

2016年债券市场投资策略： 垃圾债投资元年

2016年1月



悦达醴泉投资管理（上海）有限公司

YUEDA SWEET SPRING INVESTMENT MANAGEMENT CO,LTD

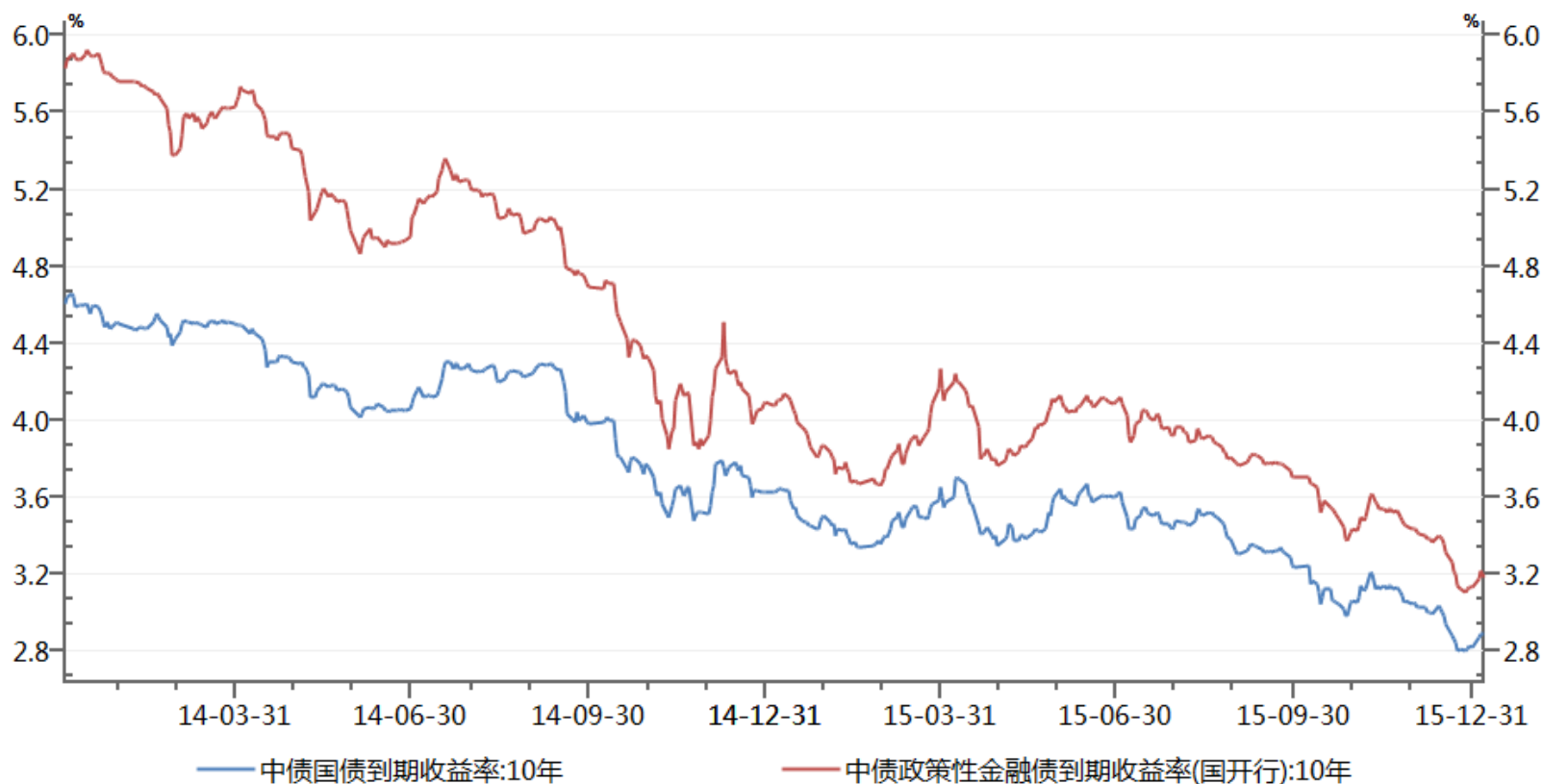


- 一、2015年债券市场：最长债券牛市
- 二、信用债市场：流动性压缩信用利差和信用风险主导分化
- 三、2016年债券投资策略：垃圾债投资元年

2015年债券市场：史上最长的牛市周期，从2014年初到2015年底利率持续下行



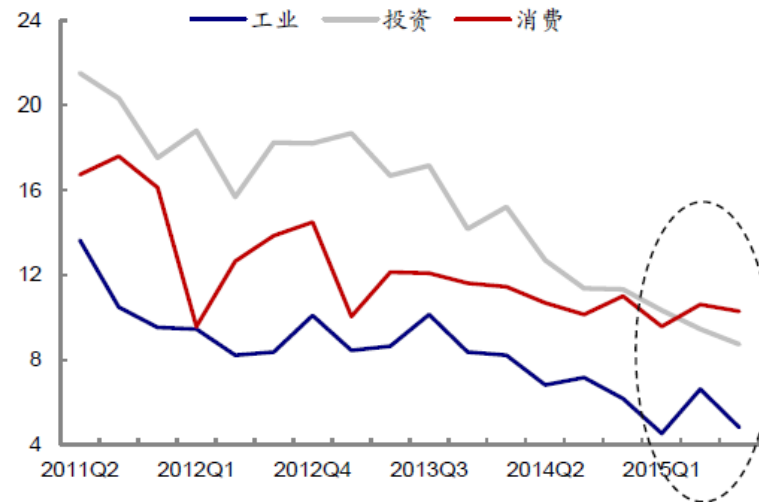
