



# 中国银行业 经济下行周期下 不良资产处置策略

毕马威中国银行业服务团队

[kpmg.com/cn](http://kpmg.com/cn)



近两年,我国经济增速呈现放缓并趋下行走势,银行业整体盈利增速也随之降低、不良贷款增加已经成为行业预期的共识。目前,摆在中国银行业面前两大任务,一方面加强资产风险管控,减少新增不良;另一方面,要持续开展不良资产清收处置工作,解决问题,甩掉包袱,最终达到资产回收最大化的目的。不良资产的产生是市场多因素共同作用的结果,正确处置不良资产,一方面要依托科学的方法论指导,理论与实践相结合,另一方面要客观分析中国目前的经济大环境、金融大趋势、借款人行业周期性的变化,做到因地制宜,形成一套在中国特色市场经济体制下,行之有效的不良资产处置策略。本文对此结合实务,试做探讨。





# 一、不良资产爆发式增长的经济及金融背景：

从宏观经济趋势来看，2008年全球范围的金融危机及后续的经济危机相继爆发，美国政府动用数千亿美元救市。与此同时，为了稳定经济，中国政府随即推出规模数万亿人民币的经济刺激计划，在货币及信贷宽松的扩张政策下，资金大规模投向制造业、地产、基建等项目。在投资的驱动下，我国在2009年保持了接近9%的GDP增长率，保障了就业民生、维持了社会稳定。但是，随着原材料和能源价格不断推高，随之而来的通货膨胀对价格信号的干扰使得企业对后续的经济增长过于乐观，从而未能抓住机会在危机中思变、及时进行产业结构调整。因此，经济刺激的短期效果过后，经济增速持续回落，导致了钢铁、水泥、电解铝等低附加值行业及其他传统低端制造行业高供给、高库存、低需求的产能相对过剩格局。

从生产要素来看，作为“世界工厂”，中国在人力成本方面的优势使得“中国制造”在全球市场中占据举足轻重的地位。而随着经济的发展，近些年来劳动力供需关系变化，以及劳动保护法律的完善，造成我国劳动力成本不断提升。一方面，工资的上涨进一步改善了城乡居民的生活质量，但另一方面，也使生产要素结构发生了改变，令到产业链中低端，以人力成本为优势的制造业面临更大压力，某些竞争力较弱的企业甚至陷入破产关闭的困境。

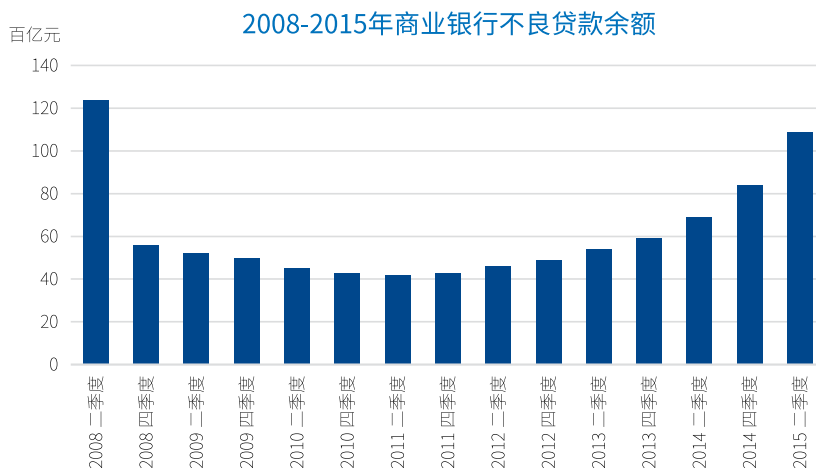
从金融体系方面来看，2009至2010年在信贷政策相对宽松的环境下，中国银行业释放出大量信贷。为了获取规模扩张和业绩增长，微观领域某些金融机构甚至不惜通过短贷长借、借新还旧降低放贷标准发展业务。随后出现的信托、理财、资管、以及影子银行等类金融手段，也在某种程度上助

