

策略

強調市場化，落地難度高一— 評價轉股指導意見出臺

- ① 轉股正式重啟，強調市場化原則。國務院正式發佈債轉股指導意見，標誌著新一輪債轉股正式重啟。債轉股與兼併重組、盤活存量、股權融資、破產清算等手段並列，主要目的在於助力企業降杠杆。強調市場化原則，未設試點規模，由市場主體主導，政府只起政策引導作用。
- ② 要針對銀行貸款，轉股對象仍不明朗。轉股債權被限定為銀行債權，主要是銀行貸款，債券被納入的可能性很低。轉股對象由市場主體自主決定，不包括經營改善無望的僵屍企業，但篩選標準仍不夠明確，預計將以負債較高的週期性行業龍頭為主。
- ③ 銀行不直接轉股，實施機構多樣化。明確銀行不得直接轉股，需通過實施機構間接實施，包括國有 AMC、地方 AMC、國有資本運營公司、銀行投資子公司等，或通過銀行或地方政府主導的產業基金等形式推進，地方 AMC 將在地方國企債轉股中發揮重要作用。
- ④ 財政支持必不可少，貨幣政策或配合。明確政府責任範圍，政府不兜底損失，但可採取適當財政支援方式激勵引導。陷入困境的企業若無政府支援將導致社會資本參與動力不足，無論何種形式，政府支持不可或缺，不排除財政政策加碼。而寬鬆的流動性利於吸引社會資金，為促進債轉股，貨幣政策趨寬。
- ⑤ 仍面臨四大難題，推進程度待觀察。一是轉股主體篩選標準、實施機構參與方式、政府支援方式等仍不明確，二是政府不兜底情況下社會資本參與動力存疑，三是市場化原則下各主體協商推進效率較低，四是經濟下行背景下債轉股效果存疑。債轉股目前仍困難重重，最終推進程度或許會低於市場預期。

大市導航

公用事業：第三批 PPP 專案公佈在即，訂單驅動公司持續受益

促進 PPP 發展政策法規持續出臺中，持續釋放利好。十八屆三中全會提出“允許社會資本通過特許經營等方式參與城市基礎設施投資和運營”，作為標誌性事件，PPP 進入規範化發展階段。2014-2015 年中央及地方不斷推出新政策，引導各方積極參與 PPP，支援 PPP 模式發展。關於 PPP 立法工作也正在進行中。國務院明確提出，推進《基礎設施和公用事業特許經營法（徵求意見稿）》及《政府和社會資本合作法（草案徵求意見稿）》“兩法合一”，PPP 立法邁上快車道。從頂端立法到規章制度，再到行業操作指南和分行業合同範本，PPP 頂端機制設計不斷完善。

財政部第三批 PPP 示範專案建議名單已達成，最終名單即將公佈。第三批 PPP 示範專案申報於 16 年 6 月開始申請。截至 7 月 25 日，已有申報項目 1070 個，計畫總投資共計 2.2 億元，涉及能源、水利、環保、市政

公用事業等公共服務領域。截至目前，第三批 PPP 示範項目專家評審工作已完成，示範專案建議名單已達成，最終確定專案名單將會在聯合其他 20 個部委最終確定後公佈。

PPP 落地正加速，市政工程類專案落地率居首位。6 月末示範項目落地率同比 3 月末提高 38%，遠高於 3 月末同比增速 7.34%。就全國來看，6 月末落地率同比 3 月末提高 9.68%，高於 3 月末同比增速 1.18 個百分點。分行業來看，落地示範專案行業分佈中市政工程類居首位。105 個落地示範項目中占比居於前五位的行業分別為市政工程、生態建設和環境保護、交通運輸、水利建設及醫療衛生，落地數分別為 54、9、8、8、5，合計占落地示範項目總數的 80%。就示範專案分行業具體落地率來看，103 個市政工程類示範專案，落地項目 54 個，行業示範項目落地率為 52%，生態建設和環境保護行業示範專案落地率達 60%，水利建設行業示範專案落地率達 57%。

