

债券专题报告

城投美元债：境内外分化行情下的稳健品种

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号
S1060519060001
LIULU979@PINGAN.COM.CN

张君瑞 投资咨询资格编号
S1060519080001
ZHANGJUNRUI748@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 近期，投资级美元债和高收益美元债均出现了一定程度的下跌，但二者主导因素不同：投资级美元债跟随美国国债利率，高收益美元债则由信用风险和投资者偏好驱动。2月以来，高收益美元债作为新兴市场风险资产，在全球避险情绪下被大幅抛售，累计收益率上行超过400BP；而投资级美元债自3月10日全球市场从避险模式切换到现金为王的流动性风险模式开始调整，收益率累计上行约55BP，调整幅度显著低于高收益债。向后看，新冠疫情在全球范围内仍处于爆发期，恐慌情绪短期难以缓解，高收益美元债的收益率或将维持在较高水平甚至继续抬升；投资级美元债可能更早受益于美联储宽松政策的对冲，在流动性冲击逐渐缓释后维持稳定。
- 海外中资美元债价格快速下跌，而境内资产荒导致信用利差收窄，这一分化行情带来投资机会，以地产债的“黄金坑”最为显著，而城投美元债受益于信仰加成，其走势更接近投资级美元债，近期下跌幅度较小。如我们此前报告中提到，地产美元债以高收益债为主，自疫情爆发以来收益率大幅上行，与境内债利差大幅走阔，形成“黄金坑”。而城投美元债走势更接近投资级美元债，其中有国际评级城投债绝大部分为投资级，但无国际评级的城投债在境内评级一般都不高，而走势接近投资级，说明在基建托底经济的预期下，市场普遍对城投流动性改善抱有信心，这也决定了城投美元债的机会可能不如地产债。自3月10日海外流动性危机显现以后，城投美元债跟随投资级美元债出现了一定幅度的下跌，无境外评级的下跌幅度要高于有境外评级的城投美元债。
- 仍有部分城投平台境内外有较高的利差，建议控制期限，精细择券，尤其是境内评级在AA+的主体发行的城投美元债。从我们筛选的具体标的来看，仍有部分城投平台美元债收益率高出境内债200BP以上，这一部分城投债的境内评级绝大多数分布在AA+，境外大多无评级。向后看，城投美元债收益率跟随投资级美元债，短期若流动性冲击继续升级仍有一定的上行风险，但受制于美宽松的货币环境和较低的基准利率其上行幅度有限，可以适当下沉评级挖掘1年以内到期的、境内外利差较高的城投美元债。
- 风险提示：疫情可能会带来违约风险上升；全球金融市场波动风险仍然较大；经济恢复超出预期。

正文目录

前言	4
一、 投资级跟随基准利率，高收益债受信用风险和投资者偏好驱动	4
二、 地产美元债以高收益债为主，海外避险情绪引发大幅抛售	6
三、 城投美元债整体性价比不及地产美元债，但仍有部分平台境内外利差较高	7
3.1 城投美元债信用资质介于投资级和高收益级之间	7
3.2 城投美元债受益于美元债刚兑未破的“信仰加成”，版块价格跌幅较小	8
3.3 哪些城投平台的美元债还可以挖掘？	10
四、 总结和展望	11
五、 附表：同时存在美元债和境内债的城投平台	12
六、 风险提示	17

图表目录

图表 1	投资级美元债和高收益美元债收益率走势	5
图表 2	投资级中资美元债主要跟随基准利率波动	5
图表 3	高收益级中资美元债主要受风险因素影响，和美国高收益企业债走势一致	5
图表 4	存续有评级地产美元债的评级结构（只数）	6
图表 5	地产美元债收益率走势和高收益美元债高度相关	6
图表 6	地产美元债利差和境内地产债利差走势分化（BP）	7
图表 7	中资美元债部分发行主体境内外评级对比（横坐标为标普评级，图例为国内评级）	7
图表 8	存续有境外评级城投美元债的评级结构	8
图表 9	城投美元债相关主体境内债的评级结构	8
图表 10	城投美元债收益率上行幅度不及地产美元债与高收益美元债	8
图表 11	流动性危机下城投美元债的上行幅度不及投资级美元债	9
图表 12	无论有无国际评级，城投美元债和投资级美元债走势更为接近	9
图表 13	新冠疫情爆发以来中资美元债各版块收益率变化值（BP）	10
图表 14	剩余期限 1 年以内、境内外利差超过 200BP 的城投美元债	10
图表 15	剩余期限 1 年以内的城投美元债	12
图表 16	剩余期限 1 年以上的城投美元债	13

前言

此前我们曾讨论过地产美元债和境内地产债的分化，即境内在资产荒行情演绎下，地产债作为优质版块受到市场青睐，信用利差不断下行，而境外则受全球市场的避险情绪影响，地产美元债收益率持续飙升。本文通过探讨中资美元债的影响因素，找出地产美元债成为“黄金坑”的逻辑，并推演到中资美元债的其他版块，尤其是城投美元债作为信用债市场上的另一个重要版块，是否也有这样的分化带来的投资机会？

一、投资级跟随基准利率，高收益债受信用风险和投资者偏好驱动

我们首先从中资美元债整体出发，进而探究地产美元债和城投美元债各自的影响因素。中资美元债可以分为投资级美元债和高收益美元债（垃圾级美元债），影响二者走势的主导因素不同，我们回顾2020年2月以来新冠疫情爆发后的中资美元债收益率走势，主要分为五个阶段：

（1）2月上旬，投资级美元债、高收益美元债均上涨。投资级美元债上涨主要系美基准利率下行所致，而高收益美元债上涨是由于2月中旬以前新冠疫情主要集中在中，中国的疫情数据呈现逐渐好转趋势，提振了中资美元债的风险偏好。

