

| 本期摘要

来宝集团崩盘记：股价再度暴跌32% 债券遭猛烈抛售 评级连降三级，实际上在2015年下半年的时候，大家就应该注意到来宝的债务问题，而这一问题往往是大宗商品一轮周期末端的必然。

当时来宝从香港转战新加坡再次上市，或多或少和新加坡上市以后对于会计准则的宽松是有密切关系的……但风险终究会暴露。

| 音频梗概

00:15

来宝的问题，是大宗商品一轮周期末端的必然

今天聊一聊来宝，虽然在最近几天来宝大跌中，陆陆续续发出来很多文章（[来宝集团崩盘记：股价再度暴跌32% 债券遭猛烈抛售 评级连降三级](#)），实际上在2015年下半年的时候，也就是大宗商品反馈末端的时候就关注到了来宝和嘉能可，当时我也连着发了很多内容讲来宝债务的问题。



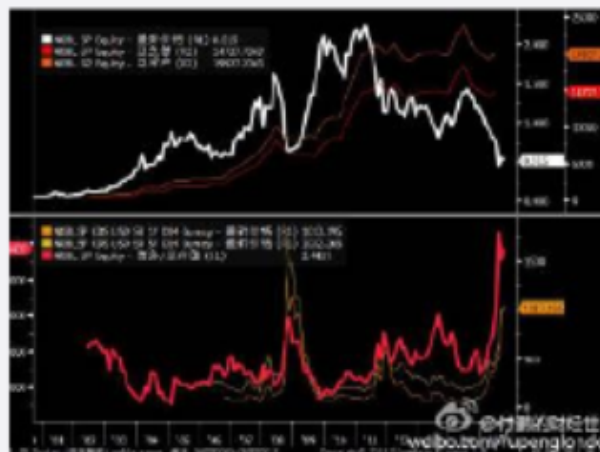
付鹏的财经世界 V

2015-11-12 20:54 来自 UC浏览器电脑版

亚洲大宗商品贸易巨头**来宝** (Noble Group) 公告称, 第三季净利同比下降84%, 因金属和矿业业务亏损扩大, 合资公司**来宝**农业亏损猛增三倍。此外, 集团首席财务官辞任。**来宝**CEO称, 运营环境“很艰难, 甚至比以往更加难以预料。”

@付鹏的财经世界 V

嘉能可如果是雷曼的话, 前面已经倒下的亚洲最大大宗商品交易商**来宝**集团 (Noble Group) 就是贝尔斯登了, 看看**来宝**的情况吧, 资产负债表恶性循环, 有毒资产传染链影响整个财务能力, 大而不倒只是说说而已.....



2015-9-8 09:40 来自 UC浏览器电脑版

阅读 18.1万 | 160 | 9 | 32

阅读 11.2万 推广

98

12

15 01

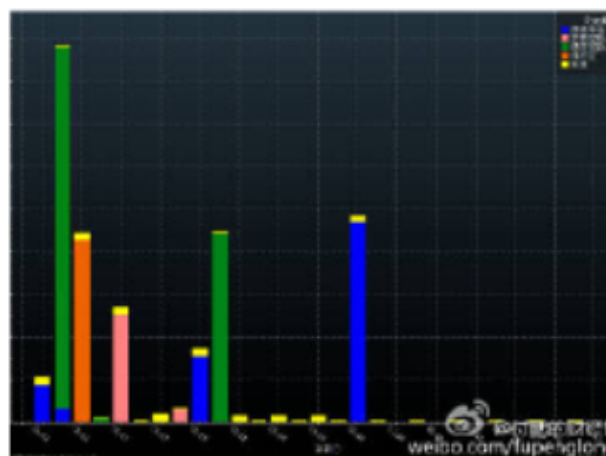


付鹏的财经世界 V

2015-12-30 15:00 来自 UC浏览器电脑版

Noble**来宝**2016年2季度有大量循环贷款到期。。。垃圾级。。循环融资还能继续下去不? 我估计基本没戏了。。东墙补不上西墙的话。剩余那点存货债主晚瓜分

不如早瓜分。。结局会不会如同当年有Enron一样只能拭目以待了。。。



阅读 4万 推广

11

评论

02



付鹏的财经世界 V

2016-6-3 11:57 来自 Android客户端

在获得30亿美元授信额度后，你以为来宝集团貌似没事了，结果CEO Yusuf Alireza忽然辞职跑了，然而我们的中投参与了6.306亿股来宝集团的配股。。。真不知道你们看上了来宝什么东西。。。嗯glencore是不是大家以为风暴也过去了呢？先呵呵一下。。别着急

(Bloomberg) -- Noble Group Ltd., the junk-rate commodities trader that lost its chief executive officer this week, approved a rights issue to raise about \$500 million with support from China's sovereign wealth fund, and announced plans for the succession of founder and chairman Richard Elman. The shares sank to the lowest price since 2003 as its bonds surged.

