◆专题研究

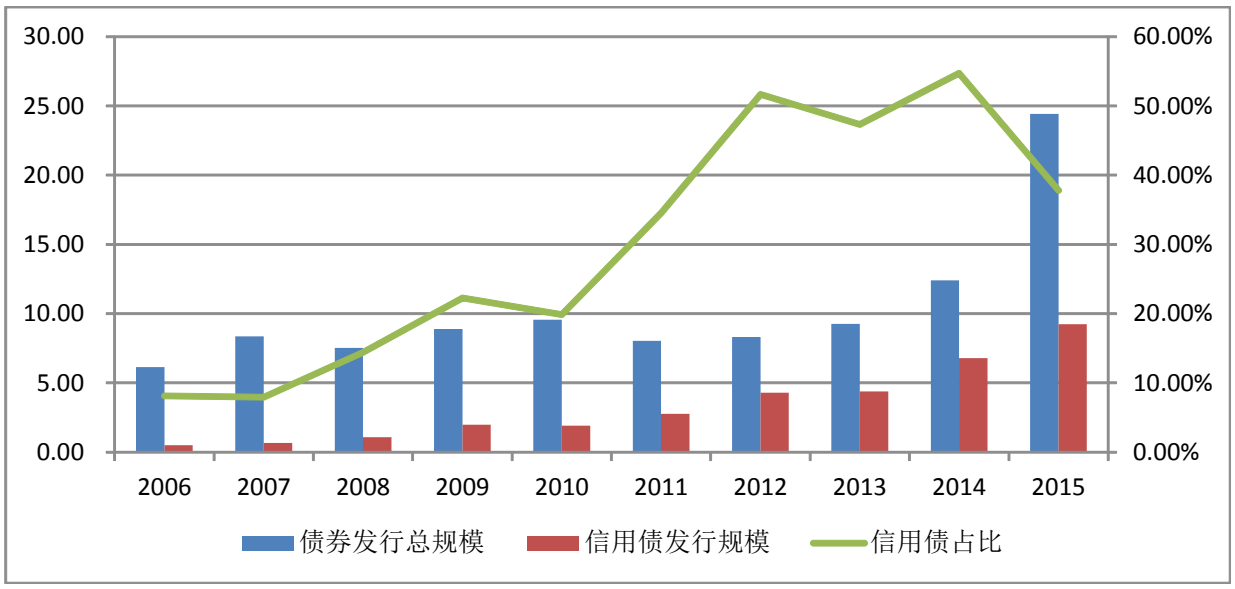
2015年度信用风险分析汇总报告

武博夫/文

一、2015年债券市场概览

2015年，中国债券市场保持迅猛发展的趋势，无论从债券发行数量还是发行规模上都较之前几年有明显增加。截至2015年末，中国债券市场存量余额约为48.5万亿元，其中信用类债券余额约为18.8万亿元，占年末社会融资规模的13.6%；全年共发行信用类债券约9.3万亿元，净融资额约4.5万亿元，占全年社会融资规模增量的比重达29.5%，达到了历史新高。

图表 1. 2006年以来债券市场发行规模（万亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

2015年，在债券市场实现跨越式发展的同时，中国债券市场也迎来了信用风险事件的第一次集中爆发。2014年“11超日债”违约后，中国债券市场步入违约常态化阶段。2015年，公开发行市场共发生信用风险事件20余起，其中8支债券发生违约，涉及煤炭、水泥、钢铁、机械、餐饮等多个行业，违约主体也从民营企业向国有企业蔓延。从券种上看，公募债券主要券种皆有违约事件发生。违约常态化既是当前中国经济运行状况的反映，也是债券市场发展的必然现象。

总体而言，目前中国债券市场的整体信用状况较为良好，出现系统性风险的可能性较低。但从长期来看，在完成经济增长结构化转型之前，中国经济将会继续承受较大的“债务-通缩”压力[1]。可以预计，未来债券市场信用风险将持续暴露，违约事件将从离散式发生向常态化发生转变。

二、评级机构在信用风险事件中的作用与表现

在利率市场化改革与宏观经济增速下行探底、经济增长方式结构化转型的背景下，在工商企业直接融资比例逐年提升的同时，债券市场发行人信用质量也呈现分化趋势，这首先体现在债券发行人信用级别调整数量的显著增加。2015年，债券市场共有385家发行人被上调主体级别，121家被下调主体级别[2]。在主体级别下调的发行中，共有17家发行人在2015年一年之内被连续下调2次及以上，其中7家最终发生违约[3]。

图表 2. 2015年债券发行主体级别调整情况（调整次数）

评级机构	上调				下调		
	上调级别	调整正面	调整稳定	合计	下调级别	仅下调展望	合计
新世纪评级	59	-	4	63	11	7	18
中诚信国际	91	15	2	108	17	19	36
中诚信证券	10	1	1	12	1	2	3
联合资信	84	6	8	98	18	7	25
联合信用	5	-	2	7	3	5	8
大公国际	50	3	5	58	23	10	33
鹏元资信	26	1	8	35	22	16	38
东方金诚	4	-	-	4	-	-	-
合计	329	26	30	385	95	66	161

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

[1]债务—通缩”理论是指经济主体的过度负债和通货紧缩这两个因素会相互作用、相互增强，从而导致经济衰退甚至引起严重的萧条。
[2]级别调整包含展望调整，如果一次调整中信用级别与展望同时变动，以信用级别变动为准。
[3]2015年之前，12湘鄂债已被鹏元资信4次下调主体级别。

