

# 云南锡业债转股绩效分析

梁佳豪

江西理工大学, 江西 赣州

收稿日期: 2022年7月22日; 录用日期: 2022年10月18日; 发布日期: 2022年10月25日

## 摘要

本文选取第二轮市场化债转股中, 首例地方性债转股企业云南锡业, 从会计角度入手, 结合锡行业环境因素、国家经济政策和云南锡业内部经营等因素, 以四大能力为分析方法进行绩效分析。分析结果显示, 市场化债转股对云南锡业的偿债能力有显著提升, 对其他三种能力有积极作用。最后, 本文对云南锡业如何持续经营向好提出几点建议, 对类似于云南锡业的上市公司具有一定参考价值。

## 关键词

市场化债转股, 云南锡业, 绩效分析

# Performance Analysis of Debt to Equity Swap of Yunnan Tin Cooperation

Jiahao Liang

Jiangxi University of Science and Technology, Ganzhou Jiangxi

Received: Jul. 22<sup>nd</sup>, 2022; accepted: Oct. 18<sup>th</sup>, 2022; published: Oct. 25<sup>th</sup>, 2022

## Abstract

This paper selects Yunnan Tin Industry, the first local debt-to-equity swap enterprise in the second round of market-oriented debt-to-equity swap, from the perspective of accounting, combined with environmental factors of the tin industry, national economic policies and internal operations of the company, and takes the analysis of four major capabilities as the method for performance analysis. The analysis results show that the market-oriented debt-to-equity swap significantly improves the solvency of Yunnan Tin Industry, and has a positive effect on the other three capabilities. Finally, this paper puts forward some suggestions on how to continue the operation of Yunnan Tin Industry, which has certain reference value for the development of similar enterprises.

## Keywords

### Market-Oriented Debt-to-Equity Swap, Yunnan Tin Industry, Performance Analysis

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

2008 年金融危机后,我国做出为世界经济复苏贡献力量的承诺,因此实行了大量刺激性财政政策,宏观层面导致我国杠杆率持续上升,微观层面许多企业的资产负债率直线上升。随着“去杠杆”和“供给侧改革”的提出,债转股也越来越被大家熟知,债转股根据主导主体的不同,主要分为政策性债转股和市场性债转股,债转股的目的是帮助企业缓解巨大的财务负担,使企业能够持续经营。但并非所有企业债转股后均能再次继续盈利,所以对债转股企业的绩效分析,是衡量企业债转股是否成功的标准之一。

## 2. 云南锡业债转股概述

### 2.1. 公司背景简介

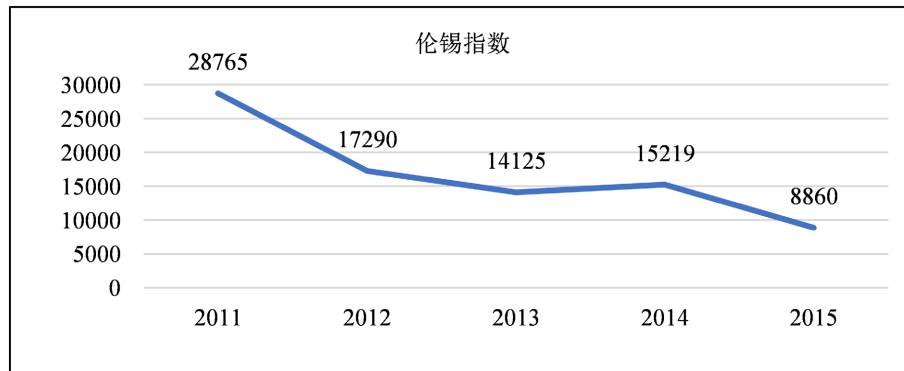
云南锡业全称为云南锡业集团有限责任公司,股票代码(000960),下文简称云锡集团。云锡集团最早可以追溯至清朝光绪年间的厂务招商局,后经百余年发展,已成长为世界锡产业第一、国内有色金属业龙头,集探矿、开采、冶炼、锡,砷,铂等深加工、有色金属科研为一体的全产业链企业。其产品有 26 个系列共 600 余个单品,远销 56 个国家及地区,是国家重点 520 家企业之一。

