

## 固定收益

### 融資依舊偏緊，信用分化加劇 ——房地產行業債務及融資狀況分析

高杠杆模式依舊，債務規模攀升。以A股上市房地產公司為樣本，17年以來樣本企業有息債務餘額增速雖然較15年-16年有明顯回落，但仍舊在25%以上的高位。截至18年一季度末，上市房地產企業有息債務規模已經接近3萬億，平均資產負債率依舊在70%以上。在去杠杆的背景下，多數行業的杠杆率都有不同程度的降低，而17年房地產行業整體負債率較16年反而增加了2.2個百分點，高杠杆模式依舊。

融資：再融資整體收縮，結構分化明顯。1) 貸款：表外回表內，房產開發貸增速回升。17年地產開發貸餘額淨減少1500億，但房產開發貸餘額淨增了1.34萬億，18年一季度繼續增加了7000億。17年上市銀行房地產公司貸款餘額增速在10%左右，且在各行業貸款中的占比整體穩中略升。從各行政策看，儘管多數銀行提出加強風險管理，但對於大型優質房地產客戶，銀行在投放貸款時還是會進行支持。可見在資金回表的背景下，銀行表內信貸對房地產企業的總體融資支持會有所增加，但還是會受到資本金約束、行業政策和信用風險的影響，而且在結構上，大型優質房企才是能夠獲得信貸的主體，分化會比較明顯。2) 債券：監管尚未鬆綁，融資仍舊低迷。債市調整以及地產公司債分類監管下，17年地產企業債券融資量較15-16年銳減，全年總融資額1264.9億，僅為16年的16.9%，少了6222億；18年3月地產債發行有回暖，但4月以來再次回落。公司債監管效應持續，不管是從已經成功發行的量上看，還是從審批通過的計劃發行量來看，均遠遠不及監管前。3) 海外：發債規模快速增加。2017年國內地產企業海外發債規模達到了3164.6億元，是16年的4倍。18年以來房地產企業海外發債的熱情依舊高漲，截至5月20日今年已經發行了近1900億元的境外債。不過目前能夠在海外發債融資的企業多是大型龍頭，比如中國恒大、佳兆業、綠地集團、萬科、旭輝地產、碧桂園等。4) 非標：穿透和打破剛兌，地產非標融資規模趨降。16年中以來券商資管和基金子公司通道業務監管加強，通道業務大量回流信託業，帶動信託資產規模加速上漲，17年底資金信託投向房地產的餘額為2.28萬億，較16年底增加0.85萬億。但17年底以來規範銀信業務和資管新規出臺後，房地產企業通過信託融資的渠道也被收緊，地產信託融資規模趨降，融資成本抬升至近8%。5) 資產證券化產品快速增加。17年房地產ABS產品發行總額約1751億元，較16年翻倍。以CMBS為代表的不動產資產證券化產品是主流形式，供應鏈ABS融資量也在快速增加。主要參與機構以龍頭房企為主，碧桂園和萬科獨佔鰲頭。

### 房地產債投資價值怎麼看？

行業整體債務風險在增加。前些年寬鬆的融資環境以及持續走高的房價刺激下，房地產企業依靠大量的融資快速擴張規模，債務規模一路走高。今年下半年地產債即將迎來債務到期高峰，截至5月20日，今年地產債總償還量565億，但年內還有1085億地產債到期，3165億地產債面臨回售行權，下半

年償付壓力驟升。但融資端看，債券融資尚無起色，影子銀行監管趨嚴、非標萎縮，而表內貸款又受資本金、行業政策制約，再融資難度增加，對於以資金鏈為生命線的房地產行業，整體債務風險增加。

企業分化加劇。不管是從融資還是經營能力上，龍頭房企都更有優勢：1) 龍頭房企在土地和項目儲備、控盤、品牌溢價等方面具有優勢，盈利和現金流穩定性更強；2) 融資能力強。大型房企往往擁有充分的抵押物，銀行給的授信額度也比較多，近期尋求海外發債和資產證券化的主體也主要是龍頭企業；3) 地產調控下行業洗牌，不少小型房企退場，大中型房企兼併整合，行業集中度提高，利好大型龍頭。

個別房企信用違約概率增加。歷史上看房地產企業遭遇資金緊張的情況較常見，但真正出現信用違約的企業並不多。房地產企業持有的資產變現能力強，出現流動性問題可以折價變賣房子或者項目獲得流動性。但伴隨企業間分化越來越明顯，融資潮水過去後，個別企業的信用違約概率增加。再融資持續收緊下，企業項目資產中非標準化程度較高、項目去化難度高（不少小房企項目受區域性房地產市場影響非常大），或者現有資產抵押程度已經非常高，都會影響到企業獲取流動性的能力。風格激進的中型房企則容易面臨融資失控的問題。風險釋放的順序或是：“流動性差的小房企-風格激進的中型房企-管理不善的大中型房企”。

## 行業研究

### 石油化工：供給趨緊，聚酯瓶片價格大幅上漲

近期聚酯瓶片價格大幅上漲。2018年4月中旬以來，聚酯瓶片價格大幅上漲，截止5月24日，華東地區聚酯瓶片主流價格達到10400元/噸，較4月中旬上漲13.8%，聚酯瓶片-0.86\*PTA-0.34\*乙二醇價差大幅擴大，達到2929元/噸，較4月中旬上漲137%，達到了近兩年的最高值。同時，作為聚酯產業鏈的兩種主要產品，聚酯瓶片-聚酯切片價格差一般在300-800元/噸區間波動，目前已達到2225元/噸，主要是由於瓶片市場內銷和出口旺盛，行業供給出現緊張。

