

# 评级调整高峰将至 信用债乐观之余需“防雷”

□本报记者 葛春晖

受益于降准政策利好和资金面的极度宽松,4月份信用债追随利率债大幅上涨。展望5月份,在资金利率有望保持低位、降息预期浓厚的背景下,信用债行情依然偏乐观。不过,分析机构表示,考虑到当前整体信用基本面仍不乐观,个券违约事件频发,且5月份开始陆续进入评级调整高峰期,信用债投资需注意防范低评级品种的“踩雷”风险,可重点关注优质城投债和高等级产业债。

## 资金面护航 信用债看好

回顾4月份,在央行连续下调逆回购操作利率、超预期降准的政策利好推动下,市场资金面全面趋松,货币市场利率大幅下降并带动债券市场走出了一波上涨行情。信用债方面,收益率普降,短端下行幅度最大,表现出明显的资金推动型牛市特征。

进入5月份以来,受万亿地方债供给、银行负债端成本高企等不利因素影响,信用债与利率债市场双双陷入弱势震荡。

不过,综合多家机构观点来看,作为4月行情的主要驱动力,资金面宽松、货币市场利率低位运行的格局有望延续,套息策略推动信用债需求的逻辑依然成立,因而市场普遍对于5月份的信用债行情比较乐观。

中信建投证券指出,万亿地方债供给和银行负债端成本形成的供需矛盾只是影响债市走势的短期因素,并不改变由基本面和政策面决定的中长期趋势。该机构认为,当前经济仍在探底,货币政策仍处宽松趋势,且种种迹象表明未来政策超预期宽松的概率在加大,而只要5月份R007维持2.5%以下的低位,套息利差拉大,债券市场的套息需求自然会应运而生,因此5月份信用债交易性机会仍然存在,投资者无需过度悲观,建议拉长周期,享受货币宽松带来的交易性机会。

银河证券亦表示,央行超预期降准进一步确认了资金面相对宽松的态势,未来一段时间资金利率有望维持在较低水平,有利于信用债的表现。该机构认为,在现在的收益率水平和资金利率水平上,中高等级信用债息差策略也是有利可图,可适度加杠杆进行操作,二季度信用债市场的表现会不错。

## 精选个券 低评级易“触雷”

虽然5月信用债市场整体偏向乐观,但在投资品种选择上,分析机构也具有明

显的倾向性。基于当前整体信用基本面仍不乐观,个券违约事件频发,且5月份开始陆续进入评级调整高峰期等理由,机构纷纷提示低评级品种有“踩雷”风险。

首先,从刚刚披露完的上市公司2014年年报和2015年一季报来看,上市公司信用基本面仍不容乐观。海通证券指出,最新披露的信息显示,上市公司盈利指标持续走低,虽然债务负担和现金流状况因权益增值和投资萎缩而小幅改善,但不足以弥补盈利的弱势,偿债指标继续弱化。

其次,近期个券违约事件频发,后续仍有多只个券存在违约风险。4月份,湘鄂债本金违约、国有企业发行的天威中票利息违约,相继打破公募债券市场的历史纪录,“刚兑”光环越来越淡化。值得一提的是,随着国企刚兑神话破灭,市场对违约事件的关注将不再仅局限于民营企业。中银国际证券指出,市场对债券的甄别不能再以标签论高下,具体的信用资质分析尤为重要,尤其是对弱景气行业的产业债更应精挑细选、慎重梳理。

第三,年报披露过后,5月份开始将进入评级调整高峰期,评级下调风险可能会令信用债特别是低等级品种形成估值压力。国泰君安证券表示,从近三年历史经验来看,在评级调整高峰期,负面评级调整占比将会上升。对于如何防范评级下调风险,该机构指出,一是要重点关注亏损或盈利大幅下滑的发行人群体;二是目前评级展望为负面的发行人,如果没有显著好转,年报后下调压力也较大;此外,结合历史经验看,还要综合考虑发行人所处行业低迷,发行人目前信用等级较低,外部支持力度偏弱,债务规模上升较快、债务负担沉重,周转压力大等因素。通过对上述因素进行梳理,该机构在其最新的一份研究报告中,给出了一份包括42家上市公司的评级下调风险较大的发行人名单。

总体而言,在宏观景气增速放缓背景下,低评级企业因抗风险能力较低,遭下调评级或发生违约的风险首当其冲,从行业分布看,煤炭、化工、机械设备、有色金属等周期性行业仍为业绩下滑的重灾区,因此,机构普遍建议尽量回避产能过剩的周期行业的低评级债券。相对低评级,中高等级品种更被机构看好。海通证券表示,未来低等级信用债信用利差下行或将受阻,建议以优质城投和高等级产业债为主展开配置。中银国际表示,未来以短久期中高等级信用债为主,中等级产业债宜在受益于稳增长政策的行业中加以精细挑选。

