

## 票息为王，择优配置

### 投资要点：

- **回首 17 年：金融去杠杆，信用债跌跌不休。**今年信用债跌跌不休，收益率大幅上行，3 年期 AAA 和 AA+ 等级中票到期收益率较年初上行 120-140BP，信用利差走扩 30-40BP。严监管下资管规模扩张受限，机构的风险偏好降低，信用债需求减少，调整的时间和空间比利率债更大。
- **信用风险回升，但仍不是主要矛盾。**我们在 2017 年度策略提出，2017 年信用风险将较 2016 年缓和，超预期违约减少，这一观点得到市场验证，2017 年以来新增违约主体主要为中小民企，市场冲击不大。展望 2018 年，宏观经济下行压力上升、流动性偏紧格局不改、企业盈利好转持续性堪忧，信用风险将重返上升通道，市场化融资的萎缩将进一步推升民企信用风险。但国企千方百计降杠杆下信用资质确定性增强，地产再融资政策可能边际上松动，前期积累的现金流仍有支撑，信用风险仍不是主导信用债走势的主要矛盾。
- **周期性行业：配置价值仍存。周期性行业盈利改善，关注国企降杠杆下的投资机遇。**今年煤、钢、铝、化工等周期性行业受益于供给收缩带来的涨价，盈利大幅改善。现金流充裕后企业主动降低杠杆率，钢铁、煤炭行业资产负债率较去年高点低了约 2 个百分点。政策推动下，明年企业去杠杆会更加明显，负债率的降低将提升整个行业的信用状况。**周期行业配置价值仍存。**环保压力和限产下，周期性行业供给端仍处于收缩状态，大宗商品价格涨跌皆有限，盈利的状态有望维持，行业资质较 14-15 年已经大有好转；高等级债券中钢铁、采掘、化工、有色行业利差偏高，虽然利差进一步缩窄空间有限，但仍有配置价值。
- **房地产：凛冬将至，关注融资。行业债务攀升，资金积累放缓。**今年前三季度上市地产公司现金流明显弱化，货币资金增速放缓；而带息债务规模再创新高，9 月末总规模超过 2.7 万亿，同比增长 30%，且债务趋于短期化。**国内融资未松，地产信托大增。**前三季度地产债净融资额仅为 16 年同期的两成，其中公司债发行虽未完全冻结，但发行量不到去年同期的 10%。房地产信托大幅增加，融资成本抬升，四季度以来新增地产集合信托收益率已经达到 7.3%。**部分中型房企拿地激进。**今年标杆房企拿地、销售节奏控制较好，比如今年碧桂园、万科拿地量非常大，但拿地总价/同期销售额都控制在 0.5 以下，中国恒大拿地销售比更低；高地价下小房企没钱拿地，反而是部分中型房企为了冲规模拿地较多，比如中国金茂、首开股份、越秀地产、福晟集团拿地总价超过同期销售额。**凛冬将至，关注融资。**地产政策压力还会持续，明年资管监管落地，房地产信贷以及信托规模都将受到影响，叠加行业债务高峰的来临，销售回款慢、短债占比高的企业可能面临流动性危机，重点防范拿地激进且三四线布局多、库存去化压力大、融资渠道有限的企业。
- **城投债：防范灰犀牛风险。城投转型在即，预期趋弱。**未来地方将更多地以地方债、各种专项债、PPP 等形式融资，对城投依赖性下降。城投债务风险是灰犀牛风险而非黑天鹅风险，违约概率在提高，只是市场仍选择性忽视。而今年以来城投债发行利率严重分化，部分平台利率很高却仍发不出债来，随着资管新规实施，非标发行难度也将加大，城投再融资风险升温。**城投债券融资缩量，置换加速。**今年前 11 个月城投债净融资额较 16 年同期减少近七成，同时公告提前偿还的城投债开始增多，对价多按估值计算，冲击相对较小，但投资者也面临估值波动和再投资风险。**关注城投再融资。**目前东三省、云贵、甘肃地区城投债有着较高的超额利差，当地城投融资成本也高，出现了不少票面利率在 7% 以上的城投债，城投再融资难度较大；此外四川、湖南地区城投债超额利差和融资成本也偏高。
- **资管转型过渡，信用票息为王**  
**交易性机会难觅，但配置价值明显。**2018 年经济下行压力加大、通胀难升，基本面支撑利率下行，但央行货币政策难松、金融监管仍会持续，很难出现疯牛和快牛，利率曲线长期平坦甚至倒挂，或是史上最慢慢牛，信用债利率和信用利差大概率是高位震荡。  
**资管行业重塑，利差修复性回升。**资管新规对于债市长期利多，但过渡期内阵痛难免，资管产品整改转型过程中，新增配置资金难觅，部分存量债券还面临清理抛售压力，2018 年信用债配置需求趋降，所受负面冲击大于利率债。信用利差将出现修复性回升。而随着风险偏好的降低，信用债等级间利差和期限利差也将回升，长久期、低等级信用债所受负面影响更甚，建议以高等级和中短久期品种为主展开配置。  
**三大分化延续，信用票息为王。**2017 年信用债市场呈现三大分化：中上游盈利好转程度高于下游（行业上下游的分化）、信用资质国进民退（企业属性的分化）、城投债区域间、不同行政级别间、个体间利差拉大（城投信仰的分化），2018 年上述三大分化趋势不改，企业属性和城投信仰之间的分化还将进一步加速。周期性行业债券配置价值仍存；房地产行业若融资政策松动，可博弈龙头交易性机会；城投债配置价值下降，回避争议地区、负债率过高、行政级别低、地方政府支持力度一般的城投债。

### 相关研究

《2017 年 4 季度信用债策略：配置先行》  
2017.09.12

《2017 年 2 季度信用债策略：防守为上，  
静待转机》2017.03.22

《2017 年信用债中期策略：防范风险》  
2017.06.07

分析师：姜超

Tel: (021) 23212042

Email: jc9001@htsec.com

证书: S0850513010002

分析师：朱征星

Tel: (021) 23219981

Email: zzx9770@htsec.com

证书: S0850516070001

联系人：杜佳

Tel: (021) 23154149

Email: dj11195@htsec.com

## 目 录

1. 17年信用债市场回顾 .....	7
1.1 信用债走势与驱动因素 .....	7
1.2 信用债利差中枢抬高 .....	7
1.3 新增违约较少，民企风险事件多发 .....	8
2. 周期性行业：配置价值仍存 .....	10
2.1 周期性行业盈利大幅改善 .....	10
2.1.1 中上游行业盈利改善优于下游 .....	10
2.1.2 盈利改善两大逻辑：去产能与地产销量带动 .....	11
2.1.3 上游供给收缩，下游成本推升 .....	13
2.2 国企降杠杆下的投资机遇 .....	17
2.3 周期行业配置价值仍存 .....	18
3. 房地产：凛冬将至，关注融资 .....	18
3.1 信用状况：债务攀升，资金积累放缓 .....	18
3.2 融资：发债未松，信托融资大增 .....	20
3.2.1 国内地产发债未松 .....	20
3.2.2 房产开发贷回温，个贷续降 .....	22
3.2.3 地产信托规模大增 .....	22
3.3 什么样的企业风险大？ .....	23
3.3.1 库存压力大、销售回款慢的企业 .....	23
3.3.2 拿地激进的中小型房企 .....	24
3.3.3 短债增加快、占比较高的企业 .....	25
4. 城投债：防范灰犀牛风险 .....	25
4.1 地方政府对城投依赖性下降 .....	25
4.2 债券融资缩量，发行成本较高 .....	26
4.3 债务置换加快、城投面临估值压力 .....	26
4.3.1 城投债置换进度加快 .....	26
4.3.2 城投债面临估值压力 .....	28
4.3.3 置换结束后该怎么办？ .....	28
4.4 城投债防范灰犀牛风险 .....	29

---

5. 债券策略：资管转型过渡，信用票息为王 .....	30
5.1 资管行业重塑，利差修复性回升 .....	30
5.2 信用债三大分化延续 .....	31
5.3 票息为王，择优配置 .....	32

## 图目录

图 1	信用债到期收益率与国债到期收益率 (%)	7
图 2	信用利差 (%)	8
图 3	等级利差走势 (%)	8
图 4	期限利差走势 (%)	8
图 5	2017 年 1-11 月债券违约地域分布	9
图 6	17 年前三季度上市公司分行业利润总额增速	11
图 7	钢铁行业毛利率和利润率 (%)	11
图 8	煤炭开采和洗选业利润率和毛利率 (%)	11
图 9	氧化铝、电解铝产能利用率 (%)	12
图 10	全国水泥煤炭价格差 (元/吨)	12
图 11	我国 PTA 产能与产量增长情况	12
图 12	涤纶行业企业单季度利润额 (亿元)	12
图 13	挖掘机产量和销量增速大幅回升	13
图 14	历年空调销量比较 (万台)	13
图 15	电解铝成本构成 (氧化铝、电力)	14
图 16	氧化铝企业成本构成 (2016 年数据)	14
图 17	电解铝行业成本与盈利空间估算 (元/吨)	14
图 18	太原重工披露的分产品成本构成	14
图 19	钢材价格与中集集团毛利率	15
图 20	挖掘机销量与三一重工毛利率	15
图 21	三大白电产品上游部件构成占比 (2016 年)	15
图 22	铜、冷热轧板现货价格	16
图 23	现货铝价格和塑料价格指数	16
图 24	国内品牌空调平均价格 (元)	16
图 25	空调和家电零部件子行业单季度销售毛利率 (%)	16
图 26	钢铁煤炭行业资产负债率	17
图 27	债转股签约企业行业分布前几名 (亿元)	18
图 28	签约企业性质 (家)	18
图 29	11 月 AAA 级行业利差 (%)	18

图 30	年初至今 AAA 级行业利差变化 (%)	18
图 31	上市房企单季度现金流情况 (亿元)	19
图 32	上市房企带息负债和货币资金季度增量 (亿元)	19
图 33	剔除预收账款后的资产负债率中位数 (%)	19
图 34	地产债季度发行与净融资规模 (亿元)	20
图 35	地产公司债发行情况	20
图 36	17 年发行地产债类型 (金额占比)	20
图 37	房地产企业 ABS 产品发行规模	22
图 38	17 年发行的房地产企业 ABS 产品基础资产分类	22
图 39	房地产开发贷余额同比增速	22
图 40	个人购房贷款情况	22
图 41	地产集合信托发行规模和收益率	23
图 42	15 年以来房地产企业销售额集中度提高	24
图 43	今年前 10 个月拿地销售比较大的房企	25
图 44	城投债发行、偿还、净融资额	26
图 45	城投中票发行利率维持高位 (%)	26
图 46	存量城投债到期分布	27
图 47	城投公司转型可能的路径	29
图 48	产业债与城投债之间利差走势 (%)	29
图 49	城投债分省份超额利差 (BP)	30
图 50	各类资管机构管理资金余额 (万亿, 截至 2016 年底)	30
图 51	企业债信用利差与国债收益率 (%)	31
图 52	资管新规中降低期限错配风险相关规定	31
图 53	信用债三大分化	32

## 表目录

---

表 1 新增违约主体基本情况.....	9
表 2 代表性火电公司利润增速、营收增速、成本增速等指标 (%) .....	13
表 3 17 年 1-11 月发行的地产公募公司债详情 .....	21
表 4 存货/预收款较大的地产 (比值) .....	24
表 5 地方债额度统计 (万亿) .....	27
表 6 地方债务及置换进度情况 (万亿) .....	27

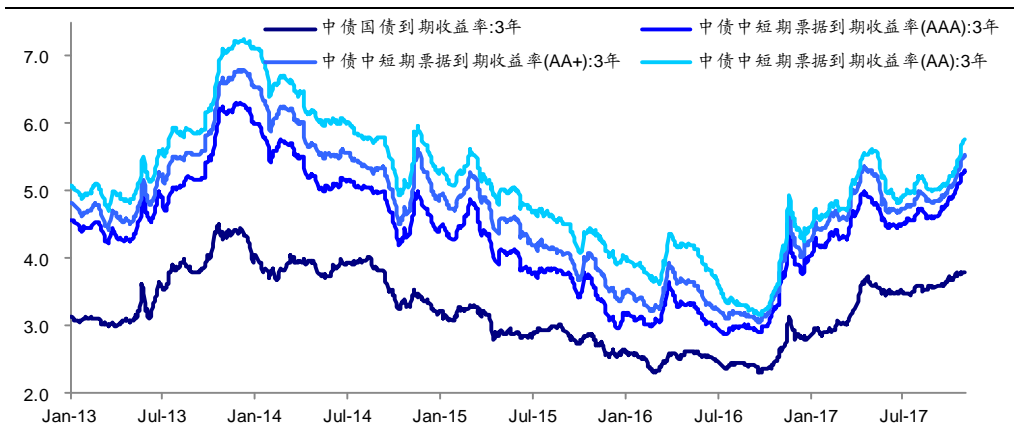
## 1. 17年信用债市场回顾

### 1.1 信用债走势与驱动因素

**17年信用债收益率大幅上行。**16年四季度，债市结束了自13年以来的超级大牛市，切换到熊市行情，今年信用债收益率大幅上行，以3年期中票为例，截止到17年11月30日，AAA等级债券到期收益率较年初大幅上行138BP，AA+等级债券上行133BP，AA等级债券上行127BP。

分阶段看，今年1季度是债市大跌后的调整期，国债收益率平稳中小幅抬升，信用债收益率上行幅度较大，信用利差逐渐走阔；4月监管风波冲击，委外出现大规模赎回，利率债和信用债同步大幅调整，信用利差保持相对稳定；6月监管放缓且协调性加强、资金面缓和，债市迎来久违的反弹行情，但并未持续多久；近期从10月中旬开始债市又出现了大幅调整，三大因素导致了债市的大幅调整：一是经济基本面与市场预期有预期差；二是对金融监管加强的担忧；三是美国经济超预期、美债利率的大幅上行。

图1 信用债到期收益率与国债到期收益率(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

**从信用债市场驱动因素总结看，首先信用债走势与利率债保持一致。**梳理近年来我国债券市场收益率数据，可以发现信用债和利率债的走势方向基本保持一致，而且相比于利率债，信用债弹性更高，牛市中下行幅度更大，信用利差缩窄，反之熊市中调整幅度也更大，信用利差走扩。因此驱动利率债行情的因素都会对信用债市场产生重要影响，包括经济、通胀和流动性。

**监管年资管规模扩张受限，信用债需求减少。**16年之前信用债行情驱动因素还有大资管发展带来的需求。过去三年资管行业规模爆发式增长，信用债成最大赢家，信用利差持续压缩至低位，而今年是大监管年，央行MPA考核从严、银监会出台7大文件、资管新规从预期到落地，都是在限制银行同业业务的无序扩张。伴随资管规模扩张受限甚至压缩，由于委外配置中信用债占比较高，监管的加强也降低了机构的风险偏好，信用债调整的时间和空间都更大。

**信用风险引发局部调整，整体可控。**信用风险也是影响信用债走势的重要因素，比如在去年二季度，当时基本面和流动性都没有发生显著变化，国债收益率相对平稳，但信用事件频发，大幅推升了信用债收益率，导致信用利差大幅走扩。今年信用事件发生频率较去年大幅降低，且没有集中性的爆发，所以信用事件只是推升了局部的调整，但整体可控，对信用债走势影响不大。