### 2.2. 债转股动因介绍

我国是锡矿资源最丰富的国家,总储量约为 29%,我国锡矿资源主要分布在云南、广西与广东,其中云南约占全国储量的 32%,云锡集团在国家扶持和自然资源丰富的情况下每年都能为云南省提供大量税收。但云锡集团却走上了债转股的道路。我认为其外因有以下两点:首先,锡行业属于强周期行业,受经济发展趋势影响较大。在 2011 年达到高峰后波动性持续下跌。2011 年伦锡指数最高时逼近 3000,如今在经历 10 年的漫长恢复之后,伦锡指数高位堪堪到达 2000。此外,“新经济常态”和“去杠杆,去产能”的提出,意味着我国经济进一步放缓。需求量和供给量均快速下降,也是导致云锡集团经营困难的原因之一。

此外由图 1 可知,云锡集团在锡产品价格不景气的情况下,为寻找新的利润增长点,公司借入大量短期借款与长期借款,进行不相关多元化发展战略,进军新能源行业,文旅产业以及房地产行业。云锡集团的决策并没有挽救自己,反而把自己拖入更深的泥潭之中。

我认为云锡集团重走债转股的内因有以下几点。首先是资本结构不合理,由表 1 可以看出,云锡集团 5 年平均短期借款金额为 107.07 亿元,短期借款占负债合计的 5 年平均比例约为 67.28%,数额巨大的短期借款造成不健康不合理的资本结构,也大大增加了公司的财务费用,云锡集团 5 年平均财务费用为 6.55 亿元。而云锡集团选择进入的房地产,文教和新能源行业均是经营周期较长,资金回流较慢的行业。即使上述行业投资能够盈利,也无力承担如此巨大的短期借款还款压力,云锡集团只能选择借新还旧,资产负债率也一路飙升。



数据来源：国泰安数据库。

Figure 1. LME index 2011~2015 trend chart

图 1. 伦锡指数 2011~2015 趋势图

Table 1. Financial data map

表 1. 云锡集团财务数据图

| 报告期间       | 净利润(亿) | 短期借款(亿) | 长期借款(亿) | 负债合计(亿) | 资产负债率(%) | 财务费用(亿) |
|------------|--------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 2011-12-31 | 6.98   | 72.66   | 7.74    | 113.16  | 68.39%   | 3.76    |
| 2012-12-31 | 0.40   | 131.47  | 10.69   | 182.90  | 78.01%   | 5.67    |
| 2013-12-31 | -13.37 | 117.19  | 4.68    | 155.69  | 68.71%   | 6.75    |
| 2014-12-31 | 0.37   | 99.88   | 9.63    | 154.60  | 68.85%   | 8.23    |
| 2015-12-31 | -17.73 | 114.15  | 11.81   | 188.91  | 68.84%   | 8.35    |

数据来源：国泰安数据库。

第二点内因则为管理层腐败渎职，云锡集团前党委书记，董事长肖建明 2012 年因贪污受贿被列入红色通缉令第 6 号，2019 年 5 月主动回国投案自首。其继任者雷毅，2008 年接任云锡集团党委书记，董事长，在其后的 5 年间共计收受赃款赃物折价 2000 万元，于 2013 年 7 月立案调查，2015 年 1 月判处死缓，缓刑期为两年。云锡集团两任董事长贪污渎职等不道德行为也为云锡集团的经营发展蒙上一层阴影。

