



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com
研究助理:谢鹏
SAC 登记编号:S1340124010004
Email:xiepeng@cnpsec.com

近期研究报告

《基建施工提速，焦炉、高炉、沥青开工率上行——高频数据跟踪 20250427》
- 2025.04.28

固收专题

债券加速到期清偿怎么看？20250428

近期，某债项触发加速到期清偿条款，发行主体公告称将召开持有人会议对该债券加速到期清偿事宜进行审议，其中提前兑付价格为面值，引发投资机构的关注。

● 加速到期清偿事件核心争议及其影响

兑付价格如何确定：加速条款被触发时，可提前清偿部分或全部债券本金。募投的PPP项目连续2个会计年度未收到可用性服务费和运维绩效服务费时自动加速到期条款，经债券持有人大会讨论通过后，可提前清偿部分或全部债券本金。但如果按照面值兑付，参照高于面值的估值净价买入的投资机构则要面临一定亏损。

发行人披露是否尽职：公告距离实际发生近4个月。2024年12月24日公布最新一期《募投项目建设及运营情况》之时，加速到期清偿条款可能已经被触发，而2025年4月该主体才发布触发投资者保护条款的公告。

加速到期清偿方案如获通过，该主体债务结构将进一步优化。相关债项票面利率在4.7%-4.8%水平，尽管债券均包含调整票面利率条款，但只能向上调整或者保持原票面利率水平。若相关债项能实现加速到期清偿，该主体可以实现低息债务置换高息债务，优化债务结构。而此次事件引发关注后，政府或也将加快拖欠项目款支付进度，为其补充流动性。**加速到期清偿事件对该主体偿债能力影响较小，但可能会对存量类似含权债券二级市场价格造成一定扰动。**

● 按面值提前兑付占比高，但争议也较大

按面值兑付占比高，但争议也较大。提前兑付债券中，按照面值兑付只数占比53%，按照中债估值净价或“面值+补偿”方式兑付只数占比47%。按面值兑付占比高，但阻力也相对更大。提前兑付方案未获通过的债券合计155只，其中94只为按面值兑付，占比达61%。

是否在政策支持范围内，也影响按照面值兑付的阻力大小。2023年三季度之后，成功按面值提前兑付债券数量大幅增加。一方面，因为前期价格下跌较多，即使按照面值兑付也可有一定收益，并且可以提前锁定收益；另一方面，部分提前兑付债券可能在隐债范围内，受到化债政策支持，投资机构存在更高的意愿配合置换政策落地。

● 风险提示：

债券持有人会议结果超预期，市场波动加大。

目录

1 核心争议：兑付价格如何确定，事前披露是否尽职.....	4
2 提前兑付：按面值兑付占比高，但争议也较大.....	5
3 关注含权债项提前兑付风险.....	7
4 风险提示.....	9

图表目录

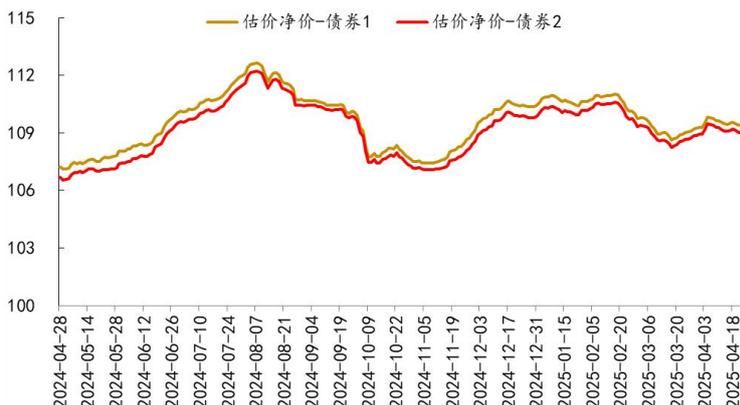
图表 1: 相关债券估值净价走势情况 (元)	4
图表 2: 发行主体存量债券收益率情况	5
图表 3: 债券提前兑付价格类型分布 (只)	5
图表 4: 未获通过的提前兑付方案中, 以面值兑付为主 (只)	6
图表 5: 一揽子化债以来成功按面值提前兑付债券大幅增加 (只)	7
图表 6: 山西省三只含调整票面利率选择权企业债情况	8
图表 7: 山西省信用债发行人含权债券类型以中票为主 (亿元)	8
图表 8: 山西省含调整票面利率选择权债券以产业债为主 (亿元)	8
图表 9: 山西含赎回权 (包括赎回、提前赎回) 债券以产业债为主 (亿元)	9
图表 10: 山西含承诺事项 (包括财务指标承诺、偿债保障承诺、事先承诺、经营维持承诺等) 债券以产业债为主 (亿元)	9