长了金融体系扩张，延缓了金融风险暴露，推迟了整体不良资产周期。自2011年起，为了防止宏观经济过热，商业银行在宏观调控措施下逐步通过提高授信条件、压缩额度、部分机构甚至采用停贷等方式收紧信贷、防范信用风险，这一方面引发了经营杠杆过高企业的财务风险，也使得银企关系紧张，甚至出现了以钢贸企业为代表的部分中小企业，在联保模式下恶意“抱团欠贷”的现象。自2012开始的不良贷款反弹，终结了我国不良贷款“双降”的走势，随后的宏观经济持续下行、企业信用状况恶化的客观环境，也使得我国金融体系整体风险状况进一步提升。

从房地产行业来看，随着国内经济下行，房地产行业在前期宽松政策下形成的市场膨胀、库存压力过大的问题逐渐暴露出来。随着房市逐渐低迷、房价逐渐回落，房地产行业进入了供给相对过剩的调整期，房企利润率一路下滑、开发投资增速放缓、资金链日趋紧张，对一些以房地产资产捆绑实业经营的中小企业而言更是雪上加霜，房地产行业相关的产业链也趋势向冷，受到不同程度的冲击。

除了国内多种因素外，国际大环境下某些国家的贸易保护主义主张对国内的制造行业和出口企业也带来了新的挑战，放大了早已存在的产能过剩和流动性问题。

基于以上背景，在经济环境变化及金融体系收紧的交叉作用下，我国开始了新一轮的经济下行周期。自2013起，危机从局部蔓延开来，不良资产规模持续攀升，截至2015年三季度末，16家上市商业银行不良贷款余额接近一万亿元，较年初新增2,396亿元，已经接近2014年全年新增不良总量。



资料来源：银监会商业银行主要监管指标情况表

## 二、不良资产处置是市场经济运行周期中的重要环节：

与过去三十年其他几次不良资产周期不同，我国本轮不良资产大潮，是在市场环境下形成的，是金融机构根据市场环境的变化，结合自身的风险理念和偏好，自主信贷决定的结果。虽然不良资产规模增速仍在加快，经营不确定性明显提高，但都属于市场正常周期性调整的结果。市场化行为需要市场化处理手段，市场化手段有其自身的市场化规则。如果将市场经济体系比做自然界，不良资产就是大自然新陈代谢的必然产物，不良资产处置机制就如同于自然界中的食腐动物和微生物，将能量从有机环境转入无机环境而得以再次利用，为其他生命体提供养料，可以调节经济运行中的惰性、汰弱留强、化解过剩产能、帮助排出体制内的毒素。

“十三五”时期，我国经济增长将进入“从规模速度型粗放增长转向质量效益型集约增长”的结构调整与转型升级攻坚期，市场这种价值调整及重生的能力，需要在一个完整的经济周期运行中培养形成，其重要性不亚于实物资产的生产制造及金融资源的投放，是经济发展保量提质、优化产业结构的必要阶段。同时，不良资产的出现及其处置工作的机制设计对我国银行业改革中的理念，如盘活存量和加强信贷风险管理，起到了积极的推动作用。



## 三、不良资产处置在市场化环境下会得到很好的发展，即便过程艰难：

当前形势下，虽然不良债权及其抵质押物情况复杂，交易障碍重重，但困难与机会并存，我们相信市场经济体系有能力为不良资产的处置创造出好的环境。不良资产市场是资金及技术双重密集型的市场，在制定处置策略的过程中应遵循以威廉姆森为代表的交易成本经济学原理，即市场运行及资源配置有效与否，关键取决于两个因素：一是交易的自由度大小，二是交易成本的高低。

目前不良资产处置主要依赖四大全国性国有金融资产管理公司加一批区域内省级资管公司，各地不良资产运营参与方是一种“4+1”模式，其消化能力是远远不够的，成功的不良资产处置必须有不同类型的投资主体为其提供持续稳定

