

2018年10月23日

財富管理-投資策略

固定收益

融資無顯著好轉，地產債風險難降——房地產行業融資及債務狀況跟蹤

房地產行業融資有何變化？

表內企業信貸回升，個貸續降。18年以來地產開發貸款餘額回升，上半年共增加了1600億元，餘額水平回到了16年末；房產開發貸增速則持續回升，同比增速在25%以上，顯示銀行表內企業信貸支持不減。上市銀行半年報也反映了房地產行業表內貸款增速較快，其中五大行為新增投放主力，而股份行餘額增速較低。在結構上，大型優質房企才是能夠獲得信貸的主體，分化會比較明顯。而個貸方面，18年以來個人購房貸款餘額增速繼續下滑，從月度新增居民中長貸來看，1-8月新增居民中長貸3.4萬億元，同比減少了3200億元。

境內債券融資仍舊低迷，境外發債規模持平。1) 境內債券市場：18年地產債發行量較去年有明顯回升，但同時地產債到期量大增，債券的發行主要用於借新還舊，淨融資額持續低迷。具體到地產公司債，今年6月以來通過審批的公司債項目明顯增加，未來該券種的發行量有望繼續回暖，但一是近期通過的有不少是過去兩年積累的舊項目，未來能否繼續保持這樣的審批速度還有待觀察，二是公司債已經進入償債高峰，到期壓力與日俱增。房地產企業發行中票、短融券並沒有受監管的影響，政策一直變化不大，是優質企業的融資渠道，但總體融資量偏少。2) 境外債券市場：房地產企業境外發債的熱情依舊高漲，今年1-9月已經發行了約396億美元的境外債（折合人民幣約2550億元），淨融資額折合人民幣1700億左右，與17年同期基本持平。不過目前能夠在海外發債融資的企業多是大型龍頭，中小房企融資方式仍舊匱乏。

地產非標融資規模趨降，非標轉標困難重重。儘管近期監管政策上對非標融資有所放鬆，但打破剛兌、期限匹配的原則沒有變，非標業務的增速和規模都不可能重回過往。今年市場上暴露出不少信託產品違約或逾期事件，會導致信託對資質較差房地產企業的規避情緒，未來房地產信託融資成本很可能會繼續抬高。隨著對非標監管的加強，17年下半年以來地產企業通過資產證券化融資的規模明顯增加，但今年並未有進一步的爆發，這或與資產證券化產品在設計和監管上還存在不少漏洞有關；同時地產龍頭參與較多，小企業直接進行資產證券化的難度較大。

融資未有明顯好轉，企業境況分化加劇。今年地產債券發行量較去年雖有回升，但淨融資量尚無起色；影子銀行監管趨嚴、非標萎縮給依賴相關融資的地產企業帶來衝擊；表內貸款支持力度增強，但主要服務於大型優質房企，境外債、資產證券化也主要是龍頭在做，中小房企融資渠道匱乏，企業間分化加劇。

房企負債率仍在上升，降杠杆何時成行？根據上市公司半年報數據，18年二季度房地產行業有息債務餘額增速雖較15年回落，但仍維持在20%以上的高位水平，而伴隨債務規模的走高是融資成本的抬升，企業財務負擔加重。杠杆率來看，18年6月末A股房地產公司扣除預收賬款後的資產負債率與去年同期基本持平，約為53%，而從淨負債率來看，A股房地產公司淨負債率繼續上升到了130.8%。分企業來看，大型房企有息負債率較去年同期基本持平，而中小型房企的有息負債率則從17年二季度的58%大幅上升到了今年二季度的65%，企業間分化加劇。

地產債風險難降。今年以來地產債收益率整體仍呈現上行態勢，特別是中低等級券，目前行業利差在各行業中居前。未來地產債風險仍難降低，投資仍需謹慎。一方面，地產行業償債能力下降，18年二季度上市房企流動性較高的資產對全部債務的保障能力從17年末的0.54下降到了0.48，無論是大型房企，還是中小型房企，償債能力均下滑明顯；另一方面，地產調控難以放鬆意味著融資政策難以鬆動，民企違約頻發導致投資者對民企地產債的風險偏好難升，而非標融資仍趨萎縮，意味著地產行業再融資壓力仍大。

銀行轉債的基本面和配股價值分析

銀行轉債基本面對比

銀行利潤可以簡單概括為資產規模*（資產端收益率-負債端成本率），因此影響盈利的主要就是量（資產規模、結構、增速等）和價（淨息差、淨利差）兩方面。同時資產質量（不良率）也決定了銀行的經營風險和長期發展能力。

量：資產規模與增速。銀行轉債正股中，18H1資產增速較高有吳江（23.13%）、常熟（16.23%）和寧波銀行（14.69%）。其中寧波和常熟的貸款增速相對較高，而吳江則是證券投資有較快增長。

價：淨息差與淨利差。18H1常熟銀行（2.87%）、吳江銀行（2.69%）、張家港行（2.54%）的淨息差相對較高，其中常熟銀行是生息資產收益率較高；張家港行則是計息負債成本率較低。而寧波銀行（1.81%）的淨息差則相對較低。

