

## 东北特钢违约事件分析

研发部/何金中 武博夫

### 事件回放:

2016年3月18日,“15东特钢CP001”(简称“本期短券”)发行人东北特殊钢铁集团有限责任公司(简称“东北特钢”或“公司”)对外发布本期短券付息兑付公告,本应意味着本期短券兑付事宜问题不大,但3月24日,公司董事长、党委书记杨华意外去世,次日,公司对外发布本期短券兑付存在不确定性的特别风险提示公告;3月28日公告确认不能按期兑付,同时,公司主体级别被评级机构联合资信由AA级下调至C级。本期短券未能按期兑付,为今年地方性国有企业首例。

### 一、发行主体概况及未偿债券余额

东北特钢是由原大连钢铁集团、抚顺特钢集团、北满特钢集团于2004年9月重组而成的我国北方最大的特钢企业,是我国特殊钢领域三大龙头企业之一。公司主要从事特殊钢产品的生产和销售,在军工、航天用钢等领域竞争力很强。截至2015年9月末,公司股东由辽宁省国资委、辽宁省国有资产经营公司、中国东方资产管理公司和黑龙江国资委构成,持股比例分别为46.13%、22.68%、16.67%和14.52%,实际控制人为辽宁省国资委,属于典型的地方性国有企业。公司下属子公司抚顺特殊钢股份有限公司(简称“抚顺特钢”,股票代码600399)为上市公司,截至2016年2月24日,公司持股比例为38.58%,其中已质押比例为99.59%。

截至2016年3月28日,公司未偿债券余额71.70亿元,其中本期短券8亿元已逾期,另有33亿元将于半年内到期,公司待偿债券余额较大。

图表1 截至2016年3月28日公司未偿债券余额(单位:年、%、亿元)

证券名称	票面利率	发行日期	发行规模 (亿元)	到期日	目前状态
15东特钢CP001	6.50	2015-03-25	8.00	2016-03-27	逾期
15东特钢SCP001	6.00	2015-12-31	10.00	2016-04-03	未到期
15东特钢CP002	5.88	2015-05-04	7.00	2016-05-05	未到期
14东特钢PPN001	8.20	2014-06-05	3.00	2016-06-06	未到期
13东特钢PPN001	7.00	2013-07-09	3.00	2016-07-10	未到期
13东特钢PPN002	8.30	2013-09-05	3.00	2016-09-06	未到期
15东特钢CP003	6.30	2015-09-22	7.00	2016-09-24	未到期
15东特钢PPN002	7.40	2015-07-16	8.70	2017-07-17	未到期
13东特钢MTN1	6.10	2013-01-14	14.00	2018-01-15	未到期
13东特钢MTN2	5.63	2013-04-10	8.00	2018-04-12	未到期

资料来源:Wind资讯

## 二、发行主体情况分析

宏观经济下行，钢铁行业环境恶化，东北特钢产能利用率较低，盈利能力明显弱化。钢铁行业以强周期、重资产著称，目前受经济周期波动与产能过剩问题影响已持续低迷多年。与普通钢铁生产相比，特殊钢领域生产技术门槛较高，作为行业龙头企业，东北特钢具有一定的抗风险能力，但受限于行业环境和较低的产能利用率，公司经营情况不佳，勉强保持微利。2015 年前三季度，公司实现营业收入 145.28 亿元，其中 90% 以上来源于钢材销售，由于钢材价格下跌，公司营业收入同比下降 12.13%，同期公司营业利润 0.91 亿元，若扣除投资收益，公司实际营业亏损 3.98 亿元，公司实业经营获利能力明显弱化。同时，公司大连基地环保搬迁主体项目已全部竣工投产，后期固定资产折旧计提将有所增加，在钢铁行业无明显好转情景下，公司盈利能力恐将进一步变弱。

