

## 债券周刊

上周新增违约债券 1 只，金额 10 亿元，涉及企业为宜华集团，是首次违约。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 20 家企业共 50 只债券出现违约，违约金额为 636.222 亿元。

1、宜华集团：“17 宜华企业 MTN001”未足额偿付利息。“17 宜华企业 MTN001”发行规模 10 亿元，期限 5 年，票面利率 6.5%。

2、海航科技：延期至 5 月 5 日应偿还的 7.5 亿美元贷款本金尚未偿还。公司就偿还本期贷款本金与银团参贷行积极协商还款时间延期事宜，银团参贷行初步意向同意延期申请。

3、泰晶科技：发布提前赎回“泰晶转债”的提示性公告，转股溢价率为 170.83%，意味着投资者一夜之间巨亏 63%。

4、蓝盾股份：“蓝盾转债”价格严重脱离与公司股价之间的关联，已偏离合理价值区间。

5、评级下调事件：①中诚信国际下调宜华集团主体及相关债项评级。②中诚信国际下调宜华生活主体及“15 宜华 01”和“15 宜华 02”信用等级至 A。③中诚信国际下调凯撒同盛发展的主体及“17 凯撒 03”信用等级至 AA-。④中诚信国际下调中信富通融资租赁主体及“18 信通 01”信用等级至 AA-。⑤惠誉将迪士尼的发行人违约评级从 A 下调至 A-，前景展望维持负面。

## 债市牛熊转换，短债优于中长债——利率债周报

### 专题：从 19 年上市银行年报看 LPR

**生息资产与计息负债结构变化：**贷款占比上升，债券投资分化，同业下降；股份行和城农商行结构优化。从生息资产平均余额变动来看，相比 19 年中，各类银行平均贷款占比均增加，其中农商行增幅较大；债券投资占比分化，其中仅大行占比小幅增加，城商行下降较为显著；同业资产占比小幅下降，农商行降幅较大。计息负债中，仅大行的存款占比微降 0.3 个百分点，其他类银行存款占比均增加。债券发行占比方面，股份行变化不大，大行小幅增加，城商行和农商行下降；除大行外，其他类银行的同业负债占比均呈现下滑迹象，其中城商行的降幅最大。

**净利差：**大行恶化，其他行改善，股份行和城商行净利差已超过大行。19 年各类银行净利差水平/环比/同比变动分别为：大型商业银行

1.98%/-1.5BP/-8BP、股份行 2.10%/ 3BP/25BP、城商行 2.07%/ 6BP/22BP、农商行 2.47%/ 9BP/ 13BP。股份行、城商行净利差的改善得益于资产收益率提升以及负债成本下降（低成本的存款占比提升，而高成本的同业负债占比降低）；大行负债成本率虽有所下降，但生息资产收益率降幅更大（主因贷款收益下降），净利差收缩；农商行的平均资产收益率环比升幅超过负债成本率，引起净利差较大幅度的上升。

**存款成本大增，息差制约 LPR 报价。**受益于货币宽松，银行市场化负债成本明显下降，但占比最大的存款成本却继续上升，并回升至 2015~2016 年水平，显示存款竞争压力仍大。我们测算的 LPR 报价行 19 年平均净利差为 1.96%、低于行业整体水平，较 18 年恶化 3BP、较 19 年上半年恶化 6BP。LPR 报价行净利差偏低、存款成本刚性且有所抬升，导致报价行下调 LPR 报价加点数的意愿降低，后续 LPR 报价的压降或主要依靠政策利率的调降。

### 上周市场回顾：隔夜利率续升，债市明显调整

上周央行继续暂停逆回购操作，公开市场净投放为 0 元。货币利率分化，隔夜利率继续回升。R001 均值上行 15bp 至 1.22%，R007 均值下行 5bp 至 1.59%。DR001 均值上行 14bp 至 1.17%；DR007 均值上行 1bp 至 1.52%。

