上市的效率。2016年1月，发改委曾表示企业债中的产业类债券的预审下一步或将交由银行间市场交易商协会负责，相关工作正在研究推进中，截止目前尚未有官方文件。但早在2015年5月，发改委就委托中债登承担企业债发行审核中的第三方技术评估工作，自身将不再对企业债申报材料进行具体审核，而是参考中债登出具的技术评估意见，据此作出是否同意发债的决定。企业债发行方式的改革正在路上，由专业公司评估项目优劣，使主管企业债的发改委将主要精力从繁琐的事前审批转向事后监管，将有利于提高企业债发行效率，把控风险。

**表6 2016年上半年企业债券市场相关政策法规**

时间	部门	文件	主要内容
2015.12.31	发改委	《绿色债券发行指引》(发改办财金[2015]3504号)	明确绿色债支持节能减排技术改造项目；绿色城镇化项目；能源清洁高效利用项目；新能源开发利用项目；循环经济发展项目；水资源节约和非常规水资源开发利用项目；污染防治项目；生态农林项目；节能环保产业项目；低碳产业项目；生态文明现行示范实验项目。在企业债审核方面，进行适当放松。
2016.3.17	发改委	关于建立部分地区企业申请企业债券“直通车”机制的通知(发	对2015年国务院大督查中落实有关政策措施成效较明显的地区实行申请企业债券“直通车”机

时间	部门	文件	主要内容
		改办财金[2016]628号)	制的激励支持：不再通过省级发展改革部门转报，进一步提高技术评估和委内审核工作效率。

资料来源：鹏元整理

### 三、2016年1-6月份企业债券市场风险统计

#### （一）违约统计

2016年1-6月份，企业债券市场共发生1起实质性违约事件，“11蒙奈伦债”，这是第一只交易所企业债违约。自2015年以来，奈伦集团和“11蒙奈伦债”遭到连续降级。奈伦集团称，截至2015年9月底，公司已经发生多笔贷款逾期，偿债压力很大。因债务违约相关资产被查封冻结，公司短期债务周转能力很差，拟通过正在进行中的重组改善公司经营状况。但预期重组的“天润化肥”项目尚未完成最后签约，以上情况导致本期债券无法按时偿付。

值得一提的是，内蒙古发改委财政金融处2016年2月曾对外发布了《2015年全区财政金融形势分析报告》。报告称将针对困难企业可能出现的问题，及早研究对策，积极化解有关问题，确保到期企业债券的刚性兑付，不出现违约。从“11奈伦债”的最后违约看出，面对风险暴露，政府还没有充分的准备好如何“解救”困难企业，经济下行，产能过剩的行业让政府心有余而力不足。

内蒙古的另一只债券“11霍煤债01”，也让投资者经历了“过山车”般的惊险。“11霍煤债01”的发行人内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司，在2016年4月8日发布公告，面对资金压力，决定将两只债券的回售行权期延长至2016年6月13日。而4月12日，两只债券却如期兑付回售金额。当地政府最终选择积极处理该企业的债务问题，保证了如期兑付，避免了违约。要解救哪些企业，如何解救，政府和金融机构仍在摸索的道路上。

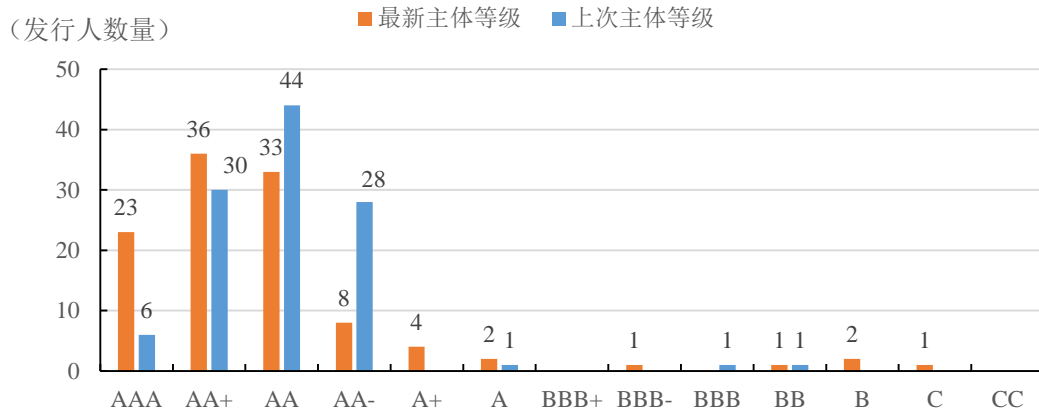
#### （二）级别调整情况

##### 1、主体调级情况

截止2016年6月30日，2016年上半年企业债券发行主体级别调高的共有78家，其中8家是展望调高；主体级别调低的共有33家，其中有8家是展望调低。从调级前后的主体等级分布看，AA-级以下的发行人增加，同时高等级AA+及以上的发行人也增加。整体来看，被调请务必阅读正文之后的免责声明

