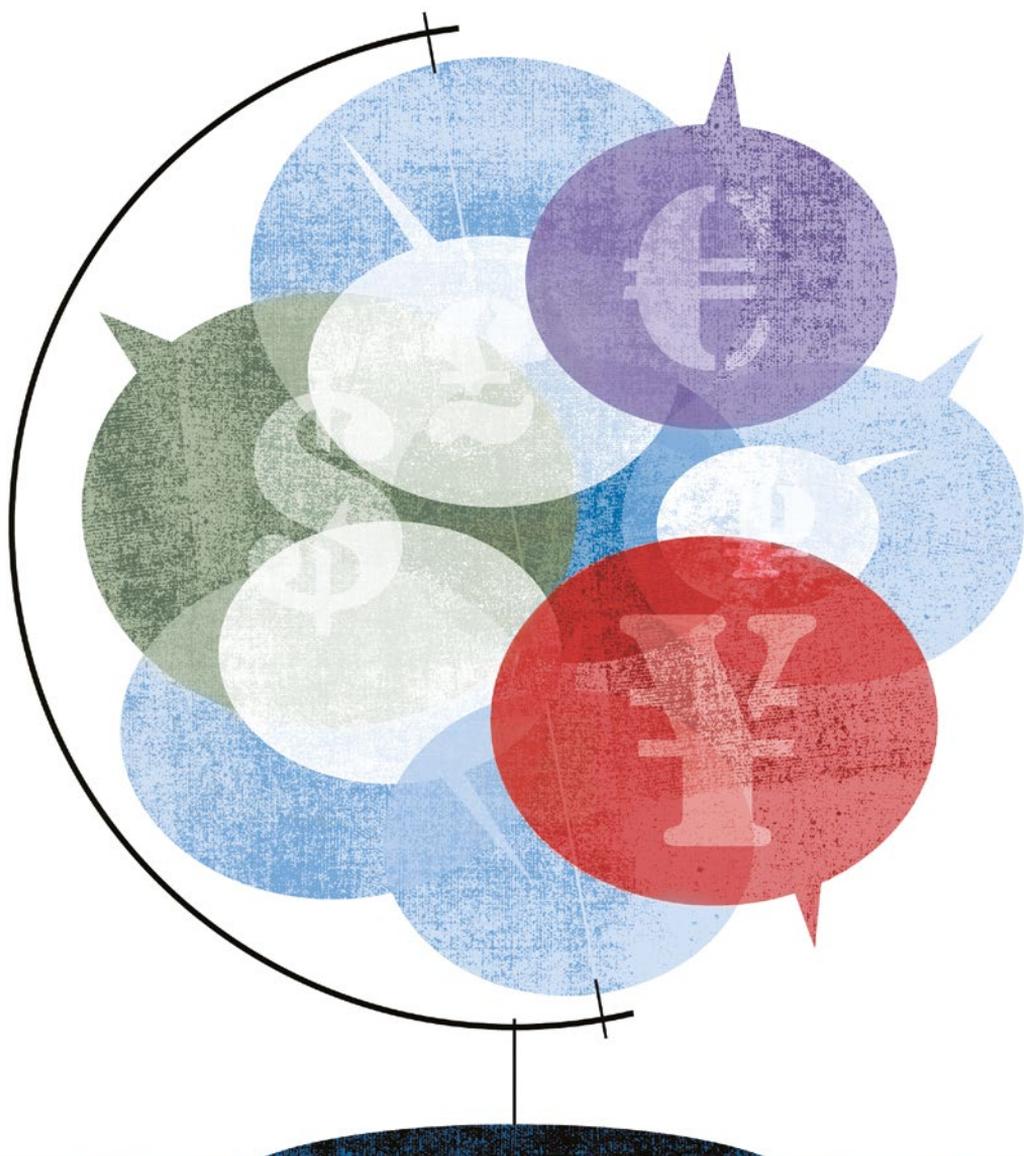


2016年9月



浅谈中国公司财务策略

跨国比较的主要结论

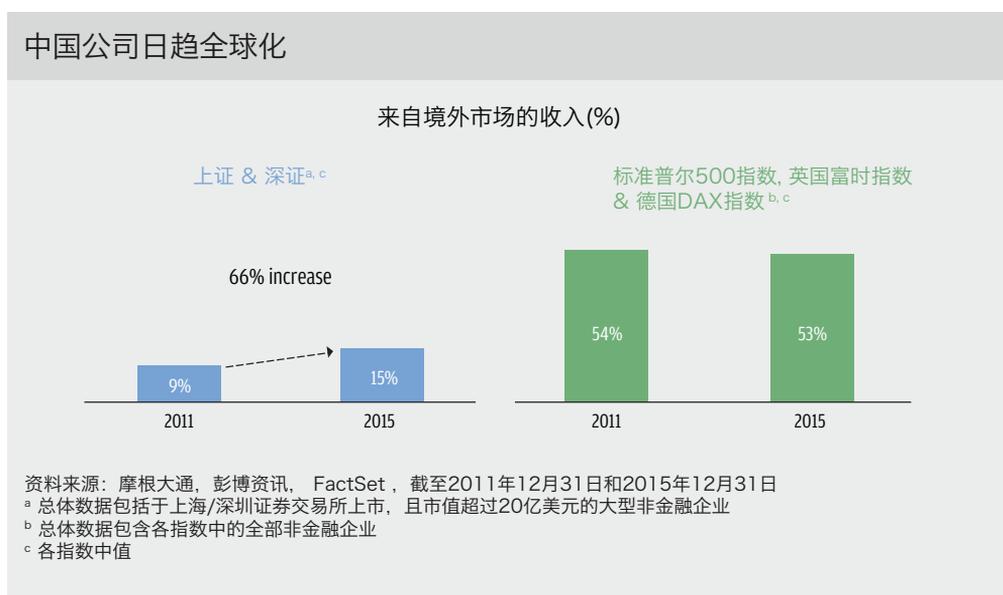
J.P.Morgan

1. 简介

中国公司过去数十年经历了迅猛的发展，其中最为引人瞩目的当属中国上市公司总市值从2005年的0.4万亿美元增至目前的5万亿美元。与此形成鲜明对比的是，同期美国上市公司总市值仅从10.8万亿美元增至15.6万亿美元¹。目前中国股票市场总市值已跃居全球第二。更为重要的是中国公司的全球影响力也在逐步上升。

我们在近期的一份报告中提到，过去两年中国公司跨境并购活动增长迅猛：从660亿美元增至1060亿美元。随着中国公司境外并购活动显著增加，加之全球业务强劲的内生增长，大型中国企业的境外收入在不到5年的时间内大幅增长了66%(图1)。相应地，中国公司也面临着许多其他国家的公司曾经经历过的问题。¹

图1



尽管规模和全球布局日益壮大，但与其他主要市场的大型公司相比，中国公司财务策略并不具备可比性。中国公司和其他国家公司的财务策略有何不同呢？近期快速的全球化进程是否意味着随着时间推移，相对于其他全球化大公司而言，中国公司财务策略将变得更具可比性？

为了回答以上问题，我们将大型中国公司与美国、英国和德国的大型公司进行了比较。我们的研究结果将有助于中国公司高管和董事会制定更为合理的财务策略，推动公司的全球扩张。