受到海外复工预期、进口数据超预期、国内资金利率回升、易行长关于经济回升的发言、供给冲击担忧等因素影响，上周债市大幅调整。1 年期国债收于 1.21%，环比上行 7BP；10 年期国债收于 2.62%，环比上行 8BP。1 年

期国开债收于 1.33%，环比上行 14BP；10 年期国开债收于 2.95%，环比上行 13BP。

### 本周债市策略：债市牛熊转换，短债优于中长债

从基本面看，二季度外需前景依然悲观、CPI 同比逐渐回落，但一季度经济底已现，内需正逐渐恢复，且 PPI 同比或在二季度见底，基本面对债市的利好逐渐降低。从资金面看，5 月货币政策依然维持宽松，政治局会议提出的降息降准或在 5 月落地，但由于 4 月非银债市杠杆有所增加提升了资金需求，随着债券供给大幅回升，资金利率波动将加大。

从配置力量来看，外资债市配置力量依然较为强劲，19 年以来表外理财规模的回升利好广义基金配债，但银行购债增速放缓，且表内资金受限于国债和地方债供给压力。综合来看，我们认为 5 月债市处于牛市和熊市的转换期，基本面、供需等因素制约长端利率下行，因此短债优于中长债。

## 关注息差保护——信用债周报

**专题：谁在投资 ABS？** 1) 银行是 ABS 的头号需求者。根据中债登 3 月报，中债托管的信贷 ABS 共 1.96 万亿，投资者持有结构以商业银行为主，占据一半以上，非法人产品中的商业银行理财产品占比 9.97%，与商业银行的持有占比合计达到 62.1%。企业 ABS 中银行也有投资，不过更多可能会通过选择通道参与，与信贷 ABS 相比，企业 ABS 投资者结构更加多元。2) 公募基金投资需求逐渐提升。公募基金目前并非 ABS 的主要参与方。根据 Wind 统计，2020 年一季度，公募基金总持仓资产支持证券市值达 1189.9 亿元，仅占当期存量 ABS 余额的 3.32%。现有需求主要来自中长期纯债型和货币市场型基金。企业 ABS 配置为主，偏好供应链金融 ABS。2020 年一季度公募基金投资资产支持证券的市值占全部净值的比例只有 0.73%，绝大多数离监管限定的水平还很远，未来发展空间较大。近期公募基建 REITs 开启，“ABS+公募基金”的架构将使得公募基金对 ABS 的参与更加深入。3) 其他 ABS 参与者：保险资金、保险资管产品投资范围已先后扩大至所有标准化证券化产品。信托投资证券化产品没有评级规定，但有投资额度限制。券商资管账户主要投资交易所的企业 ABS。

**一周市场回顾：净供给减少，收益率上行。** 上周主要品种信用债一级市场净供给 208.25 亿元，较前一个交易周的 1939.21 亿元有所减少。二级交投减少，收益率上行为主。以中票短融为例，上周收益率全面上行，具体来

看，1年期品种中，超AAA等级收益率上行11BP，AAA等级收益率上行8BP，AAA-等级收益率上行8BP，AA+等级收益率上行4BP，AA等级收益率上行4BP，AA-等级收益率上行7BP；3年期品种中，超AAA等级收益率上行18BP，AAA等级收益率上行15BP，AAA-等级收益率上行13BP，AA+等级收益率上行13BP，AA等级收益率上行12BP，AA-等级收益率上行12BP；5年期品种中，超AAA等级收益率上行17BP，其余等级收益率均上行13BP；7年期品种中，各等级收益率均上行3BP。

**一周评级调整及违约情况回顾：**上周公告1项信用债主体评级向上调整行动，为评级上调；公告1项主体评级向下调整行动，为评级下调。与前一周相比，向上调整和向下调整的评级数目均减少。评级上调的主体中有1家是城投平台，评级下调的主体均无城投平台。上周新增违约债券1只，为17宜华企业MTN001。上周新增违约主体1家，宜华企业(集团)有限公司。

