

# 债券市场级别调整及风险事件月度分析报告（2016年10月）

研发部/何金中 武博夫

## 一、本月级别调整情况

2016年10月，债券市场级别调整数量呈现季节性下降，本月共有8家发行人级别被上调，2家展望上调至正面或稳定；1家级别下调，2家展望调整负面。

本月级别上调发行人中，非金融企业共6家。根据各评级机构所出示的级别调整理由，其中有2家上调原因可归结为地方公共财政预算收入增长或财政实力提升，另外4家均在近期有增资扩股、补充资本金的行为。此外，苏州电器科学研究院有限公司在非公开增发后资本实力有明显增强，同时由于前三季度经营业绩改善幅度较大，其级别展望由负面调整为稳定。

在负面级别调整中，本月级别下调企业共1家，为本月发生违约的武汉国裕物流产业集团有限公司；展望调整负面的两家公司分别为唐山冀东物贸有限责任公司与太原重型机械集团有限公司。其中，冀东物贸因商贸业务与专用车改造业务影响，公司收入大幅下滑，同时公司房地产业务面临较大资金压力与存货周转压力；太原重机主要是考虑到受行业景气度低迷的影响，公司虽在行业内知名度较高，获得政府支持的力度较大，但由于2016年上半年亏损严重，对公司所有者权益侵蚀较为明显，同时债务负担加重，公司整体偿债压力增加。

## 二、违约事件

本月共有“15国裕物流 CP002”1支债券发生违约，这也是国裕物流本年内第二支违约债券。本年初至10月末，除中小企业集合发行人外，国内债券市场累计共22家发行主体违约，共涉及43支债券。

图表 1. 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
武汉国裕物流产业集团有限公司	15国裕物流 CP002	短期融资券	2016/10/28	2	—	民营企业，年内第2次违约，公司主业仍处于停滞状态

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 国裕物流

图表 2. 国裕物流主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年上半年
资产总额[亿元]	85.14	84.32	47.09	39.85
刚性债务[亿元]	51.93	48.02	41.49	37.81
所有者权益[亿元]	29.90	32.49	-7.31	-8.23
营业收入[亿元]	19.28	24.73	12.91	2.31
净利润[亿元]	1.78	2.58	-39.77	-0.90
经营性现金净流入量[亿元]	0.52	0.92	-4.28	-0.50
EBITDA（反推法）[亿元]	4.65	4.82	-36.10	-
资产负债率[%]	64.88	61.47	115.52	120.65
权益资本与刚性债务比率[%]	57.59	67.66	-17.62	-21.77
流动比率[%]	1.03	1.03	0.27	0.12
现金比率[%]	0.59	0.53	0.13	0.03
利息保障倍数[倍]	3.30	10.62	-19.92	-0.41
净资产收益率[%]	6.03	8.34	-338.96	0.00
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.01	0.02	-0.08	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.81	1.21	-7.93	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.22	14.96	-19.39	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.10	-0.87	-

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

本月 28 日，武汉国裕物流产业集团有限公司（简称“国裕物流”）所发行的短期融资券“15 国裕物流 CP002”未能按期兑付，构成实质性违约。8 月 8 日，该公司所发行的 2015 年第一期短期融资券已发生违约，2 支债券累计违约金额 6.42 亿元。自 2015 年第四季度以来，国裕物流因行业不景气，经营状况急剧恶化，资金链断裂，主业造船业务处于停工状态，已基本丧失外部融资能力。

国裕物流主营业务以船舶制造与航运为主，上述两大业务板块经营主体分别为子公司扬州国裕船舶制造有限公司（简称“扬州国裕”）与武汉江裕海运发展有限公司（简称“江裕海运”，主要经营国内航运）、国裕集团（香港）控股有限公司（简称“国裕香港”，主要经营国际航运）。2015 年，公司船舶制造业务收入规模断崖式下降，由 2014 年的 17.30 亿元下降至 3.46 亿元，同时占营业收入的比重由 69.96% 下降至 26.79%。

就船舶制造业务而言，由于近年来船舶制造行业需求低迷，扬州国裕产能利用率保持低位徘徊，近三年仅保持在 25% 左右。2014 年，公司所获得新订单数量明显减少，2015 年无新增订单，同时主要客户在 2015 年 11 月以及 2016 年 3 月连续撤单，这造成扬州国裕业务规模急剧下降。由于船舶制造行业景气度低迷，

