

## 房企存货质量有哪些变化？

2018 年 09 月 22 日

### 摘要

■ **【专题】房企存货质量有哪些变化？**在楼市调控不放松、筹资持续收紧的背景下，房企多采取高周转策略，以维持现金流的稳健性。在此背景下，为了解各类房企存货质量有何变化，我们分析了不同资质房企在拿地、在建以及存货结构上的趋势性变化，发现在存货端存在着明显分化：高评级大型房企存货更为健康，现房占比下降最为明显，且存货结构逐渐更偏向在建，存货的变现性在改善；而中小型房企，特别是低评级主体，存货中待开发土地的占比提升，未来存在一定的投资变现压力。考虑到存货质量对未来经营、筹资都有重大影响，在分析房企主体资质时，应重点考察存货变现效率的情况及其变化趋势，以及高周转策略下开发质量、融资纪律的管理把控能力；对于待开发土地在存货中占比较大的主体，须关注其未来的投融资压力。

■ **一级市场发行情况：净融资有所上升。**本周信用债整体净融资有所上升。分券种看，企业债、中票和定向工具净融资额均有所上升，其中中票净融资额上升的相对幅度和绝对幅度都较大，而短融和公司债净融资有所下降。产业债共发行新券 137 只，其中超短融发行额最多，占比 37.11%；主体 AAA 级的数量最多，占比 65.65%；而国企发行额占比 86.51%。城投债共发行新券 17 只，其中 AA+ 级的发行较多，约占比 39.27%，发行所在省份最多分别为重庆和浙江省。本周共有 17 只债券推迟或取消发行，绝大多数为地方国有企业。

■ **二级市场成交情况：信用利差以下行为主。**本周信用债成交出现分化，公司债日均成交量较上周基本持平；短融日均成交量有小幅下降；企业债日均成交量有所上升；中票日均成交量延续下降趋势。货币中介异常成交方面，本周共有 126 只债券成交较估值存在较大偏离，正向偏离占比较高，为 116 只债券，占比 92.06%。正向偏离的债券所属行业，非金融行业主要有建筑装饰、综合和公用事业等；负向偏离的债券所属行业中，非金融行业主要有综合、建筑装饰和采掘等。本周有 2 家主体评级下调，4 只债项评级上调；4 只债项评级下调，无主体评级上调情况。各评级、期限的利差整体出现分化：1 年期的利差下降幅度扩大，平均降幅达到 13bps；3 年期各评级的利差保持上升趋势，平均增幅为 2bps，而 5 年期各评级的利差有所分化，平均变动幅度为 0。目前 AAA、AA+ 和 AA 评级的各期限利差所处的历史分位数在 17%-40% 之间，仍处于历史低位。

■ **风险提示：**1) 国内外宏观经济因素导致周期性行业景气度超预期下行，周期性行业信用债估值大幅调整；2) 信用风险事件增加，或导致避险情绪上升，信用利差大幅上行。

证券分析师 周岳

执业证号：S0600518010003

021-60199793

zhouyue@dwzq.com.cn

研究助理 谈圣婴

021-60199793

tanshy@dwzq.com.cn

### 相关研究

1、《固收深度报告：城投非标知多少？——华东篇（上）》

2018-09-19

2、《资产证券化周报：国企去杠杆可以用 ABS》2018-09-16

3、《固收周报：国企降资产负债率影响几何？》2018-09-16

4、《固收深度报告：市场化债转股怎样了？》2018-09-12

5、《固收点评 20180911：久期分歧再现》2018-09-11

## 内容目录

<b>1. 房企存货质量发生了哪些变化？</b>	<b>4</b>
1.1. 高周转下，地产销售与现金流企稳改善	4
1.2. 不同房企存货质量如何分化？	5
<b>2. 一级市场发行情况：净融资有所上升</b>	<b>8</b>
2.1. 信用债发行整体情况	8
2.2. 产业债发行详情	9
2.3. 城投债发行详情	10
2.4. 推迟或取消发行债券详情	11
<b>3. 二级市场成交情况：信用债成交出现分化</b>	<b>12</b>
3.1. 每周成交情况	12
3.2. 本周货币中介异常成交情况	12
3.3. 债券市场评级调整情况	13
3.4. 二级市场信用利差情况	14
3.5. 城投中票曲线比价	14
<b>4. 债市动态一览</b>	<b>15</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>16</b>

## 图表目录

图 1: 房地产销售端企稳回暖 .....	4
图 2: 18 年房企现金流缺口率大幅缩减 .....	4
图 3: 高评级房企 CFO 流入增速回升更快 .....	4
图 4: 房企新开工面积、施工面积、竣工面积的累积同比 .....	5
图 5: 总体上开发产品的占比逐年下降 .....	6
图 6: 高评级主体开发产品占比降幅尤为明显 .....	6
图 7: AAA 评级房企在建占比上升 .....	6
图 8: AA 级房企在建倍数下降明显 (单位: 倍) .....	7
图 9: AAA 和 AA 评级房企 17 年土储倍数上升 (单位: 倍) .....	8
图 10: 各券种周净融资额 .....	8
图 11: 中票各评级发行利率 .....	9
图 12: 公司债各评级发行利率 .....	9
图 13: 本周新发行产业债券种分布 (按发行额), 单位: 亿元 .....	10
图 14: 本周新发行产业债发行人属性分布 (按发行额), 单位: 亿元 .....	10
图 15: 本周新发行产业债主体评级分布 (按发行额), 单位: 亿元 .....	10
图 16: 本周新发行产业债主体行业分布 (按发行额), 单位: 亿元 .....	10
图 17: 本周新发行城投债券种分布 (按发行额), 单位: 亿元 .....	10
图 18: 本周新发行城投债主体行政级别分布 (按发行额), 单位: 亿元 .....	10
图 19: 本周新发行城投债主体评级分布 (按发行额), 单位: 亿元 .....	11
图 20: 本周新发行城投债主体所在省份分布 (按发行额), 单位: 亿元 .....	11
图 21: 各券种日均成交量 .....	12
图 22: 本周估值偏离为正债券的行业分布 (按债券期数), 单位: 只 .....	12
图 23: 本周估值偏离为正债券的主体评级分布 (按债券期数), 单位: 只 .....	12
图 24: 本周估值偏离为负债券的行业分布 (按债券期数), 单位: 只 .....	13
图 25: 本周估值偏离为负债券的主体评级分布 (按债券期数), 单位: 只 .....	13
图 26: 城投收益率 vs 中票收益率 .....	14
表 1: 推迟或取消发行债券详情 .....	11
表 2: 主体评级调整详情 .....	13
表 3: 债项评级调整详情 .....	13
表 4: 1/3/5Y 中票收益率及利差情况 .....	14

