

策略

如何給獨角獸企業估值？

獨角獸企業概覽。①發行制度單一陳舊致使A股結構失調，CDR改革為優質企業開啟“綠色通道”。CDR推進表明A股正在為新經濟、大市值、高營收的企業開啟“綠色通道”，隨著相關基礎制度逐漸明確，有利於根除A股發行制度“頑疾”。②根據胡潤研究院發佈《2018第一季度胡潤大中華區獨角獸指數》，從行業分佈看獨角獸企業集中於互聯網相關行業，而集成電路、高端裝備製造、生物醫藥等行業則相對較少。從地域維度看，與傳統印象中廣深地區創新企業密集不同，獨角獸企業呈現出由北向南遞減的特徵。從成立時間看，獨角獸普遍較“新”，近5年成立的企業占半數以上。

獨角獸企業估值核心難題。①難題一：未盈利。未盈利對獨角獸企業“持續經營”的假設提出了挑戰，使得A股市場普遍使用的PE、PEG等指標失效。②難題二：市場歷史短。如果過度缺乏歷史數據，會使得估值中的很多步驟難以進行。過短的歷史也會使得現金流、淨利潤的預測失去意義，難以驗證公司增長邏輯真實性。③難題三：無可比公司。獨角獸企業多數在經營與盈利模式上具備顛覆性創新，特別是在初創期很難有明確的商業運營模式，很少有相似度較高的可比公司進行參照，估值時簡單套用相對估值模型進行橫向比較就可能造成較大誤差，進一步加大了估值的難度。

獨角獸企業估值方法探討。①估值方法構建的關鍵問題是依據企業發展階段及財務數據質量，選取可量化的關鍵指標對企業價值進行評估。上世紀90年代Mary Meeker在梅特卡夫定律基礎上構建的DEVA估值方法，將用戶貢獻作為企業價值的主要驅動因素，主要適用於處於初創期的互聯網企業估值。此後許多估值方法就此角度入手，初創期獨角獸企業多採用以用戶數為核心的修正DEVA、P/MAU估值法。②獨角獸企業發展中後期，估值更加關注財務指標，如PS、P/GMV、EV/EBITDA等。其切入點在於還原獨角獸的真實收入流量。GMV (Gross Merchandise Volume) 主要用於對電商網站進行估值分析時使用，EV/EBITDA則反映了投資資本的市場價值和未來一年企業收益間的比例關係，對於部分科技類獨角獸公司研發費用占比也是一個比較實用的估值方法。③進入成熟期的獨角獸企業盈利模式已基本穩定，財務數據質量明顯提高，這時圍繞淨利潤指標展開的PE、PEG、DCF等估值方法具備了可操作性。對於多元化控股公司宜採用SOTP估值方法。總結來看任何公式化的估值都有缺陷，特別是對於尚未實現盈利、缺乏正現金流、市場歷史較短、可比公司極少的成長型企業，各類估值方法可以參考，不能固守。

風險提示：可能入圍獨角獸公司不代表最終結果，具體企業適用何種估值方法需根據實際情況而定。

宏觀

新增社融大降，經濟債務承壓——5月金融數據點評

新增社融大降。5月新增社融總量7608億，創近22個月以來新低，同比少增3023億，社會融資規模存量增速繼續降至10.3%。從結構上看，表外非標融資繼續萎縮，信用債淨融資減少434億，拖累社融增長。只有對實體發放貸款增加1.14萬億，但同比也少增了384億，說明絕大部分融資需求難以從表外向表內轉移。

企業融資繼續下滑。5月新增金融機構貸款1.15萬億，同比多增405億。其中居民部門貸款增加6143億，與去年同期基本持平。5月企業中長貸增長4031億，同比少增近400億，考慮到地方債置換影響，這一增速並不低，但由於企業非標、債券融資大幅回落，更廣義的企業部門融資增速繼續大幅度下滑。

M2增速持平8.3%。社融增速大降、貨幣創造活動放緩，但財政存款回籠慢於去年同期，5月M2同比增速持平上月的8.3%。在控制宏觀杠杆率的政策背景下，整體融資環境收緊，預計M2仍將保持低增長狀態。

社融仍趨回落。年初以來金融監管全面封堵非標融資、通道業務，同時通過上浮存款利率上限、降准、MLF擔保擴容等手段，堵“後門”的同時開“正門”，支持實體貸款和債券融資。但在嚴監管的背景下，原有的非標融資轉至表內貸款、債券的過程存在一定難度，整體社融增速仍將趨於下行。

經濟下行承壓，違約風險加大。而融資增速的回落有三方面的影響：一是經濟下行承壓，4月、5月經濟生產回升，主因在於今年複、開工較晚，生產在短期內集中釋放，存在新的“季節性”，而融資回落對經濟的影響將在下半年集中體現。二是新增融資的大幅回落意味著企業融資難度加大，而下半年又是企業債券和信託到期高峰，債務違約風險或將繼續上升。三是融資的回落將改善全社會資金供需，以國債為代表的無風險利率將繼續下行。