的资金供给和行业技术的引进，因此需要充分发挥金融市场和产业结合的力量。金融是带着能量的信息流，不同领域的金融交易参与者，其背后反映的是不同群体对目标信息的判断，以及对风险的偏好。各个产业携带着知识和技术创新，为各类金融性投资打造提升长远价值的基础。健康的不良资产处置，需要创造一种环境，使其在市场经济体系中找到不同的组合，各得其所、各取所需，从而放大不良资产市场参与者的交易自由度。

从不同的风险偏好及交易特征方面来看，我们可将不良资产的市场参与者划分为以下几种群体：

1

以资产管理机构及投资银行为代表的参与主体，更倾向于采取批量转让的交易模式，利用资产包各债权资产信息的不对称低买高卖，进行套利交易，因批量之大而从中获得更大的成本折让，之后再将批量中的大包拆小包通过更广范的潜在买家渠道变现而获利，即将大宗资产导向经济体毛细血管能够渗透到的各类不同参与者；

2

以不良资产处置专业基金为代表的参与主体，其本身具有独特的诉讼清收、盘活、重组和处置等能力，对不良资产的背景、参与人的背景更为熟悉，更倾向于购买、处置特定地区、特定产业及特定领域的资产；

3

以周期性的产业基金为代表的参与主体，其资金具有长期性特点，根据对周期性产业的独特认识，敢于长期持有，从周期性的波动中套取资产价值，兼具策略和价值投资的双重考虑；

4

和零售资金对接的大中型银行、信托等金融机构，资金规模量大，风险偏好低，虽然难以直接接触不良资产，但仍可作为不良资产处置较好的资金配合主体；

5

实业集团及其附属产业投资机构一类的参与主体，亟需在基于其目前所从事的产业基础上扩张产能和品牌，而新建不如购入一些经营不善的优质项目，这样可以有效地避开进入壁垒，克服企业的负外部性，获得“1+1>2”的协同效应。由此，该类主体会表现出对具有特定特征不良资产的偏好，以策略考虑为主导。例如，2015年前三季度，房地产行业完成并购案例共计176起，涉及金额约1,600亿元，不少地产巨头并购举动越来越大。

如同自然界的物质和能量循环不能仅仅依靠秃鹫作为“清道夫”，还需要各类昆虫及细菌的共同作用，在不良资产市场中，我们也需要通过有效的信息传递机制，以及科学的、

符合市场规则的架构设计，来构建一个足够庞大的网络以汇聚不同偏好的参与群体，共同消化不良资产的积累。



## 四、为不良资产处置市场构建良好的信息传导环境：

同时我们也应关注到，在不良资产的处置过程中，另一重大问题就在于信息不对称的情况下造成买卖双方价格上的重大差异，面对如何解决信息不对称所造成的各种问题，最重要的途径就是充分发挥市场各类主体的作用，特别是充分发挥投资银行、会计师、财务及交易顾问、律师、行业专家及评估机构等中介的专业优势，帮助识别资产风险、评估资产价值、设计处置方案、搭建产品架构、扩大销售渠道、协调沟通模式和方法。与此同时，知名机构的高信誉背景更有助于提升投资人对不良资产的信心，促进交易的达成。

会计师事务所

首先，从会计师事务所方面来看，由于我国目前产生不良资产的众多中小民营企业历史财务数据存在较多瑕疵，同时，错综复杂的关联交易使得商业背景很难查实，所以商业性金融机构在放贷过程中的尽职调查的工作质量难以保证。通过会计师事务所的参与，可以更专业地梳理财务信息，减少因信息不对称所造成的偏见或错误的判断，有利于卖方内部尽职的风险管理，同时更便于买卖双方对目标资产高效和合理的谈判和协商。而且，会计师事务所也会担起财务及交易顾问一职，独立、公正地通过对目标资产的全面了解，综合法律和评估报告的意见和特定的处置方案，公允地提供和反映目标资产的价值，解决博弈各方信息不对称问题。值得一提的是，财务及交易顾问会尽力协助买卖双方的合作，通过对市场信息的了解，提供合理又具支持性的依据来减少买卖双方主观因素的影响。