（2）2月下旬，投资级美元债上涨，高收益美元债下跌。2月下旬以后，随着疫情在全球范围内加速扩散，导致市场风险偏好收缩，高收益美元债收益率快速上行，而投资级美元债收益率跟随美国国债继续下行。

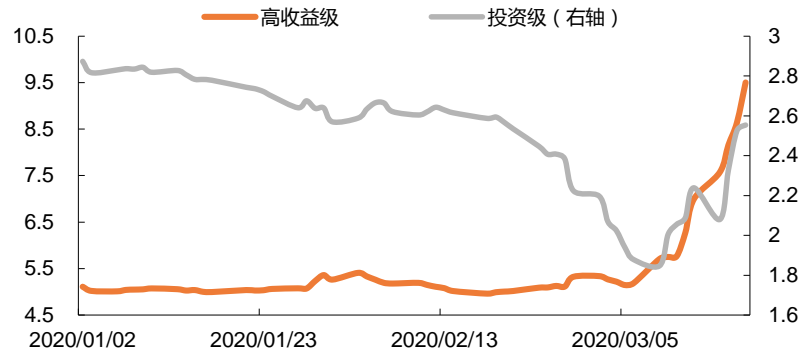
（3）3月3日-3月5日，美联储紧急大幅降息50BP后，高收益美元债均出现短暂的快速上涨行情，投资级美元债仍在继续上涨。

（4）3月6日-3月9日，疫情扩散下高收益美元债迅速转为下跌，投资级美元债受避险情绪影响仍在继续上涨调整。

（5）3月10日至今，流动性危机开始显现，风险资产和避险资产齐跌，投资级美元债跟随美国国债也出现下跌，高收益美元债仍在继续下跌。3月15日，美联储紧急降息100BP导致投资级美元债收益率当天短暂调整下行16BP，高收益美元债的收益率则未受影响而继续上行。

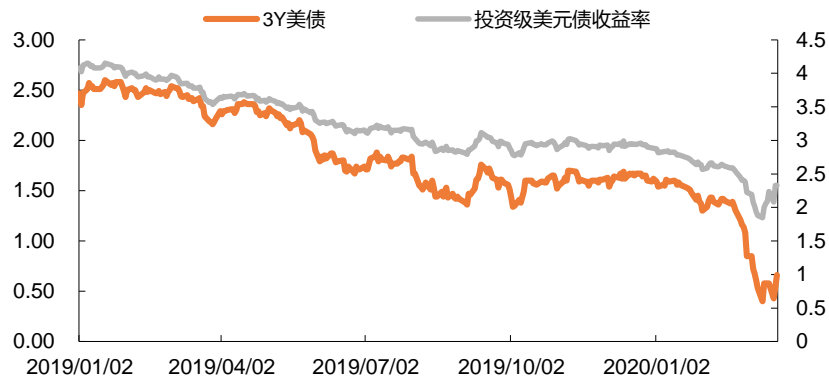
可以看到，影响投资级美元债和高收益美元债走势的主导因素不同，投资级美元债收益率跟随基准利率，而高收益美元债主要受信用风险和投资者风险偏好等因素影响。投资级美元债自2020年2月以来持续上涨至2020年3月9日，3月10日后受流动性危机爆发影响，跟随基准利率下跌而开始下跌；而高收益美元债自2月下旬以后受避险情绪抛售影响一路下跌。从3月10日以后的调整来看，投资级美元债收益率自3月10日上行55BP，而同期高收益美元债收益率上行375BP，受美国国债调整而下跌的投资级美元债跌幅仍然显著低于避险情绪抛售下的高收益美元债跌幅，投资级美元债和高收益级美元债利差在历史较高水平。