级企业的等级重心上移。

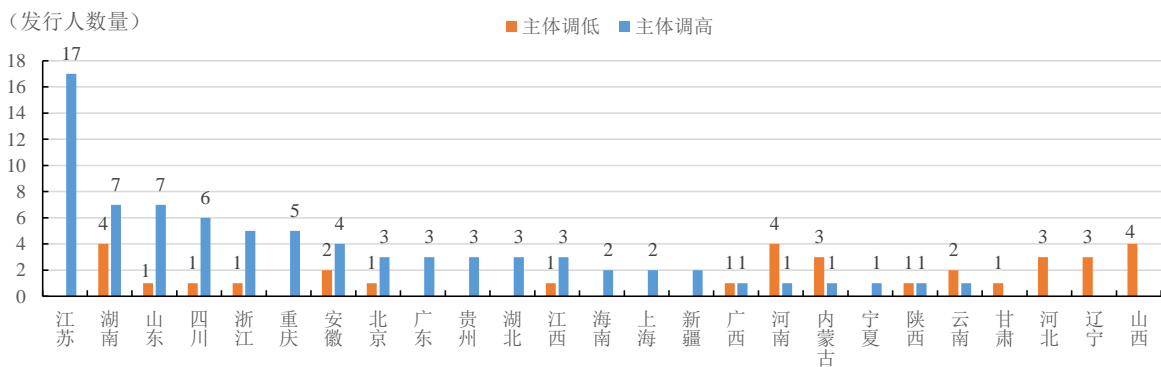
**图 23 2016年1-6月份企业债券主体级别变动前后分布情况**



资料来源：鹏元整理

从地区看，主体级别调高的发行人主要集中在江苏、湖南、山东和四川等地，其中江苏省上调级别的发行人最多，为17家，接下来依次是湖南、山东，各为7家；主体级别调低的企业主要集中在河南、山西、湖南，这三省各有4家发行主体被降级，接下来是内蒙古、河北和辽宁，各有3家发行人被降级。

**图 24 2016年1-6月份企业债券主体调级区域分布情况**

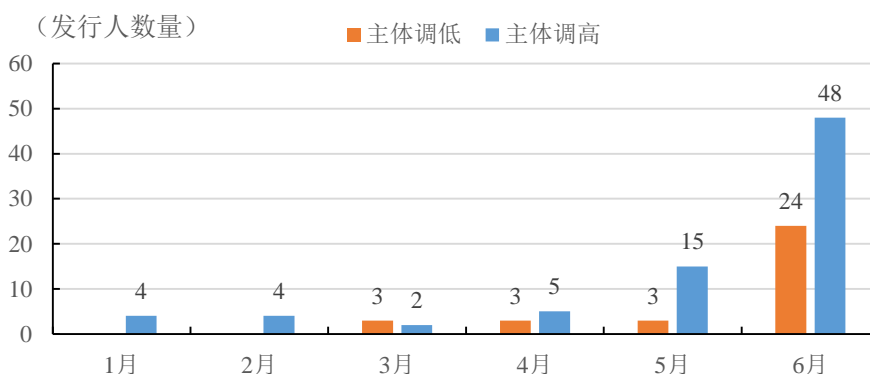


资料来源：鹏元整理

从时间上来看，企业债调级主要集中在5、6月份，其中6月份调级的发行人占比超过一半，主要是各发行人的年报披露，跟踪评级集中在5、6月份披露。从行业上看，主体调高的发行人主要集中在基础建设和综合类企业，二者合计占比62.82%；主体调低的企业主要集中在煤炭开采、钢铁、有色等产能过剩行业，其中钢铁、有色和煤炭开采合计占比57.58%。