以及公司面临银行信贷收紧的影响，公司现金流入大幅减少，自有资金不足以保证继续生产，最终资金链断裂导致船舶制造业务陷入停滞，公司丧失自身造血能力。截至目前，公司船舶制造业务仍处于停工状态。

9月30日，国裕物流披露了2015年度与2016年第一季度、上半年的财务报表。大信会计师事务所（特殊普通合伙人）对公司2015年财务报表进行了审计，并出具无法表示意见的审计报告。上述意见主要是基于公司当期计提重大资产减值金额是否恰当无法判断、大额函证未回函等因素，此外由于公司已陷入资不抵债，当期净资产为-7.3亿元，其持续经营能力存在重大不确定性。

2015年第四季度以来，公司财务状况急剧恶化。从盈利状况来看，由于船舶制造业务陷入停滞，2015年公司营业收入由2014年的24.73亿元骤减至12.91亿元，其中船舶制造业务收入规模由17.27亿元大幅下降至3.46亿元。2016年上半年，公司营业收入为2.31亿元，主要来自航运业务。2015年，公司净利润亏损39.77亿元，综合毛利率-0.85%。由于公司对固定资产与存货分别计提资产减值损失10.77亿元与23.89亿元，导致当年度巨额亏损。对此，大信会计师事务所表示由于无法获取充分、适当的审计证据，难以判断上述减值损失金额是否充分和恰当。从期间费用的角度，由于债务负担加剧，2015年公司财务费用较上年大幅增加347.09个百分点，达1.99亿元，其中利息支出达2.04亿元，进一步削弱了公司的盈利能力。2016年上半年公司财务费用为0.65亿元，较去年同期增加221.78%。

从现金流来看，由于船舶制造业务停滞，国裕物流2015年经营活动产生的现金流量较上一年由净流入0.92亿元转为净流出4.28亿元。公司2015年销售商品、提供劳务收到的现金为10.75亿元，较前三季度反而减少13.42亿元，可能是由于四季度发生大规模撤单造成公司退还预付款项或公司季度财务报表编制口径与审计报告不符等原因导致，这同时也反应出公司财务管理上的混乱以及经营信息披露不及时、缺乏透明性的问题。公司在产能利用率长期低迷的状态下，已基本上无投资性现金流活动。由于公司外部融资环境恶化，筹资活动产生的现金净流出10.52亿元。事实上，公司多次更改所发行短期融资券募集资金用途亦一定程度上反应出公司外部筹资能力下降。

从资产负债表的角度，由于公司在2015年大幅计提资产减值，造成公司资产规模急剧下降，截至2015年末，公司资产负债率达115.52%，较2015年9月末大幅上升58.12个百分点，已处于资不抵债状态。2015年末，公司货币资金余额4.13亿元，其中可动用货币资金仅0.94亿元，现金严重匮乏。公司大量资产已用于抵押。截至2015年末，公司受限资产共24.47亿元，约占公司总资产的51.96%

其中作为长短期借款抵押的固定资产与无形资产分别为 20.02 亿元与 1.26 亿元，作为票据及信用证保证金的货币资金共计 3.18 亿元。根据公司公告，截至 10 月 18 日，公司及子公司对外抵质押资产总额由 4 月 18 日的 38.90 亿元增加至 53.02 亿元，其中除房产外，扬州国裕对外抵质押总额达 15.09 亿元，武汉江裕与香港国裕分别为 14.63 亿元与 1.13 亿美元。另外公司所持有的相对优质子公司武汉江裕股权 4.84 亿元亦已对外抵押。由于公司抵质押资产总额已超过公司最新披露核算的资产总额，未来资产处置将面临诸多不确定因素。

从负债规模来看，截至 2015 年末，公司流动负债共 32.89 亿元，占负债总额的 60.46%；其中短期刚性债务共 28.42 亿元，占全部刚性债务的 57.03%。根据公司公告显示，除已违约债券外，截至 2016 年 10 月 8 日，公司及下属子公司累计贷款逾期共 1.76 亿元。

目前，鉴于公司已资不抵债，同时剩余资产已悉数抵质押，债券违约后续处置情况仍有诸多不确定因素。公司作为非上市民营企业，同时身处产能过剩行业，未来获得外部支持的可能性较小。如果公司申请破产，考虑到公司目前债务逾期及违约数额较多，同时抵质押关系复杂，公司或将面临较为复杂、持久的诉讼过程。