图表1 投资级美元债和高收益美元债收益率走势



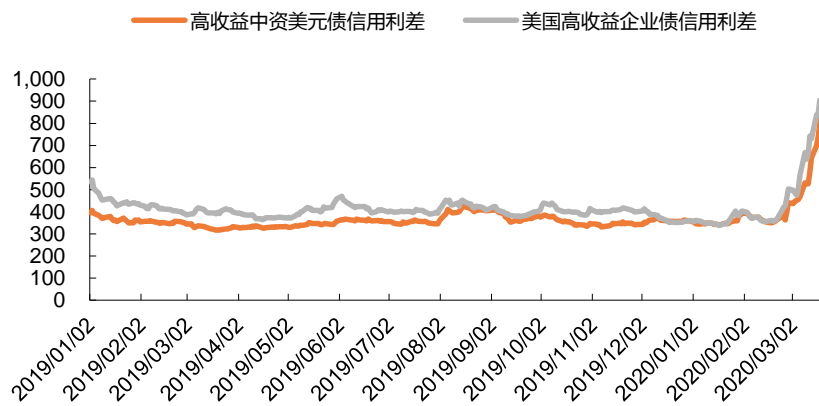
资料来源: BLOOMBERG, 平安证券研究所

图表2 投资级中资美元债主要跟随基准利率波动



资料来源: BLOOMBERG, 平安证券研究所

图表3 高收益级中资美元债主要受风险因素影响, 和美国高收益企业债走势一致

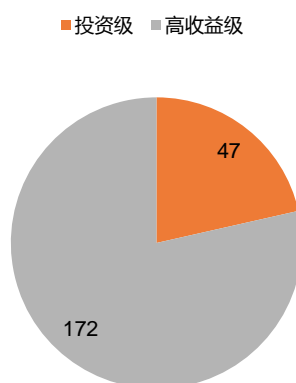


资料来源: BLOOMBERG, wind, 平安证券研究所, 单位: BP

二、地产美元债以高收益债为主，海外避险情绪引发大幅抛售

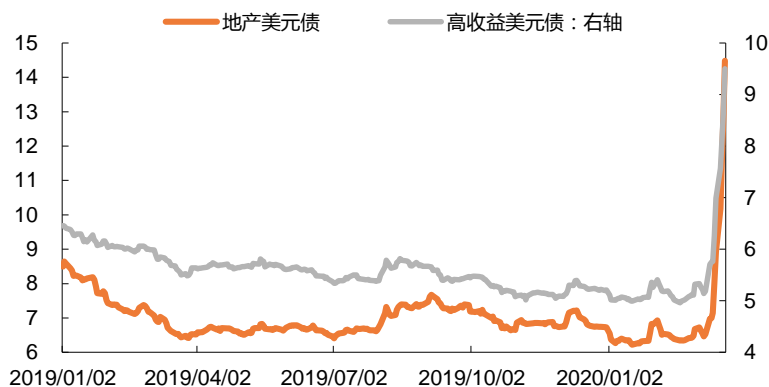
地产美元债以垃圾债为主，近期跟随高收益美元债暴跌，当前地产美元债收益率在 14% 左右。地产美元债存续 460 只，在有彭博综合评级的 219 只地产美元债中，有 174 只为高收益地产美元债。受新冠疫情在海外加速蔓延带来全球避险情绪升温的影响，近期高收益美元债收益率飙升，而地产美元债和高收益美元债相关度较强，跟随高收益美元债暴跌。

图表4 存续有评级地产美元债的评级结构（只数）



资料来源：BLOOMBERG，平安证券研究所

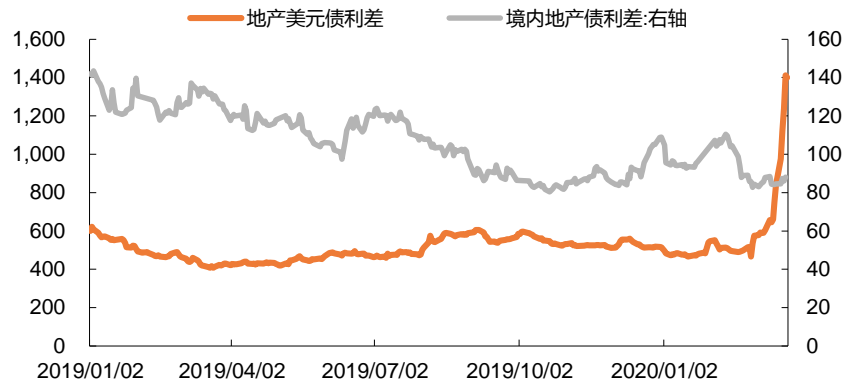
图表5 地产美元债收益率走势和高收益美元债高度相关



资料来源：BLOOMBERG，平安证券研究所

反观境内，在宽松的货币环境带来的“资产荒”的市场行情下，地产债的收益率整体位于历史较低水平，和收益率位于高位的地产美元债有较大价差。截至 2020 年 3 月 19 日，境内地产债的整体信用利差在 88BP。地产美元债相较美国国债信用利差在 1400BP 的历史较高水平。

图表6 地产美元债利差和境内地产债利差走势分化 (BP)



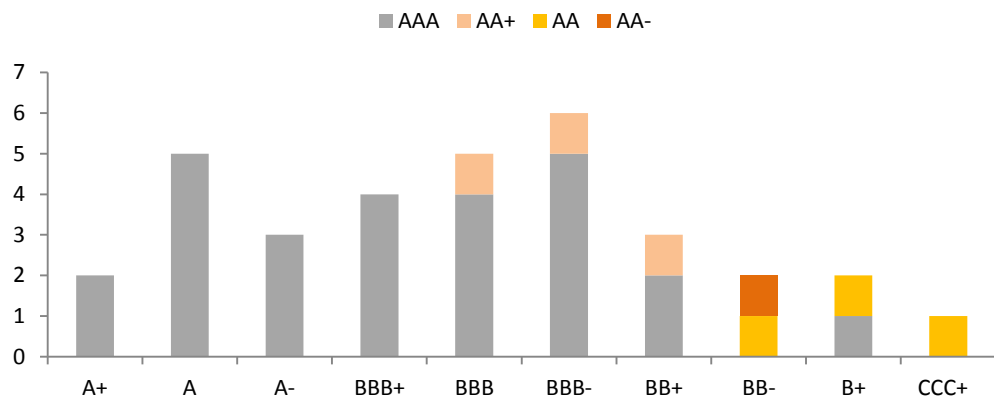
资料来源: BLOOMBERG, wind, 平安证券研究所

三、城投美元债整体性价比不及地产美元债，但仍有部分平台境内外利差较高

3.1 城投美元债信用资质介于投资级和高收益级之间

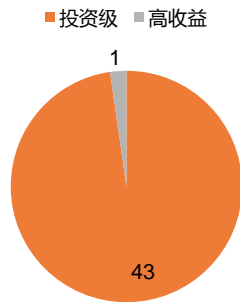
存续有国际评级的城投美元债几乎全部为投资级，但大部分城投美元债无国际评级，其相关主体的境内评级以 AA+ 为主。城投美元债存续 236 只，在有彭博综合评级的 44 只城投美元债中，只有 1 只高收益城投美元债。中资美元债和境内债券的评级采用两套体系，境外一般用标普、惠誉、穆迪评级，BBB-及以上为投资级，发行人的境外评级比境内低 3-6 个小级别，随着信用资质的下沉，两者的差距越大，因此虽然境内评级和境外评级不具有可比性，但一般境内 AAA 可以视作投资级。我们找到相关境内发行主体有存续境内债的城投美元债 100 只，这部分主体 AAA 占比 19%，AA+ 占比 54%，AA 占比 27%，城投美元债的发行人的境内评级以中低等级为主，可见无国际评级的城投美元债信用资质弱于有国际评级的城投美元债。这也很好理解，信用资质较好的平台更有动力去获取国际评级，从而提升自身在国际市场上的认可度。