律师事务所

其次，从律师的参与方面来看，不良资产自身的法律瑕疵和交易主体众多而引起的复杂纠纷及各方博弈造成了不良资产处置过程中的壁垒，拥有专业经验的律师能更有针对性地处理相关法律问题，提前进行相关风险预判。近些年来，律师的角色逐渐从提供诉讼服务转变为不良资产处置产品的共同研发者，从产品设计、交易架构的设立、发行规则及后期的管理处置等多方面、各阶段提供专业的法律支持和服务。

投资银行

再次，从投资银行的角度来看，其在不良资产的处置过程中不但扮演着投资者的角色，更是汇聚各类投资人及基金的重要平台，通过运用在产品架构设计、不良资产组包方式等多方面的技巧，不仅可以满足不同偏好投资人的现金流量需求，更可通过资源的优化配置来提升不良资产的价值。我们应意识到，在专业服务机构的配合下，在产品结构设计方面，按机构投资人的偏好对不良资产进行分包、分层、切割等灵活组合，这是一种切实的金融技巧而非隐瞒问题。

咨询机构

此外，遍布经济体各处的各类小型顾问和独立咨询机构，好比生物体的众多毛细血管及神经机构，是汇聚信息，打通资源管道的重要组成部分。在不良资产处置市场，既需要庞大的全国性专业机构，又需要无数的“微生物”级的灵活高效的小型机构参与，他们是健康的资产处置体系中重要的微观信息传导体系。

评估机构

最后，从评估机构的角度来看，由于不良资产处置回收情况复杂，特别是其担保方式多样化的特征，导致未来现金流量金额及时间分布不确定性较大。资产评估机构作为独立专业的服务机构，其对特定不良资产类型有着专业的见解，通过全面识别特定处置方案与资产内在价值的关系，可以公允地反映资产的可变现或回收价值，供买卖双方在各种情景下作参考。

由此可见，参与不良资产处置的各中介机构应各司其职，做到中立、客观、公正，从不同的层面为交易达成做出贡献，提高金融服务的可获得性，降低金融信息不对称风险，提升资源配置效率，使各方参与者能在更加一致的信息平台上进行交易。各中介机构的共同参就如同一台大戏的上演，台前幕后紧密配合，并在各自的角色中绽放光彩。

## 五、盘活重整是对经济体最为有利的不良资产处置模式：

从现有阶段来看，不良资产的化解主要有两种模式：诉讼清收和盘活重整。诉讼清收是传统金融机构的常用手段，即以提起诉讼来寻求法律支持，通过对不良资产的切割、查封、变卖来达到变现清收的目的。这是对原有经营体毁灭性的处置，原有长期积累起的人力资源、生产设备、产业能力等都将不复存在，是商业体的彻底消亡。而且当涉及的债权人数量较多时，相关破产清算的过程会由于过于复杂而变得漫长，例如中国著名的第一起债务重组——长达两年多的粤海重组，由于参与的贸易债权人超过1,000多家，涉及500多家企业，200多家债权银行，谈判过程十分艰难。而2008年开始的雷曼兄弟破产重组，直到今天仍然尚在进行中。

盘活重整的模式是成熟市场经济体中更为常见的手段，其并非是债权人一味的让步，而是通过市场化手段进行利益的再安排。无论是股东股权的出让还是债权人受到一定的本息削减的损失，都属于权力层面的重新组合。好的盘活重整能使处置资产在实体经营层面得到有效保持，避免有价值的资产变为沉没成本，做到“标本兼治”。对于盘活重整在不同产业中的应用，大致可分为右边三种情形：



首先，对于产业正常，净利润为正的企业，只因其杠杆过高、债务负担过重而导致暂时流动性不足，净现金流量为负。在这种情况下，可采取债转股、引入并购基金、原股东出让股权等重组方式使得在权力层面由新的管理者接手，原资产正常发展，避免对企业自身的冲击影响。