### 1.2 信用债利差中枢抬高

信用利差走势看，去年四季度和今年一季度债市调整中，信用利差迅速走扩，二季



度到三季度随着债市调整趋缓，信用利差有所回落，但四季度以来随着债市再度调整，信用利差又开始大幅走扩。

绝对水平看，今年信用利差远高于 16 年，处于历史中位偏低水平，具体还是以 3 年期中票为例，截止到 17 年 11 月 30 日，AAA 等级债券信用利差在 151BP，AA+和 AA 等级债券信用利差平均为 174BP 和 198BP，较年初分别增加 39BP、34BP 和 28BP，低等级债信用利差较年初上行幅度小是因为在去年四季度的调整中，低等级债已经迅速、大幅调整，因此如果将时间周期拉长至自去年 10 月底来，那么三个等级信用利差平均分别上行 87BP、94BP 和 110BP。

图2 信用利差 (%)



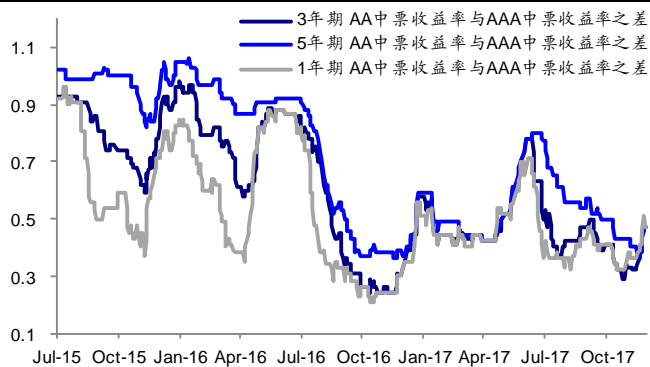
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**等级利差仍在低位。**等级利差在 5 月有大幅的上行，主因监管冲击低等级信用债需求；6 月调整趋缓后等级利差大幅回落，10 月底以来信用债又开始一轮大幅调整，等级利差低位反弹，但从绝对水平看，目前等级利差处于年内的低位，从近年来的数据看，也处于在历史较低位置。具体来看，截至 11 月 30 日，1 年期短期品种 AA 级与 AAA 级中票利差平均为 47BP，较去年年底下行 4BP；3 年期 AA 级与 AAA 级中票利差较去年年底下行 11BP；5 年期 AA 级与 AAA 级中票利差较去年年底下行 12BP。

**短久期等级利差先行变化。**观察近几年等级利差走势，我们发现短久期等级利差往往先于长久期而变化，而且调整更为迅速，这与短久期债券流动性高、反应迅速有关。

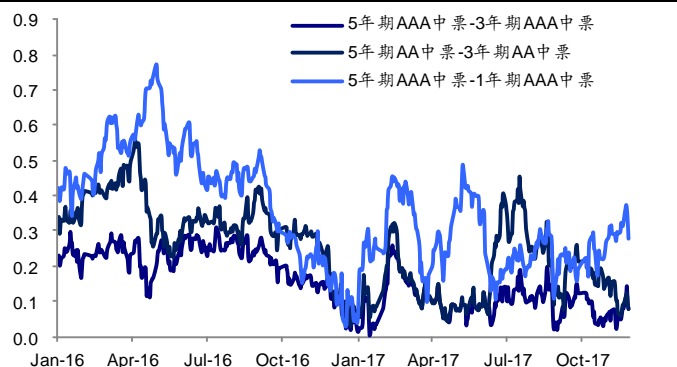
**期限利差低位震荡。**今年信用债期限利差整体处于低位震荡中，具体看截至 11 月 30 日，5 年期和 3 年期 AAA 中票的期限利差平均为 8BP；5 年期和 1 年期 AAA 中票期限利差平均为 28BP，整体水平都不高。

图3 等级利差走势 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图4 期限利差走势 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 1.3 新增违约较少，民企风险事件多发



相对于 2016 年，2017 年公募债券信用违约情况稍有好转。截至 11 月底有 24 只公募债券实质性违约，涉及发行主体 13 家、新增违约主体只有 4 家，相较于 2016 年大有好转。城投债尚未发生实质性违约。时间上来看，违约集中在上半年。

**违约主体所属行业分散。**今年违约主体行业比较分散，分布在机械、建筑、交运、建材、燃气、食品、综合、基础化工、轻工、公用事业、煤炭、钢铁等行业，新增违约的 4 家主体分别为华盛江泉集团、信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司、五洋建设集团、丹东港集团，所属行业分别是综合、公用事业、建筑和交运。

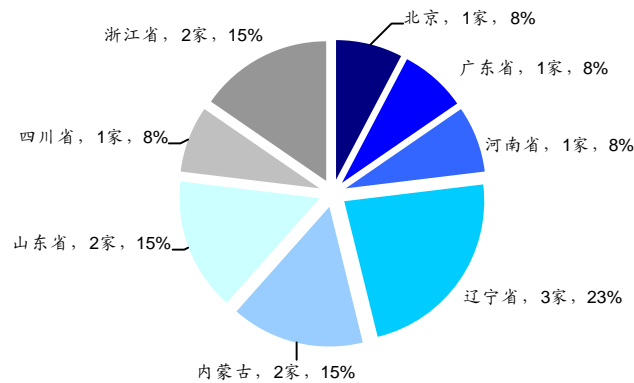
表 1 新增违约主体基本情况

公司	违约债券代表	违约前主体评级	违约后主体评级	发行时主体评级	违约时间
丹东港集团	14 丹东港 MTN001	AA	C	AA	17 年 10 月底
五洋建设集团	15 五洋债	CCC	C	AA	17 年 8 月
信阳弘昌管道燃气工程公司	13 弘燃气	BB	C	AA-	17 年 6 月
华盛江泉集团	12 江泉债	BB	C	AA	17 年 3 月

资料来源：WIND，海通证券研究所

从所属区域看来，辽宁省是违约事件高发地。13 家违约主体中，3 家在辽宁省，共涉及违约债券 7 只、发行主体 3 家；山东省、浙江省涉及 2 家违约主体，各计 4 只违约债券；内蒙古涉及 2 家违约主体，年内累计违约债券 3 只。其余违约主体所在省份还包括北京、广东、河南、四川。

图 5 2017 年 1-11 月债券违约地域分布



资料来源：Wind，海通证券研究所

**区域经济遇冷，行业不景气增加信用风险。**13 家违约主体在最后披露的财务报表的报告期内，除五洋建设集团股份有限公司净利润出现微增长（仍低于同行业平均水平）外，12 家发债主体净利润同比下行，7 家出现亏损。以内蒙古博源控股集团有限公司为例，集团主要经营钢材、建筑施工和热电，受钢铁产能过剩、肉制品市场低迷等行业内整体环境影响，公司多个业务板块受冲击，负债累累，2013 年公司经营亏损 2.47 亿元，至 2015 年亏损额达 5.55 亿元，2016 年前三季度还在亏损，最终在今年 3 月发生实质性违约。

**融资收紧增加低资质民企融资难度。**年内 13 家违约主体中，共有 8 家民营企业。低资质民营企业违约概率较大主要有两大原因，第一是民营企业普遍处偏下游的行业，上游原材料涨价侵蚀企业利润；第二是低资质民营企业融资渠道收窄，相比于国企，民营企业受债市调整的影响更大，从去年下半年开始更为严苛的发债审查、债市的持续调整，都增加了民营企业融资难度和成本。

今年除了债券违约事件，几起信用风险事件也引起市场广泛关注。中国宏桥被做空引发债券大跌；山东民企债务火烧连营，齐星集团资金链断裂并引发西王集团代偿风险，

天信集团破产重整，山东金茂卷入担保风波；大连万达受负面消息冲击，股债双跌等等。涉及主体集中在民营企业，在融资偏紧、盈利国进民退的背景下推升了市场对民企债的担忧。

**关注民企特殊风险。**民营企业受负面消息冲击，常见的有两类，一是经营问题上出现负面消息，二是实际控制人出现负面信息。前一类比如今年3月份中国宏桥被沽空机构质疑，受此影响股债双跌。后一类的案例也有很多，比如佳兆业、华通路桥、雨润食品均有出现实际控制人风险，民营企业发展壮大过程中，创始人/实际控制人的外部资源（包括政企关系、融资渠道）和内部凝聚力对企业至关重要，一旦出现重大突发事件，企业运营和再融资都会受到冲击，很可能成为企业陷入债务危机的“导火索”。

**代偿风险不容小觑。**民营企业互保、联保贷款很普遍。这是由于我国民营企业普遍有资金约束，不少民企没有政府增信、缺乏抵押物，不符合银行信贷要求，必须借助担保以获得银行信贷；或者单独贷款利息很高，抱团互保可以降低信贷成本。今年西王集团就因为其29亿的担保额引发市场对其代偿风险的担忧。企业研究时应关注区域内信用风险负面情绪的传导作用，企业互保情况可能引发代偿风险。

我们在2017年度策略提出，2017年信用风险将较2016年缓和，超预期违约减少，这一观点得到市场验证，2017年以来新增违约主体主要为中小民企，市场冲击不大。

展望2018年，宏观经济下行压力上升、流动性偏紧格局不改、企业盈利好转持续性堪忧，信用风险将重返上升通道，市场化融资的萎缩将进一步推升民企信用风险。但国企千方百计降杠杆下信用资质确定性增强，地产再融资政策可能边际上有所松动，前期积累的现金流仍有支撑，信用风险仍不是主导信用债走势的主要矛盾。

## 2. 周期性行业：配置价值仍存

### 2.1 周期性行业盈利大幅改善

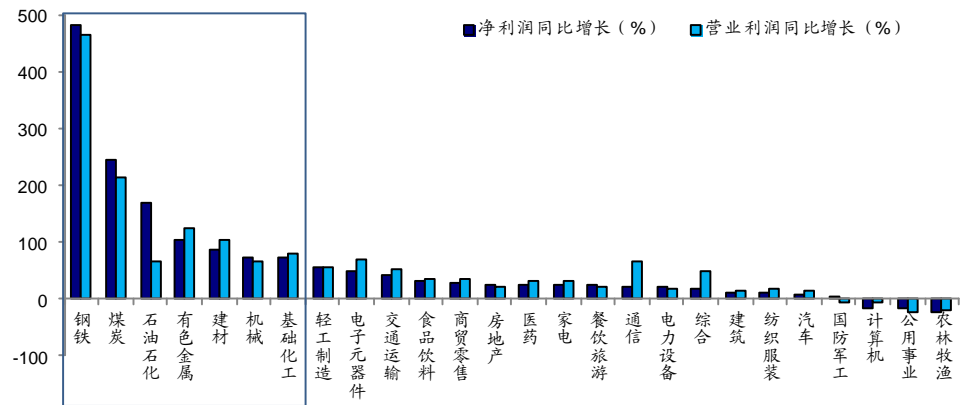
#### 2.1.1 中上游行业盈利改善优于下游

**以煤、钢、有色为代表的中上游行业盈利大幅改善。**对各行业进行一个全局性的描述，可以利用统计局公布的规模以上企业行业数据，也可以采用上市公司数据。从规模以上企业数据看，今年前三季度煤炭开采和洗选业利润总额增速最高，样本企业在去年前三季度利润总额仅不到352亿，今年就有了2261亿；黑色金属冶炼和压延加工业累计利润同比也翻了倍；其他利润增速较高的行业还有有色金属和化工制造业。

**纺织、食品、汽车、计算机等电子设备这些偏下游的行业利润增速落后，**今年前三季度纺织行业规模以上企业利润总额增速仅有3.7%，食品加工和金属制品分别只有6.0%和7.2%，汽车制造业只有10.3%，在各行业中增速落后。此外，电力、热力行业利润大幅缩水，前三季度利润负增达23.7%。

上市公司数据反映出来的情况与上述一致。从三季报数据看，钢铁、煤炭、有色、建材是盈利增速最高的几个行业，不管是利润总额还是营业利润总额都较去年同期翻倍，石化、机械、化工、轻工行业盈利增速也比较高。而公用事业、农林牧渔、计算机、军工行业的上市公司营业利润总额同比负增，纺织、汽车、建筑、综合、电力设备行业盈利增速较低。总的来看，依然是中上游行业盈利改善优于下游。

图6 17年前三季度上市公司分行业利润总额增速



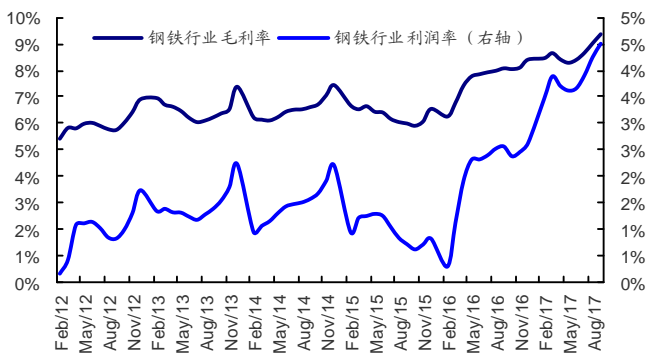
资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 2.1.2 盈利改善两大逻辑: 去产能与地产销量带动

**周期行业受益于去产能逻辑。**过去一年钢铁和煤炭去产能效果十分显著。16年全国压减了6500万吨粗钢产能和2.9亿吨煤炭产能; 17年钢铁5000万吨去产能目标已接近完成, 还取缔了产能1.2亿吨的地条钢, 而煤炭行业目标1.5亿吨的目标, 截至7月底已经完成1.28亿吨。从产量来看, 考虑到今年因取缔地条钢导致的产量减少(约4000-7000万吨), 今年前7个月粗钢总产量以及钢材产量明显低于16年和15年, 原煤产量也处在历年来的低位(16年受276天工作日影响产量格外低)。

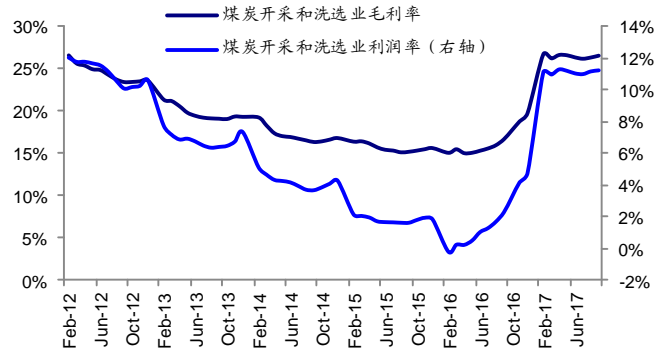
**涨价带动盈利继续回升。**煤炭下游需求主要是火电、炼钢、建材、化工等的燃料需求, 而钢铁行业下游需求30%用于基建, 28%投向地产, 其它是工业用钢。今年经济韧性增强, 下游地产、机械、家电等行业表现较好, 去产能影响下煤炭、钢铁供给紧张, 价格一再创新高, 推动钢铁、煤炭企业盈利走高。

图7 钢铁行业毛利率和利润率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图8 煤炭开采和洗选业利润率和毛利率 (%)

