

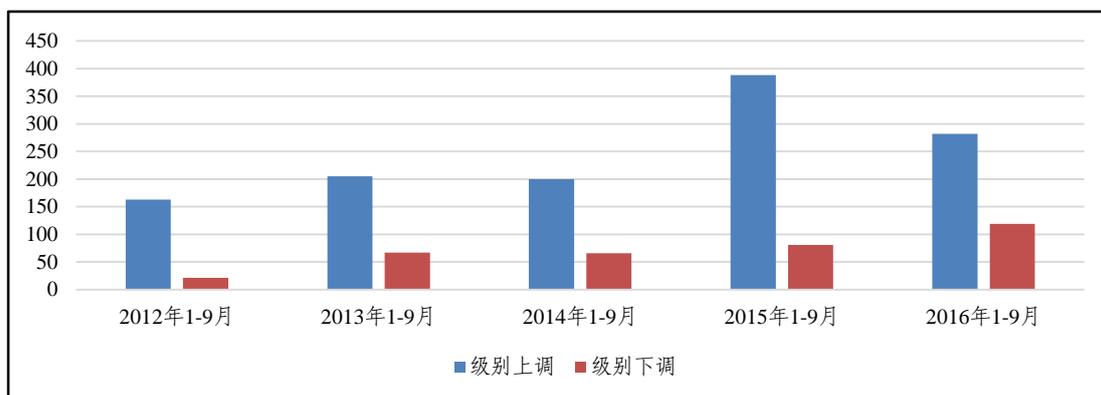
债券市场级别调整及风险事件月度分析报告（2016年9月）

研发部/何金中 武博夫

一、本月级别调整情况

2016年9月，随着跟踪评级进入尾声，债券市场级别调整数量也明显减少。本月共有12家发行人被上调主体信用级别，4家被下调，另外有3家评级展望由稳定调整为负面。从历年级别调整数量看，今年债券市场级别下调发行人数量较往年有明显增加，但仍明显低于级别上调发行人数量。

图表 1. 历年 1-9 月发行人级别调整情况¹



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从级别调整分布看，本月有2家发行人主体级别上调至AAA级，分别为云南省建设投资控股集团有限公司与绿城房地产集团有限公司；3家发行人被下调至A级及以下级别，分别为万正投资集团有限公司、亚邦投资控股集团有限公司与新疆石河子开发区经济建设总公司。

从级别调整行业分布看，本月信用级别调整发行人主要以建筑业、房地产业为主，其中建筑业正面调整4家，负面调整1家；房地产业正面调整3家，负面调整2家。

二、违约事件

¹ 多家评级机构对同一家发行人进行级别调整，仅统计1次；仅限发行人委托评级；含集合发行人与担保公司。

本月共有 3 支债券发生违约，涉及发行主体 2 家。本年初至 9 月末，国内债券市场累计共 24 家发行主体违约，其中 5 家为中小企业集合发行人，19 家为个体发行人，共涉及 42 支债券。

图表 2. 本月债券市场违约事件情况

发行人	本月违约债项	债券类型	违约日期	发行规模 (亿元)	存续债券	备注
东北特殊钢集团有限公司	13 东特钢 PPN002/15 东特钢 CP003	定向工具/短期融资券	2016-9-6/20 16-9-26	3/7	15 东特钢 PPN002、13 东特钢 MTN1、13 东特钢 MTN2	自年初以来连续 9 支债券违约，至今未达成有效解决方案，本月遭交易商协会自律处分
亚邦投资控股集团有限公司	15 亚邦 CP004	短期融资券	2016-9-29	2	无	本年共有 4 支短期融资券到期，其中一期违约后兑付，二期、三期到期按时兑付

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

1. 东北特钢

本月，东北特殊钢集团有限责任公司（简称“东北特钢”）又有 2 支债券未能按期兑付，构成实质性违约，分别为“13 东特钢 PPN002”和“15 东特钢 CP003”。截至本月末，东北特钢共有 9 支债券未能按期兑付本金或利息，违约债券本金高达 57.70 亿元，为目前国内债券市场违约债券支数最多的发行人。