¹ 本报告中，中国公司分析对象涵盖构成上证综指的962家A股上市非金融企业，构成深证综指的1670家A股上市非金融企业以及披露相关数据的33家国有企业。全球公司分析对象涵盖构成标准普尔500指数的412家美国非金融企业，构成富时指数的77家英国非金融企业以及构成DAX指数的95家德国非金融企业

² 请点击以下链接参阅我们于2016年6月发布的报告“中国境外并购活动日益活跃：趋势背后的主要推动因素”获取进一步详细信息<https://www.jpmorgan.com/country/US/en/insights/chinas-key-drivers>

鉴于非中国公司与处于全球化进程中的中国公司之间的竞争日益激烈，这些主要观点对非中国公司的管理层亦将有所帮助。本报告的主要观点包括：

- 中国公司杠杆水平较全球同业高出一倍EBITDA - 或杠杆水平高出50%
- 杠杆水平差异在规模最大的中国公司之中表现的最为明显
- 与上交所上市公司相比，深交所上市公司杠杆水平上升幅度更大，但起始水平较低。因此深交所上市公司负债比例与美国和英国同业相当
- 中国公司杠杆率较高主要是针对工业和原材料行业而言。对医疗保健，必需消费品，非必需消费品和公用事业领域的公司来说，其杠杆率与国际同业相近
- 中国公司债务结构中债券占比较低，更加青睐银行和政府贷款。这些公司债务中仅有三分之一或以下的比例为债券，德国大型公司这一比例为75%，美国和英国大型公司则接近90%
- 中国公司债务主要为短期债务，债务期限介于1-2年，美国大型公司债务期限约为9年
- 尽管杠杆水平较高，中国公司股本回报率显著低于分析中所涉及的德国，美国和英国上市公司
- 若EBITDA提高10%，同时筹集约占其市值10%-25%的股本融资，中国公司杠杆率将与其他主要市场公司水平一致