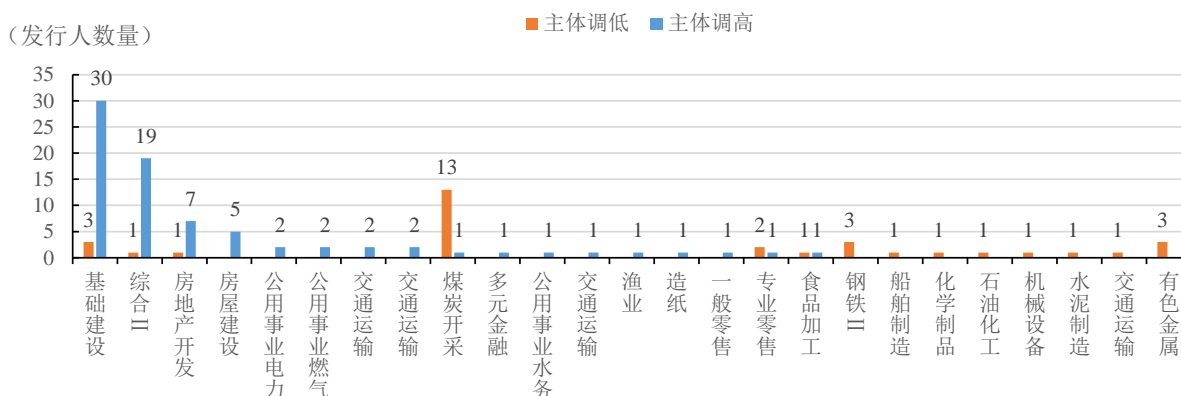
请务必阅读正文之后的免责声明

图 25 2016年1-6月份企业债券主体调级时间分布情况



资料来源：鹏元整理

图 26 2016年1-6月份企业债券主体调级行业分布情况

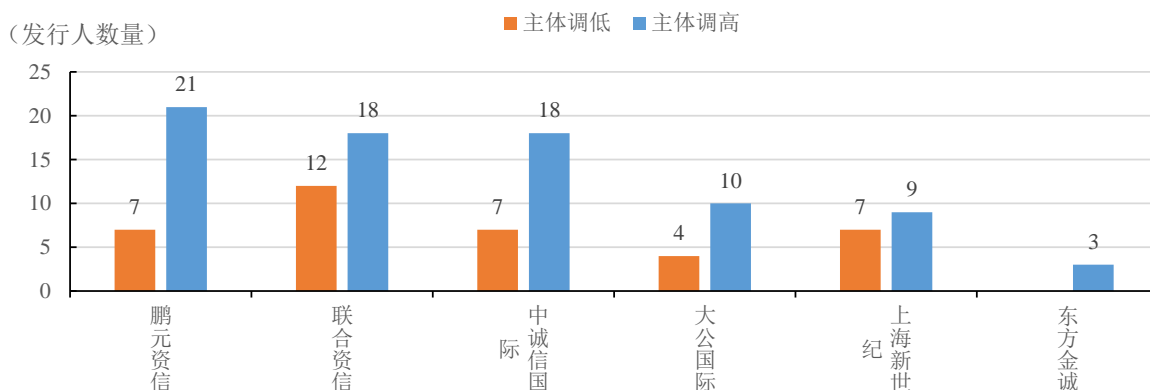


资料来源：鹏元整理

从主体调级的评级机构看，主体上调主要集中在鹏元评级、联合资信和中诚信国际，三家调级合计占比 72.15%；主体下调中联合资信评估的最多，为 12 家，其次是鹏元评级、上海新世纪和中诚信国际各 7 家。从企业类型看，主体调级主要集中在地方国有企业。

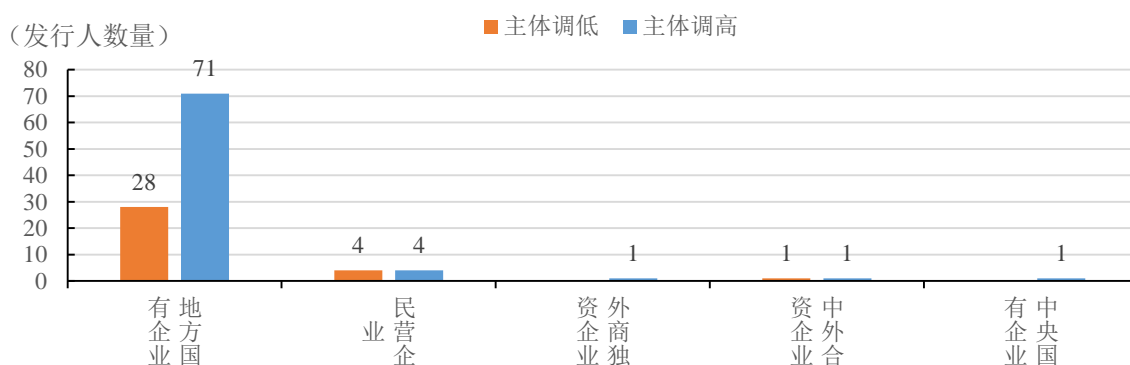


图 27 2016年1-6月份企业债券主体调级评级机构分布情况



资料来源：鹏元整理

图 28 2016年1-6月份企业债券主体调级企业类型分布情况

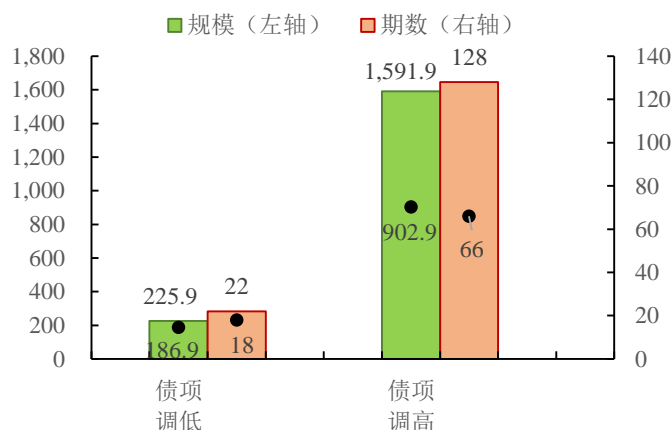


资料来源：鹏元整理

## 2、债项调级情况

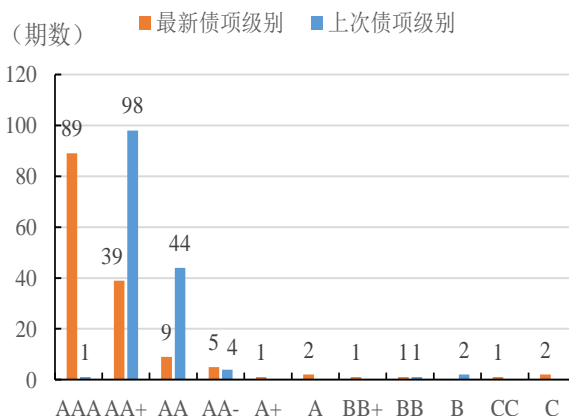
从债项级别调整看，调高的共有 107 家发行人，涉及债券 128 期，规模共计 1,591.85 亿元；调低的有 21 家发行人，涉及债券 22 期，规模共计 225.9 亿元。在级别调整中，包括债项和主体同时调高的 66 期债券；同时调低的 18 期债券。从整体调级前后的级别看，被调级企业整体债项重心上移，AAA 级企业明显增多，同时 AA 级以下的债券也有小幅增加。

