

信用研究

（第3期）

联合资信评估有限公司

2001年11月28日

可转换公司债券专辑

- ◆ 可转换公司债券的起源与发展
- ◆ 国内可转换公司债券的法律法规
- ◆ 目前国内可转债申请发行情况及问题分析
- ◆ 可转换公司债券资信评级
- ◆ 联合资信评估有限公司已开展的可转债评级情况

◆ 可转换公司债券的起源与发展

可转换公司债券（以下简称“可转债”）于 1843 年起源于美国，由于其独特魅力，可转债已发展成为国际资本市场上重要的融资工具，并呈稳定上升趋势。目前全球以可转债为主要组成部分的可转债市场规模已达 3750 亿美元，成为资本市场的重要组成部分。

1992 年，我国深圳宝安集团在国内证券市场公开发行了我国第一只可转债，进行了有意义的尝试。但可转债的最终转换率仅为发行总额的 2.7%，最后不得不筹集大量资金清偿债券。

1993 年 11 月中纺机 B 股在境外（瑞士）发行了可转债，此后，深南玻 B 股、庆铃汽车、镇海炼化、华能国际和中国移动也在国际资本市场发行了可转债。

1997 年 3 月 25 日国务院证券委员会发布了《可转换公司债券管理暂行办法》，该办法明确了上市公司以及非上市重点国有企业均可发行可转债。重点国企可以拟发行股票的价格为基准，折扣一定比例作为转股价格。而且首批试点对象确定为除上市公司外的 500 家重点国有企业中的未上市企业。在这一政策的引导之下，试点首先在重点国有企业中开展，1997 年 12 月，南宁化工、吴江丝绸和茂名石化被国务院批准为发行可转债试点企业。

2000 年起，上市公司成为可转债试点和实施的主要对象，在这一阶段，两家上市公司成为市场瞩目的焦点。2000 年 2 月 25 日，虹桥机场 13.5 亿元可转债成功发行并于 3 月 16 日挂牌上市；2000 年 3 月 15 日，鞍钢新轧 15 亿元可转债成功发行并于 4 月 17 日挂牌上市。两只大盘可转债在上市半年以后又相继进入转股期，市场波澜未惊，转股顺利进行。

2001 年 4 月 26 日，中国证监会发布《上市公司发行可转换公司债券实施办法》。

2001 年 5 月 9 日，西宁特钢发布公告，拟发行 4.9 亿元可转债，之后陆续有一些公司发布公告，截止 2001 年 11 月底，公告发行可转债的公司已达 55 家（具体见后文）。

从 1992 年起至今，我国共有 12 家企业发行了可转债，其中有 6 家是对国内投资者发行的，另外有 6 家企业发行了境外可转债。

◆ 国内可转换公司债券的法律法规

1997 年 3 月 8 日经国务院批准，国务院证券委员会于 3 月 25 日颁布《可转债管理暂行办法》（以下简称“暂行办法”），办法由中国证监会负责组织实施。

2001 年 4 月 26 日，中国证监会发布《上市公司发行可转债的实施办法》（以下简称“实施办法”）。

《暂行办法》中规定，上市公司发行可转债，应当符合下列条件：

（一）最近 3 年连续盈利，且最近 3 年净资产利润率平均在 10% 以上；属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低，但是不得低于 7%；