上述明显差异凸显出中国公司将受益于资本结构的调整，它们的竞争对手也可能从中获益。

主要观点概述

中国公司当前的财务策略与美国，英国和德国的大型同业公司截然不同。中国公司杠杆率更高，对贷款的依赖程度高于债券，债务期限较美国公司通常的债务期限大约短80%。为了使资产负债表状况与全球同业一致，中国公司可能需要采取如下行动：筹集资金人民币5万亿元以上（约占其股本市值的17%），融资所得用于去杠杆，发行逾人民币5万亿元债券，以降低对贷款的依赖，同时延长债务期限。对财务和经营政策作出如此重大的调整，所有利益相关方都将面临挑战，短期内可能造成一定的困扰。然而从长远来看，这条道路可以确保中国公司实现价值最大化。

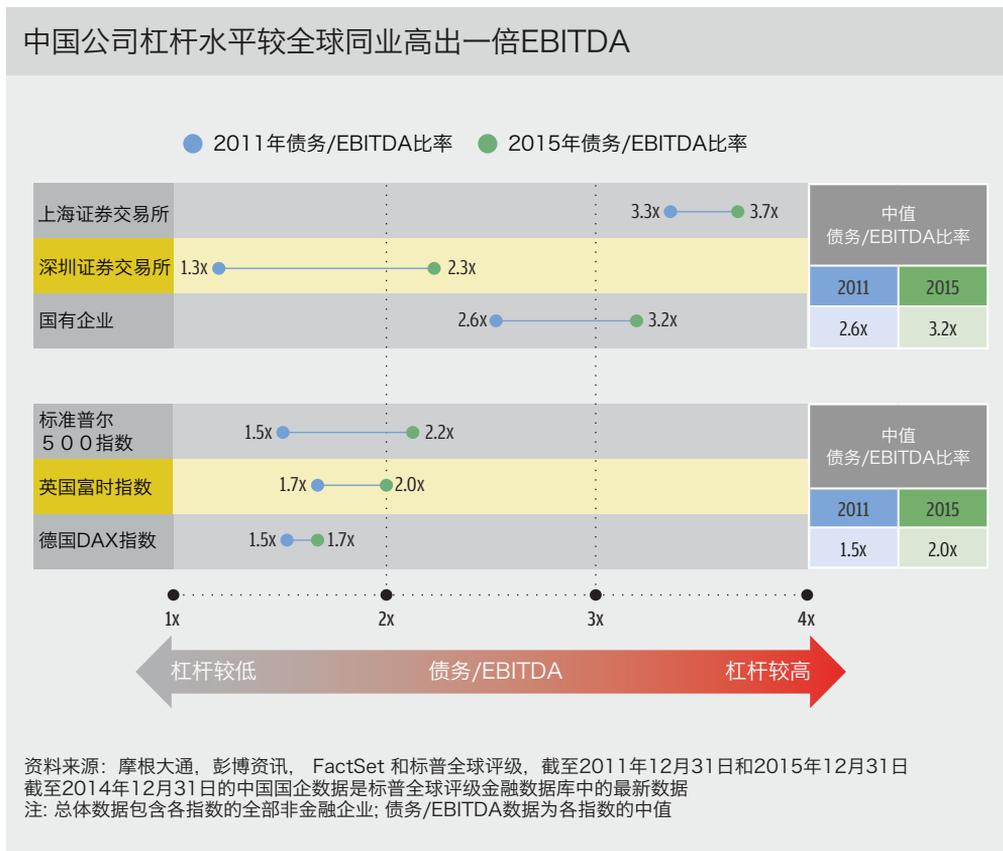
2. 杠杆水平较高，尤其是规模较大的中国企业

中国公司资本结构与其他国家的大型全球化公司明显不同。2011年中国公司债务/EBITDA倍数为2.6x，杠杆水平较美国、英国和德国大型公司高出一倍EBITDA(图2)。2011年起，其他三国的大型全球化公司也基本上提高了杠杆水平。

可能受类似的低成本融资环境影响，中国和大多数其他市场杠杆增幅具有可比性，大约为0.5倍的EBITDA。因此，截至2015年末，中国公司杠杆水平仍较全球同业高出一倍EBITDA。这些数据不仅适用于上交所和深交所的上市公司，还适用于数据公开的国有企业。

一个值得关注的参考数据是2015年上交所上市公司债务/EBITDA比率为3.7倍。标准普尔500指数，英国富时指数和德国DAX指数成份股中，同期债务/EBITDA比率高于3.7倍的公司占比分别为14%、12%和3%。

