

# 华泰证券：把握化债预期 增配银行优质标的

地方隐性债务一揽子化债组合拳靴子落地。11月8日，全国人大常委会批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》。

## 14.3万亿隐债清零：底数、时间表和路线图

官方首次明确隐性债务规模。2023年末，全国隐性债务余额为14.3万亿元。我们提炼出与化债相关的几个关键数据：①从2024年到2028年，五年时间，隐债规模从14.3万亿大幅降至2.3万亿；②10万亿化债方案，指的3年6万亿元置换额度+5年4万亿元专项债化债额度；综合两项工具，从2024年开始，前三年每年2.8万亿元，总规模8.4万亿的密集化债支持。③6万亿元债务限额：专项债，一次报批，分三年安排，2024-2026每年2万亿元，今年四季度将会完成首批2万亿发行。④政策效果：财政部估算，2024-2028年五年累计可节约6000亿元左右利息支出。

化债思路的变与不变。化债有三重目标：①解决地方“燃眉之急”；②推动解决地方各类“三角债”问题，降低金融机

构呆坏账损失。③扭转存量债务过度占用财政资源的困境。化债三个基本原则并没有改变：①不改变地方政府的偿债责任。底层逻辑仍是“谁家的孩子谁抱”。②坚决遏制新增隐性债务，避免处理完“旧账”，又增“新账”。③与2015-2018年上一轮化债相比，未来地方财政预算和债务硬约束更强，这意味着过去十年地方政府反复“边化债+边举债”越来越难，地方财政自主融资能力将受到限制，城投转型迫在眉睫。

## 政策效应：降低偿债压力，期待增量政策

后续将实施更加给力的财政政策，包括积极利用可提升的赤字空间、扩大专项债券发行规模等。本轮化债重视增强地方财力，有望提振地方经济发展动能，化债工作重回经济增长主线。若后续经济稳步复苏，有望提振银行信贷投放，利好银行自身经营。

下一步增量政策新期待：财政政策“更加给力”组合拳。除化债外，市场期待，下一步财政政策更多聚焦房地产纾

困，扩大消费需求，助力修复地方政府、企业、居民三大资产负债表，提振三大主体支出意愿和支出能力等领域。11月8日财政部长蓝佛安一系列相关表态为下一步政府举债空间、赤字提升、增发特别国债及消费刺激等留出一定政策想象空间。此次突破60%政府负债率红线，为下一步政府举债打开空间。我们认为，2025年有望出台更有力度的财政政策组合拳，假设如下：①名义财政赤字率，从2024年的3%提升至4%；②考虑到化债和专项债收储，新增专项债规模，有望从2024年的3.9万亿提升至5万亿元；③特别国债提升至2万亿元，实际使用额或与2024年持平。

## 银行影响：息差波动，但改善资产质量+节约资本

债务置换会造成银行息差波动、贷款增速放缓，但将改善资产质量+节约资本+提振估值。债务置换的影响体现在银行体系表内涉政贷款减少，但政府债券投资增加。基于2024年至2026年每年提供2.8万亿元化债支持，假设债务置

换中银行表内敞口占比30%/50%/80%，我们测算债务置换可能导致银行年度息差下行0.9bp~2.4bp，影响年度贷款增速-0.5%至-1.4%，但将帮助银行节约核心一级资本约1600~2900亿元，同时改善资产质量，降低信用成本对利润的侵蚀。当前监管关注银行自身健康性，年内央行还有25至50bp降准空间，有望缓释资产端定价下行压力。

投资策略：把握化债预期，增配优质标的。“近年来支持化债力度最大的一项措施”彰显监管解决城投风险的诚意。当前中央加码支持化债，部分化债重点区域银行将受益于预期改善，驱动估值修复。中长期看，经济稳步修复，风险偏好提升，银行选股将逐步回归基本面逻辑，提升优质银行估值溢价空间。江浙优质区域行业绩增长有望持续领先，而西部地区战略升级也有望为当地银行带来新的机遇。

推荐：1)短期推荐受益于化债逻辑、资产质量预期改善个股；2)中长期推荐质地优异、优质区域行；3)稳健红利标的配置价值(如大行H股)仍可关注。

(华泰证券)

# 27只重组概念股翻倍 并购热潮 四大特征折射产业发展新机遇

重组又来了，世茂能源(605028)拟跨界并购，股价提前大涨！

11月11日晚间，世茂能源公告称，公司拟购买南通詹鼎材料科技有限公司(以下简称詹鼎科技)不低于58.07%的股权，预计构成重大资产重组。詹鼎科技专注氟流体技术和应用，应用领域包含数据中心电子设备、半导体、新能源锂电热控等，第三大股东为科创板公司八亿时空的全资子公司。

11月11日晚，华海诚科(688535)公告称，正在筹划通过现金及发行股份相结合的方式，购买华威电子100%股权同时募集配套资金。

A股市场正在进入新一轮并购重组周期。“924政策”以来，并购重组成为市场交易的重要主线之一。

值得注意的是，本轮并购重组方向更加关注新质生产力，“科技并购”成为市场追逐焦点。

## 27只重组概念股翻倍

近期，资金对重组题材股充满热情，并购重组成为近期资本市场的焦点，一批并购重组题材个股的股价大幅增长。

数据显示，本轮重组题材股热潮始于9月19日。截至11月11日，Wind重组指数累计上涨73.68%，11月11日收报4982.61点，创下该指数设立以来的最高收盘价。