图表7 中资美元债部分发行主体境内外评级对比 (横坐标为标普评级, 图例为国内评级)



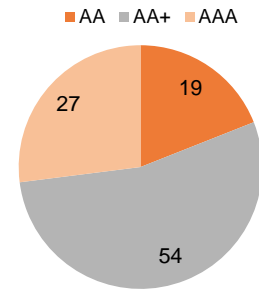
资料来源: Bloomberg, 平安证券固收研究团队

图表8 存续有境外评级城投美元债的评级结构



资料来源：BLOOMBERG，平安证券研究所，单位：只数

图表9 城投美元债相关主体境内债的评级结构



资料来源：BLOOMBERG，wind，平安证券研究所，单位：只数

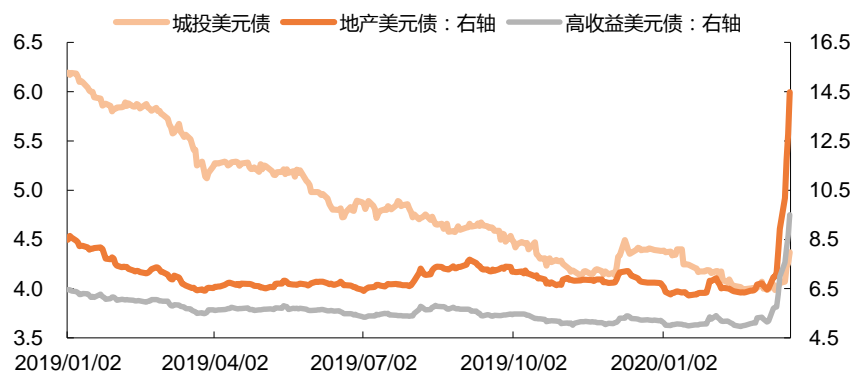
3.2 城投美元债受益于美元债刚兑未破的“信仰加成”，版块价格跌幅较小

接下来我们要回答的问题是，城投美元债是否也有境内地产债这样的“黄金坑”的机会？

对于境内来说，资产荒逻辑不变，城投债收益率被不断压低，当前 AA 及以上各期限城投债收益率在历史 10 分位数以下水平，AA 及以上评级 1Y 城投债收益率甚至在 2012 年以来的历史最低水平，关键在于境外。上文我们讨论过，和高收益级占绝大多数的地产美元债有所不同的是，城投美元债有境外评级的以投资级为主，但没有境外评级的城投美元债中大部分为中低等级，导致城投美元债整体理论上应介于投资级美元债和高收益美元债之间。近期投资级美元债受流动性影响而下跌，高收益美元债受避险情绪抛售而下跌，是否意味着城投美元债的跌幅也介于两者之间？

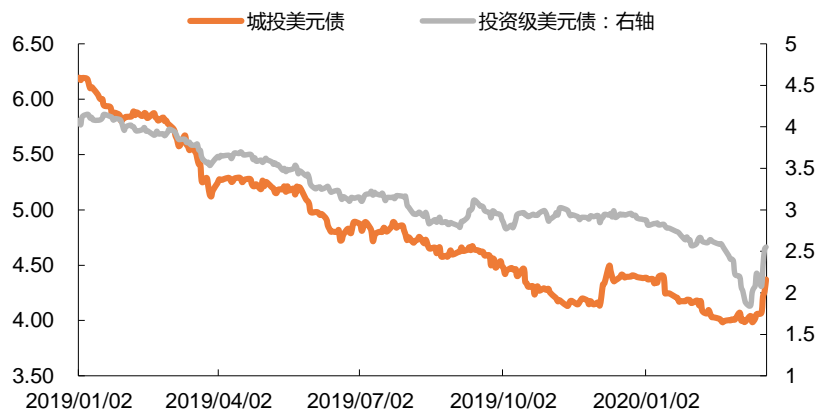
从城投美元债的收益率来看，其整体走势接近投资级美元债。3 月 10 日以来的城投美元债收益率的上行幅度显著低于高收益美元债，略低于投资级美元债。自 3 月 10 日海外流动性危机爆发以来，投资级美元债收益率上行 55BP，同期高收益美元债收益率上行 375BP，而城投美元债收益率仅上行 38BP。

