

躲过违约第一关

超日债警报尚未解除

□本报记者 王辉

备受关注的超日债首次付息上周末终于有了最终答案,3月1日晚ST超日发布11超日债2013年第一次付息公告,称公司将委托中国结算深圳分公司进行即将于3月7日迎来的首次债券付息。而值得注意的是,1日上午青海省国有资产投资管理有限公司(简称青海国投)在中国货币网上公告称不支持子公司木里煤业接盘ST超日,公司首次尝试重组以失败告终。分析人士表示,尽管超日债首次付息难关得以顺利度过,但公司及债券的前景依旧不明朗,在此背景下,“抄底”超日债依然面临极大的流动性和长期违约风险。

利空利好相继来袭

被债券持有人与股票投资者寄予厚望的青海木里煤业入股ST超日的事宜,3月1日被证实已基本已经搁浅。木里煤业母公司青海国投当日在银行间市场公告表示,根据对超日太阳的初步调研,基于风险控制的原因,木里煤业关于受让超日太阳大股东股份意向,青海国投不予以支持,并请木里煤业做好后续相关工作。这意味着,ST超日的首次“国有化”尝试基本已宣告失败。

正当市场预期3月7日公司债券首次付息可能“生变”之际,ST超日1日晚在深交所发布公告,称公司委托中国结算深圳分公司在3月7日(本周四)进行首次债券付息,公司会将本期债券本次利息足

额划付至中国结算深圳分公司指定的银行账户。对于超日债的持有人而言,一天之内可谓悲喜交加。

对于上周周末发生在超日债上的最新进展,分析人士表示,相关情况仍然都在市场预期之中。一方面此前市场就对ST超日债仓促寻找到的重组方持谨慎态度;另一方面,超日债首次利息如期兑付也在各方预期之中。在1月23日召开的11超日债2013年第一次债券持有人会议上,公司董事长倪开禄已经承诺将如期兑付首期利息,公司高管也证实将提前以自有资金充分备付。即便公司“国有化”计划落空,相关利息兑付也应该不会受到实质性影响。有机构交易员指出,倘若超日债连首次付息都保证不了,那么超日债暂停上市乃至公司进入破产清算或将难以避免。

市场反应谨慎

在ST超日公告首次利息将如期兑付之后,本周一超日债在二级市场上出现了高开低走的典型“利好兑现走势”。周一11超日债大幅高开4.32%,开盘净价报80.01元,随即逐波回落,至收盘时,11超日债报76.64元,较上周五跌0.06元或0.08%。而在正股表现方面ST超日则出现跌停,当日大跌5.09%。

对于周一超日债的市场表现,上海一券商交易员表示,虽然周一A股的暴跌对超日债交投带来一定的拖累,但债券高开低走的表现符合预期。该交易员指出,在超日债整体债务重组解决方案依然不明

朗的背景下,市场仍然倾向于谨慎,“相对于以往福禧短融等存在重大违约风险的债券而言,目前超日债的价格已经算得上强势了”。

按照11超日债8.98%的票面利率计算,每张面值为100元的超日债本次派发利息为89.80元。以3月4日76.64元的收盘价,在3月7日首期利息兑付后,超日债除息后价格为67.66元,较面值折价32.34%。而即便如此之高的折价率,相较于一只公司基本面严重恶化、兑付风险未来仍会长期持续的信用债而言,依然难以称得上“便宜”。上述交易员表示,相关情况仍旧迷雾重重,目前“抄底”超日债可能仍然为时尚早。

违约警报仍未解除

尽管ST超日公布了利息兑付

公告,但市场仍普遍认为,超日债后续违约警报依然没有解除。此前一些机构指出,未来超日债在市场流动性及还本付息两方面仍然存在极大的不确定性。

长城证券指出,目前公司逾期贷款超5亿元,盈利和偿债能力无任何好转。根据有关规定,若因公司连续两年亏损,则自2012年度报告披露之日起,11超日债将被再次实施停牌,并且深圳证券交易所将在后15个交易日作出是否暂停债券上市的决定。考虑到超日此前发布的业绩快报称,公司全年净亏损13.69亿元,超日债的流动性将仅局限于2月1日复牌至4月18日年报披露之间的这两个多月。除此之外,便只能等待超日债的回售到期或者最终到期还本。考虑到超日债的回售日期在2014年3月,如果届时

的信用债市场已经出现过一次违约案例,那么市场对于超日债的违约预期、公司会否“硬扛”可能就是另一番景象。因此,从确定性考虑,11超日债的减持时间窗口有限,建议投资者保持谨慎。

而此前有观察人士指出,倘若超日债最终出现违约,对于信用债市场整体的健康发展反而具有积极意义。该观察人士认为,能够允许债券市场发生信用风险事件并建立恰当的制度以保障投资者的利益是一个市场成熟的重要标志。债券作为一种金融产品,本身也应遵循高风险高收益的原则,一直以来政府兜底、无违约风险的所谓“共识”显然违背金融市场规律,允许部分信用债发生违约、暴露风险,利用市场化手段解决兑付危机,显然有利于信用债市场长远健康发展。