### 信用债：关注息差保护

1) **信用债跟随调整。**上周信用债收益率整体小幅调整，AAA级企业债收益率平均上行8BP，AA级企业债收益率平均上行7BP。品种间有所分化，3年期和5年期品种回调幅度较大。信用利差基本还是保持稳定，上下空间均有限。2) **信用债关注息差保护。**4月以来无风险利率特别是短端利率继续大幅下行，信用债收益率也跟随下行，但下行幅度比利率债小，导致信用利差被动拉大。展望未来，一方面信用债收益率整体还是会跟随利率债，未来经济复苏预期压力持续，两会召开在即，不排除会有更多政策利好，短期调整压力仍在；另一方面信用债目前的利差已经被拉开，相比于利率债的性价比得以修复，挖掘价值增加，上半年信用债供给小高峰3-4月已过，在这两个月里信用债供需两旺，缓解了企业的流动性压力，总的来说信用债相对投资价值提升，不过行业间、企业间信用分化或会继续，信用债投资建议控制久期、关注息差保护。

## 强赎抑制投机，市场趋于冷静——可转债周报

### 专题：消费类转债正股年报及一季报情况

1) **A股行业总体表现情况。**A股19年过半数行业实现归母净利润同比增长，今年一季度整体冲击较大，消费类行业中，农林牧渔表现较好，食品饮料行业相对稳健，纺织服装归母净利润同比为负，可选消费如休闲服务、商业贸易、汽车及家用轻工和家电行业一季度均受到明显冲击。2) **必需消费：**

农业及食品饮料大部分正股 19 年和 20Q1 能实现正增长，其中新希望、海大集团、唐人神、天康生物和金新农一季度归母净利润同比增幅较大；纺织服装行业整体盈利能力有所降低，多数正股两期归母净利润同比下降。3) **可选消费**：休闲服务及商业贸易受疫情影响较大，归母净利润和营收一季度同比转负较多。家用轻工及家用电器行业，作为地产后周期受影响明显，未来在扩大内需的背景下，可等待需求复苏，正股表现来看 19 年欧派家居、顾家家居、金牌厨柜、梦百合、创维数字及星帅尔归母净利润同比增幅较高。汽车及相关行业方面，开始迎来边际改善。根据乘联会数据，4 月份一至四周（1 日-25 日）的批发销量达到日均 3.72 万辆，同比增速 0.8%，而 3 月同期下降 56%，批发增速明显回暖，此外汽车消费相关刺激政策陆续出台。从正股盈利能力来看，多数 19 年及 20Q1 归母净利润同比均为负，其中小康股份、北汽模、东方时尚及模塑科技等 20Q1 冲击更为明显。

### 上周市场回顾：转债指数下跌

**转债小幅下跌**。上周中证转债指数下跌 0.04%，日均成交量（包含 EB）342 亿元，环比降幅明显，我们计算的转债全样本指数（包含公募 EB）下跌 0.07%。个券 127 涨 6 平 131 跌，正股 215 涨 2 平 47 跌。个券涨幅前 5 位分别是千禾转债（9.76%）、光华转债（8.93%）、国轩转债（5.62%）、游族转债（4.97%）、瀚蓝转债（4.82%）。

**环保建筑、TMT 及可选消费表现相对较好**。上周转债全样本指数（包含公募 EB）下跌 0.07%，跌幅大于中证转债指数（-0.04%）。从风格来看，股性券和中盘券表现相对较好。从行业来看，整体涨跌相当，环保建筑、TMT 板块表现较好。

**转债市场溢价率下降**。截至 5 月 8 日，全市场的转股溢价率均值 45.18%，环比下降 0.87 个百分点；纯债溢价率均值 16.9%，环比上涨 0.39 个百分点。其中价格 105 元以下、105-115 元、115-130 元、130 元以上转债的转股溢价率均值 97.43%、44.24%、25.09%、11.27%，环比分别变动-1.64、-0.42、-0.63、-2.66 个百分点。