在楼市调控不放松、筹资持续收紧的背景下，房企大多采取高周转策略，以维持现金流的稳健性。在此背景下，对房企内外部资质有重要影响的存货质量发生了什么变化？存货的变现性是否有所改善？不同房企的表现又有何不同？请看下文分解。

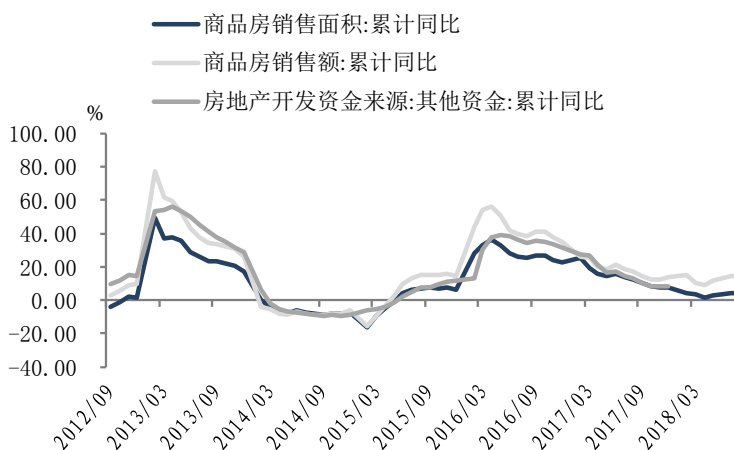
## 1. 房企存货质量发生了哪些变化？

为了解高周转策略下，各类房企存货质量有何变化，我们分析了不同资质房企在拿地、在建以及存货结构上的趋势性变化，发现在存货端存在着显著分化：高评级大型房企存货更为健康，现房占比下降最为明显，且存货结构逐渐更偏向在建，存货的变现性在改善；而中小型房企，特别是低评级主体，存货中待开发土地的占比提升，未来存在一定的投资变现压力。

### 1.1. 高周转下，地产销售与现金流企稳改善

17 年末、18 年初地产销售端企稳回暖，销售面积、销售额以及与其高度同步的房地产开发资金来源中的其他资金<sup>1</sup>，在 2016 年 4 月达到高点后回落，目前正逐步回升，其中，销售额同比增速在 10% 左右的水平企稳后，现回升至近 15%。

图 1：房地产销售端企稳回暖



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

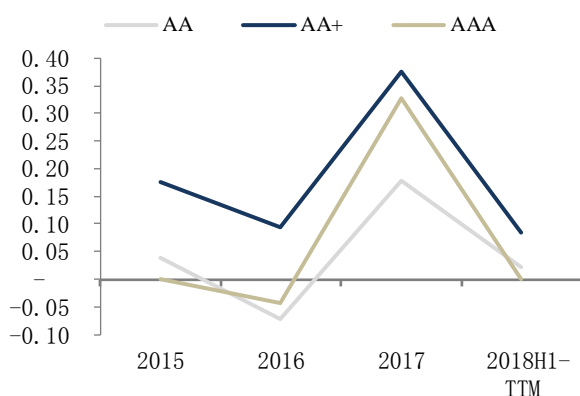
受益于销售的稳步向好，房企现金流状况有一定程度的改善，经营活动现金流增速回升，现金流缺口率<sup>2</sup>较 17 年大幅缩窄，现已接近 2016 年的较低水平；但不同评级主体的表现有所分化：评级越高，经营现金流流入的增速回升的幅度越大。

图 2：18 年房企现金流缺口率大幅缩窄

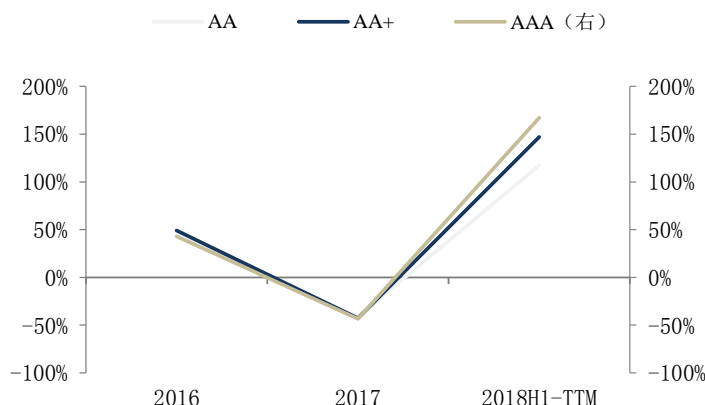
图 3：高评级房企 CFO 流入增速回升更快

<sup>1</sup> 其他资金以销售回款为主

<sup>2</sup> 现金流缺口率 = 现金流缺口 / CFO 流入，其中，现金流缺口 = - (CFO + CFI)