**公司资产流动性差，营运能力变弱，资金周转困难。**截至 2015 年 9 月末，公司资产主要由在建工程、固定资产、存货、货币资金和其他应收款构成，分别占同期资产总额的 31.61%、23.45%、17.02%、10.39% 和 4.02%。公司在建工程和固定资产规模庞大，但已大量抵押；存货主要为钢材产成品，且存货周转率由上年末的 1.92 下降至 9 月末的 1.40，在下游需求低迷环境下，存货销售出库速度缓慢；2015 年 9 月末，公司货币资金余额 54.80 亿元，但大部分为受限资金，可动用货币资金规模非常有限；2014 年财务报告显示，公司账龄 2 年以上的其他应收款余额占其他应收款总规模的 50.26%。2015 年前三季度，公司流动资产周转率及总资产周转率均明显下降，分别由上年的 1.04 和 0.40 下降至 0.73 和 0.20。按 3 月 28 日收盘价计算，公司持有上市公司抚顺特钢股权市值约 39.78 亿元，其中 95.99% 已用于质押融资，短期可快速变现资产规模极其有限。

**公司负债水平高，且期限结构偏短期，主业造血能力不佳，对外部融资依赖度过高，偿债高峰期的到来使得公司陷入流动性困境。**近年来，随着生产基地建设投资及生产规模扩大，公司资产负债率一直处在 84%~85% 水平，总负债率较高，且主要为流动负债，流动负债占总负债的比率持续保持在 70% 以上，负债结构与资产结构错位严重。2014 年及 2015 年前三季度，公司到期债务规模大，致偿还债务支付现金规模较大，最终公司筹资活动现金净流出 15.85 亿元和 14.44 亿元，不断侵蚀公司现金流。

**公司过往履约记录一般，存在信用瑕疵。**在评级机构出具的最新主体信用评级报告中显示：根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2015 年 5 月 4 日，公司未结清贷款信息中，关注类贷款 1 笔，已结清贷款信息中，关注类贷款 200 笔，公司贷款存在逾期现象。同时，据中华人民共和国最高人民法院的失信被执行人查询系统显示，公司自 2013 年以来已有 12 条失信信息。上述信用

记录表明，公司现金流吃紧已非一日，信用质量存在显著瑕疵。

公司处于持续弥补历史亏损过程中。公司于 2004 年由原大连钢铁集团、抚顺特钢集团、北满特钢集团重组而成，由于历史原因，大部分为已陷入困境企业。自组建至今，公司历年均实现了净盈利，但未分配利润持续为负，公司的持续盈利均用于弥补以前年度亏损，盈利并未提高公司的风险抵抗能力，截至 2015 年 9 月末，公司未分配利润余额-7.62 亿元。

### 三、总结

东北特钢的实际控制人为辽宁省国资委，是典型的地方性国有企业，从我国现有体制看，普遍认为该类企业可获得地方政府或中央政府的支持，债权人对其债务风险暴露的容忍程度要远高于民营企业，这种外部支持也极有可能是评级机构在将东北特钢评级展望调为负面后迟迟未调整其主体信用级别的原因之一。当下信用风险事件频发，债务人可获得的外部支持是分析其偿债能力的重要方面，但同时我们也应关注这种外部支持的反应速度及可协调性。毫无疑问，本期短券的逾期兑付，将加大东北特钢的短期流动性压力，会使公司面临银行等金融机构的抽贷及缩减信用额度等情况，后期债务偿付值得关注。

在宏观经济疲弱的大背景下，钢铁行业产能过剩现象严重，行业现状仍处于低谷期，银行信贷整体呈现收紧趋势，债务负担较重的企业的外部融资压力不断上升，在对这类企业信用风险进行分析时，我们应特别关注其短期偿债能力及创现能力。同时，今年极有可能是钢铁行业及其上游产业信用风险集中爆发的一年，处于钢铁行业上游的淄博宏达矿业有限公司发行的“15 宏达 CP001”已出现短券未能按期兑付。