本月 21 日，一份名为“东北特钢债权人委员会会议纪要”的文件在网上流传，该文件显示：“辽宁省政府已确定东北特钢将进入破产程序，预计 9 月底破产重组方案会出台，省政府要求 10 月操作完”，瞬间引起市场一片哗然。因为，在今年 8 月份，东北特钢对债券投资人在“15 东特钢 CP001、CP002、CP003 以及 SCPOO1”第三次持有人会议上提出的“要求东北特钢提起破产诉讼的议案”的回复为不赞同，对于破产的态度可谓一百八十度大转变。根据最新公告，东北特钢拟于 10 月 19 日和 20 日举行“15 东特钢 CP001、CP002、CP003”及“13 东特钢 MTN2”第四次持有人会议，若前述文件属实，那么在第四次持有人会议上或有更加详细信息出现。

从我国现有的债券投资人保护机制看，司法救济制度是投资者最后的维权措施，其中，采取诉讼的方式提出破产申请是最重要，也是最常用的一种。但是，根据我国于 2006 年颁布的《破产法》规定，企业破产需满足不能清偿到期债务并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，才能提出破产申请。截至本月末，东北特钢仍未披露 2015 年审计报告及 2016 年上半年财报，其是否满足向法院提出破产申请的条件暂不得而知，但是，从东北特钢官网于 5 月份发布的

一项遴选评估机构的公告可知，东北特钢对机器设备、房屋、子公司股权的评估工作或早已开展，为破产申请做准备。

根据我国《破产法》规定，破产申请获法院受理后，将有三种方式可供选择，分别为和解、重整和破产清算。从东北特钢第一支债券违约至今，投资人与东北特钢的沟通协调并不算顺畅，且无实质性成果，所以，东北特钢与投资人最终选择和解的可能性相当小。而对于破产清算而言，往往是在和解和重整失败后的最终选择。从特钢产品市场的竞争格局看，东北特钢在特钢产品市场的竞争力仍较强，且在 2016 中国制造业 500 强榜单中位列第 292 名，按照 2015 年底召开的中央经济工作会议对处置和清理“僵尸企业”要“多兼并重组，少破产清算”的思路，东北特钢走向破产清算的可能性亦较小。同时，东北特钢作为上市公司抚顺特钢的实际控制人，若东北特钢最终走向破产清算，其所持有的抚顺特钢股权将被拍卖，势必会对上市公司投资者造成重大影响，这进一步降低了东北特钢走向破产清算的可能性。

作为省级国资委直属的地方国有企业，东北特钢能否顺利进行破产重整与当地政府密切相关，但从前期的表现看，辽宁省国资委是否力推重整可能令投资者有些许担忧。对于投资者而言，破产清算所承受的损失理论上要大于重整，因此重整的顺利进行，应是投资者所希望看到的结果。目前，东北特钢尚处于存续期的债券仍有 3 支，分别为 2 支中票和 1 支定向工具，其中 1 支中票和 1 支定向工具已未能按期付息，后期能否按期兑付本金也面临较大的不确定性。

2. 亚邦集团

图表 3. 亚邦集团主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年前三季度
资产总额[亿元]	84.64	101.42	129.33	141.35
刚性债务[亿元]	52.15	61.31	67.08	74.42
所有者权益[亿元]	20.97	25.39	43.96	48.64
营业收入[亿元]	44.17	50.76	55.33	48.83
净利润[亿元]	2.20	2.68	6.34	6.97
经营性现金净流入量[亿元]	3.62	5.48	8.08	5.90
EBITDA（反推法）[亿元]	0.00	8.62	14.07	—
资产负债率[%]	75.23	74.96	66.01	65.59
权益资本与刚性债务比率[%]	40.21	41.42	65.53	65.36
流动比率[%]	0.80	0.84	1.17	1.08
现金比率[%]	0.30	0.35	0.42	0.41
利息保障倍数[倍]	2.22	2.13	3.56	4.29
净资产收益率[%]	13.93	7.63	11.46	16.98

