

更多优质项目及内部干货
扫描二维码关注“小镇投融资圈”微信服务号
<http://www.fundtown.net/nhzc/>



【小镇投融资圈内部私享】专辑，精彩继续.....

南湖私募基金研究报告

[2017] 第3期



市场化债转股实施情况分析

南湖互联网金融学院*

2017年9月6日

* 南湖互联网金融学院是南湖基金小镇的配套研究机构。



报告摘要：

债转股签约项目梳理：协议金额超一万亿元。

根据国家发改委统计，各类实施机构与钢铁、煤炭、化工、装备制造等行业中 70 余家高负债企业达成市场化债转股协议，协议金额超过 1 万亿元。由于债转股资金框架协议签订数据尚未公开，根据不完全统计，截至 2017 年 8 月 22 日，共 63 个债转股项目公开披露签约情况，共涉及 54 家企业，总金额达 8144.08 亿元。

从行业分布看，债转股签约行业，主要集中在煤炭、钢铁行业，尤其煤炭行业，比重最大，签约规模为 3335 亿元，占总的签约债转股规模达 47%，签约项目个数为 23 个，占总的债转股签约个数比重达 41.07%。

从银行方面看，仍以五大行为主，建行居首。截至 7 月底，建设银行已与 41 家企业签订总额 5442 亿元的市场化债转股框架协议，到位资金 488 亿元。农业银行已经与 15 家企业签署总额约 2300 亿元债转股合作协议。工商银行方面，根据已经披露签约的债转股框架协议，与山东黄金集团、广州越秀集团、广东省水电集团、山钢集团等十余家企业的债转股框架协议金额也超过了 1500 亿元。

债转股落地项目梳理：

已成功落地的项目有 12 个，涉及金额 985.73 亿元，为签约规模的 11%，其中有 9 个项目是有上市公司的。实施主体有 8 家是建行，金额为 565.73 亿元，占目前债转股落地金额的 57.4%。煤炭和钢铁行业债转股项目落地不论是规模还是数量占比重较大，从地区上看，山西和陕西两省份债转股项目落地较快。

五大行债转股进展：

五大行均申请新设立专门的“债转股”实施机构，建行以 120 亿注册资本成立了全资子公司建信金融资产投资有限公司，工行以 120 亿投资设立工银金融资产投资有限公司、农行以 100 亿投资设立农银金融资产投资有限公司、中行拟以 100 亿成立子公司中银金融资产投资有限公司、交行拟以 100 亿设立交银资管。其中建信金融和农银金融均已开业，工银金融和中银金融也通过了银监会的审批。

本轮银行实施债转股大部分采用的是**基金模式**。据中信建投证券测算，这一轮市场化债转股规模可达 9.45 万亿元。



目录

一、签约情况	2
(一) 总体情况	2
(二) 行业分布	2
(三) 银行分布	2
二、项目落地情况	3
三、五大行市场化债转股进展	4
四、本轮债转股模式	5
五、本轮债转股规模评估	8
附录:	9
附录 1.中国银监会关于建信金融资产投资有限公司开业的批复	9
附录 2.中国银监会关于农银金融资产投资有限公司开业的批复	11
附录 3.中国银监会关于筹建筹建工银金融资产投资有限公司的批复 ..	13
附录 4.中国银监会关于筹建中银金融资产投资有限公司的批复	14



一、签约情况

（一）总体情况

根据国家发改委统计，截至 2017 年 8 月 22 日，各类实施机构与钢铁、煤炭、化工、装备制造等行业中具有发展前景的 70 余家高负债企业积极协商谈判达成市场化债转股协议，协议金额超过 1 万亿元¹。

已签约债转股企业，是上市公司或下属企业有上市公司的企业个数占比达 82.14%，其余未有上市平台公司的也多数有上市预期，这为最后的债转股股权退出做铺垫。债转股企业一般是大型企业。在签约项目中，总资产超千亿的企业占比为 67.86%，员工人数过万的企业占比为 73.21%。