图 29 2016年1-6月份企业债债项调级情况



注：按照企业债券发行期数统计

图 30 2016年1-6月份企业债债项调级前后情况



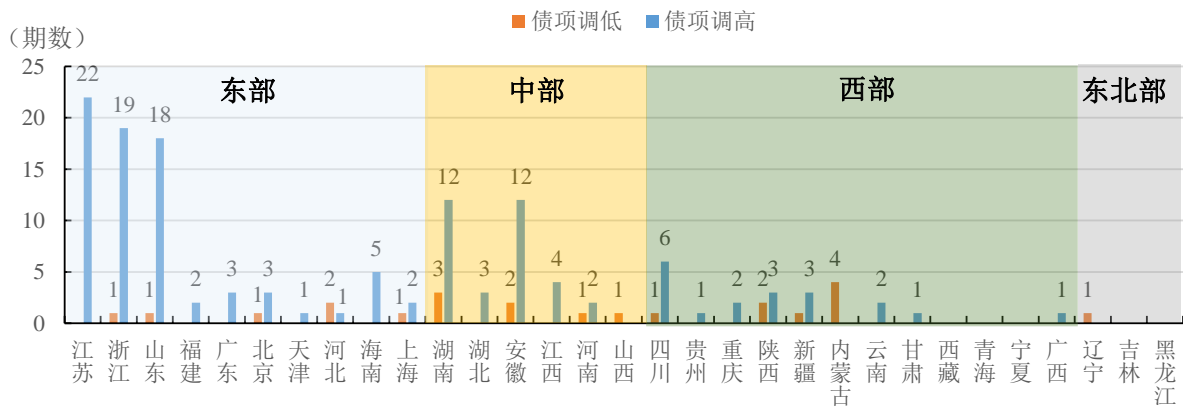
注：按照企业债券发行人统计

在债项等级单独变动（即主体没有变动）情况看，主要与担保人级别及增信措施有效性有关：第一，担保方级别调整。例如，“12 哈密国投债”债项级别被下调是因为担保人酒泉钢铁（集团）有限责任公司的级别被下调；中国投融资担保股份有限公司的级别被上调至 AAA，由其进行担保的所有债券，如“11 舟山债”、“PR 东营债”等的债项级别均被上调。第二，增信方式的有效性变动。例如，“11 淮北债”债项级别被下调的原因是公司对原用于该债券抵押的土地进行释放，新增的抵押土地并未签订土地使用权抵押协议，对该债券不具有增信作用。“13 陕东岭”的债项下调，主要是由于担保方“彬县煤炭有限责任公司”自身受煤炭行业的影响，担保能力大幅弱化。<sup>3</sup>

从债项调级的地区分布看，债项调高的省份主要在东部和中部地区，债项调低的省份主要中部和西部地区，除东北地区，其他地区均以上调债项级别为主。具体看债项调高地区分布情况，处于东部的江苏、浙江、山东三省占上调债项级别债券总数的 46.09%；处于中部的湖南、安徽两省合计占上调债项级别债券总数的 18.75%；处于西部的四川、新疆和陕西合计占上调债项级别债券总数的 9.38%。具体看债项调低的地区分布情况，西部的内蒙古、中部的湖南和安徽，为主要城市，合计占债项调低债券总数的 36.26%。

<sup>3</sup> 各品种债券调级信息分析，具体参照鹏元研究报告之《评级调升调降为哪般？——2016年上半年信用债评级调整情况分析》请务必阅读正文之后的免责声明

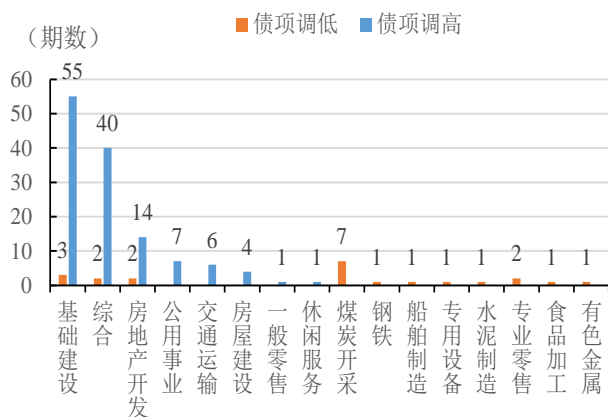
图 31 2016年1-6月份企业债券债项调级区域分布情况



资料来源：鹏元整理

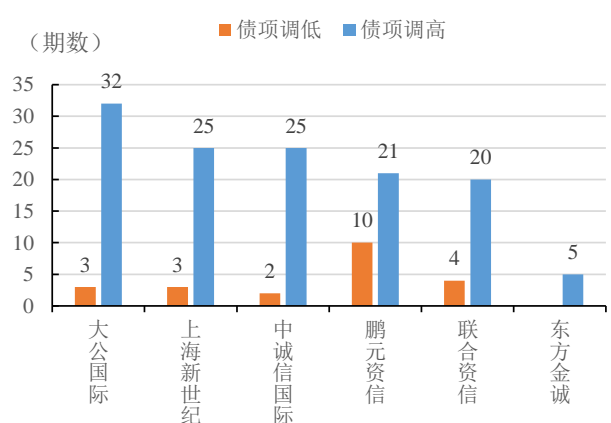
从行业分布看，债项调高的债券主要是基础建设、综合类企业和房地产开发业，与主体调级的情况一致，三个行业合计占债项调高债券总数的 85.16%；债项调低的债券主要分布在煤炭开采、基础设施建设领域，二者合计占债项调低债券总数的 45.45%，主要是煤炭行业处于去产能阶段，在经济下行阶段，企业的资金压力很大。从评级机构看，除东方金诚外，各家评估的债券中调高的债券在 20-32 期，分布较均匀；债项调低的债券中由鹏元资信调低最多，有 10 期，其余各家相对较少。