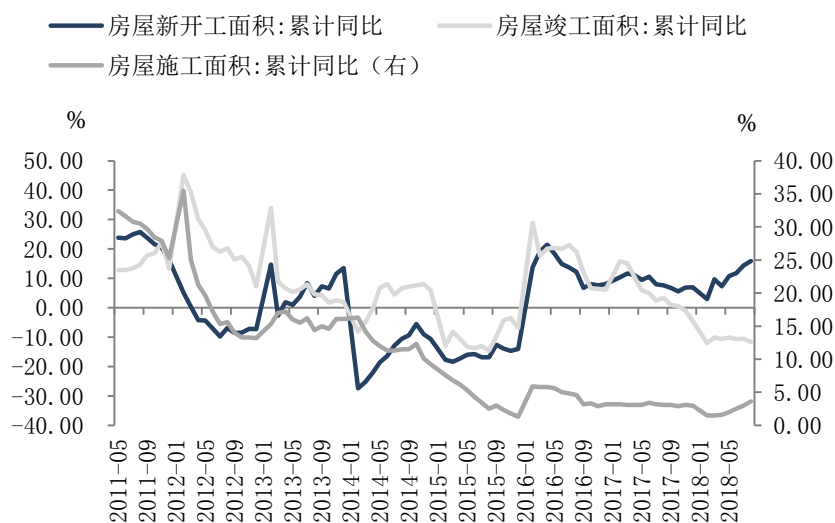
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

在楼市政策未出现松动的情况下,销售端的回暖,更多地归因于高周转策略带来的业绩兑现。我们看到,新开工与销售额的增速走势趋同,新开工面积的累积同比增速在16、17年保持平稳正增速,约为10%左右,18年以来有所上升,现约为16%的水平。这也反映出开工与销售之间的正向反馈:销售带来现金回款促进开工,高周转下拿地后快速开工则加快销售现金回流。

图4: 房企新开工面积、施工面积、竣工面积的累积同比



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 1.2. 不同房企存货质量如何分化?

尽管房地产整体存货周转加强,带来了销售回款的企稳回暖,但不同房企存货变现性仍可能有所分化。从存货构成的角度来看,大型房企的存货去化更为顺畅,存货结构更趋于合理。

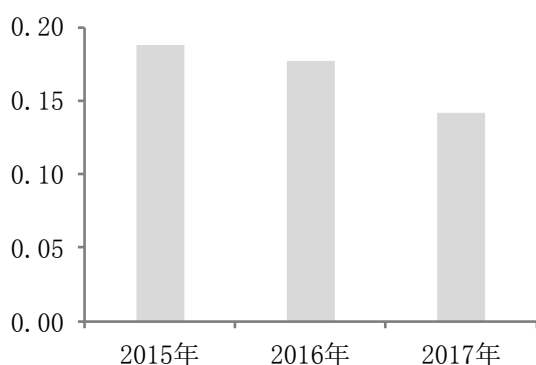
首先我们来看不同房企现房消化的情况。房企的存货中,已建造完毕的房产计入开发产品,在建的计入开发成本,因此开发产品占开发产品与开发成本之和的比值及其趋



势，可反映现房积压的情况，从而间接衡量存货变现的效率：开发产品的占比越低，存货变现效率越高。

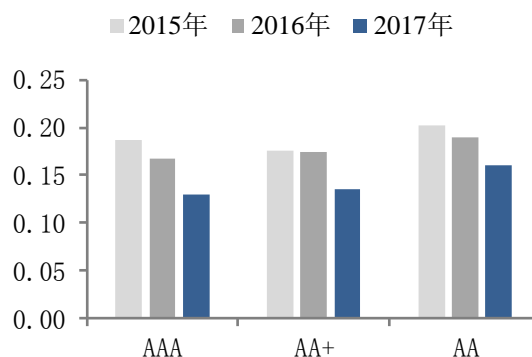
从下图可以看到，总体上房企的开发产品占比逐年下降，其中 17 年较上年降幅更为明显，表现出房地产行业在产业调控与融资收紧的环境下，加快推盘回款，减少现房积压的情况，这从微观上验证了高周转的效应。同时，与 16 年相比，17 年的在建、土储面积的增幅不大，且土地溢价率在 17 年出现了高点回落，说明开发产品占比下降的主因并不是因为拿地增加、分母放大，而是存货加快周转、分子减小。分评级看，高评级开发产品占比的降幅明显大于低评级，且截面来看，基本上评级越高，现房占比越低，这与大型房企区域布局更合理、销售运营能力更强的情况一致。

图 5：总体上开发产品的占比逐年下降



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 6：高评级主体开发产品占比降幅尤为明显

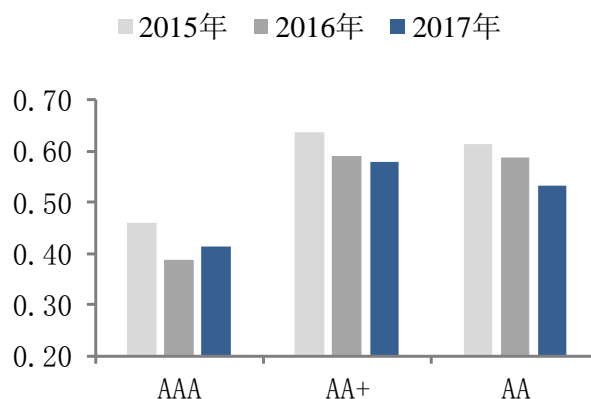


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

其次，我们再看存货的开发成本中，在建和待开发的构成，以了解不同房企存货的变现性。理论上，在高周转的策略下，存货变现性加强，存货结构中在建的增速会快于土储的增加，表现为在建面积占比，也即在建面积/（在建面积+待开发土储面积）的占比上升；同时，在建相比销售面积的增速会更高，也即在建倍数（在建面积/合约销售面积）会增加。后者似乎与存货周转率的一般认知相悖，但其实不然，因为高周转只意味着从拿地到预售之间的时间缩短，而一旦达到预售条件，在获得预售款到建成交房的这段时间里，房企并不追求加快建设，因此不会体现为在建面积相对销售面积的减少，而是会随着新项目的加快上马，产生在建项目逐步累积的效应，进而导致在建倍数上升。当然，在建倍数上仍然有可能是去化变慢导致的，因此还需要结合在建占比、销售去化的情况来看。