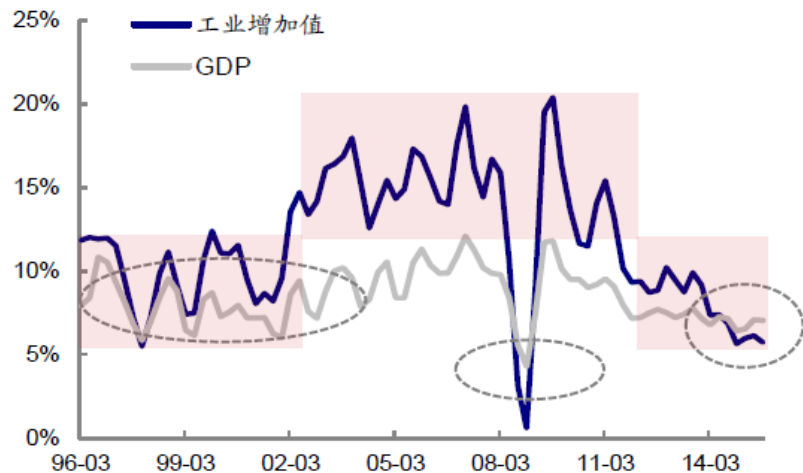
- 2015年上半年市场焦点在股票市场，利率下行并不明显。6月股灾之后，制约债券市场利率下行的非标-打新基金优先级配资瓦解，债券市场也进入资金市，利率快速下行，10年期国债收益率破3%！



利率基本面支持+货币政策完全放松=利率持续下行



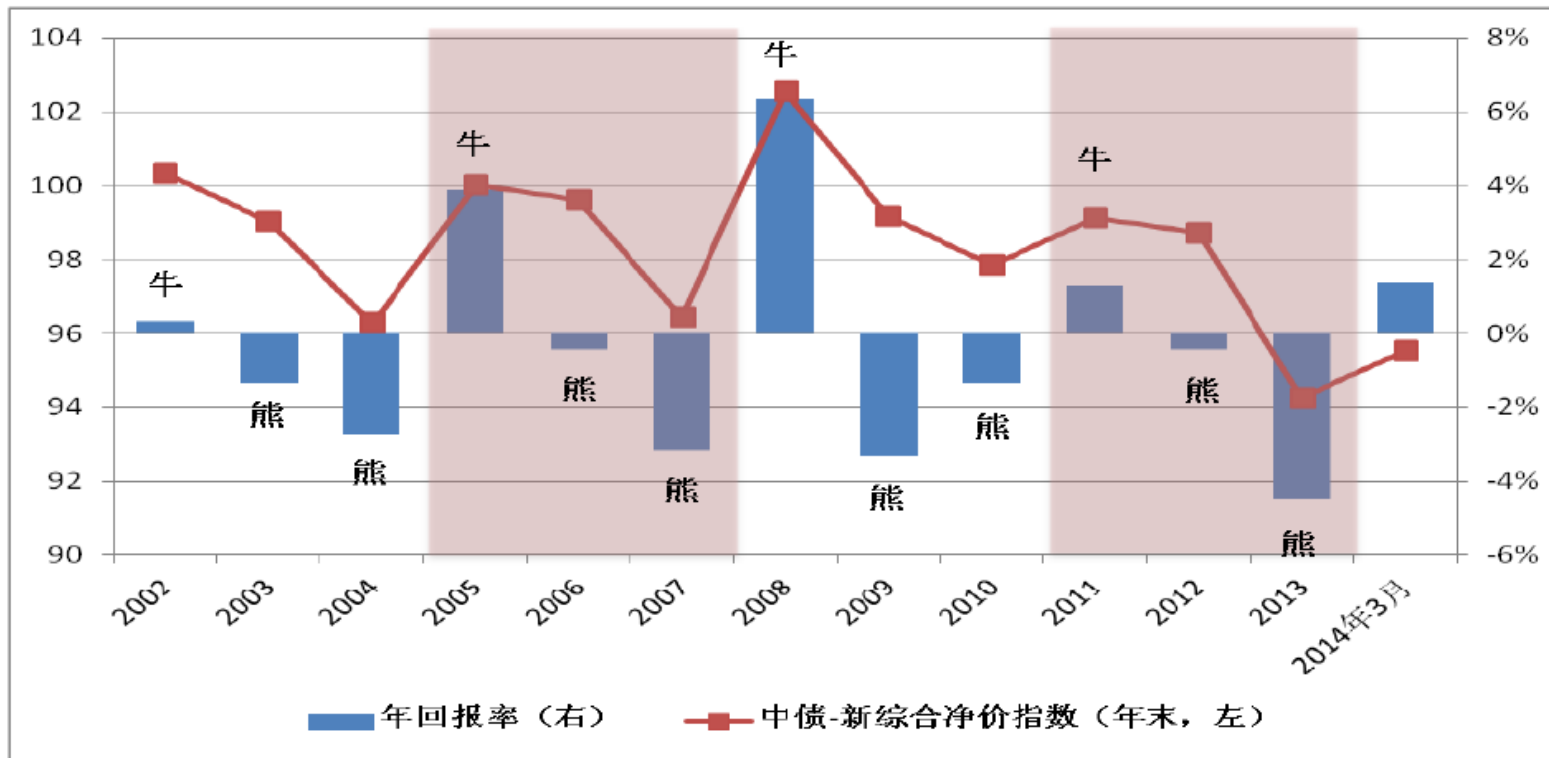
- 经济增长一路下滑，货币政策从2014年11月进入全面宽松阶段，连续六次降准降息，并且不断调整公开市场逆回购水平，债券市场牛市不止。