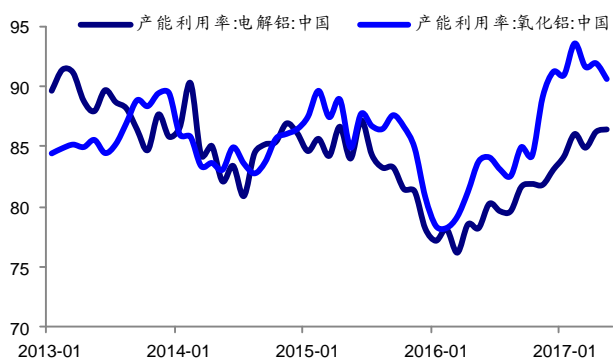


资料来源: WIND, 海通证券研究所

除了煤炭、钢铁行业外, 水泥和电解铝今年也在淘汰落后产能。铝行业为例, 从15年开始推进供给侧改革以及行业自救, 供给压力已经得到有效缓解。根据安泰科统计, 截至2015年底, 我国累计关停电解铝产能达815万吨, 其中2015年电解铝关停产能为427万吨。今年4月国家发改委等四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》, 专项行动的进展暂未公布, 根据企业披露信息, 山东宏桥268万吨违规产能目前已经关停, 信发以及新疆的几家企业均有违规产能, 正在陆续关停中。

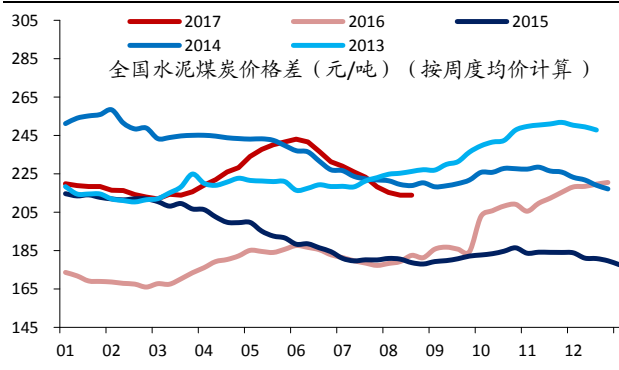
落后产能的淘汰对缓解铝行业供求关系起到重要作用, 15年下半年以来电解铝产量增速逐渐回落, 企业产能利用率逐步走高, 今年上半年电解铝和氧化铝产能利用率均在85%以上。

图9 氧化铝、电解铝产能利用率(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图10 全国水泥煤炭价格差(元/吨)



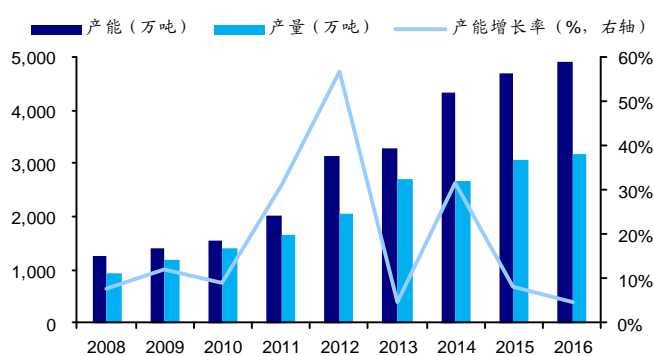
资料来源: WIND, 海通证券研究所

同样受益于供给收缩的还有化工行业。上半年化工行业众多子行业中化学原料(纯碱、氯碱、无机盐等)和化学纤维(涤纶等)表现很好,其中涤纶景气度的回升,就得益于行业自发的去产能。涤纶产业链可大致简化为“石油脑-PX-PTA-聚酯-涤纶纤维”。09-12年是我国PTA的产能扩张期,产能从1406万吨增加到3146万吨,产量也从不足1200万吨增长到2000万吨以上。产能的快速扩张造成供给的严重过剩,12年以后工厂开工率持续下滑,到14年PTA企业生产亏损成常态。

15年前后PTA行业开始自发进行产能出清。2015年全国有8套装置关停,包括远东石化合计产能320万吨/年的4套装置停车,翔鹭石化合计年产能615万吨的PTA装置停产,此外扬子石化、珠海BP也有停车装置。而新增方面15年只有2套装置上线,年产能不到360万吨,关停产能超过新增产能。2016年只有江阴汉邦石化投产220万吨/年的新装置,16年PTA产量仅增长3%,PTA整体供应格局表现稳定。

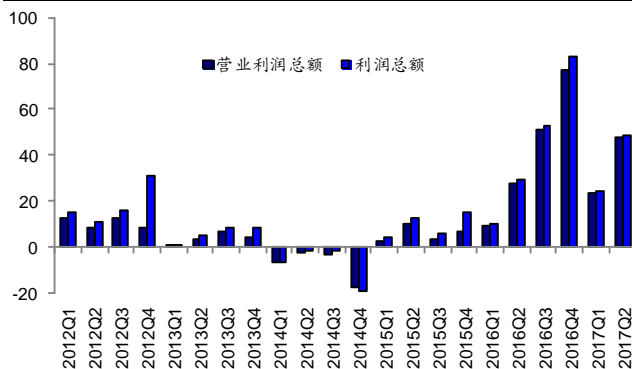
新增产能的控制以及落后产能的退出,使得PTA供求关系得到明显改善,企业盈利有明显回升。从上市涤纶企业利润总额看,16年开始盈利能力得到大幅改善,全年实现营业利润总额超过165亿,比15年的22亿翻了好几倍,而17年上半年实现营业利润71亿,又比16年同期的37亿接近翻了倍。

图11 我国PTA产能与产量增长情况



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图12 涤纶行业企业单季度利润额(亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

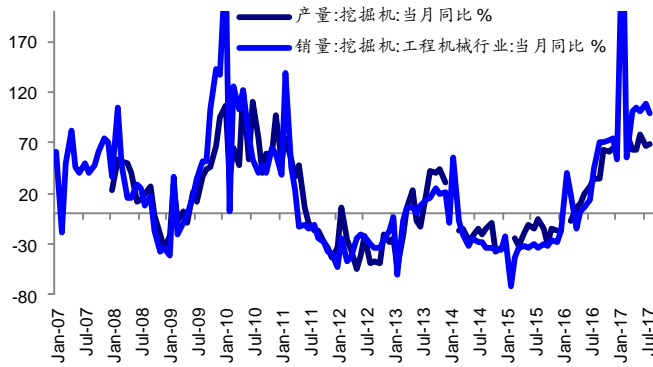
今年盈利改善的另一个链条是基建、地产相关行业。今年一二线地产销量虽然持续负增,但上半年三四线销量维持较高增速,整体看地产企业盈利继续改善,地产上市公司上半年实现超过20%的利润增速。在此驱动下与地产相关的行业需求旺盛,比如家用电器中的空调今年销量大幅增加,1-8月同比增长38%,相关上市公司上半年盈利同比增速在20%以上;化学原料中广泛用于建筑、地产的纯碱、氯碱需求也大幅增加,相关上市公司上半年总利润实现翻倍。

挖掘机销量大增带动机械设备行业盈利改善。机械设备行业中工程机械和重型机



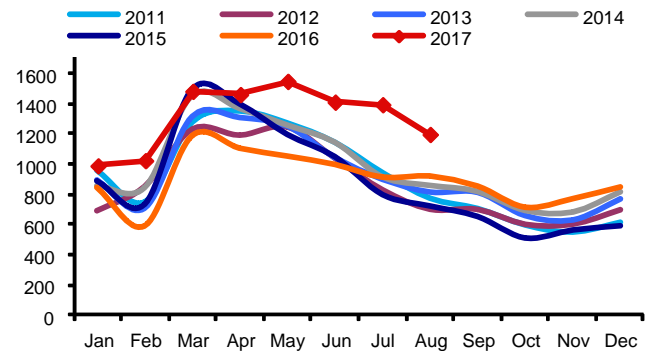
械子行业实现扭亏为盈，代表性企业三一重工，今年上半年利润总额同比翻了 8 倍还多，盈利改善与挖掘机销量大增有关。今年挖掘机销量大增除了设备更新需求外，与基建、地产投资也有关系，相比之下，通用机械和其他专用设备子行业表现平平。

图13 挖掘机产量和销量增速大幅回升



资料来源：WIND，海通证券研究所

图14 历年空调销量比较（万台）



资料来源：产业在线，海通证券研究所

### 2.1.3 上游供给收缩，下游成本推升

终端需求没有起色的情况下，中上游产品涨价，必然会挤压下游厂家利润。下面我们将从几个典型的产业链入手，看看利润如何在各产业链条中传导。

从煤炭-火电-冶炼产业链条看，煤炭涨价会推升很多行业的生产成本，火电行业受其影响尤为显著。上半年经济运行稳定，电力需求旺盛，全社会用电量同比增长 6.3%，增速同比提高 2.6 个百分点。但火电企业受燃料成本高企的拖累，盈利明显下滑。举几个企业看，华电国际 17 年上半年实现营收 366.5 亿，同比增加 24%，但除去成本后营业利润为-0.5 亿，出现亏损的原因主要是煤炭价格大幅上涨，今年上半年公司燃料成本 185.3 亿，同比增加接近 66%；大唐发电上半年营收 300.5 亿，同比增长 2.9%，同时营业成本 254 亿，同比增长 21.6%，主要是煤炭价格大幅上涨所导致；国电电力上半年营收 287 亿，同比增长 5.3%，但煤炭价格上涨使得公司入炉标煤单价同比增加了 215 元/吨，公司上半年毛利率 18.8%，同比减少接近 14 个百分点。

表 2 代表性火电公司利润增速、营收增速、成本增速等指标（%）

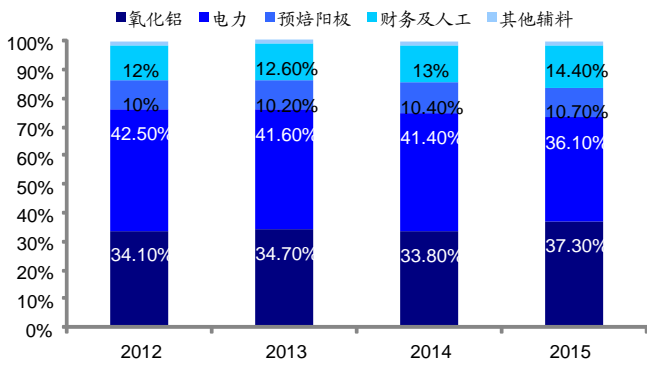
公司	17H1 销售毛利率	16H1 销售毛利率	营业收入增速	营业成本增速	营业利润增速
华能国际	11.49	28.51	34.97	67.12	-83.49
上海电力	15.69	27.81	14.40	33.61	-59.95
浙能电力	11.73	29.83	26.82	59.53	-50.24
华电国际	8.81	27.39	23.99	55.72	-101.13
中能股份	.96	9.95	13.06	16.82	-16.89
国电电力	18.80	32.63	5.25	26.85	-56.43
大唐发电	15.62	28.58	2.91	21.59	-44.07

资料来源：WIND，海通证券研究所

煤炭涨价也推升了炼钢、铝冶炼等行业的生产成本，只不过这些行业本身也在进行去产能，产品涨价下对成本上涨接受能力较强。以电解铝生产为例，电解铝成本主要包括氧化铝、电力、预焙阳极以及人工，其中电力成本在电解铝生产成本中的占比在 35%-40%，按照生产每吨电解铝平均耗电 1.4 万千瓦时电计算，电价每增加 1 分钱，电解铝成本相应增加约 140 元/吨<sup>1</sup>，煤炭价格对电解铝生产成本影响很大。另一方面，电解铝的另一重要原材料——氧化铝的主要成本中能耗成本占到了 1/4 以上，煤炭价格也是影响其生产成本的重要因素。

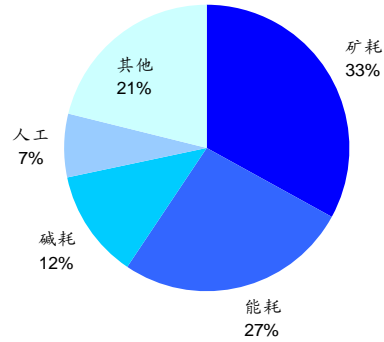
<sup>1</sup> 参考山东魏桥铝业公司债券 2016 年度跟踪评级报告

图15 电解铝成本构成（氧化铝、电力）



资料来源：上海有色网，海通证券研究所

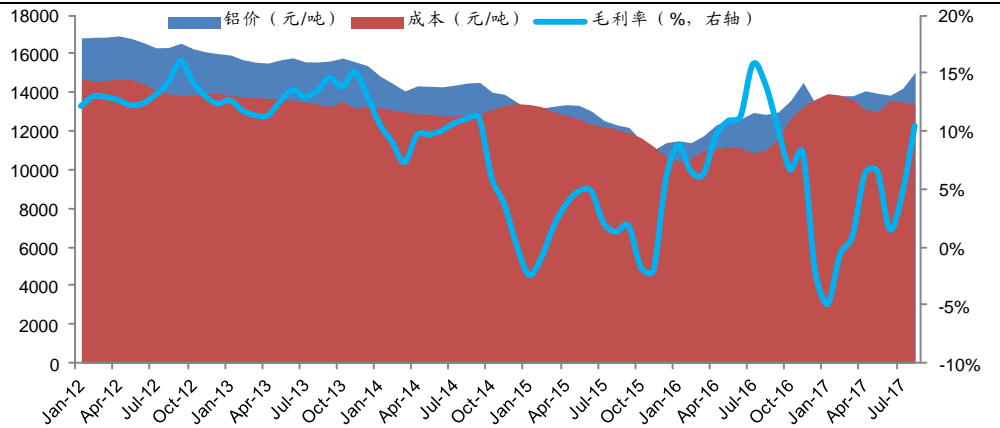
图16 氧化铝企业成本构成（2016年数据）



资料来源：SMM，海通证券研究所

**成本上涨侵蚀电解铝盈利空间。**今年铝价维持高位震荡，行业毛利水平却与去年一路走高不同，今年年初以及6月份电解铝盈利曾一度转负或回落至零附近，原材料的涨价对利润的吞噬十分明显。从16年供给侧改革以来，煤炭价格上涨后持续在高位运行，导致电解铝企业生产所需的原材料成本上涨，对冲了企业盈利，并且如果继续下去，对企业经营将会带来成本压力。比如南山铝业，今年上半年实现营收75.5亿，同比增加13.8亿，增长22.3%，同时营业成本58.6亿，同比也增加了接近10.5亿，增长21.8%。

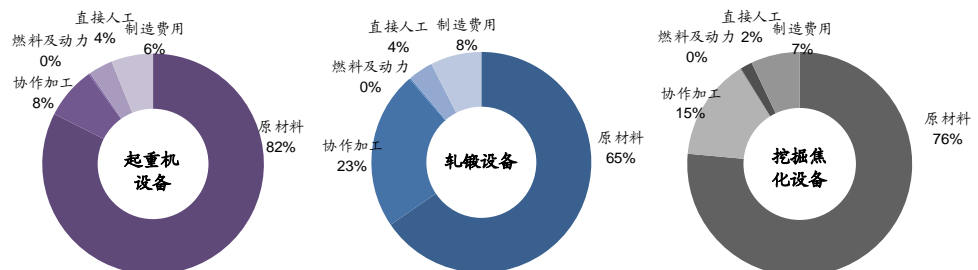
图17 电解铝行业成本与盈利空间估算（元/吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

**原材料涨价侵蚀制造业毛利率。**机械设备是比较典型的中游行业，上游原材料包括钢材、铜铝等有色金属、橡胶塑料和各种零部件。根据上市公司披露的信息，在机械设备主要子行业中，原材料成本占比均超过65%，其中钢材是行业最主要的材料，钢材的上涨推升了机械设备的生产成本。