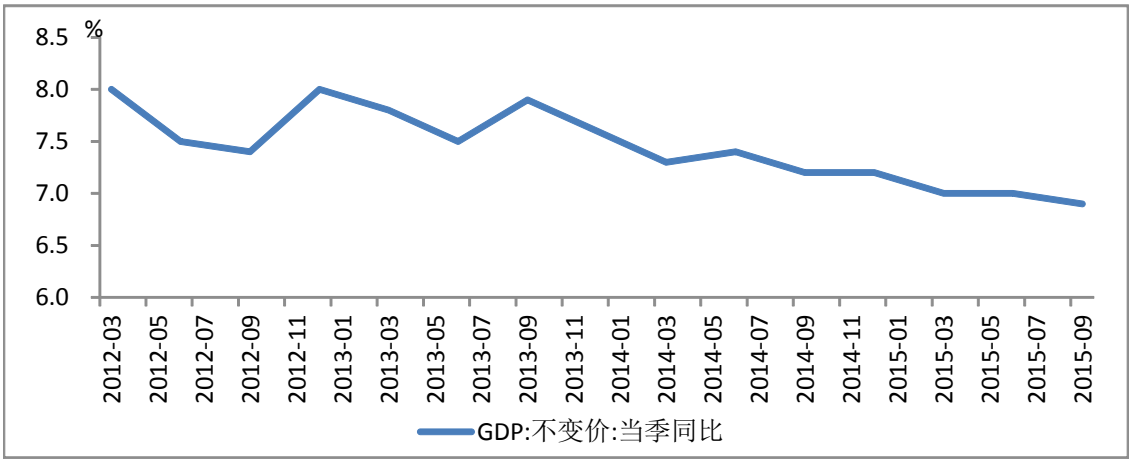
在信用风险事件发生之后，信用评级在债券发行人与投资者之间的信息沟通作用更加明显。由于信用风险事件本身具有不确定性，以及部分信用风险事件的突然性，评级机构对信用风险发行人的级别调整可以认为是信用状况恶化过程的反馈与映射，具有一定的迟滞性。此外，由于刚性兑付现象尚未完全打破，发行人在债券违约之后获得外部救助的可能性依然存在，因此债券在发生违约时级别也不尽相同。

三、信用风险事件的宏观经济背景

（1）中国经济的“债务-通缩”问题

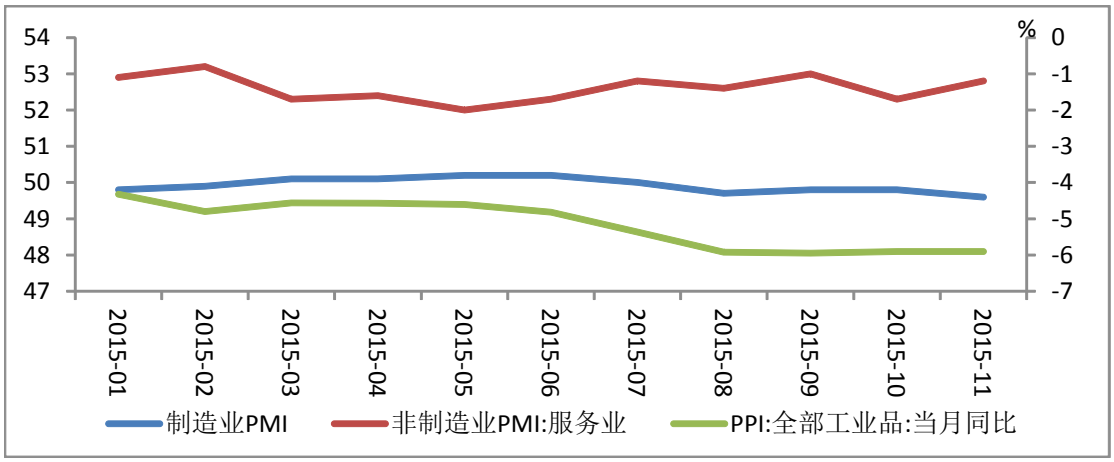
2015年以来，与债券市场信用风险逐渐暴露相呼应的，是宏观经济呈现增速放缓趋势。根据国家统计局数据显示， 2015年全年中国实现国内生产总值67.7万亿元，按可比价格计算，同比增长6.9%。分季度来看， GDP当季同比增速分别为7%、7%、6.9%和6.8%，环比增速分别为1.3%、1.9%、1.8%和1.6%，均处于近5年来的最低水平。由于固定资产投资等经济增长主要贡献指标增长乏力，中国经济面临较为严重的通货紧缩压力。2015年全年，平均工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降5.2%，截止至12月已连续46个月保持下降趋势。

图表 3. 2012年以来中国GDP增速走势（季度）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表 4. 2015年以来PPI与PMI（月）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

另一方面，在投资回报率下降的环境下，中国经济的债务负担和去杠杆压力愈发凸显。宏观经济运行状况与债券市场违约风险呈高度相关关系。根据“债务-通缩”理论，在企业投资和贷款需求都很疲弱的情况下，经济整体杠杆率持续攀升，从而加重企业债务负担，进而影响实体经济和银行的资产质量，推高金融体系内的不良贷款率，增加信贷风险，最终造成信用违约事件的发生。

宏观经济层面的“债务-通缩”风险会随着杠杆率的升高而逐渐自我强化。由于企业经营性现金流创造能力减弱，企业对筹资性现金流的依赖性提高。在行业景气度不振、企业营业收入增长乏力的情况下，信用风险的产生是企业在去杠杆压力下的必然现象。

（2）产能去化问题仍然严峻

伴随经济增速下行的是中国经济的结构性调整。在外部需求不振的国际市场环境下，2009年以来经济刺激计划造成的过度投资问题短期内难以彻底消化，从中长期来看，在上游产能去化与去库存进程结束之前，传统工业品需求将保持放缓趋势。

对于具体的每个企业而言，宏观环境与行业环境的波动下行既有直接作用，也有间接作用。具体来看，我们可以发现爆发信用风险事件的原因总体可以分为两类：第一类主要涉及产能过剩问题严重的采掘业、制造业行业，由于行业利润率急剧下降带来的现金流压力是信用风险产生的主要原因；另一类企业产生信用风险的直接原因则主要来源于公司治理、外部融资环境等原因，与宏观经济环境的变动具有间接性。

近几年来，化解产能过剩问题一直是制定中国经济政策的核心问题之一。2015年12月的中央经济工作会议提出“要积极稳妥化解产能过剩”，把“去产能”列在2016年五大结构性改革任务首位，并且提出了“尽可能多兼并重组、少破产清算”的具体思路与“提出

和落实财税支持、不良资产处置、失业人员再就业和生活保障以及专项奖补等政策”的支持政策。但从短期来看，产能去化依然面临较大的阻力。在防范系统性风险的同时，市场和投资者仍然应当高度警惕产能过剩行业中信用风险的累积与蔓延。