**上周无新券发行**。审批方面，飞鹿股份（1.77 亿元）、宝通科技（5 亿元）、今天国际（2.8 亿元）、火炬电子（6 亿元）转债获批文；贝斯特（6 亿元）、隆利科技（3.25 亿元）、九洲电气（5 亿元）、万顺新材（9 亿元）、三诺生物（5 亿元）转债获受理。此外，上周新乳业（7.18 亿元）、嘉美包装（7.5 亿元）、朗科智能（4 亿元）、金诚信（10 亿元）公布了转债预案。

## 转债策略：强赎抑制投机，市场趋于冷静

上周权益市场上涨，转债缩量下跌，新券发行暂停，估值有所压缩。一方面前期热炒个券触发强赎后暴跌，以及基本面较差个券或面临回售，加大公司经营压力等事件引起市场关注，情绪有所降温，另一方面近期债市调整也产生一定影响。从上周行业表现来看，上周环保建筑、TMT、可选消费以及机械制造行业上涨，其余行业有所下跌。国内经济呈现继续修复的态势，4月出口增速有所改善，但是在欧美疫情得到控制之前外需或仍相对悲观，短期先聚焦内需是相对更好的选择。对于权益市场，我们认为目前仍是区间震荡熬底，需等待基本面回升以及市场情绪触底。政策方面，2季度积极的财政政策成为主角，未来将持续发力，主要重点是新老基建和消费。公募REITs以及汽车消费拉动等政策已出台，其余政策后期有望逐步落实并进一步加码。此外，5月可关注两会行情。在短期市场震荡调整的情况下以稳为主，关注基本面和性价比等，板块方面可重点关注政策利好板块，例如新老基建（中天、烽火、博特、远东等），可选消费如汽车（新泉、玲珑等）、家居（顾家、欧派等），以及农业（希望、唐人、海大）等。中期来看成长（新能源汽车、5G等）+券商或依然是主线。

风险提示：基本面变化、股市波动、供给加快。

附：2020年至今违约债券的相关信息统计

序号	发行人	行业	公司性质	债券名称	债券分类	发生日期	余额(亿元)	票面利率	主承销商	上市交易所	最新进展
1	安徽省外经建设(集团)有限公司	建筑与工程	民营	16 皖经 01	公司债	2020-3-30	5	7.3	中金财富,东兴证券	上海	公司债务委员会已成立, 已召开了债权人大会。目前积极处置相关资产, 包括海外资产。
				18 皖经建 MTN002	中票	2020-3-30	5	7.5	徽商银行	银行间	
				18 皖经建 MTN001	中票	2020-1-16	5	7.3	徽商银行	银行间	
2	西王集团有限公司	食品加工与肉类	民营	19 西王 SCP003	超短融	2020-2-10	5	7.75	建设银行,光大证券	银行间	山东省邹平市人民法院裁定认可和解协议。
				16 西王 01	公司债	2020-1-20	10	7.8	国海证券	上海	
				19 西王 SCP002	超短融	2020-1-13	5	7.75	建设银行,中信建投证券	银行间	
3	大连天神娱乐股份有限公司	互联网和相关服务	公众企业	17 天神 01	公司债	2020-1-20	10	7.79	光大证券	深圳	据 21 世纪经济报道称, 天神娱乐此前与部分机构持有人沟通, 拟通过债转股方式解决偿债问题, 提出了定增还债、市场化债转股等方案, 不过目前尚未确定。
4	康美药业股份有限公司	医药制造业	民营企业	15 康美债	公司债	2020-2-3	24	6.33	广发证券	上海	①“15 康美债”利息全额支付。②康美药业日产百万医用口罩生产线 3 月 17 日正式投产。
5	北大方正集团有限公司	软件和信息技术服务业	中央国有企业	18 方正 MTN002	中票	2020-2-19	14	5.99	建设银行,北京银行	银行间	①截至 4 月 19 日, 共有 434 家债权人向管理人申报了 438 笔债权, 申报债权金额共计 1628.26 亿元。②管理人于 4 月 20 日发布关于招募战略投资者的公告, 要求原则上, 最近一年经审计的资产总额应不低于 500 亿元或净资产不低于 200 亿元。
				16 方正 08	私募债	2020-2-19	6	4.8	方正证券承销保荐,海通证券	上海	
				18 方正 01	私募债	2020-2-19	4	6	方正证券承销保荐,海通证券	上海	