图表10 城投美元债收益率上行幅度不及地产美元债与高收益美元债



资料来源：BLOOMBERG，平安证券研究所

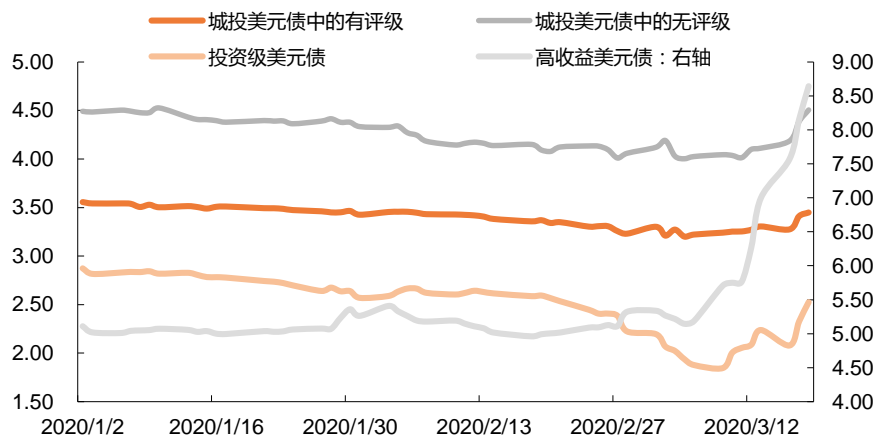
图表11 流动性危机下城投美元债的上行幅度不及投资级美元债



资料来源：BLOOMBERG，wind，平安证券研究所

无论是否有国际评级，城投美元债的走势均更接近投资级美元债，体现了城投的信仰加成。城投美元债的下跌幅度基本接近投资级美元债，和我们单纯根据信用债评级而做出的介于投资级和高收益之间的推断并不一致。为了解释这个问题，我们将城投美元债分成两部分，有境外评级和无境外评级，由于有境外评级的城投美元债以投资级为主，无境外评级的城投美元债理论上以中低等级为主，因此我们拆分城投美元债，来观察有境外评级和无境外评级的城投美元债表现是否分别跟随投资级美元债和高收益美元债而有所分化。我们发现，即使境内评级主要为中低等级的无境外评级城投美元债，其走势也更接近投资级美元债而不是高收益美元债，这可能是由于城投板块整体具有隐性政府信用而带来的“刚兑”属性，迄今为止尚未发生过城投美元债的违约事件，因此即使没有较高的外部评级，城投美元债也具有一定的“信仰”加成，其走势更接近风险较低的投资级美元债。从变化幅度来看，3月10日以来有国际评级的城投美元债收益率上行20BP，无国际评级的城投美元债收益率上行47BP，二者均有一定幅度的下跌，无评级的城投美元债由于整体信用资质较弱，下跌幅度大于有国际评级的城投美元债。

图表12 无论有无国际评级，城投美元债和投资级美元债走势更为接近



资料来源：BLOOMBERG，平安证券研究所

从中资美元债的其他版块来看，在避险情绪和流动性冲击的双重影响下，传统意义上的高等级版块银行和非银收益率下跌幅度相对较小，地产美元债下跌幅度最大，其次是其他产业债。我们首先观察中资美元债的整体跌幅主要由哪个版块贡献，中资美元债可以分为五个主要版块，城投美元债、银行美元债、非银金融美元债、地产美元债和其他产业债。我们分别观察 2020 年 2 月新冠疫情爆发以来以及 2020 年 3 月 10 日流动性危机爆发以来，这几个版块的变化幅度。整体来看地产美元债跌幅最大，其跌幅显著高于高收益美元债跌幅，其次为其他产业债，再次为城投债；银行、其他金融两个板块由于主要为投资级，2020 年 2 月以后整体呈现上涨趋势，2020 年 3 月 10 日后受流动性危机影响开始下跌。

图表13 新冠疫情爆发以来中资美元债各版块收益率变化值 (BP)

	城投	地产	银行	非银金融	其他产业	投资级	高收益
3月10日-3月19日	38	749	39	43	104	55	375
2月3日-3月19日	19	756	-51	-20	65	-4	409

资料来源: BLOOMBERG, 平安证券研究所

综上，对于城投美元债来说，无论有无国际评级，受信仰加成的影响，其走势均更接近投资级美元债，近期受流动性冲击的影响出现了一定幅度的下跌，但较地产美元债比较明显“黄金坑”来说，城投美元债下跌幅度相对较低。在城投美元债内部，无国际评级的平台近期下跌幅度要高于有国际评级的平台，无国际评级的城投平台可能酝酿着投资机会。

3.3 哪些城投平台的美元债还可以挖掘？

哪些城投债当前还有境内外的较高利差而带来的投资机会？本节我们从微观主体出发，筛选了当前存续的城投美元债的买价收益率，和境内相关主体的中债估值收益率做对比。

大部分城投美元债收益率高于相关平台发行的境内债，利差在 1BP-900BP 之间。当前能找到可比境内债的城投美元债有 100 只，涉及 85 个发行人主体，城投美元债与境内城投债的利差中位数在 75BP，其中收益率高于境内债收益率的有 76 只，占比四分之三。在美元债收益率高于相似境内债的 76 只美元债中，美元债和境内债的利差大约在 1BP-900BP 之间，中位数为 114BP。

我们更推荐 1 年以内到期的短期城投美元债，无国际评级的城投美元债更可能存在投资机会。当前长久期信用债性价比一般，当前美国基准利率在历史低位，在较长期的时间轴跨度里有较大的收益率上行风险，因此我们主要关注到期期限在 1 年以内的短期城投债。对于到期期限在 1 年以内的城投债共有 24 只，美元债收益率高于境内债的有 19 只，利差基本在 20BP-900BP 之间，其中超出境内债 200BP 的城投美元债有 10 只。对于这些境内外利差较高的平台，其境内评级绝大多数分布在 AA+，除了兆海投资 BVI 蓬勃综合评级为 BBB 外，其余平台无境外评级。

图表14 剩余期限 1 年以内、境内外利差超过 200BP 的城投美元债

美元债发行人名称	相关主体境内债代码	境外债代码	境内债回售日/到期日	境外债到期日	境内主体评级/彭博综合评级	境外债买价收益率	境内债中债估值	境外-境内利差
瀚瑞海外投资	162535.SH	XS1732658833	2020-11-18	2020/12/28	AA+/-	15.62	6.30	932
山海国际投资	012000355.IB	XS1598849708	2020-06-05	2020/4/20	AA+/-	10.01	2.78	723