### 2.3. 债转股方案介绍

云锡集团在 20 年代末因亚洲金融危机以进行了第一次政策性债转股，当时云锡集团资产负债率曾一度高达约 85%。后经云南省委批准，于 2001 年由中国信达和中国华融两家资产管理公司共出资 3.3 亿元进行入股，借此资金支持云锡集团渡过经营难关，后续发展良好，并于 2015 年出资 10 亿元对中国华融和中国信达资产管理公司所持股份进行回购，这标志着云锡集团第一次债转股圆满成功。

在国际锡价下跌、国内经济形势放缓和自身投资失败等原因的影响下。云锡集团于 2016 年进行了第二次债转股，即市场化债转股。此次债转股由中国建设银行下属，建信信托进行管理，分两期 5 个项目，第一期金额为 43.5 亿元，第二期金额为 56.6 亿元，总额高达 100 亿元，是全国首家落地实施的地方性国企债转股。

云锡集团此次债转股为基金模式，流程图请看图 2，具体实施方案为：中国建设银行先与云南锡业集团有限责任公司签署债转股协议，并由建行子公司建信信托设立基金进行管理，建信信托为一般合伙

人。基金的主要资金来源为建行理财产品，少量为建行自有资金，预期收益率为 5%~15%。建信信托所筹集的资金将等价置换为债权，并且不用于偿还云锡集团所欠的建行贷款，避免发生道德风险。在债权等价置换后，再将债权转换为云锡集团控股非上市子公司华联锌铟的股权[1]。

债转股定价则由资产评估机构做出评估参考之后，由建行与云锡集团自主协商确定。退出方式则分为两种，上市公司如锡业股份(000960)，则可以通过二级市场进行退出；非上市公司如华联锌铟，则需将所持华联锌铟股份根据资产评估机构所出具评估标准转换为锡业股份(000960)股权，再通过二级市场进行出售。此次市场化债转股与第一次政策性债转股有所不同，银行和资产管理公司等均对债转股企业做出投资要求。主要内容有：积极推进金石坡锌锡矿(60万吨)、铜街-曼家寨矿(360万吨)采矿项目使其与已探明资源相匹配；锡业股份、华联锌铟等公司各项生产经营技术指标不得低于 2015 年的 90%；华联锌铟每年向股东分配其净利润的 10%，并且建行将向华联锌铟董事会派出一名董事参与管理经营与监督；处置和关停之前进入的房地产项目和其余非主营生产线[2]。