（二）可转债发行后，资产负债率不高于 70%；

（三）累计债券余额不超过公司净资产额的 40%；

（四）募集资金的投向符合国家产业政策；

（五）可转债的利率不超过银行同期存款的利率水平；

（六）可转债的发行额不少于人民币1亿元；

（七）国务院证券委员会规定的其他条件。

对于非上市重点国有企业发行可转债，除应当符合上述第（三）、（四）、（五）、（六）、（七）项条件外，还应当符合下列条件：

（一）最近3年连续盈利，且最近3年的财务报告已经具有从事证券业务资格的会计师事务所审计；

（二）有明确、可行的企业改制和上市计划；

（三）有可靠的偿债能力；

（四）有具有代为清偿债务能力的保证人的担保。

可转债的最短期限为3年，最长期限为5年。

有下列情形之一的，不得发行可转债：

（一）前一次发行的债券尚未募足的；

（二）对已发行的债券有延迟支付本息的事实，且仍处于继续延期支付状态的。

《实施办法》中规定，发行人发行可转债，应当符合《暂行办法》规定的条件。发行人有下列情形之一的，中国证监会不予核准其发行申请：

（一）最近三年内存在重大违法违规行为的；

（二）最近一次募集资金被擅自改变用途而未按规定加以纠正的；

（三）信息披露存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的；

（四）公司运作不规范并产生严重后果的；

（五）成长性差，存在重大风险隐患的；

（六）中国证监会认定的其他严重损害投资者利益的情形。

◆ 目前国内可转债申请发行情况及问题分析

1. 《实施办法》颁布后公告拟发行可转债的上市公司

《实施办法》颁布之后，西宁特钢于5月9日发布公告，拟发行可转债，之后陆续有一批公司发布了拟发行可转债的方案公告。截止11月底，公告情况见表1，但目前尚无一家被批准发行。

表1 公告拟发行可转债的上市公司及有关情况

| 序号 | 股票代码 | 股票名称 | 发行规模（万元） | 年限 | 利率 | 1998年收益率 | 1999年收益率 | 2000年收益率 | 三年平均收益率 | 发行后资本化比率 | 发行后负债比率 | 规模占净资产比率 |
|----|------|------|----------|----|--------------|----------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|
| 1 | 0002 | 深万科 | 150000 | 5 | 1.50% | 10.17 | 10.95 | 10.37 | 10.49 | 42.48 | 58.36 | 51.61 |
| 2 | 0024 | 招商局 | 88000 | 5 | 1.50% | 9.31 | 12.22 | 9.72 | 10.42 | 50.58 | 56.56 | 40.96 |
| 3 | 0069 | 华侨城 | 40000 | 3 | 2% | 11.42 | 8.80 | 9.26 | 9.82 | 40.11 | 43.52 | 43.20 |
| 4 | 0099 | 中信海直 | 100000 | 5 | 不高于银行同期 | 27.42 | 20.34 | 6.21 | 17.99 | 58.45 | 60.57 | 121.10 |
| 5 | 0301 | 丝绸股份 | 80000 | 5 | 1% | 10.01 | 16.51 | 8.90 | 11.81 | 44.93 | 53.05 | 65.83 |
| 6 | 0400 | 许继电气 | 60000 | 5 | 不高于1年银行同期60% | 13.99 | 15.23 | 14.29 | 14.51 | 33.93 | 46.42 | 42.63 |
| 7 | 0429 | 粤高速 | 120000 | 5 | 第1年1%，2至4 | 6.51 | 12.14 | 3.88 | 7.51 | 29.59 | 32.43 | 36.62 |