### 三、其他关注事件

#### 1. 贵州撤函事件

本月 11 号，3 份关于贵州省安顺市、正安县以及遵义市地方财政局要将向金融机构提供的为融资提供支持的“承诺函”、“安排函”撤回，在金融圈瞬间引起较大反响。本次地方政府撤函事件并非首次，早在 2014 年就已发生过类似的事情。

2014 年 12 月 11 日，即“14 天宁债”簿记建档的前一日，常州市天宁区财政局突然发布关于《关于将 2014 年常州天宁建设发展有限公司公司债券纳入政府债务的说明》的更正函，宣布其出具的《关于将 2014 年常州天宁建设发展有限公司公司债券纳入政府债务的说明》声明作废。

2014 年 12 月 15 日，即“14 乌国投债”完成簿记建档的当天晚上，乌鲁木齐财政局发布公告称，根据国务院《关于加强地方政府性债务管理的意见》（简称“43 号文”）精神，决定撤销 2014 年 12 月 10 日印发的《关于将 2014 年乌鲁木齐国有资产投资有限公司公司债券纳入政府专项债务有关事项的通知》（乌财外〔2014〕59 号）。

贵州省地方政府撤函事件反映出财政部严查地方政府违规担保风声再起，但从现有法律法规视角出发，地方政府是否可以担保<sup>1</sup>？地方政府出具的“承诺函”和“安排函”等函件是否等同于担保？是否具有法律效率？这些问题都值得我们思考。

地方政府是否可以担保？细梳我国《担保法》、《预算法》及相关规章制度，地方政府是可以担保，但担保行为有所变化。

在 2014 年新《预算法》和 43 号文之前，地方政府提供的直接担保或者间接担保是被认可的。根据《国务院办公厅关于做好全国政府性债务审计工作的通知（国办发明电[2013]20 号）》，“地方政府负有担保责任的债务”是指因地方政府提供直接或间接担保，当债务人无法偿还债务时，政府负有连带偿债责任的债务，具体包括：政府融资平台公司、经费补助事业单位、公用事业单位和其他单位举借，确定以债务单位事业收入（含学费、住宿费等教育收费收入）、经营收入（含车辆通行费收入）等非财政资金偿还，且地方政府提供直接或间接担保的债务；地方政府举借，以非财政资金偿还的债务，视同政府担保债务。

2014 年新《预算法》规定：地方政府依法担保范围仅限经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷的担保行为，除法律另有规定外，地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保。43 号文规定：地方政府新发生或有债务，要严格限定在依法担保的范围内，并根据担保合同依法承担相关责任。所以，自 2014 年新《预算法》实施及 43 号文之后，地方政府的担保范围仅限于“政府为外债转贷提供担保”。

地方政府出具的“承诺函”和“安排函”等函件是否等同于担保？这应视政府所出函件的具体内容而定。

从目前情况看，地方政府出具的函件大致包含两类，第一类是地方政府给债务进行担保的担保函，第二类是所谓的财政付款纳入预算的承诺函。针对第一类而言，明显与前述法律法规相冲突，对第二种而言，关键看承诺函内容的合法合规性。目前，多数财政承诺函的内容主要是“根据 XX 人大常委会 XX 号决议，承诺将上述融资本息（回购资金）纳入相应年度（或中长期）财政预算予以安排”。首先，“安排”是一种行为，承诺的内容是在相应年度的财政预算中进行安排的一种行为，尽管性质上具有融资增信的作用，但并不是担保法上的保证；其次，按照《担保法》中对“保证”的定义，保证是“当债务人不履行债务时，保证人

---

<sup>1</sup> 在本文中特指保证担保，下同。

按照约定履行债务或者承担责任的行为”，而政府出具的《承诺函》对应的融资行为，很多时候没有要求融资主体（地方政府平台公司、城投公司）先用现金流还款，不还款（不履行债务）才由财政支持，而是直接由财政支出作为还款来源，因此与《担保法》上的保证内容不同；再次，对于没有现金流的市政工程项目，很多情况下还款来源就是政府的财政支出，承诺函安排的还款资金对金融机构来说是第一还款来源（现金流），而不是第二还款来源（区别于保证作为第二还款来源）。

