

2016 年 12 月 13 日

金融专题研究

See You Again: 债转股重启, 这次不一样?

宏观经济学第二次小组作业:

李小乐 16210680229

钱程 16210680249

吴瑾 16210680265

徐墙 16210680270

章琼珂 16210680282

参考文献:

中国人民银行:《中国金融稳定报告(2009-2016)

《关于市场化银行债权转股权的指导意见》, 中国政府网, 2016-10-10

《关于实施债权转股权若干问题的意见》(国经贸产业[1999]727号)

中金公司:《中国不良资产处置的前世今生》, 2016-11-21

国泰君安证券:《债转股利弊: 为银行算笔账》

中国人民银行条法司:《不良资产市场化处置机制研究》, 2016年4月

申万宏源:《市场化债转股面面观》, 2016-11-03

IMF: "Debt-Equity Conversions and NPL Securitization in China—Some Initial Considerations", Aug 2016

摘要:

银行业不良资产风险或将再次迫近。政策性剥离加上经济起飞化解了我国第一次不良资产风险, 但商业银行不良贷款从 2012 年开始反弹, 不良贷款率和不良贷款余额持续上升。从行业分布来看, 不良贷款主要集中在制造业和批发零售业, 从地区分布来看, 不良贷款主要集中在东部沿海省份以及内蒙古等产煤大省。不良资产处置方式主要分为非市场化和市场化方式, 前者主要包括清收、核销、地方政府债务置换和转让给 AMC, 后者主要包括不良 ABS 和市场化债转股。

本轮市场化债转股与 1999 年债转股的比较: 1) 受亚洲金融危机影响, 我国经济下行, 银行不良资产率急剧上升到 33% 左右, 为避免银行危机同时改善国企治理结构, 我国于 1999 年开始债转股; 而目前银行风险虽有上升但仍可控(不良资产率为 1.8%), 本轮市场化债转股主要目的在于去杠杆、调结构。2) 上一轮债转股政策性意味较浓, 而本轮债转股从资金来源、对象的确定、转股、定价、退出等各个方面来看都更为市场化。3) 1999 年债转股所处的经济发展阶段使得处置不良资产的空间较大, 而目前随着我国经济进入新常态, 且世界经济格局面临较大不确定性, 本轮债转股在消化不良资产方面还需依赖改革的不断深化、经济更有效率的增长。

典型案例为建行以基金形式推进的云南锡业集团债转股, 目前已落地第一单对其优质子版块的投资——华联锌铟。考虑到云锡集团上一轮成功债转股的历史、不可取代的资源优势和市场优势和已经见底回暖的经营状况, 小组认为其债转股趋势向好, 基金未来可以向集团响应国家产业政策的厂区搬迁和技术设备升级项目投资, 进一步置换债务。专项奖补资金实现资源再分配, 支持煤炭钢铁行业去产能。

本轮市场化债转股对于企业、银行以及实施机构都是一个良好的机会。对于企业, 不仅仅能够增加资本金降低杠杆率, 优化资本结构; 重点是在实施机构的帮助下, 整改公司, 改善公司治理能力, 获得股权增值。对于银行, 能够拓展业务机会, 获得处置不良资产的新途径, 并能获得账面利润上升而带来银行估值提升的好处。本轮债转股对于实施机构是利好, 获取企业一定的控制权, 实施机构能够借此机会整改公司, 使其经营改善, 获得股权增值, 从而获利。市场化债转股也利于充分调动社会资本, 盘活存量资产, 利于经济修复。

在操作中, 市场化债转股涉及的利益较为复杂, 多方独立主体之间博弈的过程容易滋生风险。银行在债转股的过程中可能过于强势, 天然存在道德风险。还需警惕债转股被企业视为“免费午餐”而产生的逆向选择与道德风险, 以及可能会因地方保护主义存在而将僵尸企业纳入债转股范围埋下的风险隐患。市场化债转股还可能面临供需不匹配的情况, 且阶段性持股不利于企业长期发展, 债转股降杠杆的效果恐不达预期。

债转股的意义并不仅仅是收购银行不良资产帮助企业降杠杆, 关键在于实施机构对于债转股企业运营治理结构和管理层进行的合理调整。债转股并非全面的解决方案, 而应该是一个覆盖整个系统的全面计划的有机组成部分。

目录

1 我国不良资产概况	5
1.1 不良资产变动趋势	5
1.2 不良贷款行业分布	6
1.3 不良贷款地区分布	7
2 不良资产处置方式	8
2.1 非市场化处置方式	8
2.2 市场化处置方式	9
3、两轮债转股对比	10
3.1 宏观背景比较	11
3.2 政策性质及实施过程的差异	13
3.3 政策效果可能差异较大	14
4 本轮债转股案例分析：云锡集团	14
4.1 背景：经济周期低谷挤压锡价，债务杠杆同步上升	14
4.2 方案：建行出手创立基金，首笔投资落地华联锌铟	15
4.3 评价：云锡集团市场化债转股向好	16
5. 市场化债转股的作用和意义	19
5.1 对于企业——不仅仅是降杠杆，重点是股权增值	19
5.2 对于银行——带来新的机遇	20
5.3 对于实施机构——利好机会	21
5.4 利于经济市场修复	21
6 本轮债转股可能存在的风险点分析	22
7 展望与思考	24

图表目录

图 1：商业银行不良贷款余额（亿元）	5
图 2：商业银行不良贷款率（%）	5
图 3：商业银行拨备覆盖率（%）	6
图 4：2015 年底不良贷款余额行业分布	6
图 5：2015 年各行业不良贷款率（%）	7
图 6：2015 年各省份不良贷款余额（亿元）	8
图 7：2015 年各省份不良贷款率（%）	8
图 8：上市银行 2010 年-2016 年上半年核销处置不良贷款数（亿元）	9
图 9：AMC 不良贷款经营模式	9
图 10：我国 GDP 同比增速(%)、CPI、PPI 变动趋势	11
图 11：我国商业银行不良贷款与关注类贷款变动情况(%)	12
图 12：5000 户工业企业资产负债率（%）	12
图 13：私营企业、国有控股企业杠杆率	12
图 14：东、中、西部地区国有企业资产负债率（%）	13
图 15：盈利、亏损国有企业资产负债率（%）	13
图 16：上市子公司锡业控股 ROA 及毛利率趋势图	15
图 17：2016 年云锡集团债转股实施方案	16
图 18：2002 年云锡公司债转股实施方案	17
图 19：LME：锡（现货结算价）	18
图 20：上市子公司锡业股份 2016 半年度业绩	18
图 21：分行业资产负债率比较	19
图 22：本轮债转股中的多方利益主体博弈	22
图 23：债转股实施机构与企业的博弈战略图	22

表 1：1999 年债转股与 2016 年债转股对比	10
表 2：2016 年债转股部分案例	13
表 3：建设银行拟增资华联锌铟协议概要	16
表 4：云锡集团资源储量及主要产品产量	17
表 5：本轮债转股涉及公司前后的资产负债率比较	19
表 6：债转股对企业资产负债表的影响	20
表 7：银行债转股前后账面利润变化	21

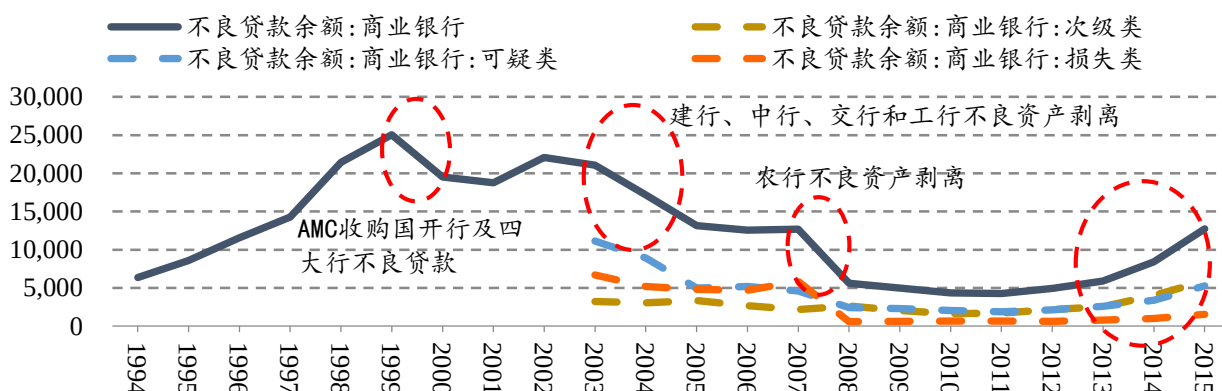
1 我国不良资产概况

1.1 不良资产变动趋势

政策性剥离加上经济起飞化解了第一次不良资产风险。80年代初的“拨改贷”政策以及随后的信贷扩张导致经济过热，90年代中后期经济下行，使得不良资产风险逐渐暴露。二十世纪末，我国商业银行的不良贷款率一度高达近40%。随着不良资产的政策性剥离及中国经济的起飞，商业银行的不良贷款余额和不良贷款率逐步实现“双降”，于2011年降至最低位。

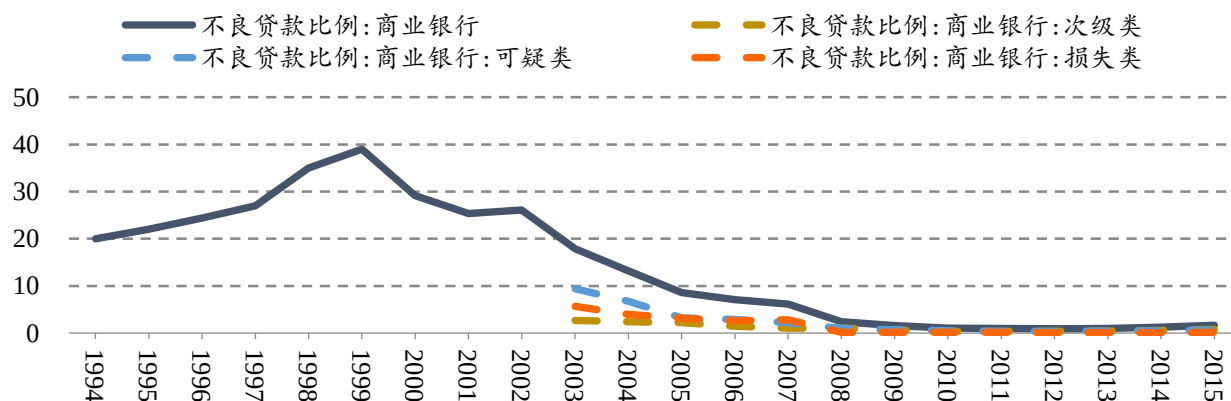
时隔二十年，银行业不良资产风险或将再次迫近。受经济增长放缓、外部需求萎缩、企业经营困难等多重因素影响，商业银行不良贷款从2012年开始持续反弹，截至2015年末，我国商业银行不良贷款余额为1.27万亿，不良贷款率为1.67%。商业银行拨备覆盖率从2012年起也开始进入下降通道，2015年末为181.18%，比上年末下降50.86个百分点。本轮不良贷款成因主要是2009年政策刺激带来的大幅信贷扩张。如何消化实体经济中逐渐产生的不良资产，成为目前亟待解决的一个问题。