近期，某债项触发加速到期清偿条款，发行主体公告称将召开持有人会议对该债券加速到期清偿事宜进行审议，其中提前兑付价格为面值，引发投资机构的关注。

1 核心争议：兑付价格如何确定，事前披露是否尽职

加速条款被触发时，可提前清偿部分或全部债券本金。该债项为含权债，包括发行人调整票面利率选择权、投资人回售选择权、交叉违约条款和事先约束条款和加速到期条款。其中，加速到期条款和事先约束条款触发事项均包括涉及项目“连续2个会计年度未收到可用性服务费和运维绩效服务费”。而募集说明书规定，加速到期条款被触发时，经债券持有人大会讨论通过后，可提前清偿部分或全部债券本金，但前期条款设置中并未明确规定按照何种价格进行兑付。如果按照面值兑付，参照高于面值的估值净价买入的投资机构则要面临一定亏损。

图表 1：相关债券估值净价走势情况（元）



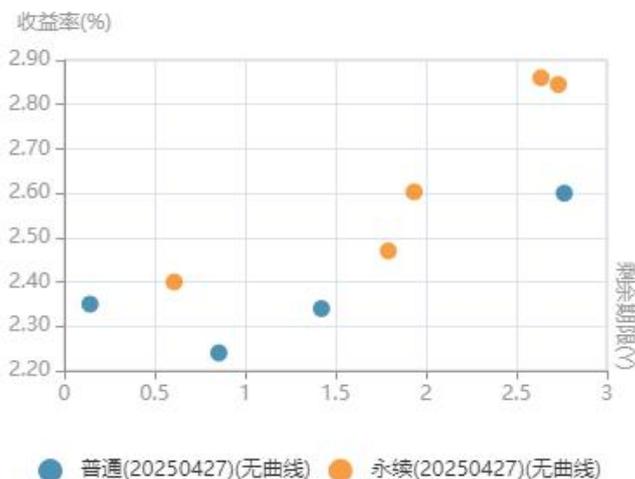
资料来源：Wind，中邮证券研究所

发行人项目回款情况披露可能存在瑕疵。该主体自2020年起每半年公布一次《募投项目建设及运营情况》，可以看出2023-2024年地方财政累计支付项目款一直维持不变，即未收到新增项目款。根据加速清偿相关公告的说明，2024年12月最新一期《募投项目建设及运营情况》之时，加速到期清偿条款理论上可能已经被触发，而2025年4月该主体才发布触发投资者保护条款的公告。

加速到期清偿方案如获通过，该主体债务结构将进一步优化。相关债项票面利率在4.7%-4.8%水平，尽管债券均包含调整票面利率条款，但只能向上调整或者保持原票面利率水平。若相关债项能实现加速到期清偿，该主体可以实现低息债务置换高息债务，优化债务结构。而此次事件引发关注后，地方或也将加快拖