图18 太原重工披露的分产品成本构成



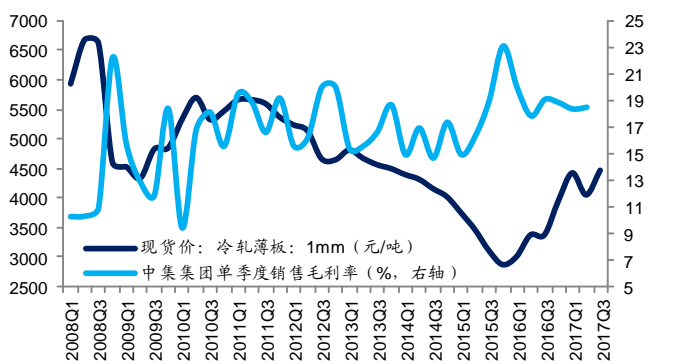
资料来源：太原重工2016年年报，海通证券研究所



由于市场竞争格局和定价模式的不同，原材料涨价对机械设备不同子行业的影响不同。对于集装箱、液压支架等子行业，定价主要采用成本加成模式，原材料涨价对毛利率影响不大，企业盈利总额主要取决于销售量。比如以集装箱、道路运输车辆等为主业的中集集团，原材料钢材价格从16年开始大幅上涨，但公司毛利率水平并没有大幅波动，今年上半年公司销售毛利率18.4%，同比仅减少0.35个百分点。而利润总额来看，今年全球集装箱供给紧张，集装箱企业排产饱满，推动利润的大幅回升，中集集团上半年营业利润总额15.24亿（去年为-3.19亿），同比大幅增长。

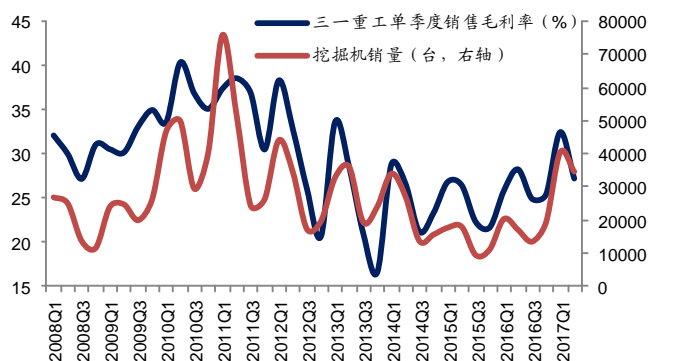
而对于价格固定或者调价频率较低的子行业，钢材价格的上涨则会推升营业成本、降低企业毛利率。当然，毛利率最终如何变化也要考虑下游需求和销量的变化，销量的增加会分摊固定成本，从而提高毛利率，下游需求的旺盛也会让价格调整更快速的完成。

图19 钢材价格与中集集团毛利率



资料来源：WIND，海通证券研究所

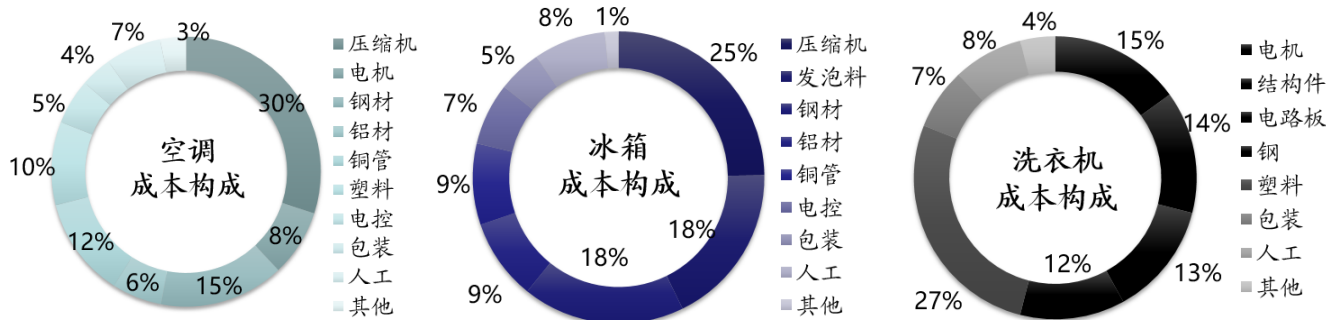
图20 挖掘机销量与三一重工毛利率



资料来源：WIND，海通证券研究所

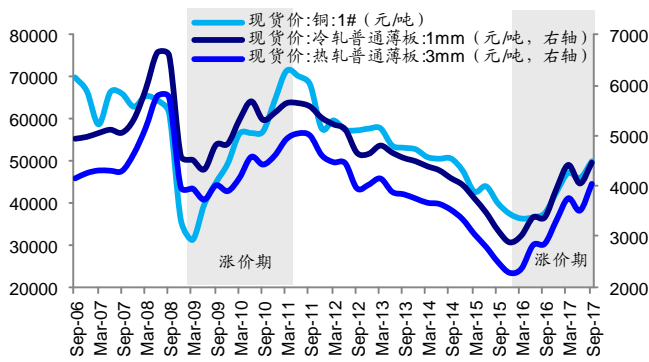
有定价权的企业可分摊成本压力。以家电行业为例，家电行业也受到原材料涨价的影响。根据上市公司披露的信息，下游家电生产厂家的成本构成中，人工成本也就在10%左右，其他的主要是购进原材料成本，包括企业向上游供应商采购压缩机、电机、换热器等配件，还包括直接采购的少量钢、铜等原材料。

图21 三大白电产品上游部件构成占比（2016年）

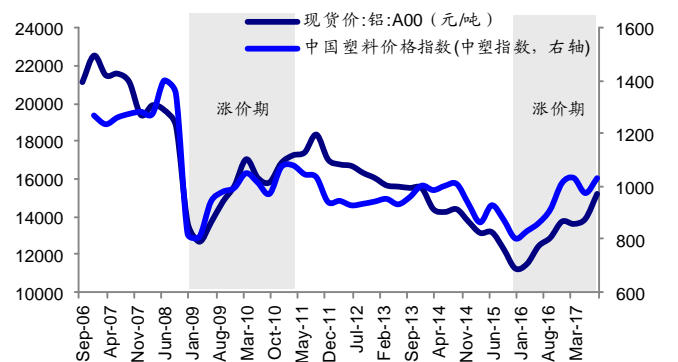


资料来源：产业在线，海通证券研究所家电组

在09年1季度到11年2季度铜、铝、塑料等也有过一段涨价时期，在这期间现货铜价格涨了143%，冷、热轧板价格涨了24%-27%，铝涨了51%，塑料价格指数涨了39%。如果按上文调研的空调原材料构成计算，这期间空调产业链原材料成本上涨超过40%。我们可以通过分析这段时间家电行业数据，得出一些帮助理解现状的结论。

**图22 铜、冷轧板现货价格**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

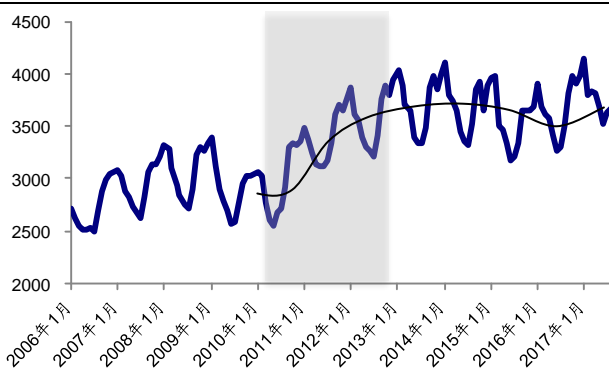
**图23 现货铝价格和塑料价格指数**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

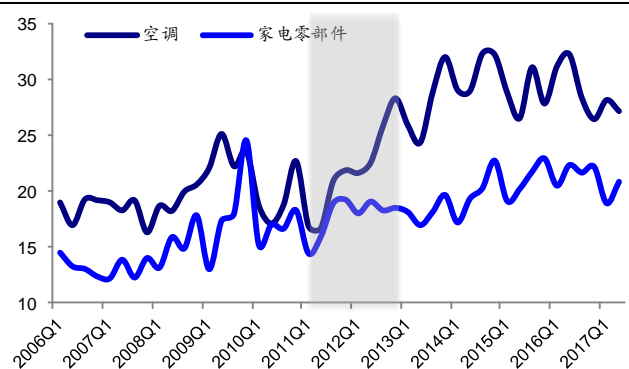
成本的增加会在零部件供应商、整机家电生产厂商之间摊销,也可以通过涨价向下游销售商和消费者转移,但中间会有时滞。国内品牌空调的市场价格是在2010年才有了一个快速的调整,到2012年初共涨了30%左右。从毛利率看,2009年在原材料开始上涨的背景下,空调和上游零部件供应商毛利率都有明显的下滑。毛利率的低迷持续到2011年,2011年之后随着空调出厂价格上调以及原材料涨价接近尾声,企业毛利率才有了大幅回升,且家电生产厂商毛利率回升幅度远超过零部件生产商。

本次原材料涨价已经拖累毛利率下滑。本轮原材料涨价从16年初算起现货铜、铝价格涨价幅度已经超过40%,冷轧板涨价幅度在60%-90%,塑料价格涨幅接近30%。原材料涨价对家电行业毛利率的冲击已经显现,根据今年上市公司中报情况,空调板块上市公司上半年销售毛利率在27.6%,同比减少4.1个百分点,家电零部件板块上市公司上半年销售毛利率在19.9%,同比减少1.5个百分点。

通过产品涨价转移成本要考虑消费市场空间。迫于原材料价格的持续上涨,家电企业纷纷上调产品价格,中怡康数据显示空调价格自去年6月跌至低谷后开始反弹,今年7、8月国内品牌空调均价分别为3639元和3662元,同比增加344元和151元,二季度空调均价为3676元,同比增加了258元。目前不少家电企业仍在调高价格,但是能否顺利通过涨价实现成本转移,还要考虑下游消费需求市场空间以及支付能力。由于家电也是地产相关消费,因此未来需求空间与地产表现息息相关,下文我们将对地产驱动的持续性进行分析。

**图24 国内品牌空调平均价格(元)**


资料来源: 中怡康, 海通证券研究所

**图25 空调和家电零部件行业单季度销售毛利率(%)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

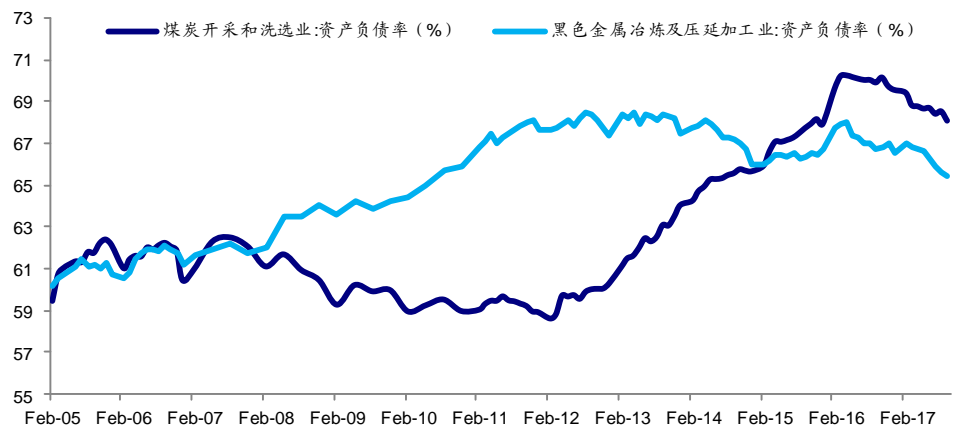
集中度低的行业被动接受涨价。以造纸和包装产业链为例,造纸行业前几年一直受纸价低迷困扰,15年自然淘汰、关停了很多产能,16年叠加环保压力,不少中小产能限产关停,大型纸厂停机检修,比如东莞玖龙6月PM1纸机就开始进入长达50天的停产检修期。此外,叠加进口洋垃圾政策的影响,原材料废纸价格快速上涨,中上游纸厂纷纷提价。

由于中上游纸厂市场集中度很高，箱板瓦楞纸行业 CR3 占比超过 1/3，谈判能力强，在整个产业链上拥有主导权，而下游纸箱加工、包装企业较为分散，因此下游厂商通常只能被动接受涨价，利润受到挤压。从子行业利润增速看，今年上半年造纸行业上市公司利润总额是去年同期的 2.5 倍，而包装印刷行业只增长了 10%。

## 2.2 国企降杠杆下的投资机遇

随着行业盈利状况的好转，杠杆率也有所下降，但改善力度不大。以钢铁、煤炭行业为例，统计局统计的规模以上黑色金属资产负债率从 16 年 4 月峰值的 68% 降至今年 9 月的 65.43%，下降了 2.57 个百分点，负债率虽有改善仍处于高位，而煤炭开采和洗选业资产负债率从 16 年 4 月 70.23% 的水平降至今年 9 月的 68.06%，下降了 2.17 个百分点。

图26 钢铁煤炭行业资产负债率



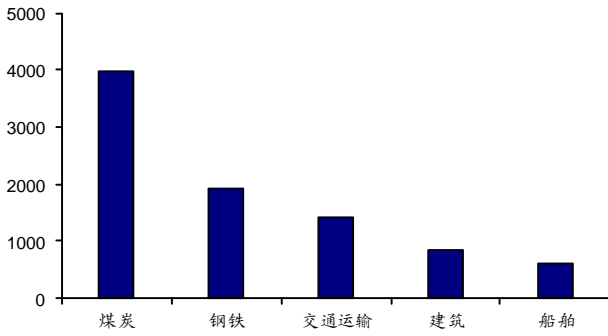
资料来源: WIND, 海通证券研究所

近期发改委重提企业去杠杆，提出债务重组、淘汰僵尸企业、市场化债转股三大政策方向，国务院常务会议也提出抓住有利时机，把国企降杠杆作为“去杠杆”的重中之重，分行业预警、鼓励利用利润降低债务、强化问责、推进转型和市场化债转股。债务负担重的钢铁、煤炭等周期性企业去杠杆有望推进。

**债转股寄予厚望，利好龙头国企。**在推动企业去杠杆+金融服务实体的框架下，市场化债转股无疑是个重要的突破口。截至 11 月 30 日达成协议的债转股项目金额超过 1.2 万亿元，已参与企业中煤炭、钢铁和交通运输企业规模合计占比超 6 成。

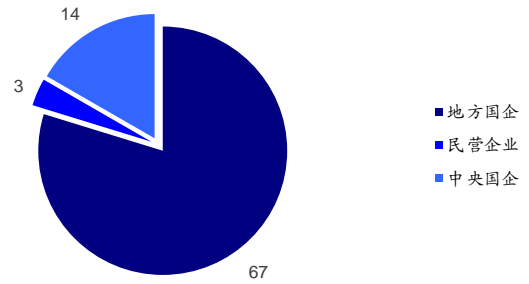
实施主体以国有银行为主导，11 月 6 日随着银监会正式批准中银金融资产投资有限公司开业，四大行的债转股实施机构均已顺利落地。此外，中国信达等资产管理公司也参与到市场化债转股中。11 月 18 日，西昌矿业市场化债权转股权项目完成债转股工商登记变更，这是继中国重工之后，中国信达完成的又一单市场化债权转股权项目。

图27 债转股签约企业行业分布前几名（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所（截至 11 月底）

