

PDF-CASE2016006

华锐债的逆袭传奇——一个市场化救债范本¹

案例正文：

摘要：华锐风电科技股份有限公司是风电领域著名的高新技术企业，成立于 2006 年并在 2011 年成功登陆 A 股。一路扶摇直上的风电行业领军者，却在短短三年多的时间里从业界骄子深陷债务危机。华锐债从悬崖边缘到起死回生，历经折价回购、分批还债、控股权变现数番波折，最终顺利兑付，为我们上演了一出逆袭传奇。华锐危机中各方主体在互动中开创了诸多债市先例，市场化的博弈也对现有体制提出了新的挑战。本案例回顾整个华锐债发展的历程，完整再现了华锐债券风险发生和危机处置的始末，力图提炼危机处置过程中的法律争议与金融创新，为我国债券市场的风险防范提出建议。

关键词：债券违约；折价回购；危机处置；风险防范

0 引言

许久之前，在中国的资本市场中，股市与债市似乎是两个泾渭分明的世界——“森林”里的股市血腥激烈涨跌无情，抑或是割肉出局血本无归，亦或是一

1. 本案例由安徽大学经济学院的陈燕玲、鲍慧玲、何正亚撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

夜暴富潇洒离场，愿赌服输自古就是江湖的法则；“温室”里的债券波澜不惊歌舞升平，虽偶有危机显现流言四起，却总有贵人相助全身而退，绝处逢生更能牵动观众的神经。

未曾有过杀戮的债市，是否真的太平？向来收益稳定的背后，谁在为风险买单？曾经满载荣耀的华锐，还能向谁求救？

“11 华锐 01”和“11 华锐 02”是曾经的行业巨头华锐风电科技有限公司于 2011 年底发行的两只债券，用于公司业务发展的需要，其中“华锐 01”将于 2014 年 12 月 27 日到期，持有人有权选择回售债券。然而，自债券发行后，华锐便一直深陷内外危机。曾经行业的领头羊，早已风光不再，举步维艰，处于生死一线的境地。

“我们已经无路可走，甚至已经做好了放弃（公司破产）的心理准备，直到 11 月，还完全看不到解决危机的希望和路径。”华锐风电的一位股东如此表示。

——21 世纪经济报道

距离债券约定回售期只有仅仅一个月的时间，华锐债券是否注定违约？

1 背景介绍

1.1 迅速崛起的风电“大佬”

2004 年，兼任大连重工机电设备成套有限公司总经理的韩良俊看到了风电制造业的机会，极富远见的买下了德国富兰德（Fuhrlander）FL1500 系列风机的生产许可证。2006 年 2 月，华锐风电科技股份有限公司成立。这是中国第一家自主开发、设计、制造和销售适应全球不同风资源和环境条件的大型陆地、海上和潮间带风电机组的专业化高新技术企业。成立当年，华锐风电的首要工作便是改良引进的 1.5MW 风电机组整机技术，使之国产化。而当时国内主流风机机型还是 750 千瓦，韩俊良在起步阶段抢占了兆瓦级风电市场制高点。

2007 年中国风电产业迎来大发展。《当前优先发展的高新技术产业化重点领域指南（2007 年度）》、《可再生能源中长期发展规划》等多个文件的出台进一步明确了风电行业的发展规划。华锐风电正是凭借此前打造的风电机组零部件国产化配套产业链，赶上国家大力支持新能源行业发展的“春风”，以令人咂舌的速度攻城略地，一路狂奔。2007-2010 这四年间，公司的净利润实现了高达 215.91% 年均增长率，并且在 2010 年触顶至 28.56 亿元。高利润增长也使得华锐风电一

举成为国内风电行业的“大佬”。2008 年超越金风科技成为中国风电制造业老大，2010 年跃居全球行业第二，占据 11.1% 的全球市场。

在经营层面如此风生水起之时，华锐风电开始谋求登陆 A 股。

2011 年 1 月 4 日，华锐风电 IPO 路演发布“投资风险特别公告”，发行人和联席主承销商做出“郑重提示”：“投资者应坚持价值投资理念参与本次发行申购，凡参与申购的投资者均应认可发行人的投资价值，并希望分享发行人的成长成果；任何怀疑发行人是纯粹‘圈钱’的投资者，应坚决避免参与申购。”