四、信用风险事件的形成因素

（1）行业因素

2015年，中国债券市场信用风险的扩散具有很明显的行业特征。在中国当前经济增长速度放缓、经济结构转型背景下，信用风险事件在强周期性、产能过剩问题严重的行业集中爆发，同时向景气度较差的下游行业蔓延，如造纸、纺织等。一方面，如前所述，2012年以来宏观经济增长放缓对企业信用质量产生了普遍的影响，而行业因素是其在微观层面主要的主要传导路径之一；另一方面，行业因素对企业信用质量的影响是全方面的，即使是信用质量较高的企业，也会因为行业周期的变动受到影响，乃至遭遇降级。此外，对于部分产业结构较为单一的地区，行业风险会直接影响地区经济活力与经济增长。

在中国经济“新常态”下，煤炭、有色金属、建材、钢铁、机械、化工等行业面临较为严重的产能过剩问题。由于这些行业与宏观经济周期高度相关，因此发行人营业收入状况与经营性现金流状况普遍面临困境；另一方面，由于这些行业的建设周期与投资回报周期较长，产能去化调整滞后于需求端的变动。对于部分企业来说，逆产能周期的固定资产投资、兼并扩张或者战略重心转型，非但难以让企业渡过难关，反而成为触发信用风险事件的最后一根稻草。

以煤炭行业为例，作为典型的强周期性行业，其行业景气度与宏观经济周期和固定资产投资保持高度正相关性。2014年以来，受宏观经济增速放缓、固定资产投资增速下降以及能源结构调整等因素影响，电力、钢铁、建材、化工等下游行业主要耗煤产品产量增速明显下降，煤炭下游需求疲弱，煤炭市场供给过剩矛盾日益突出，行业景气度明显下滑。据国家统计局统计数据显示，2014年我国煤炭消费量约35.1亿吨，同比下降2.9%，系2000年以来首次下降。据煤炭工业协会数据显示，2015年前三季度我国煤炭消费量为29亿吨，同比下降了4.6%。尽管自2012年起，受下游需求放缓影响，煤炭行业投资积极性明显下降，加之限制煤炭供给相关政策的出台，原煤产量增速下滑，但前期建设产能的集中释放和在建产能的陆续投产使得中短期内煤炭行业仍延续供大于求态势。

2011年下半年以来，受煤炭市场供大于求影响，煤炭价格开始从高位滑落，步入下行通道。2014年，煤炭价格在年初大幅下滑，尽管第四季度由于季节性因素呈现小幅回升，但全年煤价呈现弱势走低态势。2015年以来，煤炭价格大幅下滑，目前已跌回2004年末水平。其中，动力煤价格下跌明显，截至2015年11月20日，秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价为351元/吨，比年初（515元/吨）下降了164元/吨，下降幅度达32%，相比2011年的高

点（860元/吨）下降了59%。由于煤炭行业固定成本占比较大，生产成本可调节空间较为有限，因此煤炭价格的进一步下跌将导致行业内企业盈利水平持续下降。

强周期性、产能过剩问题严重的行业具有一定的联动性，从而在下行经济周期中相互促进。以钢铁行业为例，作为煤炭行业主要的下游产业，其中钢铁行业煤炭消费量占煤炭总消费量的17%左右，二者之间具有很强的联动性。2014年以来，受制于宏观经济增速放缓以及房地产投资增速的回落，钢材需求低迷不振，全年全国粗钢产量8.23亿元，增速已回落至1%以下。2015年，钢铁需求继续保持回落。截至前三季度，中国粗钢产量为6.09亿吨，同比下降2.1%，为近二十余年来首次同比负增长。钢铁行业需求的下降同时凸显了煤炭供给过剩的问题。从耗煤量来看，2014年中国钢铁行业总耗煤量为6.97亿吨，同比增长0.37%，增速回落7.39个百分点；2015年前三季度，中国钢铁行业耗煤量为4.8亿吨，同比下降达3.4%。

除此之外，信用风险事件还普遍发生在轻工、纺织等下游轻工业行业。与上游行业相比，下游行业中所发生的信用风险事件具有一定的偶然性，其发行人信用质量更多受主要业务区域的行业景气程度影响。这些企业以民营企业为主，资产规模较小，政府支持力度较低。值得注意的是，下游轻资产民营企业在众多中小企业集合债券违约案例中占有更大比重。

（2）公司治理问题

除公司盈利能力恶化、现金流紧张、资本结构恶化等财务原因之外，公司治理问题与内部风险管控失灵也是信用风险事件产生的重要原因。对于一家企业来说，公司治理上的弊端会在面临外部负面因素影响时加倍放大。

公司战略管理决定了公司运营的基本方向。对于处于成熟、稳定、竞争性强行业的企业来说，激进扩张战略常常是信用风险事件的前奏。这主要体现在民营企业上，因为各级国资委的统一布控普遍以保证涉及国计民生行业的稳定运行为目的，客观上对企业的激进战略起到了遏制作用。

在2015年的违约事件中，围绕公司控制权争夺造成的控股股东不作为成为信用违约的主要非定量因素。这无疑加大了信用风险的突发性与不确定性。以12中富01违约事件为例，在珠海中富及其子公司业绩下滑、盈利能力下降的情况下，公司原控股股东CVC资本将子公司BPI旗下48家控股子公司的少数股东权益以溢价50%，共计8.8亿元抛售给珠海中富，从而实现套现。2007年CVC资本入股以后，珠海中富财务费用开始上升， 2007年到2012年6月期间，公司财务费用为9亿元，是同期净利润的1.3倍。伴随利息支出上升，珠海中富计入大量资产减值，提高了资产负债率，从而在面临外部经营环境变化时酿成违约事件。

此外，值得注意的是，对于国有企业而言，中央国有企业子公司与地方国有企业所获得的股东支持力度存在明显差别。对于央企而言，由于整体战略布局较广，普遍在全国范围乃至国际范围开展业务，因此对于发行信用风险事件的非核心子公司可能采取“舍车保帅”策略，支持力度并不积极；而对于地方国有企业而言，债券发行人经营范围大多局限于本地区，同时多半肩负起区域战略资源整合的作用，因此更具有不可替代性。