图 1: 商业银行不良贷款余额 (亿元)



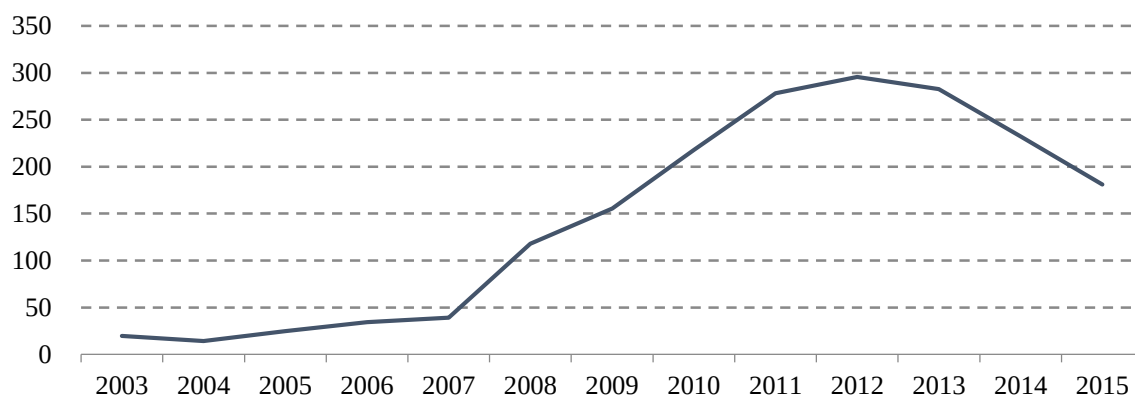
资料来源：施华强（2005）（2003年之前不良贷款余额），《中国金融稳定报告》（2003年及之后不良贷款余额）

图 2: 商业银行不良贷款率 (%)



资料来源：施华强（2005）（2003年之前不良贷款率），《中国金融稳定报告》（2003年及之后不良贷款率）

图 3: 商业银行拨备覆盖率 (%)



资料来源:《中国金融稳定报告》

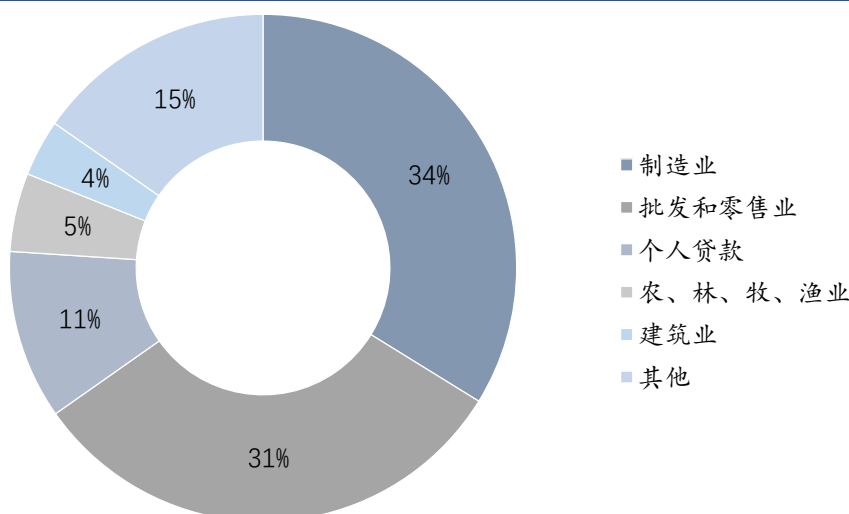
1.2 不良贷款行业分布

2015 年底商业银行的 1.27 万亿不良贷款中,制造业、批发零售业、个人贷款、农林牧渔业和建筑业所占比重较大。其中,制造业和批发零售业分别占比 34%和 31%,行业不良余额最高。

从不良贷款率的角度看,批发零售业、农林牧渔业和制造业位居前三位,不良贷款率均高于 3%。批发零售业主要对接终端消费者,需求下降必然恶化经营状况,导致较高的不良贷款率;农林牧渔业获得政府类贷款较多,贷款质量和约束较差;随着经济的下行,制造业整体产能过剩,库存增加,成为不良贷款的重灾区。

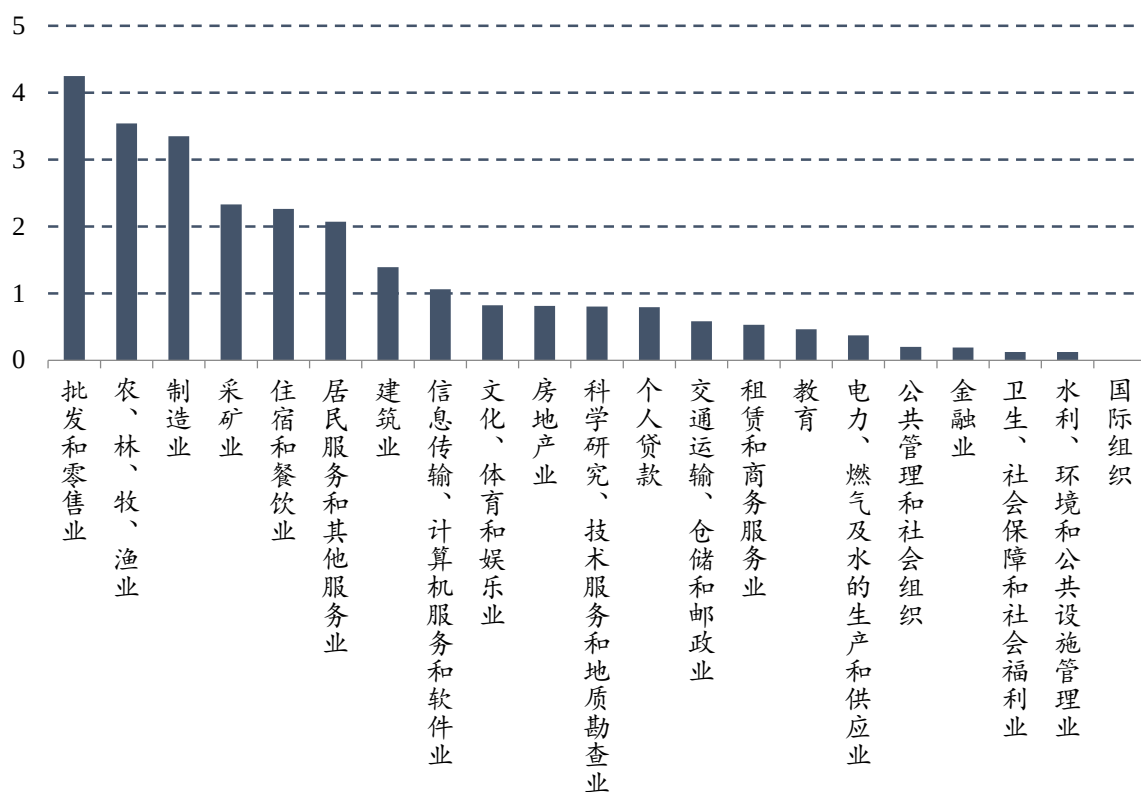
综合不良贷款余额分布和各行业不良贷款率,制造业和批发零售业不良贷款余额和不良贷款率均较高,这两个行业存在较大的潜在风险。