| | | | | | | | | | | | | |
|----|--------|------|--------|---|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | | | | | 年1.2%，第5年1.5% | | | | | | | |
| 8 | 0419 | 通程控股 | 23000 | 3 | 1.2%，1.4%，1.6% | 14.46 | 11.16 | 6.31 | 10.64 | 43.28 | 54.49 | 40.62 |
| 9 | 0537 | 南开戈德 | 60000 | 5 | 不高于银行同期 | 10.81 | 23.86 | 15.84 | 16.84 | 50.40 | 52.27 | 74.09 |
| 10 | 0581 | 威孚高科 | 64800 | 5 | 以每年的一年期利率为基准，以其70%为转债利率 | 7.47 | 9.09 | 8.17 | 8.24 | 30.18 | 37.01 | 39.95 |
| 11 | 0601 | 韶能股份 | 68000 | 5 | 1%，1.1%，1.2% 1.4%，1.6% | 11.38 | 9.60 | 7.46 | 9.48 | 36.15 | 42.75 | 39.56 |
| 12 | 0623 | 吉林敖东 | 40000 | 5 | 1-2% | 15.28 | 15.02 | 7.69 | 12.66 | 34.57 | 39.57 | 37.22 |
| 13 | 0629 | 新钢钒 | 160000 | 5 | 1.5% | 17.00 | 7.08 | 11.16 | 11.75 | 38.56 | 52.39 | 38.74 |
| 14 | 0630 | 铜都铜业 | 76000 | 5 | 1.00% | 10.80 | 12.38 | 7.23 | 10.14 | 38.78 | 44.44 | 39.69 |
| 15 | 0682 | 东方电子 | 55000 | 5 | 2% | 33.96 | 27.51 | 33.90 | 31.79 | 28.38 | 41.50 | 39.42 |
| 16 | 0729 | 燕京啤酒 | 70000 | 5 | 0.8-1.2% | 12.82 | 12.25 | 7.79 | 10.95 | 18.50 | 23.89 | 20.32 |
| 17 | 0819 | 岳阳兴长 | 25000 | 5 | 1%，1.1%，1.2% 1.3%，1.4% | 25.46 | 12.64 | 12.43 | 16.84 | 41.60 | 43.99 | 71.24 |
| 18 | 0823 | 超声电子 | 36000 | 5 | 1%，1.1%，1.3% 1.6%，2.0% | 14.32 | 10.38 | 8.76 | 11.15 | 39.96 | 45.28 | 41.00 |
| 19 | 0825 | 太钢不锈 | 120000 | 5 | 1% | 10.41 | 14.29 | 13.34 | 12.68 | 47.77 | 59.62 | 54.92 |
| 20 | 0862 | 吴忠仪表 | 56000 | 5 | 2% | 10.08 | 11.03 | 6.93 | 9.35 | 48.79 | 51.69 | 77.33 |
| 21 | 0900 | 现代投资 | 98000 | 5 | 第1年1%以后每年增加0.2个百分点 | 8.14 | 10.36 | 6.32 | 8.27 | 33.36 | 59.86 | 41.57 |
| 22 | 0928 | 吉林炭素 | 29000 | 5 | 1.6% | 9.05 | 6.86 | 4.22 | 6.71 | 51.73 | 59.19 | 29.07 |
| 23 | 0930 | 丰原生化 | 50000 | 5 | 1-2年1%，3-4年1.2%，5年1.4% | 27.08 | 7.11 | 14.53 | 16.24 | 59.22 | 67.84 | 84.45 |
| 24 | 0936 | 华西村 | 40000 | 5 | 1% | 32.92 | 12.44 | 11.87 | 19.08 | 45.31 | 49.74 | 82.84 |
| 25 | 0949 | 新乡化纤 | 38000 | 5 | 1% | 30.48 | 10.03 | 10.27 | 16.93 | 32.56 | 39.85 | 39.58 |
| 26 | 0968 | 神州股份 | 44000 | 5 | 1% | 18.54 | 13.70 | 4.84 | 12.36 | 37.31 | 48.36 | 39.67 |
| 27 | 0973 | 佛塑股份 | 45500 | 5 | 1%，1.1%，1.3% 1.6%，1.9% | 12.17 | 12.80 | 6.81 | 10.59 | 50.29 | 55.04 | 40.96 |
| 28 | 0985 | 大庆华科 | 15800 | 4 | 1% | 25.46 | 22.03 | 9.80 | 19.10 | 29.39 | 39.48 | 41.63 |
| 29 | 0990 | 诚志股份 | 60000 | 5 | 1% | | 19.90 | 6.37 | 13.14 | 49.78 | 52.13 | 94.55 |
| 30 | 600016 | 民生银行 | 230000 | 5 | 0.80% | 10.91 | 12.23 | 15.31 | 12.82 | | | 38.36 |
| 31 | 600061 | 中纺投资 | 21000 | 5 | 1.20% | 9.05 | 11.65 | 9.91 | 10.20 | 42.89 | 48.94 | 43.25 |
| 32 | 600067 | 福州大通 | 50000 | 5 | 0.8-1% | 12.98 | 10.91 | 7.76 | 10.55 | 69.58 | 71.09 | 167.14 |
| 33 | 600070 | 浙江富润 | 43800 | 3 | 1% | 11.68 | 10.06 | 10.90 | 10.88 | 66.81 | 67.13 | 182.51 |
| 34 | 600087 | 南京水运 | 32000 | 5 | 0.80% | 10.16 | 10.11 | 14.38 | 11.55 | 31.49 | 36.99 | 39.75 |
| 35 | 600096 | 云天化 | 41000 | 3 | 1.60% | 23.26 | 17.30 | 14.97 | 18.51 | 40.86 | 43.35 | 37.22 |
| 36 | 600108 | 亚盛集团 | 50000 | 5 | 1.2%，1.3%， 1.5%，1.8%，2.0% | 10.92 | 10.90 | 10.20 | 10.67 | 35.93 | 45.32 | 43.70 |
| 37 | 600111 | 稀土高科 | 61000 | 5 | 第1年1%，以后每年递增0.25个百分点 | 12.91 | 9.55 | 9.79 | 10.75 | 37.85 | 41.28 | 60.89 |
| 38 | 600177 | 西宁特钢 | 49000 | 5 | 第1年1.2%，以后每年加0.2个百分点 | 14.21 | 18.32 | 17.70 | 16.74 | 24.18 | 38.75 | 29.83 |
| 39 | 600177 | 雅戈尔 | 165000 | 3 | 1% | 14.21 | 18.32 | 17.70 | 16.74 | 50.62 | 56.10 | 100.46 |
| 40 | 600196 | 复星实业 | 110000 | 5 | 银行利率的70%-95% | 12.28 | 15.31 | 11.22 | 12.93 | 52.23 | 54.38 | 96.03 |
| 41 | 600220 | 江苏阳光 | 83000 | 3 | 1% | 52.51 | 10.78 | 10.22 | 24.50 | 41.48 | 45.55 | 70.89 |
| 42 | 600223 | 万杰高科 | 83500 | 5 | 0.80% | 8.16 | 8.46 | 9.25 | 8.63 | 36.88 | 44.82 | 52.56 |
| 43 | 600236 | 桂冠电力 | 80000 | 5 | 1.20% | 12.58 | 13.51 | 9.99 | 12.03 | 26.03 | 36.00 | 33.92 |
| 44 | 600237 | 铜峰电子 | 53000 | 5 | 1%，1.1%， | 21.71 | 19.41 | 6.34 | 15.82 | 60.68 | 63.41 | 123.27 |

