

大进大出再售资产包 华融再引争议

2022 年底出售的两个百亿境外资产包，为何将看似不错的资产卖出了地板价？

再度爆出巨亏的中国华融资产管理股份有限公司（02799.HK，下称“华融”），在 2022 年底以来的一系列操作在华融内外引发争议。

2023 年 3 月，华融通过债转股方式成为光大银行第四大股东，持股超过 7.08%。而华融增持光大可转债并无套利空间，每股 3.35 元的价格买入股份意味着转股比市价买入还要溢价约 15%，若以市值计，买入当天就浮亏 17.89 亿元。

“左手刚出掉华融湘江银行，右手就接下光大银行。从回归主业的逻辑上，看不太懂。”市场人士评价。不过也有分析认为，中信系的华融入股光大系的光大银行，两大超级央企的战略层面意义更大；对华融来说，以后按权益法计，按光大银行每年四五百亿的利润，华融可以每年有二三十亿的利润并表。

真正引发争议的，是 2022 年底华融国际和华融金控按地板价卖出的两个境外资产包，本息面值共约百亿元，但两个资产包总共只卖出了

5.2 亿元。而在华融内部，认为这两个资产包的正常回收率应不低于 20% 甚至更高，甚至认为相关资产包里的单项资产价值恐怕就不止整个拍卖包的价格。

3 月末，华融发布的 2022 年业绩，再度报出 275.81 亿元的巨亏。这是华融因赖小民案拖至 2020 年“洗个大澡”，经历千亿巨亏、勉强扭亏的两个财年后，2021 年底引入中信集团等战略投资者，募资 420 亿元补充了核心一级资本之后发生的。但或许是可以归咎疫情冲击，在引入中信作为大股东后的第一个会计年度，华融又要“再洗澡”，再亏掉一半以上的重组募集资金，甚至可能还要继续巨亏。

2021 年底，中信集团成为华融第一大股东，持股比例 26.46%，财政部退居二股东之位。

华融则在业绩发布会上安慰投资者，称 2022 年在中信集团的带领下，华融制定了“一年走上正轨、三年质效显著提升、五年成为行业标杆”的“一三五”战略目标，要通过卖掉 1000 亿资产，再买入 1000 亿资产，来实现华融资产的彻底置换，彻底告别过去。

2022 年华融收购中信银行资产包债权规模占公司一级市场整体中标债权规模的 22.85%。在 3 月 30 日的业绩电话会上，华融表示，2022 年已与中信集团成员单位协同落地 42 个项目、规模 623 亿元。

“多做中信的业务虽有协同效应如何规范的问题，或还可以理解；但把华融原本可以回收的资产在地板价卖掉，责任都推到老华融人头上，这样无视不良资产处置的客观规律，一而再再而三，华融会不会最终失去持续经营能力？”有关心华融的业内人士这样担忧。

I. 火速入股光大银行

根据监管此前所定的剥离非主业金融子公司“瘦身”方案，华融历经几年的努力，在 2022 年完成了包括华融湘江银行、华融信托、华融证券等 5 家金融子公司的股权转让。其中，2022 年 6 月，湖南财信直接及间接持有华融湘江银行的股权增至 40.47%，取代华融成为该行第一大股东。

然而不到半年时间后，华融又通过债转股的方式成为光大银行第四大股东，此举让华融内外颇为不解。

监管倒是很快认可了这一两大金融国企之间的“江湖救急”。3 月 28 日，银保监会发布关于光大银行股权变更及有关股东资格的批复，同意华融持有光大银行可转债转股。转股后，华融持有光大银行 41.85 亿股股份，持股比例不超过 7.19%。具体而言，华融通过上交所交易系统将持有的 1.4 亿张价值 147 亿元的光大转债(113011.SH)