图 4: 2015 年底不良贷款余额行业分布



资料来源: Wind

图 5：2015 年各行业不良贷款率（%）

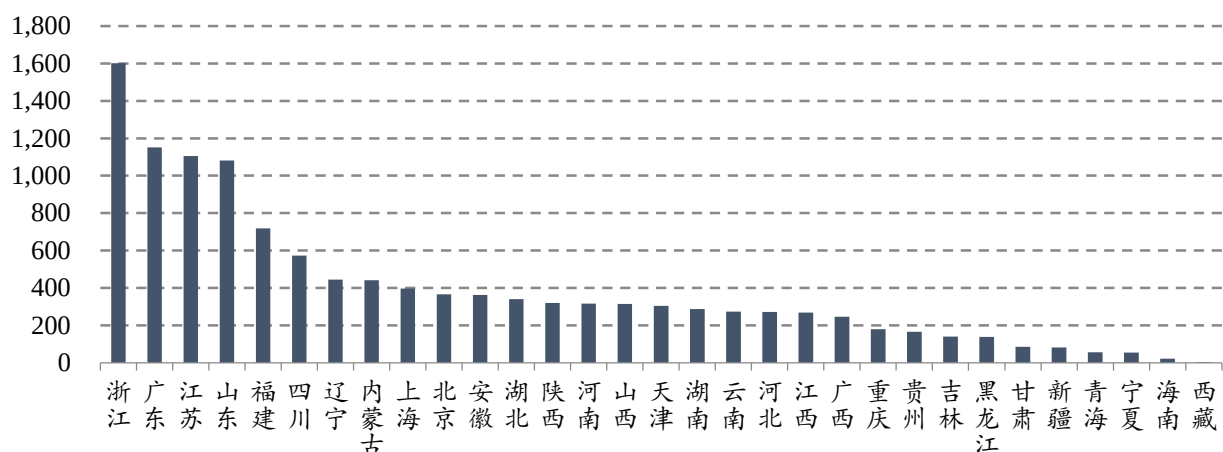


资料来源：Wind

1.3 不良贷款地区分布

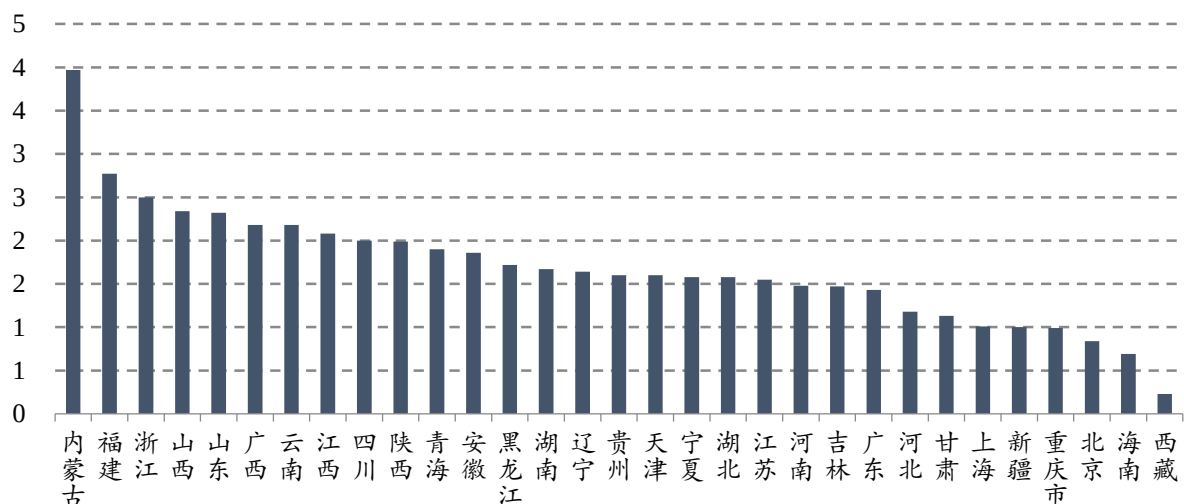
东部沿海省份的不良贷款余额较高，内蒙古不良贷款率远高于其他省份。浙江、广东、江苏、山东的不良贷款余额在全国范围内较高，这些地区依然是当前中国经济较为富裕的区域，相比其他地区能吸收到更多的信贷和金融支持，在经济下行压力下也较容易受到冲击。从不良贷款率来看，福建、浙江、山东等沿海省份的不良贷款率依旧较高，而内蒙古和山西作为我国的产煤大省，不良贷款率较高。

图 6: 2015 年各省份不良贷款余额 (亿元)



资料来源: Wind

图 7: 2015 年各省份不良贷款率 (%)



资料来源: Wind

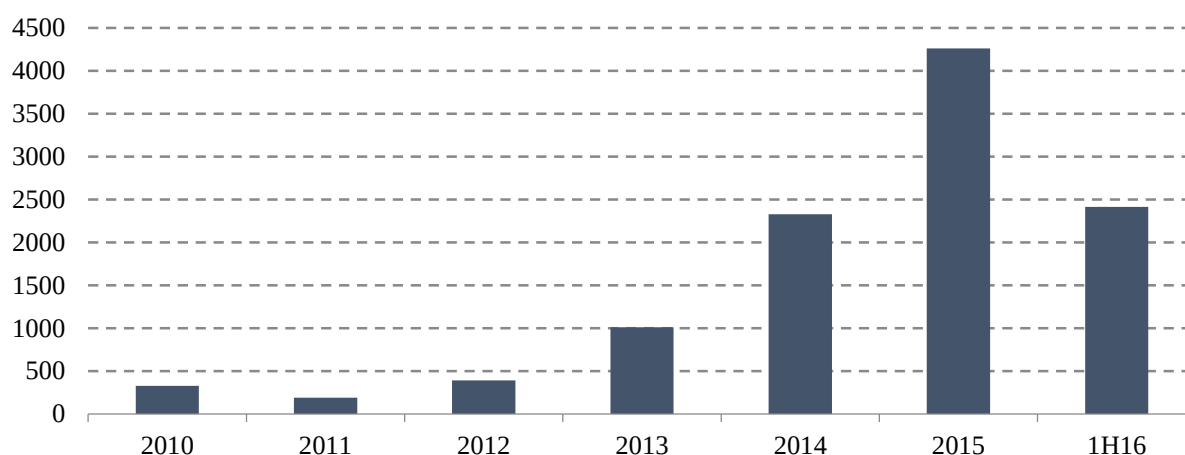
2 不良资产处置方式

2.1 非市场化处置方式

2.1.1 清收: 不良资产清收可以分为常规催收和依法收贷, 对存量不良资产风险化解的平均贡献率达 80% 以上。

2.1.2 核销: 2010 年至 2016 年上半年, 上市银行已核销不良贷款总计约 1.1 万亿。自 2012 年起, 上市公司不良资产核销数目快速增长, 2016 年上半年核销额已经超过了 2014 年不良贷款核销总额。

图 8：上市银行 2010 年-2016 年上半年核销处置不良贷款数（亿元）

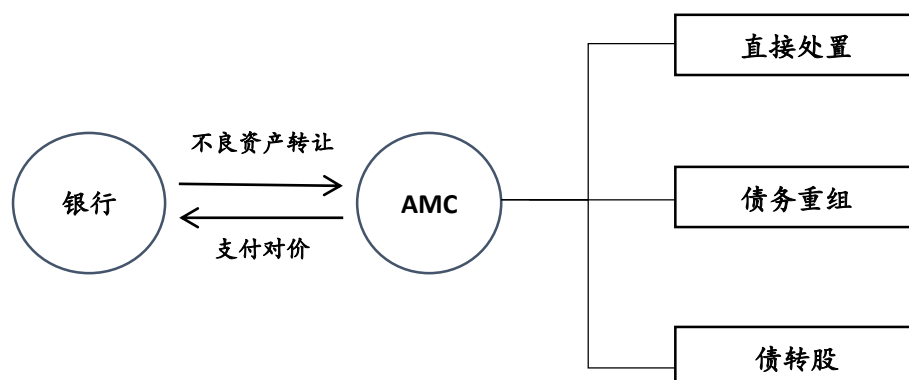


资料来源：Wind

2.1.3 地方政府债务置换：2015 年全国人大批准了 16 万亿元地方政府债务限额。截至 2016 年 11 月中旬，地方政府置换债券已经发行了 7.78 万亿，其中定向置换 2.28 万亿，公开发行置换债 5.5 万亿。

2.1.4 转让给 AMC：2015 年不良贷款转让规模达 3500 亿。商业银行将不良贷款打包出售给 AMC，AMC 收购不良资产后再对其进行直接处理、债务重组或债转股。

图 9：AMC 不良贷款经营模式



资料来源：Wind

2.2 市场化处置方式

2.2.1 不良 ABS：ABS 是国际上处置不良资产的常用手段之一。2006-2008 年，东方资产、信达资产和建设银行相继发行了 4 单不良 ABS，时隔 8 年，不良 ABS 再度重启，额度 500 亿。不良 ABS 基础资产现金流不稳定，估值定价难度大，短期内难以大范围铺开。

2.2.2 市场化债转股：将银行与企业间的债权关系，转变为股权关系，还本付息转变为按股分红。本轮债转股强调市场化，可多主体参与，撬动社会资金。

3、两轮债转股对比

表 1: 1999 年债转股与 2016 年债转股对比

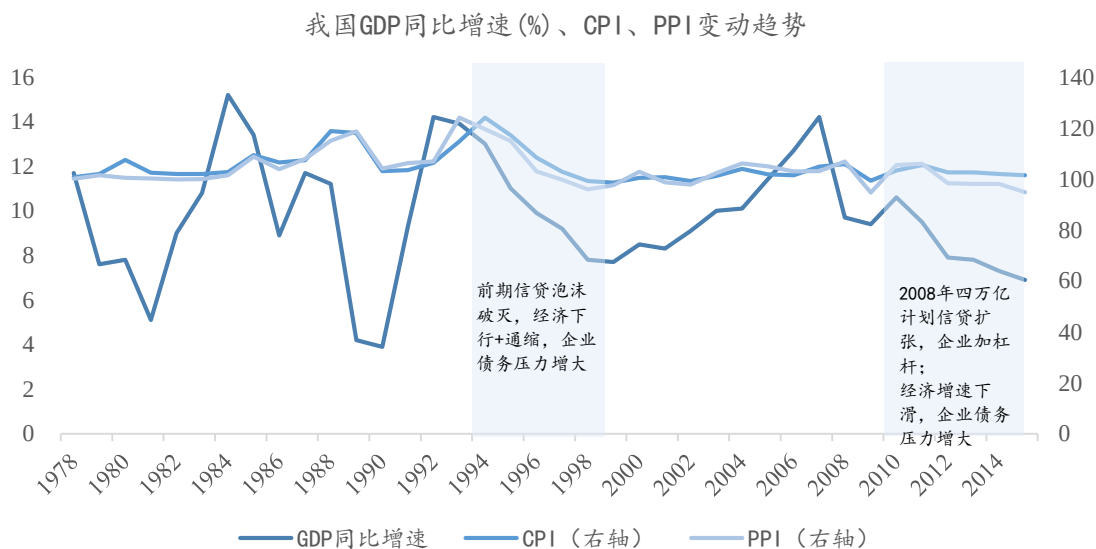
	1999 年债转股	2016 年债转股
宏观背景	亚洲金融危机影响下经济下行, 叠加通缩, 国有企业债务负担加重, 银行不良资产率急剧上升到 33% 左右, 处于技术性破产的边缘。	2009 年信贷扩张后我国杠杆率快速上升, 随着 GDP 增速下行, 企业盈利能力下降且债务负担较重, 银行不良资产率缓慢上升至 1.8%, 但仍可控。
政策目的	1、盘活银行不良资产; 2、帮助国有大中型亏损企业转亏为盈; 3、改善国有企业法人治理结构。	除了去杠杆、降成本之外, 重点在于配合供给侧改革, 调整产业结构。
实施主体	以华融、长城、东方、信达四家金融资产管理公司 (AMC) 为主	四大 AMC、地方 AMC、保险资管、国有资本投资运营公司均可参与
处理资产	国开行及工农中建四大银行的不良资产	商业银行不良资产和潜在不良资产
实施对象	条件: 1、产品品种适销对路、有竞争力; 2、工艺装备先进, 生产符合环保要求; 3、企业管理水平较高, 债权债务清楚, 财产行为规范; 4、企业管理层能力强; 5、转换经营机制的方案符合现代企业制度的要求, 减员增效等任务落实并得到地方政府确认。 正面清单: 1、“七五”、“八五”和“九五”前两年主要依靠银行贷款建成投产, 因缺乏资本金等因素, 负债过高导致亏损, 2、国家确定的 512 户重点企业中国改建、扩建致使欠负债过重, 造成亏损或虚盈实亏, 通过债转股后可转亏为盈的工业企业。	条件: 1、发展前景较好, 具有可行的企业改革计划和脱困安排; 2、主要产品、能力符合国家产业发展方向, 技术先进, 产品有市场, 环保和安全生产达标; 3、信用状况较好。 正面清单: 1、因行业周期性波动导致困难但仍有希望逆转的企业; 2、因高负债而财务负担过重的成长型企业, 特别是战略性新兴产业领域; 3、高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业。 负面清单: 1、扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”; 2、有恶意逃废债行为的企业; 3、债权债务关系复杂且不明晰的企业; 4、有可能助长过剩产能扩张和增加库存的企业。
总额测算	国务院批准经贸委推荐债转股企业 580 户, 债转股金额达到 4050 亿, 占整体不良贷款处置近三分之一。	今年三月, 国开行高层透露首批债转股规模为 1 万亿元左右。
资金来源	财政部注资、央行再贷款和专项金融债券	可向社会投资者募集资金, 特别是可用于股本投资的资金, 包括各类受托管理的资金; 可发行专项金融债券、探索发行企业债券。
确定对象	由国家经贸委进行协调: 1、国家经贸委向 AMC 提出符合条件的企业的建议名单; 2、AMC 经过独立评审之后确认企业名单; 3、国家经贸委、财政部、中国人民银行进行联合审核后报国务院批准实施。	对债转股的对象企业进行市场化选择, 政府不强制企业、银行及其他机构参与债转股, 不搞拉郎配。
转股	国开行及工农中建四大银行向四大 AMC 转让债权, AMC 将银行对企业的债权转为公司对企业的股权。其中, 国开行的一部分贷款直接转为对企业的股权。	银行向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权。除国家另有规定外, 银行不得直接将债权转为股权。
定价	债权与股权按 1: 1 进行转换	自主协商确定价格, 可参考股市交易价格、竞争性市场报价或其他公允价格。
退出机制	企业回购、转让、上市	二级市场转让; 并购、新三板挂牌、区域性股权市场交易、上市
政府角色	政府财政兜底	政府不兜底

