

2016-5-4

行业研究(深度报告)

 评级 **看好** 维持

建材行业
回顾历史，洞察未来

分析师 范超
 (8621)68751757
 fanchao@cjsc.com.cn
 执业证书编号: S0490513080001

联系人 李金宝
 (8621)68751757
 lijib2@cjsc.com.cn

联系人 王文文
 (8621)68751757
 wangww1@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
------	------	------

市场表现对比图(近12个月)


资料来源: Wind

相关研究

- 《周期底部回升，却尴尬缺失弹性》2016-5-2
- 《周期的边际改善，成长的景气防御》2016-5-2
- 《水泥价格平稳，玻纤短期存上行预期，推荐中国巨石、中材科技》2016-4-24

报告要点
■ 债转股必须知道的关键点

债转股主要有三种操作方式以及三种退出方式。在我国 1998 年债转股中采用第二种方式成立四大 AMC 认购对口银行一定数额的不良资产。在不良资产转接后，商业银行不良率以及资本充足率得到大幅改善，债转股标的的盈利也出现好转。近期关于债转股重启甚嚣尘上，从基本面来看，也确实存在债转股的需求。我们认为本轮债转股和上轮相比在承接主体、资金来源以及处置对象上都将和上轮有所区别。

■ 涅槃重生——实例分析

——北京水泥厂实例分析。债转股前累计借款本金 10 亿元。1999 年其母公司北京建材集团和信达资产管理股份有限公司签署全国首个债转股协议，将信达持有的 6.7 亿债务转化为水泥厂股份。债转股完成之后企业费用大幅降低经营逐步走向正规。2010 年母公司上市平台金隅股份以 6.24 亿元收购信达持有的 66.1% 的水泥厂股份，实现退出。

——兰州平板玻璃厂实例分析。债转股前，公司亏损严重，负债合计达 7.4 亿，资产负债率 95%。2001 年 10 月，兰玻与有关方签订债转股协议得到批复：由华融等 5 家公司成立兰州蓝天浮法股份有限公司，华融、信达将合计持有的 3.1 亿借款债务转换为公司股权。转股后公司资产结构、财务费用以及盈利能力得到了大幅提升。AMC 后期通过股份回购与转让相结合的方式实现退出。

■ 建材行业债转股梳理

从经营情况、资产负债情况、产能过剩情况以及承担社会责任来看，建材行业并非对债转股最为迫切需要的行业；从另一个角度考虑，作为债转股市场化的一个重要条件，资本进入之后需要有效清晰地退出机制，且时间不能太久，否则资金成本也将成为考虑因素之一。而建材行业目前并未处于周期最底部。相对于钢铁、煤炭行业退出需要更长时间。

通过对上轮债转股的研究并结合目前各方信息，我们依据控股股东为国企背景、企业近三年盈利情况、资产负债率以及利息支出公司业绩弹性影响等角度对行业公司进行梳理，得出债转股对于亚泰集团、瑞泰科技、中航三鑫、天山股份、青松建化业绩弹性影响较大。然而对于水泥行业来说，需求端短期内难以出现反转而供给端产能过剩严重背景下，债转股只能起到边际改善的作用。但随着市场对于债转股的不断认可，存在一定的主题博弈机会。

目录

债转股必须知道的关键点.....	4
债转股的退出.....	4
1998 年债转股概况.....	5
四大 AMC 的成立——信达、东方、长城、华融.....	5
债转股效果显著.....	6
债转股标的的筛选原则.....	6
新一轮债转股开启将近.....	7
这一轮会有什么不同?.....	8
涅槃重生(一)——北京水泥厂实例分析.....	8
债转股前企业状况.....	8
北京水泥厂债转股方案.....	10
债务处理是关键.....	10
债转股对公司的影响.....	10
信达的退出路径.....	10
涅槃重生(二)——兰州平板玻璃厂实例分析.....	11
债转股前企业状况.....	11
兰州玻璃厂债转股方案.....	12
债转股基本思路.....	12
债转股对公司的影响.....	12
华融、信达的退出路径.....	13
建材行业债转股梳理.....	13
建材行业债转股公司筛选.....	15
债转股只能起到改善局部作用.....	17

图表目录

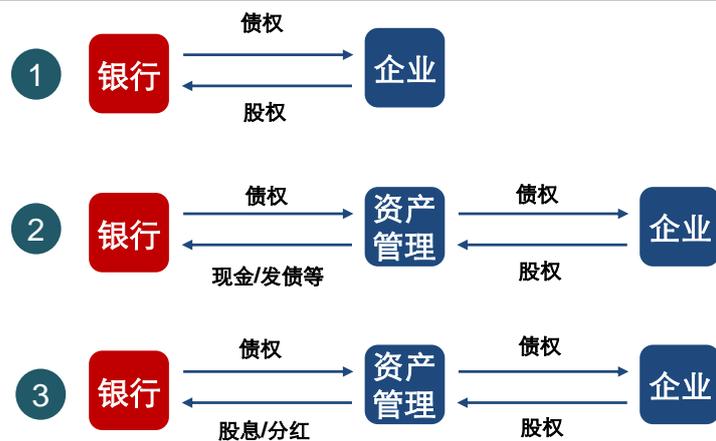
图 1: 债转股操作的三种形式.....	4
图 2: 债转股退出的三种形式.....	4
图 3: 四大 AMC 的成立.....	5
图 4: 华融资产经营模式.....	6
图 5: 不良资产转接完成后商业银行不良率大幅下降.....	6
图 6: 商业银行资本充足率也有一定幅度的改善.....	6
图 7: 商业银行的不良贷款余额以及不良率节节攀升.....	8

图 8: 北京水泥厂成立之初即亏损严重	9
图 9: 截止 1998 年共计银行欠款本息 10.21 亿元	9
图 10: 债转股前后公司主要财务数据变化	12
图 11: 毛利率: 钢铁<玻璃<煤炭<水泥	13
图 12: 净利率: 钢铁<煤炭<玻璃<水泥	13
图 13: 现收比: 钢铁<水泥<玻璃<煤炭	14
图 14: 资产负债率: 玻璃<煤炭<水泥<钢铁	14
图 15: 负债总额 (借款、应付款): 玻璃<水泥<煤炭<钢铁	14
图 16: 产能利用率: 钢铁<煤炭<玻璃<水泥	14
图 17: 就业人数: 玻璃<水泥<钢铁<煤炭	15
图 18: 税收总额: 玻璃<钢铁<水泥<煤炭	15
表 1: 近期债转股新闻汇总	7
表 2: 北京水泥厂贷款细项	8
表 3: 北京水泥厂债转股后股权结构	10
表 4: 兰州平板玻璃厂费用情况	11
表 5: 兰州玻璃厂债转股后股权结构	12
表 6: 建材行业国企背景企业梳理	15
表 7: 建材行业相关公司盈利及负债情况	16
表 8: 建材行业相关公司利息支出对业绩弹性影响	17

