

作者：徐 骥  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 火电债券开局良好，收益率下行

### ——2019年1月火电行业债券市场运行情况

#### 摘要

一级市场方面，1月火电行业债券发行只数较多，创下近5年新高，发行金额和去年同期基本持平。发行利率延续18年年末走势，超短融发行利率中枢维持在3%左右。1月火电到期债券均顺利完成兑付。

二级市场方面，火电债券成交良好，超过半数债券均有交易达成，部分债券成交量超过债券余额。高等级债券收益率继续下行，近端收益率较远端下行幅度更大，导致收益率曲线变陡。

1月，火电行业债券没有出现违约事件，发行主体也没有信用级别迁移调整，火电行业发行人整体信用状况保持稳定。

2月，火电行业债券到期金额较小，加之春节假期影响，预计新发行量较上月或有所缩减，短期限收益率可能进一步下行。

#### 相关研究报告：

《2018年火电行业债券发行情况及利率利差走势分析》，2019.01.28

2019年1月，火电行业<sup>1</sup>债券一级市场运行良好，发行数量创下近年来新高，发行金额和去年同期基本持平，发行利率延续上月走势，到期债券全部按时完成兑付。二级市场上，火电债券交易较为活跃，高等级债券的收益率曲线较18年年底有小幅下移。

## 一、一级市场运行情况

1月火电行业新发行债券302亿元，到期债券302亿元，发行利率延续2018年下半年的走势。

### （一）发行概况

2019年1月，火电行业企业共发行债券17只，比去年同期增加8只，发行金额302亿元，和去年同期303亿元的规模基本持平。如将2018年1月浙能集团发行的79亿元可交换债排除，则2019年1月火电行业新发行债券金额较去年同期也有较大幅度增长。

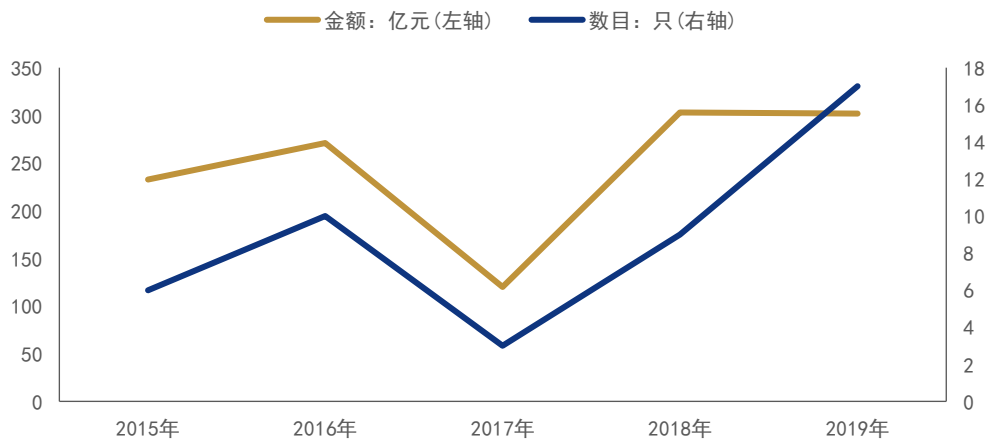


图1：近5年1月份火电债券发行数量和金额（2015-2019年）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从债券分类来看，1月火电行业发行的17只债券中，超短期融资券为13只，发行金额为252亿元；中期票据和公司债各为2只，发行金额合计为50亿元。从券种分布上来看，超短融仍然是火电行业企业偏好的债券种类。