资料来源: 小组分析

3.1 宏观背景比较

两轮债转股所面临的宏观经济背景、所处的改革阶段都有很大的差别。

图 10：我国 GDP 同比增速(%)、CPI、PPI 变动趋势



资料来源：Wind 数据

3.1.1 1999 年债转股的宏观背景

“拨改贷”使得国有企业过于依赖银行信贷、资本金严重不足，带来企业治理方面的诸多缺陷。1985 年我国开始实行“拨改贷”，原先由国家直接拨款的基建投资改为由中国人民建设银行贷款解决。此后一直到九十年代初，国有企业大量进行固定资产贷款用于扩张。由于过度依赖银行信贷，再加上缺乏有效的资本市场、直接融资机制不健全，国企资本金不足的特征愈发明显，带来以下三个问题：1) 企业法人治理结构非常薄弱，在监督机制、财务管理、用人机制等方面存在很多漏洞；2) 董事长、总经理往往一人担任，缺乏约束机制，对企业长远发展非常不利；3) 形成软预算约束和道德风险，企业用借来的钱去经营、投资，风险偏好过强。

国有企业在经济下行和通缩时期面临巨大还本付息的压力，银行不良资产率大幅上升。虽然政府从 1993 年开始控制信贷，但仍未避免企业过于依赖银行贷款带来的风险暴露。1997 年亚洲金融危机爆发，我国经济进入下行通道，并且面临通缩风险，这些国有企业盈利能力下降，同时因为前期大量的银行信贷而面临巨额利息负担，难以偿本付息，导致银行不良资产率大幅上升，在 1998 年达到了 33% 左右。

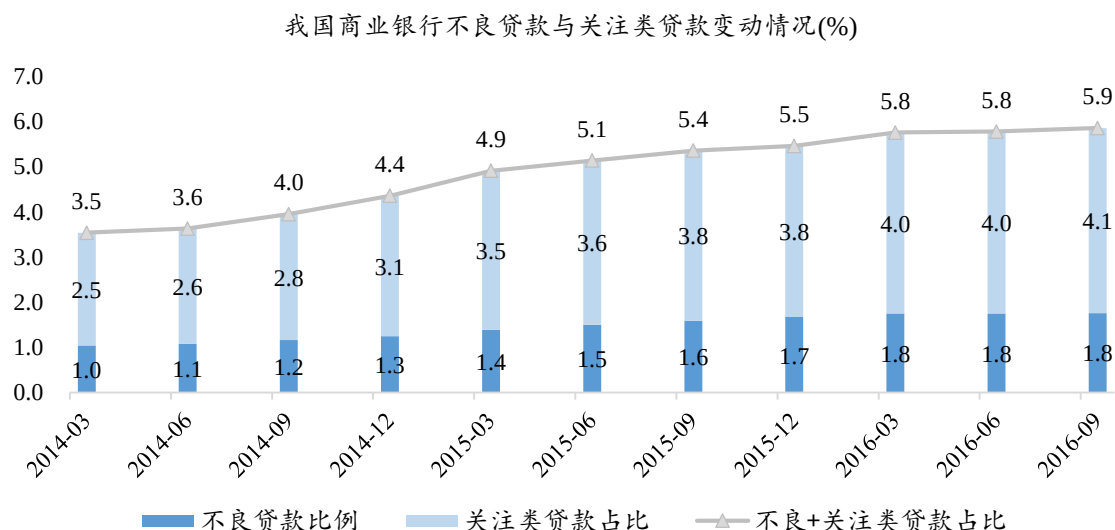
为了降低银行不良资产率、防止银行危机的发生，减轻企业债务负担，同时改善国有企业法人治理结构，我国从 1999 年开始实行债转股，成立四大 AMC 剥离国开行及工农中建四大银行的不良资产。

3.1.2 2016 年市场化债转股的宏观背景

2008~2009 年政府“四万亿计划”信贷扩张后我国企业杠杆率快速上升，随

着 GDP 增速下行, 企业盈利能力下降且债务负担较重, 银行不良资产率上升至 1.8%, 不良贷款加关注类贷款比例为 5.9%, 仍处于可控范围, 发生银行危机的概率较小。

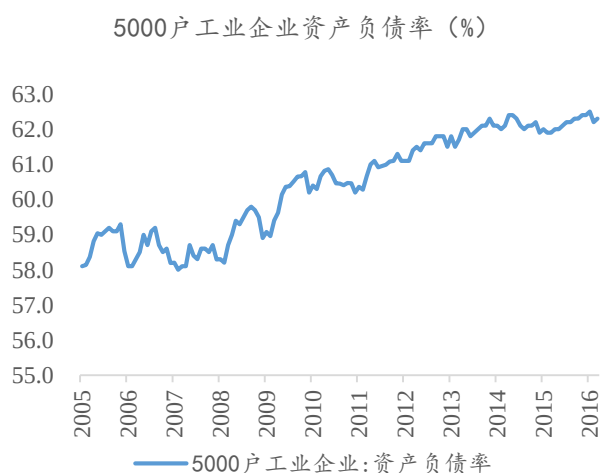
图 11: 我国商业银行不良贷款与关注类贷款变动情况(%)



资料来源: Wind 数据

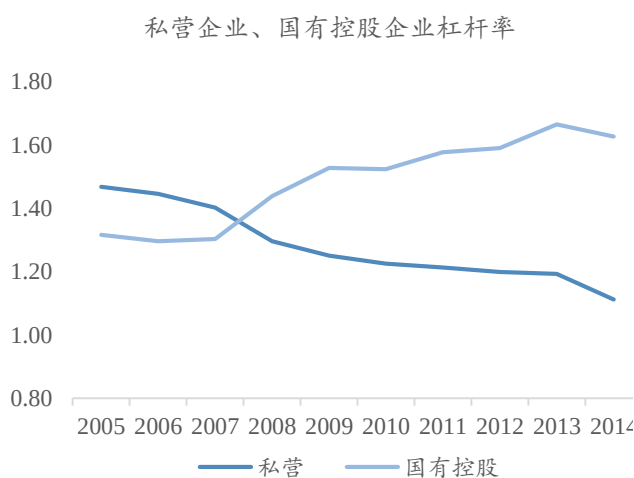
主要问题在于经济中杠杆率的上升, 特别是杠杆率的结构化变化。2007~2008 年国有控股企业开始加杠杆, 而私营企业开始去杠杆, 以至于目前国有控股企业杠杆率远高于私营企业; 此外, 2013 年之后, 盈利企业在去杠杆而亏损企业反而在加杠杆, 东部沿海地区企业在去杠杆而中西部地区企业在加杠杆。一言以蔽之, 近两年来加杠杆的大部分是竞争力不够强的企业, 经济中蕴含的风险不断累积。因此本次债转股的主要目的是去杠杆并通过政策引导调整产业结构, 帮助供给侧结构性改革更好地推行。

图 12: 5000 户工业企业资产负债率 (%)



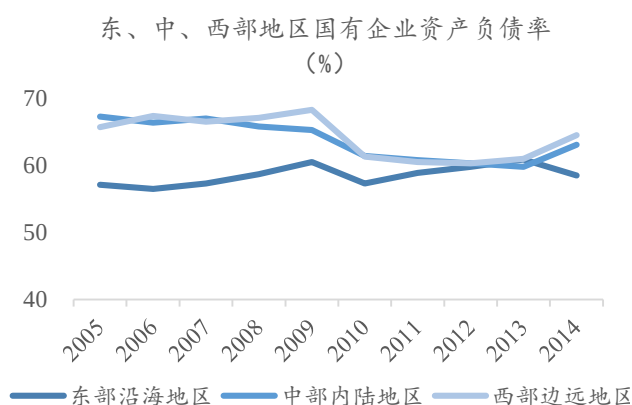
资料来源: Wind 数据库

图 13: 私营企业、国有控股企业杠杆率



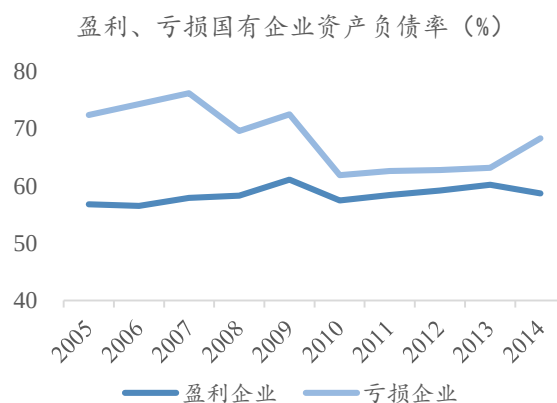
资料来源: Wind 数据库

图 14: 东、中、西部地区国有企业资产负债率 (%)