主要财务数据与指标[合并口径]	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年前三季度
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.06	0.07	0.09	0.06
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.52	2.63	-3.68	1.55
EBITDA/利息支出[倍]	2.22	2.80	4.41	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.00	0.14	0.21	—

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

本月 29 日，亚邦投资控股集团有限公司（简称“亚邦集团”）所发行的短期融资券“15 亚邦 CP004”未能按期足额兑付本息，构成实质性违约，这是亚邦集团年内第 2 支违约的债券。今年 2 月 14 日，亚邦集团所发行的“15 亚邦 CP001”到期违约，但公司于 3 月 10 日足额兑付了该债券的本息。在“15 亚邦 CP004”违约前，亚邦集团分别于 4 月 18 日、9 月 12 日按时足额完成了“15 亚邦 CP002”及“15 亚邦 CP003”的兑付。目前，公司已无存续债券。

亚邦集团首支债券违约的直接触发因素是公司实际控制人许小初应相关部门要求接受协助调查。根据公司公告，许小初本人并不参与公司日常经营活动，并且在 1 月 28 日已恢复正常工作，但该事件仍然导致部分银行抽贷、压贷，公司融资渠道受阻，造成公司资金链紧张。

在年初首支债券发生违约前，亚邦集团仍然保持较为良好的经营状况。公司近年来营业收入保持平稳增长，2012~2014 年及 2015 年前三季度营业收入分别为 44.13 亿元、50.74 亿元、55.32 亿元和 48.83 亿元，同期综合毛利率上升明显，分别为 19.87%、24.59%、34.42%和 34.11%。亚邦集团业务范围以染料、医药与物流等板块为主，从各板块毛利率来看，2015 年前三季度染料业务与医药业务盈利能力最强，毛利率分别为 53.53%与 42.61%，物流业务仅为 8.36%。染料业务是公司最大的业务板块，其经营主体为上市子公司江苏亚邦染料股份有限公司（简称“亚邦股份”），2015 年前三季度，公司染料板块营业收入占公司全部营业收入的 37.78%，相比之下，物流业务和医药业务占比分别为 25.91%和 10.95%。

在经营状况整体保持良好的情况下，亚邦集团信用风险主要来自于不合理的债务结构。从债务期限结构来看，公司债务集中于短期，且短期刚性债务占比呈现逐年递增趋势，这令公司资金链较易受突发因素影响。2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司短期刚性债务分别为 47.12 亿元、51.09 亿元、48.60 亿元和 54.57 亿元，分别占同期全部刚性债务的 51.74%、61.08%、67.05%和 73.58%。

除期限结构外，亚邦集团的债务结构问题也体现在公司组织结构上。亚邦集团各业务板块下放于各子公司，母公司主要扮演集团整体经营战略管理与资本运作的角色。这导致公司货币资金集中于各子公司，而债务负担主要集中于母公司。

截至 2015 年 9 月末，公司合并口径、母公司口径与主要子公司亚邦股份资产负债率分别为 65.69%、76.48% 与 26.53%。

与此同时，自亚邦股份 2014 年上市之后，作为实际控制人，亚邦集团对亚邦股份的股权质押比例长期保持较高水平，在遇到银行抽贷、压贷的情况下，公司缺乏有效的短期融资渠道。自 2015 年初以来，亚邦集团所持有的亚邦股份股权质押比例长期维持在 85% 至 95% 左右，同时受亚邦股份上市 3 年内母公司股份冻结条款及上市公司管理制度影响，作为优质资产的上市子公司难以为母公司提供资金支持。根据亚邦股份披露数据显示，2015 年，亚邦集团对亚邦股份及其附属企业的资金占用以经营性往来为主，并未获得更多的资金支持。考虑到公司非染料业务综合毛利率都较低，在与核心业务板块相互“隔离”的情况下，公司合并口径的财务状况难以有效反映发行人真实的债务偿付能力。