<sup>1</sup> 火电行业发债主体样本见文末附件。

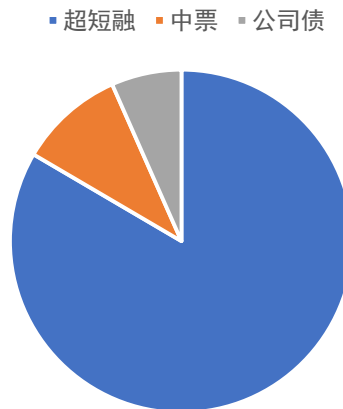


图2：2019年1月火电行业发行债券分类：按发行金额

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

1月发行债券的火电企业共8家，其中，国家电力投资集团有限公司（国电投）共计发行债券7只，发行金额共计134亿元，为1月火电行业发债之王。

从信用等级角度来看，1月债券发行主体评级均为AAA；除了没有债项评级的超短融之外，其他4只新发行债券的债项评级也均为AAA。

## （二）发行利率

由于1月火电行业新发行债券多为超短融，且主体评级均为AAA，我们以AAA级的超短融债券作为样本来观察火电行业债券发行利率走势。

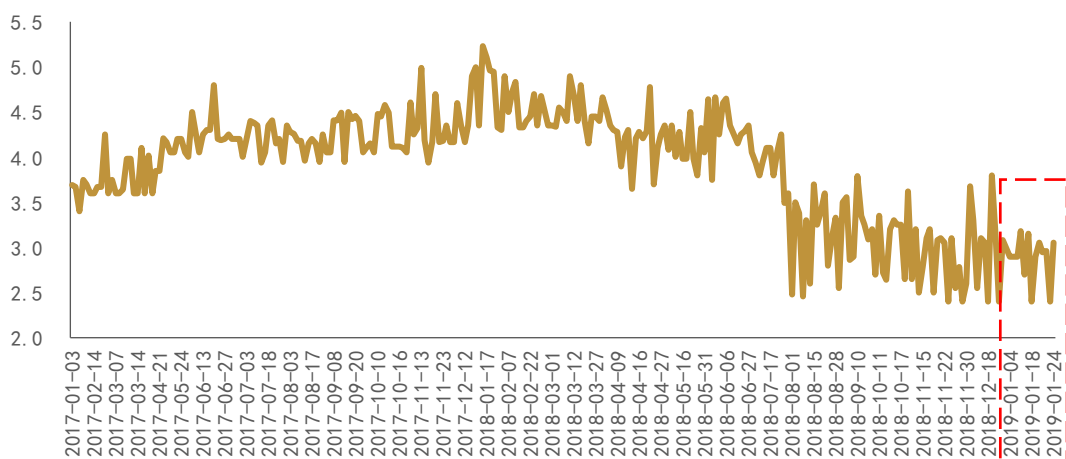


图3：火电行业AAA级超短期融资券发行利率走势（2017.01.01-2019.01.31，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

上图显示，2019年1月，火电行业债券（AAA级超短融）发行利率延续了2018年下半年的走势，中枢仍然位于3%的水平。具体来看，央企方面，发债较多的国电投共发行5只超短融，发行利率位于2.70-2.90%的区间，发

行期限为 63 至 158 天不等；中国华电集团有限公司（华电集团）共发行 3 只超短融，其中期限 30 天的两只超短融的发行利率仅为 2.40%。规模较小实力较弱的地方国企的发行利率要比同为 AAA 级的央企高出 20BP 左右。比如，深圳能源集团股份有限公司发行的两只同为 120 天的超短融票面利率均为 3.15%，比国电投 122 天的超短融高出 25BP。

### （三）债券到期情况

1 月，火电行业共有 9 家发行主体的 14 只债券到期，到期金额合计 302 亿元。其中，国电投的到期债券规模较大，共计 109 亿元。1 月到期债券已全部顺利完成兑付。

截至 1 月 31 日，火电行业存量债券共计 318 只，债券余额合计 6287.70 亿元。

## 二、二级市场运行情况

1 月火电债券交易情况良好，发生交易的存量债券比例过半，其中 13 只债券月成交量超过其债券余额的 100%。高等级火电债券的收益率曲线继续下行，短期限的收益率下行较大，造成收益率曲线变陡峭。

### （一）月度成交情况

1 月存续的火电债券共计 332 只（含新发行和 1 月到期债券），其中 181 只债券有成交，占比为 54.5%。1 月份，火电债券成交总量为 1125.78 亿元，占月末存量债券余额的比重为 17.9%。月成交量最高的债券为“18 大唐发电 SCP006”，其在 1 月的总成交量为 87.30 亿元，是该债券余额的 2.91 倍。

表 1：1 月火电行业前 10 大成交券

证券代码	债券简称	到期日期	债券余额：亿元	月成交量：亿元
011801696.IB	18 大唐发电 SCP006	2019-05-23	30.00	87.30
011900031.IB	19 中电投 SCP001	2019-06-14	23.00	52.20
101751007.IB	17 粤发电 MTN001	2022-04-24	15.00	47.40
011802240.IB	18 华能集 SCP009	2019-05-18	20.00	43.00
011800894.IB	18 华电股 SCP003	2019-01-28	40.00	42.10
011802573.IB	18 华电 SCP020	2019-01-28	20.00	37.00
011801562.IB	18 国电 SCP007	2019-05-14	20.00	32.00
011900054.IB	19 中电投 SCP003	2019-04-26	24.00	28.10
011900066.IB	19 浙能源 SCP001	2019-08-09	20.00	26.30
101801568.IB	18 大唐集 MTN003	2021-12-27	70.00	25.60