（二）行业分布

债转股签约行业，主要集中在煤炭、钢铁行业，尤其煤炭行业，比重最大，签约规模为 3335 亿元，占总的签约债转股规模达 47%，签约项目个数为 23 个，占总的债转股签约个数比重达 41.07%。钢铁行业签约规模为 1130 亿元，占总的签约规模的 15.93%，签约项目个数有 8 个，占总的债转股签约个数的比重为 14.29%。交通运输、建筑材料、有色金属的签约规模排在其后，分别为 880 亿元、750 亿元、650 亿元，占总签约规模比重分别为 12.40%、10.57%、9.16%。这三个行业签约项目个数也较多，交通运输、有色金属、建筑材料的签约个数分别为 7 个、6 个和 5 个。

（三）银行分布

银行方面，仍以五大行为主，建行居首。截至 7 月底，建设银行已与 41 家企业签订总额 5442 亿元的市场化债转股框架协议，到位资金 488 亿元。农业银行已经与 15 家企业签署总额约 2300 亿元债转股合作协议。工商银行方面，根据已经披露签约的债转股框架协议，与山东黄金集团、广州越秀集团、广东省水电集团、山钢集团等十余家企业的债转股框架协议金额也超过了 1500 亿元。交通银行与阳

¹ 本部分所讨论债转股项目为本轮债转股项目，即特指 2016 年国务院“54 号文”发布以来，根据该文件精神指导所进行的市场化、法治化债转股。



煤集团、广西交通投资集团、中国建材等企业签约的债转股规模也有千亿元。而中国银行目前在五家大行中，披露出来的债转股签约数量较少。

总体来说，目前签约债转股实施企业最积极的银行是建行，签约主体主要是国有企业，除五大行外，城商行、金融资产管理公司等金融机构也陆续加入。签约行业集中在煤炭、钢铁等重资产行业，地区主要分布在山西、陕西、甘肃、山东、河南等省份。已签约的债转股的企业通常拥有优质资产，下属企业有上市公司或有上市预期，具有较强的融资能力，一般为行业或地方龙头企业，盈利能力较强，但杠杆率高、短期债务压力较大。

二、项目落地情况

表1 本轮债转股落地项目情况

序号	转股企业	企业性质	有无上市公司	实施银行	金额(亿元)	落地(亿元)	行业
1	武钢集团	央企	有	建行	240	100	钢铁
2	无锡集团	民企	有	建行	100	50	有色金属
3	山东能源	省属国企	有	建行	210	94.5	煤炭
4	山西焦煤	省属国企	有	建行	250	20	煤炭
5	焦煤集团	省属国企	有	建行	250	150	煤炭
6	太钢集团	省属国企	有	工行	100	40	钢铁
7	陕煤化集团	省属国企	有	陕西金资、北京银行	400	100	煤炭
8	南钢集	民企	有	建行	30	30	钢铁



	团						
9	陕煤化集团	省属国企	有	中国人寿、陕西金资、北京银行	500	250	煤炭
10	甘肃公航旅	省属国企	无	浦发银行	100	30	交通运输
11	淮北矿业	省属国企	无	建设银行	未披露	51.23	煤炭
12	河南能源化工集团	省属国企	无	建设银行	未披露	50	化工

注：根据公开资料整理，时间截至 2017 年 8 月 22 日。

已成功落地的项目有 12 个，涉及金额 985.73 亿元，为签约规模的 11%，其中有 9 个项目是有上市公司的。实施主体有 8 家是建行，金额为 565.73 亿元，占目前债转股落地金额的 57.4%。煤炭和钢铁行业债转股项目落地不论是规模还是数量占比重较大，从地区上看，山西和陕西两省份债转股项目落地较快。

三、五大行市场化债转股进展

表 2 五大行设立债转股实施机构情况

母公司	子公司	注册资本(亿)	进展	核准机构住所
建设银行	建信金融资产投资有限公司	120	2017.4.11 银监会同意筹建， 2017.7.20 银监会批复开业， 2017.8.2 挂牌开业	北京市西城区丰盛胡同 22 号丰铭国际大厦 A 座 5 层
农业银行	农银金融资产投资有限公司	100	2017.4.14 银监会同意筹建， 2017.7.27 银监会批复开业， 2017.8.9 开业运营	北京市东城区建国门内大街乙 18 号院 2 号楼 9 层
工商银	工银金融资产投资有	120	2017.4.25 银监会	



行	限公司		同意筹建	
中国银行	中银金融资产投资有限公司	100	2017.5.19 银监会同意筹建	
交通银行	交银资管	100	2017.1.20 公司公告拟设立	