因此，承诺函的内容如果是“本息还款安排”的行为承诺，且是融资还款的现金流，不符合担保法对保证的定义，就不是担保，性质不是担保函。当然，如果承诺函的内容是“若城投公司无法偿还本息金额，政府财政按照承诺函履行担保责任”这样的表述，那么就是法律意义上的保证，但这与现行法律冲突，保证行为无效。

承诺函是否具有法律效率？需看是否经人大批准。

我国宪法规定：“人大是权力机关，人大常委会是人大常设机构，政府是执行机关，是行政机关。政府的行政行为应有人大法律规定或授权（有时是通过法律授予政府制定行政法规、部门规章）”；《预算法》第 35 条规定：“经人民代表大会批准的预算，非经法定程序，不得调整，各级政府、各部门、各单位的支出必须以经批准的预算为依据，未列入预算的不得支出。”也即，预算支出，需要经人大批准；而预算安排的承诺，如果把它看成一种政府关于预算支出的对外承诺（承诺具有合同的法律效力），也应经人大批准，没有人大或人大常委会出具“人大（常委会）决议”支持的承诺函，本身并不具有法律效力。

通过前述分析可知，目前，我国地方政府除可对外债转贷提供担保外，不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保；地方政府给予的将融资本息（回购资金）纳入相应年度（或中长期）财政预算予以安排的承诺并不属于担保，且承诺函的法律效率视是否通过人大批准而定。因此，本次贵州省地方财政局所撤函件应该是具有担保性质的函件，对预算安排类的承诺函应该没有太大影响。

## 2. 银行债权转股权

本月 10 日，国务院在发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》时，同时以附件形式对外发布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（简称“《指导意见》”），对银行债权转股权在实际操作层面给出了明确指导，这也是时隔 17 年后，首份关于债转股的官方文件。

从债权范围来看,《指导意见》明确划定了债转股的范畴以“银行对企业发放贷款形成的债权”为主,其他债权适当考虑,这就意味着债券类债权暂时被排除在外。此外,根据发布会透露的信息,贷款的性质并不局限于“不良贷款”,“正常贷款”也可以纳入债转股的范畴,云南锡业随后发布的债转股方案也印证了这一点。

从企业来看,《指导意见》从鼓励和禁止两个角度界定了债转股适用企业。其中,鼓励面向发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业开展市场化债转股,包括:因行业周期性波动导致困难但仍有希望逆转的企业;因高负债而财务负担过重的成长型企业,特别是战略性新兴产业领域的成长型企业;高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业。禁止将下列情形的企业作为市场化债转股对象:扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”;有恶意逃废债行为的企业;债权债务关系复杂且不明晰的企业;有可能助长过剩产能扩张和增加库存的企业。

从实施方式来看,《指导意见》明确禁止银行直接将债权转为股权,银行将债权转为股权,应通过向实施机构转让债权,由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现。实施机构包括金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司及银行现有或设立的符合条件的机构等。可以看出,本轮债转股的实施机构较上世纪 90 年代明显多元化。

从退出方式来看,《指导意见》鼓励采取多种市场化方式实现股权退出。债转股企业为上市公司的,债转股股权可以依法转让退出,转让时应遵守限售期等证券监管规定。债转股企业为非上市公司的,鼓励利用并购、全国中小企业股份转让系统挂牌、区域性股权市场交易、证券交易所上市等渠道实现转让退出。

在《指导意见》发布后不久,武钢集团、云南锡业和中国一重陆续披露了其债转股方案。从这三家企业的债转股方案来看,实施机构均非四大资产管理公司,且三家公司均为负债率高、大型国企和处于强周期行业,更重要的一点是三家均拥有 A 股上市主体。通常而言,最初几个案例总是具有很强的示范性,因此这三家企业的共性,或已暗示了本轮市场化债转股的发展方向。

从根本上来讲,债转股是“降杠杆”的一部分,但在具体操作上,可能仍需要相关政策细节的确认,例如,如何确认债权债务关系的剥离(涉及对银行资本占用的影响),对债转股相关参与方是否会有政策支持与安排等来激励银行或者实施机构接受债转股,从而使参与各方均能受益,同时达到“降杠杆”的目标。