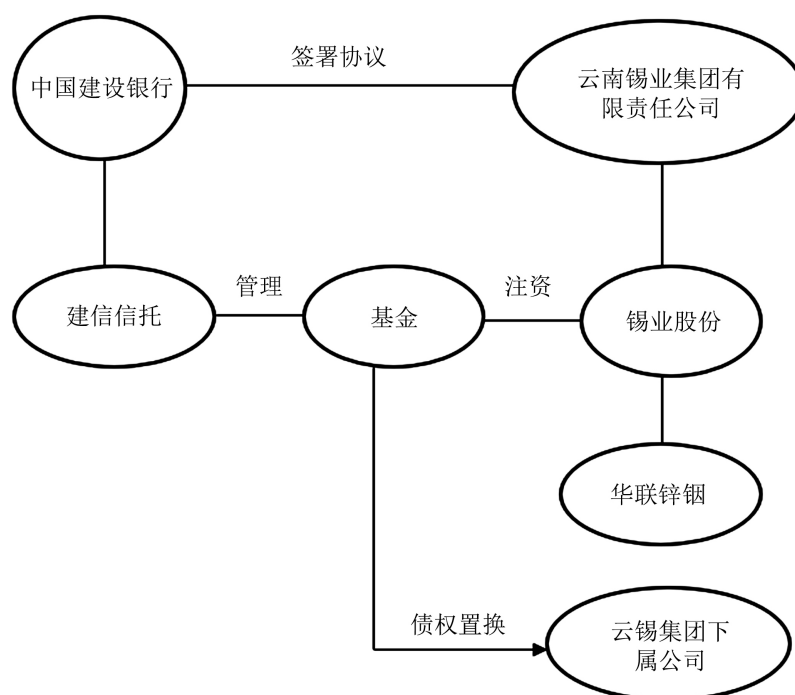


Figure 2. Flow graph of debt to equity  
图 2. 云南锡业债转股流程图

### 3. 债转股绩效分析

云锡集团自 2016 年 10 月 16 日发布债转股公报后，第一天锡业股份开盘涨停，价格为 16.64 元/股，此后 10 日内波动上涨。其短期绩效明显，因此不再赘述。本文选取偿债能力、盈利能力、运营能力和发展能力进行长期绩效分析。

#### 3.1. 偿债能力分析

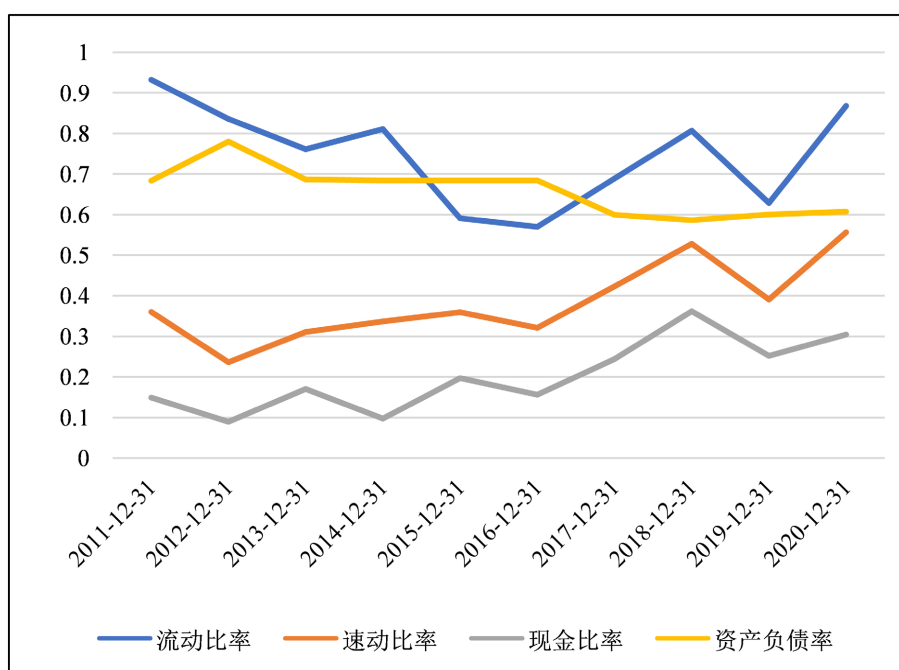
企业偿债能力的强弱是企业能否持续经营的关键，本文选取流动比率(流动资产/流动负债)、速动比率(速动资产/流动负债)，现金比率(速动资产 - 应收账款/流动负债)作为短期偿债能力指标，选取资产负债率(负债/资产)作为长期偿债能力指标。数据如下表 2:

**Table 2.** 2015~2020 debt repayment capacity analysis diagram**表 2.** 2015~2020 年云锡集团偿债能力分析图

| 报告期   | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------|------|------|------|------|------|------|
| 流动比率  | 0.59 | 0.57 | 0.69 | 0.81 | 0.63 | 0.87 |
| 速动比率  | 0.36 | 0.32 | 0.42 | 0.53 | 0.39 | 0.56 |
| 现金比率  | 0.20 | 0.16 | 0.24 | 0.36 | 0.25 | 0.30 |
| 资产负债率 | 0.68 | 0.68 | 0.60 | 0.59 | 0.60 | 0.61 |

