

2015 年 11 月 23 日

宏觀經濟

那些年，我們一起經歷過的違約 —— 公募債違約回顧與展望

那些年，我們一起經歷的信用風險事件。超日債利息違約打開了公募債違約的潘朵拉魔盒，此後便一發不可收拾，不到兩年的時間內，公募債券領域已發生 15 起信用事件，其中有 8 起最終實質性違約。1) 從行業分佈來看，公募信用事件主要集中於兩個領域：一是光伏、風電等新能源行業，二是鋼鐵、有色、機械設備等產能過剩行業。2) 從企業屬性來看，最終違約的除民企外，也包括天威、二重、中鋼等央企，而地方國企仍金身未破，15 年以來，評級下調主體中央企占比也明顯上升。國家層面力主轉型改革和打破剛兌，對於產能過剩行業的央企兜底意願下降，而地方政府維穩動力仍強，對地方國企隱性擔保仍在。因而，除了實力和外部支持均較弱的民企外，也需警惕一些產能過剩、經營不善或集團支援力度較弱的中央企業違約風險。3) 從券種來看，目前短融、中票、企業債、公司債等均已具有實質性違約案例發生，公司債違約比例相對較高，企業債保剛兌難度加大。

違約企業特徵剖析。1) 評級調整已有反映。信用評級對於信用資質的反映整體滯後，但對重大信用事件反映較充分，15 起信用事件主體中事發前平均發生評級下調 2.9 次，違約主體 4.3 次，評級連續下調或跨級別下調主體違約風險更高。2) 審計結果多有瑕疵，財務資訊品質不佳。信用事件主體被出具非標準審計意見占比高達 46.7%，原因多為會計處理不當或持續經營能力存重大不確定性。3) 連年虧損或突發大額虧損。違約主體無一例外均現虧損，多為連年虧損且虧損額擴大。

盈利是現金流之本，長期虧損必然增大違約風險。4) 流動性衰竭。違約直接體現為流動性危機，即貨幣資金難以覆蓋短期債務。值得注意的是，很多企業並未將一年內到期的債券列入“一年內到期的非流動負債”，而是直接列入“應付債務”，分析流動性時需手動調整。5) 資不抵債。資不抵債大致是違約的充分而非必要條件，違約時資不抵債占比約 50%，但若已出現資不抵債，違約概率將大幅上升，一是由於自身償債能力喪失，二是已滿足破產條件。6) 公司治理因素，關注民企實際控制人風險。實際控制人變更將限制公司融資能力，加劇周轉壓力，如中富和山水，二重陷入危機也很大程度上由於控股股東變更；民企實際控制人被調查或消極應對將對企業償債能力造成致命打擊，如華通路橋、雨潤、湘鄂。

預判違約靠不靠譜？信用分析通過定性分析和財務資料分析衡量企業信用風險，即違約可能性大小，但信用資質惡化除了受盈利惡化、負債加重等“慢變數”影響，也受實際控制人變更或接受調查、

突遇重大訴訟、再融資受阻等“快變數”影響，而最終是否違約受外部支援、資產變現進度等影響很大，很難通過公開信息進行預判，因而通過固定的指標來判別違約與否不現實，只能依賴傳統的信用分析判斷信用風險高低。至於違約後實際損失，更是債權人、債務人、股東、外部力量等多方博弈的結果，無法預測的變數更多，即回收率的預判更為複雜。因此，按預判的靠譜程度從高到低排序應為：信用風險（違約率）>違約與否>實際損失（違約回收率）。而違約可分為經營惡化導致的現金流自然枯竭和其他因素導致的流動性危機兩類，後者較前者更難預判。

公募債券違約展望。經濟仍在探底，產能過剩行業信用風險的釋放只是開始，將會有越來越多的違約企業浮出水面，違約將會變得如同評級下調一樣稀鬆平常。國內債券尚無交叉違約條款，未來一年內公募債違約可能是如下兩種情況，一是在債券到期前即被債權人申請或主動申請進入破產程式，二是在未來一年內有債券到期或回售而難以償付。對於第一種情況，我們篩選出已經資不抵債或淨資產下滑較快，將很可能在一年內資不抵債的，共 7 個發行人（詳見正文）。對於第二種情況，篩選流動性壓力較大的發行人，主要考慮兩個方面，一是連續虧損或突現大額虧損，二是帳面資金對短期債務的覆蓋程度較低。篩選結果顯示，共有 49 個發行人流動性壓力較大且有債券於 16 年底之前到期或回售，相應個券有一定兌付風險（詳見正文）。