其次，某些经营性现金流量为正的企业，其因历史投资规模过大，在高利息、高税负以及高折旧的压力下，致使净亏损严重且短期现金流不足。对于此种不良资产的重组，债权人可能需承受一定损失，但通过引入新的管理权力，维持企业正常经营的整体价值要远高于破产清算价值，关键在于是否能找到愿意接手的相关机构，不单在财务上给予新的流动资金，更能够在营运管理上给予支持与提升。

最后，对于产业产能过剩，市场竞争价格压力较大的企业，由于人力成本上升等各方面因素的影响，企业经营性现金流量难以为正，但即便是在这种情况下，我们仍可在市场化的体系中找到重整突破的空间。通过跨地域、国际化的思维视角，一方面在国内寻求机会，向内地产能不足的区域进行迁徙，另一方面在国际市场中，可通过抓住全球产业组合的机会，将过剩产能转移到譬如亚洲新兴市场经济体等存在严重供给不足的区域，换个思路来寻找新的投资者；同时，在新经济思维的“互联网+”新业态下，通过信息通信技术及互联网平台，能有效增强过剩产能的流动性，使其在社会资源再配置中得到集成及优化新生。

我们以国内服装制造企业“H集团”与互联网企业“Y平台”在“互联网+工业”方面的成功合作为例，“H集团”作为国内最早采用规模化生产满足个性化需求的服装企业，一直困扰于线下渠道的缺乏和线上定制的局限，企业经营一度跌入谷底。而互联网服务企业“Y平台”正是看中了中国市场容量可观的高端定制客户群，通过新系统的研发，上门量体裁衣后将客户的定制化需求直接传输给“H集团”开工，完工后由工厂直接点到点快递发货，保证客户能在七日内穿上仅为制式成衣价的专属定制服饰。借助互联网搭建起的消费者与制造商的直接交互平台，传统服装制造业不仅解决了高库存的压力，走出了经营困境，同时还能将过剩产能转移到新的利润增长点，成为了行业领跑者。不仅在服装领域，利用类似的经营思维，在严重过剩的鞋制品领域，也逐渐出现了新型数字化定制鞋模实体店，重组传统皮鞋生产线产能，提供线下激光三维度量加线上下单，实现72小时定制皮质鞋品送上门服务的新型业务模式。

上述这种互联网创新思维的切入，其关键点就在于创业机构发挥其聪明才智，利用对行业专业认知的把握，通过租赁、外包、定制化生产等一系列灵活的手段，改变现有的商

业模式及成本结构，进行资源的重新整合和过剩产能的重新分配。

综上所述，在市场化体系下，盘活重整是一种更健康更常用的发展方式，其模式能最大限度的保持现有生产力、维持劳动资源，避免失业率上升对经济运行态势进一步的负面影响，并使生产力在经济企稳向好时得以迅速恢复，是一种建设性的成长。产能过剩只是在特定环境、特定区域下的相对过剩，放眼市场依然会存在产能不足的领域，所以只要改变其商业模式，将过剩产能分配到新的产品或新的市场中，将有助于实体经济的再循环、恢复活力。例如2001年美国911事件后，面对大额的诉讼赔偿，各大航空公司严重资不抵债，陆续向法院申请破产保护，但其并非意图于终止经营，而是借此机会陆续通过吸收合并等方式帮助公司自身提高竞争力，在权力再分配的过程中，虽然原股东会出局，但公司各航线正常运作，努力精简成本、提升效益、优化运营、解决了自身管理的缺陷，做到“破产不破业”。由此可见，在重整的过程中，其核心是人的聪明才智的发挥，需不同的参与主体调动各自的智慧和资源来消化淘汰，使不良资产重新焕发生机。