### 3. 超日债债权人虚假陈述索赔一审胜诉

本月 24 日，江苏省南京市中级人民法院一审判决，“11 超日债”债务人协鑫集成科技股份有限公司(简称“协鑫集成”)向该公司债投资者赔偿损失，金额自几千元至几十万元不等。南京中院一审判决显示，协鑫集成前身上海超日太阳能科技股份有限公司（简称“超日太阳”）未披露或虚假记载的行为属于可能对上市公司股票交易价格产生较大影响信息的重大遗漏或虚假记载，应当认定为《虚假陈述若干规定》第十七条规定的证券市场虚假陈述；同时，对于超日太阳虚假陈述行为产生的债权，南京中院判决表示，虽然中国证监会对涉诉证券虚假陈述行为的行政处罚决定于 2015 年 5 月在超日太阳破产程序终结后才作出，但该时间点仅是对涉诉虚假陈述违法行为的行政确认和处罚，并不是涉诉虚假陈述侵权之债的发生时间，因此，投资人因超日公司虚假陈述行为产生的债权符合破产债权的特征，应当属于破产债权。

“11 超日债”为我国公募债券市场首支违约债券，发行人超日太阳于 2010 年 11 月在深圳证券交易所上市，并于 2012 年发行“11 超日债”，同时鹏元给予超日太阳主体信用等级 AA 级。2013 年 1 月 23 日超日太阳发布公告称，公司于 1 月 22 日收到中国证监会上海稽查局《调查通知书》，因公司涉嫌未按规定披露信息，决定对公司立案调查。2014 年 3 月 4 日，“11 超日债”无法按时支付利息，构成实质违约。此后，经江苏协鑫能源有限公司牵头进行重整，于 2015 年 3 月 9 日更名为协鑫集成并变更工商注册信息。2015 年 12 月 22 日，协鑫集成全额兑付了“11 超日债”本息。

此次“11 超日债”投资人诉协鑫集成案主要是基于证监会对超日太阳处罚决议中所指出的若干项公司信息披露与财务处理问题，包括未披露在海外收购光伏电站项目、未按规定披露超日卢森堡向国家开发银行贷款过程中相关股权质押情况、未及时披露公司与境外合作方签订的《电站公司管理协议》、虚假确认上海佳途销售收入 1.63 亿元、提前确认天华新能源销售收入 2.39 亿元、未及时公告对已售太阳能组件调减价格的情况等。对于判决结果，协鑫集成表示不服从判决并上诉。协鑫集成辩称，证券虚假陈述之债属于破产重整债权，应当在破产债权申报期内进行申报，并按照破产债权进行处置。破产重整后，不应对破产重整前发生的债务承担清偿责任，但被一审驳回。

作为我国债券市场首个违约案例的余波，此次诉讼具有很强的象征意义。该判决标志着公司债投资者索赔案在国内出现了首次胜诉判决先例，意味着司法认定公司债属于“证券”范畴，如果因公司债发行人虚假陈述误导公司债投资者，也可以通过司法途径起诉获得赔偿。



## 附录：10月级别调整情况明细

### 附录1：10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
浙江省新昌县投资发展有限公司	鹏元	2016-10-09	AA	稳定	AA-	稳定	综合
福建漳州发展股份有限公司	联合资信	2016-10-13	AA-	稳定	A+	稳定	批发和零售业
江苏启东农村商业银行股份有限公司	大公	2016-10-13	AA	稳定	AA-	—	金融业
上海金桥出口加工区开发股份有限公司	新世纪	2016-10-19	AAA	稳定	AA+	稳定	房地产业
华映科技(集团)股份有限公司	中诚信国际	2016-10-21	AA	稳定	AA-	稳定	制造业
皖江金融租赁股份有限公司	联合资信	2016-10-26	AA+	稳定	AA	稳定	金融业
浙江安吉农村商业银行股份有限公司	新世纪	2016-10-27	AA-	稳定	A+	—	金融业
康得新复合材料集团股份有限公司	联合信用	2016-10-28	AA+	—	AA	稳定	制造业

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 附录2：10月展望上调情况

发行人	评级机构	调整日期	信用级别	展望	原展望	行业
金茂投资管理(上海)有限公司	中诚信证券	2016-10-20	AA+	正面	稳定	房地产
苏州电器科学研究院股份有限公司	新世纪	2016-10-25	AA-	稳定	负面	科学研究和技术服务

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 附录3：10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
武汉国裕物流产业集团有限公司	大公	2016-10-31	C	负面	CC	负面	制造业

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 附录4：10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
唐山市冀东物贸集团有限责任公司	鹏元	2016-10-10	AA-	负面	稳定	综合
太原重型机械集团有限公司	联合资信	2016-10-21	AA	负面	稳定	制造业

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理