图2

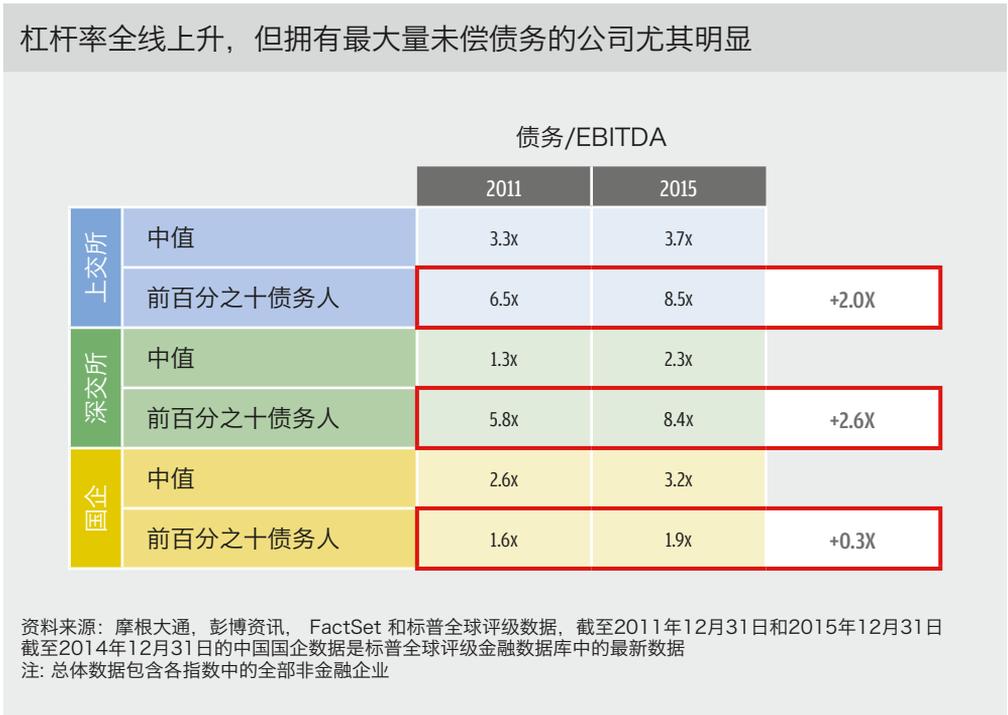


杠杆率最高的公司受到的影响可能最大

危机后所有类型的中国公司杠杆比率均有所上升(图3)。国有企业杠杆率从2.6x 升至 3.2x。上交所上市公司杠杆水平上升幅度具有可比性，但深交所上市公司升幅是一倍EBITDA。尽管增幅较大，深交所上市公司杠杆率基本与美国和英国公司持平，因为其初始水平处于较低的1.3x。

对于上海和深圳两大市场的前百分之十债务人而言，不仅初始水平较高，增速也更快（几乎是同期公司增速中值的两倍）。因此拥有大量尚未偿还债务的公司的杠杆率上升问题更值得关注。

图3



中国公司中拥有最多的未偿债务和最高的杠杆率的很有可能是规模最大的公司。尽管公司体量和规模是评级和借债能力的主要影响因素，但由于政府隐性支持的存在，中国大型公司能够额外借到的款项更多。中国政府允许中国大型

公司以远高于全球同业典型水平的杠杆率运营。**杠杆差异近年来逐步扩大，并且可能已经达到潜在不可持续水平。**规模最大的公司更可能拥有最高的杠杆率，这意味着这些公司需要筹集的资本数量将更多—目的是将杠杆降至全球正常水平。

主要观点概述

中国公司杠杆水平增速与全球其他市场类似。但中国公司一般杠杆率的起始水平较高，很多公司债务处于难以持续的状态，尤其是上交所上市公司。我们还注意到规模较大公司的杠杆率上升情况更为明显。这可能因为其得到了更多的政府隐形支持。随着经济发展，政府支持力度可能变弱。杠杆水平上升的影响加之政府支持可能减少的风险，凸显了资产负债表去杠杆将给中国大型公司带来的益处。

3. 工业和原材料行业公司拉高整体杠杆水平

由于中国是制造业为主的经济体，和全球同业公司相比较，上海和深圳股指中纳入的工业和原材料领域公司数量占比过高。实际上，这两个领域的公司大约占中国上市公司的五成。因此，尤其值得关注的是，**工业、原材料和能源领域公司是杠杆程度最高的(图4)**。中国公司和全球其他市场公司杠杆水平差异在此表现的最为明显。这三个行业的中国公司债务/EBITDA比率中值为5.8x，是全球同业公司的两倍多。

并非中国的所有行业都经历了如此明显的杠杆率增长。**医疗保健，科技和公用事业等行业的杠杆比率中值实际上处于下降趋势**，而美国，英国和德国同业的杠杆水平还在上升。上述行业加之电信服务行业的中国公司的杠杆水平低于，或者接近全球同业公司。然而，仍然有些问题值得这些杠杆水平相对较低的公司警惕：即使资产负债表相对健康，如果经济的主要行业面临信贷紧缺问题，那么它们获得信贷的难度也将加大。