				18 方正 14	私募债	2020-2-19	20	6.5	方正证券承销保荐,海通证券, 中信建投	上海
				19 方正 D2	私募债	2020-2-19	5	6.15	国泰君安,方正证券承销保荐,海通证券	上海
				19 方正 MTN001	中票	2020-2-19	14	5.8	建设银行,北京银行	银行间
				18 方正 MTN001	中票	2020-2-19	12	6.1	建设银行,北京银行	银行间
				19 方正 D1	私募债	2020-2-19	10	6.2	华西证券,华金证券,恒泰长财证券	上海
				18 方正 07	私募债	2020-2-19	20	6.8	方正证券承销保荐,海通证券	上海
				19 方正 MTN002	中票	2020-2-19	15.5	6.5	浙商银行, 中国进出口银行	银行间
				19 方正 02	私募债	2020-2-19	15	6.3	方正证券承销保荐,海通证券, 中信建投	上海

18 方正 02	私募债	2020-2-19	17.3	6.8	方正证券承销保荐,海通证券	上海
17 方正 01	私募债	2020-2-19	8	6.2	方正证券承销保荐,海通证券	上海
18 方正 13	公司债	2020-2-19	20	6.05	方正证券承销保荐,海通证券	上海
18 方正 12	公司债	2020-2-19	12	6.05	方正证券承销保荐,海通证券	上海
18 方正 10	私募债	2020-2-19	23.5	6.68	方正证券承销保荐,海通证券	上海
19 方正 CP001	短融	2020-2-19	30	6.3	上海银行,中国国际金融	银行间
16 方正 PPN001	定向工具	2020-2-19	20	4.5	北京银行,平安银行	银行间
16 方正 01	私募债	2020-2-19	12.9	6.5	海通证券	上海
18 方正 09	公司债	2020-2-19	20	6.2	方正证券承销保荐,海通证券	上海
18 方正 03	私募债	2020-2-19	1.1	6	方正证券承销保荐,海通	上海

证券											
				16 方正 02	私募债	2020-2-19	15.1	6.5	海通证券	上海	
				18 方正 05	私募债	2020-2-19	30	6.8	方正证券承销保荐,海通证券	上海	
6	新华联控股有限公司	资本货物	民营企业	15 新华联控 MTN001	中票	2020-3-6	10	6.98	招商证券,招商银行	银行间	首次违约。因受新型冠状病毒肺炎疫情不可抗力因素的严重影响,公司部分业务遭受重创,经营回款大幅减少。据悉,今年1至2月,新华联经营回款降幅超过60亿元。
				19 新华联控 SCP002	超短融	2020-3-10	10.1	7.8	—	银行间	
				19 新华联控 SCP003	超短融	2020-3-10	3.5	9	—	银行间	
7	北京桑德环境工程	水的生产和供应业	中外合资企业	17 桑德工程 MTN001	中票	2020-3-6	1	6.5	浙商银行	银行间	首次违约。中诚信国际大幅下调桑德环境工程主体及相关债项信用等级,将桑德工程的主体信用等级由AA下调至B。
8	天广中茂股份有限公司	专用设备制造业	公众企业	16 天广 01	公司债	2020-3-5	12	6	广发证券	深圳	股东违规担保3.9亿,公司曾提示终止上市风险。
9	中信国安集团	综合	公众企业	15 中信国安 MTN001	中票	2020-4-27	30	6.5	中信银行,中信建投	银行间	中信国安2月26日晚间公告称,中信国安子公司拟择机出售三六零不超过4436.92万股股票。
				16 中信国安 MTN001	中票	2020-3-10	16	4.49	—	银行间	
10	印纪娱乐传媒股份有限公司	媒体	民营	17 印纪娱乐 MTN001	中票	2020-3-10	4	6.3	民生银行	银行间	公司正常融资功能基本丧失,短期流动性较为紧张。
11	力帆股份	汽车制造	民营	16 力帆 02	公司债	2020-3-15	11	7.5	—	上海	首次违约。4月15日,拟向控股股东转移8.66亿元债务;4月16日,将

