

# 中债信用债估值月度说明

2017 年 2 月

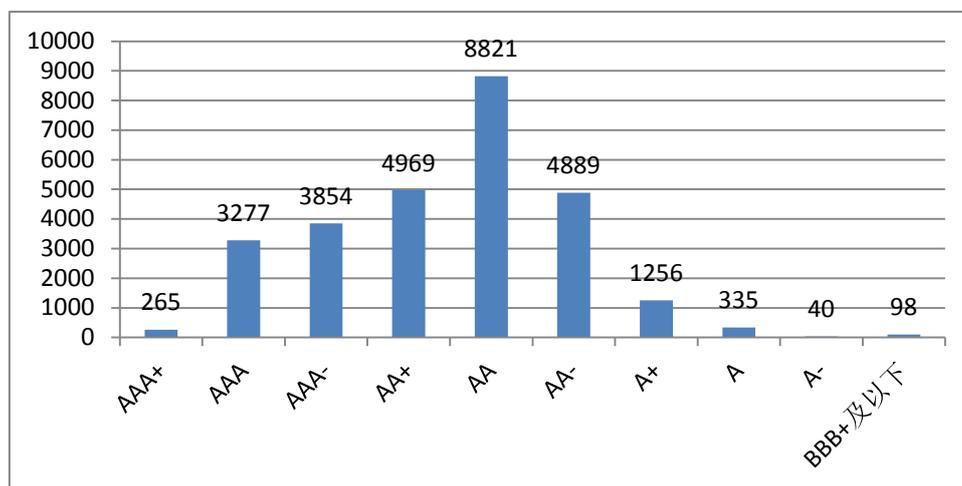
# 目 录

一、概要 .....	3
二、新发行相关债券 .....	4
三、跟踪评级相关债券 .....	8
四、重大信用事件相关债券 .....	9
五、估值用户意见及反馈 .....	10
六、联系方式 .....	11

## 一、概要

2017年2月末，中债市场隐含评级<sup>1</sup>与评级公司评级一致<sup>2</sup>的债券共15419只，占比57%；中债市场隐含评级低于评级公司评级的债券共11634只，占比43%。此外，为751只评级公司既未提供主体评级也未提供债项评级的债券提供中债市场隐含评级。中债市场隐含评级整体呈正态分布，AA级债券只数最多，占比32%。

表1 2017年2月末中债市场隐含评级分布



2017年2月，中债市场隐含评级变动的债券共69只，约占可比中债信用债估值只数的0.30%。其中，上调债券37只，占比0.16%，涉及发行主体17家，多为建筑业；下调债券32只，占比0.14%，涉及发行主体13家，主要集中在制造业。

表2 2017年2月中债市场隐含评级转移矩阵

		2017年1月底中债市场隐含评级															
		AAA+	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BB	B	CCC	CC	C
2017年2月底中债市场隐含评级	AAA+	264	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	AAA	0	3206	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	AAA-	0	0	3329	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	AA+	0	0	0	3121	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	AA	0	0	0	8	8024	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	AA-	0	0	0	0	17	3909	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	A+	0	0	0	0	0	0	708	7	0	0	0	0	0	0	0	0
	A	0	0	0	0	0	0	4	231	1	3	0	0	0	0	0	0
	A-	0	0	0	0	0	0	0	0	27	0	0	0	0	0	0	0
	BBB+	0	0	0	0	0	0	0	0	1	10	0	0	0	0	0	0
	BBB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	9	0	0	0	0	0
	BB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6	0	0	0	0
	B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	4	0	0	0
	CCC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	0	0
	CC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0
	C	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	58

注：对角线为中债市场隐含评级维持、右上三角为中债市场隐含评级上调、左下三角为中债市场隐含评级下调。

<sup>1</sup>本说明中“中债市场隐含评级”指中债市场隐含评级-债券债项评级，中债市场隐含评级-债券债项评级是中债估值中心综合市场价格信号、发行主体公开信息等因素得出的动态反映市场投资者对债券的信用评价。