注：根据《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》（征求意见稿），商业银行新设债转股实施机构，是指商业银行经银监会批准，在中华人民共和国境内设立的，主要从事银行债权转股权及配套支持业务的非银行金融机构。

四、本轮债转股模式

本轮债转股最大的特点是强调市场化、法治化。没有既定的模式，只要能达到预期效果、解决实际问题，都可以采用。本轮债转股并不是企业面临资金链断裂、危机式的债转股，而是债转股各方主体根据自己实际情况，做出的对债权人、债务人、实施主体更优化的债务处置策略，更多是通过协商达到双方共赢的结果。少了政策性约束，由市场说了算，因此，本轮债转股呈现出更丰富多彩的模式和特点。

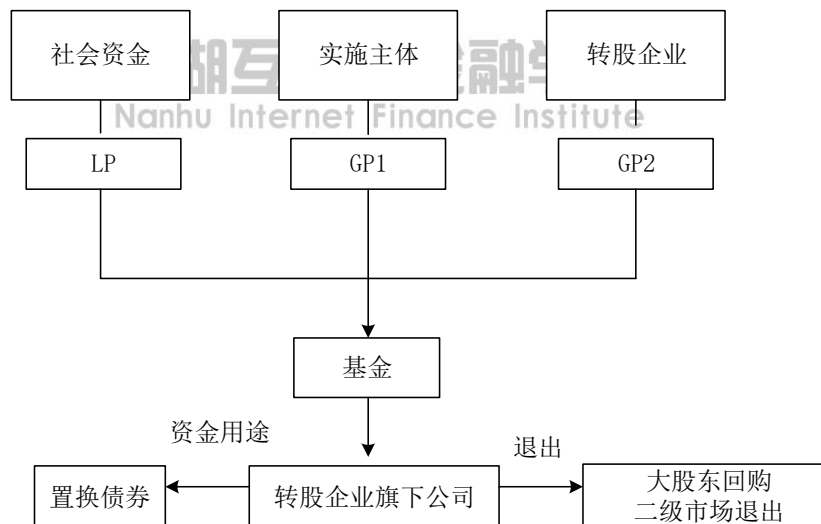


图1 基金模式交易结构图

按处置债权和转股的先后顺序，大体可以分为先股后债和先债后股两种模式。先股后债是先入股后还债，先债后股是先承接债权再将债权转为股权。先股后债模式下比较有代表性的是基金模式，即由银行实施主体、转股企业、社会资金成立



基金，然后以基金形式入股企业，置换出企业债权。银行实施债转股大部分采用的是基金模式。

基金模式备受市场青睐原因有两个。第一，先股后债这种巧妙设计，避免了对债权打折，同时减少了道德风险、操作风险等。因为一旦涉及债权打折，就面临债权估值，打折力度就很难谈拢。打折力度太大，存在利益输送的风险，银行具体经办人员也没有动力；打折力度太小，企业转股积极性受挫，而且谈判涉及债权、股权等利益相关者较多，交易成本提升，且很难达成一致意见，造成交易很难实现。所以银行有选择地置换正常或关注类债权，这样可以以账面价值 1:1 的比例转为股权，从而规避债转股定价难题。第二，本轮市场化债转股市场化募集资金也需要基金这种形式进行。此外，不同的债转股项目，风险、回报都不相同，需要通过基金方式进行隔离。

基金模式交易结构如图 1 所示，基金可以是单 GP，也可以双 GP，也可以是双 LP，LP 资金也可以做优先、劣后分层，优先级对接的资金一般是银行理财等安全性要求较高的资金，劣后一般由银行实施主体认购。

案例：

建行和武钢集团债转股：

（一）操作步骤：第一步，成立 GP（一般合伙人）/LP（有限合伙人）；第二步，用基金募集的钱偿还银行贷款；第三步：按照定价，基金将偿还贷款的钱转换成公司股票；第四步：基金成为公司股东，成为主动管理者；第五步：基金退出。