债转股必须知道的关键点

债转股即银行通过特定方式将对企业的债权转化为对企业的股权。具体来说目前主要的操作方式有三种：**1) 银行直接将企业的债权转化为股权。**这种方式虽最为直接，但受限于银行监管制度的相关规定以及资本金的制约，此类方式并未大规模采用；**2) 银行按照一定的定价规则将债权出售给第三方如 AMC 等，由其将债权转换为股权。**此方式由于可以突破银行制度制约，在 1998 年得到大规模应用；**3) 银行将企业的股权交由金融资产管理公司代为经营托管，并从资产管理得到股息分红等。**

图 1：债转股操作的三种形式



资料来源：公开信息，长江证券研究所

债转股的退出

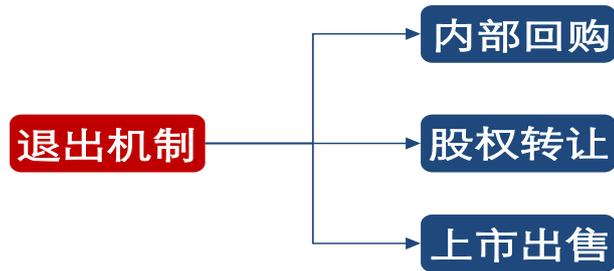
债转股退出机制主要包括三种：**1) 内部回购；2) 股权转让；3) 上市出售、置换**

——**内部回购。**股权回购是指上市公司利用盈余所得用自有资金或债务融资以一定的价格购回公司本身已经发行在外的普通股即资产管理公司等所持股份,将其作为库藏股或按相关规定进行注销。

——**股权转让。**股权转让即 AMC 与公司达成协议将其所持公司股份转让给第三方。第三方可以是公司原有股东，也可以引进战略投资者以改善企业的法人结构。

——**上市出售、置换。**指企业在 AMC 帮助下，不断改善自身的经营情况，并利用 AMC 在资本运作以及政策优惠等方面优势建立现代企业制度并将企业整体或者部分优质资产整合进行 IPO 上市。上市后 AMC 可以利用二级市场交易或者股权交易等方式来将所持股份进行套现或者置换为上市资产对应股份。

图 2：债转股退出的三种形式



资料来源：公开信息，长江证券研究所

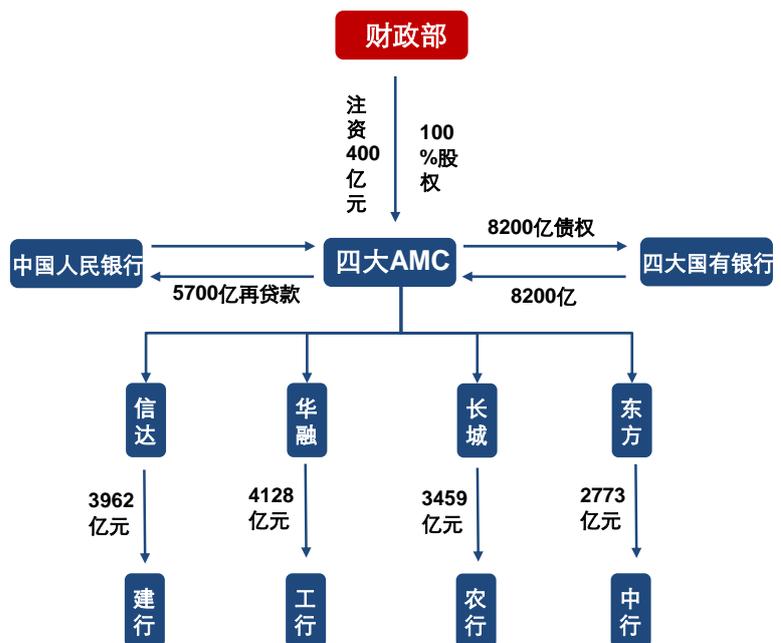
1998 年债转股概况

1998 年，由于受东南亚金融危机以及我国国内灾害等影响，我国经济增速下滑明显，长期以来依赖出口和投资的增长模式出现了严重的弊端。国有企业经营大面积亏损，举步维艰，接近 40% 的国有企业出现亏损，大量到期的贷款、债券等负债无法按期偿还，商业银行面临大量不良资产违约风险。为解决我国经济运行中的这颗债务“地雷”，国家于 1999 年启动了债转股项目，并于当年成立四大资产管理公司（AMC）。

四大 AMC 的成立——信达、东方、长城、华融

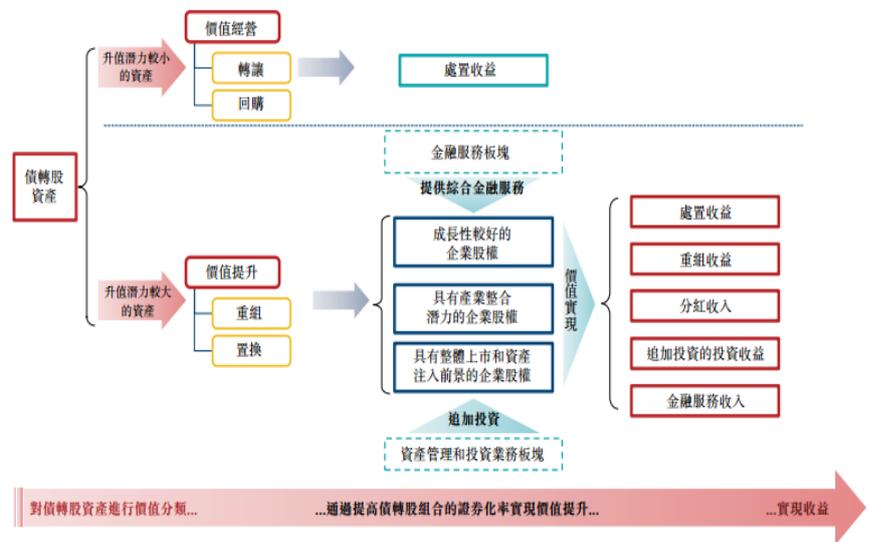
1999 年我国相继成立信达、东方、长城、华融四家 AMC。由财政部向每家出资 100 亿元持有其全部股份，并提供担保向中国人民银行取得再贷款 5700 亿元。此后四大 AMC 向四大商业银行共发债券获得 8200 亿元融资额度。以上述资金组成认购资金，各 AMC 分别认购指定商业银行一定份额的不良资产，共计 1.4 万亿。