债券市场三年小周期被打破的可能解释：货币到信用扩张受阻，经济转型内生增长率不足，货币政策失去弹性



- 在经济尚具备内生增长的前提下，货币政策放松→房地产销售回暖→房地产投资→总需求扩张（对中下游的带动+广义财政扩张）→房价+通胀预期→货币政策收紧，债市牛熊周期随之周期轮回。而目前经济内生动力不足，刺激政策失去弹性。





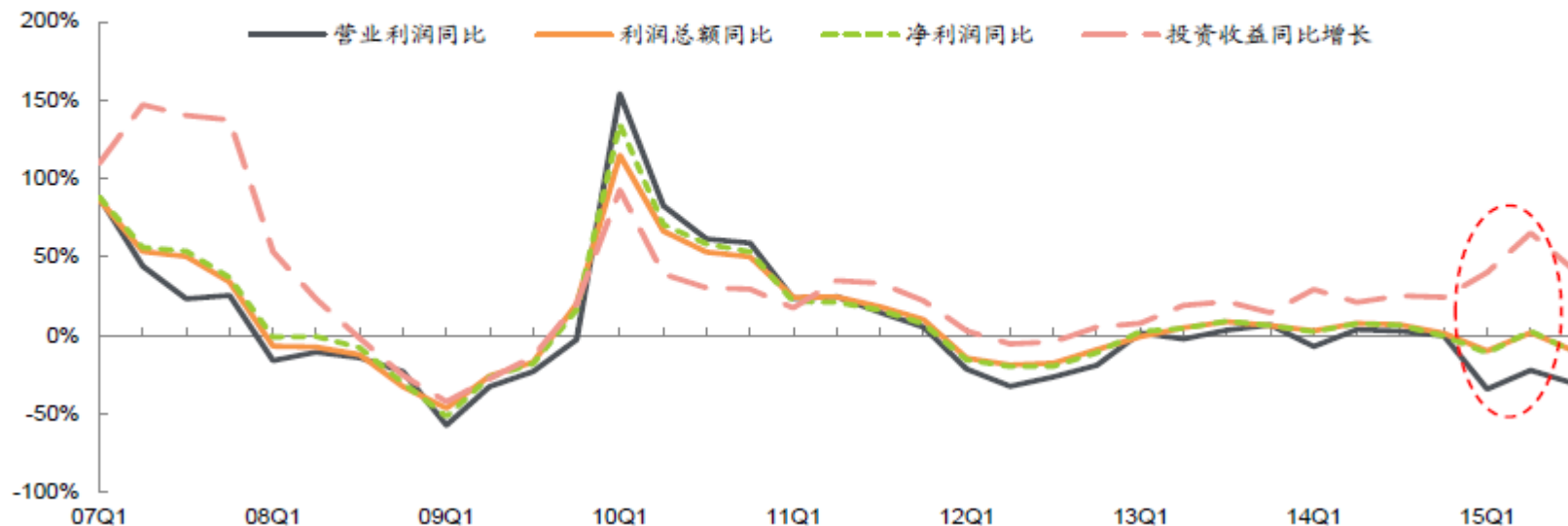
- 一、2015年债券市场：最长债券牛市
- 二、信用债市场：流动性压缩信用利差和信用风险主导分化
- 三、2016年债券投资策略：垃圾债投资元年

企业财务数据显示盈利恶化继续



- 债券发行人三季报显示主业盈利仍在明显恶化，盈利下滑的发行人占比进一步提升。营业收入合计同比下降6.46%，降幅基本与半年报持平。毛利率在中报短暂反弹后再度下降，同比降幅约5.08%。营业利润同比下降30.5%，降幅比中报明显扩大。三季度以来股市震荡走低，投资收益增速如预期下降，利润总额和净利润结束了上半年与主业盈利相反的走势，同比降幅达到10%左右。