<sup>2</sup>根据《中国人民银行信用评级管理指导意见》中对于评级符号含义的规定，采用宽口径统计对比。评级机构评级选取其最新债项评级，短期融资券（A-1等债项评级无法直接对比）、超短期融资券（无债项评级）、同业存单（无债项评级）则采用主体评级进行比较，上述三类债券若有第三方机构提供全额不可撤销连带责任担保则采用担保机构评级对比。

中债信用债估值月度说明中分析的相关债券主要为市场争议较大的债券,2017年2月期月度说明共涉及个券约3200只,占中债信用债估值只数的11.51%。其中新发行相关债券160只,跟踪评级相关债券22只,重大信用事件相关债券18只,估值用户意见反馈含投资人回售权和发行人调整票面利率选择权的付息式固定利率债券的新估值方法问题,涉及债券约3000只。欢迎广大中债估值用户就此与我们深入交流(联系方式详见正文最后部分)。

## 二、新发行相关债券

2017年2月新发行的信用债中,选取中债市场隐含评级与评级公司评级差异较大的债券给予说明,具体如下:

**1) 17 陕煤化 SCP002 (011755010):** 发行人陕西煤业化工集团有限责任公司为地方国有企业,主营业务为煤炭开采销售、煤炭加工利用、钢铁及化工产品生产销售等。由于煤炭行业整体景气度仍偏低,公司盈利能力较弱,尽管2016年半年报净利润已转为正,但利润额仍较小。而且公司债务规模上升较快,债务负担较重,经营性净现金流较弱,面临一定短期支付压力。评级机构给予主体评级AAA,评级展望稳定。

新券17陕煤化SCP002为9个月期超短融,票面利率4.6%,发行及上市首日多笔成交均属AA-水平。存量券16陕煤化SCP012、16陕煤化SCP011、16陕煤化SCP010、13陕煤化MTN002等券的成交或报价亦支持AA-水平。

综合行业景气度、企业经营与财务状况、一级市场发行、二级市场成交报价情况,新券17陕煤化SCP002及无增信的存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级AA-,06陕煤债由中国工商银行股份有限公司担保,中债市场隐含评级-债券债项评级AAA,待观察。

**2) 17 晋能 SCP001 (011759008):** 发行人晋能集团有限公司为地方国有企业,主营业务为煤炭生产、运销以及电力生产销售等。2015年以来,受煤炭行业产能过剩,需求持续低迷影响,公司煤炭生产及贸易收入持续大幅下滑,净利润已出现亏损。评级机构给予主体评级AAA,评级展望稳定。

新券17晋能SCP001为9个月期超短融,票面利率4.71%,发行及上市首日多笔成交均属AA-水平。16晋能MTN002、16晋能MTN001、15晋能MTN002、15晋能MTN001、16晋能SCP008、16晋能SCP007等券的成交和报价均支持AA水平。

综合行业景气度、企业经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况,新券17晋能SCP001及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级AA-,待观察。

**3) 17 西王 SCP001 (011772004):** 发行人西王集团有限公司是山东省一家民营企业,主营玉米深加工及钢铁加工两大板块业务。公司钢铁业务受行业景气度影响,压力较大。2015年公司盈利有所下滑,短期债务占比较高,流动、速动比率较低。评级机构给予主体评级AA+,评级展望稳定。

新券17西王SCP001是9个月期超短融,票面利率6.00%,发行及上市首日成交均属AA-水平。存量债14西王MTN001、15西王MTN002、16西王CP003、15

西王 01、16 西王 03 等有报价成交，亦支持 AA-水平。

综合行业景气度、企业性质、经营与财务情况、一级市场发行及二级市场报价成交水平，新券 17 西王 SCP001 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA-，待观察。