質：資產質量。從18H1的不良率來看，銀行轉債正股中資產質量最高的是寧波銀行，不良率僅為0.8%，此外還有常熟銀行（1.01%）、無錫銀行（1.33%）和吳江銀行（1.46%）。而不良率較高的有江陰銀行（2.29%）、張家港行（1.72%）。

業績與估值情況。18H1常熟銀行（24.55%）和寧波銀行（19.64%）的淨利潤增長相對較快；年化ROE分別達到12.54%、20.41%。目前寧波銀行PB（LF，下同）1.45倍左右，上市銀行中僅次於招商銀行；而常熟1.09倍，張家港行1.01的PB也相對較高。

重點標的：寧波銀行、常熟銀行

寧波銀行：多元化配置的高ROE城商行。寧波銀行的發展模式是高杠杆、高資產增速，帶來較高的ROE和較快的利潤增長。為了減少高杠杆的風險，資產端採取多元化配置，證券投資的占比較高；同時嚴控資產質量，不良率顯著較低。這樣的優勢是盈利能力強，受經濟週期波動的衝擊較小，但

高速擴張帶來了一定的資本金壓力；同時負債端對同業存單等工具有一定依賴，易受到資金面波動的影響。

常熟銀行：專注小微業務的優質農商行。常熟銀行的高業績增長來自於資產端的高收益（專注小微業務）提升淨息差，同時貸款規模增速也保持較快增長。此外，公司嚴控資產質量，保持較低的不良率。而與寧波銀行不同的是，常熟銀行的杠杆率（13.24倍）相對較低，抗風險能力較強。但專注小微業務意味著其受經濟週期的影響較大；未來如果經濟下行超預期，或對公司的信貸需求和資產質量有所影響。

如何看待銀行轉債的配置價值？

銀行股的順週期性特點。在經濟上行期，信貸需求一般比較旺盛，銀行資產增速較快，資產質量也較高；而通脹溫和回升，利率進入上升期，也會帶來淨息差的走擴。因此在經濟進入上行週期時，銀行可以享受“量”、“價”的雙重回升，業績表現較好。反之，當經濟進入下行區間時，銀行的盈利能力會出現下滑；並且企業盈利下滑還會影響銀行的資產質量，帶來不良率的回升。

如何看待銀行轉債的配置價值？在經濟和利率下行的大環境下，銀行的淨息差和資產增速很難有快速增長；但銀行股的防禦屬性、較低估值和高股息，決定在目前的市場狀況下有不錯的配置價值。此外，銀行補充資本的需求較強，轉債下修情況比較常見，銀行轉債今年的整體表現也是相對較好的。我們認為目前銀行轉債具備一定的配置價值，建議關注寧行轉債和常熟轉債。

風險提示：經濟大幅下滑、企業盈利惡化、銀行不良率上升。

轉債的會計處理方法和相關問題討論——可轉債投資手冊之五

轉債的會計處理方法解析

轉債發行時的會計處理方法。由於可轉債是股債結合的品種，相當於附加轉股期權的債券，因此在會計處理時是分開股權和債權兩部分來處理的。發行時按照未來現金流貼現算出純債價值，面值和純債價值之差為權益部分，貸方計入“其他權益工具”。相對應的借方則增加“應付債券——可轉換公司債（利息調整）”。

轉債付息時的會計處理方法。可轉債每次的付息額並非按照面值和票面利率來計算，而是按照純債價值和市場利率來計算利息並計入財務費用，實際利息和票面利息的差值由利息調整項來配平。在不考慮可轉債轉股的情況下，存續期裡每次付息時計提的利息調整項之和，就等於轉債發行時借方“應付債券——可轉換公司債券（利息調整）”項，也就是權益部分加上轉債期初的發行費用等項目。

轉債轉股時的會計處理方法。在轉債轉股的會計處理時，除了把轉股的部分計入“股本”和“資本公積——股本溢價”外，還需要將轉債發行時記入“其他權益工具”的部分轉入“資本公積——股本溢價”，同時扣除相應的利息調整部分。

總的來說，轉債會計處理的特殊之處在於發行時對於權益部分和負債部分的分別處理；而發行時計入權益的部分則在之後通過利息攤銷的形式，從利潤中扣除。一方面使得轉債賬面計提的利息支出與普通的信用債、銀行貸款等相當；另一方面賬面多扣除的利潤部分最終會以資本公積的形式轉入權益。

相關討論一：銀行轉債如何補充資本

銀行轉債發行時的權益部分，也就是計入“其他權益工具”的部分，是可以用來補充核心一級資本的。如光大轉債規模300億元，17年年報光大銀行其他權益工具中可轉債部分51.61億元，這部分就是光大轉債發行時的權益部分，明確計入核心一級資本。而這部分資本金使得光大銀行當年的資本充足率提高了0.18個百分點。

