

珠海中富违约事件点评

李育

事件：

2015 年 5 月 25 日，珠海中富实业股份有限公司（以下简称“珠海中富”或“公司”）发布公告称“12 中富 01”债券本期本金将无法于原定兑付日 2015 年 5 月 28 日按期全额支付，目前仅能够按期支付债券本金 1.48 亿元以及利息 3115.2 万元，本期兑付后还剩余 4.42 亿元本金未偿还。

表格 1 截止 2015 年 6 月初公司过往发行债券情况 （单位：亿元）

债券名称	起息日	兑付日	利率	发行金额	主承销商	状态
12 中富 01	2012.5.28	2015.5.28	5.28%	5.9	国泰君安	已违约
12 珠中富 MTN1	2012.3.28	2017.3.28	6.60%	5.9	交通银行、工商银行	尚未到期

资料来源：中国债券信息网，新世纪评级整理

公司基本情况介绍：

珠海中富主要从事碳酸饮料、热灌装饮料、饮用水和啤酒包装用 PET 瓶、PET 瓶胚、标签、外包装薄膜、胶罐、纸杯、纸箱的生产和销售，是目前国内规模最大的 PET 瓶专业生产企业。公司原为可口可乐、百事可乐、统一等国际饮料公司在中国的灌装厂，为国内知名饮料品牌提供饮料容器包装。1996 年 12 月 3 日，公司在深圳证券交易所上市，成为 A 股首家上市的饮料包装企业。

表格 2 珠海中富主体评级历史

评级机构：中诚信国际

评级日期	级别	评级展望	备注
2011/12/26	AA	稳定	首次评级
2013/07/25	AA-	稳定	跟踪评级
2014/07/22	A+	稳定	
2015/05/05	A	-	
2015/05/22	BB	-	

资料来源：wind，新世纪评级整理

点评：

1. 饮料行业增速下滑，饮料包装行业竞争加剧

近年来，软饮料行业的发展开始放缓，从 2005 年的 26%的高增速下降到 10-15%左右。目前中国人均饮料消费量远低于世界平均水平，人均消费软饮料不足 10kg，约为世界平均水平的 1/5。另外，居民收入增速放缓也是造成饮料行业消费下降的重要原因。我国的饮料包装行业属于寡头竞争的格局，一方面，行业集中度较高，利润率基本趋于稳定；另一方面，因受下游饮料行业竞争剧烈等因素影响，饮料企业对包装成本的控制越发严格，饮料包装生产商的利润空间进一步缩小。

2. 公司所有权多次变更，控股股东对公司支持不足

公司自上市以来经营情况不佳，两次易主。原实际控制人 CVC 对公司支持不足也是公司出现违约事件的重要原因。2007 年，CVC 控股子公司亚洲瓶业购买中富集团持有的珠海中富 29% 股权，成为公司实际控制人后，对公司的经营鲜有支持，且公司经营下滑的情况下，通过控制分红以及溢价出售关联方少数股东权益等途径获取投资回报。

2014 年 3 月，公司公告亚洲瓶业与深圳市捷安德实业有限公司（以下简称“捷安德”）和自然人张旭签署了股份转让协议，将其持有公司 11.39% 和 5.10% 的股份分别转让给上述两方。截止 2015 年一季度末，亚洲瓶业已退出公司前十大股东身影，而捷安德成为公司第一大股东。根据此前公司公告，捷安德注册资本 5,000 万元，主要从事煤炭、建材等大宗商品贸易，2013 年末总资产 1 亿元，所有者权益 5119 万元，2013 年实现营业收入 9707 万元，净利润 187 万元。由此可见，捷安德资本实力非常有限，且其所持股份亦全部质押给江苏银行深圳分行，不能为债务偿付提供有效支持。实际控制人的多次变更同时也导致了公司管理经营混乱、战略规划朝令夕改，公司发展受限。

3. 产品结构单一，过多依赖饮料包装业务，其他业务贡献较小

从公司产品结构来看，公司饮料包装制品业务营业收入占总营业收入比率一直维持在 75% 以上，是公司最主要的收入来源，饮料加工、纸杯、纸箱、PET 原料等业务因营业收入占比少或利润较低等缘故对公司营收贡献不大。单一的业务结构也是公司在下游行业景气度下降的情况下，主营业务受到较大冲击，经营情况每况愈下的重要原因。

4. 大客户流失严重，新客户开发不足

2012 年原公司大客户百事中国与康师傅结成战略联盟，百事将持有的中国灌装资产移交给康师傅，同时由康师傅负责制造、灌装、包装、销售及分销百事在中国的非酒精饮料，因此造成了公司营收的大幅下降。2014 年公司又完全退出统一系统的供货，使得公司的经营情况雪上加霜。新客户开发方面，公司仅拿下了达能、怡宝和恒大冰泉等饮料品牌的瓶胚供货业务。原有大客户的严重流失和新客户开发的缓慢使得公司业务大幅收缩，经营陷入困境。

5. 银团采取不新增贷款、不释放抵押物以及其他限制性措施

由于公司经营的持续恶化，目前已出现外部融资收紧迹象，银团采取不新增贷款、不释放抵押物等措施。公司 2012 年曾以合计不低于 53.5 亿元的资产作为担保，获得了 20 亿元为期 3 年的银团贷款，目前贷款余额 7.6 亿元。扣除担保资产的重复部分后，按近期账面值和评估值计算，担保资产对贷款余额的覆盖倍数大约为 3 倍和 5 倍。公司控股股东的变更违反银团贷款协议，触发了银团采取不新增贷款等限制性措施，使得公司流动性紧张，资金链断裂。

经验总结：

整体来看，由于饮料行业景气下行、同业竞争剧烈以及实际控制人多次变更且不对公司有实质性支持、经营不善等多重因素，导致公司生产经营规模收缩，利润下降，流动性紧张，负债率大幅上升。控股股东变更屡次变更与不作为，也是导致公司陷入债务危机的重要原因。