勢在，順之

1、流動性寬鬆延續，市場趨勢未變。（1）上周央行下調隔夜 SLF 利率至 2.75%，7 天 SLF 利率至 3.25%，繼續助力流動性寬鬆格局，資金流入股市的邏輯和趨勢仍存在。11 月來銀證轉帳、新發公募均明顯增長，市場年內最值得關注的外部背景仍然是 12 月 16-17 日的美聯儲議息會議，如實際加息可能會對市場形成短期擾動。（2）11 月 20 日，證監會發佈《進一步推進全國中小企業股份轉讓系統發展的若干意見》，提出推進新三板向創業板轉板試點等。此後，鳳凰財經等媒體曝證監會尚鋼主席要求全力以赴明年三月註冊制要有結果。回顧歷史表現，IPO、股票發行並不是行情結束的決定因素，只會短暫影響市場的供求關係。而且從臺灣歷史經驗看，註冊制放開前後並未對市場形成明顯衝擊。

2、如何理解高估值？這次是水多了。最近 2 個多月的上漲，中小創上漲幅度更大，創業板 PE（TTM）再次回到 90 倍，這讓投資者心理很不安。回顧過去 3 年市場，能更好地理解當下的高估值。2013 年，市場結構分化，創業板牛市源自盈利和估值雙向提升，創業板淨利潤同比從 12 年的 6.3% 上升至 13 年的 26.2%，盈利加速帶動估值提升了 44%，疊加盈利增長的 26%，成為創業板走牛的關鍵。2014 年，利率略升，估值平穩，上證綜指、中小板、創業板指均實現正增長，成為指數上漲的主要來源。2015 年，上證綜指、中小板指、創業板指分別上漲 11.8%、56.0%、88.3%，考慮本輪行情的啟動實際源自 14 年 11 月 21 日的央行降息，而主機板又率先發力表現，因此計入此階段後上證綜指、中小板指、創業板指分別上漲 48.0%、59.4%、87.4%，市場整體均出現大幅抬升。

但同期盈利變化不大，指數上漲主要來自估值水位的大幅提升，背後動力源自央行放水後利率水準的大幅下行（利率水準相較 14 年同比下降 17.8%）。

3、應對策略：勢在，順之。（1）高倉順勢，靜觀其變。中長期而言，利率下行推動大類資產配額轉向股市的趨勢不變。短期而言，央行下調 SLF 利率流動性維持寬鬆格局，市場向上趨勢未變。中證 1000、中證 500 均創本輪上證新高，流動性寬鬆、資金入市的趨勢未變，主題熱點更優，保持高倉位順之。重點跟蹤 12 月 16-17 日美聯儲議息會議及國內債券市場信用違約情況，屆時如果都偏負面可能形成市場階段性回檔的誘導因素。（2）持有成長和券商，主題關注環保、體育。

十三五規劃相關的先進製造（新能源汽車、智慧機械）、資訊經濟（大資料、雲計算）、現代服務（健康、娛樂），是股市中期主戰場，IPO 恢復和註冊制推進，今年滯漲的券商短期可繼續持續，新熱點關注環保、體育。

風險提示：經濟增長失速，政策調控市場超預期。

大市導航

紡織與服裝：廣泛化及專業化的兩條路徑推動體育服飾市場擴容

國家政策大力支持，體育運動服飾迎來更廣泛消費人群；體育愛好人群明顯增多，帶動體育運動服飾向專業化方向發展。

內資運動鞋服品牌基本從後奧運時代的調整中逐步恢復，營收增速及營業利潤增速得到明顯回升，終端零售店數量開始企穩，並出現小幅增長，有望在新一輪體育浪潮下迎來發展，重點關注奧康國際、貴人鳥；戶外行業進入精細化發展階段，推薦探路者。