近年来典型的信用风险事件				
事件名称	日期	主体	涉及债券	事由
福禧事件	2006年7月	福禧投资控股有限公司	06福禧CP01	违规拆借32亿元上海社保基金,用于购买沪杭高速上海段经营权,主要财产被法院冻结,发行主体的违约情况未公告,债项由A-1降为C。
江铜事件	2008年10月	江西铜业股份有限公司	08江铜债	江铜下属子公司金瑞期货大额期货疑似遭受重大损失,亏损额度达10亿元,引发一波信用溢价基准。
岳阳城投事件	2009年5月	岳阳市城市建设投资有限公司	09岳阳城建债	媒体报道质疑岳阳城投将事业单位资产注入融资平台违规。
川高速事件	2010年4月	四川成渝高速公路股份有限公司	10川高速MTN1	核心资产转让至另一平台公司四川省交通投资集团有限公司。5月31日,交易商协会注销该主体剩余发债额度,并加以严重警告。
滇公路事件	2011年6月	云南省公路开发投资有限公司	无	向债权银行发函,表示“即日起,只付息不还本”。
上海申虹事件	2011年6月	上海申虹投资发展有限公司	无	出现债务逾期,从本月开始无法偿还银行流动贷款,要求银行延期及转为固定资产贷款,被指变相抽贷。上海银监局组织贷款支援。
云投事件	2011年7月	云南省投资控股集团有限公司	10云投债	拟出售核心资产组建设云南省能源投资集团有限公司,该资产重组方案涉及云投集团和云投控股的云南省能源投资集团有限公司的AA+主体信用评级列入信用评级观察名单。
海龙事件	2012年2月	山东海龙股份有限公司	11海龙CP01	严重亏损,资不抵债,市场主体疑逾期到期无法偿付,政府介入公司重组事宜。短融成功兑付。
赛维事件	2012年6月	江西赛维LDK	11赛维MTN1	行业景气下降导致公司经营财务状况恶化,偿债压力上升;赛维向华融信托借入的一亿元光票信托贷款无法兑付,并因此持续陷入债务危机的风波中;江西省政府明确表示将力保赛维短融兑付。
新中基事件	2012年10月	新疆新中基实业股份有限公司	11新中基CP001	公司偿债能力急剧下降,第一大股东农六师国富公司的强力支持,4亿元的新中基短融兑付无虞。
超日太阳事件	2012年12月	上海超日太阳能科技股份有限公司	11超日债	公司经营状况恶化,可能连续两年亏损;流动性状况恶化,部分银行债务逾期。

莫为“危机”深陷“险中险”

□南京银行 张明凯 龚洁

3月1日上午,青海国投一纸关于不支持木里煤业入股超日太阳的公告,给11超日债的兑付前景蒙上一层阴影,然而当日晚间,超日太阳便在深交所发布公告,强调本期债券首期利息将按时兑付。超日债持有者原本紧绷的神经渐渐放松,甚至开始期待超日债在二级市场上大展拳脚。我们认为,从长远来看超日太阳的危机远未解除,特别是公司重组最有可能的渠道被否决之后,新的方案还需从头再来;超日债虽然暂时躲过了“付息”这一风险地雷,但年报公布后仍面临被暂停交易而丧失流动性的风险,投资者不应用盲目参与投机。

超日债若按期付息对于平抑市场的信用风险担忧情绪具有积极作用。但是,超日债按时付息对市场的利好作用有限。

一方面市场信用风险溢价已出现透支迹象。以银行间1年AA等级产品为例,从今年1月以来,中债估值收益率已经下行了接近70个基点至145个基点附近,与同期限国债的信用利差收窄超过50个基点,已经处于历史较低水平。此轮行情主要是由资金面超预期宽松引起的,但是央行维持资金利率稳定的决心较为坚决,在信用债收益率下行之后,套利空间难以被再度打开。目前AAA至AA短融之间每个等级利差均只有10个基点,与资金利率的利差也大幅低于历史均值水平,整个市场投资者都难以获得超额回报。

另一方面,除光伏行业外,钢铁、化工、造船中的民营企业仍有可能成为信用风险后续爆发的“温床”。虽然目前国内经济处于温和复苏过程中,但宏观经济传导至相关行业时间较长,加之海外经济复苏的不确定性,使得这些行业经营状况短期内无法迅速改善,而民营企业家往往处于行业中议价能力较低的位置,因而面临着更大的挑战。这些行业的资产负债率等偿债指标均已明显超出历年平均水平,一旦出现流动性短缺,加之民营企业政府兜底意愿不强,信用风险爆发也在所难免。目前信用债同