香港一联科技	042000006.IB	XS210099239 0	2021-01-08	2021/2/24	AA+/-	11.33	4.14	719
Jingkai 投资	1480094.IB	XS174023921 2	2021-03-03	2020/12/28	AA/-	10.86	4.70	617
华信药业	031900203.IB	XS176532238 0	2021-03-13	2021/3/15	AA+/-	11.98	5.82	617
高路公司	031563046.IB	XS172135056 6	2020-08-31	2020/12/4	AA+/-	8.57	3.47	510
高新集团	101759078.IB	XS173373465 8	2020-12-21	2020/12/20	AA+/-	7.77	2.91	486
兆海投资 BVI	012000265.IB	XS125382444 2	2020-07-20	2020/7/23	AAA/BBB	6.04	2.80	324
经投集团	1480156.IB	XS185010988 2	2021-03-24	2020/12/27	AA+/-	5.98	2.98	300
保龙香港国际	042000059.IB	XS176937394 2	2021-02-26	2021/2/14	AA+/-	5.35	2.75	261

资料来源：BLOOMBERG, wind, 平安证券研究所, 截至 2020 年 3 月 19 日

四、总结和展望

1、近期，投资级美元债和高收益美元债均出现了一定程度的下跌，但二者主导因素不同：投资级美元债跟随美国国债利率，受流动性冲击的影响自 3 月 10 号以来出现下跌，收益率上行幅度 55BP。高收益美元债受新冠疫情扩散带来的避险情绪影响，自 2 月下旬出现下跌，2 月以来其收益率上行幅度 409BP，受避险情绪带来的抛售行为影响的高收益美元债的下跌幅度显著高于受流动性冲击影响的投资级美元债的下行幅度。向后看，高收益美元债走势中期受新冠疫情防控程度影响，短期内全球范围内避险情绪上升的逻辑不会改变，高收益美元债的收益率将维持在较高水平甚至继续抬升；投资级美元债短期受流动性冲击影响、中期将维持在较低水平。

2、海外中美资美元债价格快速下跌，而境内资产荒导致信用利差收窄，这一分化行情带来投资机会，以地产债的“黄金坑”最为显著，而城投美元债受益于信仰加成，其走势更接近投资级美元债，近期下跌幅度较小。地产美元债以高收益债为主，自疫情爆发以来其美元债有较大的下跌幅度，存在较为显著的“黄金坑”。而城投美元债有国际评级的几乎全部为投资级，但无国际评级的主体中低等级占比较大，但无论是否有国际评级，其美元债走势均更接近投资级美元债，体现出目前城投海外债刚兑未破的信仰加成。自 3 月 10 日海外流动性危机显现以后，城投美元债跟随投资级美元债出现了一定幅度的下跌，但较地产美元债比较明显“黄金坑”来说，城投美元债下跌幅度相对较小，无境外评级的城投美元债的下跌幅度要高于有境外评级的城投美元债。

3、仍有部分城投平台境内外有较高的利差，可以适当下沉评级，挖掘一年以内到期的境内外利差较高的城投美元债，尤其是境内评级在 AA+的主体发行的城投美元债。从我们筛选的具体标的来看，仍有部分城投平台美元债收益率高出境内债 200BP 以上，这一部分城投债的境内评级绝大多数分布在 AA+，境外大多无评级。向后看，城投美元债收益率跟随投资级美元债，短期若流动性冲击继续升级仍有一定的上行风险，但受制于美宽松的货币环境和较低的基准利率其上行幅度有限，可以适当下沉评级挖掘 1 年以内到期的、境内外利差较高的城投美元债。

五、附表：同时存在美元债和境内债的城投平台

图表15 剩余期限 1 年以内的城投美元债

美元债发行人名称	相关主体境内债代码	境外债代码	境内债回售日/到期日	境外债到期日	境内主体评级/彭博综合评级	境外债买价收益率	境内债中债估值	境外-境内利差
瀚瑞海外投资	162535.SH	XS1732658833	2020-11-18	2020/12/28	AA+/-	15.62	6.30	932
山海国际投资	012000355.IB	XS1598849708	2020-06-05	2020/4/20	AA+/-	10.01	2.78	723
香港一联科技	042000006.IB	XS2100992390	2021-01-08	2021/2/24	AA+/-	11.33	4.14	719
Jingkai 投资	1480094.IB	XS1740239212	2021-03-03	2020/12/28	AA/-	10.86	4.70	617
华信药业	031900203.IB	XS1765322380	2021-03-13	2021/3/15	AA+/-	11.98	5.82	617
高路公司	031563046.IB	XS1721350566	2020-08-31	2020/12/4	AA+/-	8.57	3.47	510
高新集团	101759078.IB	XS1733734658	2020-12-21	2020/12/20	AA+/-	7.77	2.91	486
兆海投资 BVI	012000265.IB	XS1253824442	2020-07-20	2020/7/23	AAA/BBB	6.04	2.80	324
经投集团	1480156.IB	XS1850109882	2021-03-24	2020/12/27	AA+/-	5.98	2.98	300
保龙香港国际	042000059.IB	XS1769373942	2021-02-26	2021/2/14	AA+/-	5.35	2.75	261
通联资本	041900194.IB	XS1640820160	2020-05-24	2020/7/27	AA+/-	4.55	2.58	197
湖北科技	1680102.IB	XS1761530168	2021-03-17	2021/3/5	AAA/BBB	6.35	4.51	185
嘉城集团	012000457.IB	XS1739317193	2020-11-17	2021/1/3	AA+/BBB-	4.17	2.51	166
城控集团	012000757.IB	XS1733860362	2020-12-05	2020/12/19	AA+/BBB-	3.69	2.57	112
滨海投资	012000014.IB	XS2084154926	2020-09-29	2020/12/2	AA+/-	4.16	3.06	110
中港投资	012000567.IB	XS1747569884	2020-11-23	2021/1/25	AAA/-	3.48	2.61	87
盐城高新	101760052.IB	XS2056937936	2020-08-31	2020/10/13	AA/-	5.61	4.94	66