千億 PPP 引導基金撬動萬億市場空間。9 月 30 日，財政部發佈通知，將聯合十大機構設立 1800 億 PPP 融資支持基金，作為社會資本方重點支援公共服務領域 PPP 專案發展。PPP 引導基金作為一個新興概念，將進一步調動社會資本參與 PPP 事業的積極性，千億 PPP 引導基金可撬動萬億市場規模。

重點公司推薦與關注。推薦關注 PPP 水務龍頭：碧水源；“一主多元”拓展 PPP 水務板塊：興蓉環境；立足水務 PPP，拓展海綿城市業務：巴安水務。建議關注 PPP+海綿城市：東方園林；PPP 在手訂單超百億，全產業鏈佈局凸顯運營能力：興源環境。

風險提示。行業政策風險。碧水源：PPP 項目進展不達預期；東方園林：訂單增長不達預期；興蓉環境：訂單數量不達預期；巴安水務：遠期回報收益率不達預期；興源環境：業務拓展不達預期。

有色金屬：鈷價持續上漲，後市發展可期

近兩周國際市場鈷價繼續呈現小幅上漲，10 月 7 日歐洲市場低等級鈷價鎊從 9 月末的 12.35-13.15 上漲至 12.45-13.3 美元/磅。LME 鈷現貨買入價由 9 月底至今漲幅 4.9%。價格上漲主要由於歐美市場需求增加和對剛果供給緊張預期。

國內市場方面，8 月 15 日後沒有大變化，百川報價穩定在 21.2 萬/噸，新能源產業鏈疲弱是主因。

往後看，我們認為長期低迷後供給缺口終會發生。股價在經歷估值修復過程，板塊投資值得期待。

風險提示：系統性風險。

交通運輸：順豐上市獲有條件通過，營收或將躋身全球前 5

順豐上市時間短於圓通，政策支持力度加大跡象明顯。順豐借殼鼎泰新材的上市流程走得非常快，自 5 月 23 日鼎泰新材發佈重大資產重組公告後，截至今日獲得有條件通過，僅僅用了 141 天就完成了借殼上市。相比於此前圓通借殼大楊創世上市時間 162 天還要更快。這不僅體現了政策對於快遞上市的支持力度空前，對快遞行業的影響也十分巨大，行業洗牌效果加劇，轉型升級將進一步加快。

快遞巨頭紛紛上市，行業將由粗放式向精細化轉型。以圓通為領跑的上市潮流也已經開啟，在順豐之後，韻達、申通或許將在年內完成借殼。中通也向美國證券交易委員會遞交了招股說明書。而百世在 9 月初 7.6 億美元的融資被業內解讀為其上市前的最後一筆融資，至此，國內市場佔有率靠前的幾大民營快遞企業都在積

極向資本市場靠攏，並且正在將行業的發展由粗放式向精細化、由蠻荒式向標準化轉型，全行業的升級促成了國內市場的一次大洗牌。

承諾業績翻倍，順豐營收規模或將躋身全球前五。據《中國郵政快遞報》統計，2015年順豐以71億美元營收排名全球第九，而位列第八的TNT已經被聯邦快遞收購，那麼2015年順豐排名則是全球第八。此次借殼上市公告中，順豐承諾到2018年實現淨利潤34.88億元人民幣，是2015年的16.2億元的兩倍多，這意味著2018年順豐的營收規模也將出現大規模增長。目前排名第五的美國郵政（郵務類板塊）營收規模為151億元，可見，順豐超過目前排名第五的美國郵政並非不可能。

加強網路化技術水準，儘快與國際快遞企業接軌。相比國際快遞企業，目前順豐的全球化網路水準和IT技術都不佔優勢，而這兩項恰恰是快遞企業最核心的競爭優勢。相比於已在國際市場盤踞多年的國際快遞巨頭，現在想要打入國際市場需要投入的資本會大大提高。隨著順豐上市的完成，擺在順豐面前的資金難題將逐步得到解決。本次上市，順豐將募集共80億元配套資金，一方面提高網路佈局，強加全球化網路的建設，另一方面依靠航空機隊、機場以及冷鏈等高端佈局和業務來形成護城河，進一步拉開與國內競爭對手的差距，同時縮小與國際快遞巨頭的差距。

風險提示。快遞需求增速不及預期，過會進度不及預期。

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。