## 六、盘活重整需要发挥大型专业服务机构的网络 and 知识优势：



不良资产的处置是一个复杂的工程，在分层次的市场中有大中小不同类型的参与者在市场这只无形手下各司其职。在此过程中，大型的专业机构有其独特的优势，大型投行、会计师事务所等专业机构有其自身的优质网络资源，涉足产业链上下游全领域，利用其巨大的信息优势可有效地降低交易成本，促成良性的交易市场。同时，其专业的金融人才、财务人才、熟悉交易过程专家在行业领域中的知识优势，能迅速对接不同层次的各类需求、发现买卖双方的契合点，进一步有效地降低买卖双方的信息获取成本、减少交易不确定性、增强投资者信心。

对于参与者之一的大型国际会计师事务所来说，其服务条线面广，客户分布度宽，一家大型的跨国事务所可涵盖各类大型产业集团和金融机构，按现有的网络，两家大型事务所的客户群几乎可以涵盖全部国际1,000强集团公司。通过长期为特定客户群提供审计、咨询等业务，事务所与客户间已建立了牢固的信任关系和沟通渠道，能有效地帮助资产处置机构迅速对接相关金融资源和投资者。大型的跨国会计师事务所同时还拥有国际化网络和视角，其本身就是为跨国企业提供专业服务而生，具备国际化合作的天然优势，各地的分支机构与当地的产业集团拥有密切深入的联系，建

立了一个强大的分布式、有弹性的网络，有其他机构不可比拟的优势，可为跨地域、国际性的资产买卖交易提供便利。除此以外，大型跨国会计师事务所在以财务为主线下，其他内部业务线间相辅相成、共同繁荣，拥有着多方面的行业专家和交易顾问，合伙制企业的特点使其能更灵活的组织、结合专业资源参与到某一项服务中去。

同样对于参与者之一的大型跨国投行来说，分支机构已几乎遍布了全球所有区域的金融中心，在业务规模不断扩张下，其交易量已有超过当地金融机构的趋势，随着国际市场的不断开放，大型跨国投行利用其庞大的网络一方面能将海外资源引入中国市场，同样也能帮助中国企业、中国的投资者走出去。在业务线方面，大型跨国投行通过汇聚专业的网络、金融、财务、管理等各方面的人才，在传统业务线外的兼并收购、资产管理、财务咨询、风险控制等国际业务体系也日益完善。除此之外，作为交易模式、产品结构的创新和改革的主要推动者，他可助力于为不良资产市场的投资者提供符合各自偏好的差异化服务，提升不良资产市场的多元化和灵活性，将不良资产“冰棍效应”的负面影响消除到最小。

## 七、市场化不良资产经营的借鉴与启示：

银行的不良资产关系到国家金融体系的稳定,面对不良资产的大量累积,加快其处置进程刻不容缓,对于如何能以最快的速度、最大的效率盘活不良资产,促进经济持续、健康、快速发展,综合分析,结合毕马威在实务领域的实战丰富经验,我们对拥有不良资产的金融机构及处置机构提出以下三点主要建议：

首先,要搭建处置网络平台,形成与产业多类型组织的稳定联系,打造更立体的、直接和间接的沟通渠道。

其次,要善用中介机构,通过多方面的接触来博采众长,利用中介机构的信息优势全面把握市场中最新最全的商业信息。

最后,要构建自己的外部专家库,对专业领域的人才能做到有效对接,善于识别外部专业机构的专业特点,做到特定问题找到特定人,专人专事,对症下药。

从市场中来,到市场中去,我们相信,凭借强健的市场化运营体制,只要不良资产处置的网络足够广大,市场机制运作充分,就能够顺利消化不良资产所带来的种种问题,让资产的商业价值获得重生。



**李淑贤 Edwina Li**

中国区金融业主管合伙人

+86(21)2212 3806  
edwina.li@kpmg.com



**王立鹏 Arthur Wang**

中国区银行业主管合伙人

+86(10)8508 7104  
arthur.wang@kpmg.com



**彭富强 Wilson Pang**

中国区不良资产重组主管合伙人

+86(21)2212 3280  
wilson.pang@kpmg.com



**何巍烨 Stan He**

合伙人, 重组咨询

+86(21)2212 3540  
stan.he@kpmg.com



**张君一 Charles Zhang**

金融服务业, 高级经理

+86(10)8508 7182  
charles.jy.zhang@kpmg.com



**冯乐乐 Renee Feng**

金融服务业, 助理经理

+86(10)8508 5000  
renee.feng@kpmg.com



## 中国大陆

---

### 北京

中国北京东长安街1号  
东方广场毕马威大楼8层  
邮政编码: 100738  
电话: +86 (10) 8508 5000  
传真: +86 (10) 8518 5111