欠项目款支付进度，为其补充流动性。加速到期清偿事件对该主体偿债能力影响较小，对类似存量含权债券二级价格或产生一定影响。

图表 2：发行主体存量债券收益率情况

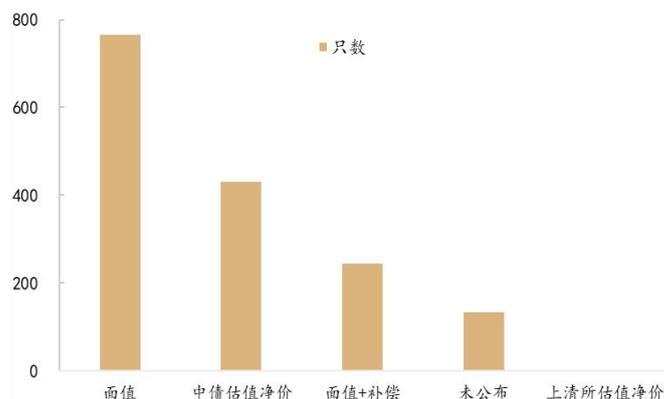


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 提前兑付：按面值兑付占比高，但争议也较大

按面值兑付和按公允价值兑付比例较为接近。2015 年以来共 1575 只债券发布提前兑付公告，不考虑未公布兑付方案情况，其中按照面值兑付只数占比 53%，按照中债估值净价或“面值+补偿”方式兑付只数占比 47%，按面值兑付和按公允价值兑付比例接近。

图表 3：债券提前兑付价格类型分布（只）



资料来源：企业预警通，中邮证券研究所

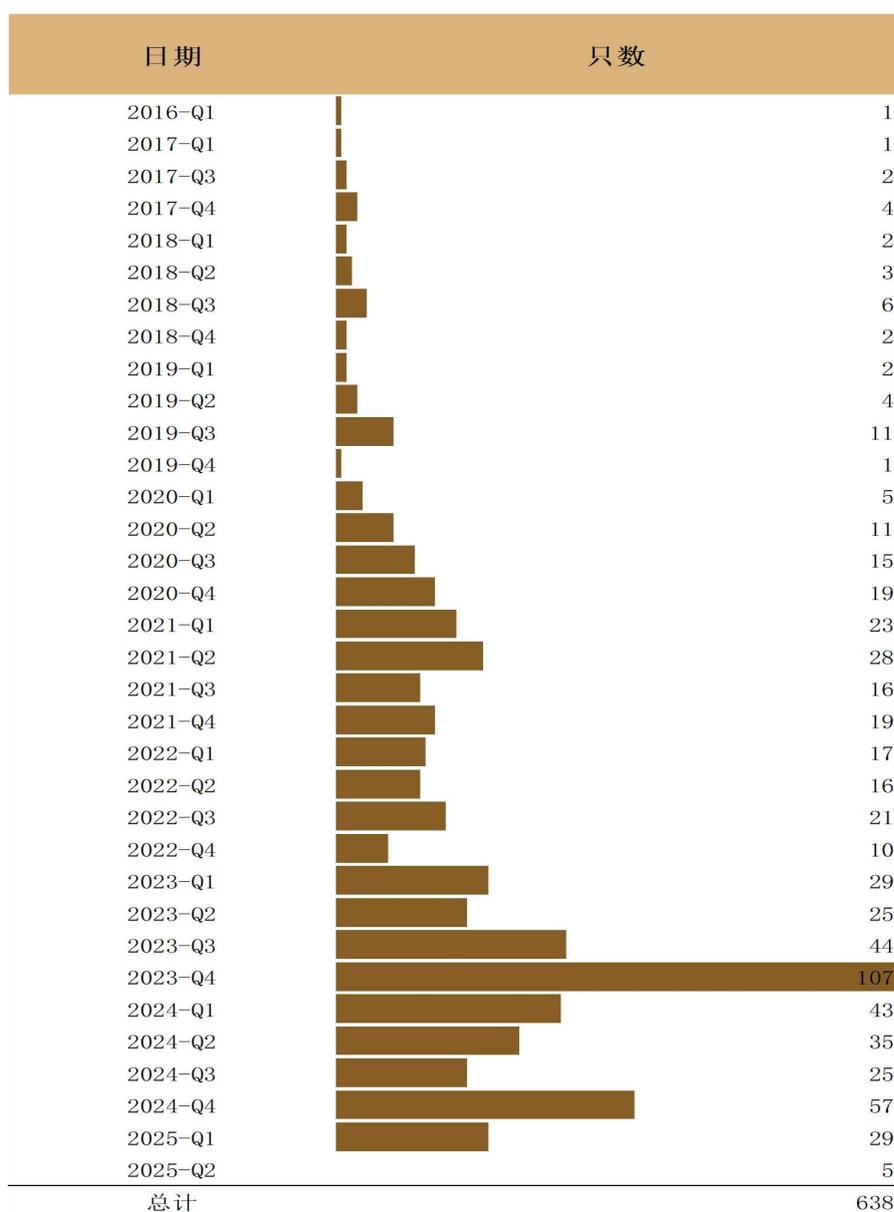
面值兑付争议较大。尽管面值兑付出现频率较高，但因上述原因，其争议也较大。我们统计提前兑付方案未获通过的债券合计 155 只，其中 94 只为按面值兑付，占比高达 61%，其中 24Q4 被否案例最多，高达 20 只。