图 3：四大 AMC 的成立



资料来源：公开信息，长江证券研究所

图 4：华融资产经营模式



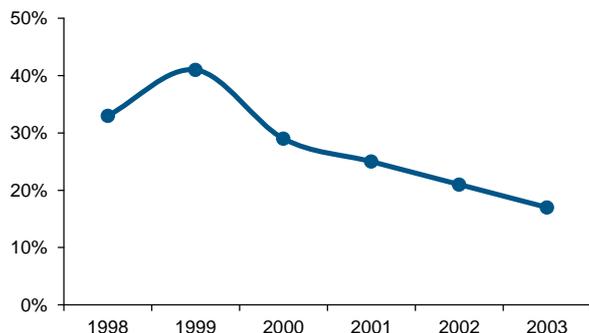
资料来源：华融资产香港上市 IPO 书，长江证券研究所

债转股效果显著

在 2000 年四大 AMC 接收各商业银行不良资产完成之后，四大商业银行的不良贷款率以及资本充足率得到了大幅度的改善。基本解除了债务这颗可能引起我国银行体系崩盘的“炸弹”。

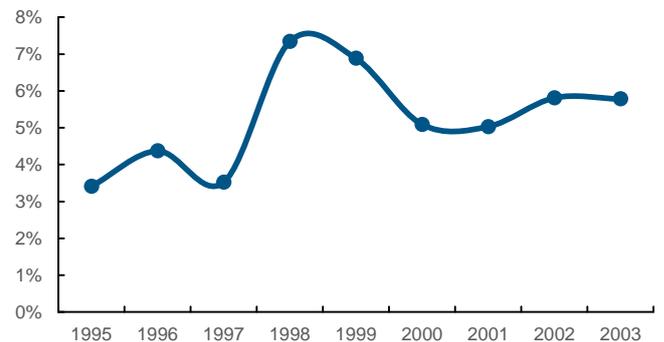
从企业盈利改善来看，据国家经贸委公布的情况，截止 2001 年底，在经国家确定的 580 家债转股企业中已完成债转股方案评审工作的有 569 户，金额 3951 亿元。其中进行债转股企业的资产负债率由 70% 降至 50% 左右，80% 的债转股企业盈利得到改善。

图 5：不良资产转接完成后商业银行不良率大幅下降



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：商业银行资本充足率也有一定幅度的改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

债转股标的筛选原则

在市场化条件下，并非所有企业都可以进行债转股。能够进行债转股的企业一定是未来通过改善经营可以以一定途径进行套现的企业。为了明确实施债转股企业的选择标准，

国家经贸委于 1999 年 7 月发布了《关于实施债权转股权托若干问题的实施意见》，明确债转股企业必须具备以下几点要求：

- 1) 具备竞争力的产品；
- 2) 装备工艺先进，符合环保要求；
- 3) 债务关系清晰，财务状况规范；
- 4) 现有或更换后经营管理层具备较强竞争力；
- 5) 逐步建立现代企业制度，在得到地方政府配合前提下实施各项改革。

新一轮债转股开启将近

近期有关新一轮债转股重启受到了各方大量的关注。而本轮对债转股的讨论始于 3 月 10 日，相关媒体报道称央行正在起草债转股相关文件；3 月 24 日，李克强总理更是直接谈到如何用市场化办法进行债转股；4 月 5 日则传出政府计划批准约一万亿元人民币债转股规模，正式的债转股实施方案最快或于 4 月份正式推出。

表 1：近期债转股新闻汇总

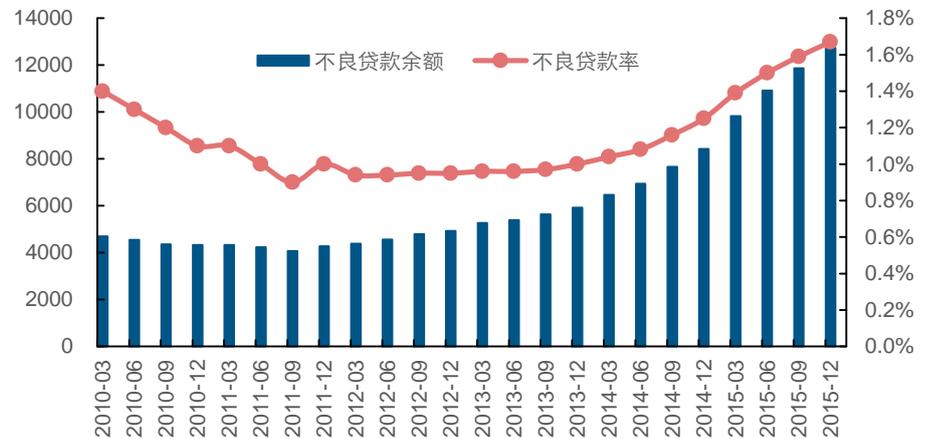
时间	信息源	新闻内容
2016 年 3 月 10 日	央行	外媒报道称，中国央行有关司局已在起草相关银行债转股文件，将允许商业银行将企业的不良贷款置换为股权，此举意在帮助银行抑制正在上升的不良资产率。中国拟出台的全新的债转股方案文件，将由国务院特批，以突破商业银行法限制。
2016 年 3 月 16 日	银监会	银监会主席尚福林：债转股工作目前正在研究，债转股不像一些媒体说的那样简单，还需要进行一系列制度设计、政策准备才能推开。商业银行不能投资于非银行企业股票。
2016 年 3 月 23 日	建行	建行董事长王洪章在博鳌论坛“经济的韧性”分论坛上表示，到目前为止还没有看到新一轮债转股方案，如果实施，作为银行董事长首先要考虑股东权益。不见得债转股的都是不良资产，有些财物指标好的也可能债转股；还需要一系列政策使得债转股流通更顺畅。
2016 年 3 月 24 日	李克强	李克强：金融领域推动全方位监管的改革。还在探索怎么用市场化的办法进行债转股，逐步降低企业杠杆率。
2016 年 4 月 3 日	国开行	财新援引一位国开行高层称，首批债转股规模为 1 万亿元，预计在三年甚至更短时间内，化解 1 万亿元左右规模的银行潜在不良资产。报道还提及，债转股对象聚焦为有潜在价值、出现暂时困难的企业，以国企为主。这类企业在银行账面上多反映为关注类贷款甚至正常类贷款，而非不良贷款。
2016 年 4 月 5 日	——	外媒援引相关消息称，中国计划批准约一万亿元人民币债转股规模，正式的债转股实施方案最快或于 4 月份正式推出。
2016 年 4 月 10 日	央行研究所	中国央行金融研究所所长姚余栋称，债转股一定是转优先股，不能是普通股