数据来源：国泰安数据库。

由图 3 可以发现，在 2011 年锡价波动之前，流动比率、速动比率和现金比率均在高位，流动比率甚至到达 90%。但在 2011 年到 2016 年间，流动比率、速动比率、现金比率的增降趋势并不趋同，速动比率与现金比率增降趋势大致相同，但与流动比率呈反向变动。见表 3 和表 2 这是因为，速动比率与现金比率均减去了存货，在去掉存货的情形下，两个比率上升证明云锡集团，有大量存货积压，企业销售受到重大影响，间接影响了企业偿债能力。从整体来看，在 2016 到 2020 年间，3 个短期偿债能力指标均是，先上升后下降，再上升，2020 年几乎恢复到 2011 年锡价高位水平。这是因为债转股后，企业去掉了大量高息债务，还款压力骤降，流动负债减少，三种比率上升，虽在 2019 年因疫情下降，但在 2020 年再次上升，这说明企业的盈利能力并没有受到实质性影响，只是因为突发的经济环境因素短暂下降。从长期偿债能力来看，资产负债率在 16 年下降之后，稳定保持在 60% 左右。综上所述，此次债转股对偿债能力有很大提升。



数据来源：国泰安数据库。

**Figure 3.** 2011~2020 debt repayment capacity trend chart**图 3.** 2011~2020 年云锡集团偿债能力趋势图

### 3.2. 盈利能力分析

盈利是市场化企业的根本目的，债转股后，云锡集团盈利能力是否得到改善？本文选取资产报酬率，总资产利润率，净资产收益率作为衡量指标。

由表 3 可以看出，在 2012 至 2015 年间，虽然云锡集团每年营业收入比较可观，但其营业利润和净利润非常低，与公司体量并不匹配，甚至在 2013 年至 2015 年间造成亏损，营业利润 3 年平均亏损 10.67 亿元，净利润 3 年平均亏损 10.21 亿元。锡价大幅下降，多元化投资失败以及云锡集团管理层贪污腐败，不作为等是造成大量亏损的主要原因。在 2016 年，云锡集团进行债转股后至 2020 年，营业收入逐年递增，年平均增长率约为 4.75%。

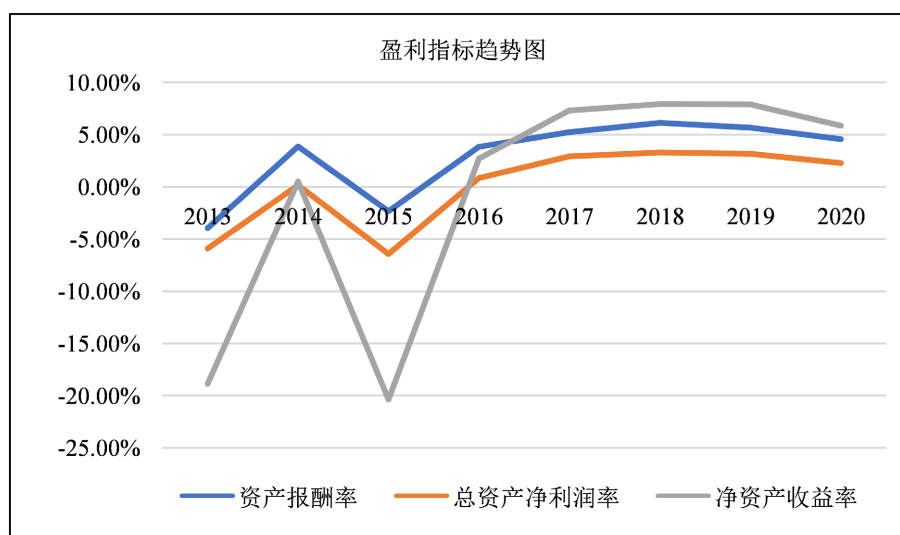
Table 3. 2012~2020 profit status data table

表 3. 2012~2020 年云锡集团盈利状况数据表

| 报告期  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 162.7 | 219.2 | 261.3 | 310.7 | 334.2 | 344.1 | 396.1 | 428.8 | 447.9 |
| 营业利润 | 0.12  | -16.5 | -0.82 | -14.7 | 4.61  | 13.01 | 13.42 | 13.61 | 10.64 |
| 净利润  | 0.40  | -13.3 | 0.37  | -17.7 | 2.43  | 8.95  | 11.23 | 11.09 | 8.59  |