图4

中国工业和原材料领域杠杆程度最高

2011					指数	2015				
上证	深证	标准普尔500指数	英国富时指数	德国DAX指数		上证	深证	标准普尔500指数	英国富时指数	德国DAX指数
2.1x	1.4x	1.5x	1.7x	2.0x	非必需消费品	2.4x	2.2x	2.0x	1.2x	1.8x
1.4x	1.3x	1.7x	1.9x	1.8x	必需消费品	1.1x	2.1x	2.3x	2.3x	1.7x
1.6x	1.2x	1.0x	0.7x	N/A	能源	6.3x	2.7x	3.4x	2.5x	N/A
1.9x	0.5x	1.4x	0.6x	2.2x	医疗保健	1.6x	0.9x	2.5x	1.4x	2.2x
4.2x	1.4x	1.7x	2.6x	1.8x	工业	4.7x	2.8x	2.2x	2.0x	1.9x
3.4x	0.7x	0.7x	0.2x	0.6x	信息科技	2.8x	1.5x	1.5x	0.9x	1.3x
4.3x	2.2x	2.0x	1.1x	1.3x	原材料	5.8x	3.6x	2.5x	2.3x	1.8x
1.9x	0.0x	3.6x	2.2x	2.2x	电信服务	1.0x	0.0x	3.0x	2.9x	1.8x
6.0x	6.5x	4.2x	4.6x	3.7x	公用事业	3.9x	4.3x	4.3x	4.9x	2.7x
3.3x	1.3x	1.5x	1.7x	1.5x	中值	3.7x	2.3x	2.2x	2.0x	1.7x

资料来源：摩根大通，彭博资讯，FactSet数据，截至2011年12月31日和2015年12月31日

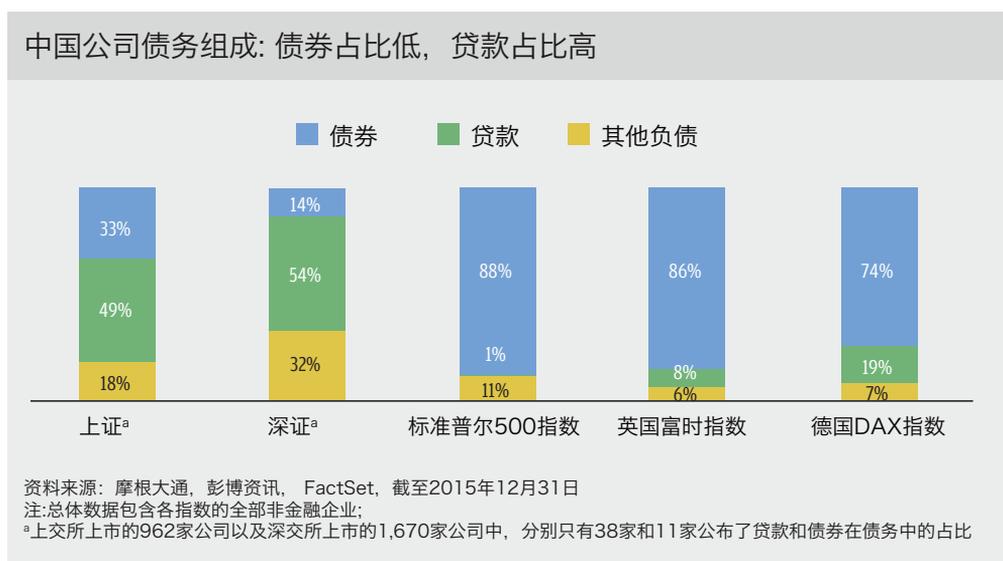
主要观点概述

近几年来中国和全球其他市场的杠杆水平差异扩大。杠杆水平上升主要由中国经济的两大行业主导：工业和原材料。工业和原材料领域的公司杠杆水平是全球同业的两到三倍。消费品和医疗保健等其他领域杠杆水平较低，但仍须警惕工业和原材料领域公司信贷枯竭可能产生的蔓延风险——工业和原材料公司约占上交所和深交所上市公司的一半。

