

## “10 中钢债”延期一月能否消除风险？

---

### 研发部 王力

2015 年 10 月 19 日，中国中钢股份有限公司发布公告称，“10 中钢债”回售登记期调整为 2015 年 9 月 30 日至 2015 年 11 月 16 日，同时拟以所持上市公司中钢国际的股票为债券本息追加质押担保，公司最终决定延期支付本期利息。至此，“10 中钢债”迫在眉睫的违约危机得到缓解，但违约风险并未消除。

#### 一、“10 中钢债”违约危机的发展

“10 中钢债”的兑付危机由来已久，自发行以来，“10 中钢债”信用级别被不断调低。截至日前，中钢股份的主体信用已被下调至 CC，并被列入可能降级观察名单，“10 中钢债”的债项等级下调为 B，也被列入观察名单。

2010 年债券发行时，评级机构给出的主体信用评级为 AA，债券信用等级为 AA。债券于 2010 年 10 月 20 日发行，发行规模 20 亿，票面利率 5.30%，并由母公司中国中钢集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。由于债券实行 5+2 总共 7 年的期限结构，因此，2015 年 10 月 20 日，“10 中钢债”将迎来回售期限。

2013 年度跟踪评级报告中，“10 中钢债”主体信用评级被调低为 AA-，债项信用等级下调至 AA-，评级展望为负面。级别被调低的理由是，中钢股份债务压力很重，资产负债率很高，盈利能力很差，同时公司存货，应收账款和预付账款金额一直较大，且连续三年亏损使得公司偿债能力减弱，公司面临流动性风险。同时，行业景气度下滑也进一步增加了公司的运营压力。

2014 年评级展望再度被调整为负面。由于在 2013 年扭亏为盈，财务状况好转，评级展望一度被调整为稳定。但是数月后，评级展望再度被调整为负面，原因是自 2014 年下半年以来，受宏观环境和行业环境影响，公司的经营压力增大。

2015 年 7 月 6 日，中钢股份仍未披露 2014 年年报，主体信用评级由 AA- 下调为 BB，债项信用等级下调至 BB，并被列入可能降级的观察名单。相关业务信息显示，受国内宏观经济增速持续放缓影响，国内大宗商品下游需求低迷，产能过剩矛盾突出，公司面临很大的经营困境。而在 2013 年财报中，中钢股份总资产为 1000 亿元，总负债为 950 亿元；母公司中钢集团总资产为 1100 亿元，总负债为 1033 亿元。中钢股份总资产为 1000 亿元，总负债为 950 亿元。“10 中钢债”的主体以及担保方的经营状况都堪忧。

---

而在此之前，2010年10月10日，中钢股份发布公告称，将回售登记期调整为2015年9月30日至2015年10月16日。而在最终回售期10月20号的前一天，2015年10月19日，中国中钢股份有限公司发布公告称，“10中钢债”回售登记期又调整为2015年9月30日至2015年11月16日。

在中钢股份的延期付息公告发出后，2015年10月20日，中钢股份的主体信用被下调至CC，并被列入可能降级观察名单，“10中钢债”的债项等级下调为B，也被列入观察名单。

## 二、“10中钢债”信用困境分析

发行方中钢股份的困境一直没有得到改善。自2010年年以来，公司一直处于盈利能力低而资产负债率高的境地。自债券发行以来，公司前三年净利润都是负值，处于亏损状态，尽管2013年扭亏为盈，但是净利润只有1亿左右，综合收益总额为-5.6亿，公司2014年年报未出，可以推知，2014年至今，公司的经营状况一直在不断恶化。而且公司一直高负债运营，公司的财务数据显示，中钢股份2010年至2013年的资产负债率依次为92.99%、98.47%、94.78%和94.87%，负债额度分别为934亿、1005亿、927亿和950亿，负债率一直高居不下，还债支出逐年增加，借款筹债的资金无法冲抵。wind数据显示，中钢股份在2012年中国钢贸企业100强中排名第3，2013年排名下滑到82。

担保方中钢集团遭遇中钢股份相同的困境。从2010年起，集团连续三年亏损，到2013年终于扭亏为盈，全年营收超1400亿元，利润总额1.35亿元，但资产负债率达93.87%。截至2013年末，中钢集团净资产仅有67个亿，未分配利润为-110亿元。

