

十月债市月报

债市震荡，收益率上行为主

10月国债收益率以上行为主。具体来看，1年期国债收益率上行8BP，3年期国债收益率上行2BP，5年期国债收益率下行8BP，7年期国债收益率上行3BP。

10月信用债收益率以上行为主。以中票为例，1年期品种中，超AAA等级收益率上行4BP，AAA等级收益率上行7BP，AAA-等级收益率上行6BP，AA+等级收益率上行5BP，AA和AA-等级收益率均上行2BP；3年期品种中，超AAA等级收益率上行1BP，AAA等级收益率下行7BP，AAA-和AA+等级收益率均下行8BP，AA和AA-等级收益率均下行4BP；5年期品种中，超AAA等级收益率上行3BP，AAA等级收益率上行1BP，AAA-等级收益率与上期持平，AA+等级收益率下行3BP，AA和AA-等级收益率均下行4BP；7年期品种中，超AAA等级收益率上行2BP，AAA等级收益率上行1BP，AAA-和AA-等级收益率均下行2BP。

信用利差和等级利差普遍下行，行业超额利差以下行为主

信用利差方面，不同等级和期限下行3-20BP，3年期各等级中票信用利差下行幅度最大；等级利差方面，5年期AA-AAA和（AA-）-AAA等级利差下行约8BP，幅度最大，3年期利差与上月基本持平，1年期小幅下行2BP；期限利差方面，除AAA：5年-3年和AA+：5年-3年利差上行5BP外，其余期限利差均下行，3年-1年各等级期限利差中，中高等级利差下行幅度大于中低等级，而5年-1年各等级利差正好相反。

行业超额利差方面，全部19个行业中15个下行，4个上行。有色行业超额利差下行幅度最大，约26BP，主要是因为部分山东宏桥存量债券中债估值超过10%被剔除出样本。电子行业和化工行业分别下行约9BP和5BP。造纸行业超额利差上行幅度最大，约16BP，此外医药行业上行约3BP，电气设备和机场行业小幅上行约1BP。

图1：10月强周期行业超额利差变化（BP）

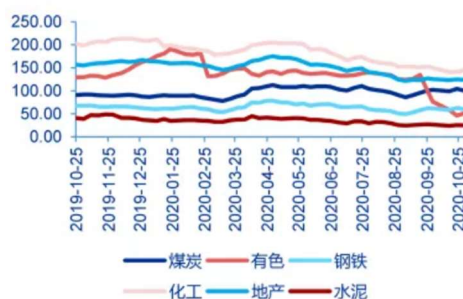


图2：10月中游制造行业超额利差变化（BP）

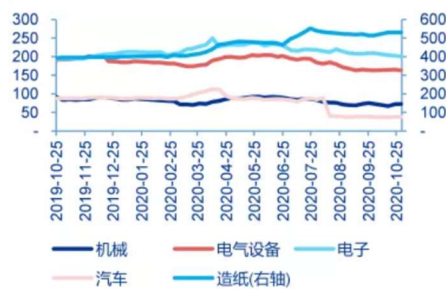


图 3: 10 月公用基建行业超额利差变化 (BP)

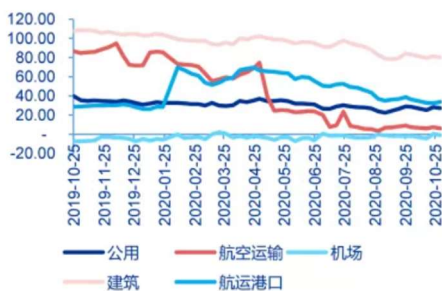
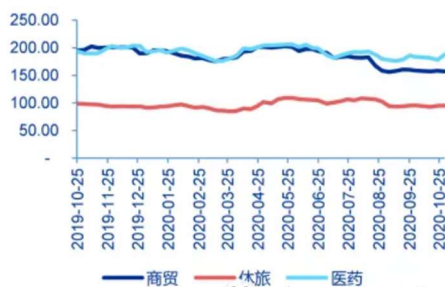