The Hong Kong-based company will offer 1 rights share for each existing share at 11 Singapore cents, a 63 percent discount from the close on Thursday, according to a statement on Friday. Of the new shares, biggest holder Elman has agreed to take 625.5 million, less than his full entitlement, while China Investment Corp., the third-largest, will take 630.6 million, all of its portion. CIC will get a second seat on the board.

阅读 5.5万 推广

31

16

43 03

其实当中没有什么新鲜的问题，因为所有的商品末端循环，一定会有一些巨头或者寡头在整个市场化淘汰过程中会出现所谓的负向正反馈，不仅仅是一个大宗商品的问题，和它背后的杠杆的情况、债务的问题以及债务的可持续性等等，会形成一个交织的连锁反应的网络。点像08年的次贷危机，类似当时的雷曼。

实际上，不仅仅关注的是大宗商品价格的问题，后续更关键的是看所谓的资产负债表的恶化循环、财务报表的记账方式……尤其是大宗商品价格向下走的时候，往往对于公司财务报表形成负的正反馈机制，这个时候整个资产就不是有效资产，更多变成一个有毒资产，连锁性的去影响财务能力。这个时候和大宗价格就没有关系了，整个债务、融资能力使得市场对其信心丧失以后，整个游戏就GAME OVER了。即便后面盈利和财务情况会略微好转，但关键点仍然在于市场是否对其有充分的信心。

所以，对于大宗商品相关的这些公司，很主要的一点是债务管理和风控，以及如何稳定市场的信

心。一轮周期里面一定会有人倒下去、一定会有人起来。这就是一轮周期末端往往会发生的事情。

03:29

中国成就了来宝，一个废品经销起家的公司

来宝对做大宗的人来说并不陌生，创始人是在香港长大的英国人，来宝的发展完全得利于中国的崛起……最早是做废品的经销商，由此赶上一个非常好的时机，97-98年亚洲经济危机以后中国经济高速发展，这对这家公司是至关重要的，就是选择对了时机做了对的事情，包括铁矿石、煤炭，都把握住了机会。

做大宗商品贸易这块，最早的资本积累需求其实是不大的，来宝创始人30年前仅用了10万美金就创办了来宝，资金主要还是来自杠杆、银行……又赶上大宗商品金融性需求、投资性需求和投机性需求都在呈现正反馈，可以说，中国成就了来宝。

接着在发展过程中，扩展到了石油、金属……到后来大家知道来宝的时候已经成为了全球百强的企业了。

07:09

来宝如何在资产负债表上玩出花样

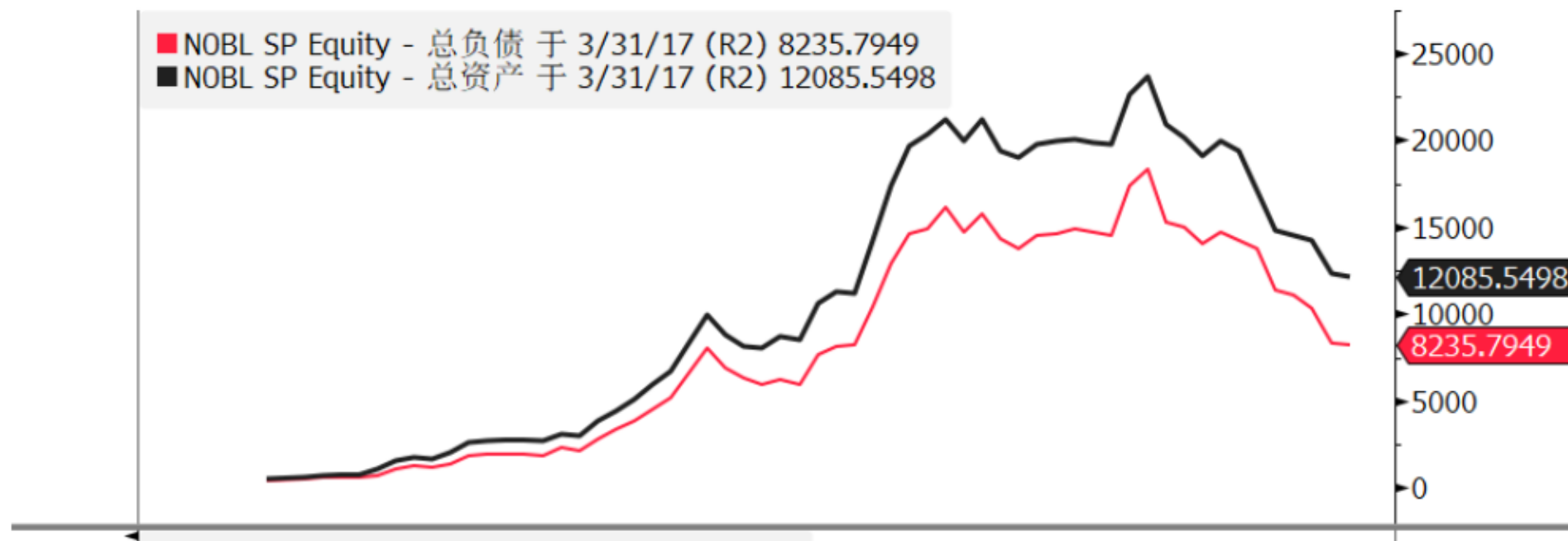
后来在高速发张过程中，来宝的问题跟其他所有的大宗商品贸易企业都一样：在高速扩张中，为了利润做的好看，往往在财务报表中，在风险性资产的处理方式上有一种常见的做法，所有东西都涉及微观上怎么调整资产负债表。来宝一开始比较习惯用的就是：将长期营销和长期供应协议这一部分收益入账（未来收益提前入账），而且会将这部分合同的价值会计入资产负债表上。