如下图：

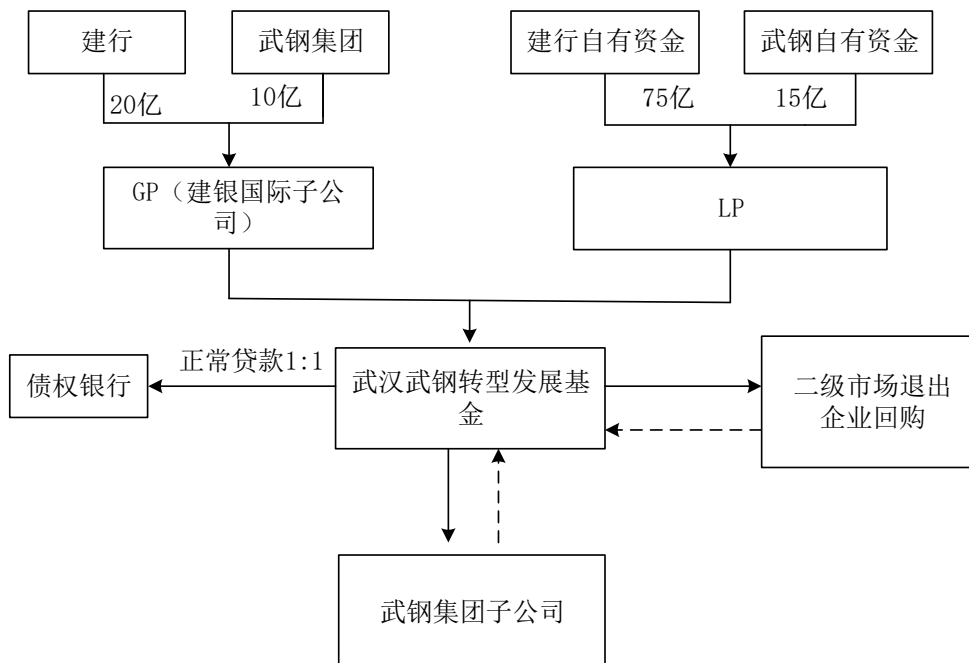


图 2 建行和武钢集团债转股方案

(二) **实施主体**：不直接通过银行，建行与武钢集团共同设立的武汉武钢转型发展基金，管理人为建行集团旗下具备基金管理人资格的子公司建银国际有限公司和建信资本管理有限责任公司。

(三) **资金来源**：GP 的出资比例约 1：2，武钢出资 10 亿元，建行出资 20 亿元；LP 的出资比例为 1：5，武钢出资 15 亿元，建行出资 75 亿元。建行与武钢集团的首期转型发展基金 120 亿元资金已到位，该基金共两只总规模 240 亿元。

(四) **定价机制**：债权定价：正常贷款按照 1：1 债股比例定价，问题贷款一般以在 3-4 折折扣率进行折价，再结合对应资产的抵质押状况、资产负债表估算出破产清算情况下的现金价值（由专业第三方机构负责评估）。武钢是正常贷款，建行主导的基金以 1：1 的企业账面价值承接债务。股权定价：上市公司可结合市价，形成合理的估值区间后，双方进行谈判确定交易价格。9 月末，武钢公布方案，武钢股份停牌价为 3.17 元/股，转股价就在 3 元左右的这个区间范围内。非上市公司也可参考同类市场价值，通过不同的估值方法互相验证，形成合理的估值区间后，双方进行谈判确定交易价格。

(五) **退出机制**：股权投资+回购。集团到期债务最后退出的方式主要是投资的子公司未来上市或装入主板的上市公司中，通过二级市场退出或者通过新三板、区



域股权交易上市等方式退出。同时，建设银行也将设定一定的业绩条件和公司治理的要求，如不达标，将会要求其母公司按照一定的条件回购股份。

五、本轮债转股规模评估

据中信建投证券测算，这一轮市场化债转股规模可达 9.45 万亿元。

（一）测算办法

基于已有的项目，总结债转股的潜在标的特征：1.本轮债转股的主要目的是为了降低杠杆率，那么标的企业的资产负债率必然较高，起码超过行业平均的资产负债率；2.总资产应居于前列，体量大的公司，这样的公司往往是一个行业的龙头企业或者一个省的支柱性企业，对经济发展影响较大；3.对于强周期行业可以适当放宽其他条件。

具体筛选分为两步：

第一步是负面清单，即删除债转股可能性不大的企业。资不抵债企业风险较大、违约企业予以排除；公司名称中含有国有资产或国有资本的企业予以排除；企业是否是纯粹的融资平台很难判定，就直接将列在银监会名单上的公司筛除。