图 4: 10 月消费服务行业超额利差变化 (BP)



城投债与国债利差整体下行，表现略好于产业债

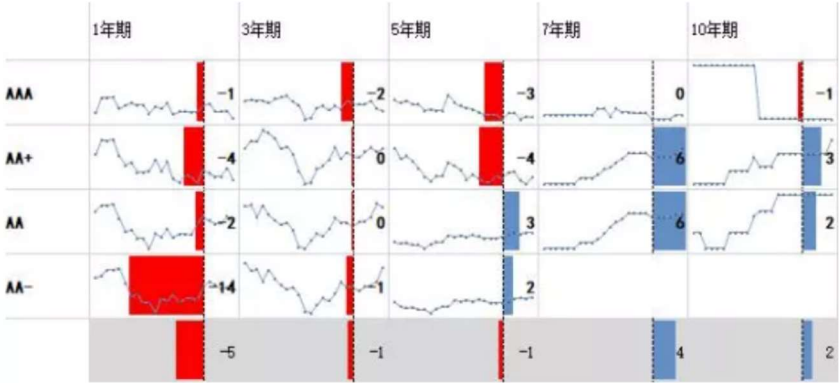
10 月城投债与国债利差整体下行，各期限差异较大，3 年期城投债与国债利差下行幅度最大，1 年期和 5 年期次之，7 年、10 年期小幅下行；评级角度看，中短久期高评级下行较大，短久期低评级下行幅度较大。

图 5: 10 月城投-国债利差走势 (BP)



10 月份 1 年期、3 年期、5 年期城投债表现略好于产业债，7 期、10 年期表现差于产业债，低评级短久期城投债表现较好。当前城投债整体信用风险较低，可继续适度下沉区位，选择利差处于中间位置的区位，如湖北、河南、山西等地，但城投债面临估值波动，需谨慎增持。

图 6：10 月城投-产业债利差走势（BP）



10 月一级市场回顾：净供给增加

10 月主要信用债品种净供给 1,104.45 亿元，较前一个交易月的 696.75 亿元有所增加。

10 月评级调整及债券违约情况回顾

10 月公告 4 项信用债主体评级向上调整行动，其中 3 项主体评级为实质上调；公告 7 项主体评级向下调整行动，其中 6 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 7 个，从行业分布来看，涉及行业包括制造业、水利、环境和公共设施管理业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业等多个行业。10 月新增违约债券 11 只，新增违约债券涉及企业共 10 家，其中新增违约主体 2 家，为华晨汽车集团控股有限公司和上海巴安水务股份有限公司。

信用债策略

近期信用债市场并不太平，华晨集团债券违约发酵撩拨市场神经，沈阳盛京能源发展公司因进入破产程序，两期 PPN 提前到期，最终由担保公司代偿。因涉及城投概念，且由于 PPN 信息查询难度较大，因而整个事件也引发了市场对城投尾部风险的讨论，但看最终结果，两期债券完成兑付，城投信仰又一次得以“充值”。近期信用事件主要集中在国企主体上，该类主体因企业类型带来的光环进一步消退，不过相比之下，城投公募债的金边属性尚在，且在市场规避风险的环境下信仰屡屡充值。上周资金市场较紧张，导致信用债一级发行也受到影响，取消或推迟发行增多，临近年末，企业资金需求较大，同时存量信用债到期量环比走

高，均对发债企业再融资形成一定压力，建议密切关注资金面状况以及风险的发酵与传导。

高收益标的分析——富力地产

买方信评可谓对富力又爱又恨，爱的是富力时不时的创造高收益机会，激发肾上腺素悄悄的抄底；恨得是很多觉得富力稳健的机构，一不小心就被“高收益”，估值的压力，负面的频发，都让持仓的机构如坐针毡。不论是 2017 年的并购万达，还是此后 2019 年年中开始发酵的担忧，年末有所淡化，但是未隔一年，担忧再次主导，抛盘加剧，估值飘升。