一评级之间个体资质差异较大,但这种差异目前大多没有完全真实地反映在估值中,因此信用风险事件在债市中仍会持续发生,而每一次风险事件的出现,都将考验投资者的风险预期。回到超日债本身,我们认为债券持有者不应过分乐观。从去年三季报来看,超日太阳今年将有超过36亿元的到期刚性债务要兑付,而几乎全部指望回收应收账款来解决。从对超日太阳有存量债务的相关银行得到的信息来看,该公司近期到期的债务基本上全部逾期,所以应收账款的回收应该并不顺利,超日太阳实际上已经在全面违约,只不过因债券社会关注度更高而得到优先偿付。与此同时,超日太阳寻找新的重组者也极为困难,虽然国内支持光伏产业发展政策细则即将发布,但是整体光伏产业过剩的困局不是短期能够解决的,在与时间的赛跑过程中,公司还将面临固定资产、存货进一步折损与到期债务不断累积的问题。也就是说,时间拖得越久,超日太阳重组需要的成本就越高,愿意接盘者就越少,因此即便首期利息得到支付,并不意味着本金安全性提高,建议投资者继续保持谨慎。

长城证券:减持时间窗口有限

超日太阳由国资兜底的第一次尝试已经夭折。即使公司按时付息,其资质和偿债能力并没有任何改变。由于超日太阳此前发布的业绩快报称公司全年净亏损13.69亿元,11超日债的流动性将仅局限于2月1日复牌至4月18日年报披露之间的这两个多月。除此之外,便只能等待超日债的回售到期或者最终到期还本。考虑到超日债的回售日期在2014年3月,如果届时

企业微观业绩的回升相较于经济底部的确认往往要落后2-3个季度,而近期上市

公司相继公布的2012年度业绩预告中,有29家发债企业预亏为亏损,行业上以材料、化工、交运、信息技术等为主。有4家企业为连续第二年亏损,其中包括中国远洋、长江航运等主体评级AAA级的企业。虽然这4家企业中,除超日外,其他企业发行的债券均只在银行间交易,但这些企业发行的股票依然大概率将被退市,造成企业未来融资难度加大。连同其他业绩预亏的企业,这些企业的信用评级可能会被下调。而目前信用利差的水平低于2008年至今的历史中位数,对信用风险的保护边际较低。在目前机构杠杆率普遍较高的情况下,一旦债市出现调整,中低等级债券级折算成标准券的质押比率也将随之下调,在中低等级上杠杆较高的机构恐将被迫补仓,因此未来中低等级调整幅度更大。(葛春晖 整理)

申银万国:中低等级债调整风险较大

企业微观业绩的回升相较于经济底部的确认往往要落后2-3个季度,而近期上市

中信证券:流动性缺失降低投资价值

付息公告的发布说明11

超日债基本可以完成首次付息,符合我们之前的判断。而在2012年大幅亏损、公司经营状况明显恶化且多笔贷款出现违约的情形下,上述付息行为进一步印证了国内债券相对于贷款的优先级地位。从债券市场看,这意味着超日事件与之前所发生信用事件一样,被隔离在债券市场之外,市场对于政府救助和道德风险的预期可能将进一步增强,这对于中低评级信用债市场将形成一定支撑。但是对于11超日债本身来说,由于质押式回购资格受限,且可能会自年报公布之日起停牌,流动性的缺失将大大降低11超日债的投资价值。

申银万国:中低等级债调整风险较大

企业微观业绩的回升相较于经济底部的确认往往要落后2-3个季度,而近期上市

公司相继公布的2012年度业绩预告中,有29家发债企业预亏为亏损,行业上以材料、化工、交运、信息技术等为主。有4家企业为连续第二年亏损,其中包括中国远洋、长江航运等主体评级AAA级的企业。虽然这4家企业中,除超日外,其他企业发行的债券均只在银行间交易,但这些企业发行的股票依然大概率将被退市,造成企业未来融资难度加大。连同其他业绩预亏的企业,这些企业的信用评级可能会被下调。而目前信用利差的水平低于2008年至今的历史中位数,对信用风险的保护边际较低。在目前机构杠杆率普遍较高的情况下,一旦债市出现调整,中低等级债券级折算成标准券的质押比率也将随之下调,在中低等级上杠杆较高的机构恐将被迫补仓,因此未来中低等级调整幅度更大。(葛春晖 整理)

企业微观业绩的回升相较于经济底部的确认往往要落后2-3个季度,而近期上市

公司相继公布的2012年度业绩预告中,有29家发债企业预亏为亏损,行业上以材料、化工、交运、信息技术等为主。有4家企业为连续第二年亏损,其中包括中国远洋、长江航运等主体评级AAA级的企业。虽然这4家企业中,除超日外,其他企业发行的债券均只在银行间交易,但这些企业发行的股票依然大概率将被退市,造成企业