4. 债券融资比例较低，贷款占比高，借款期限过短

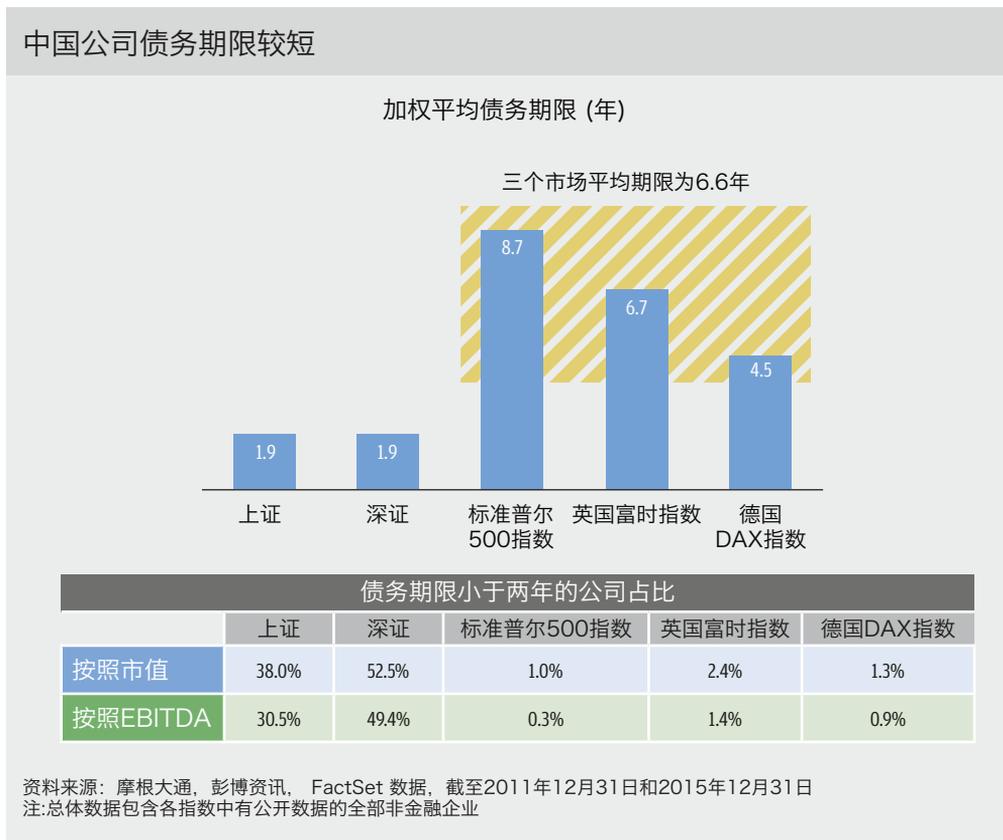
中国公司杠杆问题引人关注，并不仅仅因为水平高以及行业集中度高：**中国公司还拥有明显不同的债务结构**。它们更依赖贷款，而其他全球化公司更加依赖公开发行的债券。图5 表明中国公司债务中大约有一半为贷款(该分析报告是基于有限的中国公司债务结构可获得数据，个别实例证实了这一结论)。图5 表明中国公司债务结构与全球其他市场明显不同，美国，英国和德国公司债务中大约有80% - 90%为债券。由于贷款通常与较低的利率联系在一起，因此没有必要完全否定过于依赖贷款的做法。但贷款在市场容量，期限和契约方面都存在诸多限制。

图5



总体看，贷款期限通常明显短于债券。在进行跨国债务比较时，贷款期限较短的影响更容易显现出来 (图6)。**中国公司短期债务占比明显高于全球同业**：上交所和深交所上市公司加权平均债务期限为1.9年，标准普尔500指数，英国富时指数和德国DAX指数成份股分别为8.7年，6.7年和4.5年。按市值计算，上交所和深交所上市公司中加权平均债务期限小于两年的公司比例分别为近40%和逾50%。而美国，英国和德国这一比例均低于2%。

图6



由于能够以相对较低的成本筹集资金，目前中国公司可能会从短期融资中受益。然而，短期债务占比较高要求公司更频繁的进入债务市场。这提升了其面临的流动性风险以及面对信贷配给周期的可能性。另外，债务期限较短的负面影响是公司无法通过较长期债务锁定处于历史低位的利率。