图 32 2016年1-6月份企业债债项调级行业分布



注：按照企业债券发行期数统计

图 33 2016年1-6月份企业债债项调级评级机构



注：按照企业债券发行人统计

**表7 2016年1-6月煤炭开采行业债项调级情况**

债券简称	发行规模 (亿元)	发行利率 (%)	发行人	企业性质	调级时间	最新债项	上次债项	最新主体
10 川煤债	5	5.20	四川省煤炭产业集团有限责任公司	地方国有企业	06/15	C	BBB	C
					06/14	BBB	AA	C
					05/27	AA	AA+	C
11 霍煤债01	5	6.10	内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司	地方国有企业	04/10	BB+	AA	BB
11 霍煤债02	5	6.35	内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司	地方国有企业	04/10	BB	AA-	BB
11 义煤债	8	6.18	义马煤业集团股份有限公司	地方国有企业	04/10	AA-	AA+	AA-
15 彬煤债	8	8.00	彬县煤炭有限责任公司	民营企业	06/21	AA	AA+	AA
沈煤暂停	15	5.75	沈阳煤业(集团)有限责任公司	地方国有企业	06/27	AA	AA+	AA-
新查暂停	6	7.20	山东新查庄矿业有限责任公司	民营企业	05/24	A	AA	A

资料来源：鹏元整理

### (三) 取消发行或发行失败情况

2016年以来，信用事件频发，尤其是3、4月以来，有大量的企业取消了原本的发行计划。其中企业债的取消或发行失败情况具体如下：

**表8 2016年1-6月取消或发行失败的企业债**

债券简称	发生日期	发行起始日	行业	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	债项	主承销商
16 本钢债01	04/29	-	制造业	-	3+2	-	AAA	国泰君安, 中天证券
16 海发债	04/29	06/03	建筑业	10.60	7	4.67	AAA	招商证券
16 凯宏专项债	04/27	-	综合	-	10	-	AA	中泰证券, 上海证券
16 瀚瑞债02	04/27	-	综合	-	7	-	AA+	东北证券
16 金沙债01	04/27	-	建筑业	-	7	-	AA	东方花旗
16 扬中城投债	04/25	06/02	建筑业	10.00	7	5.15	AAA	国开证券
16 姜堰发展债	04/13	06/01	建筑业	12.60	7	5.10	AA+	第一创业摩

请务必阅读正文之后的免责声明

债券简称	发生日期	发行起始日	行业	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	债项	主承销商
								根大通
16 盘县棚改项目债	04/13	06/06	建筑业	15.00	7	6.00	AA	中信建投
16 渝新梁债	04/12	-	建筑业		7		AA+	广州证券
16 兴化经发债	04/12	06/08	建筑业	8.00	6	5.28	AA	海通证券
16 辽宁药都债	04/12	04/28	建筑业	8.00	7	6.50	AA	国信证券
16 盘锦水务债	04/07	-	电力、热力、燃气及水生产和供应业	-	7	-	AA	国泰君安
16 北固产投债	03/30	06/17	房地产业	14.00	7	5.80	AA+	申万宏源
16 冀建投永续期债	03/22	06/03	综合	20.00	5	4.25	AAA	中国银河
16 湘乡城建债	03/15	05/17	建筑业	5.00	7	5.84	AA+	广州证券
16 赣铁永续期债	01/29	-	建筑业	-	5	-	AA+	天风证券
16 赣铁债	01/29	-	建筑业	-	5+5+5	-	AA+	天风证券
16 闽中名城债	01/28	04/18	房地产业	10.00	7	5.60	AA+	国信证券

资料来源：鹏元整理

## 四、2016年下半年企业债到期情况<sup>4</sup>

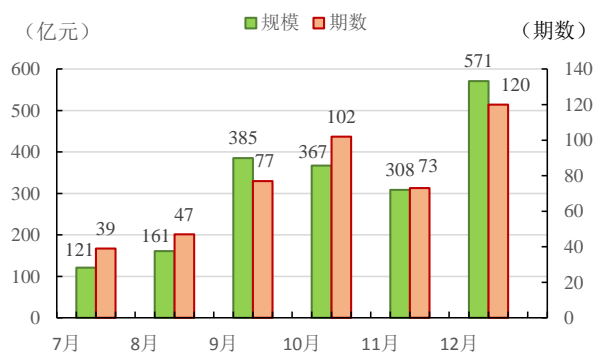
### 1、年底到期量较大，本金提前兑付是主要偿还方式

下半年企业债到期（此处包括到期、提前兑付和已确认回售）共 458 期债券，到期规模共计 1,913.77 亿元。从各月看，到期企业债主要集中在 11、12 月份，分别有 308.39 亿元和 571.08 亿元到期，合计占下半年到期总量的 45.96%。从偿还类型看，下半年主要是本金提前兑付，期数占比 87.77%，规模占比 51.71%；其次是到期偿还，期数占比 11.79%，规模占比 48.21%；2016 年下半年含有回售权的债券共 38 期，债券余额合计 449.80 亿元，其中，目前已确认选择回售的债券有 2 期，回售规模为 2 亿。

