

宏觀經濟

本輪債轉股如何推進？——從渤海鋼、中鋼等看債轉股進展

近日據財新報導，中鋼集團（負債 600 億）債轉股方案基本落地，渤海鋼鐵集團（負債 1920 億）亦提出債轉股方案。那麼，漸行漸近的債轉股有哪些新的變化和新的猜想呢？

債轉股如何“市場化”？其一，取消試點規模，強調“一企一策、一事一議”，債轉股範圍或較此前縮減；其二，以銀行貸款為主，債券轉股協商而定，市場衝擊或較此前下降；其三，政府不強制“拉郎配”，且不兜底損失，轉股後風險將轉向市場。

誰來持股？資本運營公司、產業基金引關注。除了國有四大 AMC 外，地方 AMC、國有資本運營公司、產業基金都將成為債轉股的可行工具。地方 AMC：已擴容至 27 家，或成為債轉股工具之一，但目前地方 AMC 呈現“通道化”，持股動力有待進一步提升。國有資本運營公司：2 月誠通集團、中國國新兩家企業開始試點，作為央企整合的主體，或是央企層面債轉股的主要工具。商業銀行產業基金：商業銀行間接參與債轉股的主體，受益投貸聯動試點的推進，債轉股參與機構由大銀行向中小銀行延伸。政府引導產業基金：43 號文後爆發式增長。比如此次渤海鋼鐵的債務重組方案，就是天津市政府牽頭設立股權基金承接銀行貸款。

錢哪兒來？政府信用打底，理財資金或參與。不管以何種形式參與債轉股，承接債務的資金來源只有兩個：要麼政府出資，要麼社會資金。最新方案中明確表示政府不兜底損失，因此社會資金將是此輪債轉股的主要資金來源。政府資金：對於債轉股，政府角色由包辦向牽頭人轉變，政府出資由兜底向入股轉變，財政、國企和平臺均是出資主體。社會資金：我國資管體系仍以銀行資金為主，參與債轉股需配合一定的增信措施。理財資金參與債轉股的風險較大，但在優先順序安排下，參與動力或增強。

誰是對象？過剩行業龍頭企業或是重點。相比上一輪債轉股的篩選條件，轉股物件的篩選原則基本一致，即具有一定經營能力、但經營效率受歷史債務負擔影響較大的企業。就具體標準而言，目前尚未明確，且難以把握，但對過剩產業龍頭企業的預期相對清晰，通常來看包括央企和省屬大國企，因而我們預計龍頭企業或是主要的債轉股對象。

降低債轉股預期，基本面仍為王道。上一輪債轉股成功的關鍵在於，經濟復蘇週期的到來，企業實際經營能力的改善有限，強勁的需求增長暫時掩蓋了企業不佳的盈利能力。而此輪債轉股時，經濟下行仍未見底，面對需求增長有限，債轉股後企業的盈利能力和償付能力是否改善仍具有較大的不確定性。

近日我們實地考察了河南和山西的龍頭煤企，就債轉股的可能性以及具體方式進行了調研，結果顯示：企業並不排斥債轉股，但基本形式與政策導向一致，多數僅適用於銀行貸款。對於公開債券市場上的債券，企業轉股意願較低。

對於債券投資策略而言，風險偏好較高的資金可博弈，因為非公開債務轉股後將在某種程度上確保了公開債務的兌付；而風險偏好較低的資金仍需以基本面為王道。

十倍股有哪些特別基因？

那些年我們追過的十倍股。如果將市場單邊上漲定義為牛市，單邊下跌定義為熊市，區間波動定義為震盪市，A股至今經歷了五輪“牛市-熊市-震盪市”交替。以牛市期間股價最大漲幅超十倍作為牛股標準，A股至今五輪牛市中，第一輪牛市（90/12-93/2）期間產生8只十倍股，占比13.56%。第二輪牛市（96/1-01/6）期間產生73只十倍股，占比7.10%。第三輪牛市（05/6-07/10）期間產生431只十倍股，占比29.42%。第四輪牛市（08/10-09/8）期間產生105只五倍股（因此輪牛市持續時間與漲幅有限，未產生十倍股，故選用五倍股作為樣本），占比6.65%。第五輪牛市（12/12-15/6）期間產生292只十倍股，占比10.61%。受牛市持續時間及漲幅影響，各區間牛股數量分佈差異較大。

