

高收益债券实务精要： 债券及贷款信用分析指南

(美) 罗伯特 S. 克里切夫 (Robert S. Kricheff) (著)

马海涌 刘振山 译



机械工业出版社

罗伯特 S. 克里切夫是瑞士瑞信银行的高收益债券专家。在本书中，他重点关注了金融市场从业人员在准备及应用高收益市场信用分析工具时所采取的实践方式，为读者提供了大量的情景分析，展现了多方面的信用风险，分析对象覆盖了准投资级公司到濒临破产的公司。作者将信用分析视为一个动态过程，介绍了对财务流动性及资产保全进行估值的方法，说明了高收益市场中重要工具的使用方式，令人信服的论证了信用分析不只是一门科学，更是一门艺术。

Authorized translation from the English language edition, entitled *A Pragmatist's Guide to Leveraged Finance: Credit Analysis for Bonds and Bank Debt*, 1 Edition, 978-0-13-285523-5 by Robert S. Kricheff, published by Pearson Education, Inc., publishing as FT Press, Copyright © 2012 by Robert S. Kricheff.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by PEARSON EDUCATION ASIA LTD., and CHINA MACHINE PRESS Copyright © 2012.

本书中文简体字版由培生教育出版公司授权机械工业出版社合作出版，未经出版者书面许可，不得以任何形式复制或抄袭本书的任何部分。

本书封面贴有 Pearson Education（培生教育出版集团）激光防伪标签。无标签者不得销售。

北京市版权局著作权合同登记号：图字：01-2012-5073

图书在版编目（CIP）数据

高收益债券实务精要：债券及贷款的信用分析指南 /（美）克里切夫著；马海涌，刘振山译．—北京：机械工业出版社，2012.12
ISBN 978-7-111-40793-5

I. ①高… II. ①克… ②马… ③刘… III. ①债券投资—基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 302062 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

责任编辑：李新妞 丁思檬

责任校对：舒莹

责任印制：

印刷厂印刷

2013 年 1 月第 1 版·第 1 次印刷

170mm×242mm·16.25 印张·1 插页·千字

标准书号：ISBN 978-7-111-40793-5

定价： 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

网络服务

社服务中心：(010) 88361066

教材网：<http://www.cmpedu.com>

销售一部：(010) 68326294

机工官网：<http://www.cmpbook.com>

销售二部：(010) 88379649

机工官博：<http://weibo.com/cmp1952>

读者购书热线：(010) 88379203

封面无防伪标均为盗版

谨以此书献给我挚爱的妻子和父母，我因为拥有你们而幸福。

作者简介

罗伯特 S. 克里切夫是瑞士瑞信银行（Credit Suisse）^①的董事总经理兼美国高收益策略部门的负责人。他有着 20 年以上的信用分析工作经验。在其职业生涯中，克里切夫的工作研究过很多行业，这些行业包括：传媒业、有线电视业、卫星业、电信业、博彩业、娱乐业、医疗保健业以及能源业等。克里切夫主要从事于新兴市场公司债券以及投资组合策略分析。他在工作中涉及的投资工具包括：债券、可转换债券、贷款、优先股以及信用违约互换等。克里切夫拥有纽约大学的经济学学士学位以及伦敦大学亚非研究院的理学（金融经济学）硕士学位。

^①瑞士瑞信银行（Credit Suisse）原名为瑞士信贷，2006 年，正式更名瑞信。成立于 1856 年，总部设在瑞士苏黎世，是全球第五大财团，瑞士第二大的银行（仅次于它的长期竞争对手 UBS 瑞士联合银行），是一家经营个人、公司金融服务、银行产品及退休金、保险服务的投资银行和金融服务公司。在 50 多个国家有分公司，公司总投资为 245 亿美元，管理财产为 11 953 亿瑞士法郎。——译者注

致谢

在此，我要特地感谢 McDermott Will&Emery 有限责任合伙公司的 John Lutz 以及 Paul, Weiss, Rifkind, Wharton&Garrison 有限责任合伙公司的 Andrew N. Rosenberg，感谢他们给我的建议和帮助。他们两个都是非常优秀的律师，而且极具热忱。感谢 John Kolmer，他是一个非常好的人，非常好的老板，他曾经给予我的帮助，我至今仍记忆犹新。

目录

作者简介	
致 谢	
第 1 章 引言	1
第 2 章 高收益市场常用术语	7
2.1 通用术语	8
2.2 收益及价差的定义	12
章后练习	16
第 3 章 高收益市场的定义及评级机构	17
第 4 章 高收益市场的参与者	21
4.1 发行人	21
4.2 卖方	22
4.3 买方	23
4.4 私募股权公司	25
第 5 章 高收益市场的分析有何独特之处	27
第 6 章 高收益市场的分析要素	31
6.1 分析的要素	32
6.2 从实务角度进行多维分析	33
第 7 章 银行贷款的特点	35
章后练习	40
第 8 章 价格、收益率及价差入门	41
8.1 基础知识	41
8.2 关于收益率的几点说明	43