<sup>4</sup> 各品种债券下半年到期情况分析，具体可参照鹏元研究报告之《2016年下半年到期偿还信用债券梳理，26只债券需重点关注》

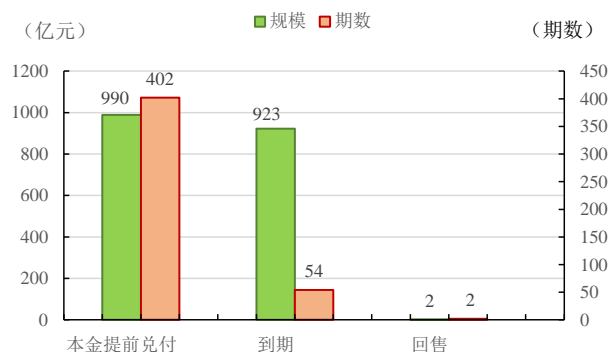
请务必阅读正文之后的免责声明

**图 34 2016 年下半年到期企业债分布**



注：按照企业债券发行期数统计

**图 35 2016 年下半年到期企业债偿还类型**

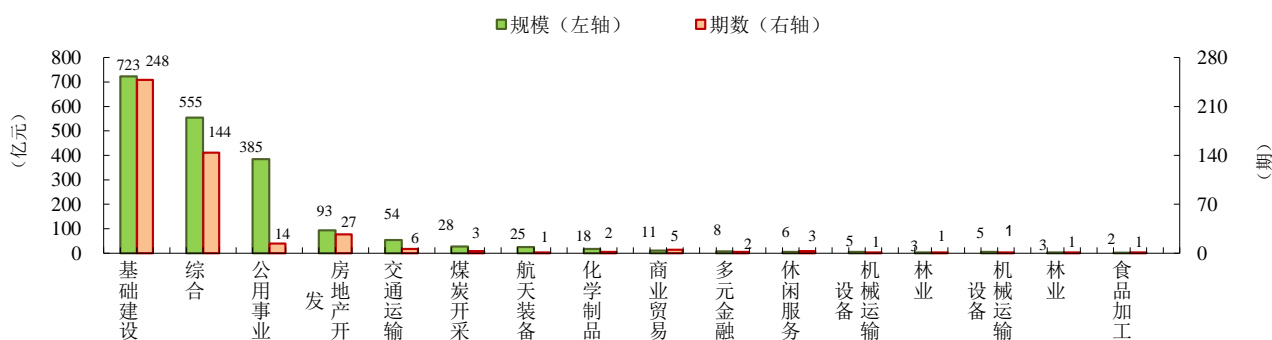


注：按照企业债券发行期数统计

## 2、基础设施建设类企业偿还规模最大

从行业看，下半年到期企业债主要分布在基础设施建设类、综合类和公共事业类企业，三者期数合计占比 88.65%，到期规模合计占比 86.86%。

**图 36 2016 年下半年到期企业债券地区分布情况**

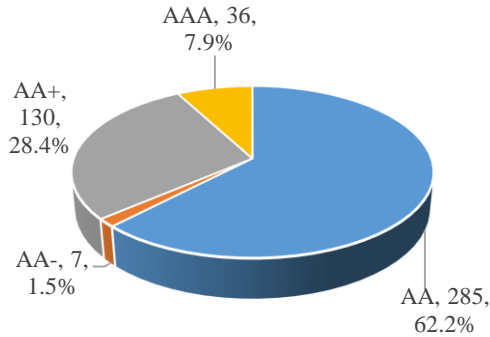


资料来源：鹏元整理

## 3、到期债券债项以 AA 及以上的高等级债券为主

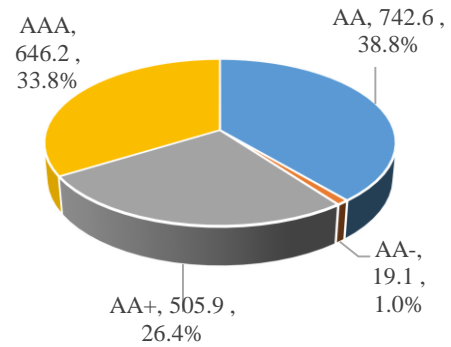
按发行期数统计，2016 年下半年到期企业债券目前评级以 AA 级、AA+级和 AAA 级为主，占比分别为 62.2%、28.4%和 7.9%；按债券到期规模统计，AA 级占比最大，为 38.8%，其次是 AAA 级占比为 33.8%，AA+级占比为 26.4%。AA-级债券具体情况如表 9 以基础设施建设类和综合类企业为主，主要通过本金提前兑付来偿还。

图 37 2016 年下半年到期企业债级别分布



注：按照企业债券发行期数统计

图 38 2016 年下半年到期企业债级别分布



注：按照企业债券到期规模统计

表 9 2016 年下半年 AA-级到期企业债

证券简称	偿还日	偿还量(亿元)	偿还类型	最新债项	最新主体	行业
12 黔东南债	2016-10-31	1.40	本金提前兑付	AA-	AA-	综合
12 临沂经开债	2016-9-26	2.00	本金提前兑付	AA	AA	综合
12 铜川债	2016-7-18	1.60	本金提前兑付	AA-	AA-	基础设施建设
11 香城建投债	2016-12-13	3.00	本金提前兑付	AA	AA	基础设施建设
11 普兰店债	2016-12-12	1.20	本金提前兑付	AA	AA	基础设施建设
10 安顺国资债 01	2016-12-7	5.00	到期	AA	AA	综合
10 云建工债	2016-11-19	4.90	到期	AA+	AA+	基础设施建设