在 15 亚邦 CP001 发生违约之后，亚邦集团表现出较高的偿债意愿，试图通过多种方式筹措债券偿付资金，但短期来看效果有限。4 月 7 日，亚邦集团与浙江龙盛集团股份有限公司（简称“浙江龙盛”）签署《合作备忘录》，浙江龙盛将认购亚邦股份增发股份，以向亚邦集团提供委托贷款，但双方此后未能就《合作备忘录》内容达成一致。此外，亚邦集团亦曾试图以由亚邦股份发行股份购买资产的方式将医药板块与经营状况较好的染料板块合并，但由于涉及的关联交易关系较为复杂，不符合证监会在上市公司重大资产重组中关于同业竞争的相关规定而宣告终止。

整体来讲，亚邦集团违约事件凸显了民营企业实际控制人风险对企业经营运作与外部融资环境的影响，同时，不合理的财务结构或许可带来公司运营效率的提升，但其中所隐含的财务风险不容小视。

三、其他关注事件

1. 广西有色

图表 4. 广西有色主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年第一季度
资产总额[亿元]	274.68	320.91	300.19	302.28
刚性债务[亿元]	200.29	229.82	210.19	211.09
所有者权益[亿元]	32.18	33.65	23.63	19.42
营业收入[亿元]	229.64	259.42	211.36	34.76
净利润[亿元]	-6.22	0.43	-16.39	-4.83
经营性现金净流量[亿元]	-38.82	15.93	0.43	-2.72
EBITDA（反推法）[亿元]	6.16	13.64	4.52	—

主要财务数据与指标[合并口径]	2012年	2013年	2014年	2015年第一季度
资产负债率[%]	88.28	89.51	92.13	93.58
权益资本与刚性债务比率[%]	16.07	14.64	11.24	9.20
流动比率[%]	0.92	0.78	0.66	0.65
现金比率[%]	0.20	0.19	0.16	0.14
利息保障倍数[倍]	0.30	0.93	-0.37	—
净资产收益率[%]	-53.77	-1.80	-397.01	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.16	0.06	0.00	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.57	2.80	2.67	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.72	1.38	0.38	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.06	0.02	—

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

本月 19 日，广西壮族自治区南宁市中级人民法院（简称“南宁中院”）在人民法院公告网刊登破产文书：“因广西有色金属集团有限公司及管理人未能在人民法院裁定重整之日起六个月内提出重整计划草案，也未请求延期，本院于 2016 年 9 月 12 日依照《中华人民共和国企业破产法》第七十九条第三款之规定，裁定终止广西有色金属集团有限公司重整程序并宣告广西有色金属集团有限公司破产”。这意味着广西有色金属集团有限公司（简称“广西有色”）将进入破产清算程序，也将成为国内首例破产清算的银行间债券市场发行人。

广西有色成立于 2008 年 4 月 18 日，注册资本 11.60 亿元，是按照广西壮族自治区“打造千亿元有色金属产业”的要求，在整合广西华锡集团股份有限公司（简称“华锡集团”）、广西有色矿产资源股份有限公司、中国有色桂林矿产地质研究院有限公司、广西斯柳冶化有限责任公司、广西佛子冲铅锌矿、广西矿建集团有限公司等 6 家自治区本级国有或国有控股企业的基础上组建的一家由广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（简称“广西国资委”）100%持股的国有独资企业。广西有色矿产资源优势明显，2013 年，公司位列“广西企业 100 强”第 10 位，并跻身“中国企业 500 强”第 443 位，理应可获得当地政府的大力支持，但最终仍难逃破产清算。

广西有色兑付危机始于 2015 年 6 月，公司发行的 13 亿元中期票据出现兑付不确定性，后因国开行提供资金，兑付危机才得以化解，但随后于当年 11 月到期的 5 亿元定向工具“14 桂有色 PPN003”未能按期兑付，构成实质性违约。2015 年 12 月 18 日，广西有色以不能清偿到期债务、公司资产不足以清偿全债务和依然存在引入第三方进行重整的可能性为由，主动向南宁市中院提出破产申请，同年 12 月 23 日，南宁中院裁定受理了公司的破产申请。

根据我国《破产法》第四十六条规定：“未到期的债权，在破产申请受理时视为到期，附利息的债权自破产申请受理时起停止计息”，这也就意味着广西有色发行的分别于今年2月和4月到期的“13桂有色PPN001”和“13桂有色PPN002”在2015年12月法院裁定受理其破产申请时就已构成实质性违约。

