

中國銀行業 - 債轉股全面鋪開箭在弦上，實行方案漸趨明朗

中國銀行業

同步大市

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

- ❖ **債轉股呼之欲出，實施方案逐漸明朗。**截至 2016 年第三季，中國商業銀行的不良貸款率為 1.76%，環比上升 0.01 個百分點；而撥備覆蓋率則進一步下降至 175.5%，環比減少 0.4 個百分點。不良貸款率的持續上升伴隨著撥備覆蓋率的不斷下降已成為近年來中國銀行業的一大趨勢。現時，銀行業的資產品質仍然面臨下行的壓力，我們認為該趨勢未來仍將持續。市場對於銀監會披露的不良貸款數據始終存在一些質疑的聲音，我們同樣對於數據的可信性持保留意見。我們認為，現時被歸類為正常及關注類的貸款，未來面臨著被重新分類至不良貸款的壓力；這主要是由於過去幾年在五級貸款的分類中，可能存在較明顯的人為判斷偏差、不合理的貸款展期和“借新還舊”所致。在這樣的背景下，中國的商業銀行必須要為自己的穩健經營與持續發展找到一條有效處置不良資產的道路。「債轉股」曾在 1990 年代大展拳腳，成為當時化解銀行業龐大的不良貸款、幫助國企擺脫虧損困境的一劑良方。而在今年，債轉股又重新回到了市場的視野。作為未來處置不良貸款的主要方式之一，我們認為本次債轉股計劃為銀行帶來了許多不確定性，不過與此同時，它的實施方式也逐漸明朗化起來。
- ❖ **債轉股進程取得實質性進展，五家國有商業銀行在實施方式層面策略相似。**儘管此前已有其他國有商業銀行與企業簽訂了債轉股方案，但在實施機構的設立上，農業銀行（1288 HK）則是第一個取得突破的銀行。該行於 11 月 22 日率先公告，將成立全資子公司農銀資產管理有限公司，註冊資本人民幣 100 億元，主要從事債轉股相關的轉換、收購、持有、管理、處置等業務。國務院在早前下發的《關於市場化銀行債權轉股權的指導意見》中明確指出，除國家另有規定外，銀行不得直接將債權轉為股權，但銀行新設機構可以作為債轉股的實施機構。因此，這些銀行之下的資管公司未來將成為企業債轉股之後直接持股的股東。市場預期，另外四家國有銀行也將採取與農行相同的戰略，通過成立全資子公司，參與到債轉股的進程中。
- ❖ **實施債轉股，首要任務是風險隔離與專業化操作。**在上世紀 90 年代的那次債轉股中，政府是主導者，而實施機構則是為此特別設立的四家國有資產管理公司；與之不同的是，在此次債轉股中，我們預期銀行將在其中扮演更為積極主動的角色。我們認為，銀行設立新機構來實施債轉股，主要是出於以下兩個原因：1）隔離風險，包括道德風險以及操作風險；2）對新債轉股進行專業化操作。政府強調，新債轉股將通過市場化方式進行，並遵循法制化原則，因此我們預期，傳統的四大資管公司以及商業銀行新設立的資管公司，將成為此次債轉股的主要實施機構。政府同時鼓勵其他金融機構參與其中，包括保險公司旗下資管公司，以及國企旗下投資公司等。對於銀行而言，在最終退出債轉股股東的這一角色之前，還有很長一段路要走，並且路途之中也將充滿不確定性。我們認為，相較於自身直接參與債轉股業務，商業銀行透過新設立的資管公司參與債轉股，是出於對於風險隔離和專業化操作的充分考量，是一個更為恰當的選擇。

❖ **新債轉股中潛在的不確定性。**儘管政府和監管部門都不斷重申，本次債轉股的目標企業是那些具有長期發展潛力、但暫時在經營中遇到困難的公司，而銀行也傾向於選擇在那些貸款分部在正常類或關注類的公司。然而即便如此，我們仍然應該注意到債轉股在未來的發展上所面對的諸多不確定性，主要包括以下幾個方面：

1. 投資沒有兜底保障。政府鼓勵銀行獨立籌措資金來參與本次債轉股，資金來源包括銀行的財富管理業務以及與債轉股公司專門成立的基金。至於在已經披露的債轉股項目中主要使用的成立債轉股基金，其投資者預計將包括保險公司、社保基金或其他相關類金融行業公司。但是，投資者可能面臨許多風險，因為在非政府主導的債轉股中，政府不再為目標企業兜底，因此這些參與債轉股的資金也難有保本保證。
2. 企業管治風險。在企業的債權轉為股權之後，銀行將作為股東，積極參與到目標企業的日常經營管理中，幫助其提升企業價值，同時也是為了銀行自身未來在退出時取得良好回報而奠定基礎。不過，在持有企業股權期間，銀行可能因為缺乏管理企業的相關經驗而面臨企業管治上的風險。根據早前的媒體報道，中國建設銀行（939 HK）在與企業訂立債轉股方案時，為保障自身日後順利退出，或與目標企業簽訂有條件的遠期回購協議。
3. 不成熟的退出機制。對於銀行而言，他們持有企業股權的最終目的是要回收現金，成為企業的股東只是一時的權宜之計。但目前來看，本次債轉股的退出機制不甚明朗，特別是對於未上市的企業，屆時銀行如何退出，仍然有待更多細節的披露。此外，在最終退出前，銀行持有企業股權的時期可能會很長。從企業的債權人變為它的股東，有可能對銀行自身利益造成損害，尤其是當目標企業難以恢復元氣，最終走向破產，身為股東的銀行將排在清償順序的末尾，極有可能難以收回任何資產。

未來幾年，我們預計商業銀行的不良貸款將會加速暴露。根據我們的保守估計，2016 年至 2018 年，我國商業銀行的不良貸款率將分別為 1.93%、2.45% 及 2.90%。在沒有政府兜底的情況下，在遵循市場主導和法治化原則的前提下，我們認為新一期債轉股消化不良貸款的能力將弱於上一次債轉股。我們相信，本次債轉股將對高槓桿的企業產生更多積極作用；而對於銀行，則是更多的未知數。

除了資產品質面臨較大下行壓力這一挑戰之外，我們認為中國銀行業未來幾年也整體面臨著增速放緩、表外業務監管日趨嚴格以及互聯網金融公司迅速擴張等多方面的挑戰和調整。但我們同時認為，銀行業面臨的諸多可預見的挑戰已經反映在其較低的估值裡了，特別是國有五大銀行，其 2017 年彭博平均預測市賬率已低至 0.68 倍。我們認為港股上市的優質的中國銀行都在等待估值重估的機會，因此我們給與中國銀行板塊 2017 年的評級為**同步大市**。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。