图28 签约企业性质（家）



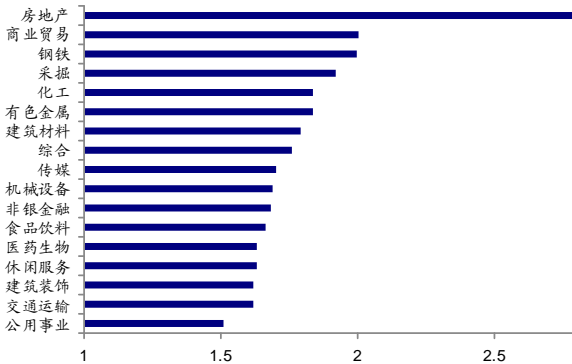
资料来源：WIND，海通证券研究所（截至 11 月底）

### 2.3 周期行业配置价值仍存

回顾今年行业利差变化，AAA 级债券中钢铁、煤炭是利差缩窄最大的行业，有色、化工利差也有小幅缩窄，其他行业利差平均水平都有增加，上行幅度最大的是房地产，主要受万达等风险事件冲击，拉动 AAA 级地产债平均利差上行，除此之外建筑、食品、综合行业利差上行幅度也比较大，在 40BP 左右。

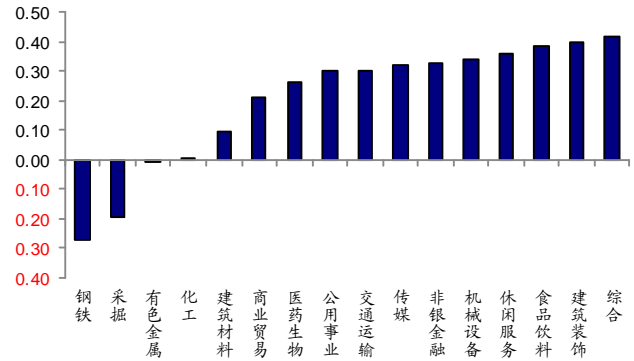
**周期性行业仍有配置价值。**环保压力和限产政策下，周期性行业供给端短期内还是处于收缩状态，盈利改善预期能够持续；从回报看，高等级债券中钢铁、采掘、化工、有色、建材等周期性行业利差仍旧偏高，钢铁、采掘超额利差最高能达到 40BP，仍有配置价值。

图29 11 月 AAA 级行业利差（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图30 年初至今 AAA 级行业利差变化（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

注：数据截至 11 月 25 日，房地产 AAA 级利差今年大幅上行 138BP，没在图中

## 3. 房地产：凛冬将至，关注融资

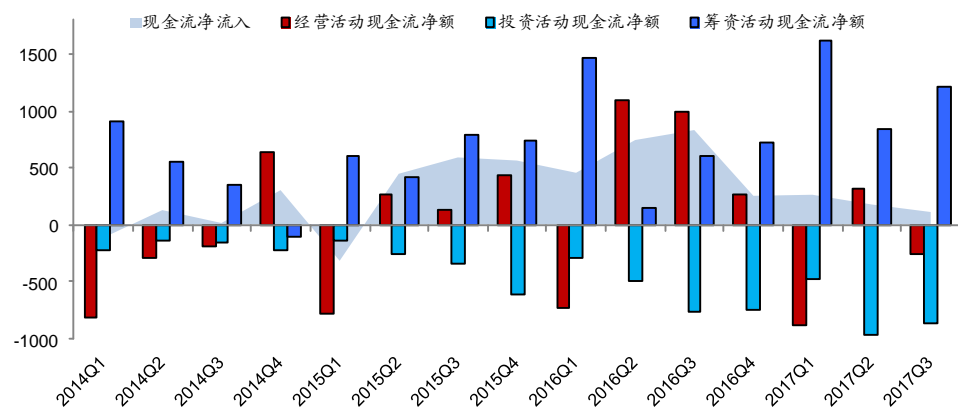
### 3.1 信用状况：债务攀升，资金积累放缓

**房企经营现金流转负。**我们从上市房企的数据来观测地产行业的现金流状况，发现今年地产销售额维持高位，带动房企销售回款增多，前三季度上市地产公司销售商品、提供劳务收到的现金为 1.27 万亿，同比增加 0.16 万亿；但同时企业经营性活动支出大幅增加，今年前三季度上市公司经营现金流总体表现为净流出，净流出额为 815 亿，同比大幅转负。

**现金流入较去年明显减少。**上市房企投资活动现金流持续增加，今年前三季度投资活动现金流净流出 2300 亿，同比增加 745 亿，导致自由现金流缺口进一步扩大。

而同时，上市房企筹资活动现金流维持相对的平稳，前三季度筹资现金流净流入3658亿，主要是大型房企在融资，资产规模前30的上市房企筹资现金流净流入规模有3506亿，筹资现金流流入和16年同期相比反而在增加。最终反应在现金积累结果上，自去年四季度地产调控以来，上市地产公司保持了现金流的净流入，但金额出现明显回落，与去年相比现金流状况明显弱化。

**货币资金积累放缓。**体现在资产负债表中，则是房企货币资金增速放缓，截至3季度末上市房企货币资金规模超9175亿，虽然总量上较去年年底增加704亿，但今年季度增量逐渐减少，三季度上市房企货币资金总规模仅增加了89.5亿。

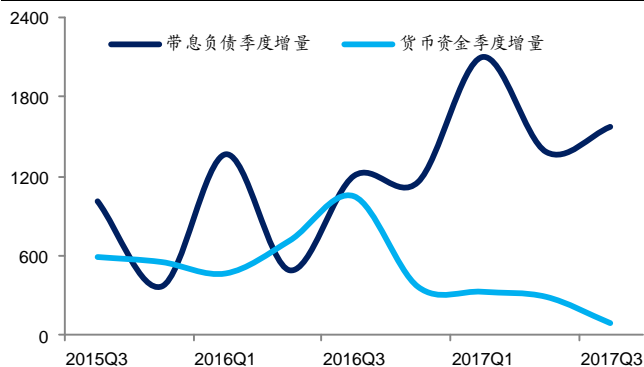
**图31 上市房企单季度现金流情况（亿元）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

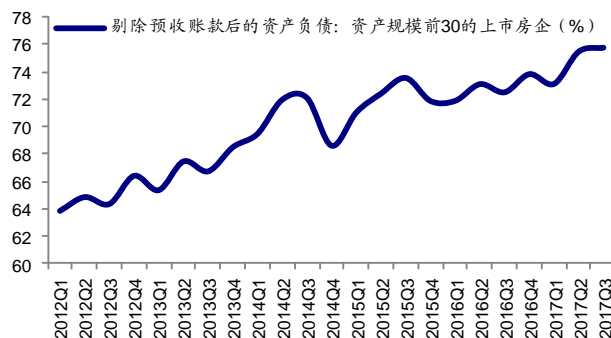
**房企带息债务攀升，且呈现短期化。**今年房企带息债务总规模再创新高，截至3季度末上市房企带息负债规模超过2.7万亿，较去年年底增加0.5万亿，同比增长29.6%。带息债务中短期债务占比，在16年底的中位数是27.08%，到今年3季度末中位数增加到27.85%，债务期限结构偏向于短期化。

**短期流动性风险增加。**我们用货币资金对短期债务（短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+应付短期债券）覆盖率衡量企业短期流动性风险，发现今年三季度末上市房企货币资金/短期债务中位数位1.34，而16年底中位数为1.70，现金对短期债务的覆盖率正在降低。

**大型房企杠杆率继续抬升。**负债率计算上，我们按照资产规模区分大型房企和中小型房企，发现资产规模前30的大型上市房企剔除预收账款后的资产负债率中值从去年年底的73.8%继续抬升至今年三季末的75.8%，增加了接近2个百分点。中小型房企资产负债率则有所回落。

**图32 上市房企带息负债和货币资金季度增量（亿元）**


资料来源：wind，海通证券研究所

**图33 剔除预收账款后的资产负债率中位数（%）**


资料来源：wind，海通证券研究所

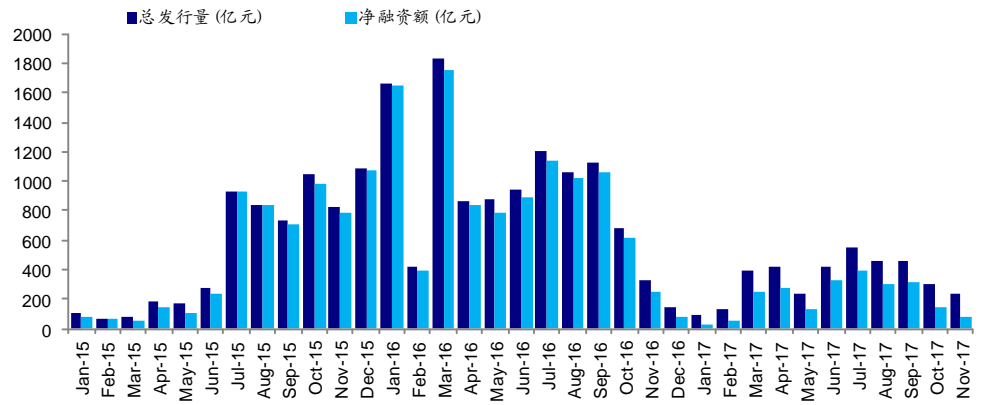


### 3.2 融资：发债未松，信托融资大增

#### 3.2.1 国内地产发债未松

**债券融资锐减。**先从融资量上看，去年地产调控后，地产债发行量锐减，16年4季度地产债券发行量和净融资额分别为1149亿和949亿，不到16年3季度的1/3；今年前三季度地产债净融资额分别为316亿、740亿和1010亿，净融资额虽然逐季抬升，但总融资额仅为16年同期的两成，少了0.74万亿。

图34 地产债季度发行与净融资规模（亿元）



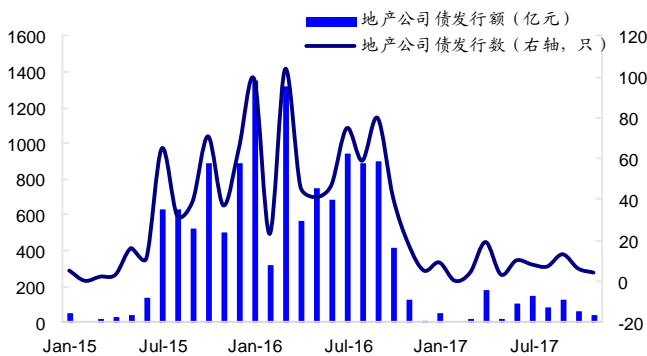
资料来源：Wind，海通证券研究所

**公司债分类监管的影响是持续的。**公司债是地产企业发债的重要途径，截至16年底，存量地产债中有52%是公司债，金额占比高达64%。去年下半年，证监会、上交所、深交所陆续发布了针对房地产业公司债的分类监管方案，要求根据基础指标和综合指标将企业分类为正常类、关注类和风险类企业，关注类企业发债将受到进一步严格审核，风险类企业原则上不予通过。

今年年初，我们对地产存续债发行人进行了筛选，在257个发行人中有103家不符合公司债基础指标，其中主体评级低于AA级或缺少主体评级的占到51家，如要发债必须进行增信；154家满足公司债基础指标的房地产业存续债发行人中，105家正常类，41家关注类，8家风险类。也就是说257家存续发行人中只有105家发债不受影响，地产企业公司债收紧的影响将是持续的。

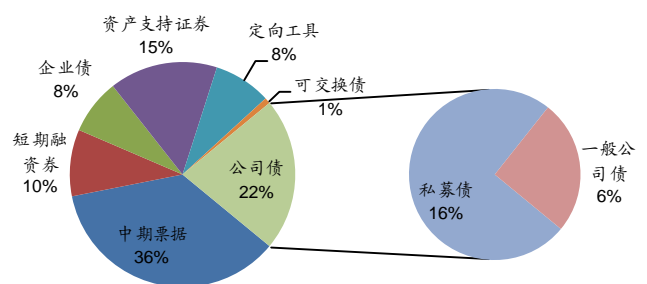
**公司债收紧的影响立竿见影。**今年地产公司债发行规模锐减，截止到11月30日今年地产债发行出来3586亿，只有814亿是公司债，规模不到去年同期的10%。814亿公司债中有582.5亿的私募债，一般公司债仅有20只、231.5亿，私募公司债相对公募较好发行一些。

图35 地产公司债发行情况



资料来源：wind，海通证券研究所

图36 17年发行地产债类型（金额占比）



资料来源：wind，海通证券研究所，截至17年11月10日



**新发公募公司债大多早已有批文。**今年发出来的 20 只公募公司债，有 15 只是在 16 年 9 月之前拿到的发行批文，而且这 15 只中有 10 只是在 15 年拿到的批文。比如万科发行的“17 万科 01”和“17 万科 02”是在 15 年 8 月拿到的批文，世茂股份在 7 月、9 月和 10 月分别发行的三只公司债，是在 15 年 10 月拿到的批文，由于公司债拿到批文后，一般要求首期在 12 个月内发行完毕、剩余额度要在 24 个月内发行完毕，因此 15 年拿到批文的公司债今年发出来，基本上是踩着最晚期限。

**新增申请并未冻结，但审批速度缓慢。**有 5 只公司债是今年拿到的证监会批文，且比较顺利的完成了发行，分别是浦东土控的“17 浦土 01”、“17 浦土 02”、卓越商置的“17 卓越 01”和招商蛇口的“17 蛇口 01”和“17 蛇口 02”

上海浦东土地控股集团在证监会行业分类中为房地产，但并非典型的地产企业，公司实际控制人为浦东新区国资委，还承担着浦东新区主要的土地前期开发和深度开发职能。根据浦东土控的募集说明书，今年发行的两期公司债在 17 年 3 月获得证监会的核准发行，而我们在上交所信息平台查到的信息显示，浦东土控发行公司债的申请在交易所通过预审核的日期为 16 年 9 月。可见从上交所预审核通过到证监会核准发行经过了半年时间，速度十分缓慢。

卓越商业管理公司是在 16 年第三次股东会通过的债券发行议案，到今年 5 月通过上交所的预审核，7 月获得证监会核准，10 月完成发行，“17 卓越 01”期限为 5 年，用于偿还银行贷款和补充流动资金，最终发行利率 6.48%。上交所预审核反馈意见显示，卓越商置主体评级 AA+，中国房地产协会排名第 53 名，根据交易所公司债分类监管政策，公司属于“正常类”企业。

表 3 17 年 1-11 月发行的地产公募公司债详情

发行月份	发行人	发行债券	主体评级	获准发行日
1 月	金世旗	17 金旗 01	AA	2015 年 11 月
1 月	苏高新集团	17 苏新 01	AA+	2016 年 1 月
3 月	国贸地产	17 国地 01	AA	2016 年 3 月
6 月、8 月	浦东土控	17 浦土 01、17 浦土 02	AA+	2017 年 3 月
7 月	金地集团	17 金地 02	AAA	2016 年 7 月
7、8 月	万科	17 万科 01、17 万科 02	AAA	2015 年 8 月
7 月	金地集团	17 金地 01	AAA	2016 年 7 月
7、9、10 月	世茂股份	17 世茂 G1、17 世茂 G2、17 世茂 G3	AAA	2015 年 10 月
8 月	苏高新集团	17 苏新 02	AA+	2016 年 1 月
9 月	电建地产	17 电建债	AA+	2015 年 12 月
10 月	中环集团	17 沪中环	AA	2015 年 12 月
10 月	滨江集团	17 滨房 01	AA+	2015 年 11 月
10 月	卓越商置	17 卓越 01	AA+	2017 年 7 月
11 月	招商蛇口	17 蛇口 01、17 蛇口 02	AAA	2017 年 7 月
11 月	远洋地产	17 远洋 01	AAA	2015 年 12 月