转换为光大银行 A 股普通股，转股价为每股人民币 3.35 元。

光大转债是光大银行 2017 年公开发行的可转换公司债券，共发行 3 亿张，每张债券面值 100 元，发行总额 300 亿元。按照募集说明书，该可转债期满后五个交易日内，光大银行将以每张 105 元向投资者赎回全部未转股的可转债。

也就是说，可转债的投资者可以选择不转股，而是连本带息获得债券到期兑付的现金。若二级市场行情好，持有人也能将可转债提前转成股票。不过，光大银行股价自 2020 年 11 月 30 跌破每股 4 元后，一直处于震荡下行趋势，截至 2023 年 3 月 16 日，光大银行报收 3.09 元，这意味着转股即亏损。

3 月 13 日为光大转债的最后一个交易日，市场原预期光大银行可转债不得不到期兑付现金。以 3 月 10 日为例，光大转债的转股比例为 19.34%，未转股的 80.66% 的面值余额高达 241.98 亿元。如果等到自然到期赎回，光大银行将支付本息合计 253.05 亿元，这对于 2022 年净利润 450 亿元的光大银行而言，压力不小。

事件的转机是 3 月 10 日光大披露的《关于债券持有人增持本行可转债的公告》（下称《增持公告》），宣布华融增持光大转债，从发行总量的 26.27% 增至 40.56%。此后几个交易日，华融不断增持。据

了解，除了二级市场直接买入，华融还通过收购光大自持的可转债不良资产包的形式收集筹码。截至3月16日，也就是光大转债的最后转股日期，华融合计持有的光大转债达1.4亿张，并将价值超过140亿的债券全部转股，成为光大银行第四大股东，持股7.08%。若以账面价值计，这笔投资转股溢价率为14.85%，在转股当日即浮亏17.89亿元。

最终，光大转债转股的比例超过七成，光大银行不仅将转债的到期兑付金额降低为76.33亿元，还引入了华融作为战略投资者，补充了核心一级资本。

华融内部对这一交易不乏质疑：从资本占用的角度看，如此迅速买了光大转债又火速进行转股，股权投资需占用华融4倍的资本金，这对于自身还需发债补血的华融而言，存财务管理上无疑雪上加霜。此外，华融这次投资光大转债的交易，在前期不断增持阶段并没有经过董事会决议，这是否符合公司治理规范？

还有员工以此前有华融证券的高管因为投资宁波银行并盈利被认为偏离了主业而受到处罚为例，表示对这一交易的不理解。

但也有分析认为，这笔投资主要在政策一致性方面存在疑问，在商业价值上未必不可接受。华融做这一投资，并不是为了追求真实的财务

收益，而为并表后的收益，光大银行年利润在四五百亿左右，从光大银行以往的分红策略看，大约有 30% 的利润用以分红。按目前的持股比例，华融或可并表二三十亿元左右的年利润，华融的报表可能会因此比较好看，虽然这并非真实可实现的收益。广发证券研报就认为，华融此时大幅增持光大转债几乎没有套利空间；不过对华融来说相同的股份，从二级市场直接购买会引起价格波动，每股实际成本可能会超过 3.35 元。

II. 地板价出让百亿资产包

华融 2022 年 12 月出售的百亿资产包则至今疑点重重。

2022 年底，华融对自身体系内的不良资产进行打包处置，其中，涉及中国华融国际控股有限公司（下称“华融国际”）、华融国际金融控股有限公司（下称“华融金控” 0993.HK）、中国华融（澳门）国际股份有限公司（下称“华融澳门”）等多个境内外子公司主体，涵盖债权、明股实债、保证金等业务，共有 4 个资产包，本息合计 122.4 亿元。最终，境外两个资产包成功出手但交易价款、回收率、收购方等，都引发了华融内外较大争议。