牛市十倍股五大特徵。①行業：隨時代變遷而更替。觀察每輪牛市中十倍股的行業分佈，可以清晰的看出背後的行業輪轉和產業更迭，每輪產業週期的主導產業都成為牛股集中營；②市值：小市值，大空間。十倍股在牛市起步階段市值較A股整體偏低，普遍小於20億。③業績：增速明顯領跑。A股五輪牛市中，十倍股複合淨利潤增速分別為263.63%（90/12-93/2）、4.61%（96/1-01/6）、46.64%（05/6-07/10）、58.86%（08/10-09/8）、37.63%（12/12-15/6），顯著高於市場平均水準，盈利高增長為股價持續上升提供了堅實的基本面支撐。④估值：與其他股票無明顯差異。五輪牛市起步階段，十倍股PE中位數分別為50.40倍（90/12-93/2）、16.88倍（96/1-01/6）、22.09倍（05/6-07/10）、18.98倍（08/10-09/8）、27.18倍（12/12-15/6），與其他股票無明顯差異。⑤外延並購：不會缺席的主題。多數十倍股在成長過程中會經歷並購擴張，第五輪牛市（12/12-15/6）中88%的個股進行過外延式並購，通過並購推升業績增長，市值擴大，股價上升。

震盪市中的小牛股。震盪市以結構性機會為主，指數雖無趨勢，但仍不乏小牛股出現。A股至今共五輪震盪市，平均持續時間21個月，振幅47%。選取五輪震盪市中的股價漲幅超3倍作為小牛股樣本，統計發現震盪市中三倍股複合淨利潤增速遠高於同期全A整體業績表現。而五輪震盪市起步階段，3倍股市值基本接近或低於A股平均市值。

風險提示。創新、改革不及預期，美聯儲加息、國內通脹水準超預期，海外金融市場波動。

為何這些個股能創 615 來新高？

225 只個股創 615 以來新高，漲幅均值達 42%。①225 只個股（剔除次新股）創 615 大跌以來新高，其中約六成來自中小創。截止 16 年 8 月 29 日，共有 427 只個股創 615 以來新高。考慮到次新股存續期短，股價創新高意義不大，剔除次新股後，共有 225 只個股創 615 大跌以來新高，占 A 股的 9%。剔除次新股後，創新高股六成集中在中小創，創業板、中小板、主機板分佈占比分別為 21%、38%、41%，所有 A 股中創業板、中小板、主機板公司數量占比分別為 15%、29%、56%。

②創新高股自 615 以來區間漲幅均值為 42%，其中中小板公司漲幅更大。225 只創新高股自 615 以來區間漲跌幅均值和中值分別為 42%和 26%，均高於 A 股的-34%和-42%。在創新高股中，創業板、中小板、主機板區間漲幅均值分別為 34%、53%、37%，中小板公司漲幅更大。

創新高個股具有哪些特點？①大消費行業公司創新高率更高。從絕對占比看，化工、機械、房地產創新高股數量最多，分別占總數的 13%、9%、8%，煤炭、石化行業無創新高股。從相對占比看，家電、通信、農林牧漁、化工、汽車創新高股比例最高，分別占行業家數的 22%、16%、15%、14%、13%。②區間換手率更高。創新高股自 615 以來區間換手率均值和中值分別為 1015%和 846%，而 A 股份別為 897%和 798%，自 615 以來創新高股交易更加活躍。

③多數為民營企業。在創新高股中民營企業、地方國企、中央國企的占比分別為 71%、14%、4%，在 A 股中分別為 53%、25%、13%。

④最初市值規模多數偏小。15 年 6 月 15 日時創新高股總市值均值和中值分別為 148 和 68 億元，A 股份別為 282 和 133 億元。目前創新高股總市值均值和中值分別為 214 和 191 億元，A 股份別為 110 和 87 億元。

⑤最初估值水準較低。15 年 6 月 15 日時，創新高股市盈率（整體法）為 26 倍，略低於 A 股的 30 倍。目前創新高股市盈率（整體法）為 32 倍，遠高於 A 股的 20 倍。

