

中国银行业 - 债转股全面铺开箭在弦上，实行方案渐趋明朗

中国银行业

同步大市

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

- ❖ **债转股呼之欲出，实施方案逐渐明朗。**截至 2016 年第三季，中国商业银行的不良贷款率为 1.76%，环比上升 0.01 个百分点；而拨备覆盖率则进一步下降至 175.5%，环比减少 0.4 个百分点。不良贷款率的持续上升伴随着拨备覆盖率的不断下降已成为近年来中国银行业的一大趋势。现时，银行业的资产品质仍然面临下行的压力，我们认为该趋势未来仍将持续。市场对于银监会披露的不良贷款数据始终存在一些质疑的声音，我们同样对于数据的可信性持保留意见。我们认为，现时被归类为正常及关注类的贷款，未来面临着被重新分类至不良贷款的压力；这主要是由于过去几年在五级贷款的分类中，可能存在较明显的人为判断偏差、不合理的贷款展期和“借新还旧”所致。在这样的背景下，中国的商业银行必须为自己的稳健经营与持续发展找到一条有效处置不良资产的道路。「债转股」曾在 1990 年代大展拳脚，成为当时化解银行业庞大的不良贷款、帮助国企摆脱亏损困境的一剂良方。而在今年，债转股又重新回到了市场的视野。作为未来处置不良贷款的主要方式之一，我们认为本次债转股计划为银行带来了许多不确定性，不过与此同时，它的实施方式也逐渐明朗化起来。
- ❖ **债转股进程取得实质性进展，五家国有商业银行在实施方式层面策略相似。**尽管此前已有其他国有商业银行与企业签订了债转股方案，但在实施机构的设立上，农业银行（1288 HK）则是第一个取得突破的银行。该行于 11 月 22 日率先公告，将成立全资子公司农银资产管理有限公司，注册资本人民币 100 亿元，主要从事债转股相关的转换、收购、持有、管理、处置等业务。国务院在早前下发的《关于市场化银行债权转股权的指导意见》中明确指出，除国家另有规定外，银行不得直接将债权转为股权，但银行新设机构可以作为债转股的实施机构。因此，这些银行之下的资管公司未来将成为企业债转股之后直接持股的股东。市场预期，另外四家国有银行也将采取与农行相同的战略，通过成立全资子公司，参与到债转股的进程中。
- ❖ **实施债转股，首要任务是风险隔离与专业化操作。**在上世纪 90 年代的那次债转股中，政府是主导者，而实施机构则是为此特别设立的四家国有资产管理公司；与之不同的是，在此次债转股中，我们预期银行将在其中扮演更为积极主动的角色。我们认为，银行设立新机构来实施债转股，主要是出于以下两个原因：1) 隔离风险，包括道德风险以及操作风险；2) 对新债转股进行专业化操作。政府强调，新债转股将通过市场化方式进行，并遵循法制化原则，因此我们预期，传统的四大资管公司以及商业银行新设立的资管公司，将成为此次债转股的主要实施机构。政府同时鼓励其他金融机构参与其中，包括保险公司旗下资管公司，以及国企旗下投资公司等。对于银行而言，在最终退出债转股股东的这一角色之前，还有很长一段路要走，并且路途之中也将充满不确定性。我们认为，相较于自身直接参与债转股业务，商业银行透过新设立的资管公司参与债转股，是出于对于风险隔离和专业化操作的充分考量，是一个更为恰当的选择。

❖ **新债转股中潜在的不确定性。**尽管政府和监管部门都不断重申，本次债转股的目标企业是那些具有长期发展潜力、但暂时在经营中遇到困难的公司，而银行也倾向于选择在那些贷款分部在正常类或关注类的公司。然而即便如此，我们仍然应该注意到债转股在未来的发展上所面对的诸多不确定性，主要包括以下几个方面：

1. 投资没有兜底保障。政府鼓励银行独立筹措资金来参与本次债转股，资金来源包括银行的财富管理业务以及与债转股公司专门成立的基金。至于在已经披露的债转股项目中主要使用的成立债转股基金，其投资者预计将包括保险公司、社保基金或其他相关类金融行业公司。但是，投资者可能面临许多风险，因为在非政府主导的债转股中，政府不再为目标企业兜底，因此这些参与债转股的资金也难有保本保证。
2. 企业管治风险。在企业的债权转为股权之后，银行将作为股东，积极参与到目标企业的日常经营管理中，帮助其提升企业价值，同时也是为了银行自身未来在退出时取得良好回报而奠定基础。不过，在持有企业股权期间，银行可能因为缺乏管理企业的相关经验而面临企业管治上的风险。根据早前的媒体报道，中国建设银行（939 HK）在与企业订立债转股方案时，为保障自身日后顺利退出，或与目标企业签订有条件的远期回购协议。
3. 不成熟的退出机制。对于银行而言，他们持有企业股权的最终目的是要回收现金，成为企业的股东只是一时的权宜之计。但目前来看，本次债转股的退出机制不甚明朗，特别是对于未上市的企业，届时银行如何退出，仍然有待更多细节的披露。此外，在最终退出前，银行持有企业股权的时期可能会很长。从企业的债权人变为它的股东，有可能对银行自身利益造成损害，尤其是当目标企业难以恢复元气，最终走向破产，身为股东的银行将排在清偿顺序的末尾，极有可能难以收回任何资产。

未来几年，我们预计商业银行的不良贷款将会加速暴露。根据我们的保守估计，2016 年至 2018 年，我国商业银行的不良贷款率将分别为 1.93%、2.45% 及 2.90%。在没有政府兜底的情况下，在遵循市场主导和法治化原则的前提下，我们认为新一期债转股消化不良贷款的能力将弱于上一次债转股。我们相信，本次债转股将对高杠杆的企业产生更多积极作用；而对于银行，则是更多的未知数。

除了资产品质面临较大下行压力这一挑战之外，我们认为中国银行业未来几年也整体面临着增速放缓、表外业务监管日趋严格以及互联网金融公司迅速扩张等多方面的挑战和调整。但我们同时认为，银行业面临的诸多可预见的挑战已经反映在其较低的估值里了，特别是国有五大银行，其 2017 年彭博平均预测市账率已低至 0.68 倍。我们认为港股上市的优质的中国银行都在等待估值重估的机会，因此我们给与中国银行板块 2017 年的评级为**同步大市**。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。