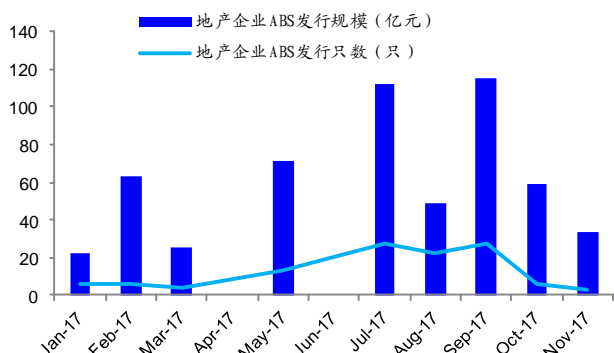
资料来源：WIND，海通证券研究所

**资产证券化产品方兴未艾，地产 ABS 规模快速增加。**近年来政策对 ABS 产品多持支持态度，地产公司利用企业资产进行证券化融资成为一类较有吸引力的融资渠道。Wind 统计显示，自 2015 年年末开始，地产企业发行 ABS 产品规模快速增加，截至 15 年底，我国房地产 ABS 存续规模只有 136.7 亿，16 年的总发行规模为 444 亿元，今年以来截至 11 月 30 日发行规模达到 529 亿，房地产 ABS 存续规模已经到了 936.55 亿。

从基础资产来看，今年发行的以应收账款为基础资产的地产 ABS 产品规模占到 45%，占比较之前有明显下降，2016 年末监管层曾窗口指导暂停了以房地产企业购房尾款为基础资产的资产证券化(ABS)，但据 21 世纪经济报道，3 月监管机构放行交易所市场 AA+ 评级地产公司发行以购房尾款为基础资产的 ABS，物业费 ABS 也在放开。信托受益权 ABS 和不动产投资信托 REITs 发行增多，后者是受到国家政策鼓励的产品形

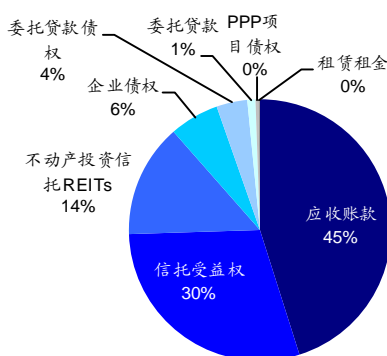
式。目前房地产企业资产证券化市场绝对规模上还比较小，但未来发展空间非常大，有望成为未来地产融资的重要渠道。

图37 房地产企业 ABS 产品发行规模



资料来源: wind, 海通证券研究所

图38 17年发行的房地产企业 ABS 产品基础资产分类



资料来源: wind, 海通证券研究所, 截至 17 年 11 月 10 日

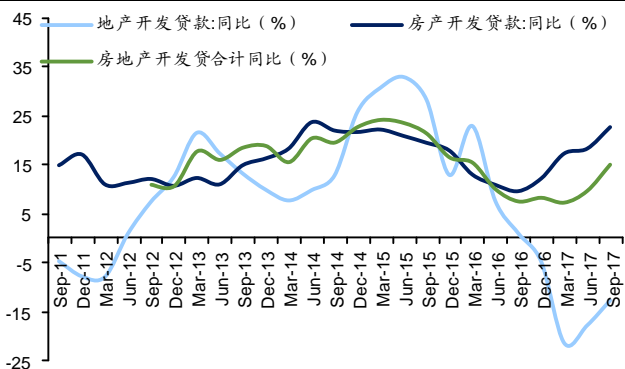
### 3.2.2 房产开发贷回温，个贷续降

**地产开发贷负增，房产开发贷不减。**自去年地产调控以来，银行收紧向地产企业发放开发贷的审核，包括禁止“配资拿地”等、拒绝给“五证不全”开发商提供贷款等，地产商从银行获得资金支持的难度增加。

从今年贷款数据看，地产开发贷款确实出现了大规模负增，前三季度主要金融机构地产开发贷余额净减少了 500 亿；房产开发贷表现有所不同，房产开发贷规模在 16 年上半年就出现同比增速下滑，而在地产调控出台之后，增速反而逐渐回升，今年前三季度房产开发贷余额净增 1.04 万亿。贷款数据反映出来的情况是，银行对房企进行土地开发的支持迅速减少，但对符合房产开发标准的项目支持不减。

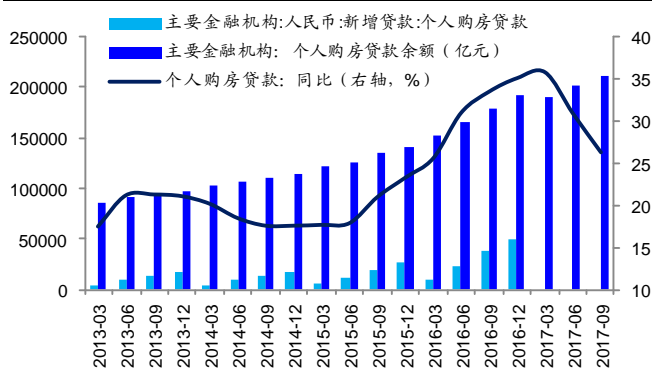
**个人购房贷款增速下滑。**今年央行没有公布季度新增个人购房贷款，但从余额变动来看，今年个人购房贷款总规模增速拐头向下，前三季度个人购房贷款余额净增 1.96 万亿，净增额较去年同期减少了 1.79 万亿。

图39 房地产开发贷余额同比增速



资料来源: wind, 海通证券研究所

图40 个人购房贷款情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

### 3.2.3 地产信托规模大增

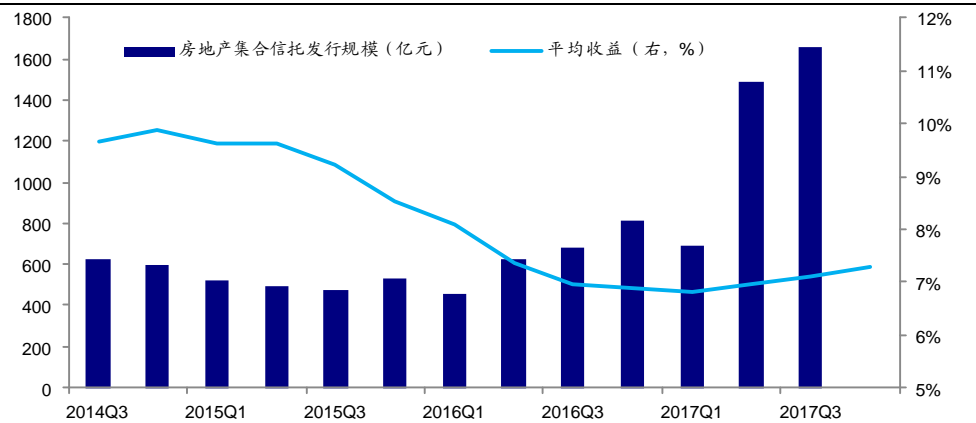
**通道业务监管升级。**除了传统的银行贷款、发债、定增等渠道，地产企业也会通过信托、资管计划、基金等渠道筹集资金。16年年末，银监会对 16 个热点城市开展金融机构房地产相关业务专项检查，包括首付贷、开发贷、银企合作、理财及信托等多种业务。今年 2 月中旬基金业协会叫停了 16 城私募、资管计划投资房地产开发企业项目，几种开发商常用的融资方式将受到重点监管。

从基金子公司资管产品来看，根据用益信托网统计，2016 年投向房地产领域的产品数量共计 304 只，投资金额约 880 亿元，相较 15 年 130 只、286 亿元的发行量增加接近 2 倍。17 年 1-10 月基金子公司资金投向房地产领域的产品有 92 只，规模 222 亿，相比于 16 年大幅缩减。

**地产行业信托融资规模大增。** 房地产信托作为目前比较合规的融资渠道，对企业和投资者有着很大的吸引力，发行量大幅增加。根据信托业协会公布的数据，16 年新增地产信托产品 7327 亿，投向房地产行业的资金净增加额为 1418 亿；17 年上半年新增地产信托产品 5033 亿，投向房地产行业的资金净增加额为 3532 亿，且不管是项目数量还是资金额上，都较 16 年同期大幅增长。

**信托融资成本抬升。** 信托产品可以分为集合信托和单一信托，根据用益信托网统计的地产集合信托数据，我们看到今年二、三季度地产集合信托发行规模大幅增加，同时平均收益也随之抬升。今年 1 季度的时候新增地产集合信托平均收益率在 6.81% 左右，三季度抬升至 7.11%，四季度以来进一步抬升到 7.29%。地产企业通过信托融资的成本不断增加。

图41 地产集合信托发行规模和收益率



资料来源：用益信托网，海通证券研究所

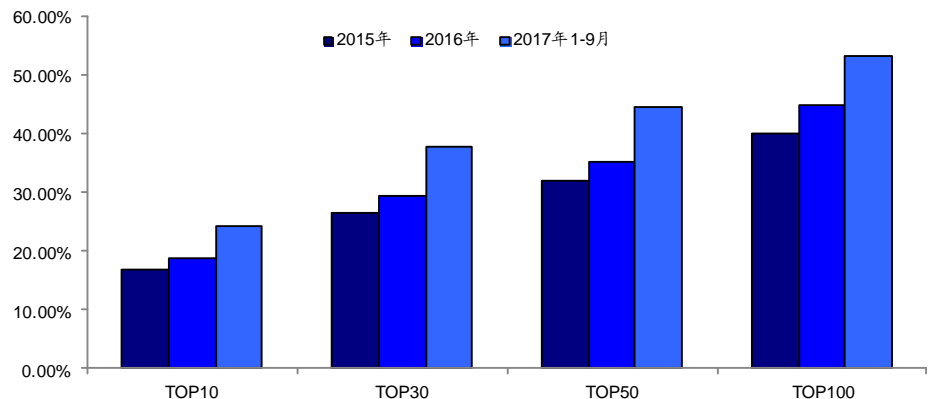
### 3.3 什么样的企业风险大？

#### 3.3.1 库存压力大、销售回款慢的企业

16 年国庆节期间，包括北京、广州、深圳在内的 20 个一二线城市先后发布楼市调控政策，宣告了新一轮楼市限购、限贷政策的重启。今年 3-5 月厦门等 20 多个城市实行限售，半年后的 9-10 月南昌等 10 多个城市升级楼市调控，限售政策频现。

**限购、限售影响房企销售回款。** 限购和限售政策分别从需求端和供给端调控房地产市场，根据海通宏观组的统计，目前限售城市的住宅销售面积占全国住宅商品房销量的三成以上，其中二线城市比重最高。限购、限售最终会影响房企销售回款速度，在融资端收紧的大环境下，房企去化速度的放缓无疑会增加企业资金压力。

**地产行业马太效应加剧，中小企业推盘较慢。** 近年来房企销售金额集中度持续提高，2017 年前三季度，房企销售额排行榜前 100 和前 10 的销售额市场占比分别为 53% 和 24%；前 100 房企的总体销售规模同比增长 36.7%，远高于全国商品房销售整体增速，中小型房企去化能力与大型房企差距越来越大，房企规模优势凸显。

**图42 15年以来房地产企业销售额集中度提高**


资料来源: CCRIC, 统计局, 海通证券研究所

**存货去化压力大的中小企业值得警惕。**大型房地产企业资金实力较强,通过拿地和在市场上并购项目,获得较多的项目及土地储备,因此库存项目也比较多,截至今年三季度报,有9家A股上市公司存货金额超过1000亿,都是资产规模排名前30的大型企业,但这些企业每年的销售额也大,因此衡量存货去化压力,也要考虑销售能力。我们用存货/预收账款以及存货周转率指标来衡量去化能力。

截至今年三季度末,存货/预收款较大的企业以中小房企为主,很多房企在售项目不多或销售进展缓慢,但存货量较大,存货去化压力较大。比如大龙地产的房地产业务步入开发阶段,销售主要集中在中山区域,受当地限购政策影响,整体销售进展缓慢,上半年公司房地产板块营业收入为4596.6万元,同比减少89.7%。

**表4 存货/预收款较大的地产(比值)**

	存货周转率	存货/预收款(2017年9月末)	存货/预收款(2016年年末)	存货/预收款变动
珠江实业	0.291	51.22	7.83	43.39
大龙地产	0.115	35.37	41.53	-6.16
中弘股份	0.097	28.58	23.11	5.46
泛海控股	0.032	26.38	17.94	8.44
格力地产	0.068	19.58	9.82	9.77
新梅置业	0.160	14.45	40.82	-26.38
嘉凯城	0.036	11.47	9.17	2.29
阳光股份	0.124	7.80	15.86	-8.06
凤凰股份	0.105	7.68	9.91	-2.23
华联控股	0.228	7.45	1.83	5.62
世茂股份	0.224	6.32	4.87	1.45

资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 3.3.2 拿地激进的中小型房企

**企业拿地仍比较活跃。**虽然楼市严格管控,但企业拿地和很多城市土地市场还是非常活跃。统计局数据显示今年1-10月房地产购置土地面积同比增长12.9%,土地购置费同比增长20.1%;

**三四线城市升温。**分城市土地市场看,中原地产统计数据显示,今年1-10月有7个城市土地出让金超过千亿,除了北京、上海外,还有杭州、南京、重庆、苏州、天津,超过500亿的城市有16个,创造了同期历史最多,且出现了佛山、嘉兴、宁波、温州等非一二线城市,三四线城市热度增加。

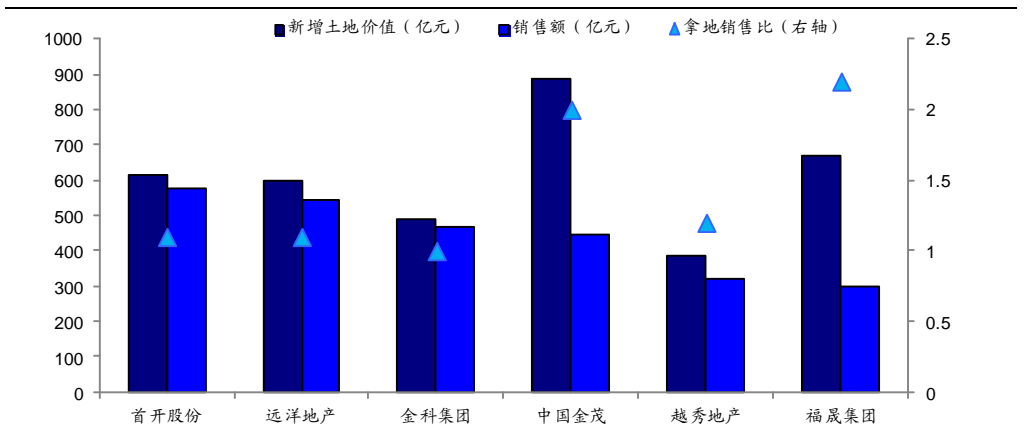
**标杆房企拿地有限度。**如果销售回款顺畅、经营节奏把控较好,资金链断裂的风险并不高,比如今年碧桂园、万科拿地量都非常大,但拿地总价/同期销售额都控制在0.5



以下，拿地结构与销售进度控制的较好；中国恒大今年前 10 个月拿地总价仅 912.84 亿，也就是万科、碧桂园的一半，销售额却同比大幅增加，拿地总价/销售额仅 0.22。

**重点关注激进拿地的企业。**在今年 1-10 月份拿地额较高的房地产企业中，中国金茂、首开股份、越秀地产、福晟集团、远洋集团拿地销售比较高，接近甚至超过 1，从这几家今年的销量看，排名都在 25-50 之间，多为中型房企。

图43 今年前 10 个月拿地销售比较大的房企



资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3.3.3 短债增加快、占比较高的企业

从偿债压力的角度来看，短期债务占比较高的企业，对销售回款、外部筹资的依赖更高，更易受到楼市调整的影响。我们上文提到今年三季度末上市房企货币资金/短期债务中位数位 1.34，货币资金对短期债务覆盖率比较低的企业可能会面临偿付压力，比如嘉凯城、泰禾、大名城、天房发展等，这些企业的货币短期债务比均在 50% 以下。