资料来源：公开资料，长江证券研究所

所谓无风不起浪，市场债转股预期只是对当前我国经济基本面的正常反应。从目前我国商业银行不良贷款率来看，上升趋势非常明显。目前巨额的不良贷款余额已经成为了商业银行发展的巨大负担；**从经济所处大环境来看**，目前供给侧改革将成为一段时期内重要政策方向，债转股有利于落后产能的退出以及部分有发展潜力企业的生存；**从国企盈**

利来看，目前经营状况不容乐观。2015 年国有控股企业利润同降 22%，而资产负债率则较 2014 年有所上升。

图 7：商业银行的不良贷款余额以及不良率节节攀升



资料来源：Wind, 长江证券研究所

这一轮会有什么不同？

从目前所公布的信息来看，我们认为此次债转股和 98 年相比会有如下几点不同：

- 1) 出发点不同。上轮进行债转股主要因为银行的不良率过高，国企亏损严重，而本轮虽然上述因素有抬头迹象，但更多是为了配合供给侧改革而进行。所以本轮的重点领域我们认为除了钢铁、煤炭等严重的行业之外，还将重点关注一些新兴潜力行业。
- 2) 承接主体不同。98 年承接主体主要为四大 AMC。而本次商业银行有望在政策允许情况下直接进行资产处置。相对于上一轮，本轮商业银行积极性将更高。因为 98 年多为政策性指引，而本次商业银行直接承接后市场的作用将会更加明显。
- 3) 处置对象不同。上轮处置多为国企贷款等不良资产，而本轮在吸纳不良资产的同时也将会为一些正常类资产提供流动性。
- 4) 资金来源不同。上轮资金来源多为行政手段筹集，而本轮可能更多的引入社会资本以及银行自有资本进行。

涅槃重生(一)——北京水泥厂实例分析

债转股前企业状况

国家“八五”重点建设工程。北京水泥厂成立于 1992 年是项目设计能力为建设一条日产 2000 吨水泥熟料窑外分解生产线，年产高标号低碱水泥 70 万吨，同时也是为石景山发电厂综合利用粉煤灰的配套项目。

水泥厂投资绝大部分都来自于银行贷款，为后续巨额财务费用埋下了伏笔。水泥厂实际建设投资额为 8.79 亿元，其中借款 5.34 亿元，占投资额的 61%，其中建行借款 4.25 亿元，为最大债权人。除去巨额借款外，水泥厂另有应付款 1.76 亿元，占比 20%。

表 2：北京水泥厂贷款细项

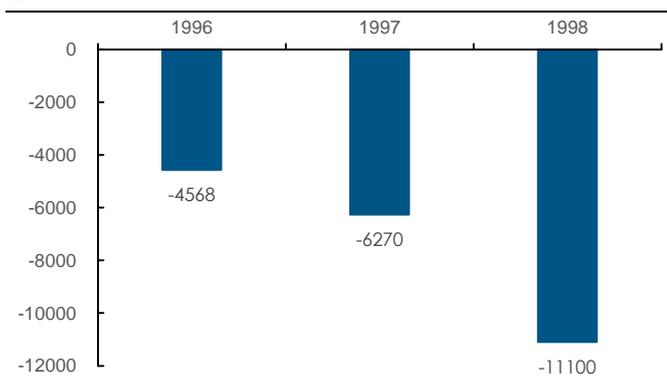
贷款类别	金额 (万元)	备注
中央拨改贷	126	
地方拨改贷	31	
中央清欠贷款	10000	建行
中央经营基金	347	国家原材料投资公司
投资借款	32500	建行
其他投资借款	3000	
中央债券转投资	4000	
地方债券转投资	3000	
建房贷款	370	
合计	53375	

资料来源：公开资料，长江证券研究所

行业不景气，企业经营管理不善导致投资当年即亏损。从水泥厂投产算起，96 年实际亏损 4568 万元、97 年亏损 6270 万元、98 年更是达到了 1.11 亿元。而截至债转股前，已累计亏损 5.41 亿元。其亏损原因有以下几点：1) 行业不景气，水泥价格连年下降；2) 经营管理不善，盲目投资造成资源浪费；3) 巨额贷款造成财务费用过高。98 年公司销售收入 1.73 亿元，而财务费用一项就已达 1.29 亿元，其财务费用率高达 75%。

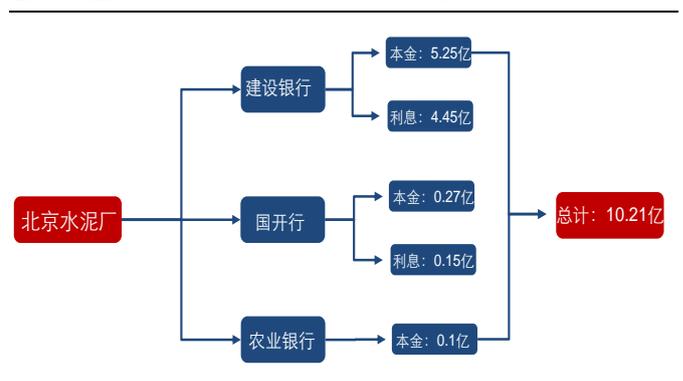
经营欠佳，巨额债务无从偿还。截止截至 1999 年 6 月，中国建设银行的长期贷款本金为 5.25 亿元，累计欠息 4.45 亿元，本息总额 9.7 亿元。另外，截至 1998 年底，欠国家开发银行长期贷款本金 2687 万元，利息 1453 万元，本息合计 4140 万元；欠中国农业银行的短期贷款 1000 万元。上述几笔贷款本息累计 10.21 亿元。而在后续对企业资产中发现其负债率为 117.4%，已是资不抵债。