15年以来债券发行人盈利持续恶化，三季度失去投资收益助力后恶化更明显

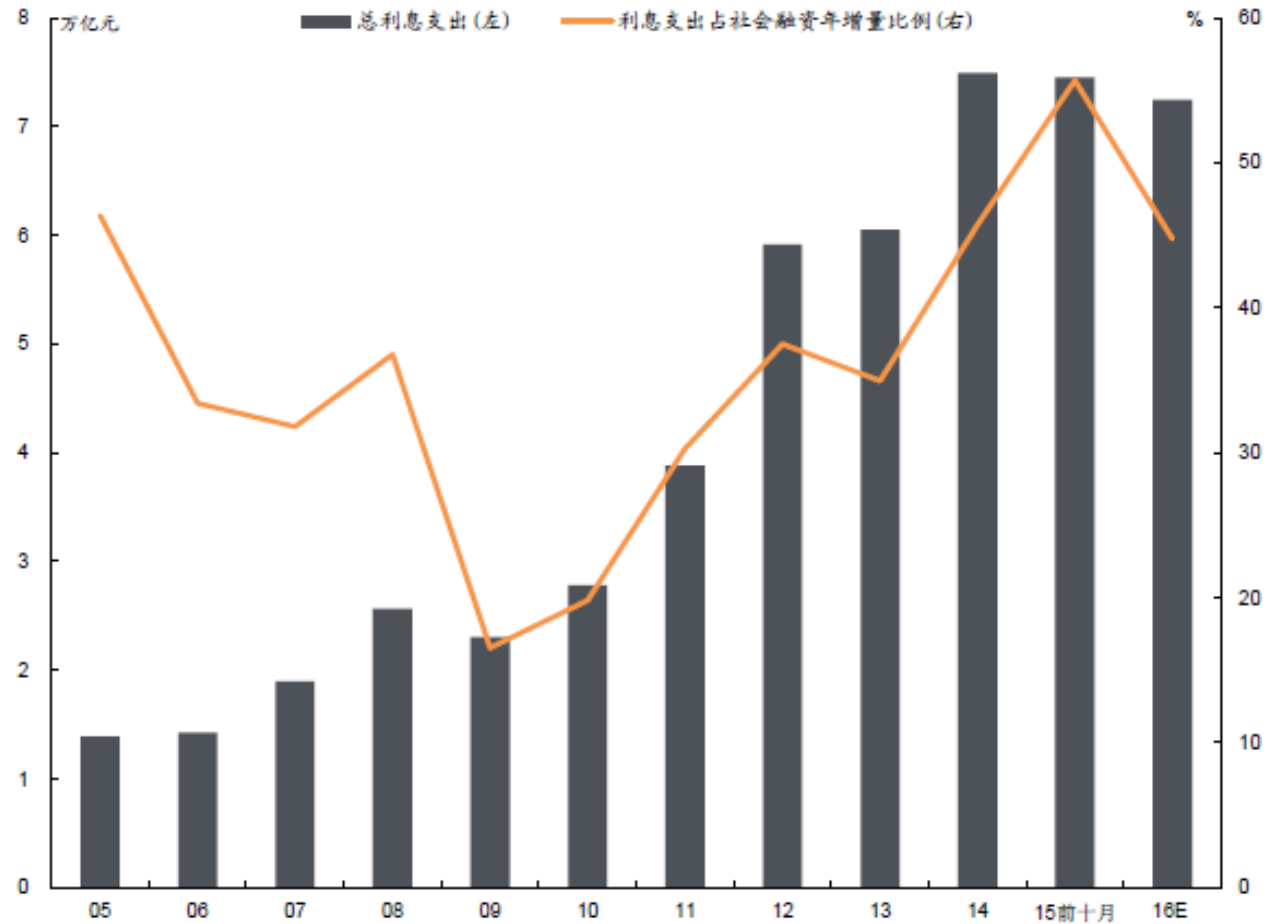


持续降息，企业融资活跃，用低成本资金替换高成本融资，
但财务费用和付息压力依旧很大



- 2016年由于利率下降形成的财务费用节约量占发行人经营性盈利的比例大约5.6%，如果16年发行人主业盈利延续15年同比下滑10-15%的降幅，单凭财务费用的下降仍难以扭转盈利颓势。