第二步是正面清单。根据特点分析，择股标准定为：

强周期行业（仅含煤炭钢铁行业）：1.总资产行业内排名和省内排名分位数之一超过 50%；2.资产负债率超过行业平均资产负债率；

非强周期行业：1.总资产行业内排名和省内排名分位数之和超过 120%；2.资产负债率超过行业平均资产负债率；

没有行业资产负债率的行业：1.行业内排名和省内排名分位数之和超过百分之 120；2.资产负债率分位数大于 50%。

（二）测算结果

通过以上两步共计筛选出 822 个债券发行人，这 822 个企业债转股的可能性较大。这 873 个企业去除子公司后总资产规模为 90.4512 万亿元，而发改委表示债转股能够普遍降低企业杠杆率 10-20 个百分点。因此如果假设这 873 家企业全部债转股，并平均降低 10 个百分点的话，债转股总规模将达到 9.45 万亿。



附录：

附录 1.中国银监会关于建信金融资产投资有限公司开业的批复

中国银行业监督管理委员会

银监复[2017]203 号

中国银监会关于 建信金融资产投资有限公司开业的批复

建信金融资产投资有限公司（筹）：

《关于建信金融资产投资有限公司申请开业的请示》（建信投资报〔2017〕1 号）收悉。经审核，现批复如下：

一、同意建信金融资产投资有限公司开业。

二、核准机构中文名称为：建信金融资产投资有限公司；英文名称为：CCB Financial Asset Investment Co., Ltd.。

三、核准机构住所为：北京市西城区丰盛胡同 22 号丰铭国际大厦 A 座 5 层。

四、建信金融资产投资有限公司注册资本为 120 亿元人民币，全部由中国建设银行股份有限公司出资。

五、建信金融资产投资有限公司在银监会关于商业银行新设债转股实施机构相关管理



办法出台之前，按以下业务范围开展业务：

- （一）突出开展债转股及配套支持业务；
- （二）依法依规面向合格社会投资者募集资金用于实施债转股；
- （三）发行金融债券，专项用于债转股；
- （四）经银监会批准的其他业务。

六、核准谷裕建信金融资产投资有限公司董事长的任职资格；核准张明合建信金融资产投资有限公司执行董事、总裁的任职资格；核准刘广良、刘兴华建信金融资产投资有限公司非执行董事的任职资格；核准修琦建信金融资产投资有限公司副总裁兼首席风险官的任职资格；核准江飏建信金融资产投资有限公司副总裁兼首席市场官的任职资格；核准谢海玉建信金融资产投资有限公司副总裁兼首席投资官的任职资格。

七、核准《建信金融资产投资有限公司章程》（详见附件）。

八、接此批复文件后，建信金融资产投资有限公司（筹）应按照有关规定办理开业前手续，自领取营业执照之日起6个月内开业。未能按期开业的，应在开业期限届满前1个月向银监会提交开业延期报告。开业延期不得超过一次，开业延期的最长期限为3个月。未在规定期限内开业的，本开业核准文件失效。

九、建信金融资产投资有限公司要完善公司治理，建立健全风险管理和内部控制等组织架构和规章制度体系，按照审慎经营原则，制定各项业务规则和程序。业务活动应符合国家法律法规、金融监管部门规章要求，不得与银监会审慎监管要求相冲突，并做好信息披露。在银监会关于商业银行新设债转股实施机构管理办法出台之后，应符合管理办法有关营业范围、业务规则和风险管理等要求。

十、建信金融资产投资有限公司要按监管要求报送经营情况、财务报告、风险状况等



监管资料，及时报告重大事项。



建信金融资产投资
有限公司章程.doc

附件：建信金融资产投资有限公司章程

2017年7月20日

附录 2.中国银监会关于农银金融资产投资有限公司开业的批复

中国银行业监督管理委员会

银监复[2017]210号

中国银监会关于 农银金融资产投资有限公司开业的批复

农银金融资产投资有限公司（筹）：

《农银金融资产投资有限公司（筹）关于农银金融资产投资有限公司开业的请示》（农银投筹发〔2017〕2号）收悉。经审核，现批复如下：

一、同意农银金融资产投资有限公司开业。

二、核准机构中文名称为：农银金融资产投资有限公司；英文名称为：ABC Financial Asset Investment Co., Ltd.。

三、核准机构住所为：北京市东城区建国门内大街乙18号院2号楼9层。

四、农银金融资产投资有限公司注册资本为100亿元人民币，全部由中国农业银行股



份有限公司出资。

五、农银金融资产投资有限公司在银监会关于商业银行新设债转股实施机构相关管理办法出台之前，按以下业务范围开展业务：

- （一）突出开展债转股及配套支持业务；
- （二）依法依规面向合格社会投资者募集资金用于实施债转股；
- （三）发行金融债券，专项用于债转股；
- （四）经银监会批准的其他业务。