单位：亿元；数据来源：国泰安数据库。

从图 4 盈利指标率来看，三种指标趋势基本一致，在 2014 年上升为正，2015 年下降为负数，2016 年上升后基本维持稳定。2014 年的上升归因于 14 年锡价回暖，同比上升约 7.7%。2015 年的下降则归咎于锡价大规模下跌，同比下降约 41.8%。在 2016 年实施债转股后，三种指标均大幅上涨，至 2020 年基本维持在 5% 左右。其中净资产收益率上涨最为明显，净资产收益率涨幅巨大的原因为：净利润比上期增加约 20 亿且分母去掉了大量负债。综上所述，债转股后云锡集团盈利能力得到提升。



数据来源：国泰安数据库。

Figure 4. 2013~2020 profit status data table trend chart

图 4. 2013~2020 年云锡集团盈利能力趋势图

### 3.3. 经营能力分析

经营能力是衡量企业日常管理、生产、销售等活动的评价手段，本文选取应收账款周转率，存货周转率和总资产周转率进行分析。

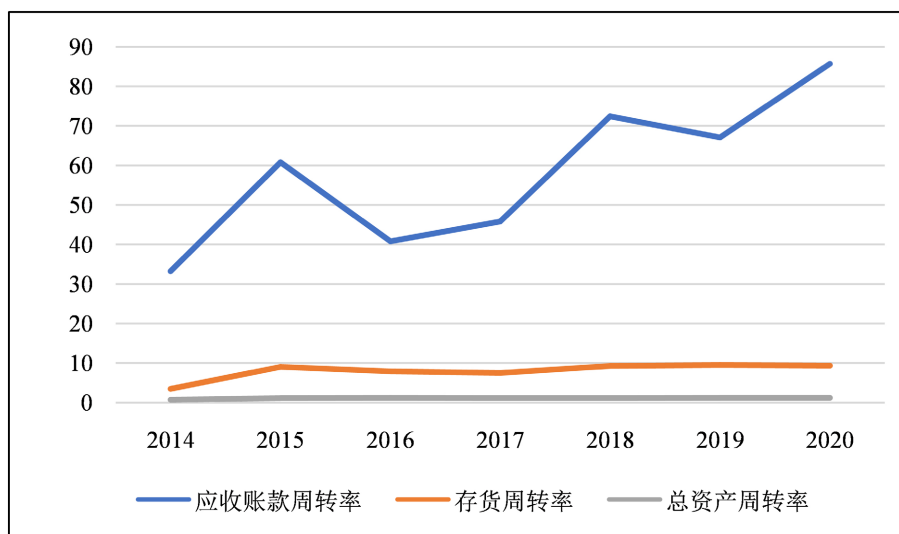
单独分析应收账款不具有实际意义，应结合营业收入一同分析。从图 5 可以看出，应收账款占总营业收入比重较低，这说明云锡集团的销售活动的对方，商业信用良好，交易金额大多在一年内结清。这点从表 4 应收账款周转率也能得到证实。有色金属行业优秀平均应收账款率约为 24%，而云锡集团即使在 2014 年锡价处于低位时仍能保持 33.25%的应收账款周转率，这非常难能可贵。同时，应收账款周转率 16 年的下降则要归因于锡价下降和债转股期间，管理能力有限；而 19 年的下降则是因为全球受到疫情影响，企业无法正常进行经营生产管理活动。从存货周转率整体趋势来看，除了 2015 年上升外，其他均保持在 10%左右，有小幅上升。2015 年的上升要归因于锡价回暖上涨，其他年份并无太大变化归因于云锡集团存货周转率已位于高位，据统计有色金属行业平均存货周转率约在 2.4%，云锡集团每年存货周转率均大幅领先行业均值。从总资产周转率分析，2014 至 2020 年间，总资产周转率没有显著变化，常年维持在 1.1%，处于行业均值。综上所述，我认为债转股对营运能力产生了一定影响，但作用并不是很大。