每年的再融资规模中用于付息的占比越来越大

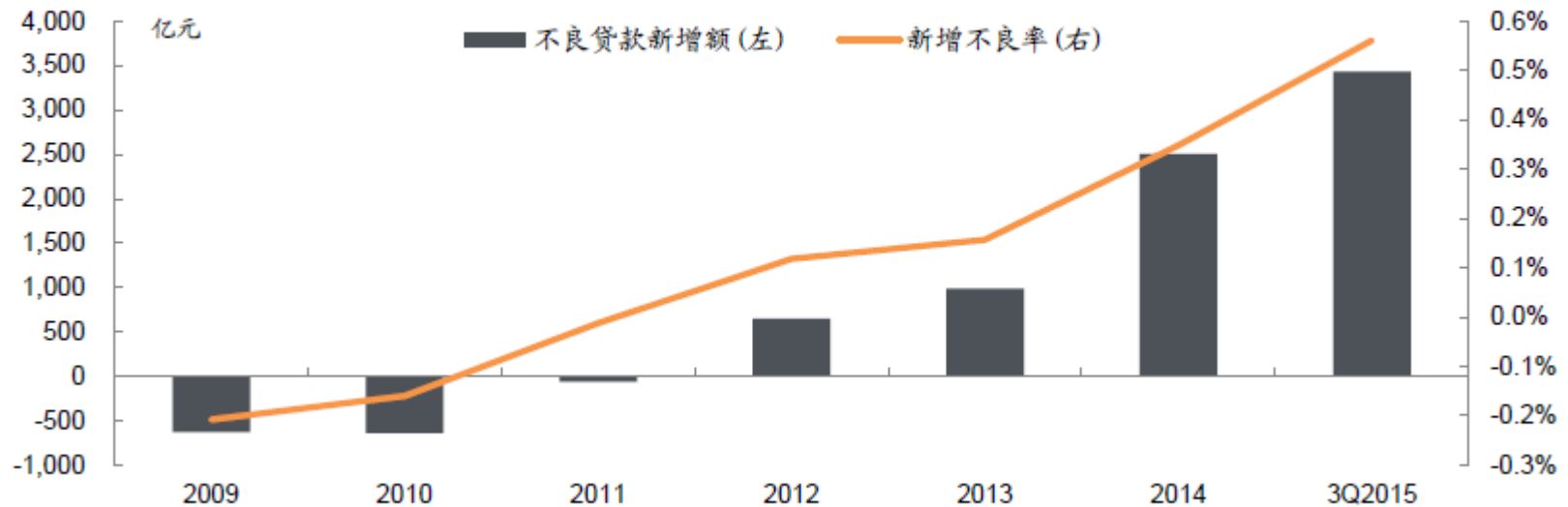


银行不良贷款率上升也预示着企业违约概率上升



- 中国商业银行2014年全年不良贷款净增2505亿，是2013年的2.5倍，2015年前三季度不良贷款余额又增加3437亿，已经达到去年全年的1.37倍。如果简单年化，15年新增不良率将达到0.56%，而13年和14年新增不良率分别为0.16%和0.35%

我国不良贷款加速新增

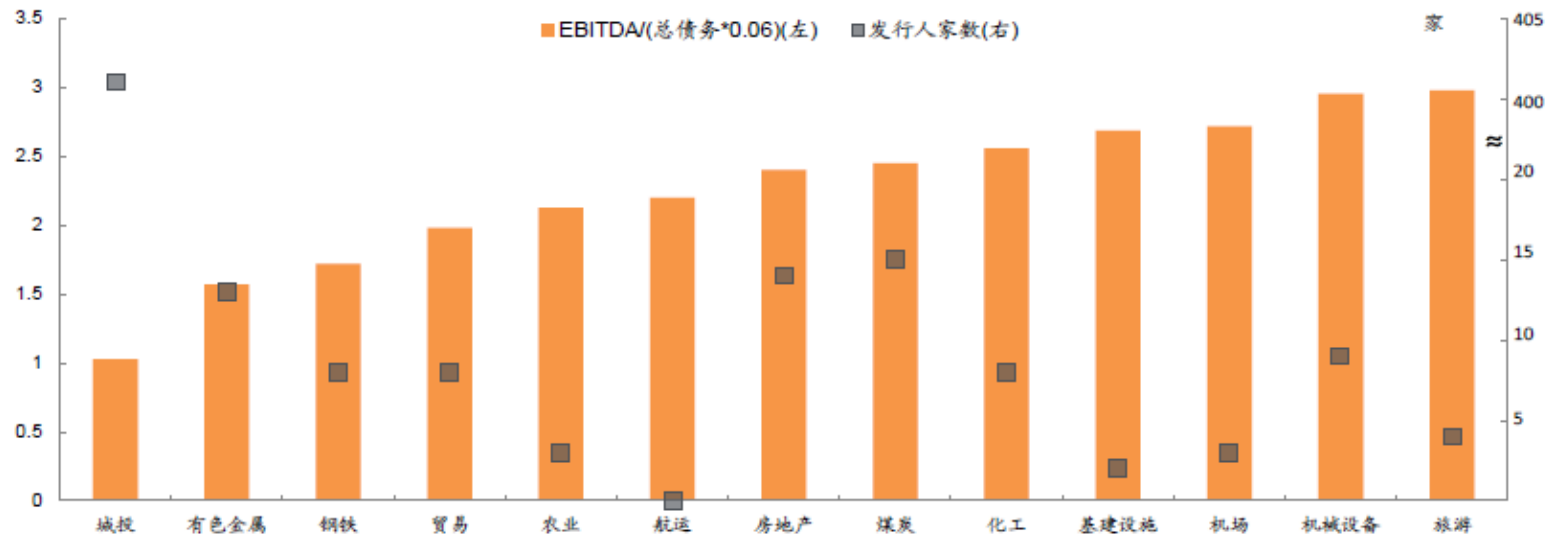


供给侧改革和去产能会加速企业违约



- 习近平11月10日在中央财经领导小组会议上的讲话虽然没有直接提“僵尸企业”，但对于经济结构性改革的第一个关键点就提到了促进过剩产能有效化解，促进产业优化重组。
- 如果企业当年产生的现金流不足以支付利息，说明连利息支付都要通过债务融资滚动，那必然意味着债务规模不断膨胀，最终导致较大的风险。我们利用EBITDA/利息支出指标简单刻画企业自身付息能力。