从在建面积占比来看，从下图可见，高评级在建占比 17 年较 16 年上升，而中低评级该比例则出现下降，特别是 AA 级，降幅更为明显，表现出高评级存货在结构上逐渐地更偏向在建，而非待开发土地，中低评级则相反。

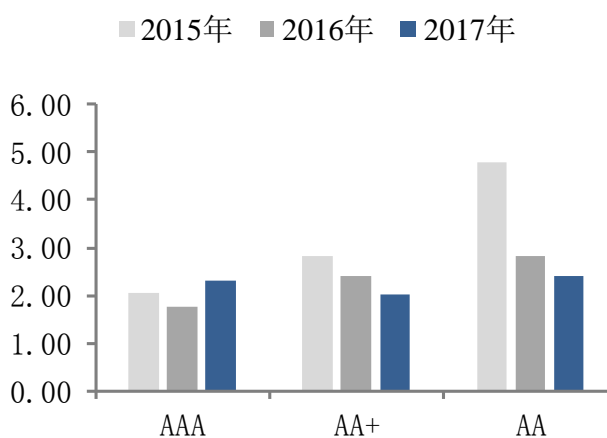
图 7：AAA 评级房企在建占比上升



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

而各评级主体在在建倍数方面的表现与在建占比基本一致：AA 级在建倍数下降明显，而 AAA 级有所提升，结合前述高评级主体现房去化更快的情况来看，高评级主体高周转策略的执行效果更为显著，有助于改善其存货变现性。从绝对量上看，低评级高于高评级，反映出低评级开工相对更为激进的状况，但随着现金流约束的加强，高低评级在建倍数之间的差异在收窄。

图 8：AA 级房企在建倍数下降明显（单位：倍）

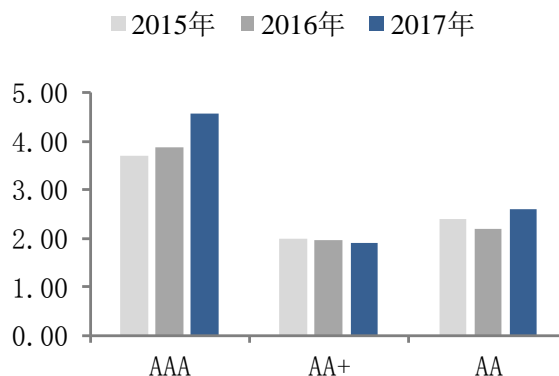


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

另一方面，土储倍数（待开发土地面积/合约销售面积）17 年房企总体上升显著，分评级看，该倍数增加的是一头一尾两个评级，其中 AAA 级逐年上升，而 AA 级最近一年有所上升。绝对量上看，高评级主体土储倍数显著高于中低评级，表明大型房企拿地扩张更为激进，且激进程度逐渐上升；同时，如前述，其在地在建倍数与在建占比亦出现上升，这除了表明大型房企有较强的业绩诉求和排名压力外，也是和大型房企在 17 年销售、筹资现金流收紧过程中有效推行高周转策略的状况相一致。而作为尾部的低评级，近年土储倍数同样出现了上升，其背后更多地是房地产行业集中度快速上升过程中的

“求生欲”，试图通过扩大规模避免在行业洗牌中被淘汰；但结合在建来看，由于受制于融资能力<sup>3</sup>，拿地之后开工建设并没有及时跟进，在建倍数反而出现了下滑。

图 9：AAA 和 AA 评级房企 17 年土储倍数上升（单位：倍）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

综上，在行业整体追求高周转的背景下，不同房地产主体存货质量之间仍见分化：大型主体存货结构更为健康，现房积压减少最为显著，且开发成本中在建的增长快于待开发土储的增长，存货变现性加强；而对中小型主体而言，待开发土储增长较多，但由于融资需求满足程度一般，在土储倍数上升的同时，在建倍数和在建占比均出现了较大幅度的下降，表现出存货变现能力的弱化。在此背景下，房地产主体的择券重点在于考察变现效率的变化情况，以及高周转策略下开发质量、融资纪律的管理把控能力；对于待开发土地占比较大的主体，须关注其未来的投融资压力。