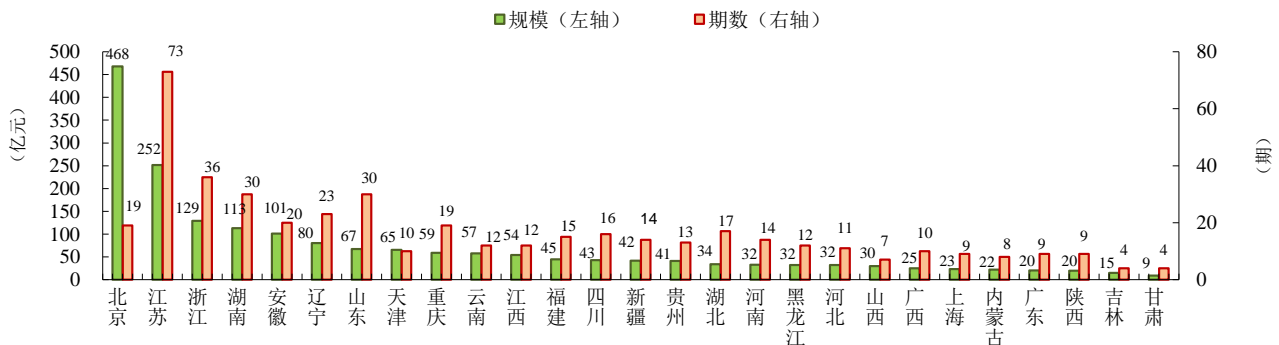
资料来源：鹏元整理

#### 4、到期企业债主要分布在北京和中部地区

按发行期数统计，江苏到期的债券最多，为 73 期，其次是浙江和湖南，各需要偿还债券 36 期和 30 期，三省份期数合计占比 30.35%；按到期规模统计，北京为主要地区，占比为 24.46%，其次是江苏、浙江、湖南和安徽，占比分别为 13.15%、6.74%、5.91%和 5.23%。



图 39 2016 年下半年到期企业债券地区分布情况

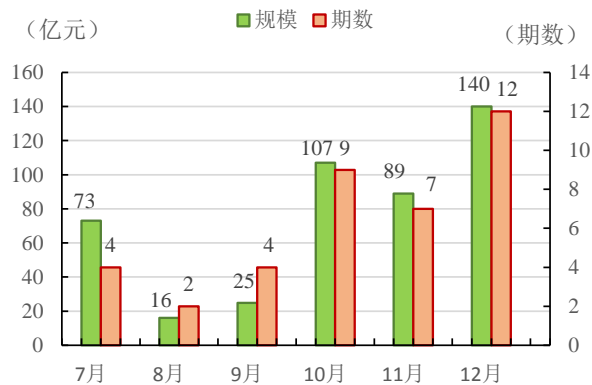


资料来源：鹏元整理

### 5、含有回售权的企业债<sup>5</sup>

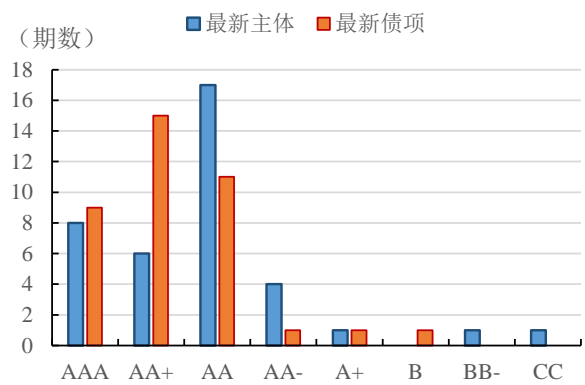
2016 年下半年含有回售权的债券共 38 期，债券余额合计 449.80 亿元。从各月看，12 月份含回售权的企业债最多，共 12 期，规模共计 140 亿元；其次是 10 月和 11 月，分别有 9 期和 7 期企业债存在回售权，规模分别为 107 亿元、89 亿元。从等级分布来看，主体等级主要分布在 AA 级，债项主要分布在 AA+ 级。

图 40 2016 年下半年含回售权企业债分布



注：按照企业债券发行期数统计

图 41 2016 年下半年含回售权企业债等级分布



注：按照企业债券到期规模统计

含回售权的企业债中，在上半年有主体调级的有两期债券，分别是“09 海航债”，“山煤暂停”。有债项调级的有“09 海航债”、“山煤暂停”和“11 泛海 02”，具体调级信息如下表。

<sup>5</sup> 此处不包含已确定回售额的两期债券，仅统计尚未公布回售额的债券。  
请务必阅读正文之后的免责声明

**表 10 在上半年经调级的含回售权企业债**

证券简称	调级类型	最新评级	上次评级	最新评级日期	担保方式	评级机构
09 海航债	主体上调	AAA	AA+	2016-06-30	-	上海新世纪
	债项上调	AAA	AA+	2016-06-30	-	上海新世纪
11 泛海 02	债项上调	AA+	AA	2016-06-28	无	联合资信
山煤暂停	主体下调	AA	AA+	2016-06-28	-	联合资信
		AA+	AAA	2016-03-29	-	上海新世纪
	债项下调	AA	AA+	2016-06-28	发行人以其持有的上市公司山煤国际能源集团股份有限公司不超过 1 亿股股份为本期债券提供质押担保	联合资信

资料来源：鹏元整理

此外，在含回售权的企业债中，“12 合肥中小债”同时含有全额赎回权。目前，本期债券 4 家发行人中有 3 家尚未公布 2015 年年报，各主体的最新级别尚未公布。但因为其担保人安徽省信用担保集团有限公司担保能力较强，4 月担保主体由 AA+ 级上调为 AAA 级。所以在 5 月初本期债券等级由 AA+ 级上调为 AAA 级。

## 五、2016 年下半年企业债券市场宏观展望

### 1、稳增长背景下，企业债券市场发行维持增长

目前，经济增长依旧疲弱。2016 年二季度 GDP 同比增长 6.7%，与一季度持平；二季度规模以上工业增加值累计同比增长 6.0%，高于一季度 0.2 个百分点；固定资产投资增速下滑 0.6 个百分点，民间投资意愿不足，今年 6 月累计同比增长 2.8%，较去年下滑 8.62 个百分点，增速持续下滑。而基础建设投资持续增长，6 月同比增长 20.31%。在去产能未取得阶段性成果之前，经济缺乏强劲动力，未来仍需靠政府引导的基础建设投资，企业债仍将增长。