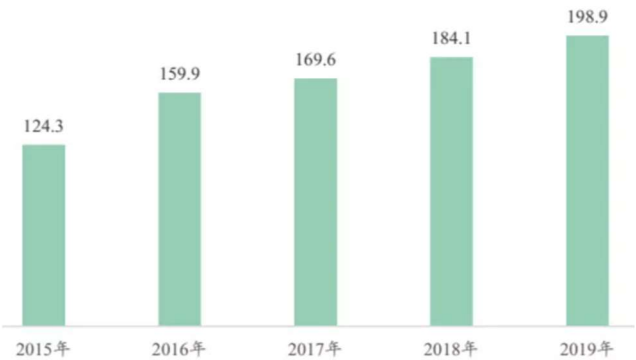
基于此，本文试图从两个方面进行分析，一是公司目前的困境主要有哪些；二是公司自身存在哪些被外界所忽视的信用亮点。

关注：

1、杠杆高企；

杠杆而言，富力的净负债率一直高出多数同行，在 2015 年就已经突破 100%，2019 年底的净负债率达到了 198.9%，远远超出中国房地产协会公布的上市房企净负债率的平均值 92.52%，实际上，公司绝大多数项目的权益比都是 100%，鲜有权益比 50%以下的项目，净负债率如此高，一来是杠杆真实，二来债务也确实高的。

富力净负债率（%）



2、短债激增；

2017 年公司的货币资金尚可覆盖短期有息债务，2018 年其缺口就达到了 185 亿元，为应对前两年拿地带来的开发支出，富力在 2018 年再次大量发债，境内债总额到达 224 亿元，且超三分之一为超短融，2019 年境内发债 67.8 亿元，48 亿元为超短融，再加上 2015、2016 年发行的 4、5 年期的债券陆续到期，公司这两年短期压力都很大。

近三年富力短债变化

	2017 年末	2018 年末	2019 年末
货币资金	322.15	347.07	384.36
短期有息债务	284.14	523.5	622.7
其中：银行借款	153.60	137.89	142.52
境内债券	0	201	211
短债缺口	-38.01	+176.43	+238.34
境内发债	20	224.4	67.8
其中：超短融	0	81.7	48

3、销售不及预期、酒店业务亏损；

2019 年富力实现合同销售 1382 亿元，未能完成 1600 亿元的销售目标，其中一二线城市占比 64%，三四线城市及海外地区贡献了剩余的 36%。协议销售金额及面积分别增长 5%与 23%，两者相差较大的增长幅度源于公司 2019 年的促销活动，2019 年平均售价 11,000 元/平方米，较 2018 年的 12,900 元/平方米下降较大。2019 年底有息债务总额为 1971.4 亿元，销债比仅 0.7（2018 年为 0.8）。

2020 年初受疫情冲击，合同销售下滑较明显，公司 2020 年前 5 月实现合同销售 365.5 亿元，同比下滑 17%，若想保持与 2019 年同等水平的销售，未来几个月的去化压力较大。

酒店是富力从 2004 年开始就一直在经营的业务，由于较高的销售行政费用，盈利并不乐观，再加上分摊的融资成本，富力的酒店业务几乎连年都处于亏损状态，只有 2017 年收购带来的一次性收益使得当年该业务板块不至于亏损，同时 2018 年小部分的后续收购完成也让经营不至于亏损，盈利 0.48 亿元。可以看到，2017 年收购完成后，公司酒店业务收入规模明显增加，毛利也有较大改善，但附带的销售行政支出也随之增加，酒店的整体盈利并不乐观。

酒店业务经营情况

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	9.01	11.09	11.81	13.62	23.75	70.28	70.22
营业成本	-7.36	-8.47	-9.32	-11.32	-19.80	-60.35	-57.38
毛利	1.65	2.62	2.49	2.30	3.95	9.93	12.85
销售行政支出	-2.34	-2.26	-2.53	-3.05	-4.68	-13.84	-14.37
其他经营收入	0.00	-0.03	0.00	0.00	130.83	3.62	0.00
经营盈利/亏损	-0.67	0.45	-0.02	-0.70	130.64	0.48	-1.17
融资成本	-2.64	-2.31	-2.21	-1.73	-1.84	-7.81	-8.44
税前盈利/亏损	-3.32	-1.86	-2.23	-2.43	128.80	-7.33	-9.60