## 2. 一级市场发行情况：净融资有所上升

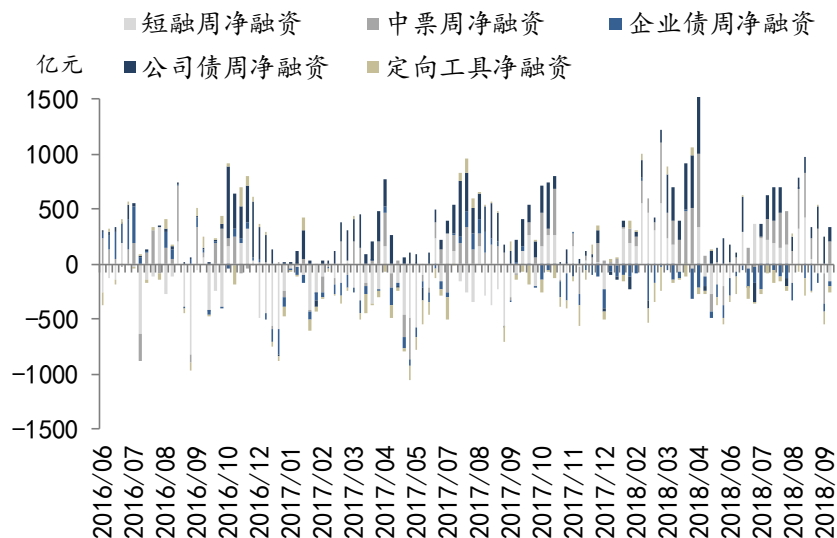
### 2.1. 信用债发行整体情况

本周信用债整体净融资有所上升。分券种看，企业债、中票和定向工具净融资额均有所上升，其中中票净融资额上升的相对幅度和绝对幅度都较大，而短融和公司债净融资有所下降。

图 10：各券种周净融资额

<sup>3</sup> 详见前期报告《房企融资端有什么新变化？》



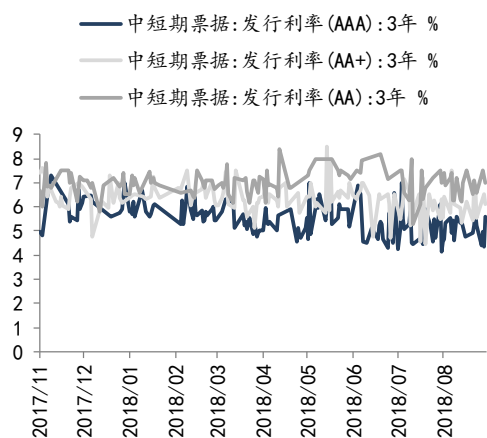


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

同业存单本周发行 5,681.4 亿元, 净融资为 1,543.2 亿元, 与上周相比有所上升。同存发行利率方面, 6 个月国有银行、股份制银行、城商行和农商行上周发行利率均值分别为 3.26%、3.32%、3.70% 和 3.87%, 农商行小幅下降, 其余银行同存的发行利率均小幅上升。

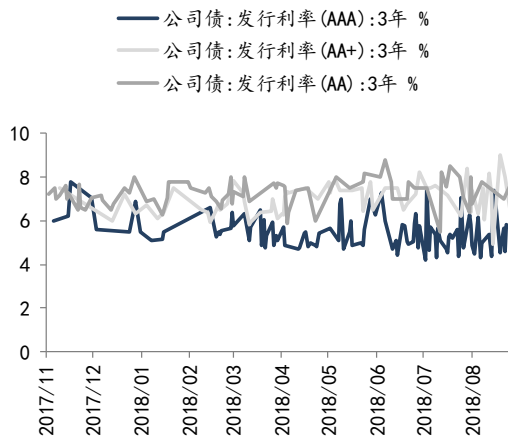
信用债发行利率有所分化: AA+ 与 AA 评级中短期票据发行利率有所上升, AAA 评级中短期票有所下降, AAA 与 AA+ 评级公司债发行利率有较大幅度下降, 而 AA 评级公司债发行利率小幅上升。

图 11: 中票各评级发行利率



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 12: 公司债各评级发行利率



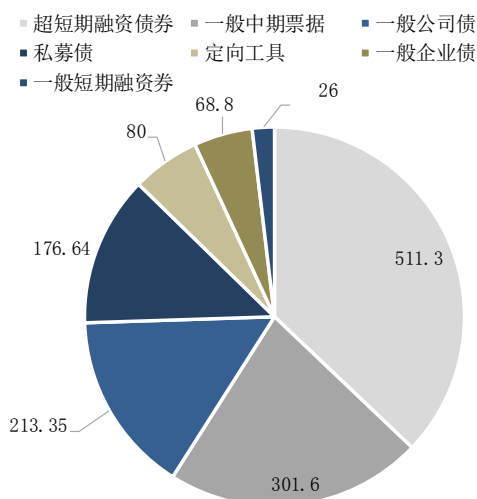
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 2.2. 产业债发行详情

本周产业债共发行新券 137 只, 其中超短融发行额最多, 发行额为 511.3 亿元, 占比 37.11%; 主体 AAA 级的数量最多, 发行额为 899.89 亿元, 占比 65.65%; 而国企发行额 1,187.54 亿元, 占比 86.51%。新发产业债中非金融行业主要有综合、交通运输、

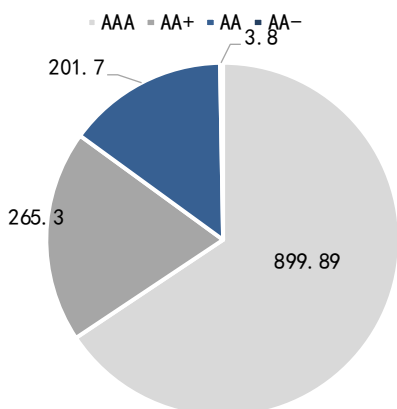
采掘等。

图 13: 本周新发行产业债券种分布 (按发行额), 单位: 亿元



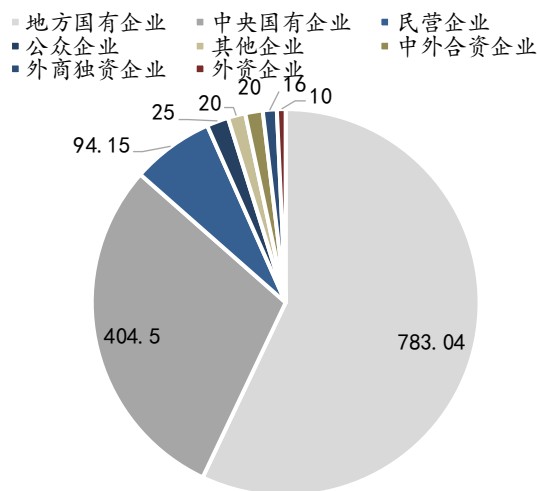
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 15: 本周新发行产业债主体评级分布 (按发行额), 单位: 亿元



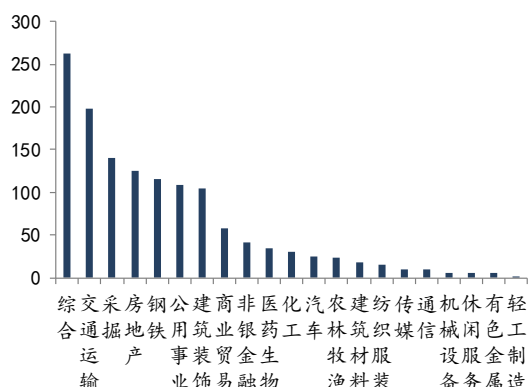
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 14: 本周新发行产业债发行人属性分布 (按发行额), 单位: 亿元