未能获得有效的外部支持是广西有色最终走向破产清算的主要原因之一，具体分析可参见新世纪评级《广西有色破产点评》（2016年9月）。一般情况下，国有企业在经营或融资等方面较民营企业确可获得更多的外部支持，在国内外评级机构的评级方法中，外部支持亦被视为一个重要因素。但从2015年以来发生的违约事件看，虽然在信用风险暴露之后获得外部支持的力度较弱，但民营企业违约后的兑付意愿与最终兑付结果普遍优于国有企业。这或可说明，国有企业与民营企业可获外部支持的差距可能将缩小。尤其是对救助成本较高的国有企业，其债务安全性较以前可能有所降低。

同时，今年5月，人民日报对权威人士的专访中也提到，按照供给侧结构性改革要求，要积极稳妥推进去杠杆，对那些确实无法救的企业，该关闭的就坚决关闭，该破产的要依法破产，不要动辄搞“债转股”，不要搞“拉郎配”式重组，把人员的安置作为处置“僵尸企业”、化解过剩产能的重中之重。所以，现今及以后一段时期，个别甚至部分主要依靠政府各种帮扶救助才能得以存活的国有企业走向破产清算将变得不足为奇。

2. 中钢股份

图表 5. 中钢股份主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2010年	2011年	2012年	2013年
资产总额[亿元]	1004.47	1020.85	978.49	1002.03
刚性债务[亿元]	682.16	714.32	656.90	636.77
所有者权益[亿元]	70.42	15.60	51.10	51.36
营业收入[亿元]	1830.25	1769.20	1331.53	1370.44
净利润[亿元]	-7.28	-39.49	-21.72	1.00
经营性现金净流入量[亿元]	24.14	16.95	76.40	50.91
EBITDA（反推法）[亿元]	21.24	7.24	29.07	45.16
资产负债率[%]	92.99	98.47	94.78	94.87
权益资本与刚性债务比率[%]	10.32	2.18	7.78	8.07
流动比率[%]	1.01	0.94	0.96	0.92
现金比率[%]	0.21	0.24	0.18	0.17
利息保障倍数[倍]	0.77	-0.08	0.55	1.26
净资产收益率[%]	-12.68	-124.40	-95.60	-2.31
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.03	0.02	0.08	0.05

主要财务数据与指标[合并口径]	2010年	2011年	2012年	2013年
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.61	0.41	7.04	5.42
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.01	0.04	0.07

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

“10 中钢债”的发行主体中国中钢股份有限公司（简称“中钢股份”）因在 2015 年 10 月 20 日未能按期付息，且到目前为止已连续 18 次推迟回售登记，早已构成实质性违约。“10 中钢债”由中钢股份的母公司中国中钢集团公司（简称“中钢集团”，持有中钢股份 99% 股权）提供不可撤销连带责任保证担保，根据我国《担保法》规定，“10 中钢债”违约后，投资人可依法向中钢集团追偿，相当于持有中钢集团的普通债权。由于钢铁行业持续低迷，加上扩张太快和管理不善，中钢集团于 2014 年 9 月被传出债务逾期，在债务多米诺效应下，逐渐演变成债务危机。在中钢集团自身已陷入债务危机的情况下，其对“10 中钢债”的保证担保效率自然也就基本丧失，致使“10 中钢债”的利息支付及回售迟迟未能落实。

2014 年 12 月，在国务院安排下，由银监会法规部协调召开中钢集团债务协调会议，经债委会核查发现，截至 2014 年 12 月末，中钢集团及所属 72 家子公司债务逾 1000 多亿元，其中金融机构债务近 750 亿元，牵涉境内外 80 多家银行等。自此以后，银行、企业、国资委就各自利益反复博弈，终于在 2016 年初敲定以债转股为主的债务重组方案，但直至近期才真正即将尘埃落定。本月 27 日，由中钢集团实际控制的上市公司中钢国际（代码：000928，中钢集团持股 20.39%，中钢股份持股 35.13%）对外发布公告称：“在国家政府部门的指导、支持下，在各相关方的共同努力下，中钢集团债务重组方案正式获得批准。”历时近 2 年，这份包括债转股在内的债务重组方案获批，意味着，时隔 17 年后，国内新一轮债转股正式破冰启动。

