

固定收益

貨幣潮退，違約潮起！——簡析近期信用違約潮

我們在年初提出，上一輪違約風險集中爆發是在2016年上半年，主因盈利惡化導致內部現金流下滑，而今年信用風險將再次升溫，所不同的是主要驅動因素為再融資壓力導致的外部現金流萎縮。上周盾安、神霧、中安消、凱迪、盛運等上市公司或母公司接連爆發信用風險，城投也爆兌付危機，信用違約潮再次到來。

本輪信用風險有何特徵？1) 民營上市公司為主。過去一年供給側改革並沒有給民營企業帶來多少利好，但去杠杆背景下民企再融資環境又真切的在收緊，加劇了企業流動性壓力。本次違約潮一大不同在於主體多為上市公司，除了公司自身經營問題和債市低迷，IPO常態化、定增再融資監管趨嚴導致的上市公司股權再融資收緊也是一大原因。2) 被再融資壓垮。絕大多數風險主體主業不強，盈利微薄或出現虧損；同時又存在大規模建設投資支出，經營活動現金流難以滿足投資需求，因此風險主體對外部籌資有非常高的依賴。巨量的資金需求與薄弱的經營現金流、短期債務與長期限投資的不匹配，導致風險主體資金鏈十分脆弱，再融資不暢就成了壓垮駱駝的最後一根稻草。3) 城投風險開始逐漸暴露。目前出現問題的債務都是非標融資，導火索或為金融監管下非標融資難以接續導致的再融資風險。

信用潮退，誰在水下？從杠杆率角度看，上市公司17年年報顯示行業中房地產、建築、綜合行業（其中有不少城投公司）的杠杆最高，其整體杠杆率較16年底並沒有改善。其他杠杆率較高，或杠杆率明顯增加的有還有電力及公用事業、家電、汽車、交通運輸、電力設備、商貿零售，煤炭、鋼鐵、有色負債率也比較高，但較16年已經有不同幅度的降低。值得一提的是電力及公用事業，杠杆率僅次於地產、建築和綜合行業，而且17年還有明顯增加，主要是子行業中的水電、環保、水務和供熱公司杠杆率在走高，近期信用風險涉及的主體中多數就是來自於環保行業，建議關注信用退潮後行業主體的流動性風險。

貨幣潮退，違約潮起！直接原因是去杠杆導致貨幣收縮。簡單算一筆帳，去年年末社會融資總量175萬億，主要都是債務融資，目前社融增速降到10.5%，對應新增社融18.4萬億。比17年的19.4萬億減少1萬億。新增社融要保障經濟增長和債務償還。目前GDP名義增速10.2%，去年82萬億GDP名義值，需要8.4萬億保證經濟增長，18.4萬億的新增社融扣掉8.4萬億，還剩10萬億償還175萬億存量融資的利率，對應債務利率只有5.7%，而央行剛剛公佈1季度貸款平均利率接近6%，而清華大學公佈社會平均融資成本超過7%，這意味著今年新增融資不夠償還存量債務利息，債務違約潮必然會出現。

直接融資的囚徒困境。與貸款相比，債券作為直接融資有一定成本優勢，但一旦企業出現信用風險的苗頭，債券持有人便面臨囚徒困境，個體理性地選擇降低風險敞口（拒絕再認購新債、回售、要求提前償付、起訴等），卻可能造成信用風險→債券難續→再融資壓力進一步增大→信用風險進一步增大的惡性循環，最終導致集體的非理性結果（企業違約、破產等）。整體債市融資環境也是如此，低資質民企信用風險頻發，市場對其規避情緒加重，債券難發導致再融資壓力增大，這又將進一步推升其信用風險。

違約潮或仍只是開始！本輪違約潮的主要驅動因素為再融資壓力的增大，違約潮退去需要看到融資渠道的重新放寬，非標方面，資管新規已經實施，非標融資萎縮是大勢所趨。債券方面，資金表外轉表內、資管產品淨值型轉型均伴隨著對信用風險容忍度的下降，淨融資很難大幅上升，表內貸款亦受資本金、行業政策、風險偏好等制約，除非有進一步政策支持，短期內或難以彌補再融資缺口。而從低等級債券到期量來看，3月和4月高峰過後有所回落，但8月起將再度上升且持續較高，兌付仍將面臨考驗。

擇機配置利率債和高等級信用債。無風險利率趨降，高風險利率趨升。一方面，影子銀行萎縮推升信用風險，高風險主體利率趨升，但另一方面，也使得全社會的融資總需求出現了明顯回落，因而對於全社會總體資金供需而言，其實是發生了明顯改善，無風險利率長期趨降。信用風險到流動性風險。縱觀歷次信用風險衝擊，低等級信用債往往最先遭到拋售，但隨著信用風險持續發酵，可能引發擔憂信用風險→低等級利率上行→淨值下跌→基金贖回→拋售流動性好的資產→整體利率上行、擔憂信用風險→委外贖回→拋售流動性好的資產→整體利率上行的傳導鏈，信用風險可能會演化為流動性風險，利率債和高等級信用債也會下跌，但事後來看，這種衝擊往往都是比較好的配置時機。若本輪信用風險繼續演化至流動性衝擊，利率債或高等級信用債利率沖高後可擇機配置。