出售的两个不良资产包来自华融境外子公司华融国际、华融澳门、华融金控持有的资产。其一为华融国际和华融澳门持有的境外 11 户资

产（下称“资产包一”），本金合计 36.2 亿元，利息罚息合计 19.4 亿元，本息共 55.6 亿元。其二是华融金控持有的境外 14 户资产（下称资产包二），包括 35.93 亿元的本金和 9.08 亿元的利息，本息合计 45.01 亿元，相关本息计算截至日期均为 2022 年 6 月 30 日。

上述两个资产包于 2022 年 10 月 8 日在华融官网发布处置公告，并委托广东金融资产交易中心股份有限公司（下称“广东金融资产交易中心”）进行资产挂牌交易服务。

两个月后，资产包一被百顺基金服务有限公司（Precision Fund Services Limited，下称“百顺基金”）拿走。资产包一的最终出售价格约人民币 4 亿元，按照转让的债权本息计算，回收率为 7.19%。11 户资产中，质押物亦不乏福暴集团在长沙市交通便利地带的房地产项目收益权 4.19 亿元、阳光 100 中国的境外高级无抵押公募债 3.5 亿元等。

资产包一的一个债务人是乐异控股有限公司，为港股房地产公司阳光 100 中国的大股东，阳光 100 中国 10.67 亿股股票质押及华融自持 2.35 亿股股票，华融金控控制的股权占比达 47%，对上市公司有控制力。阳光 100 中国为房地产百强开发商，2022 年 3 月 31 日停牌股价为每股 0.37 港元，目前虽然处于困境，但一般被认为资质相对较好。

还有一个债务人是福展东野上城,本金余额 2.68 亿元,本息合计 4.19 亿元,对应的房地产项目位置在长沙市交通配套成熟地带。

更引发争议的是资产包二。

2022 年 12 月初,经过广东金融资产交易中心资格审核,资产包二征得一名符合出售条件的意向受让方。2022 年 12 月 8 日,华融金控与香港新锋国际集团有限公司 (HONG KONG SING FUNGINTERNATIONAL GROUP LIMITED,下称“新锋国际”)订立境外资产转让协议,总代价为 1720 万美元。债权本息合计 45.01 亿元的资产包二,新锋国际仅以折合人民币 1.198 亿元就收入囊中。按照转让的债权本息计算,回收率仅 2.66%。

资产包二的债权明细涉及博华太平洋 (01076.HK)、阳光 100 中国 (02608.HK)、兴业太阳能、嘉年华国际等 14 户资产。

细看 14 个债权情况,仅博华太平洋一家的增信措施估价,就高于资产包二的出售价格。债务人 INVENTIVE STAR LIMITED 为博华太平洋的第一大股东,在 BVI 注册成立,为投资控股公司,无主营业务。博华太平洋更为人熟知的是其装有纪晓波全部塞班岛赌场业务。

在博华太平洋债权的增信措施中,包括 29.77 亿股的博华太平洋股票质押,约占总股本 27.96%。博华太平洋自 2022 年 4 月 1 日停牌,停牌股价为每股 0.064 港元,股票质押部分对应的市值目前尚在 1.91 亿港元。

塞班岛还有合计 17 万平方米的 6 宗土地租赁权抵押作为上述债权的增信措施。“塞班岛土地租赁权抵押由于在境外,处置难度不低,各国的司法、税务规则不同,加上经济、金融环境差异和后续开发、经营的难度,比较难看得准。疫情之后博彩业何时复苏?赌场牌照纠纷是否平息,都是影响土地租赁权估值的因素。”一位 AMC 不良资产业务人士表示。

不过,中和邦盟、PWC 两家机构分别以 2020 年 11 月 30 日、2021 年 12 月 31 日作为评估基准日对前述土地租赁权进行评估,得到估值分别为 5000 万美元、4200 万美元。仅此一条的估值,也高于新锋国际对整个资产包二的出价。