**4) 17 万达 SCP002 (011752008):** 发行人万达集团股份有限公司为民营企业，主营业务为石化、轮胎、电缆、化工及电子五大板块。虽然近年保持了较强的盈利能力和研发能力，但公司对流动资金需求旺盛，短期债务压力较大。此外大股东借款规模较高、对外担保及受限资产规模较大等因素也对公司偿债能力产生一定的影响。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 17 万达 SCP002 为 9 个月期超短期融资券，票面利率为 4.99%，发行及上市首日成交均属 AA-水平，15 万达 MTN004、15 万达 MTN003、15 万达 MTN002、15 万达 MTN001、16 万达 CP004、17 万达 SCP001、16 万达 CP003 均有较丰富成交或报价支持 AA-水平。

综合行业景气度、企业性质、经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 17 万达 SCP002 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA-，待观察。

**5) 17 永泰能源 CP001 (041786001):** 发行人永泰能源股份有限公司为民营企业，主营业务为煤炭采选与贸易。近年来，公司大规模投资建设导致的资金压力、煤炭行业景气度恶化等因素给公司生产经营带来负面影响，煤炭业务收入下降明显。此外公司债务规模大，整体债务水平偏高，债务负担较重，存在一定资金周转压力。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 17 永泰能源 CP001 为 1 年期短期融资券，票面利率 5.5%，发行及上市首日成交均属 AA-水平，15 永泰能源 MTN002、15 永泰能源 MTN001、16 永泰能源 CP006、16 永泰能源 CP005、16 永泰能源 CP003、16 永泰能源 CP002、16 永泰能源 CP001、16 永泰 03、16 永泰 02、16 永泰 01、13 永泰债、12 永泰 02、12 永泰 01 均有较丰富成交或报价支持 AA-水平。

综合行业景气度、企业性质、经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 17 永泰能源 CP001 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA-，待观察。

**6) 17 中建材 SCP002 (011755008):** 发行人中国建材股份有限公司为中央国有企业，主营水泥产品、轻质建材、玻璃纤维和复合材料及工程服务。公司营业收入受水泥板块下游需求增速放缓及产品价格下跌影响，出现明显下滑，净资产收益率持续下跌。公司有息债务持续增长，资产负债率较高，流动比率和速动比率处于较低水平，面临一定短期偿付压力。评级机构给予主体评级 AAA，评级展望稳定。

新券 17 中建材 SCP002 为 255 天超短期融资券，票面利率为 4%，发行及上市首日成交均属 AA 水平，15 中建材 MTN001、14 中建材 MTN001、16 中建材 MTN003、16 中建材 MTN002、16 中建材 MTN001、15 中建材 MTN002、14 中建材 MTN002、17 中建材 SCP001、16 中建材 SCP009、16 中建材 SCP008、16 中建材 SCP007、16 中建材 SCP005、16 中建材 SCP006、16 中材 01、16 中材 02 均有较丰富成交或报价支持 AA 水平。

综合行业景气度、企业经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 17 中建材 SCP002 及无增信的存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA，07 中建材债由交通银行股份有限公司提供担保，中债市场隐含评级-债券债项评级 AAA，待观察。

**7) 17 本溪钢铁 SCP002 (011754020):** 发行人本溪钢铁(集团)有限责任公司为辽宁省地方国有企业，主营冷热轧钢、镀锌产品及特钢产品，兼营钢贸、建筑安装及机械制造等。发行人受钢铁行业低迷影响较为严重，产品价格及收入规模持续下跌，2015 年产生较大幅度亏损，截止至 2016 年第三季度并无好转。公司短期刚性兑付需求较大，但目前经营性现金流持续为负，且公司资产负债率较高，再融资能力较差，公司偿付能力面临一定挑战。评级机构给予主体评级 AA+，评级展望稳定。

新券 17 本溪钢铁 SCP002 为 9 个月期超短期融资券，票面利率为 5.00%，发行及上市首日成交均属 AA-水平，14 本钢 MTN001、12 本钢 MTN1 均有较丰富成交或报价支持 AA-水平。

综合行业景气度、企业经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 17 本溪钢铁 SCP002 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA-，待观察。

