

宏觀經濟

信用資質國進民退，去杠杆下關注風險

1. 發債民企在哪裡？1. 充分競爭的中下游行業。我們統計了各行業發債企業中民營企業的占比，電腦、醫藥生物、電氣設備、輕工製造和紡織服裝行業均超過 50%，多是充分競爭的中下游行業；而上游行業諸如鋼鐵、煤炭則是以大型國有企業為主導，發債企業中民營企業占比較少。2. 北上廣深和江浙、山東。北上廣深、江浙、山東是民企債券存量較多的幾個地區。北上廣深民企債券主要以地產債為主；江浙地區則集中在商業貿易和地產行業，化工、建築裝飾、鋼鐵、紡織等行業的民企債券也較多；山東地區發債民企主要集中在化工、食品飲料、綜合、紡織服裝行業，規模占比合計達到 77%。

2. 為何說信用資質國進民退？

1) 經營角度，供給側改革國企受益更多

利潤在國企、民企間再分配。供給側改革改的是煤炭、鋼鐵等嚴重過剩的行業，在縮減產能的同時導致了相關產品價格的大幅上漲，推升了大部分中下游企業的成本，部分產品缺乏漲價基礎、議價能力不強的企業，利潤受到擠壓。從企業結構上看，上游行業多為國企，中下游行業諸如紡織服裝、輕工製造等則以民營企業為主。因此，在上下游受益不均的同時，利潤也在國企、民企間進行了再分配，民營企業顯然是受到擠壓的那一端。

國企盈利增速遠高於民企。16 年四季度規模以上企業中，國企利潤總額同比增速為 20%，是私營企業利潤增速的 10 倍。2017 年 1-2 月國企營業收入和利潤總額同比增速分別為 18% 和 100%，私營企業實現營業收入和利潤總額同比增速僅有 12% 和 15%，遠低於國企。行業層面來看，規模以上工業企業中超過一半的利潤增量來自於採礦、黑色金屬、有色等供給側改革相關行業。

2) 融資角度，民企“融資難、融資貴”加劇

民企應付債券占債務的比重較高。電腦、傳媒、紡織服裝、醫藥生物、食品飲料行業的民營企業普遍具有高債券融資比例的特點，這些行業應付債券佔有息負債的平均比值均在 40% 以上。其他行業民企債券融資依賴度多在 20%-30%。

市場調整期民企發債規模仍然較高。受債市調整和監管升級影響，16 年 12 月-17 年 2 月信用債淨融資連續 3 個月為負，但民營企業在這 3 個月裡，債券的發行人還是覆蓋了到期量，淨融資額一直

在零值以上。17 年 3 月信用債淨融資小幅轉正，民營企業是主要推動方，當月債券發行額超過 810 億元，淨融資接近 300 億元。

發債以維持債務滾動，較難轉向銀行貸款。債市經過大幅的調整，目前的融資成本已經不低，甚至還要高過銀行貸款，但從發行結果來看，一季度民營企業發行債券中，募集資金主要用於債務滾動，而且仍有 44% 的債券募集資金會用於償還或路換貸款，或表明在債券融資優勢漸消的時候，民營企業也較難轉向銀行貸款。

金融市場加息，推升債券融資成本。相較去年，今年主要信用債品種發行利率均值明顯上移，比如 4 月份企業短融發行成本較去年 12 月上行了接近 60BP，3-7 年中票發行成本較去年 12 月上行了約 90BP。對民營企業來講，獲得銀行更多的貸款存在困難，不得不繼續發債以滾動債務，承擔了利率上行的成本。

3. 金融去杠杆或推升民企風險！

貨幣政策轉向，融資環境趨緊。不論是央行抬高資金成本，還是今年央行 MPA 考核從嚴、銀監會出臺 7 大檔，核心目標是抑制銀行體系的貨幣超發，尤其是對逃避監管的影子銀行體系要嚴格監管。這就意味著在去杠杆過程中，原先被多創造出來的流動性會逐漸收回來，用來滿足信用融資的資金也會變少。

金融去杠杆，風險偏好趨降。銀監會規範委外或促使資金回流表內，而且近期已經出現一些銀行贖回委外，給債市帶來拋壓；監管的推進將進一步降低銀行風險偏好，低等級信用債新增需求下降，且在信用創造整體收縮的背景下，民企和小企業的信貸融資首當其衝，造成民營企業融資的趨緊。另外，受部分企業擔保圈貸款風險的影響，銀監會 52 號文要求排查“擔保圈”風險，也會增加民營企業獲取貸款的難度。

債券到期量高，再融資難度加大。目前民營企業存量債券規模在 2 萬億左右，存量債券年內到期的約 3450 億元，比去年同期的實際到期量還要多 350 億；而且 2018 年-2021 年每年還會有 3000、4000 億元的到期量。隨著前兩年貨幣寬鬆時發的債券陸續到期，融資趨緊容易引發流動性風險。

超預期信用風險下降，但民企信用風險趨升。由於中上游國企盈利和現金流改善、供給側改革仍在推進、防控金融風險下政府維穩動力強，超預期信用事件發生的概率降低，出現像 16 年 4 月份那樣由信用風險引發股債調整的可能性不大，但在融資環境趨緊、嚴監管擠泡沫的大環境下，信用風險仍需高度警惕，尤其是對於信用資質較差的民營企業！