（3）区域风险状况与政府支持

伴随2015年信用风险事件的爆发，市场与投资者普遍关心信用风险是否会在区域范围内蔓延。从产业结构布局的角度，部分地区经济增长过度依赖煤炭、钢铁等产能过剩行业，同时基础设施过度投资问题与房地产泡沫问题较为严重。从整体来看，债券市场的区域性信用风险尚处在可控范围之内，但在个别区域有继续蔓延的可能。由于国有企业与城投建设平台等国资属性企业或政府相关实体在债券市场中具有极大比重，同时考虑到债券市场长期以来存在的刚性兑付现象，我们可以认为，中国债券市场区域性信用风险是否存在、存在的大小，基本受限于地方政府财政实力与偿付意愿。

与国有企业相比，民营企业能够获得政府支持有限，同时在企业陷入经营困境后易受到银行抽贷等金融机构融资收紧行为影响，从而导致资金周转困难、现金流枯竭进一步加剧偿付危机；同时民营企业发行人偿付能力主要取决于自身资金状况及股东支持意愿及实力，相较于国企其偿付意愿和动力相对不足。工业部门行业资金需求量大，行业景气程度与获得银行贷款的能力息息相关，这又直接受到货币政策与地方产业政策的影响。对于地方政府而言，工业部门企业，尤其是大中型国有企业在经济增长、纳税和解决就业等问题上具有不可替代的地位。

图表 5. 企业性质与级别分布

企业属性	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	A-以下	合计
中央国有企业	172	87	72	8	5	-	-	2	346
地方国有企业	213	439	1252	272	24	6	4	7	2217
民营企业	10	58	247	114	16	2	8	13	468
其他企业	36	48	102	46	8	4	-	3	247
合计	431	632	1673	440	53	12	12	25	3278

数据来源：Wind资讯，截至2015年末

就地方政府所发挥的作用而言，在2015年最终得以兑付的信用风险事件中，以龙煤集团与广西有色最为典型。龙煤集团是黑龙江省唯一的大型省级煤炭生产企业，吸纳了全省

约20万就业人口，受煤炭行业景气度下行影响，龙煤集团自2012年以来持续亏损，2014年以来吨煤开采成本与售价倒挂，2014年公司陷入深度亏损，对权益侵蚀很大，资产负债率接近90%，自身偿债能力极弱。但是考虑到其社会重要性，黑龙江省政府于2014年10月印发《关于支持龙煤集团改革发展政策措施的通知》，实际控制人黑龙江省政府对龙煤集团支持意愿明确，对拓宽龙煤集团资金链具有积极作用，截至目前为止，龙煤集团存续期内债务和债券仍正常还本付息。

12桂有色MTN1发行人广西有色由于经营持续低迷，偿债能力恶化，同时短期债务压力较大，因此依靠自身资金无力偿还该中期票据本息。2014年，公司亏损高达16.4亿元，资产负债率高达93.6%。截至2015年第一季度末，公司短期债务高达167亿元，而账面资金仅不到30亿元，且其中大约60%为受限资金。但由于公司是广西壮族自治区内重要的有色金属矿产资源整合主体，同时公司其他应收款中有大量与当地国资委下属企业之间的往来款，因此当地政府对公司支持力度较大。在广西区政府的协调之下，该中期票据本息共计13.63亿元得以按期足额兑付。

五、主要信用风险事件案例分析

（1）天威英利

①级别调整过程

天威英利控股股东为纽交所上市公司英利绿色新能源控股有限公司（以下简称“YGE”），持股比例为74.01%。

YGE下属两家子公司英利中国与天威英利，共在国内银行间市场发行债券2支，分别为10英利MTN1、11威利MTN1、12英利MTN1与12英利MTN2，其中10英利MTN1与11威利MTN1由新世纪评级参与评级。新世纪评级分别与2010年5月21日与2011年4月11日出具了上述两支债券的评级报告，两份报告对天威英利评级结果皆为AA级，展望为稳定，同时债券评级结果分别为AA级与AA级。

2013年，伴随美国、欧美“双反”政策造成的光伏行业景气度下降，新世纪评级在2013年8月27日所出具的跟踪评级报告中将天威英利主体级别下调为AA-级，评级展望为负面。

2015年5月15日，YGE向美国证券交易委员会（SEC）提交文件称，“公司持续经营存在重大不确定性”，“巨额债务和亏损可能对公司业务、财务状况和经营情况造成负面影响，同时影响公司偿付债务能力”。同年7月14日，新世纪评级出具天威英利跟踪评级报告。在报告中，新世纪评级认为，跟踪期内公司继续亏损，净资产规模持续下降，关联方占用的大量资金回收难度很大，抗风险能力进一步减弱，并且2015年第一季度公司经

营未有明显改善。对此，新世纪评级将该公司主体级别进一步下调为A级，评级展望为负面。

9月29日，天威英利发表公告称，由于8.75亿元闲置土地及厂房拆迁补偿金到位时间与债券偿还时间存在错配，公司可能存在不能如期兑付票据的风险。9月30日，新世纪评级对公司进行不定期跟踪评级，下调公司主体信用级别至BB级，评级展望为负面。10月13日，新世纪评级进一步将公司信用等级下调至C级，评级展望为负面。

②信用风险分析

天威英利信用质量恶化的原因一方面主要是光伏行业环境的大幅变化。从2011年以来，由于欧债危机直接导致欧洲多国持续下调光伏产业补贴和削减光伏电站投资，以及随后欧、美对我国部分光伏产品征收反倾销、反补贴税等原因，我国光伏产业外部需求大幅减少，光伏企业举步维艰。对于天威英利后续偿债能力，就天威英利现状而言，债务高企，流动性压力大，自身偿债能力极弱。虽然本次违约为部分违约，天威英利也表示积极筹措资金，但即使拆迁款全部到位，距10英利MTN1的全额偿付还有一定的差额。目前，天威英利经营持续亏损，并且被英利系关联企业占用大量资金，而YGE、英利中国等自身经营状况较差，预计能对天威英利提供资金支持可能性很小。另外，金融机构面对英利系企业的现状，给予新增融资的难度很大，天威英利后续融资困难。因此，天威英利后续到期债务按时偿付的可能性非常低。

（2）南京雨润

①级别调整过程

南京雨润食品有限公司分别于2012年与2013年发行中期票据12雨润MTN1与13雨润MTN1，并于2015年发行短期融资券15雨润CP001。上述债券的评级工作皆由新世纪评级进行。