资料来源: Wind 数据库

图 15: 盈利、亏损国有企业资产负债率 (%)



资料来源: Wind 数据库

3.2 政策性质及实施过程的差异

上一轮债转股政策性意味较浓，而本轮债转股更为市场化。1999 年开始的债转股参与方均是国家所有，处理的不良贷款很大程度上是因为政府对经济的干预所产生的（据时任央行行长的周小川估计，大概只有 20% 的不良贷款是由于企业自身经营不善所造成的），因此会有政府财政兜底。而本轮债转股从资金来源、对象的确定、转股、定价、退出等各个方面来看都更为市场化，政府不会兜底，最大程度避免道德风险。

相比十七年前，我国当前债权债务人的结构有了很大变化，除了银行之外，信托、租赁、小贷以及互联网金融等渠道丰富了债权持有人的范围，债转股过程牵扯的利益相关方更为复杂，因此强调“一企一策、一事一议”，通过更为市场化、个性化的方案处理好参与方的利益关系，通过良好的机制设计降低企业成本、激发出企业的活力，同时保证债权人的应得利益。

表 2: 2016 年债转股部分案例

债转股对象	债务规模	最新进展	债转股方案
熔盛重工（现更名为华荣能源）	171 亿元	2016 年 3 月发布方案	拟向债权人发行最多 171 亿股股票（向 22 家债权银行发行 141 亿股，向 1000 家供应商债权人发行 30 亿股），以抵消 171 亿元债务。
舜天船舶	88.5 亿元	2016 年 9 月公布方案	拟以资本公积金转增股票的方式，发行约 5.2 亿股新股抵偿 71 亿债务。
武钢集团	1272 亿元	2016 年 10 月首只武钢转型发展基金出资到位，规模 120 亿元	拟设立两只总规模 240 亿元的转型发展基金，武钢杠杆率将降低 10 个百分点。首只基金由武钢集团出资 20 亿，建行募集社会化资金 100 亿。
中钢集团	600 多亿元	2016 年 12 月签约	阶段一：将本息总额 600 多亿元的债权进分为留债和可转债两部分，其中可转债部分由中钢集团成立新的控股平台向金融债权人发行，可置换金融机构债权人非留债部分对应的债权；阶段二：在相关条件满足的情况下，可转债持有人逐步行使转股权。

资料来源: 小组分析

3.3 政策效果可能差异较大

上一轮债转股所处的经济发展阶段使得处置不良资产的空间较大。随着 2001 年我国加入 WTO、经济快速发展，同时房地产迎来黄金十年，资产价值上升，部分债转股公司在债务压力减轻、经济周期向好的情况下，盈利能力大大提升，归属于它们的不良资产价值也随公司价值的上升而上升。

随着我国经济进入新常态，且世界经济格局面临较大不确定性，本轮债转股在消化不良资产方面还需依赖改革的不断深化、经济更有效率的增长。目前随着我国经济增长的放缓，人口红利的减少，低成本制造业比较优势的渐渐丧失，土地等资产增值空间的缩小，再加上英美发达国家民粹主义的兴起、逆全球化趋势苗头的产生，本轮债转股面临的挑战较大，关键在于通过供给侧结构性改革，促进企业的创新、改善效率，提升我国的全要素生产率，从而让不良资产随着经济增长逐步被消化、甚至创造更多的价值。

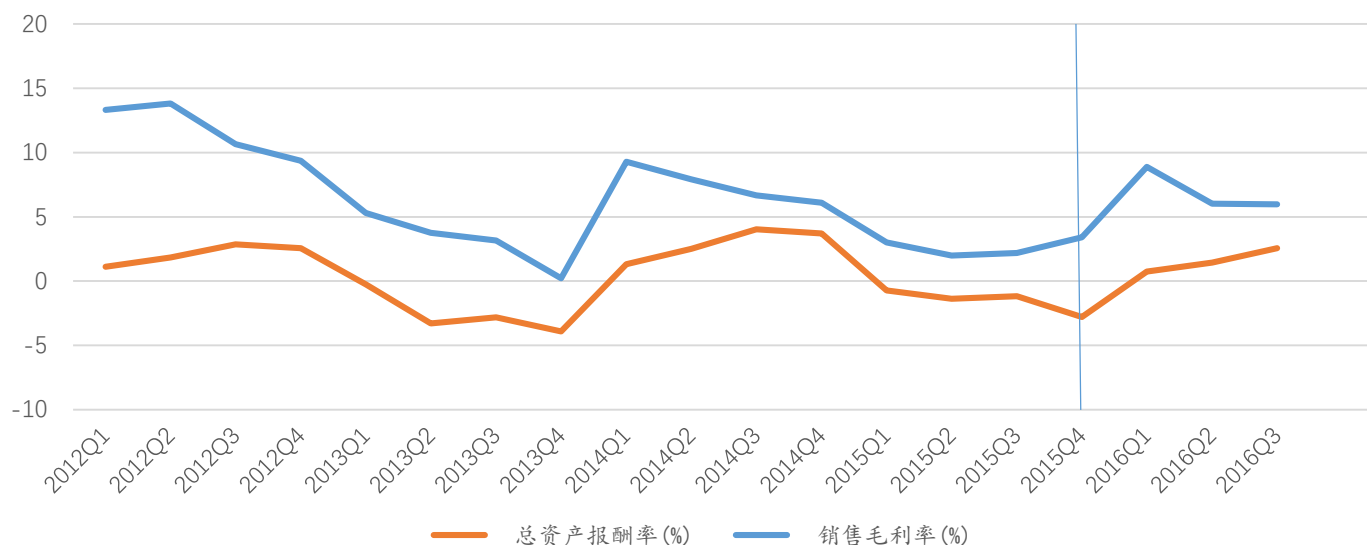
4 本轮债转股案例分析：云锡集团

云锡集团是集地质勘探、采矿、选矿、冶炼、锡化工、砷化工、锡材深加工、有色金属新材料、贵金属材料、建筑建材、房地产开发、机械制造、仓储运输、国际物流、科研设计和产业化开发等为一体的国有特大型有色金属联合企业，在世界锡行业居于龙头地位，世界市场份额占比 18—20%，国内市场份额占比 45~50%。其子公司云南锡业股份有限公司（简称：锡业股份，000960.SH）、贵研铂业股份有限公司（简称：贵研铂业，600459.SH）已在 A 股上市。

4.1 背景：经济周期低谷挤压锡价，债务杠杆同步上升

受宏观经济增速放缓影响，云锡集团产品市场需求低迷，有色金属及贵金属价格持续下滑，ROA、毛利率走低并在 2015 年末到达谷底。2013~2015 年，公司净利润分别是-18.90 亿、-13.66 亿和-32.48 亿，同时 2015 年经营活动净现金流转负，为-4.16 亿，经营性获现能力弱化。

图 16: 上市子公司锡业控股 ROA 及毛利率趋势图



资料来源: Wind

与此同时,集团债务规模和杠杆率同步上市。截至 2016 年 3 月,公司总债务 325.04 亿,资产负债率和总资本化比率为 83.33%和 78.92%,同比上升 6.8%和 8.13%,资产负债率远高于行业 55%的平均水平。公司用于抵质押的资产账面净值合计 56.06 亿,占净资产的 64.59%,此外,公司分别持有上市子公司贵研铂业 4,783 万股股票和锡业股份 37,058 万股股票也处于质押状态,分别占其持有两家公司股权的 46.58%和 49.99%。

4.2 方案: 建行出手创立基金, 首笔投资落地华联锌铟

4.2.1 采用基金形式实现债权股权转换

10 月 16 日,建设银行与云南锡业集团控股有限责任公司在京签署总额近 50 亿元的市场化债转股投资协议,迈出双方落实总额 100 亿全面降低云锡控股杠杆率框架协议的第一步。根据投资协议,建行将采用基金模式动员社会资金投资云锡有较好盈利前景的板块和优质资产,该基金将有建行旗下的建信信托负责管理。

据建行债转股项目组称,对于债务的定价会严格按照账面价值,由银行和企业协商适合转股的债务。对股权投资标的的定价,则按照上市公司资产的二级市场价格或者非上市公司资产的公允价值定价,并出具评估报告。建设银行的投资基本考虑 5 年期限,如未来业绩没能达到预期,会要求企业回购股份;若业绩经营良好,投资者可以正常减持。预计到 2020 年,云锡将以收入不低于 810 亿元、利润总额不低于 23 亿元的良好业绩回报投资者。

4.2.2 投资云锡集团优质版块和资产

第一个落实的投资项目是锡业股份控股子公司华联锌铟。2016 年 10 月 16 日,锡业股份发布《关于与中国建设银行股份有限公司签订《投资意向书》的公告》,锡业股份及控股子公司云南华联锌铟股份有限公司与建设银行三方同日在北京签订《云南华联锌铟股份有限公司、云南锡业股份有限公司、中国建设银行股份有限公司关于华联锌铟的投资意向书》,建设银行拟对锡业股份控股子公司华联锌铟注资以认购其新增注册资本。本次增资后,投资人将持有不高于