**融资不畅加剧偿债风险。**通常情况下房企融资主要有银行贷款、发行债券和其他（非标、夹层融资等）三类，银行的开发贷需要土地取得“五证”之后才可审核发放，且用途有严格限制，不能用来补充企业现金流，因此发行债券和寻求非标贷款是地产企业融资的重要补充。目前国内房企债市融资处于持续收紧的状态，房地产非标规模大幅增长，但融资成本也随之抬高，整体上国内房企融资环境偏紧，应重点关注融资渠道有限、授信额度所剩不多、债务负担较重却仍然有大额投资支出的房企。

**凛冬将至，关注融资。**我们预计明年地产政策高压还会持续，而且随着明年资管监管落地，房地产信贷以及信托规模都将受到影响，如果地产再融资政策仍不放松，地产企业现金流状况会进一步弱化。偿债压力看，明年下半年开始行业债务高峰来临，销售回款慢、短债占比高的企业可能面临流动性危机，重点关注拿地激进且三四线布局多、企业库存去化压力大、融资渠道有限的企业。

## 4. 城投债：防范灰犀牛风险

### 4.1 地方政府对城投依赖性下降

2016 年下半年至今，监管组合拳频出，地方政府融资“开前门堵后门”。2016 年下半年以来，经济企稳回升，货币政策由宽松转向中性以至偏紧，政策重心逐步转向金融市场“去杠杆、防风险”。财政部释放明确信号，政府债务管理趋严，一方面是以 88 号文、152 号文、50 号文、87 号文为代表的监管政策频出，一再强调规范地方融资，推进存量债务化解；另一方面财政部赴各地督查，坚决处理地方政府违法违规举债行为，问责涉事官员，规范与处罚并行，对地方政府的威慑力更强，足见监管层整顿地方融资乱象的决心。

经济下行压力不大，推动城投转型的政策仍会持续。15年在经济下行压力下，规范地方融资、推动城投转型的力度有所放缓，使得城投融资卷土重来。但目前来看，我国经济虽有见顶信号，但尚未出现很强的下行压力。

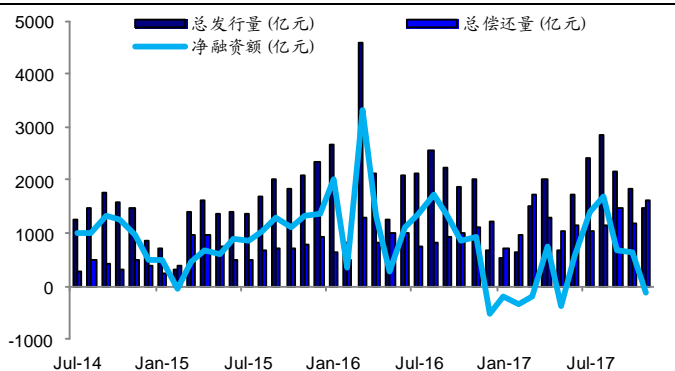
政府投融资模式变化，平台融资的历史任务完结。2014年8月底新预算法修正案通过后，43号文明确要求剥离政府融资职责。堵后门的同时，政策为地方政府融资开前门，一系列规范地方政府融资的文件，逐步确立了“地方债+项目收益债券”+PPP的地方政府融资模式，意味着城投公司传统的融资平台定位彻底终结。近期土地储备专项债、收费公路专项债的试行加强了这种趋势的预期，城投平台在剥离融资功能后，到了转型的关键路口。

## 4.2 债券融资缩量，发行成本较高

城投债券融资缩量明显。回顾城投债的发行历史，可以发现15-16年是城投债发行的高峰，净融资额也比较大，但16年底政府债务管理趋严，以88号文为代表的一系列政策文件直指城投债务问题，同时债市也在这一时期由大牛市转为熊市，城投债市融资受到明显影响。今年前11个月城投债累计发行量约1.78万亿，总偿还量累计有1.33万亿，净融资额4443.5亿。相比于16年同期，发行量减少27%，净融资额大幅减少近七成。

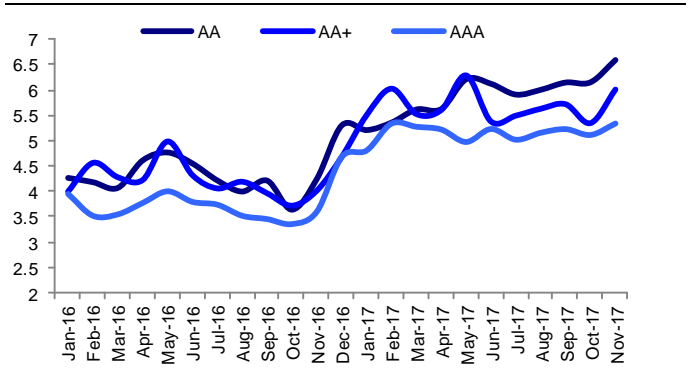
从融资成本上看，今年AAA城投债中票发行利率均在5%以上，资质较差的AA级城投主体，11月中票发行利率平均上升到了6.6%的水平。

图44 城投债发行、偿还、净融资额



资料来源：WIND，中债登，海通证券研究所

图45 城投中票发行利率维持高位（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

城投举债需宣布退出融资平台。随着规范地方政府债务工作的推进，“融资平台”身份使得城投公司融资多有不便利。早在14、15年财政部《关于印发政府和社会资本合作模式操作指南(试行)的通知》(财金〔2014〕113号)和国办发〔2015〕42号《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》就规定，如果平台公司以“社会资本”身份参与PPP项目，前提是不再承担政府融资职能。50号文还规定城投公司在境内外举债融资时，应主动向债权人书面声明不承担政府融资职能。

今年《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)要求，融资平台公司在境内外举债融资时，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能。8月常德经投一则“退出融资平台”的公告引发市场关注，此后越来越多的城投公司宣布不再承担政府融资职能。

## 4.3 债务置换加快、城投面临估值压力

### 4.3.1 城投债置换进度加快

从地方债务置换的角度看，地方置换债发行额度2016年为5万亿，实际置换约4.87



万亿元，加上 2015 年置换的 3.2 万亿元，累计置换 8.1 万亿元。2017 年的置换额度尚未公布，市场预期在 3 万亿左右，我们根据中债登公告的发行文件统计，今年截至 11 月 30 日地方置换债发行了 2.57 万亿。

表 5 地方债额度统计（万亿）

	2015	2016	2017
<b>地方新增债</b>	<b>0.6</b>	<b>1.18</b>	<b>1.63</b>
——新增一般债务	0.5	0.78	0.83
——新增专项债务	0.1	0.40	0.8
<b>地方置换债</b>	<b>3.2</b>	<b>5（实际 4.87）</b>	预计是 3 万亿，截至 11 月 30 日发行了 2.57 万亿
<b>总计</b>	<b>3.8</b>	<b>6.18</b>	预计 4.63

资料来源：财政部，中债登，海通证券研究所

从全国地方政府剩余需置换的债务规模来看，2016 年地方政府债务余额为 15.32 万亿元，减去地方政府债券形式的债务规模 10.63 万亿元，得到 16 年底剩余需要置换的全部债务规模为 4.69 万亿元。今年前 11 个月已经发行了 2.57 万亿置换债，不考虑财政收入还款，目前剩余需置换的债务规模应该在 2.1 万亿左右。

表 6 地方债务及置换进度情况（万亿）

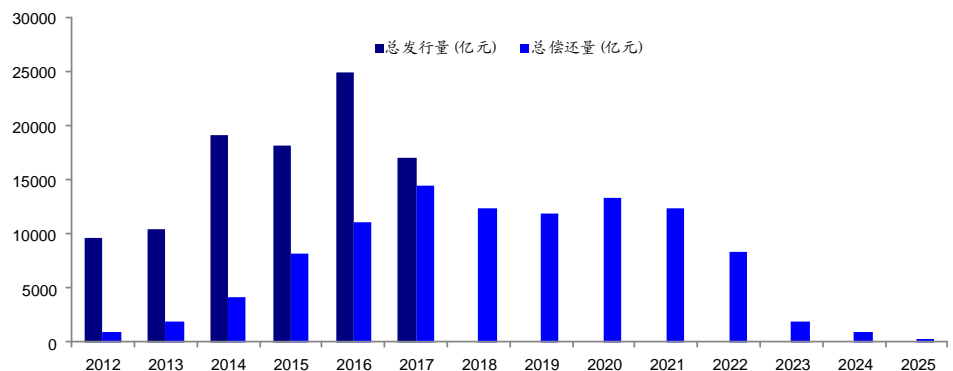
	2014 年末	2015 年末	2016 年末
<b>地方债务规模</b>	15.4	16	15.32
<b>地方政府债券余额</b>	1.16	4.83	10.63
<b>剩余需置换债务规模</b>	<b>14.24</b>	<b>11.17</b>	<b>4.69</b>

资料来源：财政部，WIND，海通证券研究所

国务院 88 号文提出非政府债券形式的地方政府债务需要在规定时间内置换为地方政府债务，若债权人不同意在期限内置换的，地方政府债务额度将被收回，因此发行人有较大动力去推动债务置换。

截止到 2017 年 11 月 30 日，城投债余额 7.03 万亿（剔除提前偿还和回售），在存量城投债中，2014 年 12 月 31 日以前发行、2018 年中以后到期的规模为 1.8 万亿，包括 1851 只债券，这其中具体多少可以纳入政府债务尚不可知，假设这一比例是 30%，那么在 2018 年有置换成地方债需求的规模有可能在 5400 亿元左右。

图 46 存量城投债到期分布



资料来源：Wind，海通证券研究所

三季度开始城投债置换加速。16 年 88 号文允许融资平台中认定为政府债务的部分通过政府债券置换等方式处置。从城投债公告提前偿还的节奏上看，上半年公告提前偿

还的城投债寥寥无几，合计只有 9 只发布了公告；从三季度开始，公告提前偿还的城投债开始增多，据我们不完全统计，7 月、8 月分别有 8 只城投债发布公告拟提前偿付，9 月、10 月增加到分别有 20 多只。不管是数量还是规模上，城投债提前偿还正在加速中。

**已有案例中，确定偿还对价主要有三种方式**，一种是面值偿付，早期的临海债和伊旗城投债都是此类；第二种是市场价偿还，比如采用公告前一段时间估值到期收益率对应的净价；第三种是面值+补偿款，补偿款金额一般是公告前一段时间净价与债券面值之差的算数平均值，本质上还是以市场价为基础进行偿还。

**按估值偿还，避免了投资者因提前偿付面临的折价损失，因此更容易获得债权人的同意。**从数量和最终落地情况来看，采用市场价偿还的方式逐渐成为主流，四季度以来公告提前偿付且披露对价确定方式的债券有 31 只，全部是以“估值对应净价+利息”或“面值+补偿额+利息”的方式进行，对价一般的表达方式为：（1）对价以公告日前\*\*个交易日中债估值（净价）的算数平均数为准；（2）除偿还本金和应计利息外，额外支付每张债券\*\*元的利息/补偿额，该金额为公告前\*\*个交易日中债估值净价与债券面值之差的算数平均数。

**以面值赎回的方案，很难获得持有人会议通过。**目前偿付成功的仅有 2 例，其中 12 伊旗城投债面值赎回的关键在于该期债券市场价低于面值，12 兴安林业债发行人也面临业绩下滑、亏损严重的问题，投资者审议通过发行人分批次提前偿还的方案。

其他采取面值赎回的案例中，13 临海债最终取消了持有人会议，12 伊城投债、14 登封债、14 冀渤海债面值偿付方案未通过持有人会议表决，13 郑发投资债持有人会议延期召开。不少发行人变更了面值偿付方案，比如 14 登封债第二次召开持有人会议，将面值偿付方案改为市价偿还，此后顺利通过了持有人会议。

**自身经营不善、地区支持力较弱的城投公司更有动力推动提前偿还，债权人也更容易通过**，可以提前消除因城投公司未来经营、融资不确定性带来的潜在兑付风险。从今年公告提前偿还城投债的地区看，辽宁省规模占比最高，河南省、贵州省公告提前偿还的城投债也较多。从主体评级看，有七成是 AA 级评级，整体资质较差。行政级别看，地市级别城投债占比最大。

### 4.3.2 城投债面临估值压力

**城投债提前偿还会更密集。**我们预计还会有 5000-5500 亿的城投债有提前偿还的可能，目前已经发布公告的不到 700 亿，明年随着政府债务置换接近尾声，未来公告提前偿还的城投债会更密集。

**城投债不论新老，都有估值调整压力。**近期公告的提前偿付方案绝大部分是以估值偿还，债权人没有折价损失，这将减少对存量城投债的冲击，但投资者也面临着估值波动和再投资风险，整体对老债还是有一定的冲击。对于 15 年之后发行的新债，城投提前偿还短期对其影响不大，但城投债公告提前偿还的节奏悄然加速，越来越多的城投平台宣布退出地方融资平台职能，都在改变着市场对城投债的预期，新债长期面临估值调整的压力。

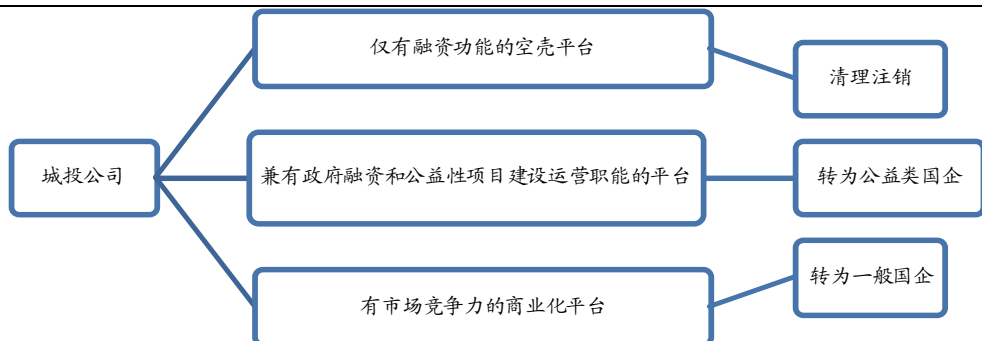
### 4.3.3 置换结束后该怎么办？

**城投公司转型在即。**过去城投公司多作为政府的附属机构，没有经营自主权，企业行为上呈现预算软约束的特征。城投与地方政府信用剥离后，必须转变为实体运营的独立主体。关于城投平台转型的安排，目前尚没有一个全国层面、详细的指导意见，只是一些文件中有简单的提到，比如 225 号文中提出要推动有经营收益和现金流的融资平台公司市场化转型改制，通过政府和社会资本合作（PPP）、政府购买服务等措施予以支持。

**地方省市层面，多个省份已经对城投转型给出了指引**，其中四川和重庆给出的安排最为详细。从内容上看，也是采取分类处理的原则：

空壳城投平台（仅有融资功能）将予以清理，兼有政府融资和公益性项目建设运营职能的平台公司剥离融资功能后转为公益类国有企业，而有市场竞争力的商业化平台则转型为一般企业。在此基础上，重庆市还提出要限制公益类企业家数，要求每个区县（自治县）确定的公益性项目建设单位最多不超过3家。