稠州国际投资	143410.SH	XS171223946 3	2020-11-23	2020/12/5	AA+/BBB-	3.68	3.35	32
湖州城市集团	145843.SH	XS173836147 3	2020-11-17	2020/12/20	AA+/-	4.20	3.97	23
焦作投资	101664006.IB	XS209429675 8	2021-01-26	2021/1/4	AA/-	2.65	3.11	-47
广州地铁	011902818.IB	XS186507673 8	2020-08-25	2020/8/27	AAA/-	1.59	2.33	-74
环太湖国际	101575009.IB	XS158815834 2	2020-07-22	2020/3/30	AA+/-	0.87	2.50	-164
株洲高科	118496.SZ	XS174083410 3	2021-01-29	2020/12/28	AA+/-	2.51	4.97	-246
陆港集团	011902909.IB	XS172866794 7	2020-09-05	2020/12/4	AA/-	2.49	5.59	-310

资料来源: BLOOMBERG, wind, 平安证券研究所, 截至 2020 年 3 月 19 日

图表16 剩余期限 1 年以上的城投美元债

美元债发行人名称	相关主体境内债代码	境外债代码	境内债回售日/到期日	境外债到期日	境内主体评级/彭博综合评级	境外债买价收益率	境内债中债估值	境外-境内利差
凤美国际投资	1680047.IB	XS207603040 7	2023-01-25	2022/11/22	AA/-	11.73	4.13	760
鑫港国际控股	1680003.IB	XS208145916 1	2023-01-19	2022/12/11	AA/-	11.01	3.87	714
宿迁经济开发	101901743.IB	XS203827369 9	2022-12-23	2022/10/24	AA/-	11.53	5.12	641
滨海建投(香港)	101901724.IB	XS205295046 1	2022-12-20	2022/9/25	AA/-	9.14	3.94	520
金胜国际	1480202.IB	XS179862735 9	2021-04-21	2021/3/27	AA+/-	7.77	2.89	488
瀚瑞海外投资	031900260.IB	XS198892491 3	2022-03-26	2022/4/29	AA+/-	11.57	7.10	447
海国鑫泰	101900990.IB	XS201730252 7	2022-07-25	2022/10/8	AAA/-	9.90	5.72	418
溧源国际	102000006.IB	XS206932619 2	2023-01-03	2022/11/12	AA/-	7.58	3.80	378
漳龙集团	1580194.IB	XS204032289 8	2022-08-07	2022/8/26	AA+/-	6.64	3.08	356
宜昌高新	031762004.IB	XS188179339 9	2022-04-07	2021/12/20	AA+/-	7.23	4.34	289

海川国际投资	031652007.IB	XS186438019 8	2021-10-10	2021/11/29	AA+/-	9.20	6.37	282
宜昌高新	031762004.IB	XS197647353 5	2022-04-07	2021/12/20	AA+/-	7.16	4.34	282
安徽省投	155095.SH	XS189165935 8	2021-12-17	2021/10/18	AAA/A-	5.46	2.97	249
经开国投	031770001.IB	XS189660731 1	2022-03-15	2022/2/12	AA/-	6.96	4.53	243
空港兴城	101901288.IB	XS202566430 6	2022-09-20	2022/7/18	AA+/-	5.77	3.64	212
郑州城建	101759057.IB	XS206713348 3	2022-09-06	2022/11/14	AA+/-	5.27	3.27	200
曲江文控	101901718.IB	XS205135219 8	2022-12-18	2022/9/25	AA+/-	6.11	4.23	188
城发集团	031800340.IB	XS183704796 5	2021-05-29	2021/6/14	AA+/-	5.76	3.96	180
合川城投	162331.SH	XS201790310 0	2022-10-30	2022/7/18	AA+/-	6.53	5.02	151
九龙江集团	163028.SH	XS204267731 5	2022-12-09	2022/9/10	AA+/-	5.20	3.80	140
曲江文控	101901718.IB	XS211346337 1	2022-12-18	2023/3/4	AA+/-	5.50	4.23	127
稠州国际投资	163117.SH	XS211432730 2	2025-01-14	2025/2/18	AA+/BBB-	5.11	3.85	127
博新源国际	032000061.IB	XS205174753 8	2023-01-20	2022/10/28	AA+/-	5.49	4.31	119
潍坊城投集团	150814.SH	XS186018575 7	2021-10-29	2021/10/23	AA+/-	5.61	4.45	116
扬州经开	151532.SH	XS201294177 4	2022-05-08	2022/6/27	AA+/-	5.96	4.81	115
上虞国资	162477.SH	XS208150383 6	2022-11-13	2022/12/4	AA+/-	5.43	4.35	108
环太湖投资	102000160.IB	XS209237296 5	2023-02-24	2023/3/17	AA+/-	4.66	3.67	99
国投集团	031900691.IB	XS202190405 2	2022-09-19	2022/7/9	AA+/-	4.71	3.74	96
长发国际	101801004.IB	XS190214052 1	2021-09-03	2021/11/8	AAA/-	3.98	3.06	92
成都兴城	101662077.IB	XS152310935 0	2021-10-27	2021/11/29	AAA/-	3.83	2.93	89
漳州交运	151434.SH	XS190568288 3	2022-05-09	2022/6/26	AA+/-	5.70	4.82	88