風險提示：市場需求不達預期。

食品：業績不喜不悲，價值股更有價值

最新行業資料顯示，24 個食品飲料子行業中收入增速呈現加速趨勢的有 5 個，持平的 11 個；利潤增速呈現加速趨勢的有 8 個，持平的 6 個。收入絕對增速全部集中於-10%至 20%之間，負增長的僅有 3 個，利潤絕對增速在 0 至 20%之間有 17 個，大於 20%的有 5 個，負增長的僅有 2 個。

在宏觀經濟增速持續放緩的大環境下，我們認為食品飲料行業盈利增速也將承壓，但整體仍將保持低速增長水準，不存在大幅波動風險。各子行業內部分化加劇，優質龍頭公司競爭優勢和市場份額穩步提升，經營穩定性、持續性向好，而劣勢公司往往通過轉型或者並購謀求突破。

對低風險偏好的投資者我們建議加大優質龍頭股配額，繼續推薦洋河股份、貴州茅臺、雙匯發展、伊利股份、五糧液。

不確定性因素：食品安全事件、經濟大幅減速、部分原料漲價。

通訊服務：TMT 高估值壓力與追捧轉型創新兼具、優選高景氣子行業與相對低估值成長白馬

TMT 估值處於歷史相對較高水準，短期熱點集中於大資料、雲計算、虛擬實境 VR、反恐相關資訊安全、軍工資訊化等少數熱點主題。假設創業板或 TMT 行業 16 年樂觀 30% 盈利成長，16 年動態 PE 整體仍較高，在 TMT 系統性估值壓力較大、市場熱度較高的雙重因素下，建議側重高景氣子行業及個股選擇。

基於通信板塊細分行業景氣度及個股業績增速、估值市值，四季度我們繼續重點優選高景氣子行業（大資料、雲計算、光通信、流量經營、軍工通信、VR 虛擬實境/圖像識別），關注成長白馬（網宿科技、鵬博士等），重點推薦紫光股份、億陽信通、軍工資訊化（海蘭信等），關注光通信板塊（烽火通信等）：

1、大資料、雲計算代表數位浪潮產業趨勢：互聯網流量高速增長，圍繞資料浪潮的產業發展遞進層次（CDN->IDC->雲計算->大資料），成長潛力重點看好大資料、雲計算方向。雲計算首推紫光股份，雲服務領域，關注藍鼎控股（停牌）、網宿科技，其次關注光環新網以及寶信軟體、科華恒盛等佈局一線城市 IDC 企業未來向雲服務的轉型。運營商等大資料領域佈局，從投資空間角度，首推億陽信通、其次關注低市值天源迪科，此前我們重點推薦過的東方國信仍長期仍看好。

2、光網路板塊 16-17 年仍可望實現較快的確定性成長：4G 投資仍處高位、寬頻投資持續超預期（中移動發力寬頻、城鎮寬頻升級、農村電商推動農村寬頻投入），繼續推薦光通信板塊，關注烽火通信（同時全資持有的烽火星空未來受益國家安全部門反恐領域資訊安全投入）、光迅科技，其次亨通光電（佈局一帶一路市場、新參股印尼第一大纖纜公司 Voksel 公司 30% 股份）、特發資訊等光纖光纜+互聯網、光纖光纜+軍工轉型個股。

3、運營商流量經營受益移動互聯網高速發展：包括協力廠商企業短信、運營商後向流量經營二個方面，關注榮信股份、吳通控股、高鴻股份（停牌）。

4、軍工通信民參軍潛力巨大：聚焦太空、網路、海洋三個方向，十三五規劃也提出在太空、網路、海洋三個方向推出系列民參軍示範專案，並就民參軍立法；預期北斗、商業衛星發射及衛星通信、資訊安全、海防資訊等領域將是民參軍熱點。

1) 海防資訊化重點推薦海蘭信。2) 北斗板塊，推薦軍用北斗相關核心標的，關注振芯科技、海格通信（近期軍用模擬模標的華力創通、海格通信受益 VR 主題，走勢相對較強）。3) 涉及衛星通