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

### （二）收益率曲线变动

由于火电行业债券信用等级较高<sup>2</sup>，大多为 AAA，因此我们以 AAA 级的债券为样本来绘制收益率曲线。此外，考虑到数据的可得性和可比性，我们剔除了含权债券、定向工具和 ABS 等券种。

按照上述筛选标准，我们收集了 1 月 31 日市场对 168 只 AAA 级火电债券的估值，并将其按照剩余期限进行排列，绘制出了 1 月 31 日的火电行业 AAA 级债券收益率散点图。

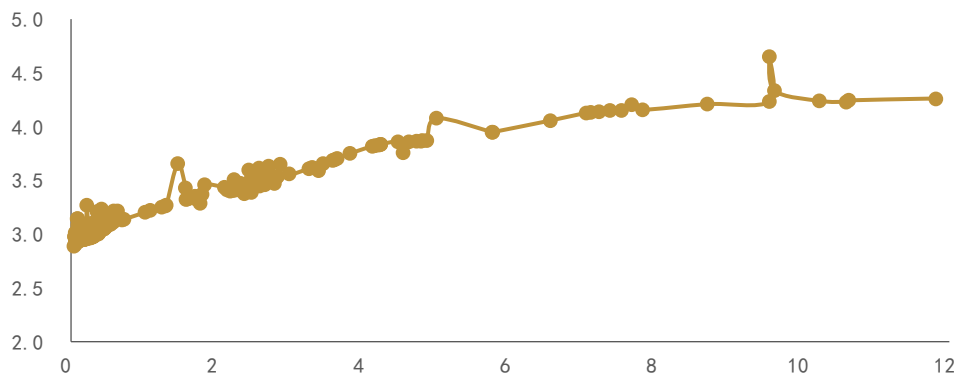


图 4：火电行业 AAA 级债券到期收益率散点图（2019 年 1 月 31 日）

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为到期收益率，单位：%。资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

同时，按照上述筛选标准，我们也对 2018 年 12 月 31 日火电行业 AAA 级债券的到期收益率进行了收集和整理，绘制出了收益率散点图，并将两个散点图进行合并，以观察收益率曲线的变动情况。

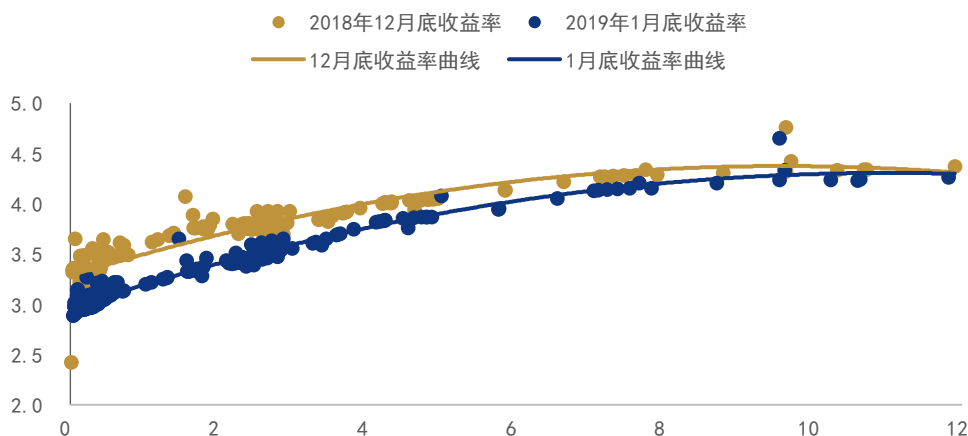


图 5：火电行业 AAA 级债券到期收益率散点图（12 月 31 日和 1 月 31 日）

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为到期收益率，单位：%。资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

上图显示，2019 年 1 月 31 日的火电行业 AAA 级各期限的收益率较 2018 年 12 月 31 日都有所下跌。从期限结构来看，近端的收益率下降幅度较大，远端的收益率下降幅度较小，收益率曲线变得更为陡峭。近端收益率下降幅度较大可能是因为投资者更加偏好中短久期信用债，并且短期限高等级信用债更易受到节前货币市场利率影响，

<sup>2</sup> 由于超短期融资券没有债项评级，我们以主体评级代替债项评级。

我们再将1月31日的火电行业AAA级债券收益率和国债收益率散点图进行比较。下图显示，由于1月火电高等级债券的近端收益率下降幅度更大，导致短期限的信用利差比长期限的信用利差要窄。具体来看，近端的信用利差在80BP左右，而远端的信用利差在110BP左右。