但在不轉股的情況下，轉債每期的利息攤銷會以財務費用的形式從利潤中扣除，最終銀行的資本並未得到補充。也就是說在不轉股的情況下，銀行轉債只能在發行時部分補充當期資本，相當於把未來幾年的利潤提前，這部分會在之後逐期攤銷，只有在銀行轉債轉股後，才可全額補充核心一級資本。

相關討論二：財務費用壓力和利息資本化

轉債帶來的財務費用壓力。雖然轉債票面的利率較低，但由於會計處理方式的原因（主要是利息調整項的攤銷），賬面上計提的利息支出基本相當於同評級的信用債或銀行貸款。對於一些正股淨利潤不高、規模較大的轉債來說，利息支出帶來的財務費用壓力，對當期利潤會有不小的影響。也就是說，轉債發行將公司未來一部分的利潤轉移為權益，從報表上對利潤有一定的負面影響，但公司實際付出的利息成本還是低於普通的債券或銀行貸款的。

緩解財務費用壓力的方法——利息資本化。轉債屬專門借款，其資本化金額是當期實際發生的利息費用，減去尚未動用的借款資金的利息收入（專門借款資本化時，利息計算的基數是全部借款，而非使用部分）。但利息資本化是有條件限制的，一旦當資產達到預定可使用或者可銷售狀態時，借款費用的資本化就應當停止。因此利息資本化只能短期減輕財務費用壓力，要想真正解決還需要轉債的轉股退出。

行業研究

機械工業：動車組再次啟動招標，建議關注軌交產業鏈投資機會

事件：根據中國鐵路投資有限公司信息披露，10月17日中鐵總啟動年內第二次大批量招標，總共1455輛（182標列），均為時速350公里“復興號”動車組，其中包括8輛編組350公里“復興號”高寒動車組30列和17輛編組350公里“復興號”15列均為首次招標。同時公佈了143台機車招標公告。2018年全國鐵路固定投資額有望超預期：根據中鐵總數據披露，2018年1-8月全國鐵路固定資產投資額4612.31億元，較2017年同期增長1.7%，單8月份同比增長達到17.8%。隨著貿易戰加劇及外需

壓力增大，基建投資有望在4Q企穩加速，成為穩定經濟增長的重要工具。其中，我們認為此輪基建項目落地的主力還將是拉動效用最大、此前投資抑制形成一定需求缺口的軌道交通領域，預計第四季度鐵路投資建設進度有望進一步加快，全年鐵路投資額有望超過2017年（2017年總投資額為8010億元），帶動產業鏈下半年交付節奏加快。

2018年-2020年動車新增里程年均預計在4000公里，帶動車輛需求依然強勁：根據鐵總2018年年初工作會議總結中指出，2018年計劃投產新線4000公里，其中高鐵3500公里。根據我們對在建線路統計情況，2018年-2020年，高鐵年均新增里程數在4000公里左右，僅次於2014年，帶動動車車輛需求增長。截止到10月17日，2018年動車招標已達到345標列，已經超過2017年全年的305標列。機車、貨車、客車均有新亮點：1）機車和貨車：中鐵總《2018~2020年貨運增量行動方案》（以下簡稱《方案》）顯示，到2020年，全國鐵路貨運量較2017年增長30%。在2016年和2017年機車採購分別為263和686台，遠低於2014年和2015年的1480和790台，為滿足貨運增量運輸需要，預計中鐵總將新購置一批大功率機車和貨車。2）客車：時速160公里集中式動車將逐步形成對普客25T的全面替代，目前時速160公里長編動力集中型動車組已經進行上線試驗。在2016年和2017年鐵總已經大幅減少普客的採購，我們預計集中型動車組將成為下一代普客的主力，採購需求大。

2018-2020年城軌年均新增里程預計在1000公里以上，迎來通車高峰期：2017年城軌新增里程數為839公里，同比增長57%。根據我們對在建線路的逐條統計，2018年-2019年年均新增里程數預計會在1000公里以上，城軌需求景氣度在向上。

投資建議：我們預計在通車高峰和鐵總投資預算更加寬鬆的背景下動車、機車、地鐵等主要軌交車輛招標量有望持續復蘇，甚至部分品種有望創歷史新高。建議關注軌交產業鏈投資機會，關注整車廠中國中車，核心零部件廠商思維列控、中車時代電氣、華鐵股份等，信號系統供應商中國通號、眾合科技等。

風險提示：招標低預期；建設進度低預期。

傳媒：政策面利好逐步累積，關注細分龍頭

近期國務院推出的“證照分離”改革和“促進消費體制機制”兩文，在審批改革和扶持傳媒內容發展方面給出積極預期；週末“個稅專項抵扣暫行辦法”也提出對子女教育開支專項扣除，直接利好教育板塊；近期政策層面積極變化頻出，板塊估值處歷史低位，建議重點關注細分領域龍頭：版權（視覺中國、平治信息）；教育（百洋股份）；遊戲（三七互娛、完美世界）；出版（中南傳媒、長江傳媒、中文傳媒）；影視（華策影視、光線傳媒）；營銷（分眾傳媒）。

風險提示：商譽減值風險，政策監管趨嚴。

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，僱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、董事及僱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。