正如上市前夕的豪迈与霸气，华锐风电终究要成为资本市场上不平凡的主角。2011 年 1 月 13 日，华锐风电以主板市场最高纪录的每股 90 元发行价登陆上海证券交易所，成为市值近千亿的风电设备生产商。短短 5 年时间，华锐风电就坐着“火箭”制造了中国企业史上的财富奇迹。

表 1：华锐风电股东构成（截至 2011 年 8 月 10 日）

类别	股东名称	持股比例
持股 5% 以上股东	大连重工·起重集团有限公司	20%
	北京天华中泰投资有限公司	13.33%
	FUTURE MATERIAL INVESTMENT LIMITED	13.33%
	西藏新盟投资发展有限公司	11.67%
	北京新能华起投资顾问有限责任公司	8.08%
其他社会流通股		33.59%
合计		100%

1.2 御风而行加速扩张

上市后，华锐激进的策略并未有所改变。2011 年华锐风电新增装机总量 2939MW，占中国市场份额 16.7%，排名第二；累计装机总量 12977MW，占据市场 20.8% 份额，排名第一。

此外，韩俊良积极采取激进的“两海战略”，即开拓海外市场，进军海上风场。2011 年，华锐风电出产中国单机容量最大的 6MW 海上风电机组并顺利吊装；2011 年 4 月份，华锐风电与希腊 PPC 电力公司签署协议，双方共同开发一个 200MW-300MW 的陆上风电场以及一个海上风电场，同时华锐风电在希腊建立风电机组生产基地。当年 7 月，华锐同国际新能源开发商 Mainstream Renewable Power 签署协议，未来 5 年内双方将在爱尔兰共同开发、建设、运营 1000MW 的

风电项目。在美国、巴西、瑞典等多个国家中标风电项目并取得订单后，2011年华锐风电在海外的营业收入为8000万，相比2010年，几乎是从无到有。2011年末，华锐风电在手订单及中标未签约项目约为14000MW，其中国际项目约为922.5MW，约占6.4%。

1.3 趁热打铁发行债券

为了让资金能够跟上高速扩张的步伐，华锐风电于2011年12月27日发行了公司债券，发行规模达到28亿元，分为两个品种。

表 2：华锐风电 2011 公司债券发行情况					
债券简称	债券代码	债券期限	发行规模	利率	备注
11 华锐 01	122115	5NP3	26 亿元	6%	附第三年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权
11 华锐 02	122116	5 年期	2 亿元	6.2%	

带着新能源概念和高增长的光环，评级机构（联合信用评级公司）对两只债券给出了最高的评级，华锐 01、华锐 02 评级均为 AAA；华锐风电公司的主体长期信用也评级为 AAA。债券上市前公司的财务状况非常健康，所以尽管没有担保，两只债券依然顺利发行并上市。

2 没落的“新贵”

2.1 业绩变脸

然而，资本市场向来以变化莫测、瞬息万变牵动人心。若问在中国风电行业，从辉煌到没落要用多久？曾经的领军者华锐风电给出的答案是 5 年。

华锐风电的超速发展从一开始就伴随着重重的质疑。在其上市之时，更有人预言，它的高速成长得益于大型电力国企的“风电大发展”，在此过程中，倘若缺乏产业政策、主管部门和大型国企中任何一方的扶持关爱，这种激进的发展模式就可能陷入万劫不复之地。

预言者一语成谶。从 2010 年开始，整个产业的风向悄然发生着变化，当中国风电逐步告别草莽时代，过去所有好事都赶上了的华锐风电，开始了连连的厄运，上市之后的两年里，业绩迅速发生翻天覆地的变脸，直至迎来巨亏。华锐前期的激进扩张策略也在低谷中付出了代价，2011 年华锐风电不仅未能延续此前