2012年7月27日及2013年5月7日，新世纪评级分别就12雨润MTN1与13雨润MTN1出具信用评级报告，给予南京雨润主体信用等级AA级，展望为稳定。2014年7月15日，新世纪评级在跟踪评级中维持公司主体信用等级AA级，展望为稳定。

2015年3月30日，南京雨润发布重大事项公告称，公司董事祝义才已被检察机关执行指定居所监视居住。31日，新世纪评级出具重大事项公告。

2015年7月31日，在跟踪评级报告中，新世纪评级维持南京雨润主体信用等级AA级，但下调该公司展望为负面。

2015年10月12日，南京雨润就12雨润MTN1发布到期本息兑付风险提示公告。13日，

新世纪评级出具公告，将该公司主体信用等级下调至A级，展望为负面；将12雨润MTN1与13雨润MTN1的债券信用等级下调至A级，展望为负面。

2015年10月16日，12雨润MTN1按期足额兑付。

②信用风险分析

2015年以来，受经济增速下行以及猪肉消费增速下降影响，公司所处行业景气度下滑。与此同时，公司在全国范围内持续进行扩张，造成产能利用率严重下降。从财务管理角度，公司盈利对补贴存在过度依赖，2013-2014年间，在营业利润亏损的情况下，公司依靠约9亿元的营业外收入实现账面盈利；同时公司其他应收款、应付账款等关联资金余额过大，占日常支付资金比例过高。截至2015年6月末，公司货币资金仅6.65亿元，而本年内需偿付的有息负债高达49.34亿元，流动性极为紧张。

在这种情况下，该公司实际控制人的案发使得公司寻求外部流动性的难度雪上加霜。一方面，这损害了消费者以及合作方对公司品牌的认可程度；另一方面，更重要的是，这将损害公司外部融资能力。但考虑到南京雨润在江苏省内的品牌效应与社会效应，江苏省金融办会同人民银行南京分行、江苏省银监局召开稳定雨润集团融资工作会议，明确要求各大商业银行对雨润集团提供稳定融资存量，保证合理融资增量。这无疑为12雨润MTN1的最终兑付提供了保障。

从行业环境的角度，南京雨润作为弱周期性行业发行人的代表，在下行经济周期内，其信用尾部风险暴露不容忽视。事实上，在2015年发生的信用违约事件中，弱周期性行业，如餐饮、饮料包装等占有相当程度比例。

（3）四川圣达集团违约事件

12圣达债是中国债券市场第一支违约的企业债。该债券发行人为四川圣达集团有限公司，主营业务原为焦炭生产。受煤炭行业景气度低迷影响，公司于2014年转让子公司四川圣达实业股份有限公司（现已更名为“长城国际动漫游戏股份有限公司”）与四川金旭矿业后剥离焦炭业务，转型为主要从事生铁冶炼与汽车制动鼓制造业务。由于受重型汽车下游需求急剧减少以及钢铁价格低迷不振等负面因素印象，公司业务重心转型效果不理想，毛利率严重下滑，2014年生铁业务与制动鼓业务毛利率均在-10%以下。与此同时，公司制动鼓下游需求急剧减少。制动鼓主要用于重型汽车的刹车系统，受宏观经济影响，2014年火车产量为319.59万辆，同比减少7.86%，其中重型货车产量26.93万辆，同比减少7.64%。

根据鹏元资信跟踪评级报告披露，由于严重亏损，截至2014年11月四川圣达生铁业务已基本停工；同时公司对子公司富邦公司钒钛制动鼓业务投资过大，累计投资金额达40亿

元，投资成本难以收回，造成公司财务状况进一步恶化。

截至2015年11月25日，四川圣达存在不良和违约贷款共3笔，欠息4笔，金额共计约6000万元；子公司四川富邦存在不良和违约共7笔，欠息7比，金额共计4.5亿元。公司资产负债率于2014年底已高达85.91%，有息债务合计31.28亿元。由于贷款逾期导致再融资渠道被破坏，公司已基本无法获得新的营运资金。

12圣达债违约事件同时也暴露出了增信条款的局限性。该债券主要增信手段为股权质押，包括四川圣达水电开发有限公司9.75%的股份、峨眉山仙芝竹尖茶叶有限责任公司100%的股权以及上市公司长城动漫1000万股股票，同时四川圣达全体股东为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任担保。但由于公司涉及的债务机构较多，情况复杂，部分质押资产存在二次质押情况。此外，由于公司质押上市公司股票变现能力较差，因此在债券到期时无法提供有效的流动性支持。

（4）山水水泥超短期融违约事件

15山水SCP001为债券市场中第一单违约的超短期融资券。与其他违约事件相比，该债券发行人信用质量在短时间内迅速恶化，中诚信国际曾经在两周之内连续4次下调公司主体级别，对市场造成的冲击也更为严重。在11月5日发行人中国山水水泥集团有限公司公布违约预警公告后，在2周之内共有43家公司取消已公开发行文件的债券发行，涉及融资规模达470亿元。上述发债企业中不少来自煤炭、钢铁、水泥等产能过剩且受宏观经济波动影响较大的强周期性行业。

根据山水水泥合并财务报表，截至2015年第三季度末，公司总资产为335.09亿元，所有者权益为141.11亿元，资产负债率为57.89%，尚保持在可接受范围。2015年前三季度，公司实现营业总收入85.61亿元，净利润-4.91亿元，经营性活动现金流净额为17.22亿元。

伴随投资增速下降与房地产市场的降温，水泥市场经营陷入低迷。根据国家统计局数据显示，2015年全国水泥市场持续低迷，全行业累计实现利润同比去年大幅下滑64%，利润率创7年来最低水平。与此同时，山水水泥主要经营区域山东省与辽宁省投资增速下滑明显，区域经济增速放缓，水泥市场需求下降。这加剧了山水水泥的市场竞争压力，从而造成财务状况的恶化。

另一方面，与其他涉及产能过剩问题的信用事件相比，山水水泥超短融违约的主要原因在于公司股权争夺造成的资金支持丧失。作为香港上市公司，山水水泥自上市以来便饱受内部与外部股权纷争的困扰。就内部而言，存在由于公司高管张才奎实行MBO导致的股权矛盾；就外部而言，2015年，河南天瑞水泥及其关联公司入股山水水泥，从而造成与张才奎的股权争端。在经济下行背景下，一系列股权争端既影响了公司的日常运作，同时也