## ■观点链接

### 渤海证券: 规避低等级产业债

货币市场资金利率在央行宽松货币政策带动下将维持低位运行,带动收益率率端继续下降,中长端收益率还需要关注基本面数据和通胀数据的变动,短期内仍然有下降空间。继续采取哑铃型配置结构,同时适当提高长久期债的配置比重,将整个配置久期拉长至3-5年,加大高票息债的配置比重。鉴于目前的信用氛围,对产业债仍需提高配置级别,尤其长期产业债。对于城投债而言,可以适当降低配置的信用级别。另外目前在大规模基建的推动下,煤炭、钢铁、水泥、有色等行业出现了边际改善的迹象,可以寻找行业增速企稳、盈利情况正在发生好转且财务指标相对健康的发行人所发债券。

### 中投证券: 低评级信用利差有调整空间

4月份公募债市场首单本金违约(ST湘鄂债)以及首单国企违约(11天威MTN2)悉数登场,印证了我们此前关于2015年信用事件的发生不再是零星事件的判断。我们强调后续信用事件仍将持续冲击市场,推动信用市场加速正常化。从信用债市场11万亿元的存量规模匡算,按照目前商业银行1%的坏账率再打折,预计公募债券违约券面规模不少于500-600亿元,如果以一家发行10亿元计算,未来违约公募债券只数不少于50-60家,而目前信用事件远未及上述水平。目前低评级信用利差尚不足以反映信用债市场正常化加速的预期,其估值仍存在一定调整空间。建议投资人保持较高的组合信用水平(AA和AA+以上)和三

年组合久期。

### 中信建投证券: 风险暴露延续“点爆”方式

从主要行业景气度来看,信用事件逐渐从钢铁、有色、化工等中游行业逐渐蔓延到上游采掘行业,其行业景气度持续回落。煤炭、有色和钢铁是信用事件的重灾区,我们对这三个行业未来的盈利仍然持谨慎态度。对于整体信用债市场而言,我们认为交易机会犹存,无需过度悲观;经济仍在探底,短期内未排除通缩风险;货币政策仍处在宽松通道之中,5月份R007有望维持2.5%以下的低位;此外,2015年在控风险的政策背景下,产业债会出现分化,但违约风险暴露仍将延续之前“爆破”的方式,风险事件超预期的概率比较低,未来信用利差仍将维持低位。(张勤峰 整理)

## 中诚信再降中国二重评级

中诚信国际6日分别发布公告,下调中国第二重型机械集团公司主体及“12二重集MTN1”债项信用等级、下调二重集团(德阳)重型装备股份有限公司“08二重债”债项信用等级,并将两者主体及相关债项信用等级继续列入增信和投资萎缩而小幅改善,但不足以弥补盈利的弱势,偿债指标继续弱化。

中诚信国际指出,“12二重集MTN1”下一次付息日为2015年9月26日,“08二重债”剩余3.1亿元本金将于2015年10月14日到期。目前中国二重及二重装备均已资不抵债,其中作为集团主要经营实体的二重装备将主动退市,两者均难以依靠自身经营资金偿付债务,而其在外部支持的可能性、力度和可持续性都有很大的不确定性。有鉴于此,将中国二重的主体评级及“12二重集MTN1”债项评级均由B-下调至CCC,同时均继续列入可能降级观察名单;维持二重装备主体CC评级,将“08二重债”债项评级由B-下调至CCC,均继续列入可能降级观察名单。(张勤峰)

## 中诚信下调珠海中富评级

中诚信国际日前发布公告,下调珠海中富实业股份有限公司主体及“12珠中富MTN1”债项信用等级。

中诚信国际指出,珠海中富4月30日发布了2014年度报告,普华永道对公司2014年财务报表出具了“无法表示意见”的审计报告。另外,国泰君安证券5月5日公开披露,珠海中富4月底未能按偿债计划将即将到期的公司债“12中富01”的第二笔偿债保障资金足额存入偿债专户。

中诚信国际认为,普华永道对公司出具无法表示意见的审计报告后,对公司的融资能力带来了较大的负面影响,或将对

公司的偿债能力和信用状况产生不利影响;目前,公司债券及银团贷款将相对集中于今年5至9月到期还本付息,公司将面临较大的流动性压力,较为依赖银行或其他第三方再融资或其他实质性资金支持,公司未能按期足额根据“账户监管协议”的要求存入偿债保证金可能也反映了公司流动性资金紧张状况。