净利润猛增的势头，反倒是下降为 5.99 亿元，同比下滑达 79.03%。“噩梦”没有停止。在继 2012 年亏损 5.83 亿元之后，公司于 2013 年将亏损幅度扩大至 37.64 亿元，并因此“戴帽”，被实施退市警示风险，华锐债券也被停牌暂停交易。

2.2 官司缠身

2011 年 3 月，华锐风电拒收美国超导依照订单合同准备的部分风机电气部件。随后，美国超导向北京仲裁委员会提出仲裁申请，要求华锐风电支付未付货款及违约损失。9 月，双方矛盾升级，美国超导就知识产权及软件源代码起诉公司。此举不但得罪了合作伙伴，还让华锐风电的名誉一败涂地，华锐与超导方面合作的数个大项目被叫停，巴西、欧盟等公司也都避开了和华锐合作。

2013 年 3 月，华锐风电“自曝家丑”，称自查发现 2011 年年报有关账务处理存在会计差错，虚增利润 1.68 亿元，差异比例超 20%。消息一出，资本市场愕然，证监会也开始介入立案调查。紧接着，因存在涉嫌违反证券法律法规的行为，公司继 2013 年 5 月被证监会立案调查后，于 2014 年 1 月再被调查。这两次立案调查严重影响了华锐风电的融资。

屋漏偏逢连夜雨，大难临头的预感也让股东的利益产生分歧。危急时刻，大股东并未雪中送炭，反而落井下石。2014 年 9 月 30 日，大连重工以海上潮间带风电安装设备承揽合同纠纷为由向辽宁省高级人民法院起诉公司，法院裁定冻结公司 9200 万元人民币的银行账户款项。

2.3 大限将至

在华锐公司深陷泥沼内外交困之际，悄然间，于 2011 年发行的债券逐渐迫近其回售期。

“华锐债 01”附有三年的回售选择权，也就是说在 2014 年 12 月 27 日前后，债券持有人有权提前其所持有债券。作为债券持有人，最关心的莫过于发行人能否到期及时付息，而在华锐风雨飘摇时刻，显然持有人会不约而同的选择在年底回售。

而此时，资金问题已经成为华锐风电当前经营中面临的最为严峻的问题。依据公司在 2014 年三季度报中的表述，可以看出华锐的危机处境：

受到净利润连续两年亏损、被中国证监会连续立案调查尚未产生结果以及

2013 年度财务报告被出具非标准无保留审计意见等重大不确定性因素影响，公司融资工作异常艰难，销售回款也十分困难。2014 年 1-9 月，公司未能新增银行贷款，在手授信额度的使用也受到各种限制。2014 年 1-9 月，公司回款 242058 万元，比去年同期下降 99029 万元。截至报告期末，公司货币资金余额为 120172 万元，比年初下降了 191370 万元。公司在 2011 年发行了总规模 28 亿元的公司债券，其中 26 亿元为 5NP3 品种，该品种债券的投资者如在 2014 年 12 月行使回售选择权，则公司届时将面临巨大的资金偿付压力。

2014 年 11 月 21 日，联合信用评级有限公司决定将华锐风电科技（集团）股份有限公司的主体信用等级由“A”下调至“BBB”，评级展望为“负面”；同时将其发行的 2011 年公司债券的债项信用等级由“A”下调至“BBB”。

3 华锐的拯救行动

3.1 无奈的应收账款

一般而言，上市公司的资金来源主要为销售回款、银行贷款和资本市场融资，但由于经营困难、证监会调查等负面影响，公司银行融资和增发融资的渠道基本上被堵死，巨额债务兑付就在眼前，从哪去弄来这些钱？