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 16: 本周新发行产业债主体行业分布 (按发行额), 单位: 亿元



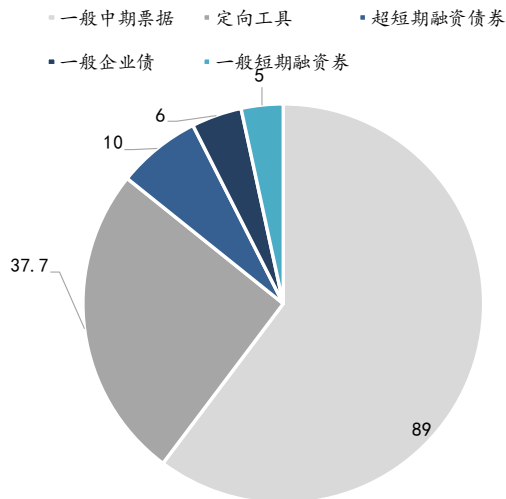
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 2.3. 城投债发行详情

本周城投债共发行新券 17 只, 其中 AA+ 级的发行较多, 发行总额为 58 亿元, 占比 39.27%, 行政级别为省及省会(单列市)的城投债, 发行总额为 97 亿元, 占比 65.67%, 其次为地级市、县及县级市, 分别占比 29.11% 和 5.21%。至于所在省份, 最多的前两名为重庆和浙江省。

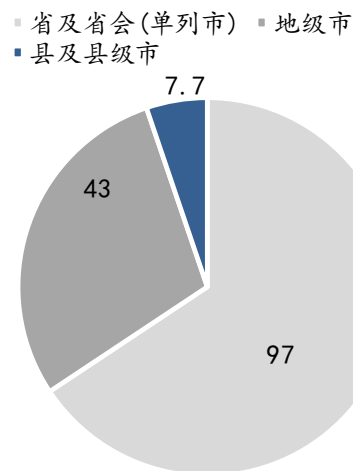
图 17: 本周新发行城投债券种分布 (按发行额), 单位: 亿元

图 18: 本周新发行城投债主体行政级别分布 (按发行额), 单位: 亿元



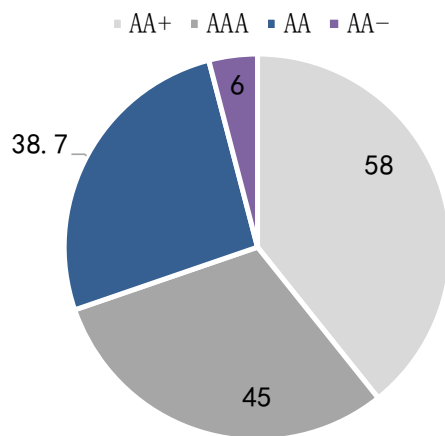
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 19: 本周新发行城投债主体评级分布 (按发行额), 单位: 亿元

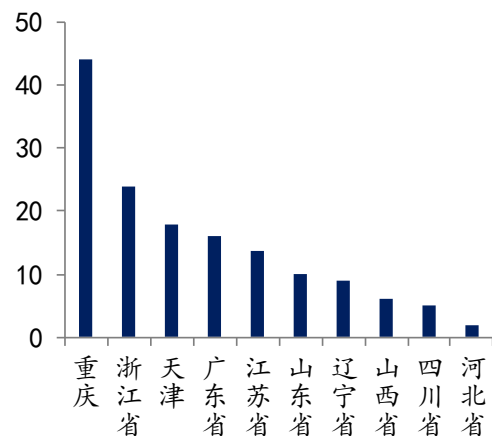


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 20: 本周新发行城投债主体所在省份分布 (按发行额), 单位: 亿元



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 2.4. 推迟或取消发行债券详情

本周共有 17 只债券推迟或取消发行, 绝大多数为地方国有企业。

表 1: 推迟或取消发行债券详情

债券简称	发生日期	推迟或取消发行	发行时主体评级	属性
18 酉桃花源债	2018/9/17	推迟	AA	地方国有企业
18 大横琴 MTN001B	2018/9/17	取消	AAA	地方国有企业
18 兴发 MTN001	2018/9/17	取消	AA	地方国有企业
18 宁河西 SCP002	2018/9/17	取消	AAA	地方国有企业
18 兴义信恒债 02	2018/9/17	推迟	AA	地方国有企业
18 大装 01	2018/9/17	取消	AA+	地方国有企业
18 西宁经开 SCP001	2018/9/18	取消	AA+	地方国有企业
18 致达 MTN002	2018/9/19	取消	AA	民营企业
18 河钢集 MTN008B	2018/9/19	取消	AAA	地方国有企业

18 威蓝专项债	2018/9/19	推迟	AA	地方国有企业
18 佰利联 MTN001	2018/9/20	取消	AA+	公众企业
18 余姚城投 MTN003	2018/9/20	取消	AA+	地方国有企业
18 津保投 MTN008	2018/9/20	推迟	AAA	地方国有企业
18 龙建投资 MTN001	2018/9/20	取消	AA	地方国有企业
18 沣东 01	2018/9/20	推迟	AA	地方国有企业
18 弥勒农投债 01	2018/9/21	推迟	AA	地方国有企业
18 富通 SCP005	2018/9/21	取消	AA+	民营企业