图表 4：未获通过的提前兑付方案中，以面值兑付为主（只）

	面值	未公布	中债估值净价	面值+补偿	总计
2015-Q3	1	1			2
2016-Q1		1			1
2017-Q2	2				2
2017-Q3	6		2		8
2017-Q4	7	2	3		12
2018-Q1	1	1	2		4
2018-Q2	1	5	4	1	11
2019-Q1	1				1
2019-Q2				3	3
2019-Q3	3				3
2020-Q2	1	1			2
2020-Q3	1	2			3
2021-Q1	4	4	1		9
2021-Q2	2			1	3
2022-Q1	1				1
2022-Q2	1	1	1		3
2022-Q3	3			1	4
2022-Q4	1			1	2
2023-Q1	3				3
2023-Q2	5	2			7
2023-Q3	6				6
2023-Q4	8	1	5	2	16
2024-Q1	8	1			9
2024-Q2	5			1	6
2024-Q3	1	2	1		4
2024-Q4	16		4		20
2025-Q1	6	2	1		9
2025-Q2			1		1
总计	94	26	25	10	155

资料来源：企业预警通，中邮证券研究所

是否在政策支持范围内，也影响按照面值兑付的阻力大小。2023 年三季度之后，成功按面值提前兑付债券数量大幅增加。一方面，因为前期价格下跌较多，即使按照面值兑付也可有一定收益，并且可以提前锁定收益；另一方面，部分提前兑付债券可能在隐债范围内，受到化债政策支持，投资机构存在更高的意愿配合置换政策落地。

图表 5：一揽子化债以来成功按面值提前兑付债券大幅增加（只）


资料来源：企业预警通，中邮证券研究所

3 关注含权债项提前兑付风险

债券发行利率下行趋势下，发行人提前偿付债券动力更足。此次提前清偿事件再次反映含权债券的风险，即发行人可能利用调整票面利率、提前兑付、加速到期清偿等权利提前兑付债券，尤其是 2023 年以来一揽子化债叠加资产荒使得债券发行成本大幅下降，发行人更有动力通过提前偿付债券来优化债务结构，减

轻债务偿还压力。我们此前在《城投债票面利率下调还会继续吗?》一文中就含权城投债进行了详细统计梳理, 此处仅对山西省内含权债券进行统计:

图表 6: 山西省三只含调整票面利率选择权企业债情况

发行人	代码	余额(亿元)	起息日期	到期日期	下一行权日	面额(元)	内含特殊条款	是否城投债	估值收益率(%) - 20230721	估值收益率(%) - 20250425	估值收益率差值(bp)
朔州市投资建设开发有限公司	184519.SH	4.90	2022-08-08	2029-08-08	2025-08-08	100.00	债券提前偿还, 回售, 调整票面利率	是	5.5182	2.3665	-315.1700
山西建设投资集团有限公司	152506.SH	9.00	2020-06-29	2030-06-29	2025-06-29	100.00	调整票面利率, 回售, 交叉保护, 事先约束	否	4.6191	2.8198	-179.9300
	2080113.IB	9.00	2020-04-29	2030-04-29	2025-04-29	100.00	调整票面利率, 回售, 事先约束, 交叉保护	否	4.6121	2.7867	-182.5400

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 7: 山西省信用债发行人含权债券类型以中票为主 (亿元)