从华锐自身家底来看，虽然经营困难连年亏损，但好歹是上市公司并没有到资不抵债的地步。截至 2014 年三季报，公司流动资金还有约 12 亿，应收票据 2.26 亿，应收账款 90.8 亿，预付款约 4 亿，存货 64 亿，其他流动资产 5.5 亿，流动资产总额达到 180 亿；非流动资产方面，公司 9100 万股 H 股上市的华能新能源股票流入可供出售金融资产科目市值 1.85 亿，公司另有大约 13 亿固定资产，再加上在建工程、无形资产之类的家当，非流动资产总额达到约 32 亿元。这样粗略算一下，公司资产账面价值总额达到 212 亿。而公司的负债总额为 126 亿，除了应付的 28 亿元债券本息之外，主要的负债均为经营负债，其中应付账款 80 亿，应付票据 3 亿，预收款项 6 亿元。

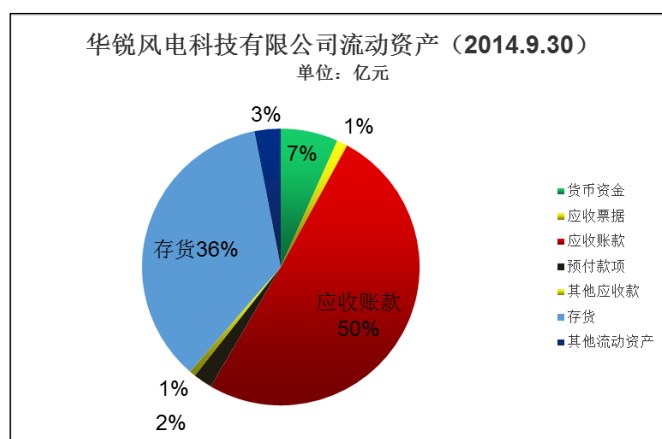


图 1: 华锐风电科技有限公司流动资产结构图

按理说还债应当不成问题,但问题在于公司的主要资产存货、应收账款、机器设备、厂房土地并不能迅速变现,尤其在公司销售困难、回款缓慢的情况下,这些资产仅仅是资产负债表上看上去很美的数字。如公司年报所言,公司货币资金余额扣除不可动用的保证金等后,可用于偿还公司债券的资金仅有不到 6 亿元,但如果强制兑现公司资产的清算价值,即便存货、土地、应收账款打折贱卖,按期兑付应当困难不大,但这意味着公司的利润表会计提大量的存货、应收账款减值损失,利润表将十分难看,已经披星戴帽的华锐风电扭亏无望可能被迫退市,或者公司失去赖以生产经营的核心设备、厂房,无法继续开展业务,退出市场。这种破产式的还债会让公司付出全部的货币资金,使资金链断裂,正常的生产经营难以维持。另外,由于华锐所处的风电行业中,主要欠款为五大国有电力集团,要想继续在行业内生存强硬的起诉应收账款基本行不通。

似乎华锐风电即将落入万劫不复的地步,破产清算已经不远。

3.2 流产的折价回购计划

山穷水尽中,华锐风电憋出了一步险棋……

2014 年 8 月 30 日,华锐宣布了一项债券回购计划——其子公司华锐风电科技(江苏)有限公司拟以 7 亿元资金,折价购买母公司发行的部分华锐 01 债券。拟收购时点距债券回售期尚有 4 个月时间,按回购价格计算,此举将为其节省约 9000 万元资金。这在我国资本市场上破天荒的头一回。

公告的主要内容有:

江苏华锐拟动用不超过 7 亿元资金购买部分华锐 01 债券,购买价格将不低

于暂停交易前 20 个交易日的平均交易价格（不含利息），即 87.27 元/张；

利息按照本期债券票面年利率（6%）和利息期间经计算后支付，利息期间为上一个付息日（2013 年 12 月 26 日）至申报截止日；

单个账户可以出售的金额上限不超过 50 万元（按本期债券面值计算），比例上限不超过单个账户持有面值的 10%，金额或者比例上限就高不就低；

债券持有人会议审议通过后方可实施（50%持有人同意）；

持有人在债券持有人会议上最终做出何种投票决定（同意、反对或弃权），均有权将其持有的全部或部分华锐 01 出售给江苏华锐；

选择放弃出售或仅部分出售其所持有的华锐 01 的持有人，视为充分理解 2014 年 12 月 26 日回售时本息不能足额兑付的风险；

看似简短的公告，背后却是玄机重重，这项折价回购计划在债券持有人、股东之间引发了巨大的争议，也在资本市场上掀起了轩然大波。

在众多争议之下，这项开中国资本市场先河的回购计划“如愿”泡汤。根据华锐风电的公告，审议折价回购方案的债券人会议上，出席会议的债券持有人（或代理人）共计代表 140 个账户，合计持有有表决权的本期债券 14,253,850 张，占本期债券总张数的 50.91%，刚刚达到能够形成有效决议的标准。而针对回购方案，表决结果如下：

表 3：债券持有人会议关于债券回购的表决结果

	债券张数	债券张数占比
反对	13910900	49.68%
同意	237560	0.85%
弃权	105390	0.38%
合计	14253850	50.91%

就这样，这一议案最终被反对方以压倒性的优势否决了。

3.3 最重要的股东大会

“我们当时以为已经无路可走，甚至已经做好了放弃（公司破产）的心理准备。”华锐风电的一位股东如此表示，直到 11 月，还完全看不到解决危机的希望和路径。

2014 年 11 月 26 日，在距离债券兑付仅剩一个月的时候，华锐风电突然发布关于股票停牌的公告，称因有事项需向公司相关股东核实，公司股票自 2014 年 11 月 27 日起申请停牌。

“我意识到，终于有人要出手解局了。”上述股东说。

2014 年 12 月 5 日，华锐风电发布了一份解决方案。华锐在关于股东提议增

加 2014 年第三次临时股东大会临时提案的公告中披露，公司收到股东萍乡市瑞华丰能投资管理有限公司的提议，在即将召开的第三次临时股东大会上增加审议《关于以资本公积金转增股本的议案》。瑞华丰能是一家仅持有华锐风电 3.55% 股权的小股东，其希望通过引入外力来拯救陷入重重困境的上市公司。瑞华丰能在议案中提到，拟由深圳市东方富海投资管理有限公司联合大连汇能投资控股集团有限公司等机构，通过设立基金，以市场化方式，投入资金解决公司债券兑付危机，避免资金链断裂的风险，同时通过资本公积金转增股本和股份让渡，改善公司治理结构，提升盈利能力。

方案主要包括三方面措施：

（二）方案概要

- 1、解决公司资金困难：基金将投入 17.8 亿元人民币资金，收购公司部分应收款，相关资金专项用于兑付要求回售的债券，从而解决债券兑付危机；
- 2、恢复公司正常经营：基金将制定切实可行的经营计划，充实增强公司管理队伍，引入有丰富经验的职业经理人，开拓市场、加强管理、强化内部控制措施，争取实现主营业务扭亏为盈，健康成长；
- 3、资本公积金转增与股份让渡：公司用资本公积金转增股本，每 10 股转增 5 股，共转增 20.102 亿股，除全国社会保障基金理事会和社会公众股外的其他股东放弃转增股份并让渡予基金。

图 2：关于股东提议增加 2014 第三次临时股东大会临时提案的公告

惜字如金的华锐董秘再一次用更短的语言释放出更大的波澜，震颤着债券市场脆弱敏感的神经。该方案为纯市场化方式，不用经过证监会审批，同时兼顾了公司、原股东、债权人、投资人等各方，若能顺利实施，将是一个能实现多赢的选择。

不过，这个看似完美的方案，实施起来却面临诸多困难。议案中提到了实施的诸多前置条件，其中最关键的一条是，除全国社会保障基金理事会和社会公众股外的公司股东要签署同意资本公积金转增和股份让渡的相应书面承诺文件，且公司要召开股东大会并通过相关决议。

从方案发布到 2014 年 12 月 26 日的偿债期，只有短短 20 天，而距股东大会召开仅有 10 天时间，这看起来是一个不可能完成的任务。如果公司在基金要求