信等民參軍新興龍頭型企業，關注信威集團、華訊方舟（近期受益軍用頭盔顯示專案涉及虛擬實境 VR 主題）。

5、巴黎暴恐事件，有望繼續推動國內在應急通信指揮專網、視頻大資料分析方面的持續安全投入，圖像識別作為視頻大資料、圖像搜索、VR 虛擬實境等多領域交叉的前沿技術領域，看好在圖像識別方面具有領先技術的公司的長期潛力：關注專網通信相關個股（海能達、東方通信、海格通信以及佳迅飛鴻等），均將受益應急專網方面的長期持續投入；同時圖像識別領域，依託四川大學/成都電子科大等成都高校在圖像研究領域的長期學術積累，川大智勝、振芯科技在人臉圖像識別、視頻大資料分析方面有望走在行業前列，建議關注；其次高新興、佳都科技等由智慧城市轉型視頻/圖像資料分析領域也同樣受益行業發展趨勢，建議關注。

風險提示：系統性風險；產業政策低於預期。

傳媒：推薦高成長板塊：看好體育、教育和 IP

重點關注體育、教育、IP 三大領域。體育：關注體育行銷及擁有優質客戶資源的公司：道博股份、華錄百納、藍色游標、省廣股份；關注體育資源標的：互動娛樂；體育媒體：樂視網、東方明珠。教育：二胎政策全面放開，教育領域未來市場拓展空間巨大，關注掌握體制內資源，有著高業績彈性的公司：拓維信息。IP 領域關注優質內容運營公司：新文化、華策影視、華誼兄弟、禾欣股份。

風險提示：產業改革、政策推進低於預期。

房地產：地產周觀點

銷售環比止跌為升。11 月第三周重點十大和重點三十大城市成交面積同比去年增速為 8%和 7%；11 月單月銷售同比去年增速為 20%和 25%；11 月累計同比增速為 25%和 18%。

上周板塊藍籌啟動。我們認為藍籌行情能否持續的主要條件在於：1) 政策力度持續超預期；2) 外部因素帶來藍籌輪動（如投資恢復帶來經濟觸底，人民幣加入 SDR 等）；3) 銷售增速持續超預期。目前看 1、2 點因素相對積極，銷售端雖後期存在基數壓力，但多項放鬆政策預期來襲，市場銷售未有想像中悲觀。

科創板塊有望持續走強。證監會表示研究推出股轉系統掛牌公司轉創業板試點。政策標誌大股權投資時代到來，對具備大量三板投資的科創類園區企業利好，繼續推薦張江高科、市北高新等，關注萬業企業（浦東科投借殼）。

看好反彈持續，繼續推薦地產成長組合一世聯行、萊茵體育、濱江集團，關注嘉寶集團；藍籌組合一萬科 A、保利地產、華夏幸福等。

風險提示：復蘇不達預期。

中國建築（601668）：10 單月建築新簽大幅好轉，地產銷售增速略有回落，設立甘肅絲路基金，進一步落實一帶一路佈局

1.10 單月建築新簽大幅好轉。15 年 1-10 月建築業務新簽合同額 10611 億元，同比下降 1.6%，其中 10 單月新簽訂單 1059 億元，同比上升 17.02%，較 9 單月新簽增速-0.55%大幅好轉。

2.前 10 月建築新開工面積同比依然負增長，但降幅繼續收窄。公司 15 年 1-10 月新開工面積為 18791 萬平方米，同比下降 26.32%，其中 10 月單月新開工面積 2233 萬平方米，同比下降 6.92%，較 9 月份新開工增速上升 16.22%再次轉負。

3.傳統“銀十”未顯強勢，地產銷售略有回落。公司 15 年 1-10 月地產累計銷售額為 1133 億元，同比增長 17.2%；合約累計銷售面積為 990 萬平方米，同比增長 24.0%，較 1-9 月份增速略有下降。我們估計前 10 月份中海地產和中建地產銷售額分別為 956 億和 177 億。

4.估值及盈利預測。近期公司公告與甘肅政府共同設立 1000 億元甘肅絲路交通發展基金，專項投資於絲綢之路經濟帶甘肅段基礎設施建設，“一帶一路”業務佈局逐步落實。此外，降准降息貨幣依舊寬鬆，利好地產銷售；近期總理表態財政政策仍有潛力，穩增長力度不減。給予“買入”評級。

風險提示：地產銷售低於預期，開工低於預期。

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。