武汉地产集团	101656027.IB	XS183001876 5	2021-07-22	2021/8/9	AAA/-	3.70	2.85	85
绵投集团	031900799.IB	XS206929766 6	2022-10-29	2022/10/30	AA+/-	5.69	4.87	81
长发国际	162401.SH	XS204903565 7	2022-10-30	2022/9/12	AAA/-	5.01	4.21	80
成都高投	143871.SH	XS190131866 4	2021-10-22	2021/11/14	AAA/-	3.75	3.05	70
兆滨投资(BVI)	031768004.IB	XS181968222 7	2022-09-14	2022/9/18	AAA/BBB	5.30	4.69	61
嵊州投控	032000059.IB	XS205112138 7	2023-01-20	2023/1/15	AA+/-	5.73	5.16	57
经投集团	031900740.IB	XS204664765 2	2022-09-26	2022/9/18	AA+/-	5.75	5.20	56
华发 2019 I	101900579.IB	XS201958695 2	2024-04-23	2024/7/3	AAA/-	4.02	3.47	55
南岸城建	155669.SH	XS199469797 4	2024-09-02	2024/6/4	AA+/BBB	4.44	3.91	53
碧海有限公司	101900650.IB	XS188073484 0	2022-04-29	2022/3/5	AAA/-	4.23	3.79	44
先导控股	151988.SH	XS210215115 1	2022-08-22	2022/11/14	AAA/-	4.68	4.28	40
舟山海城	151230.SH	XS190847357 9	2022-03-08	2021/12/18	AA+/-	4.92	4.57	36
稠州国际投资	101900741.IB	XS183103814 3	2022-05-29	2022/5/30	AA+/BBB-	3.55	3.21	34
先导控股	151988.SH	XS207550906 2	2022-08-22	2022/11/14	AAA/-	4.62	4.28	34
济高控股	150773.SH	XS191628608 8	2021-11-01	2021/12/13	AA+/-	4.41	4.08	32
淮安水利	031900278.IB	XS197256885 8	2022-03-28	2022/4/24	AA+/-	4.32	4.03	29
济高控股	151922.SH	XS205238662 5	2022-08-08	2022/10/9	AA+/-	4.45	4.21	24
镇江交通产业	162982.SH	XS207277720 9	2023-01-22	2022/11/28	AA/-	6.99	6.76	23
如皋经开	032000183.IB	XS209926903 2	2023-03-13	2023/1/22	AA+/-	6.01	5.78	22
经开国投	031900510.IB	XS203961596 3	2022-06-19	2022/9/3	AA/-	4.80	4.60	19
宿州城投	031900535.IB	XS204781176 0	2022-06-27	2022/9/5	AA/-	4.49	4.31	18

广西交投	101556061.IB	XS205061363 2	2022-12-23	2022/9/17	AAA/BBB	3.45	3.32	13
诸暨发展	031900090.IB	XS191627121 3	2022-01-25	2021/12/11	AA+/-	3.89	3.77	12
Xi Yang 海外	1980230.IB	XS199706969 2	2024-08-12	2024/6/5	AAA/-	3.52	3.51	1
国发海外投资	032000210.IB	XS204947180 3	2023-03-13	2022/12/10	AA/-	7.29	7.28	1
江西水投	162822.SH	XS206931868 6	2022-12-23	2022/12/5	AAA/BBB-	4.31	4.47	-16
南岸城建	101674008.IB	XS144217756 1	2021-08-01	2021/7/19	AA+/BBB	3.91	4.09	-18
彩云国际投资	101900594.IB	XS190108678 2	2022-04-24	2022/4/8	AAA/-	6.10	6.29	-19
成都交投	031659028.IB	XS191588223 4	2021-09-29	2021/12/20	AAA/-	3.31	3.51	-20
水发国际控股	162929.SH	XS204988617 4	2023-01-10	2022/9/17	AAA/-	4.24	4.46	-22
Lingang Wings	101801060.IB	XS187346762 2	2021-09-12	2021/9/5	AAA/BBB+	3.13	3.36	-23
株洲城发集团	114183.SZ	XS198914398 4	2022-06-29	2022/5/24	AA+/-	3.85	4.15	-30
北京首创 Polaris	1980386.IB	XS212780952 8	2022-12-17	2023/3/18	AAA/-	3.13	3.47	-34
国际物流枢纽	031800799.IB	XS144006747 5	2021-12-25	2021/9/6	AA+/-	4.24	4.61	-37
扬子国投	162902.SH	XS171785472 0	2023-01-10	2022/12/5	AAA/BBB+	3.52	3.95	-42
泾河新城	127072.SH	XS192004845 8	2022-01-05	2021/12/21	AA/-	4.08	4.67	-58
北京首创 Polaris	1680254.IB	XS179257165 2	2021-05-31	2021/3/26	AAA/BBB-	2.33	3.05	-72
国际物流枢纽	162562.SH	XS205059423 8	2024-11-22	2024/9/26	AA+/-	4.55	5.27	-72
淮北建投	031900168.IB	XS198084433 3	2022-03-01	2022/4/23	AA+/-	3.76	5.21	-145
淮北建投	031679003.IB	XS191623835 2	2022-02-19	2021/12/10	AA+/-	3.52	5.20	-169
武汉地铁	031900911.IB	XS205245391 2	2024-12-17	2024/9/24	AAA/-	2.13	3.93	-180
万盛开投公司	1480364.IB	XS187546915 4	2021-08-25	2021/9/12	AA/-	3.34	5.51	-217

江夏农业	101901146.IB	XS203837658 3	2022-08-27	2022/7/21	AA/-	3.11	5.31	-219
江夏农业	101901146.IB	XS209188350 9	2022-08-27	2022/11/12	AA/-	3.04	5.31	-227
宝鸡城投	031800662.IB	XS191982355 6	2021-11-16	2021/12/19	AA/-	2.32	5.73	-341

资料来源：BLOOMBERG, wind, 平安证券研究所, 截至2020年3月19日

六、风险提示

- 1、疫情可能会带来违约风险上升，谨防弱地区、弱平台的违约风险；
- 2、全球金融市场波动风险仍然较大，倘若债券收益率上行，长久期债券面临较大的资本利得损失；
- 3、若海外疫情防控得力，经济恢复超出预期，美元债收益率面临较大上行风险。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033