| | | | | | | | | | | | | |
|----|--------|------|--------|---|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | | | | | 1.2%, 1.2%, 1.5% | | | | | | | |
| 45 | 600248 | 秦丰农业 | 50000 | 5 | 1.5% | 23.57 | 25.09 | 6.27 | 18.31 | 52.45 | 52.04 | 100.69 |
| 46 | 600307 | 酒钢宏兴 | 81000 | 5 | 1.2% | 24.93 | 17.28 | 8.91 | 17.04 | 44.03 | 48.92 | 41.49 |
| 47 | 600318 | 巢东股份 | 30000 | 5 | 1.2% | 22.72 | 22.02 | 6.02 | 16.92 | 47.12 | 54.08 | 51.01 |
| 48 | 600399 | 抚顺特钢 | 55000 | 5 | 1.2% | 12.13 | 14.90 | 7.77 | 11.60 | 41.25 | 58.25 | 39.88 |
| 49 | 600653 | 华晨集团 | 80000 | 5 | 不高于银行同期 | 10.13 | 23.17 | 21.86 | 18.39 | 61.99 | 70.15 | 77.40 |
| 50 | 600662 | 上海强生 | 35000 | 5 | 1-1.2% | 13.97 | 11.38 | 10.83 | 12.06 | 43.22 | 48.73 | 41.05 |
| 51 | 600690 | 青岛海尔 | 258000 | 3 | 1-1.2% | 14.74 | 12.03 | 14.67 | 13.81 | 48.70 | 51.51 | 89.25 |
| 52 | 600707 | 彩虹股份 | 125000 | 5 | 1.2% , 1.3% , 1.4%, 1.5%, 1.6% | 10.39 | 17.37 | 7.43 | 11.73 | 53.19 | 55.37 | 80.71 |
| 53 | 600726 | 龙电股份 | 80000 | 5 | 1% | 15.66 | 10.92 | 8.17 | 11.58 | 26.92 | 33.02 | 29.10 |
| 54 | 600811 | 东方集团 | 100000 | 5 | 1% | 10.60 | 10.83 | 7.36 | 9.60 | 47.32 | 43.85 | 39.91 |
| 55 | 600289 | 亿阳信通 | 80000 | 3 | 1% | 38.44 | 46.17 | 7.28 | 30.63 | 69.22 | 74.11 | 171.54 |