**8) 17 中煤矿山 SCP001 (011785001):** 发行人中煤矿山建设集团有限责任公司为安徽省地方国有企业，主营矿山建筑工程施工及市政、铁路等基础设施工程施工。公司受煤炭行业低迷，行业固定资产投资下降影响，营业收入及利润受到一定影响。同时，观察到公司应收账款及其他应收款在资产中占比较高，资产质量较为一般；公司资产负债率较高，其中有息债务占比较大且逐年增加，偿付压力较大。评级机构给予主体评级 AA，评级展望稳定。

新券 17 中煤矿山 SCP001 为 9 个月期超短期融资券，票面利率为 6.60%，发行及上市首日成交均属 A+水平，11 中煤矿建债、17 中煤矿山 SCP001、12 中煤矿 MTN1 均有较丰富成交或报价支持 A+水平。

综合行业景气度、企业经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 17 中煤矿山 SCP001 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 A+，待观察。

**9) 17 悦达 SCP001 (011761010):** 江苏悦达集团有限公司为江苏盐城地方国有企业。公司产业布局较为多元，主营商业零售、物流等服务业，兼营矿产开采、工业制造、基础设施投资等业务。公司受宏观经济形势下滑、超市行业竞争加剧、有色行业不景气等因素影响，自 2015 年起出现持续经营性亏损，公司利润对投资收益依赖较强。公司资产负债率较高，且短期负债占比较大，EBITAD 利息倍数下滑较为严重，2015 年已无法覆盖利息支出，公司面临一定偿付压力。不同评级机构给予不同主体评级，分别为 AA+和 AA，评级展望均为稳定。

新券 17 悦达 SCP001 为 6 个月期超短期融资券，票面利率为 4.95%，发行及上市首日成交均属 AA 水平，16 悦达 MTN001、15 悦达 MTN002、15 悦达 MTN001、17 悦达 SCP001 均有较丰富成交或报价支持 AA 水平。

综合行业景气度、企业经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 17 悦达 SCP001 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA，

待观察。

**10) 17 庞大汽贸 SCP002 (01175801417):** 发行人庞大汽贸集团股份有限公司为民营企业, 主营业务为汽车经销与售后服务。近年来, 国内汽车市场增速明显下降, 公司库存压力较大。受汽车销量减少及新车销售价格下降影响, 公司营业收入和营业利润显著减少, 主营业务盈利能力下降。公司资产负债率较高, 且有息债务以短期债务为主, 面临一定短期偿债压力。评级机构给予主体评级为 AA, 评级展望稳定。

新券 17 庞大汽贸 SCP002 为 9 个月期超短融, 票面利率 6.60%, 发行及上市首日多笔成交均属 A+ 水平。16 庞大汽贸 CP002、17 庞大汽贸 SCP001 的成交和报价均支持 A+ 水平。

综合行业景气度、企业性质、经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况, 新券 17 庞大汽贸 SCP002 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 A+, 待观察。

**11) 17 物产中大 SCP003 (011752011):** 发行人物产中大集团股份有限公司为地方国有企业, 主营业务为钢材、汽车、煤炭和化工产品的销售。受宏观经济放缓, 大宗商品价格低迷影响, 公司主营业务承受一定压力。公司业务规模不断扩大, 债务规模持续增长, 未来面临一定偿债压力。评级机构给予主体评级为 AAA, 评级展望稳定。

新券 17 物产中大 SCP003 为 9 个月期超短融, 票面利率 4.40%, 发行及上市首日多笔成交均属 AA+ 水平。17 物产中大 SCP002、16 物产中大 SCP006、16 物产中大 SCP005、16 物产中大 SCP007、16 物产中大 SCP004 的成交和报价均支持 AA+ 水平。

综合行业景气度、企业经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交情况, 新券 17 物产中大 SCP003 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA+, 待观察。

**12) 17 南方水泥 SCP001 (011758010):** 发行人南方水泥有限公司为中央国有企业, 主营业务为水泥、混凝土及其制品的生产销售。受行业产能过剩, 水泥需求乏力、价格疲软影响, 公司盈利出现一定下滑。公司在快速并购扩张中积累了大量债务, 利息负担较重, 存在一定短期偿债压力。评级机构给予主体评级为 AAA, 评级展望稳定。

