



金融控股公司

2016.10.23

大潮骤起，劲风不止

——近期地方不良资产管理公司政策点评

	刘欣琦（分析师）	孔祥（分析师）	张为（研究助理）
	021-38676647	021-38674744	021-38674936
	liuxinqi@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com	zhangwei015779@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880515080006	S0880115110069

本报告导读：

经济转轨时期，不良资产处置“逆周期”属性（特别在收不良资产包方面）受到市场关注。近期银监会政策和债转股安排均对相关机构（AMC）有利好，主题机会显著。

摘要：

- **AMC 政策利好接踵而至。**根据中国证券网等报道，银监会近日向省级政府下发了《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，（1）允许确有意愿的省级人民政府增设一家地方资产管理公司（**之前每省原则上设立一家**）；（2）允许以债务重组、对外转让等方式处置不良资产，对外转让的受让主体不受地域限制（**之前省级 AMC 不能对外再次转让**）。叠加前期债转股“先转后售”政策（AMC 将是债转股过程中潜在不良资产受让方之一），AMC 已遇多个政策利好。
- **转轨经济增大业务空间，政策利好仍有期待，恰逢时日，AMC 强主题。**（1）银行坏账周期滞后于经济周期，宏观周期尚未出现拐点，预计坏账暴露仍在进行时，后续地方供给侧改革推进将进一步暴露不良资产，银行不良资产发包仍有较大增量。（2）目前政策打开空间，后续对地方 AMC 跨区经营和允许像持有多元金融许可证等方向仍有政策放开期待。（3）海外经验看，不良资产处置机构经历了从“政策指引到商业运作”、从“自有资产到资产管理”的转型，逐步由处置房产等实物资产转向标准资产（如违约债券），估值中枢高（橡树资本 3PB 以上/对应 Price/Aum 约 10%，处较高水平）。
- **短期看政策利好，长期靠处置能力，新兵将至，AMC 抢主题。**（1）不良资产处置周期长（一般不低于 3 年），仅靠转让来加快周转难体现处置能力，草根调研表明近期不良资产包一二级市场价差压缩，回归资产处置本源已成为 AMC 发展共识。（2）国资 AMC 优势在于获取持有资产能力，而资产处置民营资本更有看点（如资产鉴别与定价，律师诉讼专业团队等），民营 AMC 有望成为值得期待的搅局者。
- **维持行业“增持”评级，建议从参股 AMC 或转型机会增持个股。**建议增持**东兴证券**（与大股东东方资产管理公司在资管业务有多个涉及不良资产的项目合作）、**浙江东方**（体外有浙商资产，后续监管政策放开不排除进一步证券化可能性），**经纬纺机**（信托也是可参与债转股的债权出售机构，参股的中融信托有意参与不良资产业务），受益标的：**海德股份**（转型从事不良资产处置，意愿坚决）、**华菱钢铁**（重组后将拥有信托等多元牌照，大股东体外有不良资产处置牌照）。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

金融控股公司

增持

相关报告

金融控股公司：《金控燎原》

2016.09.09

金融控股公司：《何惧雪霜扑面》

2016.01.12

表：覆盖上市公司代码和盈利预测

公司名称	股票代码	评级	现价	EPS			PE		
				2015	2016	2017	2015	2016	2017
东兴证券	601198	增持	23.41	0.84	0.62	0.82	45	28	38
经纬纺机	000666	增持	20.50	0.65	1.40	1.63	27	32	15
浙江东方	600120	增持	35.27	1.24	1.28	1.41	28	28	25

数据来源：wind，2016 年 10 月 21 日，国泰君安证券研究。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		