注：①资本化比率=有利息债务/（有利息债务+股东权益）；

②负债比率=负债总额/资产总额；

③（净资产）收益率=净利润/期末净资产；

④三年平均（净资产）收益率=前三年（净资产）收益率算术平均；

⑤发行后资本化比率、负债比率和发行规模占净资产的比率采用 2000 年底数据计算。

2. 拟发行可转债的规模

从表 1 可以看到，截止到 2001 年 11 月底，共有 55 家上市公司公告拟发行可转债（其中个别公司因股东大会通过时可能出现变化，这里未考虑）。其中沪深上市公司分别为 29 家和 26 家。

从规模上看，拟发行规模最小的为 1.58 亿元（大庆华科），最大的为 25.8 亿元（青岛海尔），平均规模为 7.34 亿元。公告发行规模总计为 403.84 亿元。

按照《实施办法》的规定，可转债发行之后，公司负债比率不得超过 70%，累计债券余额不超过公司净资产的 40%。从发行后负债比率不超过 70%这一点看，所有公告拟发可转债公司基本均将发债规模控制在规定范围内。对于债券余额占净资产的比例，《实施办法》中没有界定是发行前或发行后，因此上市公司在掌握上各有理解，也就出现了两种不同的情况。两种情况的公司数量约各占半数。按 2000 年底的公司净资产为基数，约 50%的公司发债额超过净资产的 40%，超过净资产 50%的公司有 20 多家，其中雅戈尔、秦丰农业、中信海直、铜峰电子、福州大通、亿阳信通和浙江富润均超过 100%，最高的竟达 182.56%（浙江富润）。

3. 拟发行可转债公司的盈利能力

从拟发行可转债公司前三年的收益水平看，除个别新上市公司外，前三年平均净资产收益率基本都达到 10%以上，符合《实施办法》的有关规定，这也说明拟发行可转债的上市公司均具有较高的盈利能力。部分公司前三年的盈利能力不稳定，一些公司三年的盈利能力逐年下降，最近一年的盈利能力已较低，应该讲这类公司发行可转债存在一定风险。

4. 拟发行可转债的期限

从可转债的期限看，以 5 年期限居多，少数为 3 年，个别为 4 年，说明上市公司均是以筹集长期资本为目的。

5. 拟发行可转债的利率

从可转债利率的设置看，利率的设置方式较为灵活，但相对较为集中。利率设计以固定利率方式为数，部分采取浮动利率方式。固定利率最低确定为 0.8%，最高为 2%，但多数确定为 1% 左右。浮动利率的方式有两种，一是采取与银行定期存款利率挂钩，二是采取利率逐年递增的方式。前一种方式主要是为了保证投资者的基本收益，免遭基础利率变动带来的投资风险，后一种方式主要是为了吸引投资者更长期地持有可转债。

按《暂行办法》和《实施办法》的规定，可转债的利率不得超过银行同期存款的利率水平。从上述公告利率的总体情况看，利率确定普遍大大低于同期定期储蓄利率，这不利于鼓励投资者长期持有可转债，投资者可能会因此更希望在时机恰当时尽早实现转股。这也反映出多数上市公司发行可转债的初衷是希望最终实现股权筹资而不是债权融资。

6、拟发行可转债的财务风险

我们知道，从财务风险控制的角度看，一个企业如果其全部资本化比率超过 50%，那么其债务负担将过重，财务上将会存在较大的风险。因此从较为合理的角度考虑，上市公司发行可转债，其规模确定应遵循的原则是保证债券发行后，全部资本化比率应不超过 50%，最好能控制在 40% 以内。从实际情况看，60% 的公司发行可转债后，全部资本化比率超过了 40%，其中超过 50% 的公司约占 30%。而福州大通和亿阳信通更高达近 70%。一旦转股出现问题，这些公司将面临巨大的财务风险。拟发行可转债公司发债后负债比率及资本化比率的分布情况见表 2。