新券 17 南方水泥 SCP001 为 9 个月期超短融, 票面利率 4.24%, 发行及上市首日多笔成交均属 AA 水平。16 南方水泥 MTN001、15 南方水泥 MTN001、16 南方水泥 CP002、16 南方水泥 SCP004 的成交和报价均支持 AA 水平。

综合行业景气度、企业经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况, 新券 17 南方水泥 SCP001 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA, 待观察。

**13) 17 南京交建 SCP001 (011766005):** 发行人南京市交通建设投资控股(集团)有限责任公司为地方国有企业, 主营为南京市交通基础设施项目的投资、建设和运营。公司刚性债务规模大, 净资产对刚性债务的覆盖程度弱, 债务偿付压力较大。评级机构给予主体评级 AAA, 评级展望稳定。

新券 17 南京交建 SCP001 为 9 个月期超短期融资券，票面利率为 3.90%，发行及上市首日成交均属 AA+水平，16 南京交投 MTN001、15 宁交建 MTN001 均有较丰富成交或报价支持 AA+水平。

综合企业经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 17 南京交建 SCP001 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA+，待观察。

**14) 17 庞大汽贸 SCP001 (011759011):** 发行人庞大汽贸集团股份有限公司为民营企业，主营为汽车经销及售后服务。公司所处汽车行业近年来增速下降明显，库存压力较大。此外，公司资产负债率处于很高水平，有息债务规模较大，且以短期有息债务为主，债务期限结构较为集中。评级机构给予主体评级 AA，评级展望稳定。

新券 17 庞大汽贸 SCP001 为 6 个月期超短期融资券，票面利率为 6.50%，发行及上市首日成交均属 A+水平，16 庞大汽贸 CP002、11 庞大 02 均有较丰富成交或报价支持 A+水平。

综合行业景气度、企业性质、经营与财务状况、一级市场发行和二级市场成交报价情况，新券 17 庞大汽贸 SCP001 及存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 A+，待观察。

### 三、跟踪评级相关债券

2017 年 2 月，评级机构将 9 家发行人的评级进行了上调，上调发行人家数环比上升 50%，目前 9 家上调发行人分析完毕。经分析，6 家发行人中债市场隐含评级低于评级公司评级，占比 67%；3 家发行人中债市场隐含评级与评级公司评级一致，占比 33%。

2017 年 2 月，评级机构将 9 家发行人的评级进行了下调，下调发行人家数环比上升 125%，评级下调发行人已全部分析并调整完毕。经分析，7 家发行人中债市场隐含评级低于评级公司评级，占比 78%；2 家发行人中债市场隐含评级与评级公司评级一致，占比 22%。

现对部分债券调整说明如下：

**1) 16 豫交投 MTN002 (101656063) 等:** 河南交通投资集团有限公司是河南省主要的交通基础设施投融资主体，主要从事河南省高速公路建设及运营管理。河南省地区经济持续增长且公司负责管理的高速公路地理位置优越，公司通行费收入稳定增长。财务方面，公司资产负债率较高，且负债中有息债务占比较重，整体债务水平略高；公司将公路收费权质押获得银行借款，受限资产占总资产比重达 58%，受限资产比重较高将抑制公司进一步的融资空间；虽公司高速公路收费板块收入稳步增长，但工程施工业务收入大幅下降导致公司营业收入同比下滑。

评级公司上调发行人主体评级由 AA+至 AAA，评级展望维持稳定。

二级市场方面，12 豫交投 MTN1、12 豫交投 MTN2、12 豫交投 MTN3、12 豫交投 MTN4 等券报价成交支持 AA+水平。

综合分析企业经营与财务状况、二级市场报价成交，16 豫交投 MTN002 等存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 AA+，待观察。