包括当时从香港转战新加坡再次上市，或多或少和新加坡上市以后对于会计准则的宽松是有密切关系的。

但风险也会暴露，在大宗商品价格持续上扬的过程中，规模和资产负债表是一个正反馈的过程，最终长期协议带来的收益是高于账面利润的.....但是如果倒过来，这就成为问题了。大宗商品的下跌会使得长期协议带来的收益远远低于入账的利润，这个时候就容易对资产负债表形成反馈性冲击.....

这种手段其实在贸易企业是一个普遍的行为，但放到债务处理上，一旦出现反馈就会变成正向负反馈……因为商品价格长期在下跌的话，这些长期协议甚至有可能不一定被满足，也可能出现重新评估，一旦出现这类风险的时候，在资产负债表上可能是处理不掉的，或者说一处理就出现亏损和减记。就像金融危机中一样，一旦出现这种情况就不得不继续减记：减记-亏损-进一步减记-进一步亏损……对于大宗商品企业来说就有可能出现减记会造成价格进一步下跌，而这进一步下跌会亏损到资产负债表上其他的东西，进一步恶化，导致进一步减记。

另一种方法就是不去贱卖这些容易影响市场的，会卖掉其他资产，虽然短期内有所缓解，但会伤及企业的核心架构……大家会对企业可持续性产生疑虑，所以说早晚都会形成这样一个环。





13:22

押宝煤炭，第二轮的亏损压垮来宝

来宝在2015年首次面临这种冲击的时候，在商品持续熊市过程中，选择的主要处理方式就是尽量保住资产负债表，卖掉其他资产，即使是核心的。

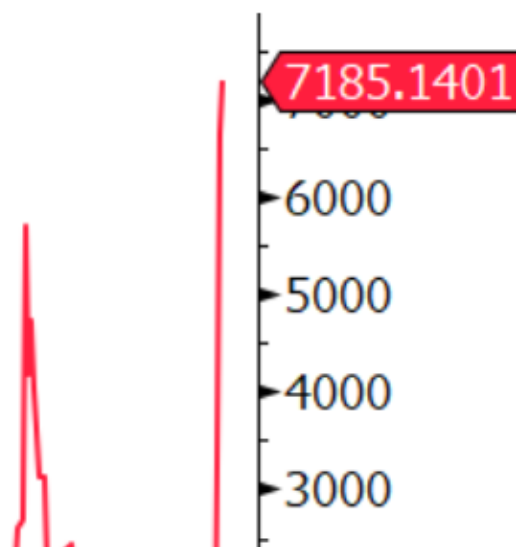
在15年年底的时候我也说过，仔细看看来宝背后循环贷款和融资，其实会发现他把核心资产卖掉

还是出现拆东墙补西墙的情况，我当时写：

「最后这点存货肯定会被债主瓜分的，就不如早瓜分它，结局基本是注定的。」

在缓解了一个很短的时间期间后，大家对来宝的信心在逐渐丧失：核心资产剥离、高管团队分崩离析、后来想在煤炭和能源上豪赌一把……虽然能源上有所盈利，但煤炭公布出来的亏损导致这家失去核心资产的公司面临着第二波亏损。整个财务报表恶化，现在来看债务的循环已经断掉了，信用违约掉期已经好几千，股价已经持续停牌……从之前债务的正向负反馈到现在恶化，很难再回天了。

■ 来宝集团信用违约掉期CDS 7185.1401





中资企业：白衣骑士这次我不当

09年亚洲金融危机后，中投进入来宝，这项投资并不成功，在2016年的时候来宝出现第一次比较大的危机的时候，至少我觉得信用还没有断掉，当时中投也接了大概6.3亿股的配股。来宝剥离了一些核心资产比如宝农业中粮也收了……来宝在大量卖核心资产的时候中资企业接盘了很多。这次来宝还想指望中资企业充当白衣骑士，最后一杀就来自于：中化集团也不准备救了……比融资链条更重要的是信用链条基本上也全都断掉了。

一下子企业要迎接的就是一个倒闭的情况，信用评级已经降到Caa1了，意味着债务可持续性、融资能力GAME OVER了。

-end-