综上所述,中诚信国际决定将珠海中富主体信用等级由“AA+”下调至“AA”,将“12珠中富MTN1”的信用等级由“AA+”下调至“AA”,并均将列入可能降级观察名单。(张勤峰)

## 近期部分企业主体信用评级变动

企业名称	评级日	评级	评级展望	评级调整	前次评级	评级机构
中国第二重型机械集团公司	2015-5-6	CCC		调低	B-	中诚信国际
二重集团(德阳)重型装备股份有限公司	2015-5-6	CC		维持	CC	中诚信国际
珠海中富实业股份有限公司	2015-5-5	A		调低	A+	中诚信国际
中原证券股份有限公司	2015-5-5	AA+	稳定	调高	AA	联合信用
青岛银行股份有限公司	2015-4-30	AA+	稳定	调高	AA	新世纪
云南建工集团有限公司	2015-4-29	AA+	稳定	调高	AA	联合资信
长沙银行股份有限公司	2015-4-29	AA+	稳定	调高	AA	联合资信
深圳航空有限责任公司	2015-4-29	AAA	稳定	调高	AA+	中诚信国际
成都华川公路建设集团有限公司	2015-4-24	AA-	稳定	调高	A+	新世纪
重庆建峰化工股份有限公司	2015-4-23	AA-	负面	调低	AA	联合信用
保定天威集团有限公司	2015-4-22	C		调低	B	联合资信
万联能源集团有限公司	2015-4-22	A+	负面	维持	A+	新世纪
上海华信国际集团有限公司	2015-4-21	AA+	稳定	调高	AA	联合资信
柳州银行股份有限公司	2015-4-20	AA+	稳定	调高	AA	大公国际
重庆三峡银行股份有限公司	2015-4-17	AA	稳定	调高	AA-	联合资信
浙江海正药业股份有限公司	2015-4-17	AA+	稳定	调高	AA	新世纪
天壕节能科技股份有限公司	2015-4-17	A+	稳定	维持	A+	联合资信
华北制药股份有限公司	2015-4-16	AA		调高	AA-	新世纪
武汉东湖高新集团股份有限公司	2015-4-15	AA	稳定	调高	AA-	中诚信国际
苏州市吴江交通投资集团有限公司	2015-4-15	AA+	稳定	调高	AA	新世纪

年组合久期。

## 银河证券: 关注部分个券超跌投资机会

资金利率有望维持在较低水平,整个二季度债市的表现会不错,但不同等级信用利差仍会分化,信用债信用风险在陆续释放。随着年报公布,评级调整情况增多,某些个券会出现超跌介入的机会。市场密切关注部分高风险债务的到期偿付问题,如08二重债、08蒙奈伦债、12中富01、12鄂华研债等,潜在的违约风险都比较大。据统计,从去年4月到现在一年的时间,共有575支债券被降级,具体分行业看,发行主体被降级的债券主要集中在采掘、钢铁、机械设备等落后产能聚集的行业,这些行业可以重点关注。随着年报的公布,有些个券会出现比较明显的超跌投资机会,在获取行业风险溢价的同时,挑选相对安全、投资价值比较高的个券。(张勤峰 整理)

## 十年期国债招标结果符合预期

财政部6日对2015年记账式附息(五期)国债进行了第一次续发行招标。招标结果显示,本期10年期固息国债认购倍数表现中性,中标收益率基本符合此前市场预期。

来自中债网和交易员的消息显示,本次续发行的10年期固息国债,中标收益率3.4017%,接近此前3.411%的市场预测均值;边际中标收益率3.4476%,投标倍数为2.12倍。在首场招标结束后,中标机构小幅追加认购2.6亿元,使得本期国债实际发行规模达到302.6亿元。市场人士表示,5月5日中债国债到期收益率曲线显示,10年期国债收益率为3.4006%。从本次续发情况来看,市场配置需求平稳,招标结果基本符合市场预期。(王辉)

此外,周三财政部发布了将于5月13日第二次续发行2015年记账式附息(四期)国债的公告。本次续发的国债为3年期固息品种,起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与之前发行的同期国债相同。即从2015年3月26日开始计息;票面利率3.22%;按年付息,每年3月26日(节假日顺延)支付利息。本期续发国债竞争性招标面值总额300亿元,进行甲类成员追加投标。本期续发国债5月13日招标,招标结束至5月18日进行分销;5月20日起与之前发行的同期国债合并上市交易,发行手续费为承销面值的0.05%。本期续发国债采用混合式招标方式,标的为价格。(王辉)