截至11月11日，有27只重组板块的个股股价翻倍。其中，银之杰(300085)股价翻了5倍，光智科技(300489)股价翻了3倍，双成药业(002693)、华夏幸福(600340)、松发股份(603268)、远达环保(600292)股价翻了2倍以上，此外，旭杰科技(846149)、兴源环境(300266)、富乐德(301297)、浩欧博(688656)等21只个股股价翻倍。

数据显示，自9月24日以来，重组板

块114只个股中，27只个股股价翻倍，占比24%。其间，上述114只重组题材个股股价平均上涨77.16%，只有一拖股份(601038)股价下跌3.39%。

“预计A股市场正在进入新一轮并购重组周期。在并购重组的政策推动下，近期多家上市公司发布重大重组公告，激发了市场对并购重组的交易热情，相关概念股表现强势，是近期市场交易的重要主线之一。”明泽投资基金经理陈实表示。

但重组板块暴涨的背后，也有不小风险。

资深投行人士王骥跃表示，“不少上市公司打着各种光鲜的旗号搞并购重组，但真正能走到最后还重组成功的是凤毛麟角，更多都是在这一场喧嚣中各取所需、谋取利益，在暴涨中需要当心风险。”

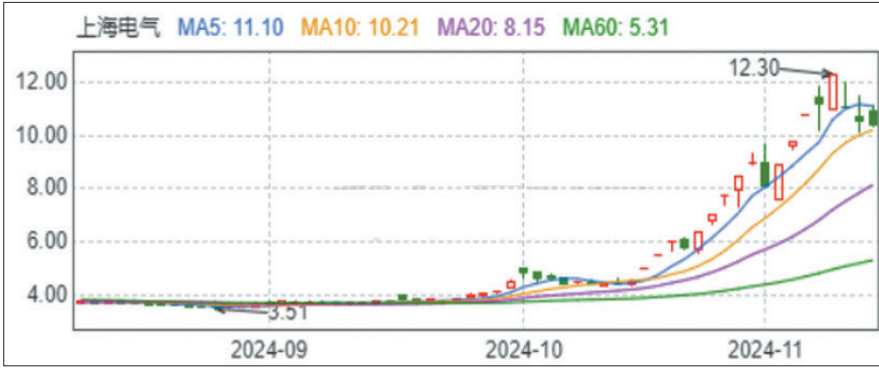
## “科技并购”受关注

事实上，市场对于重组概念股闻风而动，尤其是涉及“硬科技”的重组方案。比如，上海电气(601727)股价在15个交易日中，拿下11个涨停板。

9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(即“并购六条”)，进一步优化重组审核程序，提高重组审核效率，活跃并购重组市场。Wind数据显示，截至11月11日，已有118家A股上市公司对外披露了资产重组并购事项。

仅11月以来，就有32家A股上市公司披露并购重组相关公告，包括海联讯(300277)、青岛双星(000599)、中钨高新(000657)、\*ST和展(000809)、南京化纤(600889)、罗博特科(300757)、双成药业(002693)、海通证券(600837)、国泰君安(601211)、璞泰来(603659)等。

值得一提的是，近期并购重组事项不



仅包括了同行业的资源整合，也有不少跨界并购的案例，且并购重组不仅涉及了传统行业，更是聚焦于科技创新领域。

新“国九条”发布以来，A股公司并购半导体资产的案例显著增多。据不完全统计，4月至今，A股公司并购半导体资产的案例已达36起(仅统计首次披露)，涉及上市公司34家。其中，9月以来披露的案例即达19起，有9起属于上市公司跨界并购半导体资产。

本轮半导体并购呈现出诸多新特点，比如加快收购外资在华企业、“小步快跑”盛行、IPO终止公司受青睐、大股东频频将半导体资产装入旗下上市平台等。半导体并购日渐趋热也折射出细分产业赛道发展的新趋势与新机遇。

一家市值几十亿元的公司，动辄收购估值上百亿元的半导体公司，如此“蛇吞象”式的并购近期屡见不鲜。典型案例则是，双成药业收购奥拉股份100%股权、光智科技收购先导电子100%股权。

“小步快跑”渐成主流。在众多头部半导体公司通过IPO步入资本市场后，A股半导体公司逐渐将并购目光锁定产业链上“小而美”的标的，并开启“小步快跑”的并购模式：一是对同一标的的分步收购；二是多次小额并购不同标的。纳芯微、经纬辉开等公司先行探索“分步走”

的并购模式。

IPO终止公司逐渐成为并购席上的“香饽饽”。11月6日，兆易创新宣布，拟以5.81亿元收购苏州赛芯70%股份，将公司业务由存储芯片、MCU等延伸到模拟芯片领域。而苏州赛芯曾于2022年冲刺科创板IPO未果。

跨界半导体热度不减。在双成药业跨界并购奥拉股份的背景下，越来越多的上市公司将跨行业并购的目光投向半导体领域。据统计，9月，仅有双成药业、深圳新星等2家公司披露收购半导体资产相关事宜；10月以来先后有百傲化学、经纬辉开、光智科技、至正股份、阳谷华泰、深科达等6家公司披露投资、收购半导体资产的事宜。

过去20年，我国资本市场并购重组制度走过了从初步建立到逐步优化调整的路程。2024年以来，从2月证监会召开支持并购重组的座谈会、多项政策支持上市公司通过并购重组提升投资价值，到4月国务院新“国九条”进一步鼓励并购重组，再到6月的“科创板八条”，9月24日的“并购六条”和《关于修改<上市公司重大资产重组管理办法>的决定》征求意见稿等文件，国家高度重视并购重组对于高质量发展的重要作用，多措并举活跃并购重组市场。(综合)