去杠杆：成長的洗禮

中國的高杠杆：結構性矛盾為主。總量看中國杠杆率不高。國際上 BIS 使用債務餘額/GDP 衡量債務水準高低，根據 BIS 披露的 2016 年三季度全球國家資產負債資料顯示，中國全社會杠杆率 255.6%，這一資料高於金磚國家均值 118.4%，略低於美、歐、日等發達經濟體均值 298.9%。分部門看我國政府和居民杠杆率均不高，但中國非金融企業部門杠杆率高達 166.2%，不僅高於金磚國家均值 49.1%，也遠超美、歐、日等發達經濟體均值 90.1%。2013 年至 2016 年，銀行總資產由 2013 年 140 萬億元擴張至 2016 年三季度 206 萬億元，總資產同比增速從 2013 年的 14.4% 增至 2016 年三季度 15.8%。

其中中小銀行擴張速度更快，13 年以來資產規模增速基本在 20% 以上，遠高於大型銀行的 10% 左右，在銀行總資產中占比也從 13 年的 40% 增至去年三季度的近 50%。

實體去杠杆對基本面的影響：片尾曲而非片頭曲。2015 年底中央經濟工作會議提出“三去一降一補”的供給側結構性改革，現實中實施順序是“去產能、去庫存、去杠杆”，2016 年先進行產能收縮，同時推進房地產去庫存，實體經濟的“雷”被拆掉之後，2017 年的去杠杆更多是片尾曲，整體上不會對經濟造成太大下行衝擊，而產業結構已發生微妙變化，企業盈利有望構築中期拐點。一方面經濟增速很可能進入中期底部，經濟穩是企業盈利改善的前提背景，中週期看產能和投資處底部區域，短週期看庫存回補中，需求端有望平穩。另一方面，借鑒海外轉型期，經濟平時盈利上，如日本 74-90 年、美國 83-00 年，源於產業結構升級。2010 年開始 A 股淨利潤同比和 ROE 回落，12 年下半年開始底部走平，隨著週期行業集中度提高、消費不斷升級，我們認為 17 年有望逐步形成 U 形底的右側拐點，17 年淨利潤同比 8%，未來慢慢回到兩位數增長。

金融去杠杆對資金面的影響：重視但不過慮。今年金融去杠杆類似 13 年，當時對市場有階段性影響。今年和 13 年的相似之處在於，政策收緊並不是因為通脹的壓力，而是主要為了金融去杠杆，從而導致利率結構性上行。從 2017 年一季度開始表外理財納入 MPA 考核，銀監會過去三周接連下發 8 個檔落實“金融防風險”，核心指向各種影子銀行，包括銀行理財、同業業務等。我們認為目前市場調整，主要是金融監管加強導致的資金面階段性緊張，需要繼續跟蹤政策落地情況，無需過分擔憂。首先，銀行理財委外的贖回對股市資金面衝擊不大。其次，目前監管仍處於摸底自查階段，要求 6 月 12 日前報送自查報告，並在 11 月 30 日前完成問題整改，我們認為自查階段銀行的問題會基本處理完畢，對市場的影響也主要發生在二季度。此外，萬一執行結果超調，預計也會及時糾偏。

風險提示：經濟增速下滑、貨幣政策趨緊、金融監管超預期。

大市導航

傳媒：汲取美日成熟運營經驗，中國 IP 衍生品市場崛起正當時

汲取美日成熟 IP 衍生品運營經驗，創新中國模式發展。美國以“超級 IP”為核心的全產業鏈佈局打造 IP 輔助市場和 IP 主題公園模式和日本深耕核心粉絲打造 ACG 周邊商品及特色授權模式都對中國企業經營 IP 衍生品具有借鑒意義：短期內可以效仿日本進行 IP 二次開發和進行高效授權，長期學習美國進行 IP 產業縱向拓展打造 IP 生態，同時將美日模式本土化經營，打造中國特色“品牌貼 IP”的衍生品開發路線。

吸取失敗教訓，塑造衍生品意識，三大風口助力迎接挑戰。通過創意設計和優良做工，直面盜版挑戰，避免影視衍生品授權開發製作同質化；IP 和衍生品同步開發、取得盈利先機，中國動漫有望走出低谷；遊戲衍生品通過跨界整合、精準投放，延長 IP 壽命、克服時效性。面臨國家大力支持正版、消費者消費習慣升級和優秀供給端的風口出現，IP 衍生品市場定能借力東風，實現突破。

全產業鏈模式成為衍生品市場潮流，IP 是全產業鏈模式的源頭及核心，多管道覆蓋消費者是關鍵。衍生品市場 IP 為王，市場集中度高，看好擁有重 IP 資產且資金雄厚的公司全產業鏈開發能力，IP 產業鏈的機動能力根據頻發變動的市場需求快速反應，IP+大眾資訊流+多管道物品流完美對接；綜合運營平臺連接 IP+品牌+授權，專業化分工明確、降低運營成本。

線上依託傳統電商平臺和衍生品電商以及票務平臺、線下發展影院櫥窗和專賣店，多管齊下加速變現。

上市公司在衍生品產業鏈各環節優勢各異，看好有強勢銷售管道、全產業鏈佈局標的。各公司在衍生品產業鏈從 IP 源頭、設計開發、製造到構建銷售管道等環節的投資著力點各不相同，全產業鏈佈局是方向。看好具有強勢銷售管道標的、全產業鏈佈局標的、和具有優質 IP 資源、尤其是動漫資源標的，相關 A 股上市公司包括：萬達院線、奧飛娛樂和光線傳媒等。

三大方向指引初探 IP 衍生品市場藍海。看好有優質 IP，尤其是優質動漫 IP 儲備的公司，如光線傳媒；看好具有場地優勢和票務平臺等銷售管道優勢的公司，如萬達院線；看好以製造業為主導的全產業鏈佈局公司，如奧飛娛樂和美盛文化以影視資源為主導的全產業鏈佈局。

風險提示：盜版風險、並購整合後不及預期、IP 運營能力不足導致衍生品開發失敗、經濟下滑導致需求不足的風險。

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。