Table 4. 2014~2020 operating ability data chart

表 4. 2014~2020 年云锡集团经营能力数据表

| 报告期     | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 应收账款(亿) | 3.79   | 5.11   | 8.20   | 7.51   | 5.47   | 6.40   | 5.22   |
| 存货(亿)   | 58.69  | 33.09  | 39.28  | 41.34  | 39.06  | 41.21  | 44.09  |
| 营业收入(亿) | 261.34 | 310.79 | 334.29 | 344.10 | 396.01 | 428.87 | 447.95 |

数据来源：国泰安数据库。



数据来源：国泰安数据库。

Figure 5. 2014~2020 operating ability indicator trend chart

图 5. 2014~2020 年云锡集团经营能力指标趋势图

### 3.4. 发展能力分析

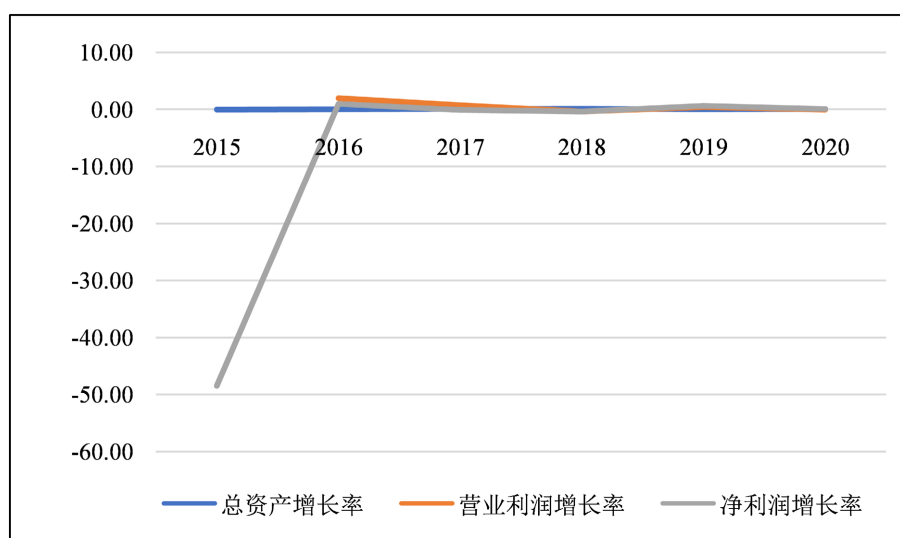
发展能力是预测企业未来盈利能力的参考指标，本文选取总资产增长率、净利润增长率和营业利润增长率进行分析。图6中因为2014年营业利润为负数，因此不计算2015年营业利润增长率。由表5数据，从总资产增长率分析，云锡集团从16年债转股后小幅增长，在19年因为疫情下跌，2020年再次上升，6年间年平均增长率为4.5%，达到有色金属行业年平均增长率4.12%。从营业利润增长率和净利润增长率来看，2016年债转股后，均有大幅提升，但随后17年至20年间，两项增长率并不稳定，主要是因为锡价波动所导致，云锡集团自身盈利能力和发展能力并没有受到实质影响。此外，云锡集团在2015年，信用评级降为“评级展望负面”，但与2017年又上升为“评级展望稳定”，这也对云锡集团未来发展能力提供了一定的财务报表无法体现的帮助。