		业									公司及其7家子公司对润鹏地产的合计约1.22亿元债务转移给大股东力帆控股，最终形成力帆控股对力帆股份1.22亿元的债权。
12	康得新复合材料集团股份有限公司	材料	民营	17 康得新 MTN001	中票	2020-2-18	10	5.5	中信银行,浦发银行	银行间	康得新于近日收到张家港市人民法院和苏州市中级人民法院的合计18份《执行决定书》。18起案件的案由包括了金融借款合同纠纷、公司债券交易纠纷、建设工程施工合同纠纷等，涉及金额合计逾30亿元。
13	上海华信国际集团有限公司	能源	民营	17 沪华信 MTN001	中票	2020-2-12	25	7.88	邮政银行,中金公司	银行间	2020年2月12日，法院裁定受理公司破产清算。
				17 沪华信 MTN002	中票	2020-2-12	25	7.5	邮政银行,中金公司	银行间	
14	中国城市建设控股集团有限公司	土木工程 建筑业	民营	16 中城建 MTN001	中票	2020-3-2	18	3.97	浙商银行,华泰证券	银行间	公司将继续与股东保持沟通，使用包括但不限于股东增资、股东借款、股东担保等方式筹集偿债资金。同时，公司也在谋求按照法律程序主动出售部分资产用于偿还债务。
15	金洲慈航集团股份有限公司	其他制造业	民营	17 金洲 01	公司债	2020-4-3	5.2	9	华泰联合证券	深圳	“17 金洲 01”已处于实质性违约状态。
16	永泰能源股份有限公司	煤炭开采 和洗选业	民营	18 永泰能源 MTN001	中票	2020-4-7	5	7.5	上海银行,华泰证券	银行间	永泰能源一边对部分违约债券进行延迟分期付款，一边加紧自身资产处置动作。据相关统计数据显示，截至2019年6月，永泰能源与债券持有人签订协议，对共计40亿元的“16 永泰 01”、“16 永泰 02”、“16 永泰 03”债券进行延迟分期付款。
17	南京建工集团	土木工程 建筑业	民营	H7 丰盛 01	私募债	2020-4-13	8	7.9	招商证券	深圳	3月2日，四川信托发布了一款产品，融资方是丰盛控股有限公司的全资子公司。融资方将南京市雨花台区核心位置成熟商业抵押给四川信托，抵押物估值约16.16亿元。
18	华泰汽车集团	汽车制造业	民营	16 华泰 01	公司债	2020-4-14	11.53	7.2	英大证券	上海	2019年7月，富力集团与华泰汽车达成战略合作，富力集团将参股华泰汽车，在新能源汽车、智能网联、无人驾驶等领域开展合作。

19	中融新大集团	资本货物	民营	18 中融新大 MTN002	中票	2020-4-20	6.492	8	恒丰银行	银行间	首次违约。
20	宜华企业集团	家具制造业	民营	17 宜华企业 MTN001	中票	2020-5-6	10	6.5	光大银行	银行间	首次违约。