8.3	关于价差的几点说明	43
8.4	银行贷款利率	44
8.5	久期	45
8.6	总收益率	45
8.7	到期付息债券：价格与收益率	46
8.8	术语在实践中的应用	48
	章后练习	49
第9章	财务报表分析重点	51
9.1	EBITDA	53
9.2	资本支出	57
9.3	利息费用	58
9.4	税收	59
9.5	营运资本的变动	60
9.6	自由现金流量	61
9.7	资产负债表	62
9.8	财务报表在实践中的应用	64
	章后练习	66
第10章	信用比率	67
10.1	EBITDA 对利息的比率	68
10.2	债务对 EBITDA 的比率	71
10.3	杠杆比率在实践中的应用	76
10.4	估值在实践中的应用	77
10.5	自由现金流比率	78
	10.5.1 营运资本的变动	79
	10.5.2 股利	79
	10.5.3 收购	80
	10.5.4 一次性费用	80
	10.5.5 自由现金流对债务的比率	81

	10.6 自由现金流在实践中的应用	81
	章后练习	83
第 11 章	企业趋势分析与经营性比率	85
	11.1 经营趋势	86
	11.2 利润率与费用	88
	11.3 资本支出	90
	章后练习	92
第 12 章	预期、建模与情景分析	93
	12.1 销售与收入	94
	12.2 完整的模型	97
	12.3 情景分析	105
	12.4 银行维持性条款及预期在实践中的应用	107
	章后练习	108
第 13 章	结构性问题 I：利率和息票	109
	13.1 银行贷款利率	109
	13.2 债券息票	111
	零息债券与零阶债券	111
	13.3 利率是如何确定的	117
	13.4 利率变化的建模	118
	章后练习	120
第 14 章	结构性问题 II：期限结构、提前赎回与回售	121
	14.1 期限结构	121
	14.2 提前赎回	122
	14.2.1 回拨	125
	14.2.2 10% 赎回	126
	14.2.3 现金流清扫	127
	14.2.4 适用高收益折扣的义务	128
	14.2.5 其他银行提前还款	128

	14.2.6 公开市场回购	128
	14.3 债券的提前再融资在实践中的应用	130
	章后练习	132
第 15 章	结构性问题 III：债务的排序	133
	15.1 排序	134
	15.2 结构性次级	136
	15.3 附属担保	140
	章后练习	143
第 16 章	高收益债券合同的关键条款	145
	16.1 债务的发行	146
	16.2 定义性条款及例外条款	149
	16.2.1 定义性条款范例	149
	16.2.2 例外条款	150
	16.3 偿付约束条款	151
	16.4 控制权的变更	153
	16.5 资产出售	154
	16.6 公布财务报表的要求	155
	16.7 其他条款	156
	16.8 肯定性/维持性条款	157
	16.9 受限制群体与非受限制群体	158
	章后练习	161
第 17 章	合同的修订、豁免及同意	163
	章后练习	170
第 18 章	因新事件产生的收益或损失	171
	18.1 情景 1：借款人进行一次收购活动	172
	18.1.1 FastFoodCo (FFC) 公司的实际情况	172
	18.1.2 GoodFoodCo (GFC) 公司的实际情况	172
	18.1.3 交易情况	173

	18.2 情景 2：借款人被收购	176
	18.3 情景 3：借款人宣布进行一次 IPO	180
	18.4 情景 4：借款人面临债务到期	183
	18.5 债务偿还中与混合价格有关的实务问题	185
	章后练习	186
第 19 章	公司管理层及所有者	187
第 20 章	在分析债务时，为什么还要分析股票	191
	20.1 估值	191
	20.2 监控股票	196
	章后练习	198
第 21 章	价值、相对价值及可比分析	199
	章后练习	205
第 22 章	新发行债务	207
第 23 章	问题债务、破产及重组	211
	23.1 求偿权	213
	23.2 求偿权的分级	215
	23.3 次级求偿权	216
	23.4 因破产引起的求偿权	218
	23.5 公司的估值	218
	23.6 公司的出售或重组	220
	23.7 不破产情况下的公司重组	223
	23.8 一些与破产重组有关的实务问题	224
	章后练习	226
第 24 章	准备一份信用快照	227
第 25 章	投资决策过程	231
	25.1 投资决策过程范例	232
	25.1.1 项目宏观概述	233
	25.1.2 公司	233

25.1.3	信用基础	233
25.1.4	事件分析	234
25.1.5	证券分析	234
25.1.6	相对估值及收益	235
25.1.7	决策	235
25.2	一些投资陷阱	236
第 26 章	结束语	239
章后练习	答案	241