

2015年8月21日

宏觀經濟

人民幣貶值，關注美元債——“換了美元買什麼”系列專題之一

中國美元債基本特徵概覽：1) 發行量不斷攀升，整體規模仍有限。中國美元債共存續 2170 只，代償餘額 3370 億美元，約合 2.15 萬億人民幣，約占我國在岸債券總量的 5.14%。在全球美元債市場上占比 2.07%，低於英國、法國、瑞士等。2) 發行條件逐漸放寬。我國對海外發行債券從餘額控制發展到資格審批制，儘管如此，通過有關部門的審核過程依舊漫長。3) 增信多採用“維好協定+回購協定”。當發行人通過特殊目的子公司發債時，為繞開國內對內保外貸的漫長審批流程，境內母公司常使用“維好協議”+“回購協定”方式為子公司提供增信。4) 發行方式：私募發行為主流，上市首選香港。存續的離岸美元債中，沒有選擇上市的債券數量占 78%。在已經上市離岸美元債中，港交所上市占比最高，達 62%，其次是新加坡。5) 發行人主要集中在銀行、地產。金融業（銀行、保險、券商等）美元債總額 1410 億，占比約 42%，銀行為絕對主力。非金融業發行人主要集中在房地產、勘探及生產、公用設施等行業。存續美元債中有 104 只地產債，總餘額 436 億美元，占比約 12.93%。6) 發行期限、利率與評級情況。評級來看，投機級占比 11%，投資級占 89%，A+級占比最高，達 54.2%。投機級以 3-5 年期為主，而投資級以 1 年期以內的短期債券為主。投機級利率範圍分佈較廣，有接近一半的投機級美元債利率在 7-10%之間。

投機級美元債：投資價值上升，擇優配路。1) 流動性較好。投機級美元債共存續 211 只，約 540 億美元。發行人多為港股上市公司，未上市的僅占 3%，流動性相對較好。2) 美元強勢，人民幣匯率彈性加大。美國經濟一枝獨秀且即將加息，美元相對人民幣仍將強勢，投資美元債的匯率對沖成本將有所下降，甚至有可能因美元升值而享受正收益。3) 境內高收益資產稀缺，離岸高息債吸引力上升。境內信用債利率大幅下降，而離岸債市相對獨立，部分高票息美元債吸引力提升，國際評級 BB 的發行利率約 6%左右，國際評級 B 的發行利率約在 7%-10%，遠高於國內 AA、AA-等中低等級債券的發行利率。4) 地產美元債相對價值上升。地產美元債境內外利差較大，同一發行人境內外債券利差在 150BP-400BP（國際評級 BB 大致對應國內 AAA，國際評級 B 大致對應國內 AA，一般相差 3 大檔 9 小檔），可比發行人境內外利差亦達 300BP。

地產美元債受佳兆業事件拖累持續低迷，而房企受益於境內融資放鬆，流動性壓力下降，信用資質實質改善，境內外利差高企下，離岸債相對價值提升。5) 供給趨勢性下降，配路美元資產意願上升，供需層面有利。美元升值和境內地產融資放鬆將致美元債發行動力下降，而居民購匯意願上升，助推美元資產配路熱情。

投資級美元債：相對吸引力有限。投資級美元債多由四大國有銀行發行，目前共存續 1694 只，總額 2564 億美元，多數未上市。投資級美元債利率較低（今年以來銀行所發 1 年期美元債平均利率 0.67%），且受即將到來的美元加息的衝擊更大（更類似於美國國債），對於境內投資者來說投資價值不高，但對國際投資者來說仍具有一定配額價值。

風險提示：美元加息在即，美元債或遭衝擊；境外債券無剛兌，更需防範信用風險；匯率波動性加大，對沖難度提高。

哈薩克大貶，又有黑天鵝！

哈薩克斯坦於昨日起取消匯率波動區間限制，隨後該國匯率貶值 30% 以上。哈薩克斯坦外匯儲備僅約 200 億美元，同時外債規模超過 1500 億美元，令該國在聯儲加息、人民幣貶值的衝擊下難以為繼。美聯儲 7 月會議紀要顯示年內加息概率仍大，而新興市場貨幣持續承壓，過去 3 個月巴西雷亞爾兌美元已貶值 16%，馬來西亞貶值 14%，泰銖 6.5%，印尼盾 4.5%，阿根廷 3.1%。上周人民幣貶值黑天鵝衝擊全球，之後央行發佈會穩定預期，加之中國外儲充足，短期貶值或告一段落。但中美利率趨勢逆轉，意味著外儲或持續流失，衝擊匯率穩定，也意味著貨幣政策空間受限，短期利率或難再降，以防止資金大規模流出。