哪些因素驅動個股創新高？

①優異的業績驅動創新高。創新高股歸母淨利增速（整體法）為 37.7%，遠高於 A 股的-0.1%，年化 ROE(整體法)為 13.3%，高於 A 股的 9.3%，年化基本 EPS（平均）為 0.472，高於 A 股的 0.262。從個股看，更優異的業績造就創新高股的更高漲幅。②產業資本大舉進軍驅動創新高。在 15 年 6 月 15 日以後的 225 只創新高股中，96 只個股獲重要股東淨增持。不少險資加入舉牌搶籌大戰，如寶能系舉牌萬科等，由於險資具有買入並長期持有的特點，這就更利於低估值藍籌股走強。③資產並購重組驅動創新高。在 225 只創新高股中，共有 116 家受到並購重組驅動，占總數的 52%。資產並購重組主要包括借殼上市和業務轉型，即使重組失敗，股價也能創新高。在創新高股中，由資產重組驅動的個股漲幅更顯著，這類個股自 615 以來漲幅均值和中值分別為 52%和 35%，遠高於創新高股的 42%和 26%。

風險提示。創新、改革不及預期，美聯儲加息、國內通脹水準超預期，海外金融市場波動。

大市導航

中牧股份（600195）：二季度業績顯著好轉，關注國企改革進程

中牧股份發佈 2016 年中報：上半年公司實現營收 17.54 億元，下降 16.00%，歸屬母淨利潤 1.33 億元，同比下降 5.66%（單二季度實現收入 8.86 億元，同比增長 22.31%，歸母淨利潤 5170 萬元，同比增長 55.30%，增速加快）。

疫苗主業穩健增長，豬瘟-藍耳二聯苗上市值得期待。公司疫苗收入 5.42 億元，同比增長 8.19%，毛利率 54.71%，同比下降 1.30 個百分點。受到招采政策變化、市場競爭加劇的影響，毛利率略有下滑，但總體來說，由於新建項目產能逐漸釋放等因素，公司疫苗主業仍保持良性增長。新品研發方面，公司上半年取得 5 項新獸藥證書，且豬瘟-藍耳二聯苗於上市，指導價高達 15.8 元/頭份。該產品成功解決了豬瘟和藍耳的免疫抑制問題，且做到一針兩防，加上藍耳和豬瘟招標取消的政策出臺，有望迅速搶佔市場，帶動業績提升。

勝利生物盈利突出，化藥業務收入和毛利率水準皆大幅提升。由於不斷加大工藝改進力度和調整行銷策略，公司化藥業務盈利不斷增強。上半年化藥業務實現收入 3.16 億元，同比增長 29.34%，毛利率 33.44%，同比提升 7.27 個百分點，其中勝利生物上半年實現淨利潤 1967.40 萬元，超過 2015 年全年盈利水準，公司化藥業務收入和毛利率的大幅提升在所有板塊中表現最為亮眼。隨著收購勝利生物，化藥業務規模效應顯著提升，未來外延式發展的路徑已較為清晰，化藥業務在公司的重要性將逐步增強。

貿易業務收入和盈利下降，拖累上半年業績。由於公司暫停開展玉米收儲業務，上半年貿易業務收入僅 5.56 億元，同比下降 47.15%，此外，由於國際大宗農產品價格巨幅波動，毛利率也大幅下降 5.07 個百分點至 1.56%。受此影響，公司貿易業務的經營主體中牧連鎖上半年虧損 2246 萬元，而上年同期為盈利 2655 萬元，貿易收入和盈利的大幅下降拖累公司整體業績表現。

國企改革進程加快，中牧有望在管理層激勵方面有所突破。近期國企改革整體進程加快，公司隸屬於中國農業發展集團，是國企改革重要標的，從改革方向來看，公司有望在管理層激勵等方面實現突破。後續國企改革的持續推進將有望提升公司管理效率和估值水準，催化股價表現。

盈利預測與投資建議。我們預計公司 2016-18 年歸母淨利潤分別為 2.99/4.00/4.95 億元（自身利潤分別為 2.41/3.24/4.03 億元），給予自身業務 17 年 PE24 倍，加上當前金達威市值，目標市值 102 億，目標價 23.8 元，“增持”評級。

不確定因素。市場苗推廣速度過慢，後續若招標政策變化，可能應對不足。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。