聚酯瓶片產能增量少，行業集中度高。2017年我國聚酯瓶片產能僅增加了70萬噸，全年產能、產量分別達到837萬噸/年和696萬噸，較2016年增長10.6%和10.3%。截至2017年年底，我國聚酯瓶片產能主要集中在海南逸盛（150萬噸/年）、華潤化工（160萬噸/年）、江蘇三房巷（150萬噸/年）、浙江萬凱（120萬噸/年）、上海遠紡（56萬噸/年）和儀征石化（45萬噸/年）等廠商，上述六家公司占全國聚酯瓶片總產能約81%的份額，產能集中度較高。

需求旺季來臨，國內供應出現緊張。我國聚酯瓶片的消費量一直保持較快增長，2010-2017年聚酯瓶片表觀消費量複合增長率為8.34%。2017年聚酯瓶片表觀消費量為484萬噸/年，同比增長10.8%。每年的4-10月是軟飲料的傳統銷售旺季，特別是6-8月市場對於飲料的需求呈現出爆發式增長。2018年前4個月，我國軟飲料產量5247萬噸，同比增長5.5%，其中4月產量1456萬噸，同比增長12.4%。我們認為隨著夏季來臨，軟飲料進入需求旺季，國內供應出現緊張。

國外裝置停車，聚酯瓶片出現供應緊張。根據卓創數據，一季度南非Hosaf、德國Schkopau、英國東北部lotte等海外工廠大面積停車，造成聚酯瓶片區域性供應緊張，亞洲出口商迎來出口機遇。根據海關統計數據顯示，2018年1-3月，我國聚酯瓶片出口量累計66.6萬噸，同比增長72.4%。其中，3月份單月出口量創出29.3萬噸的歷史新高，同比增長75.8%。具體到出口對象來看，南非、印度、阿爾及利亞、埃及、意大利、泰國6大主要產銷國均實現100%以上水平的同比增長。

聚酯瓶片價差有望短期保持高位。從國內供給來看，5月22日澄高包裝產出優等品，但目前正處於試用階段，尚未正式投入市場銷售，短時間內對市場的衝擊相對有限。遼陽石化10萬噸膜級切片於5月18日開始轉產聚酯瓶片，但目前尚未正式投放市場。此外，根據卓創數據，三房巷的50萬噸新產能計劃於6月底7月初附近投產，但我們認為產能負荷爬坡還需要一段時間。從國外供給來看，多數裝置仍處於無法開車的狀態，預計隨著國內供給的增加，聚酯瓶片的價格會出現一定回落，但在需求旺季的推動下，價格仍有望保持高位。

投資建議：我們建議關注受益聚酯瓶片價格上漲，產品盈利性改善的上市公司，包括中國石化（下屬儀征石化擁有45萬噸聚酯瓶產），恒逸石化、榮盛石化（合資逸盛石化，擁有150萬噸聚酯瓶片產能），另外具備聚酯產能的桐昆股份、恒力股份依然值得關注。

風險提示：產品價格大幅下降，產品供應大幅增加等。

### **旅遊服務業：攜程2Q18 收入增幅預期提升至12-17%，板塊基本面維持向上**

攜程1Q18淨收入67.3億同增11%，其中大交通/酒店/打包旅遊/商旅各增0.4%/20%/19%/25%；展望2Q，攜程調高增速預期：預計淨收入同比增長12-17%，其中：大交通/酒店/打包旅遊/商旅各增：0-5%/20-25%/25-30%/20-25%；各大板塊趨勢均好於1Q，基本面維持向上。

格林豪泰1Q18收入/調整後EBITDA/核心淨利潤分別為2.1億/1.14億/8400萬，各增23%/30%/28%；一季度全部門店RevPAR同增5.1%至124元。儘管格林豪泰63%的酒店位於非一二線城市，但同樣充分受益與此輪全國範圍內較為均衡的復蘇。

出境重要目的地數據更新，3-4月分目的地數據大多強勁支撐國際航線總量增速達23%。4月中國赴日本/韓國/泰國/新西蘭分別為68萬/37萬/99萬/5萬，同增29%/61%/32%/18%，累計達21%/-19%/31%/16%。

風險提示：宏觀經濟下行風險；地緣政治風險；中端酒店物業獲取存在難度；海南政策執行落地不達預期、入境免簽客流提振效果不顯著；核心高管變動風險；惡劣天氣風險。

### **傳媒：中長期推薦版權類公司**

上周傳媒板塊整體隨大盤有所調整，但板塊估值已近歷史底部，所以無需過度悲觀，遊戲關注巨頭市占提升下，騰訊系生態公司：完美世界、順網科技、迅遊科技，港股關注金山軟件。影視關注超跌優質內容公司：華策影視、慈文傳媒、光線傳媒。教育板塊推薦威創股份、百洋股份。近期知識

產權保護上升為改革重點，正版化有望帶動文娛行業環境持續向好，中長期我們建議關注版權類上市公司：捷成股份、視覺中國。短期重點關注6月開幕俄羅斯世界盃對足球概念股的事件催化。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

## 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、董事及僱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。