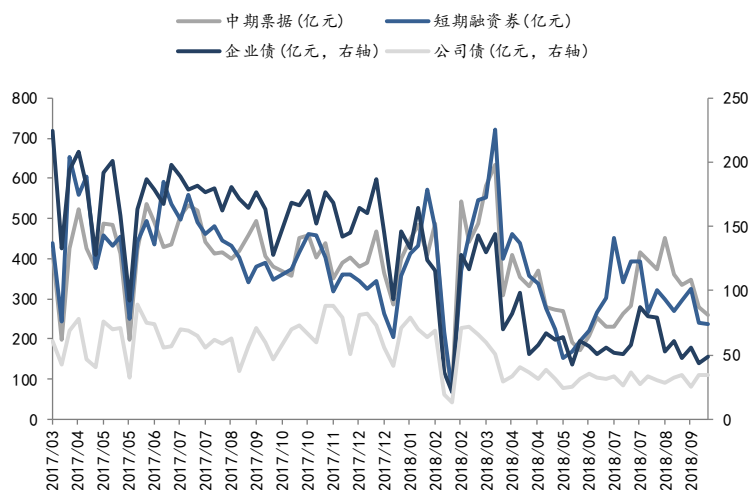
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 3. 二级市场成交情况：信用债成交出现分化

#### 3.1. 每周成交情况

本周信用债成交出现分化，公司债日均成交量较上周基本持平；短融日均成交量有小幅下降；企业债日均成交量有所上升；中票日均成交量延续下降趋势。

图 21：各券种日均成交量



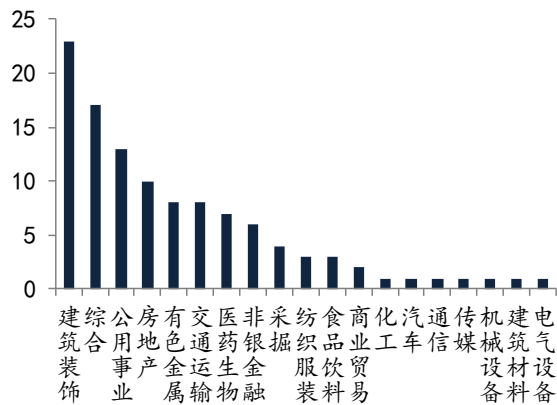
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

#### 3.2. 本周货币中介异常成交情况

货币中介异常成交方面，本周共有 126 只债券成交较估值存在较大偏离，正向偏离占比较高，为 116 只债券，占比 92.06%。正向偏离的债券所属行业，非金融行业主要有建筑装饰、综合和公用事业等；负向偏离的债券所属行业，非金融行业主要有综合、建筑装饰和采掘等。

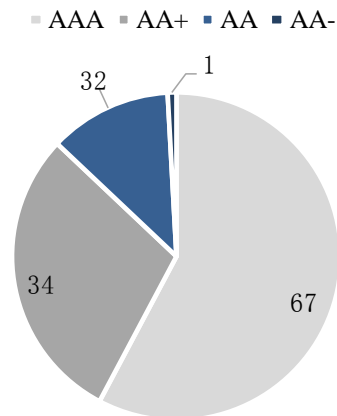
图 22：本周估值偏离为正债券的行业分布（按债券期数），单位：只

图 23：本周估值偏离为正债券的主体评级分布（按债券期数），单位：只



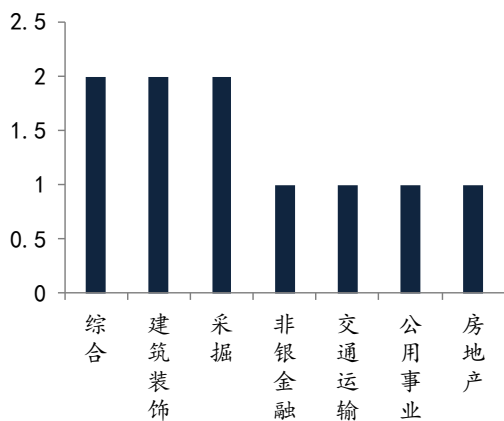
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 24: 本周估值偏离为负债券的行业分布 (按债券期数), 单位: 只

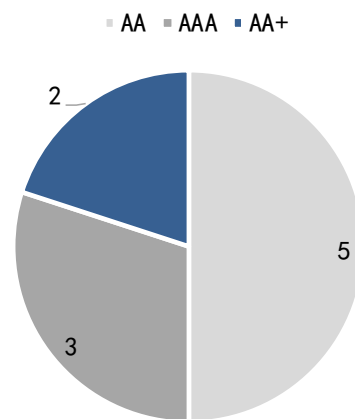


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 25: 本周估值偏离为负债券的主体评级分布 (按债券期数), 单位: 只



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 3.3. 债券市场评级调整情况

本周有 2 家主体评级下调, 4 只债项评级上调; 4 只债项评级下调, 无主体评级上调情况。

表 2: 主体评级调整详情

评级调整情况	发行人	评级机构	最新评级日期	最新主体评级
下调	北讯集团股份有 限公司	联合信用	2018/9/19	AA-
	吉林利源精制股 份有限公司	联合信用	2018/9/18	BB

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

表 3: 债项评级调整详情

评级调整情况	债券简称	发行人	评级机构	最新债项评级
上调	17 桐建投专项债	桐城市建设投资发展有	鹏元资信	AAA

01 限责任公司				
18 绵安专债 01	绵阳安州投资控股集团	鹏元资信	AAA	
	有限公司			
18 绵安 01	绵阳安州投资控股集团	鹏元资信	AAA	
	有限公司			
17 桐建 01	桐城市建设投资发展有	鹏元资信	AAA	
	限责任公司			
下调	18 北讯 01	北讯集团股份有限公司	联合信用	AA-
	18 北讯 03	北讯集团股份有限公司	联合信用	AA-
	18 北讯 04	北讯集团股份有限公司	联合信用	AA-
	14 利源债	吉林利源精制股份有限	联合信用	BB
		公司		

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 3.4. 二级市场信用利差情况

本周各评级、期限的利差整体出现分化：1 年期的利差下降幅度扩大，平均降幅达到 13bps；3 年期各评级的利差保持上升趋势，平均增幅为 2bps，而 5 年期各评级的利差有所分化，平均变动幅度为 0。目前 AAA、AA+ 和 AA 评级的各期限利差所处的历史分位数在 17%-40% 之间，仍处于历史低位；AA- 级利差则继续保持在历史高位。短期收益率与 1 年期同评级同存收益率相比平均高出 5.2bps，两者差距较前期有所扩大。