削弱了公司的外部融资能力，从而使公司运营情况雪上加霜，最终导致违约。

（5）天威集团违约事件

在2015年的信用风险违约事件中，“天威系”企业独占两家，其中11天威MTN2发行人保定天威集团有限公司为中国债券市场的一家发生违约的央企子公司，该中期票据于2015年4月发生利息违约。10月，保定天威英利新能源有限公司所发行中期票据10英利MTN1发生本息违约。

2015年4月21日，11天威MTN2中票发行人保定天威集团有限公司（以下简称“天威集团”）公告未能按期兑付本年利息，构成公募债券市场首单国企债券违约。此次的违约事件可谓意料之中，天威集团2011年以来连续4年亏损，亏损数额逐年扩大，2014年合并报表累计利润总额为-101亿元，同比增亏37.77亿元，资产负债率高达162%，基本丧失偿债能力，且因债务逾期遭多个债权人诉讼，经营持续性堪忧。

光伏行业的风险爆发无疑是天威英利发生违约的直接导火索。中国的光伏产业在2004年后开始飞速发展，2007年中国已经成为世界最大的太阳能电池生产国。在市场需求拉动下，中国的光伏产业链规模已经形成，包括从多晶硅到硅锭、从硅片到电池再到组件各个环节。但中国光伏产业从前端原材料多晶硅、技术设备的采购到最终产品光伏电池组件的销售都深深地依赖出口，对国际市场原料的价格波动和市场需求依赖性极强，也为后期风险的爆发埋下伏笔。行业发展初期的高利润、高补贴等因素，也诱导了大批中国企业趋之若鹜，彻底改变了原材料的供需格局。然而，行业下游光伏发电市场由于成本高昂发展缓慢，国内需求小，产品需求仍然依赖欧美市场。因此，一方面是过剩的产能，另一方面是美国的次贷危机和欧盟的主权债务危机，导致市场需求大幅萎缩，多晶硅价格从2008年超过400美元/公斤的高点跌至不足20美元/公斤，远低于大部分企业的成本线，给无序扩张下的光伏企业带来了致命的打击。

天威集团属于中国兵器装备集团全资子公司，天威集团主要经营主体为天威保变，集团公司的盈利与现金流亦主要来自天威保变。从2008年开始，公司业务外延扩张光伏新能源领域，对行业特征和行业风险认识不足，投产后行业产能严重过剩，公司业绩不及预期，行业发展形式快速反转等，诸多因素导致公司多晶硅产业全线亏损。这项业务投资的决策失误给天威集团带来了58亿的亏损。

往期风险事件的刚性兑付导致了资本市场对风险的低估，使得金融有效资源错配。因此，为构建完善金融体系，企业信用风险评价应逐渐回归于市场。存款保险制等一系列保障监管制度的逐步建立，有助于筑起信用风险破产的保护带，可有效控制系统性风险的发生。天威集团违约事件无疑加快了我国资本市场完善进程，将是完善我国资本市场信用体系建设的里程碑。

天威集团违约事件同时也反映出信用评级在资本市场中的重要性。天威事件是一个典型的受宏观环境、行业产能过剩影响而导致业务投资失败的案列，这也说明我国正逐渐打破了刚性兑付，企业违约风险正在上升。

（6）二重集团违约事件

二重集团（德阳）重型装备股份有限公司（简称“二重重装”）为中国最大的重型装备制造业上市公司，其控股股东为中国第二重型机械集团（简称“二重集团”）。二重重装于2008年10月发行了金额8亿元的7年期企业债券，由二重集团提供全额担保，发行时中诚信国际给予发行人AA+信用级别，评级展望为稳定。同时二重集团于2012年9月发行了金额10亿元的5年期中期票据，发行时中诚信国际给予发行人AA+级别，评级展望为稳定。受重型机械行业景气度下滑，以及钢铁、风电、核能和冶金等下游行业产能过剩导致需求低迷的影响，二重重装及二重集团经营业绩明显下滑，2012以来持续亏损，并且近年来随着部分原材料价格上涨导致亏损额进一步扩大，中诚信国际在2013年7月的跟踪评级中维持二重重装与二重集团AA+级别，评级展望均为稳定。2013年12月，由于二重集团产品订单及价格均大幅下滑，并且公司生产成本较高，期间费用上升，出现了严重亏损，盈利能力下滑及贷款回收难度加大导致经营活动净现金流持续恶化，同时二重重装由于持续亏损面临暂停上市风险，进一步影响公司本身与集团公司的资产流动性与外部融资能力。因此，中诚信国际将二重重装与二重集团主体级别调降至AA级，并列入负面观察名单。2014年以来二重重装及二重集团经营业绩继续下滑，扭亏压力极大，流动性压力显著增大，故中诚信国际于2014年4月将二重重装及二重集团主体级别均调降至AA-级，评级展望为负面。二重重装由于连续三年亏损于2014年5月暂停上市，同时公司亏损面进一步扩大，并且出现了2.05亿元银行贷款逾期，中诚信国际于2014年7月跟踪评级中将二重重装主体评级下调至BB级，并列入负面观察名单。二重集团同样亏损严重，流动性极为紧张加上债务负担进一步加重，并且旗下核心资产二重重装暂停上市，2014年7月，中诚信评级将二重集团主体评级下调至BBB级，并列入负面观察名单。

近年来，重型机械行业增速放缓，钢铁行业的需求减弱，并进入去产能周期，钢铁行业产能过剩导致冶金设备需求大幅缩水。二重重装冶金签约订单不断减少导致公司冶金设备业务规模下降。公司为国内A股上市公司，由于连续三年亏损，于2014年5月暂停上市。公司融资能力受限，名誉受损。

二重重装产品主要分为三类：冶金成套设备、重型石化容器设备和清洁能源发电设备，其产品结构相对单一，在研发、设计及市场开发能力有待提高。随着公司产品结构逐步调整，清洁能源发电设备收入占比可能会有一定提升。