目前，中钢集团尚未公布具体的债转股方案，而依据媒体公开报道，中钢集团的债转股方案主要是将部分金融债务转为可转债。经审计，金融机构的债务规模在 600 亿元左右，其中留债规模和转股（可转债）规模大约各占一半。可转债部分是 6 年期的可转债，共 270 亿元，前 3 年锁定，从第 4 年开始，逐年按 3:3:4 的比例转股。留债部分利息下降至 3%。各家银行留债的比例根据贷款资产情况，比如抵押物覆盖情况，如果贷款对象为中钢集团的子公司则还要考虑子公司未来的现金流情况等。

对于“10 中钢债”的处置，目前尚未有相关消息，但从已有情况看，对“10 中钢债”转股的可能性较低。“10 中钢债”属于公募债，涉及投资者较多，如果

对其实施债转股，那么协调处置过程比较复杂，且债券存续规模不大，仅 20 亿元，出于成本以及自身形象考虑，中钢集团对于债券转股的意愿应该不强。

中钢集团债务重组方案获批或可为未来债转股企业带来示范效应。同时，近期央企发生的信用风险均已解决或者有较大的进展，如中煤华昱债券违约后兑付、铁物资债券兑付、中钢债转股获批，反映出在经济下行压力下及债务风险持续暴露过程中，国资委对于央企的支持力度仍较大。

附录：9月级别调整情况明细

附录1：9月级别下调情况

发行人	评级机构	调整日期	信用级别	展望	原级别	原展望	行业
万正投资集团有限公司	鹏元	2016-09-26	BB+	负面	BBB	负面	综合
柳州市产业投资有限公司	东方金诚	2016-09-27	AA-	负面	AA	稳定	综合
亚邦投资控股集团有限公司	大公	2016-09-29	C	—	CC	负面	综合
新疆石河子开发区经济建设总公司	大公	2016-09-30	A	负面	A+	负面	水利、环境和公共设施管理业

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附录2：9月展望下调情况

发行人	评级机构	调整日期	信用级别	展望	原展望	行业
龙信建设集团有限公司	大公	2016-09-23	AA	负面	稳定	建筑业
凤城市现代产业园区开发建设投资有限公司	中诚信国际	2016-09-26	AA	负面	稳定	房地产
沈阳南湖科技开发集团公司	中诚信国际	2016-09-27	AA	负面	稳定	房地产

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附录3：9月级别上调情况

发行人	评级机构	调整日期	信用级别	展望	原级别	原展望	行业
上饶市城市建设投资开发集团有限公司	鹏元	2016-09-02	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
阜新银行股份有限公司	新世纪	2016-09-05	AA	—	AA-	稳定	金融业
山东公用控股有限公司	鹏元	2016-09-08	AA	稳定	AA-	稳定	水利、环境和公共设施管理业
云南省建设投资控股集团有限公司	联合资信	2016-09-12	AAA	稳定	AA+	稳定	建筑业
瑞昌市投资有限责任公司	鹏元	2016-09-13	AA	稳定	AA-	稳定	建筑业
云南红塔银行股份有限公司	新世纪	2016-09-18	AA	稳定	AA-	—	金融业
绿城房地产集团有限公司	中诚信证券	2016-09-21	AAA	稳定	AA+	稳定	房地产业
上海永业企业(集团)有限公司	鹏元	2016-09-21	AA+	稳定	AA	稳定	房地产业
浙江平湖农村商业银行股份有限公司	东方金诚	2016-09-21	AA-	稳定	A+	—	金融业
鹰潭市龙岗资产运营有限公司	鹏元	2016-09-22	AA	稳定	AA-	稳定	房地产业
晋中经济开发区农村信用合作联社	中诚信国际	2016-09-23	A+	稳定	A	—	金融业
湖州市南浔区国有资产投资控股有限责任公司	鹏元	2016-09-27	AA	稳定	AA-	稳定	建筑业

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理