发行人	一般中期票据	私募债	一般公司债	定向工具	总计
山西焦煤集团有限责任公司	161.00		100.00		261.00
晋能控股装备制造集团有限公司	205.00		15.00		220.00
晋能控股煤业集团有限公司	195.00	20.00			215.00
山西建设投资集团有限公司	153.00		42.70		195.70
华远国际陆港集团有限公司	44.00	84.00	46.00		174.00
晋能控股电力集团有限公司	97.00	75.00			172.00
太原市龙城发展投资集团有限公司	65.00	70.00	15.00	14.90	164.90
太原国有投资集团有限公司	62.30	70.00		25.00	157.30
山西路桥建设集团有限公司	75.00	45.00			120.00
华阳新材料科技集团有限公司	91.00				91.00
山西省文化旅游投资控股集团有限公司	37.00	54.00			91.00
山西交通控股集团有限公司	10.00	60.00	20.00		90.00
临汾市投资集团有限公司	32.70	45.75			78.45
山西华阳集团新能股份有限公司			60.00		60.00
晋能控股山西电力股份有限公司	30.00	20.00			50.00
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	50.00				50.00
运城城市投资建设开发集团有限公司	20.00	29.00			49.00
山西金融投资控股集团有限公司			40.00		40.00
晋城市国有资本投资运营有限公司		36.10			36.10
山西省交通开发投资集团有限公司	21.00	10.00	4.00		35.00
晋能控股装备制造集团华显能源化工山西有限责任公司	20.50	7.00			27.50
大同市经济建设投资集团有限责任公司		22.00			22.00
晋中市公用基础设施投资控股(集团)有限公司			21.40		21.40
山西焦煤能源集团股份有限公司			20.00		20.00
山西兰花科技创业股份有限公司			20.00		20.00
太原重型机械集团有限公司		20.00			20.00
格盟国际能源有限公司	15.00				15.00
忻州资产经营集团有限公司		15.00			15.00
阳城县国有资本投资运营有限公司		15.00			15.00
大唐山西发电有限公司	10.00				10.00
晋商信用增进投资股份有限公司		10.00			10.00
山西春汾科创投资集团有限公司			10.00		10.00
阳城县阳泰集团实业有限公司		10.00			10.00
山西蓝焰控股股份有限公司			8.00		8.00
山西省国新能源股份有限公司		8.00			8.00
泽州县国有资本投资运营有限公司		8.00			8.00
太原重工股份有限公司		7.00			7.00
华远陆港资本运营有限公司		5.00			5.00
忻州汇丰投资集团有限公司			5.00	5.00	5.00
长治市财通投资控股集团有限公司			5.00		5.00
山西省经济建设投资集团有限公司		3.00			3.00
山西国际电力集团有限公司			2.82		2.82
总计	1394.50	738.85	119.92	54.90	2618.17

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 8: 山西省含调整票面利率选择权债券以产业债为主 (亿元)

发行人	产业债	城投债	总计
晋能控股煤业集团有限公司	215.00		215.00
晋能控股装备制造集团有限公司	200.00		200.00
山西焦煤集团有限责任公司	200.00		200.00
山西建设投资集团有限公司	180.70		180.70
太原国有投资集团有限公司		122.30	122.30
晋能控股电力集团有限公司	97.00		97.00
山西路桥建设集团有限公司	95.00		95.00
华远国际陆港集团有限公司		90.00	90.00
山西省文化旅游投资控股集团有限公司	76.00		76.00
临汾市投资集团有限公司		75.55	75.55
太原市龙城发展投资集团有限公司		69.90	69.90
华阳新材料科技集团有限公司	61.00		61.00
山西华阳集团新能股份有限公司	60.00		60.00
晋能控股山西电力股份有限公司	50.00		50.00
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	40.00		40.00
运城城市投资建设开发集团有限公司		40.00	40.00
晋城市国有资本投资运营有限公司	31.10		31.10
山西交通控股集团有限公司	30.00		30.00
山西金融投资控股集团有限公司	30.00		30.00
山西省交通开发投资集团有限公司	21.00		21.00
晋能控股装备制造集团华显能源化工山西有限责任公司	20.50		20.50
山西焦煤能源集团股份有限公司	20.00		20.00
山西兰花科技创业股份有限公司	20.00		20.00
太原重型机械集团有限公司	20.00		20.00
晋中市公用基础设施投资控股(集团)有限公司	18.40		18.40
格盟国际能源有限公司	15.00		15.00
忻州资产经营集团有限公司	15.00		15.00
阳城县国有资本投资运营有限公司	15.00		15.00
大唐山西发电有限公司	10.00		10.00
晋商信用增进投资股份有限公司	10.00		10.00
山西春汾科创投资集团有限公司	10.00		10.00
阳城县阳泰集团实业有限公司	10.00		10.00
山西蓝焰控股股份有限公司	8.00		8.00
山西省国新能源股份有限公司	8.00		8.00
大同市经济建设投资集团有限责任公司		7.00	7.00
太原重工股份有限公司	7.00		7.00
华远陆港资本运营有限公司	5.00		5.00
忻州汇丰投资集团有限公司	5.00		5.00
长治市财通投资控股集团有限公司		5.00	5.00
山西国际电力集团有限公司	2.82		2.82
总计	1606.52	109.75	2016.27