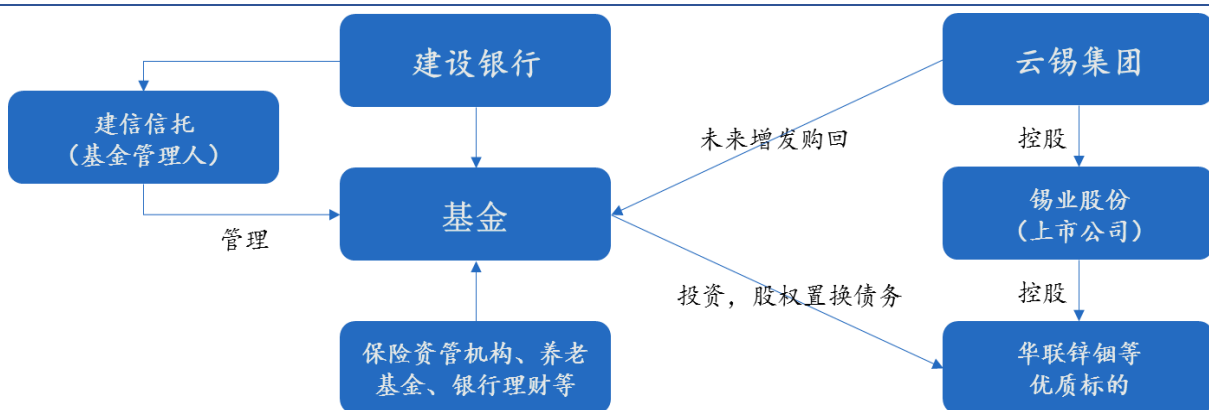
15%华联锌铟股份。

表 3：建设银行拟增资华联锌铟协议概要

投资人权益	投资人享有优先购买权、跟售权、反稀释权和优先认购权。未经投资人事先书面同意，锡业股份不得向任何第三方转让其直接或间接持有的华联锌铟股份。
退出方式	交割满【3】年时，投资人同意以该时点为作价基准日，由锡业股份通过向投资人支付现金和/或发行股份等方式收购投资人持有的华联锌铟股份。
主要业绩承诺	(1) 尽快完成每年新探明储量在国土部门的备案工作，在投资人退出时评估基准日前完成增资时纳入矿权评估范围但未备案的金属储量的备案工作。 (2) 加快采矿工程的扩建，使其与已核实的资源储量相匹配。在本次增资后【3】年内办理完成金石坡锌锡矿【60 万吨】采矿许可证。 (3) 加快推进“十三五”规划中的地质找矿规划，尽快完成每年新探明储量在国土部门的备案工作，包括但不限于完成铜街-曼家寨矿区 360 万吨采矿扩建工程、300 万吨/年含矿废土（石）综合回收项目、金石坡矿区开发项目、马关县矿产资源整合等。 (4) 保持主要生产经营活动技术指标稳定，且不得低于 2015 年该经营指标的【90%】。公司年采矿贫化率不高于 4.7%，采矿损失率不高于 2.5%，锌回收率不低于 88%，锡回收率不低于 46%。其他经营指标由各方另行约定。
分红承诺	在投资人完全退出前，每年均应向届时股东进行现金分红，全部现金分红金额应为不低于当年实现净利的【10%】。
公司治理	增资完成后，华联锌铟董事会总共将有 7 席，其中投资人有权提名 1 席。

资料来源：公司公告

图 17：2016 年云锡集团债转股实施方案



资料来源：小组分析

4.3 评价：云锡集团市场化债转股向好

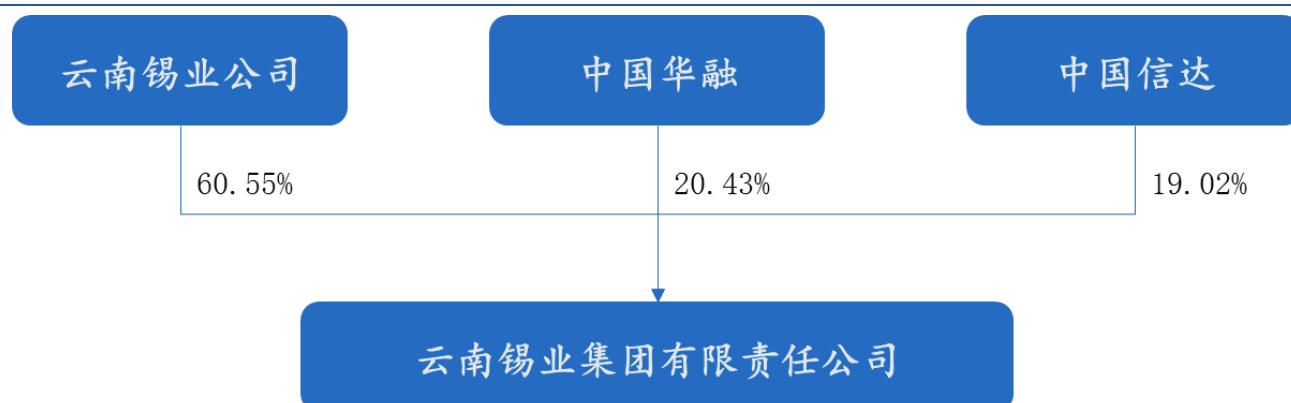
4.3.1 公司曾有过债转股成功先例

2002 年 2 月，云南锡业公司（现云南锡业集团（控股）有限责任公司）与中国华融资产管理公司、中国信达资产管理公司共同组建云南锡业集团有限责任公司用以实现债转股，降低杠杆率。2015 年，中国华融和中国信达退出时共计获得 100254 万元，是当初转股价值的 3.07 倍，云锡集团将这部分资产对应

的 32,574 万元注册资本注销，对净资产和现金流也造成了较大负担。

4.3.2 集团资源优势显著，产量处于市场龙头地位

图 18：2002 年云锡公司债转股实施方案



资料来源：中投证券

截至 2016 年 3 月底，公司拥有及控制的采矿权 19 个、探矿权 21 个，其中锡矿 22 个、铜矿 1 个、铅锌矿 14 个、镍矿 1 个，保有有色金属资源储量 699.27 万吨，其中锡金属 98.04 万吨，占中国储量 1/3 以上、世界储量 1/10 以上，铜金属 127.31 万吨，锌金属 423.86 万吨，铟金属 0.63 万吨等。而公司地质勘探区域仅为其所在矿区的 20%，进一步找矿前景广阔。

表 4：云锡集团资源储量及主要产品产量

	主要矿山资源储量（万吨）	公司主要产品产量（万吨）
锡	98.04	7.86
铜	127.31	9.84
铅	29.76	3.70
锌	423.86	13.27
镍	19.67	0.11
合计	699.27	34.78

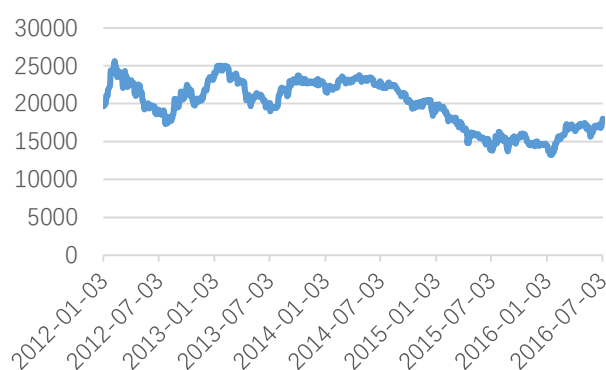
资料来源：公司公告

公司依靠进口先进设备和世界领先的冶炼、化工、加工技术，锡、铅、铜三类有色金属主要产品的产能及其产量都处于国内龙头水平，并借力上市子公司锡业股份加大有色金属贸易业务的推进力度。但同时也要关注到由于镍价持续下跌，市场价格与成本倒挂，公司于 2015 年 9 月暂停生产镍产品的情况。

4.3.3 经营状况已触底反弹，上市子公司净利润扭亏为盈

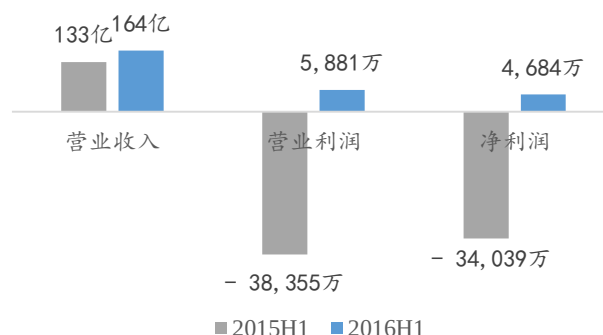
2016 年以后，国际锡价因全球供给方大规模减产而小幅度回升，目前处于稳定通道。国内市场在进入“十三五”结构化转型升级期后，对有色金属和贵金属业的预期也更加乐观。公司可以发挥在锡行业多年积累的资源、品牌、技术和人才优势，加强做优以锡为主的有色金属和贵金属两大主产业，做好以锡为主的有色金属和贵金属两大主产业。以锡为主要产品的上市子公司锡业股份就在 2016 年完成了净利润的扭亏为盈，毛利率也在 2016 年有了显著回升。

图 19: LME: 锡 (现货结算价)



资料来源: Wind

图 20: 上市子公司锡业股份 2016 半年度业绩



资料来源: 公司公告

同时公司也会改变战略方向, 收缩涉足房地产领域的战线, 使资金尽快回笼。云锡集团为其 100% 控股子公司西房公司向中航信托申请的信托贷款 8 亿元提供担保, 后因项目销售出现困难, 代为偿还了该笔负债本息, 加重了公司 2015 年的现金流困难。目前, 西房公司开发项目已开始正常运转, 公司预计 A2 地块剩余房源可于 2016 年售毕, 并根据市场状况适时启动 A1、A2、A3 地块的后续建设, 改善云锡房地产的现金流状况。而针对昆明、重庆两地地产项目整体投资支出大、现金回收速度不理想的问题, 云锡集团决定未来 3~5 年内陆续退出来领域, 转而对公司拥有的 8000 多亩国拨土地进行开发利用。

4.3.4 公募基金模式可分散风险, 并提供战略支持

公募基金吸纳社会资金, 可以充分分散投资风险, 比单一定向的债转股模式更稳健。同时建设银行旗下建信信托作为基金管理人, 可以提高投资人的积极性, 使其积极参与云锡集团的战略发展制定中去, 公司良好的业绩发展进一步优化债务, 降低银行债务风险负担, 形成一个良性循环。

增资的第一个项目华联锌铟表现就非常乐观。2015 年 10 月, 锡业股份完成以发行股份为对价向云锡集团、博信天津购买华联锌铟 75.74% 的股份的重组计划, 成为华联锌铟控股母公司。一方面, 华联锌铟产业链完整, 经营模式成熟, 并拥有丰富且优质的矿产储备资源, 铟、锡、锌三种金属的储量分别居全国第一、全国第三、云南省第三, 成就了云锡集团锡、铟双龙头的市场地位。另一方面, 华联锌铟周边延伸的矿脉、矿带还有较大的找矿潜力, 潜在开发价值较高, 是云锡控股的最具竞争力和发展潜力的业务板块。2015~2017 年华联锌铟的业绩承诺分别为 4.97 亿元、5.91 亿元和 6.81 亿元, 其 2015 年实际营收 21.61 亿元、净利润 4.87。