### 北京中关村

北京市海淀区丹棱街3号  
中国电子大厦6层603室  
邮政编码: 100080  
电话: +86 (10) 5875 2555  
传真: +86 (10) 5875 2558

### 成都

中国成都红星路3段1号  
国际金融中心1号办公楼17楼  
邮政编码: 610021  
电话: +86 (28) 8673 3888  
传真: +86 (28) 8673 3838

### 重庆

中国重庆邹容路68号  
大都会商厦15楼1507单元  
邮政编码: 400010  
电话: +86 (23) 6383 6318  
传真: +86 (23) 6383 6313

### 佛山

中国佛山灯湖东路1号  
友邦金融中心一座8层  
邮政编码: 528200  
电话: +86 (757) 8163 0163  
传真: +86 (757) 8163 0168

### 福州

中国福州五四路136号  
福建中银大厦25楼  
邮政编码: 350003  
电话: +86 (591) 8833 1000  
传真: +86 (591) 8833 1188

### 广州

中国广州市天河路208号  
粤海天河城大厦38楼  
邮政编码: 510620  
电话: +86 (20) 3813 8000  
传真: +86 (20) 3813 7000

### 杭州

中国杭州杭大路9号  
聚龙大厦西楼8楼  
邮政编码: 310007  
电话: +86 (571) 2803 8000  
传真: +86 (571) 2803 8111

### 南京

中国南京珠江路1号  
珠江1号大厦46楼  
邮政编码: 210008  
电话: +86 (25) 8691 2888  
传真: +86 (25) 8691 2828

### 青岛

中国青岛东海西路15号  
英德隆大厦4层  
邮政编码: 266071  
电话: +86 (532) 8907 1688  
传真: +86 (532) 8907 1689

### 上海

中国上海南京西路1266号  
恒隆广场50楼  
邮政编码: 200040  
电话: +86 (21) 2212 2888  
传真: +86 (21) 6288 1889

### 沈阳

中国沈阳北站路59号  
财富中心E座27层  
邮政编码: 110013  
电话: +86 (24) 3128 3888  
传真: +86 (24) 3128 3899

### 深圳

中国深圳深南东路5001号  
华润大厦9楼  
邮政编码: 518001  
电话: +86 (755) 2547 1000  
传真: +86 (755) 8266 8930

### 天津

中国天津大沽北路2号  
天津环球金融中心  
津塔写字楼40层06单元  
邮政编码: 300020  
电话: +86 (22) 2329 6238  
传真: +86 (22) 2329 6233

### 厦门

中国厦门鹭江道8号  
国际银行大厦12楼  
邮政编码: 361001  
电话: +86 (592) 2150 888  
传真: +86 (592) 2150 999

## 香港特别行政区和澳门特别行政区

---

### 香港

香港中环遮打道10号  
太子大厦8楼  
香港铜锣湾轩尼诗道500号  
希慎广场23楼  
电话: +852 2522 6022  
传真: +852 2845 2588

### 澳门

澳门苏亚利斯博士大马路  
中国银行大厦24楼BC室  
电话: +853 2878 1092  
传真: +853 2878 1096

[kpmg.com/cn](http://kpmg.com/cn)

本刊物所载资料仅供一般参考用,并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的数据,但本所不能保证这些数据在阁下收取本刊物时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据本刊物所载资料行事。

© 2015毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所,是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织(“毕马威国际”)相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有,不得转载。中国印刷。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标。

刊物编号: CN-FS15-0001c

二零一五年十二月印刷