

九月债市月报

债市震荡，收益率上行为主

利率债方面，9月中债国债到期收益率小幅上升，其中1年期、5年期、10年期和20年期国债到期收益率上升在10BP左右，3年期上升3.73BP，国债整体表现相对疲弱。

信用债方面，9月信用债收益率以上行为主。以中票为例，1年期品种中，AAA和AA+等级收益率均上行7BP，AA等级收益率上行9BP；3年期品种中，AAA等级收益率上行1BP，AA+等级收益率上行3BP，AA与AA-等级收益率均上行5BP；5年期品种表现反而较好，AAA等级收益率下行1BP，AA+等级收益率下行3BP，AA与AA-等级收益率均下行4BP；7年期品种中，AAA等级收益率上行13BP，AA+等级收益率上行15BP。总的来看，除了个别品种外，信用债收益率还是以上行为主。

信用利差窄幅变动

截止9月30日，3年期AAA等级中票利差为80BP，较8月底上行1BP，5年期AAA等级中票信用利差为92BP，较8月底下行6BP；3年期AA+等级中票信用利差为96BP，较8月底上行3BP，5年期AA+等级中票信用利差为115BP，较8月底下行8BP；3年期AA等级中票信用利差为112BP，较8月底上行5BP，5年期AA等级中票信用利差为152BP，较8月底下行9BP。信用债等级利差不再压缩，前期短久期下沉资质节奏放缓。

图 1：中短期票据 AAA 级信用利差走势（%）

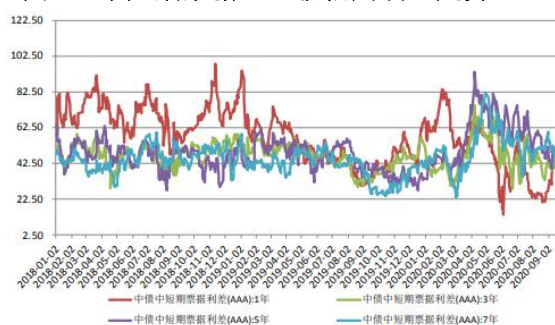


图 2：中短期票据 AA+级信用利差走势（%）

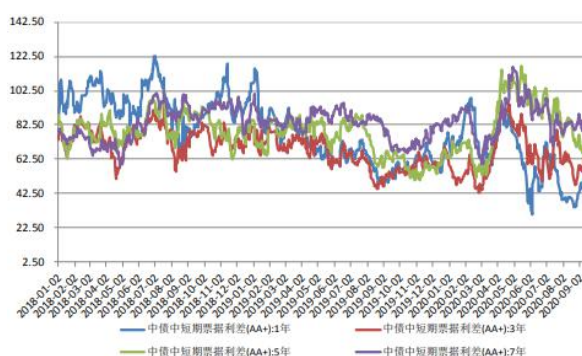


图 3：中短期票据 AA 级信用利差走势（%）



产业债与城投债利差分化，地产信用利差变化较小

9 月城投债利差以走低为主。9 月城投债 AAA 级利差上行 1BP，AA+和 AA 级城投利差分别下行 2BP 和 5BP。产业债与城投债利差分化，AA 级信用债中城投表现显著好于产业债。具体来看，AAA 级产业债-城投债利差目前在-18BP，较 8 月底下行 2BP；AA+级产业债-城投债利差目前在 112BP 左右，较 8 月底上行 9BP；而 AA 级产业债-城投债利差目前在 107BP 左右，较 8 月底下行 40BP。