大市導航

通信設備：電信業歷次改革回顧與聯通大漲點評

近兩日中國聯通連續大漲 14.62%，引發了市場對中國聯通和中國電信合併的預期。回顧一下中國電信行業歷年的改革歷程，不難發現，電信行業改革的目標一直是打破壟斷，實行資費市場化，提高公眾福利。而中國聯通從創立伊始，就擔負了打破壟斷的歷史使命，並在歷次電信行業改革和重組中，充當先鋒角色。

因此，在運營商混合所有制改革繼續推進的預期下，通信行業首要的國企改革機會繼續關注中國聯通。

網路資源層面：電信運營商已經全面轉向全業務運營，三大運營商中，中國聯通無線和固網資源的綜合競爭優勢最強。

政策監管層面：電信改革的初衷是打破壟斷，針對中國移動的非對稱管制政策預計將繼續維持，中國聯通延續在政策監管層面獲得的傾斜與扶持。

業務轉型層面：互聯網 OTT 業務興起，而中國聯通先行一步，語音業務占比降至三成，基於 IT 系統率先大集中化優勢，聯通兼具市場統一與業務創新的優勢，積極推進業務轉型。

治理結構改革：面對 OTT 業務的衝擊和虛擬運營商引入的倒逼，伴隨混合所有制改革的推進，建議關注國企治理結構改革啟動中國聯通活力所帶來的企業組織效率和競爭力的飛躍。

風險提示：業務發展不達預期。國企改革不及預期。

安琪酵母（600298）：淨利潤快速恢復，持續高增長可期

公司 1H15 實現營業收入 20.5 億元，同比增 18%；歸母淨利潤 1.4 億元，同比增 62.4%；扣非歸母淨利潤 1.1 億元，同比增 54.2%；EPS 為 0.43 元/股。2Q 公司實現營業收入 10.7 億元，同比增 13.9%；歸母淨利潤 9101.8 萬元，同比增 81.6%。

公司同時公佈業績預告，2015 年前三季度歸母淨利潤同比增長 50%-80%。

收入增長符合預期，淨利潤快速恢復。上半年酵母及深加工產品行業收入 17.06 億元/+18%；乳製品行業收入 2223.6 萬元/+4.1%；包裝行業收入 6276.8 萬元/-17.1%；制糖行業收入 4227.6 萬元/+197.4%，主要受益於 15 年行業景氣度回升，糖價上漲；其他行業 2.06 億元/+19.1%。分地區來看，上半年國內收入 13.8 億元/+18.18%，國外收入 6.6 億元/+17.3%，人民幣貶值利好國外業務開展，預計未來收入增速有望加快。公司近兩年由於固定資產集中釋放、費用較高等原因導致淨利潤持續負增長，15 年以來隨著費用率的下降，公司盈利能力有所恢復，1H15 歸母淨利潤同比增 62.4%。

毛利率同比降 0.4pct，費用管控加強，費用率同比降 2.02pct。1H15 公司綜合毛利率為 30.33%/-0.4pct，其中酵母及其深加工行業毛利率下降 0.7pct 至 33.07%，我們判斷主要是由於原材料成本上升所致。費用方面，公司 15 年以來加強費用管控，效果顯著：上半年銷售費用率為 10.98%/-1.18pct；管理費用率為 7.35pct/+0.21pct；財務費用率為 2.78%/-1.05pct。

費用管控加強使得公司上半年淨利率為 7.71%/+1.99pct。預計未來隨著公司費用管理的進一步深入，盈利能力仍有提升空間。

傳統酵母業務仍有空間，新業務儲備進一步打開成長空間。我們認為公司傳統酵母業務仍有較大發展空間：1）國內隨著居民消費的升級以及對食品安全問題的關注，酵母的使用滲透率會繼續提高（如替代老面、含鋁膨松劑等）；2）未來在人民幣貶值的背景下以及隨著俄羅斯工廠的建成投產，預計公司在海外市場的市占率將進一步提升，收入增速有望保持快速增長。此外，公司還儲備酶製劑、糖業、調味品、金融租賃等新業務，為公司未來的成長打開空間。

主要不確定因素。糖蜜價格大幅上漲，需求不達預期導致產能利用率下降。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 – 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。