## 一级市场略见转暖

## 口行债定位低于二级市场

进出口银行6日对该行2015年第六期、第八期债和第九期金融债进行了最新一次增发,这三期债券依次为5年、10年和3年期固息品种,发行规模均不超过40亿元。招标结果显示,得益于市场需求回暖,三期口行债中标收益率均低于二级市场利率。

市场人士表示,虽然近期国债做多力量有所减弱,但各方对于更多宽松政策的推出仍有较强预期。在回购利率持续走低的情况下,债券套息收益提升,吸引配置需求重新释放。(王辉)

## 转债调整 安全边际提升

6日,受A股继续调整影响,沪深两市转债多数收跌,且整体调整幅度大于正股。

6日,A股市场波动剧烈,多头反攻失利,股指先扬后抑,最后以连续第二日出现较大幅度下跌收场。个股跌多涨少,转债正股表现稍好,14只转债正股中有7只上涨、1只收盘、6只下跌。转债方面,中证转债指数再跌2%,个券则11跌、3涨,且整体跌幅大于正股,表现仍不及正股。

具体看,昨日齐翔、格力、浙能属于领跌个券,跌幅最小的浙能转债下跌了5.49%,是市场共识,尚未根本动摇,转债虽然“进攻”的性价比阶段性降低,而中期持有价值仍存。此外,未来可能陆续出现的新券也将为市场重新注入活力。如果股指继续明显调整,转为关注低吸机会。(王辉)

第六个交易日一字涨停。另外,齐峰、东华双小涨1%左右。

有机构报告指出,包括民生、浙能在内的,目前不少转债的溢价经历了4月的挤压后已经变成个位数甚至在零点附近徘徊,已接近正股的完全替代品,无法继续压缩。供给上短期仍难以看到大额转债发行,且预计6月底前仍有转债将陆续退市,包括规模较大的浙能,转债稀缺性可能进一步凸显,对估值有支撑。目前看,股票中期牛市仍然是市场共识,尚未根本动摇,转债虽然“进攻”的性价比阶段性降低,而中期持有价值仍存。此外,未来可能陆续出现的新券也将为市场重新注入活力。如果股指继续明显调整,转为关注低吸机会。(王辉)

## 新世纪调升洪涛股份评级

新世纪评级公司日前发布了对深圳市洪涛装饰股份有限公司的跟踪评级。

报告指出,跟踪期内,我国经济增长进入“新常态”,货币环境的逐渐宽松、房地产相关政策趋松等因素有利于建筑行业的发展,新型城镇化加速、棚户区改造、京津冀一体化和长江经济带发展等国家战略的继续推进,也将释放局部地区的新的建筑装饰需求;公司行业地位仍然显著,并保持一定的市场优势;公

司积极开展职业在线教育业务及传统家装在线商城业务,具有电商供应链集采的平台优势;公司完成非公开发行新增股份,资本金得到补充,资本实力大幅增强。目前,公司负债水平较为合理,融资渠道畅通、整体抗风险能力较强。

新世纪评级考虑到公司完成

非公开发行A股股票、在新业务方面有所布局等因素,决定将公司主体信用等级由AA-调升为AA,评级展望为稳定。(张勤峰)

## 天津银行11日发行25亿金融债

公告显示,天津银行股份有限公司将于本月11日在全国银行间债券市场公开招标发行该司2015年第一期金融债券。

本期金融债券为3年期固定利率品种,计划发行25亿元,属于由商业银行发行的,本金和利息的清偿顺序等同于商业银行一般负债,先于商业银行长期次级债务、混合资本债、股权资本的债券。本期债券通过中国人民币银行债券发行系统招标方式发行,票面利率为计息年利率,票面利率将由发行人根据市场招标结果确定,在债券存续期内固定不变,采取单利按年计息。

据Wind统计,截至5月6日,今年债券市场共发行商业银金融债12只,发行总额447亿元,其中大多属于小型微型企业贷款专项金融债。(张勤峰)

## 东兴证券11日发13亿短融

东兴证券6日发布公告称,定于5月11日在银行间债券市场招标发行该公司2015年第三期短期融资券。本期短期融资券期限90天,计划发行13亿元。

本期短期融资券将采取固定利率,发行利率通过招标系统招标决定,在存续期内固定不变。本期短期融资券无担保,采用单利按年计息,不计复利。时间安排上,本期短期融资券招标日为5月11日,分销日、起

息日、缴款日和债权登记日均为5月12日,上市流通日为5月1