固定收益

透視轉債市場的信用風險

18年信用風險升溫

近期信用違約頻發。近期市場屢屢爆出信用風險，僅5月以來，就有中安消、盛運環保、神霧環保、凱迪生態等多家上市公司出現債務違約。上一輪違約風險集中爆發是在2016年上半年，主因盈利惡化導致內部現金流下滑，而今年信用風險將再次升溫，所不同的是主要驅動因素為再融資壓力導致的外部現金流萎縮。

轉債信用風險如何？轉債歷史至今尚未出現過信用違約情況，原因有兩點：一是我國信用債打破剛兌的歷史不長，目前債券違約概率依然較低。二是可轉債比一般信用債資質更好，保護條款更多，違約風險也更低。但這也並不表示轉債可以完全不受信用風險的影響。歷史上曾有兩支轉債面臨過信用風險的壓力，即南山轉債和新鋼轉債。最終南山轉債成功轉股退出，新鋼轉債則是回售+到期兌付。

存量轉債信用風險解析

轉債信用風險的衡量指標。1) 盈利能力。指標包括歸母淨利潤同比增速和ROE，而目前存量轉債正股的業績相對較好，沒有出現虧損的情況，ROE也基本都保持在3%以上。2) 現金流情況。可用經營現金流淨額/經

營活動淨收益來衡量轉債標的主營業務賺取現金流的能力，目前轉債中現金流相對偏弱的主要是建築、地產、公用事業等行業。3) 負債壓力。指標包括資產負債率、有息債務/全部投入資本、有息債務中短期債務的比重，目前有12只正股有息債務/全部投入資本超過50%。4) 償債能力。用貨幣資金/短期債務來衡量短期償債能力、EBITDA利息保障倍數來衡量長期償債能力，目前有14只轉債正股貨幣資金/短期債務小於50%。

部分個券信用風險解析。環保和建築類企業多存在現金流不佳，債務壓力較大的問題。一方面是PPP項目前期投入大、後續資金需求剛性，另一方面是項目應收款回收期長，現金流入少，導致企業對於籌資活動的依賴較大。目前來看，洪濤股份的盈利能力尚可，但現金流狀況不佳，短期債務占比較高，需要關注其償債壓力情況。國禎環保、鐵漢生態的現金流同樣不佳，但盈利情況相對較好，主業發展穩健，貨幣資金也基本能夠覆蓋短期債務，償債壓力整體不大。但是需要警惕信用環境收緊導致的再融資受阻，以及行業性信用事件的衝擊。

轉債個券股權質押風險分析。今年出臺了股權質押新規，加上融資環境趨緊，年初以來已經有不少股票質押違約的案例。一般大股東質押比例較高本身就意味著其融資能力較弱，如果股價短期急跌觸及平倉線，則可能導致大股東有失去公司控制權的風險。同時在進入解押期後，大規模的現金流需求也容易出現違約風險。因此對於股權質押比例較高，尤其是大股東股權質押比例較高的轉債標的，需要重點關注。

信用風險對轉債市場的影響

除了轉債個券會面臨信用風險壓力之外，信用風險升溫對於轉債市場整體也會造成衝擊，主要通過兩條路徑：

- 1) 信用風險影響股市投資者的風險偏好和情緒，由股市下跌引發轉債下跌。此前兩次信用風險集中爆發期，即2011年下半年和2016年上半年，均出現了股市的明顯調整。而3月以來轉債與股市表現不佳，與信用風險事件壓制市場風險偏好也有一定關係。
- 2) 信用風險帶來債市下跌，流動性衝擊或導致轉債遭到拋售。理論上來說，信用風險的爆發會帶來風險偏好下降，利好高等級信用債和利率債，導致信用利差走擴。但如果信用風險的爆發引起流動性危機，則可能會導致流動性較好的利率債、轉債等遭到拋售，債市整體出現下跌。而事後來看，這種衝擊往往都是比較好的配置時機。若本輪信用風險繼續演化至流動性衝擊，轉債短期下跌後可擇機配置。

行業主題

傳媒：重點關注中報行情和平台型公司

當前時點我們主要推薦邏輯如下：1) 關注中報業績或可望超預期的公司：百洋股份、捷成股份。2) 關注短期有新產品或主題事件催化：光線傳媒、迅遊科技、順網科技等。3) 中長期推薦平臺型或現金流較好的公司。4) 海外建議關注：騰訊控股、愛奇藝、嗶哩嗶哩等。

風險提示：商譽減值風險、應收帳款壞賬風險。

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。