此外,星美集团实控人覃辉也是资产包二的债务人和担保方,债权本息金额达 7.38 亿元,增信措施达五条,其中星美今展影视城管理有限公司(“星美影视”)就 4 处北京物业设立的抵押担保对有意影视娱乐行业扩展版图的投资者吸引较大,星美集团巅峰时曾在全国 114 个城市布局影院数量超过 300 家。

III. 因何争议重重

年报显示，在处置不良主业的归途上，华融 2022 年不良资产经营业务的资产占比由 51.9%提高至 75.6%，全年处置资产总额 263.39 亿元，实现收益 68.62 亿元，回收率为 26.05%。AMC 人士称，三成的回收率一般是行业处置资产包的盈亏线。

在 3 月 30 日的业绩沟通会上，华融表示，2022 年公司收购的不良债权资产 483.37 亿元，新增收购的金融类不良债权资产 362.9 亿元，占收购的不良债权资产的 75.08%。处置端，华融 2022 年全年处置资产总额 263.39 亿元，实现收益 68.62 亿元，粗略计算得出的回收率为 26.05%。

而这次华融境外的两个资产包以不到一折的价格出售，出现了 2.66%、7.19%的个别超低回收率，不免引发内外争议，是因为相关资产被认为来自华融体系质量较好的部分。

据此前报道，为了谋求重组方案，自 2019 年底，华融曾将赖小民时代产生的棘手不良资产陆续转移至华融华侨资产管理股份有限公司（下称“华融华侨”），总规模超过 2000 亿元。“当时希望将赖小民时期的不良资产一次性剥离到体外，华融能就此轻装上阵。”当时

有知情人士这样说，但最终这一剥离计划并未真正实现，华融华侨仍是华融的非金子公司之一，直至最近进入公司要解散、资产要打散的待处置非金子公司名单。

换言之，与剥离到华融华侨的资产相比，当时留在华融国际、华融澳门、华融金控内的资产，相对来说质量较好，要优于华融华侨的资产。

“从 2019 年至今，华融华侨这几年回现达到 200 多亿，2022 年的处置收益也有二三十亿元。”有知情人士表示。虽然资产包的债权金额是确定的背后对应的土地、股票等抵押物价值几何，需要买卖双方自行评估，且不良资产处置的回收率根据资产包的具体抵拥物、处置时点而不同，但即使在华融体系内对比，“上述两个资产包的回收率至少不应该低于 20%。为什么转让价格如此之低？”华融内部人士如此发问。

华融方面，则表示四个资产包中，境内的资产包没人买，境外的资产包也是经过拍卖等程序产生的交易价格。但违反了专业处置不良资产客观规律的资产处置，容易引来是否存在利益输送的嫌疑。前述两家资产受让方的身份、资质、关系也因此受到了怀疑。

以 4 亿元拿下资产包一的百顺基金是一家成立于 2018 年的私募基金。而以 1.19 亿元拿下资产包二的新锋国际又是何许人也？公开信息显示，这是一家根据香港法律注册成立的私人股份有限公司，由自然

人钱惕卫直接全资持有，成立于 2015 年，主要从事投资，公开信息并不多，公司较为神秘，自 2020 年后就没有年检资料，这一般说明公司状况不佳。

企查查信息显示，钱惕卫在内地有多家公司，担任维龙（上海）投资管理有限公司、广州维龙投资发展有限公司、泰格包装（上海）有限公司等公司法定代表人，担任上海香格里拉现代农业有限公司、上海维策投资管理咨询有限公司、海南盛吉源休闲农业开发有限公司等公司股东；担任维龙（上海）投资管理有限公司、天宇通讯科技（昆山）有限公司、广州维龙投资发展有限公司等公司高管。

目前，华融的决策层是四人领导小组+三高管的模式，基本已经换成了中信系，原华融的老人已经所剩无几，或是因种种原因很难再发表独立意见。

截至 2022 年末，华融的资产总额 9553.26 亿元，较上年末减少 39.1%；总负债 9069.47 亿元，同比下降 38.07%。