**2) 16 阳煤化工 CP001 (041661006) 等:** 山西阳煤化工投资有限责任公司是一家以化工产品生产销售为主的山西省地方国有企业。化肥化工行业整体产能过剩, 公司产品价格下降、电力优惠政策取消等多因素导致公司经营承压。财务方面, 2016 年三季报显示, 公司资产负债率高达 87%, 债务压力较大; 受成本上升叠加化工产品价格下降影响, 公司净利润大幅亏损。

评级公司维持发行人主体评级由 AA, 评级展望由稳定下调至负面。

二级市场方面, 14 阳煤化工 MTN002 报价、16 阳煤化工 CP001 报价及成交支持 A+水平。

综合分析企业经营与财务状况、二级市场报价成交, 16 阳煤化工 CP001 等存量债券的中债市场隐含评级-债券债项评级 A+, 待观察。

#### 四、重大信用事件相关债券

2017 年 2 月违约事件的发行人共涉及 3 家, 分别为内蒙古博源控股集团有限公司、大连机床集团有限责任公司和山东山水水泥集团有限公司, 具体情况如下:

##### 1、内蒙古博源控股集团有限公司:

2017 年 2 月 3 日, 内蒙古博源控股集团有限公司发布《内蒙古博源控股集团有限公司 2016 年度第二期超短期融资券未按期足额支付本息的公告》。公告称, “内蒙古博源控股集团有限公司 2016 年度第二期超短期融资券(债券简称: 16 博源 SCP002, 债券代码: 011699723) 应于 2017 年 1 月 29 日(遇节假日延迟至 2017 年 2 月 3 日) 兑付利息, 截至到期兑付日日终, 公司未能按照约定筹措足额偿债资金, 16 博源 SCP002 不能按期足额偿付。”

我们已于 2016 年 12 月 5 日将内蒙古博源控股集团有限公司发行债券中债市场隐含评级-债券债项评级下调至 C 并维持相关债券中债估价全价不变。

鉴于当日 16 博源 SCP002 未能按期足额兑付, 再次构成实质性违约, 当日继续维持内蒙古博源控股集团有限公司发行债券中债估价全价不变, 维持中债市场隐含评级-债券债项评级 C。

##### 2、大连机床集团有限责任公司

2017 年 2 月 13 日晚间, 大连机床集团有限责任公司发布《大连机床集团有限责任公司 2015 年度第一期非公开定向债务融资工具未按期支付利息的公告》。公告称, “大连机床集团有限责任公司 2015 年度第一期非公开定向债务融资工具(债券简称: 15 机床 PPN001, 债券代码: 031564013) 应于 2017 年 2 月 5 日(遇节假日延迟至 2017 年 2 月 6 日) 兑付利息, 截至付息日日终, 公司未能按照约定筹措足额付息资金, 15 机床 PPN001 未能按期支付利息, 已构成实质性违约。”

当日, 大连机床集团有限责任公司发布《大连机床集团有限责任公司 2016 年度第二期超短期融资券立即到期应付且未按期足额偿付本息的公告》。公告称, “截至 2017 年 2 月 13 日日终, 公司未能筹措足额兑付资金, 16 大机床 SCP002 未能按期偿付, 已构成实质性违约。”

我们已于 2016 年 12 月 12 日将大连机床集团有限责任公司发行债券中债市场隐含评级-债券债项评级下调至 C, 并维持相关债券中债估价全价不变。

鉴于当日 16 大机床 SCP002 及 15 机床 PPN001 未能按期足额兑付, 再次构成

实质性违约,当日继续维持大连机床集团有限责任公司发行债券中债估价全价不变,维持中债市场隐含评级-债券债项评级 C。

### 3、山东山水水泥集团有限公司

2017年2月27日晚间,山东山水水泥集团有限公司的主承销商招商银行股份有限公司发布《招商银行股份有限公司关于山东山水水泥集团有限公司2014年度第一期中期票据未按期足额兑付本息的公告》。公告称,“山东山水水泥集团有限公司2014年度第一期中期票据(债券简称:14山水MTN001;债券代码:101458004)应于2017年2月27日兑付本息。截至到期兑付日日终,未能按照约定筹措足额偿债资金,14山水MTN001不能按期足额偿付。”