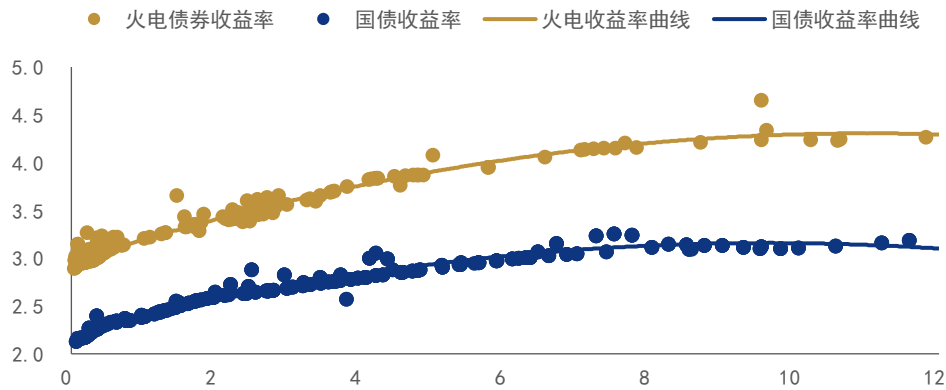


图6：火电行业AAA级债券和国债到期收益率散点图（2019年1月31日）

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为到期收益率，单位：%。资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 三、关注事项

2019年1月，火电行业债券市场未出现违约事件，发行主体也未出现信用级别迁移调整，行业整体信用情况保持稳定。

### 四、下月展望

从火电行业存量债券到期分布来看，2月到期债券余额为237亿元，较上月有所减少；未来12个月中，4月和5月的偿债压力偏大，发债企业需提前做好偿债安排。受春节假期影响，预计2月火电行业新发行债券规模较1月将有所下降。

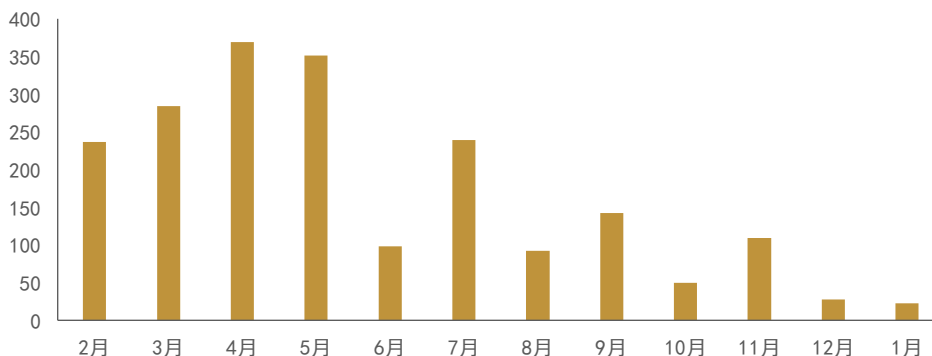


图7：未来12个月火电行业存量债券到期分布（2019年2月至2020年1月；单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

由于春节休假，2月火电行业债券的成交量也将有所缩减。节后资金面较为宽松，2月中下旬，火电高等级债券的收益率有望继续小幅下行，短期限信用利差可能进一步缩窄，投资者可关注不同期限利差变化。

**附：火电行业发债主体样本**

发行人	2019年1月 发债金额（亿元）
安徽省能源集团有限公司	10.00
北方联合电力有限责任公司	0
北京京能电力股份有限公司	0
大唐国际发电股份有限公司	0
大唐黑龙江发电有限公司	0
登封电厂集团有限公司	0
格盟国际能源有限公司	0
广东宝丽华新能源股份有限公司	0
广东电力发展股份有限公司	0
广东惠州平海发电厂有限公司	0
广东省粤电集团有限公司	0
广州发展电力集团有限公司	0
广州恒运企业集团股份有限公司	0
国电电力发展股份有限公司	20
国家电力投资集团有限公司	134.00
国家电投集团东北电力有限公司	0
国家能源集团江苏电力有限公司	0
华晨电力股份公司	0
华电国际电力股份有限公司	35.00
华能国际电力股份有限公司	0
华润电力投资有限公司	0
吉林电力股份有限公司	0
内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	0
内蒙古能源发电投资集团有限公司	0
山西国际能源集团有限公司	0
上海电力股份有限公司	23.00
深圳能源集团股份有限公司	20.00
新疆天富能源股份有限公司	0
浙江省能源集团有限公司	20.00
中国大唐集团有限公司	0
中国电力国际发展有限公司	0
中国国电集团有限公司	0
中国华电集团有限公司	40.00
中国华能集团有限公司	0



### 【作者简介】

徐 骥，纽约大学理工学院数学硕士，研究部研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-53945367 010-53945366

#### 上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室  
电话：021-61428088 021-61428115

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。