4、周转较慢、去化承压；

天津与重庆两地是公司早年间就已布局的城市，当前两地的项目也占多数，但部分项目开发进程缓慢，尽管项目分批落成，但整体时间跨度较长，长达 10 年以上。如重庆富力城项目，公司在 2006 年 5 月及 12 月分别拿地，但到 2007 年底才开工建设，目前仍未完全竣工，重庆富力城项目占地面积 241 万平方米，地上建筑面积约 680 万平方米，是一个住宅与商业两用的综合体项目。根据 2019 年报披露的信息，我们梳理了富力几处开发周期较长的项目，大多项目涉及商业用途，这也侧面说明了富力的商办地产项目的进展略有坎坷，不过公司预计这其中大部分项目可在 2020 年竣工，从其开发成本的余额来看，也多处收尾阶段。

部分开发周期较慢项目

项目	用途	开工时间	预计竣工时间	预计总投资(亿元)	2019 年底存货开发成本余额(亿元)
重庆富力城	住宅及商业	2007 年	2020 年	196.84	37.52
重庆富力海洋广场	购物中心	2006 年	2020 年	20.45	2.48
北京富力桃园	住宅	2007 年	2020 年	17.96	2.77
天津富力津门湖	住宅	2005 年	2021 年	140.00	8.30
天津富力城	商业综合体	2005 年	2021 年	49.09	0.81
天津富力桃园	住宅	2007 年	2020 年	20.72	1.20
天津富力中心	商业及写字楼	2008 年	2020 年	11.75	1.06
天津富力广东大厦	商业及写字楼	2012 年	2026 年	28.50	6.98
富力惠林温泉	住宅	2006 年	2020 年	24.44	6.98
南京富力城	住宅、商业及写字楼	2011 年	待定	56.65	23.10
成都天汇一期	商场	2009 年	2020 年	13.00	2.32

正面：

1、少合作，高权益比—债务更真实，财务指标吃亏；

富力作为老牌的粤系房企，更加注重利润，无论是合联营项目还是少数股东权益都非常少，也就是说项目基本都由富力全资持股，完全依靠自身的力量进行开发，老板不愿意和别人分享利润。这样做虽然可以把利润都放在自己兜里，但同时失去隐藏债务、美化报表的机会。也就是说，富力合并报表反映的有息负债基本上就是富力所有的有息债务（约9成），因为少数股东权益比较小，也没有什么表外项目，因此净负债率、剔除预收负债率、现金短债比等指标也会比较吃亏。

以下是通过财务报表等方面给出的例证：截至2019年底，富力的少数股东权益只有24.41亿，占净资产比重3.1%，其他应收款/总资产8%，这两个数据在房企中都是非常小的。另外，可以通过查询富力的项目，可以看出很多都是100%全资持股的。

即使是19年底347亿的其他应收款，也并非是和和其他房企一样主要是和合联营公司和少数股东方的往来款，而主要是旧改项目中支付的合作意向金。通过查询审计报告，前五大其他应收款中有三笔是合作意向金，两笔是与合联营方的往来款，合作意向金合计80.84亿，占前五大其他应收款总额133.57亿的60.78%。所以说拆借其他应收款同样可以发现大头是旧改意向金，而非合作项目往来款。