### 2、继续完善创新品种的发行上市制度

为鼓励企业利用债券市场进行融资，出现了项目收益债、专项债、绿色债等创新品种。目前，扩大基础建设投资成为经济的支撑点，各项关于环境治理的项目可以选择绿色债券。2015 年底发改委发布《绿色债券指引》，2016 年上半年上交所和深交所发布相关发行上市指引，绿色债的快速增长正推动相关制度逐步完善。此外，专项债和永续期债的发行量仍较少，而企业面对的项目具有周期长，收益回报较晚，且盈利能力较弱的特点，融资方式的局限使得企业债请务必阅读正文之后的免责声明

务压力较大。同时，各项创新债券的发行制度和相关补贴等优惠政策都不完善，对降低发行人关心的成本和投资者关心的风险都有限。未来，政府仍将推动创新产品的发行，给予一定的政策支持，扩大企业融资渠道。

### 3、推动社会资本参与投资

目前，社会资本参与投资的热情不高，单靠政府和国有企业，会造成较大的财政压力，不利于经济长期发展。从目前较高的政府债务率和较低的民间投资增长率便可以看出。政府债务的增加，会影响其和当地国有企业后续融资能力与偿债能力。社会资本相对比较活跃，善于把握市场机会，融入先紧的管理和技术，提高效率，促进经济增长。他们的参与在一定程度上减少政府资金压力，扩大政府和相关国有企业的融资能力和偿债能力。近期，财政部、教育部、科技部、民政部等共计 20 个部委联合发布《关于组织开展第三批政府和社会资本合作示范项目申报筛选工作的通知》，第三批 PPP 示范项目进入申报阶段，本次新规被称为最严的 PPP 申报条件，明确规定“本地融资平台需剥离政府性债务，并不再承担融资平台职能，禁止 BT(建设—移交)、承诺固定回报、明股实债等变相融资”。从而社会资本的权益有了更多的保证，增强 PPP 的吸引力，同时也会有利于限制政府变相融资。

### 4、提高发行效率，完善企业债的事后监管

由于企业债的发行主体多是国有企业，承担较多基础建设的任务。在经济下行的特殊时期，需要对资质较好的平台给予适当的优惠政策，简化发行条件。同时，因为经济的不确定性加大了债务偿还的风险，所以要加强事后监管，完善信息披露制度。对于投资者，也需要一定的优惠政策来吸引。

### 5、政府和市场将逐步理性对待违约

面对经济下行，许多产能过剩的企业和经营不善的企业面临去产能和经济下行的内外打击，再融资能力下降，偿债风险变高。债券违约会随着风险暴露而增加。其中，国有企业的违约让投资者最“心疼”，本以为有政府的隐性背书，可以如期兑付，但是经济下行的压力，让政府也心有余而力不足。面对增多的违约风险，政府和投资者都要重新认识风险。在去产能和结构调整的时期，风险增加在一定程度上是正常的，如何处理好违约后投资者的权益问题才是关键。在违约处理方面，政府目前仍然缺乏经验，尚不能及时稳妥的处理困难企业的问题。未来，政府将积极探讨经济下行下的风险处理机制，及时发现困难企业和帮助企业协调各方解决问题，

可以对于出现短暂现金流问题的企业给予适当的资金支持，而对于“僵尸企业”则要清除，同时处理好债权人权益问题。

## **6、资源枯竭型城市兑付压力凸显，部分中西部企业债券供给将会放量**

根据 2015 年和 2016 年一季度各省的经济情况以及各省政府的负债压力比较，辽宁省经济最弱，经济缺乏增长点，固定资产投资急剧下滑，企业经营困难，政府和企业的偿债压力大，再融资能力较弱。另外同是资源型省份的山西、黑龙江和内蒙古等地区也面临同样的困境；而处于西南地区的贵州和重庆，存在待开发资源，在城府促增长的背景下固定资产投资增加，经济增长和债务置换的积极影响，使得当地企业和政府的再融资能力较强，短期偿还风险较小，成为企业债增长较快的地区。中部地区的江苏、安徽、湖南和湖北经济增长较为稳定，政府偿债压力一般，未来仍是企业债发行的主要地区。

## 免责声明

- 本报告由鹏元资信评估有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为鹏元资信研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 鹏元资信评估有限公司

### 深圳

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼

邮政编码：518040

电话：0755-82872333 0755-82872897

传真：0755-82872090

### 上海

地址：上海市浦东新区东三里桥路 1018 号上海数字产业园 A 幢 601 室

邮政编码：200127

总机：021-51035670

传真：021-51917360

### 四川

地址：成都市高新区天府三街 19 号新希望国际大厦 A 座 1701 室

邮政编码：610000

电话：028-82000210

传真：028-85288932

### 山东

地址：济南市高新区经十路 5777 号万科金域中心商业楼 A 座 1006 室

邮政编码：250000

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

### 郑州

地址：郑州市金水路 288 号曼哈顿 14 号楼（兴业大厦）1103 室

总机：0371-60308673

传真：0371-60308673

### 北京

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号新闻大厦 8 层

邮政编码：100005

电话：010-66216006

传真：010-66212002

### 长沙

地址：湖南省长沙市雨花区万家丽中段 36 号喜盈门范城 2 号栋 14007 室

邮政编码：410007

电话：0731-84285466

传真：0731-84285455

### 江苏

地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室

邮政编码：210000

电话：025-87781291

传真：025-87781295

### 吉林

地址：吉林省长春市南关区人民大街 7088 号伟峰国际商务广场 2005 室

邮政编码：130000

电话：0431-85962598

传真：0431-85962596

### 香港

地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 9 楼 901 室

电话：(852) 24877066

传真：(852) 24877866