中钢集团与中钢股份的困境既有宏观经济环境下行和行业景气度下滑的影响，也有公司战略决策失误的因素。自2012年以来，中国宏观经济增长速度持续放缓，原有的支柱产业普遍面临经营业绩的下滑，投资回报率下降，造成偿债压力上升。像新能源、化工、机械、钢铁等产业，与宏观经济周期联动性强，普遍具有固定资产投资规模较大，投资回报周期长，资产负债率高等特点，是产能过剩问题的重灾区。特别是资金密集型企业，中钢集团的盲目扩张会对现金流的稳定性有更高的要求，在行业不景气时，企业会面临更大的信用风险。

## 三、“10中钢债”违约风险展望

“10中钢债”回售登记期调整至2015年11月16日，中钢股份将其所持有的中钢国际股份作为债券追加质押担保，但是中钢股份的违约风险并未消除，短短一个月的时间内转机出现可能性不大。

---

**中钢股份和中钢集团的经营情况很难出现改善。**特别是在宏观经济下行，钢铁行业景气度下降，钢材产品价格大幅下降的大环境下，“10中钢债”发行人和担保方的基本面只会恶化，很难出现改善。另外，值得注意的是，总规模20亿的“10中钢债”只是中钢股份近千亿的负债中的小部分，显然，中钢股份面对的不仅仅是“10中钢债”违约风险，同时，还面临着更大的银行信贷逾期的压力。

**中钢股份的质押增信方式可靠性存疑。**中钢股份将其所持中钢国际股份作为债券追加质押担保，Wind数据显示，中钢股份为上市公司中钢国际(000928.SZ)第一大股东，对中钢国际的持股数量为225,701,248股，持股比例为35.13%，均为限售流通股，解禁日为2017年9月18日，并且已累积质押股份112,850,624股，截至2015年10月21日，中钢国际收盘价为16.6元，不考虑股票价格下跌风险，以此价格计算，中钢股份能够用于质押的股票总市值约为18.7亿，股票抵押率即使设为70%，中钢股份的股票质押总额也只有13.1亿，无法覆盖“10中钢债”的本息。

**投资者回售意愿很难改变。**2015年10月15日，《21世纪经济报道》获得一份以中钢集团名义出具的《关于恳请配合解决“10中钢债”兑付难题的函》。该函称，中钢集团在抓紧实施债务重组的同时，一直努力寻求“10中钢债”解决方案，目前，发改委、国资委正在紧急协调“10中钢债”解决方案，恳请“10中钢债”投资者保持一致行动，撤销回售登记。该函件还称，鉴于公司部分业务停滞，总部及部分子企业现金枯竭，若投资者在2015年10月行使回售选择权，公司将无力兑付到期本息，势必出现违约风险。有市场人士分析称，“这估计是投资者传出来给中钢施压的。”按照目前情况的发展，即使投资人放弃五年期回收的权利，两年后“10中钢债”能够兑付的可能性不会比现在更大，投资者放弃撤销回售登记的风险更大。

**发改委、国资委的态度是关键。**中钢集团是国务院国资委管理的中央企业，中钢股份是其下属的一级核心子公司。市场上有消息称，此前国家发改委、国资委一直紧急协调“10中钢债”解决方案，避免违约情况的出现，回售登记期调整至2015年11月16日也是发改委、国资委与债券投资人协调的结果。“10中钢债”要想避免违约情况的出现，只能寄希望于国资委的援助。

“10中钢债”出现违约危机，从其2010年以来的公司经营状况来看，公司一直盈利能力低而资产负债率高，存在着较大的信用风险。这种情形出现的客观原因是，中国宏观经济增长速度持续放缓，原有的支柱产业普遍面临经营业绩的下滑，钢铁行业不景气；主观原因则是，中钢股份的盲目扩张战略，这对现金流的稳定性有更高的要求，在行业不景气时，企业会面临更大的信用风险。尽管，

回售登记期延迟一个月为公司债券兑付赢得了喘息之机，但是，除非发改委、国资委坚决提供援助，“10中钢债”依然面临很大的违约风险。

---