图47 城投公司转型可能的路径



资料来源：海通证券研究所

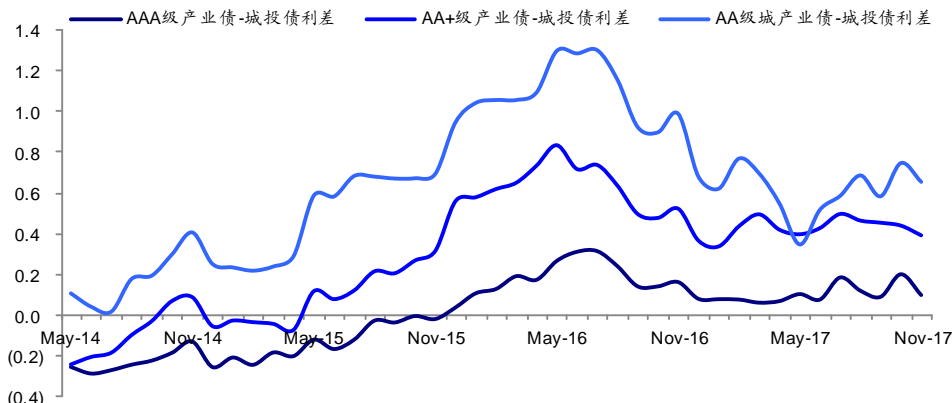
非置换债务的妥善处理和建立后续偿债能力，是转型中的难点。根据88号文要求融资平台中认定为政府债务的部分可以通过政府债券置换等方式处置，除了可以置换的债务外，融资平台剩余的债务如何解决是一个大问题。

重庆市给出的存量债务处理办法有借鉴之处，对融资平台公司以市场化方式举借用于公益性项目建设且未纳入政府性债务管理、债务到期由融资平台公司负责偿还的公益性债务，要逐笔清理核实、落实合同，通过履行配置资产、授予特许经营权、支付政府购买服务及财政补贴资金等途径对偿债给予支持，而经营性债务则完全靠城投经营现金流偿还。整体思路上，地方政府还是希望平台公司能够具有自我存续的功能，以解决如此庞大的存量债务。

#### 4.4 城投债防范灰犀牛风险

产业-城投利差缩窄趋势暂缓。今年二季度以来，信用风险事件集中在民企，在市场安全性导向投资中，低等级产业债与城投债利差企稳并略有抬升，但中高等级产业-城投利差维持相对平稳。目前AAA级产业债与城投债利差基本在10BP左右，AA级利差在64BP。未来随着地方政府与企业对政策的响应、城投债置换进度的加快，预计城投金边属性会加速消退，城投与产业债利差长期趋于缩窄。

图48 产业债与城投债之间利差走势（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

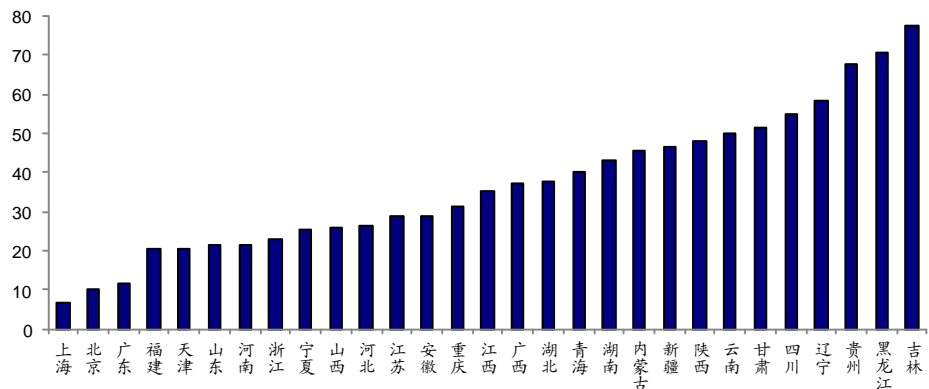
地方政府财政实力和救助意愿十分重要，尽管债务上不再兜底，但政府仍可以通过业务往来、政府补贴、设立或参股担保公司对城投进行有限担保为城投偿债提供支持。

对于非置换范围内的城投债务，地方政府可能会综合考虑区域风险和救助成本，决定是否以及给予多大的偿债支持。

从各省份超额利差看，东三省、云贵、甘肃、陕西、新疆地区城投债有着较高的超额利差，其他较高的地区还有内蒙、青海、广西、江西，基本上匹配地区经济、财政实力，当地城投融资成本也高，出现了不少票面利率在7%以上的城投债，城投再融资难度较大；此外四川、湖南地区城投债超额利差和融资成本也偏高。北上广是超额利差最低的省市，城投债超额利差较低的地区还有福建、天津、山东、河南、浙江、宁夏，其中福建和宁夏地区经济、财政实力相对比较弱。

**防范城投债务灰犀牛风险。** 尽管市场对城投债风险有所预期，但对城投的安全性还有很多侥幸心理，这也是城投-产业债利差今年稳定在一定水平的原因。但是城投债务有灰犀牛风险，一旦违约出现，对市场预期的冲击会很大，加剧城投再融资难度，恶性循环下出现风险的大规模暴露。因此对城投债，我们建议择券关注企业资质，谨慎为上。

图49 城投债分省份超额利差 (BP)



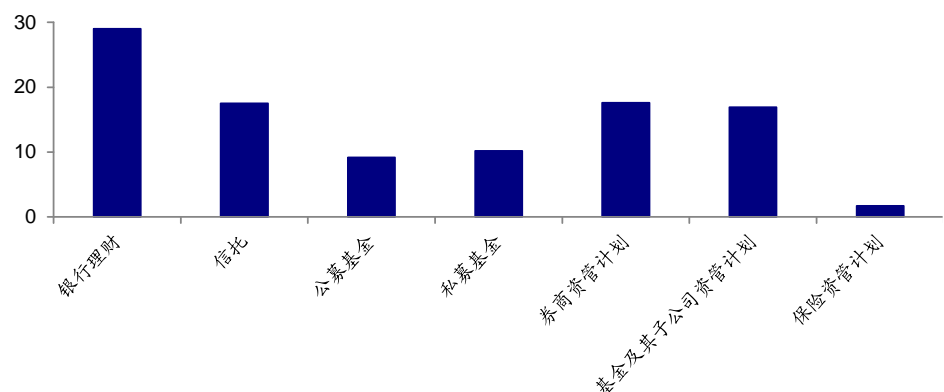
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 11 月 30 日

## 5. 债券策略：资管转型过渡，信用票息为王

### 5.1 资管行业重塑，利差修复性回升

资管新规核心在于打破刚兑，银行理财面临净值型转型，规模高增时代一去不复返，依托理财委外的资管产品面临收缩，公募基金因新增约束少、主动管理能力强等优势而明显受益。资管新规对于债市长期利多，但过渡期内阵痛难免，信用债所受负面冲击大于利率债。资管产品整改转型过程中，新增配置资金难觅，部分存量债券还面临清理抛售压力，2018 年信用债配置需求趋降。

图50 各类资管机构管理资金余额 (万亿, 截至 2016 年底)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

**信用利差修复性回升，走势或有分化。**信用利差 2014 年初-2016 年中持续下行，2017 年以来虽有所反弹，但仍处历史偏低位置，信用债等级间利差和评级利差也大幅压缩。究其原因，主要是由于大资管规模爆发带来的配置需求。

资管新规后，这一过程将发生逆转。资金将沿三条路径回流：从非银回流至银行、从表外回流至表内、从小行回流至大行，信用利差将出现修复性回升。而随着风险偏好的降低，信用债等级间利差和期限利差也将回升，长久期、低等级信用债所受负面影响更甚。

图51 企业债信用利差与国债收益率 (%)

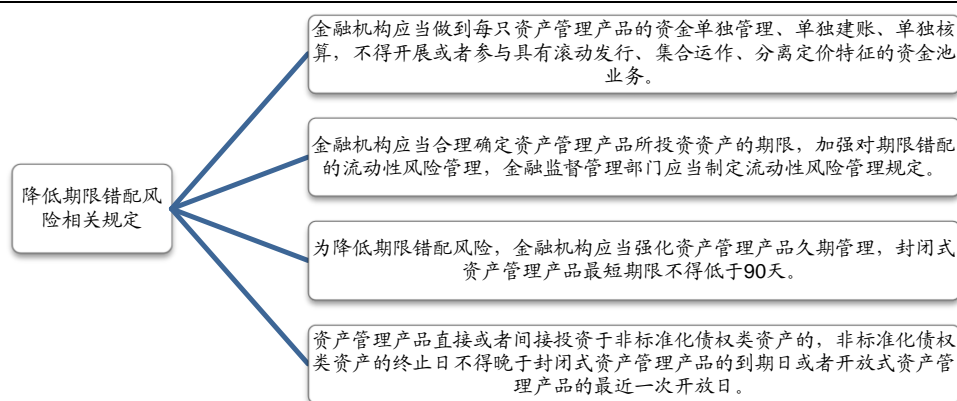


资料来源：Wind，海通证券研究所

**非标受限的危与机。**短期限理财产品通过资金池投资长久期非标的路被完全堵死，影响一分为二：一是理财投资非标难度加大，资产端收益下降倒逼理财收益率下行，而标债配置占比上升或支撑债市配置需求，有利债市；二是非标需求趋降，发行难度加大，实体再融资压力上升，地产、城投平台等首当其冲。

当然，市场与监管总是不断博弈的，可通过包装成非标收益权类 ABS、资金短借长用等逃避监管，仍需观察后续变化。资产证券化业务被排除在资管新规之外，发展必将加速。

图52 资管新规中降低期限错配风险相关规定



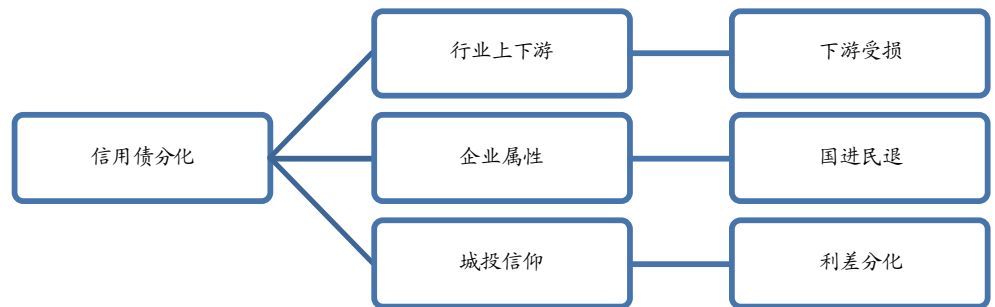
资料来源：《规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，海通证券研究所

## 5.2 信用债三大分化延续

2017 年信用债市场呈现三大分化：中上游盈利好转程度高于下游（行业上下游的分化）、信用资质国进民退（企业属性的分化）、城投债区域间、不同行政级别间、个体间利差拉大（城投信仰的分化），2018 年上述三大分化趋势不改，企业属性和城投信仰之间的分化还将进一步加速。



图53 信用债三大分化



资料来源：海通证券研究所

### 5.3 票息为王，择优配置

2018 年经济下行压力加大、通胀难升，基本面支撑利率下行，但央行货币政策难松、金融监管仍会持续，很难出现疯牛和快牛，利率曲线长期平坦甚至倒挂，或是史上最慢慢牛。信用债利率和信用利差均与基准利率走势趋同，大概率是高位震荡，交易性机会难觅，但配置价值明显。

资管新规对信用债负面冲击大于利率债，资管产品面临整改和转型压力，难以贡献新增配置资金，配置主力或来自委外回流后的理财资金，但 2018 年是新规过渡期，配置力量或只是积蓄，集中爆发可能性不大，信用利差便很难出现趋势性下行。

委外收缩和资金回流对信用债整体都偏负面，但影响也是分化的，新规后资管产品对安全性和流动性的要求都将上升，低等级、长久期品种面临的负面冲击更大，等级间利差和期限利差大概率上行，建议以高等级和中短久期品种为主展开配置。

板块策略方面，周期性行业债券配置价值仍存，重点关注化工、建材、有色等行业；内外现金流双杀，房地产行业凛冬将至，房企将因融资能力、稳健程度不同而加剧分化，若融资政策松动，可博弈龙头企业交易性机会；城投债配置价值下降，回避争议地区、负债率过高、行政级别低、地方政府支持力度一般的城投债。

ABS 有望迎来供需两旺局面，重点关注其配置价值；净值型估值下，交易量不活跃的品种或可采取成本法估值（仍待细则确认）而吸引力提升，永续债、非公开、ABS 等流动性差的标债配置价值上升。



## 信息披露

### 分析师声明

姜超 固定收益研究团队  
朱征星 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**海通证券股份有限公司研究所**

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长  
(021)23219422 klijang@htsec.com

邓勇 所长助理  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

**宏观经济研究团队**

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
联系人  
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

**金融工程研究团队**

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
联系人  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
史霄安 sx11398@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

**金融产品研究团队**

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
薛涵 xh11528@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
联系人  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

**固定收益研究团队**

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

**策略研究团队**

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
联系人  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

**中小市值团队**

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com  
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

**政策研究团队**

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

**石油化工业**

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com  
联系人  
胡歆(021)23154505 hx11853

**医药行业**

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
刘浩(010)56760098 lh11328@htsec.com  
吴佳松 01056760092 wjs11852@htsec.com

**汽车行业**

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com  
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com  
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com  
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

**公用事业**

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com  
联系人  
陈佳彬(021)23154509 cjb11782@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com

**批发和零售贸易行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
王皓(021)23154116 wq10458@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com  
联系人  
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

**互联网及传媒**

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
联系人  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光 cxg11774@htsec.com

**有色金属行业**

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com  
李妹醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com

**房地产行业**

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
联系人  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

**电子行业**

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
 联系人  
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
 张天闻 ztw11086@htsec.com  
 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com  
 石坚 010-58067942 sj11855@htsec.com

**煤炭行业**

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

**电力设备及新能源行业**

房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com  
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com  
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com

**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 联系人  
 张翠翠 zcc11726@htsec.com  
 李智 021-23219392 lz11785@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com  
 鲁立 ll11383@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 联系人  
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 联系人  
 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com  
 张峥青 z zq11650@htsec.com

**非银行金融行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 联系人  
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 联系人  
 李丹 021-23154401 ld11766@htsec.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com  
 联系人  
 马榕(021)23219431 mr11128@htsec.com

**建筑建材行业**

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com  
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com  
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com  
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 联系人  
 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

**建筑工程行业**

杜市伟 dsw11227@htsec.com  
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com  
 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com  
 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com  
 联系人  
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

**军工行业**

徐志国(010)50949921 xzgj608@htsec.com  
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com  
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 张恒晖 zhx10170@htsec.com  
 联系人  
 张宇轩 zyx11631@htsec.com

**银行行业**

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com  
 联系人  
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

**社会服务行业**

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com  
 联系人  
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
 顾熹闽 021-23154388 gxm11214@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 联系人  
 李阳 ly11194@htsec.com  
 朱默辰 zmc11316@htsec.com  
 刘璐 ll11838@htsec.com

**造纸轻工行业**

衣楦永 yzy12003@htsec.com  
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@htsec.com  
宗亮 zl11886@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
蒋炯 jj10873@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com  
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com  
王朝领 wcl11854@htsec.com  
张思宇 zsy11797@htsec.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
吴尹 wy11291@htsec.com  
陆铂锡 lbx11184@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
陈铮茹 czr11538@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
杜飞 df12021@htsec.com

## 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com