表 2 拟发可转债公司发债后的财务状况变化分布情况

| 分布区间 | 负债比率 | | 资本化比率 | |
|---------|------|--------|-------|--------|
| | 家数 | 占总家数比重 | 家数 | 占总家数比重 |
| 40%以下 | 21 | 38.18% | 11 | 20.00% |
| 40%~50% | 18 | 32.73% | 18 | 32.73% |
| 50%~60% | 10 | 18.18% | 19 | 34.55% |
| 60%以上 | 6 | 10.91% | 7 | 12.73% |

◆ 可转换公司债券资信评级

1. 法规对可转债资信评级的要求

在《实施办法》中，对可转债资信评级有以下涉及条款：“发行人可委托有资格的信用评级机构对本次可转债的信用、或发行人的信用进行评级，信用评级的结果可以作为确定有关发行条款的依据并予以披露”。

中国证监会积极鼓励对上市公司发行可转债进行资信评级，并认为这是培育上市公司良好信用意识、揭示可转债投资风险的积极措施。

国际上，通过专业评级机构对可转债进行资信评级已是惯例。在美国，公募可转债必须经过资信评级。

2. 市场对可转债资信评级的要求

可转债在实施转股之前对公司而言是债务，存在还本付息的问题，对可转债进行资信评级是

向投资者揭示可转债风险的有效途径。此外，可转债资信评级的过程也是对发债公司进行综合评价的过程，这一过程会从不同角度发现和揭示发债公司经营与管理中存在的某些问题，促使发债公司充分地认识自身的问题并加以改进，以利于公司未来的更好发展。

从目前已公告发行可转债的公司情况看，近80%的公司主动选择专业资信评级机构对拟发行的可转债进行了资信评级，这说明可转债资信评级市场需求旺盛。

3. 可转债的评级结果

从总体上看，拟发行可转债的资信等级普遍较高。产生这种现象的原因主要有如下3个方面：一是从资信评级的角度看，可转债在资信评级时是作为债务考虑其风险的，但在整个转换期内总会有一定比例的可转债转股，因此，与同规模的企业其他债务相比，可转债的信用等级会高一些。二是拟发行可转债的发行主体基本上都是财务状况和盈利水平比较好的上市公司，在发债前这些发行主体的整体信用状况较好。三是拟发债公司和承销商对可转债资信评级结果的期望较高，评级机构面临的压力较大。

4. 对可转债评级结果的看法

到目前为止，中国证监会并没有发布什么级别以上的可转债可以发行、什么级别以下的可转债不可以发行的规定，事实上这样的规定估计不会发布。可转债资信评级的作用是揭示和披露可转债的风险，我们认为主管部门鼓励可转债接受评级的目的仅在于此，拟发债公司和承销商不应把可转债资信评级结果的高低作为衡量可转债发行方案可行性的主要因素考虑。

◆ 联合资信评估有限公司已开展的可转债评级情况

联合资信评估有限公司是全国性资信评估机构之一，早在《实施办法》出台之前，就开始了可转债及可转债资信评级的研究。《实施办法》颁布实施后，联合资信积极为部分拟发债公司提供了专业化的评级服务，截止目前，已完成13家上市公司拟发行可转债的资信评级。具体如下：

西宁特殊钢股份有限公司（600117）
山东万杰高科技股份有限公司（600223）
中纺投资发展股份有限公司（600061）
甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司（600307）
山西神州煤电焦化股份有限公司（0968）
东方集团股份有限公司（600811）
现代投资股份有限公司（0900）
吴忠仪表股份有限公司（0862）
天津南开戈德股份有限公司（0537）
抚顺特殊钢股份有限公司（600399）
杨凌秦丰农业科技股份有限公司（600248）

招商局蛇口控股股份有限公司（0024）

吉林炭素股份有限公司（0928）

（本期编辑：邵立强）