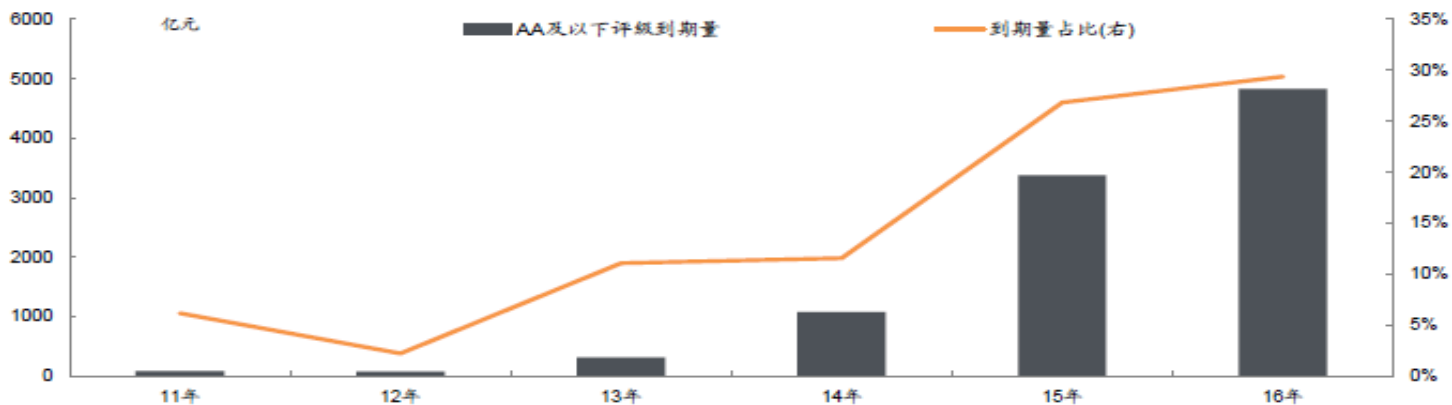
加权平均EBITDA/(总债务*6%)<3的行业



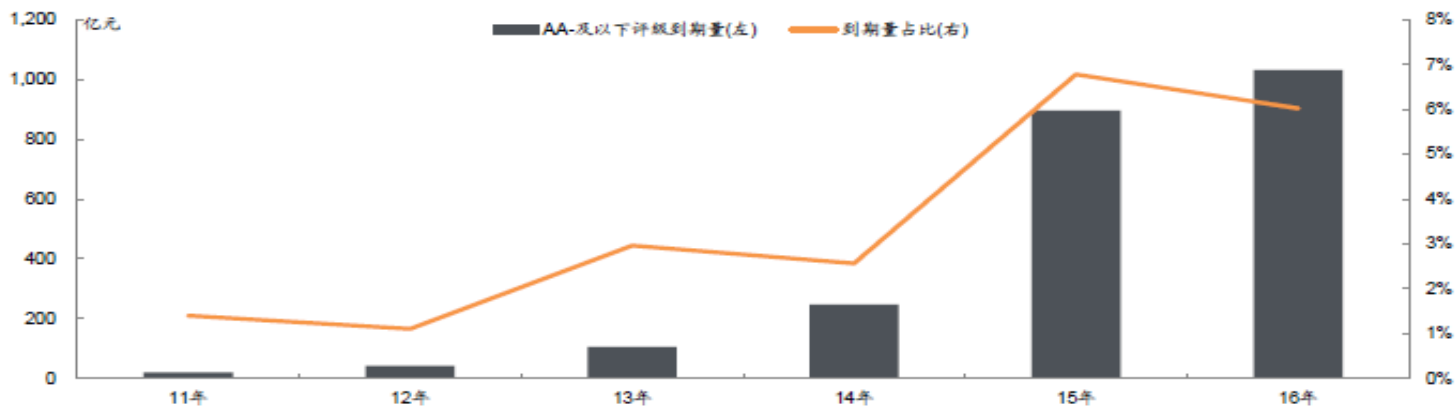
中低评级到期量及占比进一步提升



2016年AA及以下评级中长期债到期量及占比继续提升



2016年AA-及以下评级中长期债到期量及占比继续提升



违约事件在2016年爆发



涉事债券/公司	类型	最高主体评级	最新主体评级	企业性质	具体事件	后续
15山水SCP001	违约	AA+	CC	民营	母公司控制权之争持续未果, 公司2015年经营大幅恶化, 20亿元超短融面临违约, 且将触发母公司境外美元债提前回售。	
10中钢债		AA	CC	央企	行业低迷, 现金流枯竭, 原回售日为10月16日, 现拟追加股权质押担保, 并延长回售期至11月16日, 同时延期付息。	回售期延长至11月16日
10英利MTN1	违约	AA	C	公众	光伏行业持续低迷导致连续亏损, 体系内互相占用营运资金, 再融资能力差, 外部支持有限, 仅兑付了6.43亿元本金和0.57亿元利息, 剩余3.57亿元本金违约; 发行人另一期存续债券11威力MTN1和同以体系内的英利能源存续债券11英利MTN2均将于2016年5月到期, 违约风险很大。	违约后无最新进展
12中富01	违约	AA	CC	民营	连续亏损, 本金违约, 目前已陆续完成兑付。	违约后陆续完成兑付
11天威MTN2	违约	AA+	C	央企	行业低迷, 内外现金流枯竭, 成为首支国企全利息违约的债券, 发行人已申请破产重整。	违约后申请破产重整
12湘鄂债	违约	AA	CC	民营	经营恶化, 实际控制人长期滞留国外, 回售应付本息4.02亿元, 剩余2.43亿元本金和未回售额0.49亿元, 10月13日法院未对债券纠纷案件和保全申请作出判决。	违约后无最新进展
11超日债	违约	AA	C	民营	行业低迷, 经营恶化, 债券回售违约, 后通过重整完成兑付。	违约后重整完成兑付
12两湖MTN1	峰回路转	AA	A	民营	经营持续亏损, 董事长被监视居住, 12两湖MTN1发布兑付不确定公告后又如期兑付	
二重	峰回路转	AA+	C	央企	连续亏损导致资不抵债, 子公司退市, 母公司国机集团受让12二重集MTN001和08二重债本金, 投资人损失利息	
12苏飞达	峰回路转	AA	BB+	民营	经营亏损并已发生银行贷款逾期, 自身无力偿债, 丹阳城投追加担保暂缓危机	
12桂有色MTN1	峰回路转	AA	BB	国企	行业低迷, 持续亏损, 自身较难偿付即将到期本金, 通过外部协调如期兑付; 后传言存续私募债到期未付	