图 8：北京水泥厂成立之初即亏损严重



资料来源：公开资料，长江证券研究所

图 9：截止 1998 年共计银行欠款本息 10.21 亿元



资料来源：公开资料，长江证券研究所

困境重重，但并非无药可救。1) **技术先进。**其水泥生产控制采用 90 年代国际先进水平的瑞士 ABB 公司集散式计算机中央控制系统，整条工艺线工艺装备先进且自动化水平高。并且其生产经营依旧正常；2) **区域竞争地位高。**该厂生产经营一直处于良好的发展状态，产品销售情况良好，产品在北京市场的占有率达到 20% 以上，已广泛应用于北京西客站、首都机场扩建等重点工程；3) **绿色环保，符合国家政策要求。**先进的收尘工艺设备有效控制了粉尘排放，每年减少粉尘排放达 8.4 万吨，使厂区内外部环境得到有效的保护，排放的粉尘收集后即为水泥和水泥原料，每年产生的经济效益达到 600 万元。所以结合 98 年债转股筛选标准，北京水泥厂债转股可行性较高。

北京水泥厂债转股方案

为使企业摆脱单纯因债务负担而致严重亏损的情况，国家经贸委将其列为第一批债转股试点企业，并于 1999 年 9 月 2 日由其母公司北京建材集团和信达资产管理股份有限公司签署全国首个债转股协议。

债务处理是关键

- 1、**保留 3 亿元长期债务，预计 5-7 年偿还。**经过调查预计北京水泥厂 2000 年之后每年自由现金流为 7000 万元，并以此为基础考虑人员分流、资产剥离等，预留 3 亿作为长期债务；
- 2、**6.7 亿转为水泥厂股权。**其余的 6.7 亿元将转为信达公司对北京水泥厂的股权，由信达公司进行阶段性的经营和管理
- 3、开发银行的长期贷款本息 4140 万元由北京建材集团承担，也将转为北京建材集团对北京水泥厂的股权。

债转股对公司的影响

股权结构变动。债转股后信达公司持有北京水泥厂的股权为 6.7 亿元，北京建材集团注入的土地及矿山采矿权的评估量为 4.5 亿元，冲抵-1.68 亿元的净资产和剥离的资产 0.2 亿元，同时承担开发银行 0.414 亿元债务，其股权为 3.03 (4.5-1.68-0.2+0.414) 亿元。经重组后北京水泥厂的总股本为 9.73 亿元。其中信达公司资产管理公司占 68.9% 的股份，北京建材集团占 31.1%。

表 3：北京水泥厂债转股后股权结构

总股本	信达资产管理公司	北京建材集团
9.73	6.7	3.03
100%	68.9%	31.1%

资料来源：公开资料，长江证券研究所

费用减少，盈利能力提高。北京水泥厂债转股后，每年可降低财务费用约 1 亿元，同时通过资产剥离、转换经营机制、降低各种成本，预计 1999 年可实现销售收入 1.89 亿元，支付财务费用 2000 多万元及提取 4000 多万元折旧后，可实现利润约 1900 万元。随着利息逐年减少，预计 2000 年可实现利润 2000 万元以上。债转股后，北京水泥厂将步入良性循环的轨道。

财务结构逐渐趋于合理。债转股完成后公司总负债由 11.35 亿元下降为 4.24 亿元，资产负债率由 117% 下降为 30%。

信达的退出路径

前文提到目前债转股的退出主要包括三种方式——**回购、转让和上市套现**。在北京水泥厂的案例中采用的为回购与上市相结合的方式。

- 1) 对于约 6.7 亿元的信达资产管理公司所持有的北京水泥厂股权，北京建材集团公司承诺通过北京金隅的上市和配股融资 3 年内回购信达的股权；
- 2) 如果在 3 年内北京建材集团同意或 3 年期满后北京建材集团未能完成回购，信达公司将自行处置所持有的股

权。实际情况是由北京建材集团属下的 5 家优质资产公司联合发起设立的金隅股份于 2009 年港股上市，并于 2010 年 6 月以 6.24 亿元收购信达持有的 66.1% 股权。

通过分析北京水泥厂成功进行债转股重获生机的案例中我们可以总结出债转股成功操作所必须具备的条件：

- 1) 债转股标的必须是优质且存在改善空间的；
- 2) 债转股方案设计的关键在于债务的处理；
- 3) 明确清晰地退出路径设计是债转股成功的必要条件；
- 4) 债转股某种程度上是企业转型和建立现代化的企业制度提供时间。是一种时间换空间的方法。

涅槃重生(二)——兰州平板玻璃厂实例分析

债转股前企业状况

西北地区建设投资的第一个玻璃生产企业。玻璃厂始建于 1958 年，是国家“一五”期间在全国布局的七个玻璃企业之一，原隶属于甘肃建材国资公司。公司自 1966 年投产以来，至 1996 年累计贡献利税 38205 万元，为西北地区经济做出了重要贡献。但 1997 年“六改浮”之后企业开始入不敷出大面积亏损。

亏损主因内部经营不善以及外部供求关系发生改变。企业内部看主要因为管理费用以及财务费用过高。1997 年甘肃省“八五”重点技改项目“六改浮”工程结束了西北地区无浮法玻璃的历史，也为兰玻厂提高玻璃深加工比例，开发新产品奠定了基础。但技改也为企业带了沉重的利息负担致使当年财务费用大幅增加。并且企业在不考虑外部环境情况下，盲目扩张销售网点使得管理费用出现飙升。从外部看，由于行业大量的平板玻璃产线投产，行业供需格局发生变化，由之前的供需平衡扩展变为了供过于求使得玻璃价格不断下跌。

表 4：兰州平板玻璃厂费用情况

费用项目	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年
管理费用	1949	1591	3438	2679	3848
财务费用	170	417	2267	2996	2265
管理费率	11.2%	7.7%	15.1%	15.2%	16.7%
财务费率	1.0%	2.0%	9.9%	17.0%	9.8%

资料来源：公开资料，长江证券研究所

现金流差，偿债能力不足。1998 年公司现金流量为-79 万元，其中经营活动现金流量净额 34 万元；投资活动产生现金流量净额-122 万元；筹资活动产生现金流量净额为 9 万元。当期的 6600 万元债务只能通过存货进行偿还。截止 1999 年玻璃厂共计银行借款 3.82 亿元，占负债总额的 52%；应付款项 1.6 亿元，占比 22%。