我们已于2015年11月12日将山东山水水泥集团有限公司发行债券中债市场隐含评级-债券债项评级下调至C,并维持相关债券中债估价全价不变。

鉴于14山水MTN001未能按期足额兑付本息,再次构成实质性违约,当日继续维持山东山水水泥集团有限公司发行债券中债估价全价不变,维持中债市场隐含评级-债券债项评级C。

## 五、估值用户意见及反馈

2017年2月,收到估值用户意见21次,详见《关于召开2017年3月份中债价格指标产品质量交流会议的通知》附件2。现将有代表性的用户意见及我们所作的工作说明如下:

2017年2月22日,我们对含投资人回售权和发行人调整票面利率选择权的附息式固定利率债券(以下简称“含权债”)的估值方法进行了优化,并在中国债券信息网披露了相关公式说明。此类含权债的新估值方法根据远期利率和票面利率调整权的不同条款推出行权日后票面利率,并在行权日后票面利率为均衡票面利率时选择推荐看长估值。部分用户认为,此逻辑对于投资者不确定性较强,因行权日发行人不一定按此逻辑调整票面利率,且投资者仍有权利选择回售,因此很多含权债推荐看长不合理。

对此,我们认为含权债估值原有方法即是通过远期利率与行权日后票面相比较判断行权可能性,新方法与原有方法在根本逻辑上是一致的,新方法是在发行人调整票面利率条款对调整方向和调整幅度的描述逐渐多样化的背景下对原有方法的一次系统性完善,从一定程度上可以为投资者提示未来投资面临的不确定性风险。对于上述含权债,一般发行人调整行权日后利率动作在前,投资者根据发行人调整方案决定是否行权在后,发行人在此博弈过程中一定程度上掌握主动权,对于调整方向和幅度不限的债券尤为明显。在发行人理性假设的前提下,发行人在行权日前很可能从自身利益最大化角度出发决定行权日后票面利率,以促使投资者回售或继续持有。在投资者理性假设的前提下,如果发行人将票面调整到了合适的水平,投资者出于规避再投资风险及节省交易成本的考虑,不回售的可能性更高。因此,对于行权日后票面利率为均衡票面利率时,推荐看长估值是合理的。

## 六、联系方式

### 中债估值中心

#### 质量控制部:

赵春术 (010-88170618, [zhaocs@chinabond.com.cn](mailto:zhaocs@chinabond.com.cn))

陈 宁 (010-88170616, [chenning@chinabond.com.cn](mailto:chenning@chinabond.com.cn))

石 通 (021-80169828, [shitong@chinabond.com.cn](mailto:shitong@chinabond.com.cn))

#### 债券估值部:

赵 凌 (010-88170613, [zhaoling@chinabond.com.cn](mailto:zhaoling@chinabond.com.cn))

李 妍 (010-88170632, [liyan@chinabond.com.cn](mailto:liyan@chinabond.com.cn))

周 潇 (010-88170719, [zhouxiao@chinabond.com.cn](mailto:zhouxiao@chinabond.com.cn))

张涤非 (010-88170640, [zhangdf@chinabond.com.cn](mailto:zhangdf@chinabond.com.cn))

殷 劼 (010-88170641, [yinjie@chinabond.com.cn](mailto:yinjie@chinabond.com.cn))

高世轩 (010-88170639, [gaosx@chinabond.com.cn](mailto:gaosx@chinabond.com.cn))

俞 嘉 (010-88170630, [yunjia@chinabond.com.cn](mailto:yunjia@chinabond.com.cn))

蔡海剑 (010-88170625, [caihj@chinabond.com.cn](mailto:caihj@chinabond.com.cn))

程 悦 (010-88170650, [chengyue@chinabond.com.cn](mailto:chengyue@chinabond.com.cn))