图 4：城投债利差走势（%）

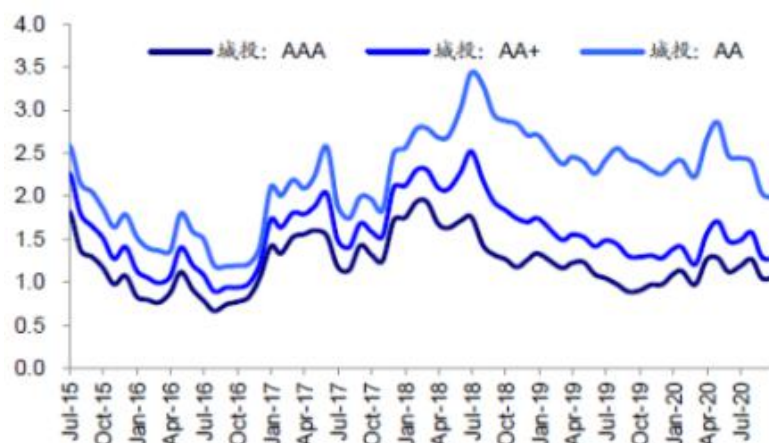
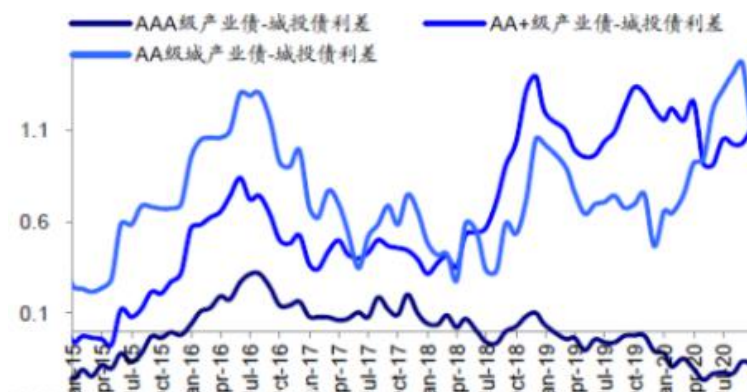
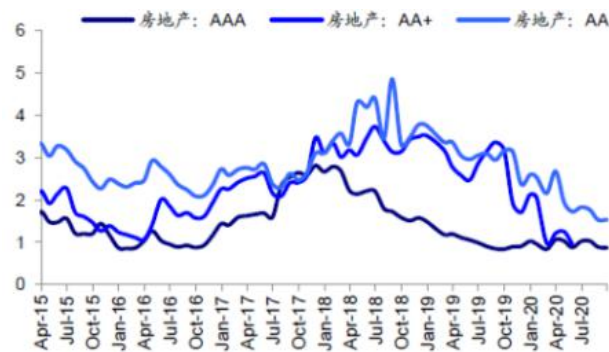


图 5：产业债—城投债收益率之差（%）



截至 9 月 30 日，AAA 级房地产行业信用利差 86BP，较 8 月底下行 2BP。AA 级地产行业信用利差为 153BP，与 8 月底持平。

图 6：房地产行业利差走势（%）



9 月一级市场回顾：净供给减少

9 月主要信用债品种净供给 696.75 亿元，较前一个月的 2247.69 亿元有所减少。

9 月评级调整及债券违约情况回顾

9 月公告 5 项信用债主体评级向上调整行动，全部为评级实质上调；公告 12 项主体评级向下调整行动，其中 10 项主体评级为实质下调。与前一月相比，向上调整和向下调整的评级数目均减少。评级上调主体中有 2 家城投平台，下调的主体中有 1 家城投平台。评级下调的债券发行主体共有 12 个，涉及行业包括建筑业、房地产业和制造业等多个行业。9 月新增违约债券 10 只，新增违约债券涉及企业共 10 家，其中新增违约主体 2 家。民营企业、国有企业、中外合资企业、其他分别有 4 家、4 家、1 家、1 家。