基于云锡集团丰富矿藏资源和坚实的市场地位, 其目前正在运作的扩展性项目和未来可能获批的项目都可成为优质的投资标的。例如根据国家产业政策要求而推进的厂区搬迁和技术设备升级项目, 公司将投资 35.37 亿元在个旧远郊新建厂区, 并对现有工艺进行重构优化以提高生产技术水平, 该项目正处于搬迁的前期工作。此外, 公司拟募投资 21.17 亿元新建年产 10 万吨锌、60 吨铟冶炼技改项目, 现已完成土地征用前期工作。

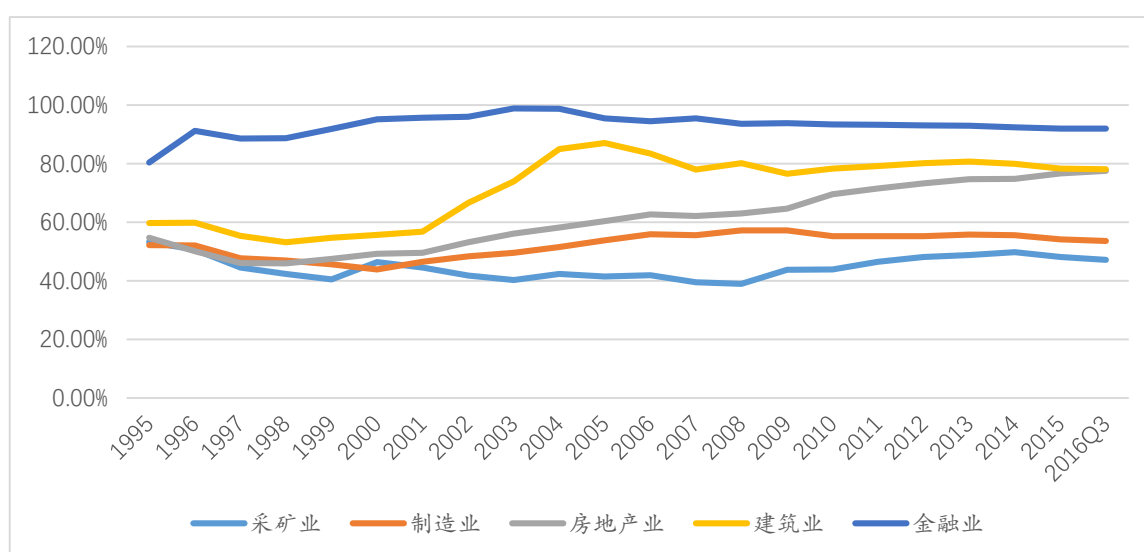
5. 市场化债转股的作用和意义

5.1 对于企业——不仅仅是降杠杆，重点是股权增值

5.1.1 补充企业资本金，降低杠杆率

市场化债转股从直观上来看，能够降低企业的财务杠杆，减少财务费用支出。对于处于财务困境的公司，债转股使得企业度过了最困难的时期，从而避免破产命运。对于没有处于经营困境的公司，本轮债转股同样帮助企业降低杠杆率，调整资产负债水平。

图 21：分行业资产负债率比较



资料来源：Wind

从上图可以看出，从 2001 年开始各行业的资产负债率有所上升，其中建筑业、房地产业以及制造业资产负债率较高，这也是本轮债转股重点关注的企业。

表 5：本轮债转股涉及公司前后的资产负债率比较

企业	方案概述	16Q3	负债率下降
武钢集团	与建设银行共同成立武钢转型发展基金，规模为 240 亿元，首期武钢出资 20 亿元，筹集社会化资金 100 亿元	69.91%	10%
云锡集团	与建设银行签订近 50 亿的市场化债转股投资协议，未来基金总规模将达到 100 亿	80.71%	15%
西宁特钢	向 9 名特定投资者发行股份，筹集资金 52 亿元偿还银行贷款	94.52%	20.71%
南京医药	向 8 名特定投资者筹资不超过 20 亿元，其中 17 亿元偿还公司银行贷款或有息债务	81.11%	12.59%
中国一重	向公司控股股东一重集团非公开发行股票，筹集资金 15.51 亿元	62.56%	4.26%

资料来源：小组分析

5.1.2 改善企业带来股权增值效应

由于债转股的逻辑在于实施机构获取企业一定的控制权，实施机构能够借此机会整改公司，使其经营改善，获得股权增值，从而获利。这是市场化债转股能够成功的关键。

表 6：债转股对企业资产负债表的影响

项目	变化	影响
总资产	—	
总负债	↓	杠杆率降低，利息压力减缓，改善企业盈利能力
所有者权益	↑	股权被稀释，公司治理能力改善

资料来源：东吴证券

5.1.3 有助于改善企业的盈利能力

在本轮市场化债转股的过程中，银行等金融实施机构可以对核心有前景的企业增资扩股。而企业通过增加成员企业净资本，增加其核心竞争力。同时有前景的成员企业利息压力减缓，自身发展能力增强。

5.1.4 有助于公司提高公司治理能力

市场化债转股影响企业的资本结构，股本比率得到提高。对于实施机构介入企业投资，能够借助这些资产管理公司的专业能力，帮助企业整改，推动公司治理。从公司治理的角度来看，能够促进国有企业完善现代企业制度，提高生产经营能力，加快产业转型升级。

5.2 对于银行——带来新的机遇

5.2.1 银行处置不良资产的一个机遇

商业银行不良贷款从 2013 年开始持续反弹，银行处置不良资产的动力增强，而债转股作为一种政策性工具，为银行提供了多一种的处理方式。

5.2.2 市场化债转股为银行提供新的业务机会

全社会直接融资手段占比越来越高，银行转型压力增加。而市场化债转股有望成为银行新的战略机遇。银行能够在本轮市场化债转股的机会中推动不良资产证券化，多渠道补充银行资本来源。债转股的标的资产有望从不良资产的范围扩大，资产范围的扩大给银行的业务发展带来了机遇。

长期来看，银行在对企业债转股的过程中有着信息优势，恰当选择目前经营困难的行业龙头公司进行市场化债转股，银行可以将当前的损失，通过便宜的价格进行债转股，经济复苏后高价出售股权或获得基金收益的方式，为银行带来市场化债转股的巨大潜在收益。

5.2.3 有利于提升银行估值

援引《财新周刊》的报道本轮债转股规模将达到 3 年 1 万亿的水平。考虑到《关于市场化债转股的指导意见》规定“三鼓励四禁止”的企业标准，实际

能够参与债转股的企业要具备一定的造血能力，因此贷款应该仍以正常类和关注类为主。通过测算，债转股每年对银行业净利润的潜在影响在 2%-3% 左右。

我们以银行 2016 年中报为起点大致推算，如果各家银行的不良贷款中有 10% 做债转股转出，已经计提拨备的比例是 100%，转让贷款价格 30%，那么银行的不良贷款率会相应下降，拨备可以转回，从而账面利润上升。各家银行账面利润的变化如下表所示：

表 7：银行债转股前后账面利润变化

银行	转让前		转让后		净利润同比增长
	不良率	拨贷比	不良率	拨贷比	
工商银行	1.55%	2.22%	1.40%	2.16%	2.96%
建设银行	1.63%	2.48%	1.47%	2.42%	3.10%
农业银行	2.40%	4.26%	2.16%	4.18%	4.85%
中国银行	1.47%	2.28%	1.32%	2.22%	3.39%
交通银行	1.54%	2.32%	1.39%	2.26%	3.68%
招商银行	1.83%	3.45%	1.65%	3.39%	3.75%

资料来源：国泰君安证券

市场普遍关注银行账面不良率和真实不良率之间的关系，债转股有助于银行环节不良率升高的压力，缓解市场上对银行资产质量的担忧，和对银行板块估值的长期压制。

5.3 对于实施机构——利好机会

本轮市场化债转股的实施机构包括银行的全资子公司，资产管理公司（AMC），保险资管公司以及国有资本投资运营公司等。从目前已经实施的案例来看，银行的全资子公司和 AMC 机构是本轮债转股的主体。

对于实施机构，如果选择恰当的债转股公司标的，实施机构有机会以较低的价格介入问题企业的投资，并通过投资机构的专业实力推动企业整改，获取回报，当经济复苏时期，债转股的标的企业大幅增长，实施机构股权从二级市场退出将获得非常可观收益。

5.4 利于经济市场修复

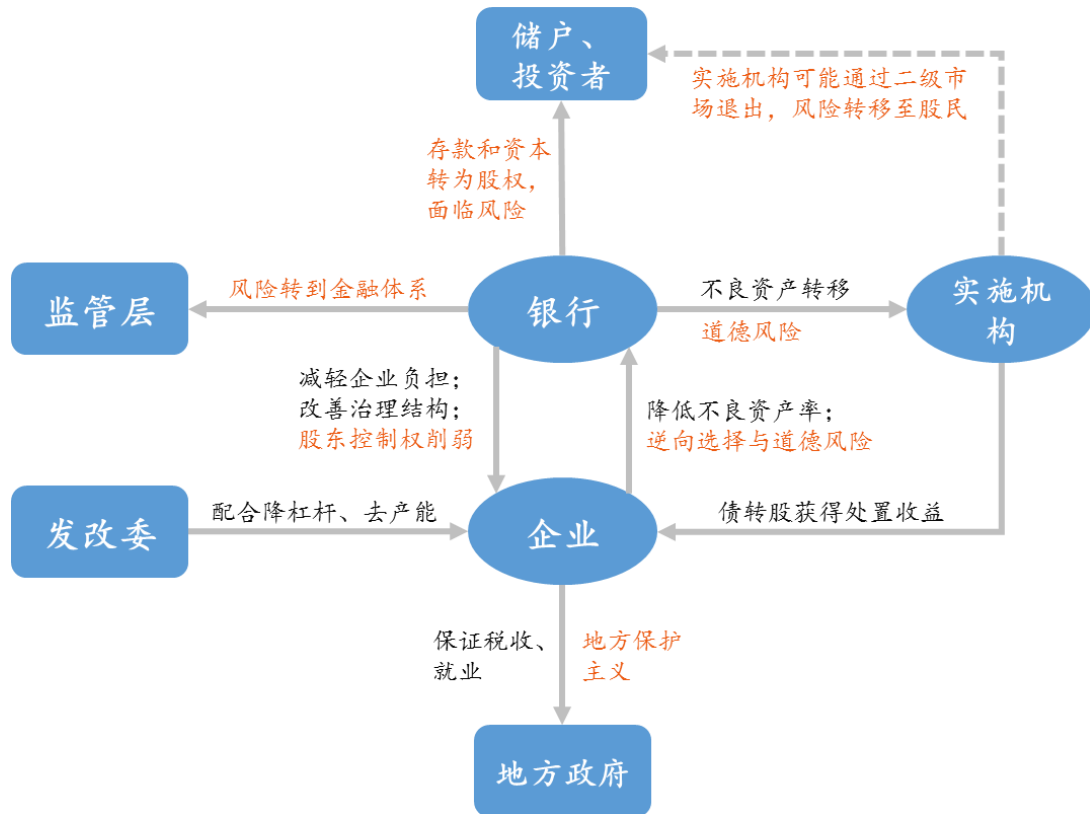
市场化运作对社会资本是一次机会。除了资产管理公司 AMC 以外，市场化债转股中，信托、租赁以及小贷公司、互联网金融公司也会加入进来，充分调动社会资本。