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 9：山西含赎回权（包括赎回、提前赎回）债券以产业债为主（亿元）

发行人名称	产业债	城投债	总计
晋能控股煤业集团有限公司	215.00		215.00
晋能控股装备制造集团有限公司	200.00		200.00
山西焦煤集团有限责任公司	200.00		200.00
山西建设投资集团有限公司	148.00		148.00
晋能控股电力集团有限公司	97.00		97.00
山西路桥建设集团有限公司	75.00		75.00
华阳新材料科技集团有限公司	61.00		61.00
山西华阳集团新能股份有限公司	60.00		60.00
山西省文化旅游投资控股集团有限公司	54.00		54.00
晋能控股山西电力股份有限公司	50.00		50.00
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	40.00		40.00
太原市龙城发展投资集团有限公司		40.00	40.00
山西交通控股集团有限公司	30.00		30.00
晋城市国有资本投资运营有限公司	21.10		21.10
山西省交通开发投资集团有限公司	20.00		20.00
太原重型机械集团有限公司	20.00		20.00
晋中市公用基础设施投资控股(集团)有限公司	18.40		18.40
格盟国际能源有限公司	15.00		15.00
大唐山西发电有限公司	10.00		10.00
山西省国新能源股份有限公司	8.00		8.00
大同市经济建设投资集团有限责任公司		7.00	7.00
总计	1342.50	47.00	1389.50

资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 10：山西含承诺事项（包括财务指标承诺、偿债保障承诺、事先承诺、经营维持承诺等）债券以产业债为主（亿元）

发行人	产业债	城投债	总计
华远国际陆港集团有限公司		130.00	130.00
山西焦煤集团有限责任公司	121.00		121.00
山西交通控股集团有限公司	80.00		80.00
太原市龙城发展投资集团有限公司		75.00	75.00
太原国有投资集团有限公司		70.00	70.00
晋能控股电力集团有限公司	65.00		65.00
山西华阳集团新能股份有限公司	60.00		60.00
华阳新材料科技集团有限公司	55.00		55.00
山西路桥建设集团有限公司	50.00		50.00
临汾市投资集团有限公司		45.75	45.75
山西建设投资集团有限公司	42.70		42.70
山西金融投资控股集团有限公司	40.00		40.00
山西省文化旅游投资控股集团有限公司	40.00		40.00
晋能控股装备制造集团有限公司	35.00		35.00
运城市城市建设投资开发集团有限公司		29.00	29.00
大同市经济建设投资集团有限责任公司		22.00	22.00
晋中市公用基础设施投资控股(集团)有限公司	21.40		21.40
晋城市国有资本投资运营有限公司	21.10		21.10
晋能控股煤业集团有限公司	20.00		20.00
山西兰花科技创业股份有限公司	20.00		20.00
阳城县国有资本投资运营有限公司	15.00		15.00
山西省交通开发投资集团有限公司	14.00		14.00
晋能控股山西电力股份有限公司	11.30		11.30
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	10.00		10.00
阳城县阳泰集团实业有限公司	10.00		10.00
山西蓝焰控股股份有限公司	8.00		8.00
山西省国新能源股份有限公司	8.00		8.00
泽州县国有资本投资运营有限公司	8.00		8.00
晋能控股装备制造集团华显能源化工山西有限责任公司	7.00		7.00
太原重工股份有限公司	7.00		7.00
华远陆港资本运营有限公司	5.00		5.00
忻州资产经营集团有限公司	5.00		5.00
总计	779.50	371.75	1151.25

资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 风险提示

债券持有人会议结果超预期，市场波动加大。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048