信用债策略

9 月以来等级利差在前期大幅压缩后趋缓，期限利差有所分化，市场整体上依旧是短久期策略，但下沉或更为谨慎。展望 10 月，信用债仍有跟随利率债波动的风险，且近期信用风险事件有所增加，短时间里可能带来扰动，投资仍以短久期策略为主，行业间、企业主体间的分化延续，建议注重个体信用挖掘。板块方面，城投安全性逻辑仍在，短久期下可保持适度下沉，地产债面临融资边际收紧的影响，个别主体的风险事件对高杠杆房企短时间里亦有冲击，但对稳健的主体影响不大；煤炭钢铁行业基本面向好，关注企业可能的重组带来的估值变动，其他产业债关注盈利、现金流修复主线，轻配行业龙头。

高收益标的分析——中国恒大

最近，中国恒大再次成为媒体及投资者议论的焦点，“回 A 重组”、“全国七折”、“红灯房企”等字眼屡屡出现在新闻之上，令不少投资者担心恒大的前景。

9月24日，网上流传出一份关于恒大与政府之间的文件，引起市场恐慌，恒大的股价及各张债券价格同日大跌。不过，其实文件透露的信息是市场的已知事实，唯一的分别只是语气上令人不安。这里我们先不讨论文件真伪，仅就恒大自身的经营状况及市场其他消息面，来分析其所发行债券的投资价值。

关注：

1、中报营运表现下滑 三道红线全踩；

恒大的2020年中期业绩，最令人失望的无疑是各项营运及信贷指标都再度恶化。不但连续两年的股东应占纯利下跌超过50%，就连核心业务纯利亦重挫37%，本来已经不高的利润率再度收窄（见下图）。

（亿元人民币）。	2020上半年。	按年增长。	2019上半年。	2018上半年。
收入。	2,666。	+17.5%	2,270。	1,658。
股东应占纯利。	65.4。	-56.2%	149.2。	308.1。
核心业务纯利。	192.5。	-36.6%	303.5。	550.1。
毛利率。	25.0%	/	34.0%	36.2%
核心业务利润率。	7.2%	/	13.4%	18.3%

2、信贷数字仍未有改善。

虽然在年初订下明确的去杠杆目标，但尚未反映在这份中期报告，除了借款金额继续增加，流动性指标亦变差。在8月中由住建部发出的“三道红线”指标之中，恒大毋庸置疑地全踩，成为了最急需要改善债务状况的“地产商”（见下图）。

（亿元人民币）。	2020年6月。	2019年12月。	三道红线要求。
总借款金额。	8,355	7,999	/
现金储备。	2,046	2,288	/
净负债率（%）。	199%	159%	< 100%
现金短债比（倍）。	0.52x。	0.61x。	> 1.0x。
经调整资产负债率（%）。	85%	83%	< 70%
短期借款占比（%）。	47%	47%	/
平均融资成本（%）。	9.14%	8.99%	/

3、现金短债比明显恶化。

其实，恒大短债压力庞大并不是什么新鲜事，而在今年6月底时，集团不论短期债务金额还是短期债务占比相比往年亦不算特别高。不过，在现金储备下降的情况下，现金短债比明显恶化（见下图）。



4、销售应该能应付短期债务 但买地支出将加大负担。

恒大副主席夏海钧指出，集团今年要完成 6,500 亿元的全年目标并不难，而下半年的可售货值超过 8,000 亿元，如以上半年约 57% 的去化率计算，集团更有可能在年内挑战 8,000 亿元的销售额。

尽管恒大今年销售增长快速，我们依然不应过份乐观地相信其说辞。若参考上半年的数字，恒大的总合约销售为 3,488 亿元，在权益占比极高，加上回款率近 90%，集团创造破纪录的 3,120 亿元销售回款，大约接近一年内到期债务金额（3,957 亿元）的八成水平，这数字明显比之前高。因此，只要恒大下半年销售能够维持相同水平，便应该有能力应付短期债务及利息支出的部份。

但是，我们不能忽略其他需缴付的款项，当中包括买地支出。根据最新数字，恒大 6 月底时的销售土储比（以面积计）由去年同期的 5.0 倍大幅跌至 3.1 倍，增长前景明显减弱。虽然集团仍有大量旧改项目未纳入土储，但我们预计其每年仍需要使用不少资金买地以维持竞争力。根据中指研究院的数据，今年头八个月集团便花费 822 亿元购入土地，买地支出冠绝全国，因此将会令其资金链进一步受压。