六、核准姜海洋农银金融资产投资有限公司董事长的任职资格；核准杜东升农银金融资产投资有限公司执行董事、总裁的任职资格；核准益虎农银金融资产投资有限公司副董事长的任职资格；核准刘峰、彭祖佑农银金融资产投资有限公司非执行董事的任职资格。

七、核准《农银金融资产投资有限公司章程》（详见附件）。

八、接此批复文件后，农银金融资产投资有限公司（筹）应按照有关规定办理开业前手续，自领取营业执照之日起6个月内开业。未能按期开业的，应在开业期限届满前1个月向银监会提交开业延期报告。开业延期不得超过一次，开业延期的最长期限为3个月。未在规定期限内开业的，本开业核准文件失效。

九、农银金融资产投资有限公司要完善公司治理，建立健全风险管理和内部控制等组织架构和规章制度体系，按照审慎经营原则，制定各项业务规则和程序。业务活动应符合国家法律法规、金融监管部门规章要求，不得与银监会审慎监管要求相冲突，并做好信息披露。在银监会关于商业银行新设债转股实施机构管理办法出台之后，应符合管理办法有关营业范围、业务规则和风险管理等要求。



十、农银金融资产投资有限公司要按监管要求报送经营情况、财务报告、风险状况等监管资料，及时报告重大事项。

附件：农银金融资产投资有限公司章程

2017年7月27日

附录 3.中国银监会关于筹建筹建工银金融资产投资有限公司的批复

中国银行业监督管理委员会

银监复[2017]146号

中国银监会关于筹建 筹建工银金融资产投资有限公司的批复

工银金融资产投资有限公司筹备组：

《工银金融资产投资有限公司筹备组关于筹建工银金融资产投资有限公司的请示》（工银报〔2017〕73号）收悉。经审核，现批复如下：

- 一、同意筹建工银金融资产投资有限公司。
- 二、你筹备组应严格按照有关法律法规要求办理筹建事宜，自批复之日起6个月内完成筹建工作。
- 三、筹建工作接受中国银监会的监督指导。筹建期间不得从事金融业务活动。
- 四、筹建工作完成后，应按照规定和程序向中国银监会提出开业申请。

2017年4月25日



附录 4.中国银监会关于筹建中银金融资产投资有限公司的批复

中国银行业监督管理委员会

银监复[2017]166号



中国银监会关于 筹建中银金融资产投资有限公司的批复

中银金融资产投资有限公司筹备组：

《关于筹建中银金融资产投资有限公司的请示》（中银报〔2017〕179号）收悉。经审核，现批复如下：

- 一、同意筹建中银金融资产投资有限公司。
- 二、你筹备组应严格按照有关法律法规要求办理筹建事宜，自批复之日起6个月内完成筹建工作。
- 三、筹建工作接受中国银监会的监督指导。筹建期间不得从事金融业务活动。
- 四、筹建工作完成后，应按照有关规定和程序向中国银监会提出开业申请。

2017年5月19日



重要声明:

南湖互联网金融学院（以下简称“本学院”）是一家秉承“求真、务实、守正、创新”精神的市場中立型机构。学院以市场化方式引领中国私募基金、互联网金融等的应用型研究，在高质量研究的基础上提供培训、咨询、会议等服务，推动相关金融领域健康发展。

本报告仅供本学院的客户使用，本学院不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于本学院认为可信的公开资料，但本学院及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。

本报告知识产权为本学院所有。未经本学院书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为南湖互联网金融学院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。



南湖基金小镇
微信公众号：nanhujijinxiaozhen



南湖基金小镇-投融圈
微信公众号：jjxztrq



南湖互联网金融评论
南湖互联网金融学院官方微信

南湖互联网金融评论
微信公众号：NIFIRewiew



南湖互联网金融学院手机站

南湖互联网金融学院
网址：www.nifi.org.cn