14中澳控CP001	峰回路转	AA-	BB	民营	自身现金流不足叠加银行贷款导致贷款违约, 但如期兑付	
云煤化	潜在风险	AA	AA-	国企	11月11日发布公告称因行业景气度低迷, 云煤化连续亏损, 资金链紧张, 截至10月30日, 合计债务逾期合计13.05亿元, 公司自己及子公司云维股份等存续大量债券, 政府积极介入协调发生亏损, 生产线停产, 并于发生银行贷款逾期, 将于2015年12月5日回售, 自身很难偿还债务, 存在质押和保证双重担保	
12圣达债	潜在风险	AA-	BBB+	民营	自身经营本较为稳定, 但因对中澳控股提供担保而遭遇银行抽贷, 流动性大幅恶化, 部分生产线发生停产, 但从前三季度报表看经营正常	
15谷神CP001	潜在风险	AA-	A-	民营	下游大客户关停导致经营陷入困境, 流动性恶化, 13三转债将于2015年12月18日到期, 违约风险很大	
青鸟三特	潜在风险	BB	BB	民营	大幅亏损, 且因财务数据失实而被当地证监局处罚, 股票即将面临退市, AAA级江苏国信提供担保	
12舜天债	潜在风险	AA	BBB	国企	新股东注资缓解公司债回售兑付、扭亏避免退市, 但公司经营形势仍十分低迷, 危机尚未完全解除, 但存续债券剩余额较小	
11华锐01/02	潜在风险	AAA	A	公众	发行人被冀建投托管, 担保业务暂停, 业务涉及多家金融机构设置民间借贷, 已造成大量不良资产	
14冀融投债	潜在风险	AA+	AA-	国企	前期08泰伦债偿债专户资金被挪用, 而后如期兑付; 但公司持续低迷, 大额银行贷款逾期, 11蒙泰伦将于2016年5月回售, 无增信	
ST泰伦债	潜在风险	AA	BBB+	民营	董事会主席辞职触发提前还款导致贷款违约, 11月9日发布了《建议境外债务重组的公告》, 但一再延迟刊发2014年年报以及2015年中期业绩公告, 股票仍难以复牌	境外债务重组中
佳兆业	海外违约					

信用债行业排查：上游和资本品行业较差



风险等级	行业	逻辑
高风险	煤炭、钢铁、造纸、机械、有色	产能过剩问题严重，行业景气度不断下行
较高风险	水泥、化工、纺织服装、电子、农林牧渔	面临产能过剩问题，但财务情况尚可，或者属于下游集中度差，民企占比较高的行业
中等风险	建筑、商贸物流、地产、电气设备	景气度一般，但产能过剩问题没有
较低风险	汽车、家电、食品饮料、零售、医药、休闲服务、通信、传媒	景气度尚可或者属于逆周期性行业
低风险	电力、其他公用事业、交通运输	现金流稳定，国企占比多，政府支持力度大