Table 5. 2015~2020 development ability data table

表 5. 2015~2020 年云锡集团发展能力数据表

| 报告期     | 2015   | 2016 | 2017  | 2018  | 2019 | 2020  |
|---------|--------|------|-------|-------|------|-------|
| 总资产增长率  | -0.05  | 0.03 | 0.07  | 0.12  | 0.03 | 0.07  |
| 营业利润增长率 |        | 1.97 | 0.77  | -0.34 | 0.42 | -0.02 |
| 净利润增长率  | -48.46 | 0.95 | -0.11 | -0.36 | 0.65 | 0.07  |

数据来源：国泰安数据库。



数据来源：国泰安数据库。

Figure 6. 2015~2020 development ability data trend chart

图 6. 2015~2020 年云锡集团发展能力指标趋势图

## 4. 对云锡集团几点建议

### 4.1. 制定预防行业周期性波动的方案

有色金属行业受价格影响波动较大，云锡集团两次债转股均是因为行业周期性波动，行业波动是注定到来的，因此制定科学合理的预防方案是必要的。云锡集团可以通过多元化经营进行规避。当行业波



动时，应在保持主营业务正常发展的情况，进行相关多元化经营[3]。

云锡集团第一次多元化经营失败要归咎于进入产业均是自身主营业务不相关产业，云锡集团在这些行业并没有相关经验。此外，云锡集团也可以通过购买远期锡产品期货合约、降低产能，多区域发展等策略对波动进行规避。

#### 4.2. 改善资本结构

从表 2 可以看出，云锡集团资产负债率一直处于高位，其中短期负债占约占负债合计的 70%左右。大量的短期负债带来大量的一年内还款压力，虽然负债能够带来一定的节税作用，但这也给云锡集团的财务造成巨大负担[4]。虽然没有一个普遍适用的最佳资本结构，但云锡集团可以通过计算 WACC 来确定自身最优资本结构。此外，云锡集团不应利用国企身份严重依赖银行借款，而借助“混改”东风和市场化债转股的机会，以股权形式充分吸收社会资金，使资本结构始终维持在合理范围内。资本结构的多元化不仅减轻了银行的资金了压力，也充分调动了社会闲置资金，也使企业的资本结构更为合理，可谓一举三得。

#### 4.3. 加强内部监督和自身经营能力

上文提到，云锡集团连续两任董事长兼党委书记均因贪污腐败被依法处理，尤其是第二任董事长雷毅，在他的主导下云锡集团进行了不相关多元化经营，投资失败加剧了企业的经营困境[5]。此外，债转股最大的作用是免除企业债务，增强偿债能力，但这只是治标不治本，并不是长远之计。企业若想持续经营和盈利，应当注重自身经营能力，在转股的同时，减少成本，关停非盈利生产线，剥离多元化非主营业务、注销亏损子公司等。

### 5. 总结

综上所述，仅从财务报表角度分析，债转股对云锡集团的作用是积极的。首先，债转股抹去了大量高息负债，减少了财务费用，优化了资本机构，偿债能力与盈利能力均在债转股后显著提升。此外，债转股也为云锡集团引入新的股东，在股权锁定期内新股东不会让云锡集团再次陷入经营困境，这会使云锡集团的筹资能力得到加强。最后，债转股后市场对云锡集团重拾信心，股价也在持续小幅上涨后稳定至正常水平。作为全国首单债转股，云锡集团债转股后的后续经营，对后续债转股企业有着积极的参考意义。

### 参考文献

- [1] 姚启建. 商业银行不良资产债转股的法律问题及其对策[J]. 法学杂志, 2019, 40(8): 116-123.
- [2] 张吉光, 马旋灵. 商业银行债转股会计处理中的潜在风险及应对[J]. 中国银行业, 2020(9): 61-64.
- [3] 李河先. 浅析市场化债转股的会计处理及财务风险[J]. 中国商论, 2021(4): 152-153.
- [4] 魏巍. 对“债转股”几种模式的再研究[J]. 经济师, 1997(7): 13-14.
- [5] 宗良, 朱金红. 债转股在我国运用的模式、风险、对策与前景[J]. 冶金管理, 1999(11): 4-7.