行業研究

電氣設備：工控高景氣明確、電動車短期擾動不改長期趨勢

盈利情況：2017年，一次設備歸屬母公司淨利潤同比增長17.58%，各板塊的淨利潤同比增速分別為：輸變電-25.55%，配電-4.96%，低壓電氣33.72%，鐵塔電纜-1.42%，發電設備239.65%，電機及零部件-6.52%。二次設備歸屬母公司淨利潤同比增10.67%，各板塊的淨利潤同比增速分別為：智能電網8.48%，智能用電-9.83%，電廠等自動化34.94%，節能環保&工控21.23%，電源21.22%，智能表133.63%。2018年一季度，一次設備歸屬母公司淨利潤同比增長8.64%，各板塊的淨利潤同比增速分別為：輸變電-45.74%，配電37.78%，低壓電氣37.99%，鐵塔電纜28.86%，發電設備22.70%，電機及零部件54.41%。二次設備歸屬母公司淨利潤同比增0.50%，各板塊的淨利潤同比增速分別為：智能電網18.57%，智能用電6.34%，電廠等自動化減虧，節能環保&工控-19.46%，電源-23.50%，智能表90.26%。

細分板塊：2017年，工控板塊：強勢復蘇，經濟復蘇，下游企業對產品品質要求提升，中國人口紅利消失催化機器換人需求，共同拉動該產業需求。低壓電氣板塊：淨利潤快速增長，地產需求、以及主要公司市場拓展成效顯現帶動增長。2018年一季度，工控子版塊：匯川技術、信捷電氣等主要公司收入依然有接近25%-30%左右的增長。我們認為，只要整體經濟情況未來不發生大幅惡化，在產品

品質端、成本端刺激釋放工業企業對智能製造的需求，以及國產品牌持續進口替代的背景下，整體產業依然將維持較快的增速。

2018二季度前瞻：2018年二季度，18家歸屬母公司淨利潤同比預測增速上限超過40%：鐵塔及電纜6家，電機及零部件4家，發電設備、智能用電各2家，低壓電器、電源、配電、輸變電1家。（1）配電領域，由農網配網投資、增量配電網投資等拉動，配網產業整體需求，預計今年依然有較好的增長，主要的公司國電南瑞等的配網業務，也有望維持較快增長。（2）工業自動化領域，依然保持和2017年相接近的景氣度，只要經濟不明顯惡化，我們認為景氣度就可以持續。

推薦工控內資龍頭，新能源汽車一線客戶供貨商。

首推景氣度持續的工控板塊，由於人口紅利消失，以及產品品質要求的提升，新興產業（3C、動力電池）以及傳統產業（紡織等）對機器換人均有旺盛的需求。內資品牌在拉近與外資品牌技術差距的同時，充分發揮了貼近客戶，快速響應客戶需求的優勢，深耕細分產業專用產品，推動了對外資品牌的替代。推薦細分領域的內資龍頭：匯川技術、信捷電氣等。

新能源汽車中游，中長線建議積極關注進入一線車企、電池企業供貨商：長園集團、宏發股份、方正電機、大洋電機、臥龍電氣等。同時建議關注2018年充電樁市場的復蘇。

農網配網、增量配電網、配網示範城市新增改造的需求，拉動主要公司配網業務的快速增長，推薦國電南瑞等。此外，關注市場拓展成效顯著的低壓電器企業：正泰電器、良信電器。

風險提示：經濟大幅下行影響工控產業需求，新能源汽車發展不達預期，配網投資不達預期，大宗原材料價格波動影響盈利水平。

機械工業：4月新能源乘用車產業鏈景氣度高企

4月新能源乘用車銷量翻1.5倍，產業鏈景氣度高企。根據乘用車聯合會，4月新能源汽車銷售7.3萬台，同比增長1.5倍。其中，純電動轎車同比增長132%，由於基數原因，插電混動同比增長243%。根據工信部18年新能源汽車補貼方案，6月11日補貼過渡期將結束，我們認為4-5月可能迎來搶裝行情。

同時，根據我們的統計，新能源汽車帶電量逐步上升，按照新能源汽車產量和電池出貨量測算，18年3月電池平均帶電量為33.46kwh/輛，同比增長18%，我們認為優質的電池企業優勢將更為明顯。建議關注：先導智能、贏合科技、今天國際、星雲股份、普泰來。

風險提示：行業政策發展不及預期。

鋼鐵：粗鋼日均產量環比上升，庫存下降加速

上周庫存下降加速。上周Mysteel26城市5種鋼材庫存過去三周分別下降80萬噸、59萬噸、70萬噸，其中螺紋過去三周分別下降47萬噸、37萬噸、47萬噸，而鋼企庫存同期也是明顯快於往年下降，顯

示這兩個月鋼材需求較好。從降幅上看，今年也明顯領先，從該口徑庫存最高點到本周為第9周，總庫存過去三年降幅分別為27.27%、22.10%和35.38%，而螺紋分別為31.61%、33.85%和39.22%。

我們認為開工延遲和政府限產對庫存變化起了較大作用。我們認為去年工期與今年三月開工的延遲可能是造成這兩個月的需求較好的因素，此外由於地方政府的干預使得四月份以來的粗鋼日均產量低於預期（不及250萬噸/天）、部分製造業行業用鋼今年好於往年（造船、工程機械等用鋼上漲）、前期鋼價下跌、出口環比增長83萬噸等因素也是導致最近鋼價反彈的原因。

風險提示：行業波動性仍存；對外貿易波動不確定性風險。

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。