2、固定资产、无形资产——资产存在低估；

富力和其他房企不一样的地方就是它有大量的酒店。酒店资产是计入固定资产（和写字楼等出租物业计入投资性房地产不同），同时无形资产里面核算的是自用的土地资产，截至2019年底，固定资产和无形资产分别为303.09亿和107.06亿元，这两块是按照历史成本入账，且在存续期内要折旧或者摊销。对于固定资产来说，核心是酒店资产，按照审计报告的披露，这部分资产截至19年底已经计提了74.31亿元的折旧。其实富力收购的酒店基本位于一二线城市，这几年的运营提升也很明显，NOP比18年上升了5%至14.1亿。但是会计入账是进入固定资产，这样的话账面价值一方面要按照买进的不断提折旧，另一方面也没有反映运营提升和物业增值。所以说19年底固定资产的实际价值是不止303亿的，如果要反映这部分资产的市值，一方面可能需要把折旧加回去，另一方面可能还需要考虑估值提升的部分。因此，企业也披露了再考虑酒店资产市场价值情形下的净负债率水平，如考虑此项，19年的净负债率不是账面的199%，而是165%。无形资产也是类似，已经计提了10个亿的摊销。

3、旧改项目—陆续出货，是金矿；

旧改是富力的看家本事，这几年在广州大本营和深耕的一些城市储备了不少旧改项目，92%位于一二线城市，60%位于大湾区，这几年陆陆续续也要开始出货。这块之前都是没有进入资产负债表的（除了一些合作意向金进入其他应收款外）。如果富力需要钱，根本不需要去卖酒店，只要出让一些旧改项目的股权就可以。对于投资人来说，不要参与前期谈判、拆迁等苦力活，只要出点钱就能参与核心城市核心地段的项目稳稳等分钱。

4、债务结构稳健，短期流动性压力或许高估；

回过头来再看看负债。其实富力的有息债务是非常稳的，以银行为主，占比一半，非标很少（境内信贷占43.1%，境内债21.6%，境外债17.6%，非标11%，境外银团6.7%），银行利率非常稳，综合融资成本主要是受到债券尤其是境内债券上升的拉动。19年6.6的综合融资成本在民营地产中还是比较低的。富力其实投资人关系做的比较一般，过于

看重利润而不善于修饰报表和与市场沟通，境内债券和信托的融资成本从 18 年的 5.82% 上升到 19 年的 7.33%，是增幅最大的。相比之下银行融资成本仅上升了 18BP。

看完债务结构，再看看近期可能行权的债。一般来说银行的借款对应的是项目，我们假设短期借款和一年内到期的非流动负债中的长期借款都可以接续（富力报表中的其他流动负债为计提的土增税，这块当做经营负债看），那么富力明年 1 月底（包含 16 富力 01 及 16 富力 03）之前到期或到回售期的债券总量只有 200 亿出头。

富力流通中债券

证券名称	回售日	到期日期	剩余期限	当前余额(亿)	中债估值
19富力02	2022-05-09	2024-05-09	1.9534+2	4.00	10.9243
20富力地产PPN001	2022-04-23	2024-04-23	1.9096+2	10.00	10.1049
16富力06	2021-05-16	2022-05-16	0.9726+1	46.00	11.0258
19富力01	2021-05-09	2023-05-09	0.9534+2	15.80	10.4789
16富力05	2021-04-07	2023-04-07	0.8658+2	9.50	10.4418
18富力10	2021-01-03	2023-01-03	0.6082+2	70.20	10.3297
18富力08	2020-12-04	2022-12-04	0.5260+2	40.00	10.2943
16富力03	2019-01-22	2021-01-22	0.6585	36.00	9.5586
16富力01	2019-01-11	2021-01-11	0.6284	60.00	9.5481

综上，静态看公司短期没有大问题，“16 富力 01”及“16 富力 03”均为比较好的投资标的（5、6 月份时二级市场价格曾跌至 95 元附近，近期已回升至 97 元，明年 1 月到期，整体看收益率非常可观）。但是就怕富力到现在仍不采取实质性的措施来改变目前在债券市场上被动的局面。如果任由债券估值和发行成本上升，则可能陷入负反馈，最终导致公司的发展陷入被动，银行融资出现问题，如果这样，家底再厚也难以自保。公司这两年必须要有一个变化以给债券市场非银投资人一个回应。