为什么兰州玻璃厂可以进行债转股？回答这个问题需要结合国经委制定债转股标的筛选原则分析。1) 具备竞争力的产品：作为西北地区唯一的大型玻璃生产企业，拥有在当时较为先进的浮法玻璃生产线并具备玻璃深加工能力。产品销往全国 16 个省市且产销率高于行业水平；2) 装备工艺先进，符合环保要求：公司产线均采用“八五”期间先进

成熟的技术，关键技术为国外引进并且具有完备的环保措施；3) 债务关系清晰，财务状况规范：公司产权单一明确，不存在债务关系不清晰；4) 现有或更换后经营管理层具备较强竞争力：公司管理层具有多年管理经验，有一批技术骨干。所以综合来看兰州玻璃厂完全具备国家债转股标的筛选的相关要求

兰州玻璃厂债转股方案

为了使兰州平板玻璃厂摆脱经营困境，1999年4月国家建材局、甘肃省经贸委将兰玻作为债转股标的上报；2004年4月企业开始享受债转股贷款停息政策；2001年10月，兰玻与有关方签订债转股协议得到批复。

债转股基本思路

- 1、兰州平板玻璃厂将所属非经营性资产以及相关设施剥离。如生活服务公司、职工医院等资产共计9014万元、负债3788万元、人员736人；
- 2、由兰玻厂、永登蓝天石英砂有限公司、蓝天实业、华融资产管理公司以及信达资产管理公司共同发起组建兰州蓝天浮法股份有限公司；
- 3、华融资产管理公司持有的合计26996万元债务转化为67%股权，信达资产持有的4936万元债务转化为12.7%的股权。

表 5：兰州玻璃厂债转股后股权结构

股东名称	股本金额（万元）	持股比例
华融资产管理公司	25996	67.02%
兰州平板玻璃	5226	13.47%
信达资产管理公司	4936	12.73%
永登蓝天石英砂有限公司	2431	6.27%
蓝天实业公司	200	0.51%
合计	38789	100.00%

资料来源：公开资料，长江证券研究所

债转股对公司的影响

资产负债率大幅降低，资产结构优化，利息负担减轻。截止2003年底，公司负债总计3.32亿元，较转股前的7.38亿元大幅降低55%。与之对应的财务费用也由2500万元降低为120万元；资产负债率95%下降为46%。传导到盈利端，在债转股之后当年企业就扭亏为盈，当年实现盈利1150万元。

图 10：债转股前后公司主要财务数据变化



资料来源：公开资料，长江证券研究所

华融、信达的退出路径

兰州平板玻璃厂的案例中退出路径采用的为回购与转让相结合的方式。

- 1) 新公司以现金净流量收购；
- 2) 充分利用西部大开发有利时机，积极寻找新的投资者，转让资产管理公司的股权；
- 3) 兰州平板玻璃厂以自身收益购买；
- 4) AMC 公司可在资本市场用转让股权方式退出。但平板玻璃厂和其他股东在同等条件下有优先受让权。

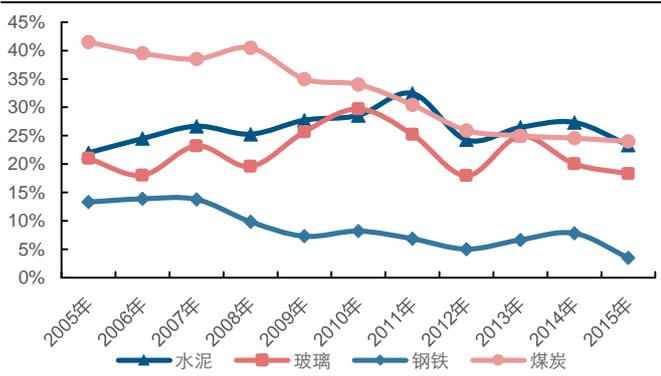
建材行业债转股梳理

上一轮的债转股中，多数企业来自于钢铁、煤炭以及建材等亏损严重企业。而目前上述行业依旧是供给侧改革的重点行业。从钢铁、煤炭、水泥、玻璃四大板块各个指标对比情况来看，建材行业并非对于债转股最迫切需要的行业。

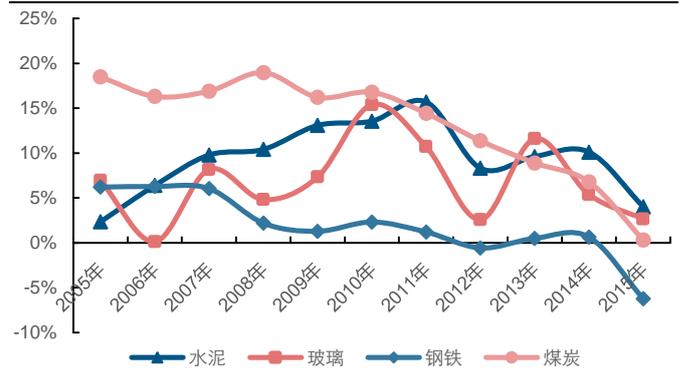
毛利率、净利率：目前毛利率水平钢铁<玻璃<煤炭<水泥。钢铁行业与其他三个行业相比差距较大，而其他三个行业则基本处于同一水平；净利率看钢铁<煤炭<玻璃<水泥。并且钢铁净利率已未负值而煤炭则接近盈亏平衡。所以从行业盈利角度看钢铁行业迫切性最强。

图 11：毛利率：钢铁<玻璃<煤炭<水泥

图 12：净利率：钢铁<煤炭<玻璃<水泥



资料来源: Wind, 长江证券研究所

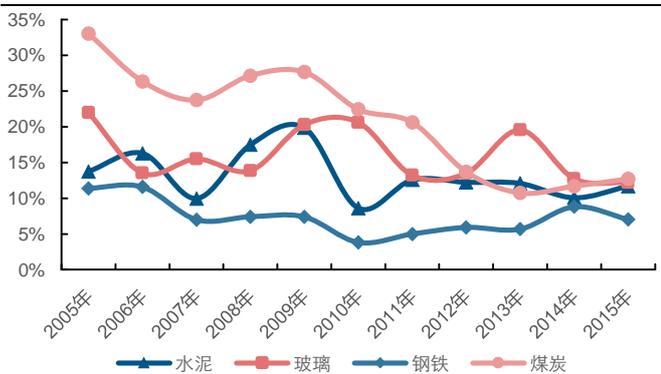


资料来源: Wind, 长江证券研究所

现收比: 对于重资产行业来说, 决定一个企业经营行为的往往不是盈利情况, 而是现金流。若现金流情况较好企业一般很难收缩生产。从现收比看, 钢铁行业的现金流明显差于其他 3 个行业。