在央行行长最近两次提及控制信贷增长的背景下，人民银行副行长范一飞表示：“由于债务结构优化、存量资产盘活，会提高金融资源的利用效率、加快货币流通速度，实际上相对慢一些的资产信贷和社会融资规模增速，也能够满足实体经济的融资需求。”（范一飞 2016.10.10 国家新闻办新闻发布会）阐释了市场化债转股以后，对于全社会的经济修复起到积极的作用。

6 本轮债转股可能存在的风险点分析

上一轮债转股的主体（银行、企业、AMC）均为国有性质，而本轮市场化债转股在操作中涉及的利益将更加复杂，多方独立主体之间博弈的过程将很容易滋生风险。

图 22：本轮债转股中的多方利益主体博弈



资料来源：小组分析

探讨风险点之前，我们先从一个简单的静态博弈模型出发，首先考虑实施机构与企业的博弈关系。实施机构面对两类企业，一类是通过债转股减轻债务负担后可以改善经营管理、转变机制和优化治理结构而扭亏为盈的企业，另外一类是通过债转股仍扭亏无望的企业。首先假定实施机构和债转股企业都拥有完全信息。市场化的债转股由各相关主体依据政策导向自主协商而定，在这样的语境下，实施机构对于企业的不良债务有债转股和不转两个选项，企业也有争取债转股和争取不转两个选项：

图 23：债转股实施机构与企业的博弈战略图

		实施机构	
		转	不转
企业	争	$R(1-r-t)+D-C, \alpha D+rR+C-D$	$D-\delta D-C, \delta D+C-\Theta D$
	不争	$R(1-r-t)+D, \alpha D+rR-D$	$D-\delta D, \delta D-\Theta D$

资料来源：小组分析

D 为企业不良债务,同时也是银行的不良资产。 α 为处置债权时的折扣率,则 αD 为实施机构持有股权的市场价值。C 为企业为了争取成为债转股对象而进行寻租活动所花费的成本,这同时也是实施机构的收益。R 为债转股后企业可获得的利润现值, r 为股息率,表示实施公司拥有的利润索取权利, t 为税率。 δ 为不进行债转股方式而通过其他各种努力方式可收回不良资产的比例,根据经验这一比例通常很低。 Θ 为不进行债转股时,实施机构将承担的银行不良资产比例,因为本轮债转股明确表示政府不兜底损失,因此债转股不成功时实施机构的收益含 $-\Theta D$ 。

若企业可以扭亏为盈, $R > 0$, 不争是这一类企业的占优策略, $\alpha D + rR - D > \delta D - \Theta D$ 即 $rR > (1 + \delta - \Theta - \alpha)D$ 时,债转股是实施机构的占优策略。当企业成功盈利时,纳什均衡为(不争,转)。当企业为扭亏无望的类型时,企业最终进入破产清算, $R = 0$, $\alpha = 0$, 占优策略均衡同时也是唯一的纳什均衡为(不争,不转)。

结合这个简化的模型,我们将从不同主体的角度来分析本轮债转股中可能存在的风险点。

银行在债转股的过程中可能过于强势,天然存在道德风险。实施公司若作为银行控股子公司,其面向本银行的债权开展市场化债转股时利益与债权银行基本一致,掌握的信息也较为完全。但指导意见对于银行向非本行所属实施机构转让债权实施转股持鼓励态度,由于利益不一致情况的存在,现实操作中可能会面临道德风险的问题。债权银行一方面将不良资产剥离出售给实施机构从而清洗资产负债表,但同时对于那些暂时遇到困难、但未来可能升值的资产却不愿放手。因此作为最了解不良债权核心信息的一方,银行在债转股的过程中可能过于强势,存在道德风险。

债转股还可能会被企业视为“免费午餐”,需警惕逆向选择与道德风险。就本轮债转股目前已有的案例来看,实施机构多为银行控股子公司如建银国际等,对于企业信息的掌握情况本身较高,因此上述博弈模型的完全信息假设具有合理性,企业不争均为占优策略。但在现实中总会有信息不对称的情况存在。我国目前深受债务负担压力的企业数目甚为庞大,在争取成为债转股对象的过程中,很可能出现濒临破产企业力争不破产、具有偿还能力的企业却不偿还的风险。同时,债转股可以在较短时间内减少企业债务水平和利息负担,而一旦债转股得以成为企业降杠杆的普遍选择,企业就可以轻易减少负债。这反而会降低企业改善内部管理、完善激励机制的动力,也就无法从根本上解决企业杠杆率过高的问题。这种激励扭曲对那些优质企业则更得显不公平,其经营得当,却白白丧失了扩充资本金的机会。

尽管上述模型是从企业与实施机构博弈的角度出发,但**实施过程中可能会面临地方保护主义的壁垒**。从地方政府角度来看,尽管本轮债转股给出了负面清单,严禁已失去生存发展前景扭亏无望的“僵尸企业”等参与债转股,但出于维稳和政绩的考虑,地方政府可能不愿让“僵尸企业”进入破产程序,而是采取拖延观望的态度,长期用财政资金输血、提供优惠政策或者政府信用背书的方式维持其“僵而不死”的状态。据中国人民银行条法司报告,在已有的上轮企业债转股案例中,部分地方政府不但不履行剥离非经营性业务、分流人员的承诺,反而暗中助长一些企业私卖股权和转移企业资产的行为。而本轮实际操作中,地方政府可能会与地方 AMC 联合,将一些未来并没有可预期盈利的企业转化为股权,人为地拉长风险暴露的时间,而这些不良股权无疑会成为风险隐患。

从整个市场的角度来看,市场化的债转股很可能面临供需不匹配的情况,通过债转股来降杠杆的效果恐不达预期。由于产能过剩行业和效率低下的企业的股权价值并不高,很可能不会首先作为银行以及实施机构的债转股对象,但

这些企业又恰恰正是急需降杠杆的企业。于是最终完成债转股的企业会比预计要少得多，市场化的债转股很可能供需不匹配，绝大多数企业还要通过其他的途径降低企业杠杆率。

此外，**阶段性持股的短期性不利于企业长期发展，可能成为债转股后企业面临新的问题。**实施机构从盈利角度考虑，其实都不会做长期股东，最后还是会上市，未来风险大概率只是从间接融资的银行体系转移到了直接融资的资本市场，而 A 股的中小股东可能为此买单。阶段性持股的短期性不利于企业长期发展，这对于帮助企业降杠杆的意义从长远来看将是收效甚微的。

7 展望与思考

实施主体究竟是四大资产管理公司、地方 AMC 还是银行专设控股子公司，这将是未来博弈的关键点之一。一方面，四大国有 AMC 已经积累了较为丰富的不良资产行业经验和人才资源，在风险识别和资产处置方面都更胜商业银行一筹。而从地方 AMC 的股东背景看，一些富有一级市场投资经验的金融机构甚至实业机构都参与其中，这些企业在经营管理方面能够为债转股企业提供更多建议。仅就这个角度而言，以上两者对于企业在公司治理方面的经验要优于银行的控股子公司。但另一方面，上一轮不良处置到目前仍然没有完全收尾，四大 AMC 公司的资本状况可能难以完全消化所有的债转股需求；而银行成立的专司债转股业务的全资子公司因为银行本身的信息优势会掌握债务公司更多的相关信息，即使对于交叉银行间交叉债转股而言，其对于转股项目的情况也相对于体系外更具信息优势。这有利于缩短处置时间，进行更为有效的定价，同时体系内的债权划转将更为高效，有助于最大限度将处置收益留存于银行体系内。因此综合以上分析和已有的案例来看，**银行（或联合其他机构及企业等）设立股权投资基金，吸引 AMC 与其他社会投资者成为劣后级或夹层投资者可能是目前最可行的方向。**

但其实无论具体实施机构会倾向于哪一类，必须要明确的一点是，**实施机构如何帮助企业走上正轨需作为其核心任务。**债转股的意义并不仅仅是收购银行不良资产，降低企业财务杠杆，而是新股东获取企业一定控制权，对其运营治理结构和管理层进行“严厉或痛苦”的调整，以减缓当期的利息收入换取未来企业价值的提升。

债转股并非全面解决方案，而应该是一个覆盖整个系统的全面计划的有机组成部分。尽管债转股作为一项技术性方案在应对上述问题中能发挥作用，但其本身并非全面的解决方案。为使这些技术性方案帮助解决公司债务水平过高以及更普遍的银行不良资产的系统性问题，一个覆盖整个系统的全面计划是不可或缺的。IMF 提出，除了应对其社会后果（尤其是扶助下岗职工）外，该计划还应包括：银行积极确认和处理不良贷款；评估问题企业的可持续经营状况，对可持续经营的企业进行重组，对不可持续经营的企业进行破产清算；强化包括《企业破产法》在内的公司重组框架；发展问题债务市场等。以上方案有助于将劳动力、资本和信贷等资源配置到生产率更高的领域。从而，与适当的宏观经济政策和结构性改革一道，共同支持中国更广泛的经济转型，以实现可持续的增长模式。