从债务结构上看，由于盈利能力大幅萎缩以及现金流获取能力减弱，二重重装生产经营资金处于极为紧张的状态，短期借款快速增加，且部分长期借款转为一年内到期的非流

动负债。总体上看，公司债务水平过高，短期债务压力极大。

（7）12湘鄂债违约事件

中科云网科技集团股份有限公司原为北京湘鄂情股份有限公司，于2012年4月5日发行5年期无担保公司债券4.80亿元，发行时鹏元资信给予AA主体评级，评级展望为稳定。2013年“八项规定”的出台，使得高端餐饮行业严重受挫。2013年上半年度公司营业利润与净利润均出现亏损，鹏元资信于2013年6月将公司主体评级下调至AA-，评级展望调整为负面。2013年，公司酒楼陆续停业，盈利能力迅速下降，为改善现状，公司被中科云网借壳转型进入环保、影视、互联网领域，并宣布与中科院合作建立大数据实验室，同时更名为中科云网科技集团股份有限公司。由于公司主营业务持续亏损，同时业务转型前期投入较大，公司债务负担明显加重。2014年2月，鹏元资信将公司主体评级下调至A级，评级展望为负面。此后其主体评级被多次连续下调，直至违约事件发生。

“12 湘鄂债”是公募债券本金违约的第一单，2013年以来中科云网（原“湘鄂情”）主营亏损，管理不佳，陷入流动性困局，具备了信用质量恶化的典型特征。由于公司管理者公司战略过于激进，跨行转型不断受挫，造成自有资金严重不足。

与此同时，中科云网治理方面也存在诸多问题，公司和实际控制人涉嫌违规被证监会立案调查导致定增受阻、融资渠道受限。2014年10月12日，中科云网被中国证监会立案调查，直接导致公司定增方案无法实施。12月26日，公司实际控制人孟凯因涉嫌违反证券法律法规也被证监会立案调查，其所持有的股份也全部处于质押状态且部分股份被限制交易。截至2015年4月6日，公司通过大股东财务资助、处置资产、回收应收账款等方式已收到偿债资金1.61亿元，但尚有2.41亿元资金缺口，构成实质性违约。

五、总结

2015年，中国债券市场信用违约事件时有发生，涵盖各主要券种，同时涉及到的发行主体也从民营企业向国有企业蔓延。

总体而言，中国债券市场信用风险尚处于可控阶段，但由于当前中国经济总体形势开始步入“新常态”阶段，行业信用风险将进一步释放，同时信用质量将会出现更大的分化。与此同时，在应对信用风险事件时，信用评级机构的作用得到进一步凸显。

另一方面，信用风险事件能否得到合适的应对与化解，不但取决于发行人自身的偿付能力与偿付意愿，同时也与市场各参与主体以及监管体制的良好运行密切相关。在合理的市场运作机制约束下，信用风险的释放将有利于我国债券市场达到风险与收益的匹配，进一步完善资本市场定价机制。

附录1：2015年信用风险事件清单

发行人	涉及债券名称	债券类型	发生时间	是否违约	所属行业
四川圣达集团有限公司	12圣达债	企业债	2015-12	是	煤炭、制动鼓、生铁
山东山水水泥集团有限公司	15山水SCP001	超短期融资券	2015-11	是	水泥
云南煤化工集团有限公司	15云煤化MTN001	中期票据	2015-11	否	煤炭、化工
鄂尔多斯市华研投资集团有限责任公司	12鄂华研	企业债	2015-11	否	房地产投资
保定天威英利新能源有限公司	10英利MTN1	中期票据	2015-10	是	光伏
英利能源(中国)有限公司	12英利MTN2	中期票据	2015-10	否	光伏
中国中钢股份有限公司	10中钢债	企业债	2015-10	是	钢铁
南京雨润食品有限公司	12雨润MTN1	中期票据	2015-10	否	食品加工
二重集团(德阳)重型装备股份有限公司	08二重债	企业债	2015-9	否	重型机械制造
中国第二重型机械集团公司	12二重集MTN1	中期票据	2015-9	是	重型机械制造
江苏舜天船舶股份有限公司	12舜天债	公司债	2015-7	否	船舶制造
广西有色金属集团有限公司	12桂有色MTN1	中期票据	2015-6	否	有色金属
江苏飞达控股集团有限公司	12苏飞达	企业债	2015-6	否	钢铁
珠海中富实业股份有限公司	12中富01	公司债	2015-4	是	轻工制造
中澳控股集团有限公司	14中澳控CP001	短期融资券	2015-5	否	养殖
保定天威集团有限公司	11天威MTN2	中期票据	2015-4	是	光伏
中科云网科技集团股份有限公司	12湘鄂债	公司债	2015-4	是	餐饮
江苏大宏纺织集团股份有限公司	13大宏债	中小企业私募债	2015-4	是	纺织
内蒙古恒达公路发展有限公司	12蒙恒达	中小企业私募债	2015-3	否	基础设施建设
安徽蓝博旺机械集团	12蓝博01	中小企业私募债	2015-2	是	机械制造
宿迁市致富皮业有限公司	12致富债	中小企业私募债	2015-2	是	轻工制造
内蒙古奈伦集团股份有限公司	08蒙奈伦	企业债	2015-2	否	畜牧、房地产
东飞马佐里纺机有限公司	12东飞01	中小企业私募债	2015-1	是	纺织
河南银鸽实业投资股份有限公司	银鸽暂停	公司债	2015-1	否	造纸