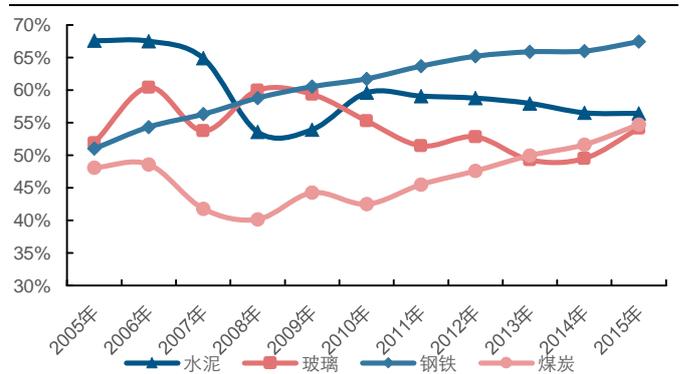
负债情况: 从资产负债率来看, 依旧是钢铁行业负债率较高, 其他三个行业较为接近。但是考虑到负债总额(借款、应付款)情况, 则煤炭和钢铁行业要远远大于水泥和玻璃的负债总额。

图 13: 现收比: 钢铁<水泥<玻璃<煤炭



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 资产负债率: 玻璃<煤炭<水泥<钢铁

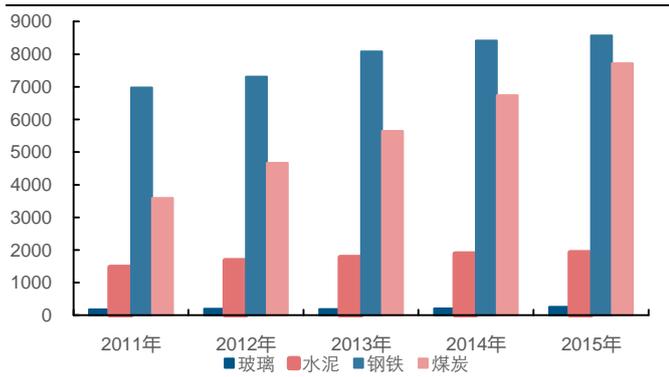


资料来源: Wind, 长江证券研究所

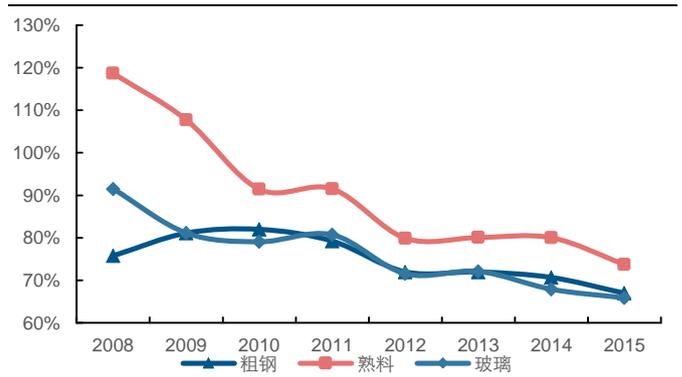
行业产能过剩情况: 从产能利用率来看, 钢铁行业利用率最低, 其次为煤炭。水泥行业产能利用率相对表现较好。

图 15: 负债总额(借款、应付款): 玻璃<水泥<煤炭<钢铁

图 16: 产能利用率: 钢铁<煤炭<玻璃<水泥



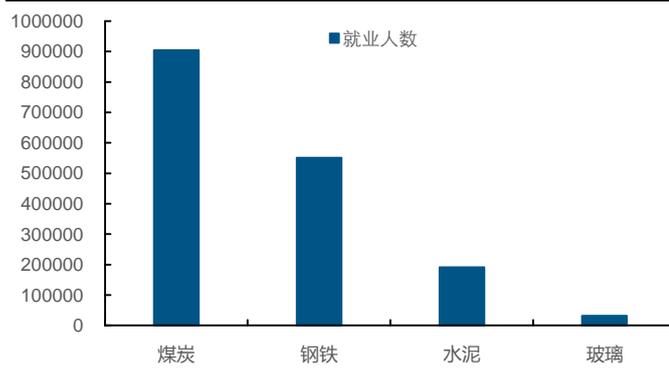
资料来源: Wind, 长江证券研究所



资料来源: Wind, 长江证券研究所

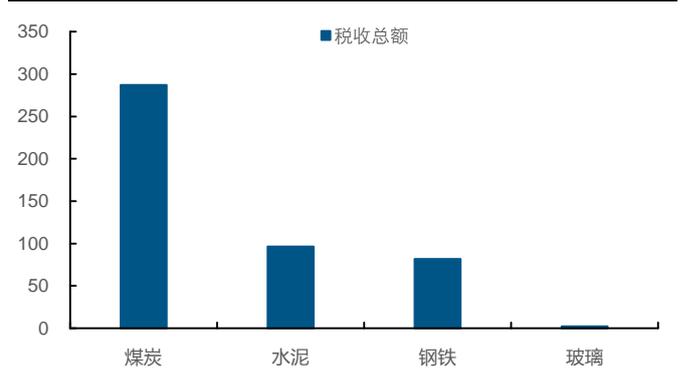
社会责任: 从就业人数来说, 煤炭、钢铁行业远远大于水泥和玻璃行业; 从税收总额看, 煤炭行业独居鳌头, 水泥钢铁差距不大。所以承担社会责任角度来看, 煤炭、钢铁行业可能更加吸引政府的注意力。

图 17: 就业人数: 玻璃<水泥<钢铁<煤炭



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 税收总额: 玻璃<钢铁<水泥<煤炭



资料来源: Wind, 长江证券研究所

总结: 建材行业虽然从盈利情况、产能利用率、负债的指标来看均处于历史较差水平, 但和钢铁、煤炭比仍然有较大自我改善空间。所以我们认为从行业角度看, 煤炭、钢铁行业可能会率先启动债转股, 而水泥、玻璃行业则排在债转股日程靠后位置。