资不抵债债券排查



发行人简称	行业	主体评级	中金评分	债券余额 (亿元)	净资产相比前一期下降金额 (亿元)			净利润 (亿元)		最新一期净资产与13年相 比下降比例	净利润 (亿元)	
					2013	2014	2015Q3	2014	2015Q3		2014	2015Q3
河南有线	传媒	AA+	4	2	24.15	27.80	15.24	3.65	(12.56)	-36.90%	1.58	1.66
敦煌种业	农业	AA-	4-	3	16.39	12.71	10.52	(3.68)	(2.20)	-35.86%	(2.56)	(1.61)
中科云网	食品饮料	CC	5-	4.8	6.02	(0.58)	(2.18)	(6.60)	(1.61)	-136.28%	(7.14)	(1.56)
大连国际	综合投资	AA-	5+	6	22.36	22.80	9.98	0.44	(12.82)	-55.35%	1.03	(12.89)
中科英华	机械设备	A+	5-	6.5	20.70	18.03	11.69	(2.67)	(6.34)	-43.55%	(2.86)	(5.42)
煤气化	煤炭	A+	5	7	35.46	28.72	16.25	(6.75)	(12.47)	-54.19%	(11.25)	(13.77)
舜天船舶	机械设备	BBB	5+	7.8	21.43	2.14	(5.49)	(19.29)	(7.63)	-125.59%	(18.10)	(7.67)
沈阳焦煤	煤炭	AA	4-	8	43.27	36.83	28.13	(6.44)	(8.70)	-34.99%	(6.88)	(2.15)
煤气化集团	煤炭	A	5	8.5	42.44	35.33	20.36	(7.12)	(14.96)	-52.02%	(12.21)	(16.26)
国投新集	煤炭	AA+	5	10	87.26	69.74	58.30	(17.52)	(11.44)	-33.19%	(19.71)	(12.89)
三钢闽光	钢铁	AA-	5+	10	27.92	25.93	19.39	(1.99)	(6.54)	-30.56%	0.32	(6.48)
云维股份	化工	AA-	5	10	17.97	6.03	(0.81)	(11.94)	(6.84)	-104.50%	(12.93)	(9.67)
中国二重	机械设备	C	5-	10	19.34	(62.55)	(75.90)	(81.89)	(13.35)	-492.50%	(83.76)	(13.40)
农资集团	贸易	AA	4-	12	35.90	40.25	19.50	4.35	(20.75)	-45.68%	5.88	2.55
肥矿集团	煤炭	A	5	13	20.80	8.37	2.33	(12.43)	(6.04)	-88.78%	(11.90)	(7.22)
韶关钢铁	钢铁	AA	4-	14	53.84	40.22	25.83	(13.62)	(14.39)	-52.02%	(12.74)	(17.62)
翔鹭石化	化工	AA-	5-	15	43.51	32.36	27.56	(11.15)	(4.80)	-36.66%	(15.07)	(4.77)
重庆钢铁	钢铁	AA-	4-	20	99.36	99.93	67.93	0.57	(32.00)	-31.63%	0.52	(32.00)
天成集团	机械设备	C	5-	25	13.85	(80.35)	(101.66)	(94.20)	(21.31)	-833.96%	(101.47)	(18.48)
云南煤化工	煤炭	BB	5	30	142.91	127.93	88.37	(14.98)	(39.57)	-38.17%	(33.89)	(37.79)
中华企业	房地产	AA	4-	31.5	79.78	73.49	55.20	(6.29)	(18.29)	-30.81%	(4.41)	(15.02)
八钢公司	钢铁	AA+	5+	56	107.45	84.38	50.80	(23.08)	(33.58)	-52.73%	(31.23)	(36.67)
龙煤矿业控股	煤炭	AA+	4-	82	166.74	121.05	89.95	(45.70)	(31.10)	-46.06%	(43.74)	(33.78)



- 一、2015年债券市场：最长债券牛市
- 二、信用债市场：流动性压缩信用利差和信用风险主导分化
- 三、2016年债券投资策略：垃圾债投资元年

利率债曲线平坦化面临变局，中高等级信用债套息策略较确定，掘金垃圾债



- 利率收益率曲线平坦化：10-1金融债和国债利差分别为60bp和50bp，处在历史地位。隐含经济进一步恶化和货币政策放松。
- 2016年降准幅度会很大，作为对冲资本外流的工具，货币市场
- 经济是否在2016年二季度企稳市场有分歧，我们倾向于认为利率会在一季度末调整。
- 中高等级或者无瑕疵债券在套息策略下，6%的回报可期。
- 2016年4、5月份评级和年报重叠期，上游行业的债券将会有较大调整，精选上市公司债券获得超额收益。



悦达醴泉投资管理（上海）有限公司是国资控股的江苏悦达资产管理有限公司和上海醴泉投资管理有限公司共同发起设立的专业化投资管理公司，公司注册资本金1000万元，于2012年9月成立。公司秉承江苏悦达集团“心悦至上，诚达天下”的优秀企业文化理念，重点发展证券投资领域的金融产品，致力于与银行、信托、证券、基金、保险等金融机构精诚合作，为投资者提供安全稳定收益的投资产品。合资公司初期从打造专业投资团队和积累社会资源为起点，在“十二五”期间实现管理资产规模达20亿，树立鲜明特色的结构化证券投资管理专家的市场品牌形象。

地址：东方路1217号陆家嘴金融服务广场10楼1004室



谢谢！