附录2：主要信用风险事件发行人级别调整明细

发行人	日期	主体级别	级别展望	调整方向	评级机构
四川圣达集团	2015-12-07	C	稳定	调低	鹏元资信
	2015-11-26	B	负面	调低	鹏元资信
	2015-08-11	BBB+	负面	调低	鹏元资信
	2014-08-13	AA-	负面	维持	鹏元资信
	2013-08-05	AA-	负面	维持	鹏元资信
	2012-05-17	AA-	稳定	首次	鹏元资信
山东山水水泥	2015-11-11	CC	-	调低	中诚信国际
	2015-11-09	BB-	-	调低	中诚信国际
	2015-11-06	A-	-	调低	中诚信国际
	2015-11-03	A+	-	调低	中诚信国际
	2015-09-15	AA	-	调低	中诚信国际
	2015-05-27	AA+	稳定	维持	中诚信国际
	2015-04-02	AA+	稳定	维持	中诚信国际
保定天威英利	2015-10-13	C	-	调低	上海新世纪
	2015-09-30	BB	-	调低	上海新世纪
	2015-07-14	A	负面	调低	上海新世纪
	2014-08-12	AA-	负面	维持	上海新世纪
	2013-08-27	AA-	负面	调低	上海新世纪
	2012-07-31	AA	负面	维持	上海新世纪
	2011-07-15	AA	稳定	维持	上海新世纪
	2011-04-11	AA	稳定	维持	上海新世纪
	2010-05-21	AA	稳定	首次	上海新世纪
中钢股份	2015-10-20	CC	-	调低	中诚信国际
	2015-07-06	BB	-	调低	中诚信国际
	2014-09-29	AA-	负面	维持	中诚信国际
	2014-06-23	AA-	稳定	维持	中诚信国际
	2013-06-28	AA-	负面	调低	中诚信国际
	2013-01-23	AA	稳定	维持	中诚信国际
	2012-01-31	AA	稳定	维持	中诚信国际
	2010-06-24	AA	稳定	首次	中诚信国际

发行人	日期	主体级别	级别展望	调整方向	评级机构
南京雨润	2015-10-13	A	-	调低	上海新世纪
	2015-07-29	AA	负面	维持	上海新世纪
	2014-11-04	AA	稳定	维持	上海新世纪
	2014-07-15	AA	稳定	维持	上海新世纪
	2013-07-25	AA	稳定	维持	上海新世纪
	2012-12-27	AA	稳定	维持	上海新世纪
	2012-07-27	AA	稳定	首次	上海新世纪
二重德阳	2015-09-23	C	-	调低	中诚信国际
	2015-09-16	CC	-	维持	中诚信国际
	2015-06-29	CC	-	维持	中诚信国际
	2015-05-06	CC	-	维持	中诚信国际
	2015-02-05	CC	-	维持	中诚信国际
	2014-11-05	CC	-	调低	中诚信国际
	2014-10-16	B	-	调低	中诚信国际
	2014-09-03	BB	-	维持	中诚信国际
	2014-08-15	BB	-	维持	中诚信国际
	2014-07-24	BB	-	调低	中诚信国际
	2014-04-04	A+	负面	调低	中诚信国际
	2013-12-26	AA-	稳定	调低	中诚信国际
	2013-01-31	AA	稳定	调低	中诚信国际
	2012-07-12	AA+	稳定	维持	中诚信国际
	2012-05-30	AA+	稳定	维持	中诚信国际
	2011-09-05	AA+	稳定	维持	中诚信国际
	2011-06-29	AA+	稳定	维持	中诚信国际
	2010-07-30	AA+	稳定	调高	中诚信国际
	2009-07-09	AA	稳定	维持	中诚信国际
	2008-06-23	AA	稳定	首次	中诚信国际

发行人	日期	主体级别	级别展望	调整方向	评级机构
二重集团	2015-09-23	C	-	调低	中诚信国际
	2015-09-16	CC	-	调低	中诚信国际
	2015-07-27	CCC	-	维持	中诚信国际
	2015-05-06	CCC	-	调低	中诚信国际
	2015-02-05	B-	-	维持	中诚信国际
	2014-11-05	B-	-	调低	中诚信国际
	2014-10-16	BB-	-	调低	中诚信国际
	2014-09-03	BBB	-	维持	中诚信国际
	2014-08-15	BBB	-	维持	中诚信国际
	2014-07-24	BBB	-	调低	中诚信国际
	2014-04-04	AA-	负面	调低	中诚信国际
	2013-07-31	AA+	稳定	维持	中诚信国际
	2013-02-04	AA+	稳定	维持	中诚信国际
	2012-06-19	AA+	稳定	首次	中诚信国际
广西有色	2015-06-08	BB	负面	调低	大公国际
	2015-06-04	AA-	负面	调低	大公国际
	2014-07-29	AA	负面	维持	大公国际
	2013-07-26	AA	负面	维持	大公国际
	2012-06-25	AA	稳定	维持	大公国际
	2012-02-16	AA	稳定	维持	大公国际
	2011-08-01	AA	稳定	调高	大公国际
	2010-12-01	AA-	稳定	维持	大公国际
	2010-10-20	AA-	稳定	维持	大公国际
	2010-05-26	AA-	稳定	维持	大公国际
	2009-05-22	AA-	稳定	首次	大公国际
珠海中富	2015-05-26	CC	-	调低	中诚信证券
	2015-05-22	BB	-	调低	中诚信证券
	2014-06-25	A+	稳定	调低	中诚信证券
	2014-02-11	AA-	-	维持	中诚信证券
	2013-06-26	AA-	稳定	调低	中诚信证券
	2012-05-20	AA	稳定	首次	中诚信证券

发行人	日期	主体级别	级别展望	调整方向	评级机构
中澳控股	2015-05-11	BB		调低	中诚信国际
	2014-09-03	AA-	稳定	维持	中诚信国际
	2013-10-25	AA-	稳定	首次	中诚信国际
天威集团	2015-09-23	C	-	维持	联合资信
	2015-04-22	C	-	调低	联合资信
	2015-04-17	B	负面	调低	联合资信
	2015-03-25	BB	负面	调低	联合资信
	2014-12-11	BBB	负面	调低	联合资信
	2014-07-17	A	负面	调低	联合资信
	2013-07-26	AA	负面	调低	联合资信
	2012-08-21	AA+	负面	维持	联合资信
	2011-12-29	AA+	稳定	维持	联合资信
	2011-03-28	AA+	稳定	维持	联合资信
	2011-01-05	AA+	稳定	首次	联合资信
中科云网（原湘鄂情）	2015-06-26	CC	稳定	维持	鹏元资信
	2015-04-03	CC	稳定	调低	鹏元资信
	2014-12-29	BB	负面	调低	鹏元资信
	2014-10-08	BBB	负面	调低	鹏元资信
	2014-05-13	A	负面	维持	鹏元资信
	2014-02-12	A	负面	调低	鹏元资信
	2013-06-24	AA-	负面	调低	鹏元资信
	2012-06-27	AA	稳定	维持	鹏元资信
	2011-12-20	AA	稳定	首次	鹏元资信