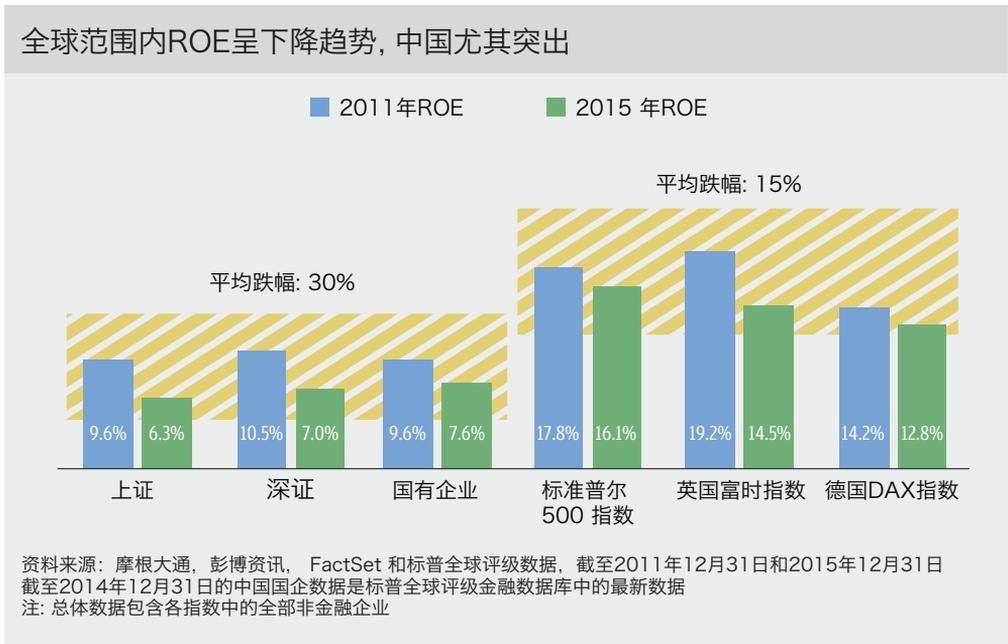
主要观点概述

与美国，英国和德国同业公司相比，中国公司更加依赖贷款，因此债务结构中短期债务居多。债务结构期限较短以及较高的债务水平令中国公司更容易面临再融资风险。中国公司可以通过延长债务期限以及提高资本结构中的长期融资比例，来降低流动性和再融资风险。

5. 高杠杆是否带来相称的高回报？

股本回报率(ROE)，即净收入与股本的比例，是用来衡量盈利能力的常见指标。图7指出了近年来全球ROE的下降趋势。**中国ROE下降最为明显，过去4年降幅大约为三分之一**，美国和德国降幅较为温和，大约为15%。中国公司ROE下降的主因可能是原材料和工业领域公司占中国大型公司的大多数，而过去数年大宗商品价格的下滑令原材料和工业领域公司承受巨大下行压力。

图7



当利率低于资产回报率时(ROA)，ROE数值应当随着公司资本结构中债务比例的增加而上升。然而，尽管中国公司以快于全球同业的步伐提高了杠杆，其ROE仍然处于下降态势，并且下降速度快于全球竞争对手。这一结果符合中国公司的现状，即经营减缓，随之而来的ROE下降，进而产生的现金流不足以支持其扩张计划。因此，中国公司主要依靠成本较低的债务解决资金短缺的问题。

主要观点概述

尽管杠杆水平较高，中国公司ROE水平明显落后于全球同业。这表明这些中国公司的投资者并未享受到投资公司杠杆上升应带来的回报。此外，中国公司的盈利能力可能不足以产生足够的内部资本为其发展机会提供资金。因此，中国公司主要依靠贷款，降低了通常被认为成本更高的外部股权资本融资的比例。长远看，较低的ROE和较高的杠杆水平令其更容易受到公司系统和经济体压力的影响。

6. 中国公司如何达到具有可持续性的资本结构

中国经济体的主要行业虽然可能过度杠杆化，但它们可以通过合理方式令资本结构更具可持续性。中国公司可以通过提高EBITDA和/或募集股权资金，并将融资所得偿还债务来实现资产负债表去杠杆化，即债务/EBITDA比率从3.0x左右降至2.0x（美国和欧洲同业中值）。

上交所和深交所上市公司总计需要筹集人民币5.4万亿元(约占当前市值的17%)的股权资金来实现债务/EBITDA比率2.0x的目标(图8)。不过，营运业绩改善可能降低上述所需融资规模。EBITDA提高10%可能令所需筹集的股本减少约10%至人民币4.9万亿元。如果EBITDA提高33%，则融资规模可能进一步降至人民币3.7万亿元，从而中国公司ROE平均值将达到15%（与国际同业一致）。

提高运营效率并不简单，因为这需要得到公司各层级的支持，以及企业行为的调整，同时需要对这一长期计划的严格执行。不过与非连续性的股权资金募集相比，提高运营效率将对公司价值产生更为持久的影响，长远来看有利于提高整体经济水平以及竞争力。相应的，我们建议中国公司关注以下两个因素：外部股权融资以及在资本结构再平衡的愿景得到认同的前提下改善运营效率。

图8

		上证和深证需募集的股本		
		EBITDA 无变动	EBITDA 提高10%	EBITDA 提高33% ^b
需募集股权资金规模:	杠杆率3.0x	人民币2.9 万亿元	人民币2.1 万亿元	人民币0.4 万亿元
	杠杆率2.0x ^a	人民币5.4 万亿元	人民币4.9 万亿元	人民币3.7 万亿元
		↓	↓	↓
占总市值比例%		17%	15%	12%