的时间前未能获得相关发起人股东的书面同意文件，或方案实施的其他条件未得到满足，则该方案存在无法实施的风险。2014 年 12 月 10 日，华锐风电在关于股票停牌事项进展说明及股票继续停牌的公告中表示，已收到 15 家涉及需让渡转增股份的发起人股东提交的书面同意文件。但仍有 7 家股东未提交书面同意文件，包括当时公司第一大股东大连重工起重集团有限公司（持股比例高达 16.86%）等。前夕直到 2014 年 12 月 15 日股东大会召开，仍有三个股东未对解决方案表态。

但出乎意料的是，在 2014 年 12 月 15 日晚间发布的临时股东大会决议公告中，华锐风电表示已收到全部 22 家涉及需让渡转增股份的发起人股东提交的书面同意文件。这意味着拯救公司的解决方案在最后一刻得到了通过。

生死时刻，华锐终于抓住了最后一根救命稻草。

4.按期兑付皆大欢喜，曲线借壳股东易主

2014 年 12 月 16 日，华锐风电在连续停牌 20 天后复牌，市场以当日涨停的方式，表达了对其浴火重生的希望。

2014 年 12 月 22 日，华锐风电董事会全票通过了《关于出售应收账款相关事宜的议案》，并于当日与萍乡市富海新能投资中心（有限合伙）、大连汇能投资中心（有限合伙）就应收账款转让事宜签订了相关协议及法律文件，方案执行走出了实质性的第一步。

2014 年 12 月 26 日，华锐风电发布了关于债券回售实施结果的公告称，公司债券的回售兑付资金已足额划至中国证券登记结算有限责任公司上海分公司相关银行账户，其中包括了投资人的购买应收款的对价 17.8 亿元，以及公司自有资金约 10 亿元。被华锐纠结了大半年的大小债民终于收到了公司按照约定价格回购债券的通知，最终 98.5% 的华锐 01 债持有人选择回售。

2014 年 12 月 31 日，华锐风电发布关于股权结构变动的提示公告，表示资本公积金转增股本已完成。经过调整，萍乡市富海新能投资中心（有限合伙）以持股比例 19.85% 成为华锐风电的第一大股东，也成为风雨过后新的船长。

短一个月内，20 多份公告，在生死一线的边缘，华锐风电及相关资本方上演了一场生死博弈，终于在 2014 年的最后一天完成了自我救赎的关键一步，跑

在了死神的前面。

危机过后，各方皆大欢喜。债券持有人收到了“新年礼物”，债券得以全额回售；原有股东看上去放弃转增股份让渡给接盘方，但却保住了上市公司的壳，更保住了手中剩余股份的市值，避免公司退市造成更大的损失。最大的赢家就是拿出了 17.8 亿元接盘的新投资者，顺利获得了华锐风电这一大型上市公司的控制权和背后的壳资源以及不菲的应收账款。

至此，华锐风电在历经波折之后终于告一段落。

（案例正文 6698 字）

Counter attack legend of Sinovel debt—A market-oriented model for save debt

Abstract: Sinovel windtec co., LTD is A famous high technology and new technology enterprise in wind field, founded in 2006 and landed a-share market successfully in 2011. Skyrocketing to the leader of wind power industry, but in a short span of three years from the runway in deep debt crisis. Came back from the brink of cliff to resurrect, after discount repurchase, partial repayment, control cash several twists and turns, eventually to honour, Sinovel debt staged an inverse incoming legend for us. In the interaction Sinovel crisis pioneered a number of precedent in bonds market between the parties to the subject, market-oriented game also puts forward new challenges to the existing system. This case reviews the development of the whole Sinovel debt, complete recreates the Sinovel debt risk and crisis disposal, in an attempt to refine legal disputes and financial innovation in the process of crisis handling, gives suggestions for China's bond market risk prevention.

Key words: Default; Discount repurchase; Crisis disposal; Risk prevention