作为债转股市场化的一个重要条件, 资本进入之后需要看到有效清晰地退出机制, 且时间不能太久, 否则资金时间成本也将成为考虑因素之一。从行业周期角度考虑, 建材行业目前并未处于周期最底部, 而钢铁、煤炭行业相对建材行业底部特征更加明显。所以建材行业从触底到反弹所需时间较长。故从所处周期考虑, 钢铁、煤炭也将优先建材行业。

建材行业债转股公司筛选

国企背景。 从国开行高层的谈话中可以看出, 本轮债转股仍将以经营暂时出现困难的国有企业为主。所以以公司性质及实控人背景为标准对建材行业公司进行筛选, 共得出 16 家国有控股的上市公司。

表 6: 建材行业国企背景企业梳理

证券代码	公司名称	第一大股东	第一大股东	公司性质	实控人名称
------	------	-------	-------	------	-------

持股比例					
002302.SZ	西部建设	中建新疆建工(集团)有限公司	36.2%	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会
600720.SH	祁连山	中国中材股份有限公司	13.2%	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会
000877.SZ	天山股份	中国中材股份有限公司	35.5%	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会
600449.SH	宁夏建材	中国中材股份有限公司	47.6%	中央国有企业	中国中材集团有限公司
600176.SH	中国巨石	中国建材股份有限公司	27.0%	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会
002080.SZ	中材科技	中国中材股份有限公司	72.7%	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会
002205.SZ	国统股份	新疆天山建材有限责任公司	30.2%	中央国有企业	中国中材集团公司
002066.SZ	瑞泰科技	中国建筑材料科学研究总院	40.1%	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会
002163.SZ	中航三鑫	韩平元	15.2%	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会
000789.SZ	万年青	江西水泥有限责任公司	42.6%	地方国有企业	江西省国有资产监督管理委员会
000885.SZ	同力水泥	河南投资集团有限公司	58.8%	地方国有企业	河南省发展和改革委员会
600425.SH	青松建化	阿拉尔统众国有资产经营公司	26.2%	地方国有企业	新疆生产建设兵团第一师
000401.SZ	冀东水泥	冀东发展集团有限责任公司	37.5%	地方国有企业	唐山人民政府国有资产监督管理委员会
600881.SH	亚泰集团	长春市国有资产监督管理委员会	11.4%	地方国有企业	长春市人民政府国有资产监督管理委员会
600802.SH	福建水泥	福建省建材(控股)有限责任公司	28.8%	地方国有企业	福建省国有资产监督管理委员会
600819.SH	耀皮玻璃	上海建材(集团)有限公司	27.7%	地方国有企业	上海市国有资产监督管理委员会

资料来源: Wind, 长江证券研究所

筛选出具有国企背景的行业公司之后,再以扣非净利润为标准进行第二次筛选。在 16 家国企中, **连续 3 年亏损的有**: 瑞泰科技、中航三鑫、福建水泥; **连续 2 年亏损的有**: 青松建化、冀东水泥、耀皮玻璃; **2015 年亏损严重的有**: 天山股份、亚泰集团。上述公司资产负债率水平均在行业之上, **资产负债率极高的有**: 瑞泰科技、中航三鑫、冀东水泥、亚泰集团、福建水泥。

表 7: 建材行业相关公司盈利及负债情况

证券代码	公司名称	2013 年扣非净利润	2014 年扣非净利润	2015 年扣非净利润	资产负债率
002302.SZ	西部建设	3.86	3.27	3.37	65.2%
600720.SH	祁连山	4.64	5.62	0.60	48.7%
000877.SZ	天山股份	1.72	0.24	-6.37	63.8%
600449.SH	宁夏建材	3.28	2.60	0.05	42.8%
600176.SH	中国巨石	1.31	4.66	9.81	59.3%
002080.SZ	中材科技	0.84	1.39	2.64	61.4%
002205.SZ	国统股份	0.69	0.66	-0.56	42.8%
002066.SZ	瑞泰科技	-1.42	-0.09	-0.94	75.5%
002163.SZ	中航三鑫	-5.16	-1.41	-2.38	81.7%
000789.SZ	万年青	4.35	5.44	2.37	54.6%
000885.SZ	同力水泥	0.56	1.39	0.00	52.4%
600425.SH	青松建化	0.35	-1.93	-6.62	56.5%
000401.SZ	冀东水泥	2.71	-1.60	-27.54	72.5%
600881.SH	亚泰集团	0.56	0.04	-4.75	73.3%
600802.SH	福建水泥	-1.20	-0.08	-4.05	68.7%

600819.SH	耀皮玻璃	0.64	-0.32	-4.93	57.7%
-----------	------	------	-------	-------	-------

资料来源: Wind, 长江证券研究所

从上述二次筛选出的 10 家公司中, 分析利息对其业绩弹性的影响。通过分析发现带息债务较高的为亚泰集团、天山股份、冀东水泥; 利息支出较多的为亚泰集团、天山股份、冀东水泥、青松建化、中航三鑫; 而结合公司业绩考虑扣除利息之后带来的业绩弹性, 影响最大的为亚泰集团、瑞泰科技、中航三鑫、天山股份、青松建化。冀东水泥因资产重组债转股可能性不大。

表 8: 建材行业相关公司利息支出对业绩弹性影响

证券代码	公司名称	带息债务	利息支出	扣非净利润	扣除利息支出后业绩弹性
600881.SH	亚泰集团	347.01	14.64	-4.75	308.3%
002066.SZ	瑞泰科技	20.29	1.03	-0.94	109.1%
002163.SZ	中航三鑫	42.21	2.14	-2.38	89.8%
000877.SZ	天山股份	92.17	5.60	-6.37	87.9%
000401.SZ	冀东水泥	207.36	14.44	-27.54	52.4%
600425.SH	青松建化	36.54	2.74	-6.62	41.4%
600802.SH	福建水泥	24.64	1.43	-4.05	35.3%
600819.SH	耀皮玻璃	20.46	1.45	-4.93	29.4%

资料来源: 公开资料, 长江证券研究所

债转股只能起到改善局部作用

债转股只能起到局部改善作用。从各国债转股实施情况来看, 其只能在短期内对行业极少数公司经营情况起到改善作用, 而对整个行业的影响则小之又小。对于水泥行业来说, 需求端短期内难以出现反转而供给端产能过剩严重背景下, 债转股只能起到边际改善的作用。虽然债转股市场化越来越深入, 但依旧是一个受政策影响较为明显的行政手段。不过在市场认可度不断提高的情况下, 债转股仍存在一定的主题博弈机会。

风险提示: 债转股政策不及预期

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼 (430015)
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室 (100032)
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。