资料来源：摩根大通，彭博资讯和FactSet数据，截至2015年12月31日
注：总体数据包含各指数的全部非金融企业
^(a) 2.0x是2015年标准普尔500指数，英国富时指数&德国DAX指数的债务/EBITDA杠杆倍数中值
^(b) EBITDA提高33%相当于 ROE达到 15%，即2015年标准普尔500指数，英国富时指数&德国DAX指数的ROE中值

主要观点概述

中国公司可以通过采取各种策略降低资本结构风险，令杠杆水平更接近全球同业。调整资本结构更为切实可行且持久的方法包括：募集大量股权资金、改善运营效率。筹集约占其市值10%的股本以及将EBITDA提高10%，将有助于上海和深圳上市公司实现杠杆水平接近国际同业的目标。

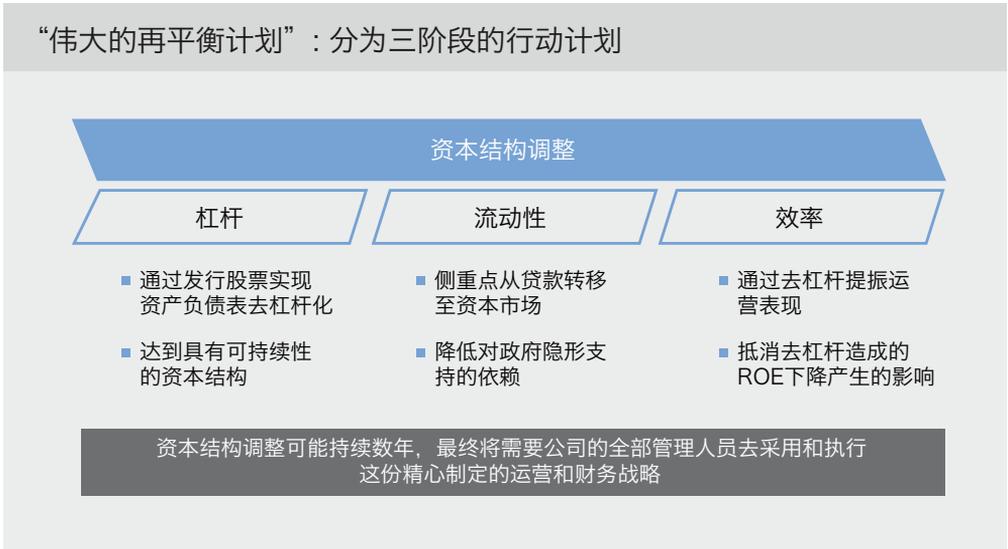
7. 针对中国公司的行动计划

过去几年，中国公司，尤其是工业和原材料领域的公司，愈发依靠债务推动业务增长。相对于债务水平，它们的EBITDA水平较低，导致杠杆比率是全球同业的两倍多。因此，工业和原材料领域的很多公司财务状况都容易受到经济下行风险影响。进一步讲，依赖期限较短的银行贷款意味着这些公司更容易受到银行流动性压力以及金融领域其他因素的冲击。

为了降低市场震荡可能对公司产生的不利影响，中国公司应当考虑降低资产负债表的风险。我们向中国公司和国企提出了一个分为三阶段的行动计划（“伟大的再平衡计划”），目的是完善其资本结构而接近全球同业水平。**该行动计划一一击破了中国公司面临的三大问题：高杠杆，债务结构和运营效率**（图9）。

- **杠杆**：在资本市场主动募集股权资金，融资所得用于偿还债务，同时将资产负债表去杠杆化，达到更具长期可持续性的标准
- **流动性**：随着杠杆水平的下降，不再将重心放在期限较短的银行贷款以及对政府隐形支持的依赖上，而是转移至公开债券市场期限较长的债券融资
- **效率**：提高运营效率的目的不仅包括实现较低的杠杆水平，还包括产生足够的现金流，从而能够通过内部股权为长期增长提供资金支持

图9



资本结构调整可能持续数年时间，最终将覆盖全公司管理人员，**因此决策者和董事会应当坚定执行该计划，同时在完善增长战略方面保持足够的灵活性，根据宏观环境具体情况调整资本配置和修改风险管理制度。**美国和欧洲同业已经适应不断变化的全球市场。中国公司也应当以此为目标，如果未能实现目标的话，应当能够拿出自己的理据。

主要观点概述

作为大型的全球化公司，中国公司应当定期审核和完善其财务与营运战略。它们需要考虑与全球同业可能存在的差异，以及差异产生的原因。当前财务指标显示出大部分中国公司应当实现债务结构转型，将资本结构重新优化，并将业务流程最优化，从而持续创造股东价值。

J.P. Morgan

J.P.Morgan