表 4：1/3/5Y 中票收益率及利差情况<sup>4</sup>

	收益率 (%)				信用溢价/周变化 (bps)				利差所在历史分位数			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
1 年	3.71 /2	3.93 /2	4.37 /2	6.19 /5	68 /-14	90 /-14	134 /-14	316 /-11	17%	17%	32%	89%
3 年	4.23 /-3	4.53 /0	5.07 /-2	6.96 /5	88 /-1	118 /2	172 /0	361 /7	22%	25%	40%	92%
5 年	4.54 /-3	4.96 /1	5.6 /1	7.48 /6	103 /-4	145 /0	209 /0	397 /5	24%	27%	40%	89%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

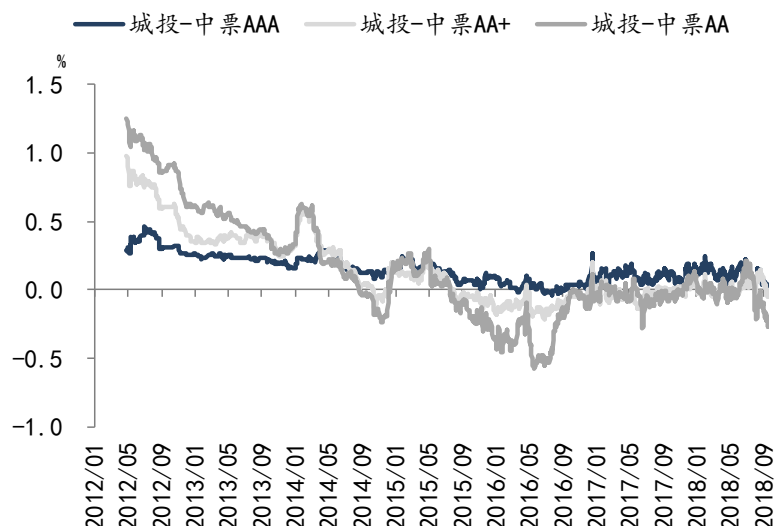
### 3.5. 城投中票曲线比价

比较城投与中票的收益率曲线，本周两者的收益率差异基本在 -27bps-4bps 之间波动。AAA 级城投债与对应中票收益率之间的正向差异呈下降趋势，AA+ 级由正向差异转为负向差异，而 AA 级负向差异呈现扩大趋势。

图 26：城投收益率 vs 中票收益率

<sup>4</sup> 历史分位数从 2012 年开始计算。各单元格中第一个数为绝对数，第二个为较上周的变化数





数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

#### 4. 债市动态一览

国务院常务会议要求把已定减税降费措施切实落实到位确保社保费现有征收政策稳定等

国务院总理李克强 9 月 18 日主持召开国务院常务会议，要求把已定减税降费措施切实落实到位，确保社保费现有征收政策稳定；部署加大关键领域和薄弱环节有效投资，以扩大内需推进结构优化民生改善；确定促进外贸增长和通关便利化的措施。会议强调，在当前国际形势错综复杂情况下，要进一步激发我国市场活力，一个关键举措是要加大简政减税降费力度。要把减税降费措施切实落实到位，对落实情况开展检查核实，决不允许拖延和打折扣，决不允许自行其是。要按照国务院明确的“总体上不增加企业负担”的已定部署，在机构改革中确保社保费现有征收政策稳定。会议指出，今年以来我国固定资产投资增速回落，有些地方基础设施投资同比下降。要贯彻党中央、国务院部署，聚焦补短板扩大有效投资，按照既不过度依赖投资、也不能不要投资、防止大起大落的要求，稳住投资保持正常增长，这也是深化供给侧结构性改革、带动就业的重要举措。为进一步扩大开放、保持进出口稳定增长，会议确定：一是推进更高水平贸易便利化，今年将进口和出口整体通关时间、进出口监管证件再压减 1/3 并降低通关费用。削减进出口环节审批，今年 11 月 1 日前对需在口岸验核的监管证件原则上全部实现联网、在通关环节比对核查。二是进一步降低进出口企业成本，完善出口退税政策，加快出口退税进度，降低出口查验率，扩大出口信用保险覆盖面，鼓励金融机构增加出口信用保险保单融资和出口退税账户质押融资、加大对外贸企业尤其是中小微企业信贷投放。（新闻来源：财政部官网）

国务院关税税则委员会发布公告决定对美国原产的约 600 亿美元进口商品实施加征关税

2018年7月11日美国政府宣布对从中国进口的约2000亿美元商品加征10%关税，8月2日又将加征税率提高至25%。2018年9月18日，美国政府宣布实施对从中国进口的约2000亿美元商品加征关税的措施，自2018年9月24日起加征关税税率为10%，2019年1月1日起加征关税税率提高到25%。美方一意孤行，导致中美贸易摩擦不断升级。为捍卫自由贸易和多边体制，捍卫自身合法权益，中方不得不对已公布的约600亿美元清单商品实施加征关税措施。根据《中华人民共和国对外贸易法》《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规和国际法基本原则，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目、约600亿美元商品，加征10%或5%的关税，自2018年9月24日12时01分起实施。如果美方执意进一步提高加征关税税率，中方将给予相应回应，有关事项另行公布。中方再次重申，实施上述加征关税措施的目的是遏制贸易摩擦升级，是对美方单边主义、贸易保护主义的被迫回应，中方希望美方停止贸易摩擦，中美双方通过平等、诚信、务实的对话，相互尊重，共同维护互利共赢的双边经贸关系大局，共同维护自由贸易原则和多边贸易体制，共同促进世界经济的繁荣与发展。（新闻来源：财政部官网）

## 5. 风险提示

- 1) 国内外宏观经济因素导致周期性行业景气度超预期下行，周期性行业信用债估值大幅调整；
- 2) 信用风险事件增加，或导致避险情绪上升，信用利差大幅上行。

## 免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>