5、金融机构对于恒大仍存谨慎态度。

近日，仍有媒体消息源指出，部分银行要求进一步压缩恒大集团信贷额度，不再释放增量贷款。信托机构亦对恒大集团持谨慎态度。（目前上述消息已被 HX 无法搜索到）。

正面：

1、三季度销售及回款增长强劲；

9 月 25 日晚间，恒大发布公告称，截至 2020 年 9 月 24 日，累计实现销售人民币 5049 亿元，同比增长 11.4%；销售回款人民币 4521 亿元，同比增长 51.3%。截至 2020 年 6 月 30 日，现金余额人民币 2046 亿元。

2、负债总额及融资成本下降；

恒大公告显示，截至 2020 年 9 月 24 日，公司有息负债较 2020 年 3 月末已下降约人民币 534 亿元，融资成本下降 2.24 个百分点，提前归还 2020 年 9 月 25 日以后到期借款人民币 435 亿元，各项降负债成效积极显著。

3、战投转普通股，危机缓解；

恒大在 9 月 29 日晚间再次发布了一条重磅公告，称公司近日已与恒大地产总额 1300 亿人民币的战略投资者进行商谈，在今日与持有恒大地产总额 863 亿人民币的战略投资者签订补充了协议。补充协议明确战略投资者已同意不要求进行回购并继续持有恒大地产权益，且在恒大地产的股权比例保持不变。同时，也已经与持有恒大地产总额 155 亿人民币的战略投资者商谈完毕，正在办理审批手续。剩余持有恒大地产总额 282 亿人民币的战略投资者也正在商谈中。

当日，一张恒大补充协议签字仪式的现场照片在网络中传播。这张照片的背后，是价值 1300 亿元的战略投资，是各大战略伙伴对恒大的力挺。据了解，当日参加补充协议签字仪式的除了恒大的许家印外，苏宁控股董事长张近东、正威国际董事局主席王文银等 1300 亿战略投资方的高管都出席了仪式。

至此，恒大顺利解除了与战略投资者 1300 亿即将到期的对赌协议，战略投资转换为普通股，此次的债务危机终于成功缓解了。另外在监管端，“三条红线”的实行期限由原来的 2021 年 1 月 1 日延期至了 2023 年的 6 月 30 日，这无疑又给站在刀尖上的恒大又一次喘息的机会。

4、恒大汽车拟申请在科创板上市；物业分拆已获批，正式上市申请将在近期提交

在此之前的 9 月 18 日，恒大汽车就表达了其在科创板上市的意愿，并希望成为科

科创板上市的第一家新能源汽车。此次公告则披露了更多的细节：董事会已于9月25日审议通过建议根据特别授权发行人民币股份及相关事宜的决议案。根据建议发行人民币股份的方案，公司拟申请首次公开发行人民币股份并在上海证券交易所科创板上市，以配发及发行不超过15.56亿股人民币股份（行使超额配股权前）。

此外公告披露了恒大物业分拆上市的最新进展。近年来，地产行业掀起了一波物业上市潮。物业分拆去地产化，叠加智慧科技等新概念受到香港资本市场的青睐。

综上，上半年中国恒大的各项营运及信贷指标都再度恶化，三道房地产新规的红线全踩，而短期债务负担仍然庞大。不过，恒大今年的销售增长优于同期，在加强促销之下，销售或能应付短期债务，但买地支出将加大负担。作为房地产龙头，恒大的庞大资产将有助于延续现金流。但考虑到其长期偿债能力较差，我们推荐投资恒大短期债券的策略，当中包括2022年或之前到期的债券（以“19恒大01”为例，在9月25日跌至最低点67元附件之后，近日已反弹至90元左右）。

恒大现有债券到期分布（单位：亿元）

