

# 债券市场级别调整及风险事件月度分析报告（2016年11月）

研发部/何金中 武博夫

## 一、11月级别调整情况

2016年11月，债券市场级别调整数量较少，且以级别上调为主。11月共有8家发行人主体信用级别被上调，2家被下调（其中一家于月内发生违约），此外，有2家发行人级别展望由稳定调整至负面。

在级别上调的发行人中，除3家金融机构外皆为城投企业，且以区县级城投为主。其中，除淮安交投为地市级城投企业外，老河口城投、昭山经投、余姚城建与萍乡昌盛城投皆为区县级城投企业。从级别调整理由看，前述5家城投企业中除萍乡昌盛城投外，评级观点中均将区域经济与财力增长作为主要调整理由，淮安交投与萍乡昌盛城投在跟踪期内获得当地国资委资产注入也是支撑级别上调的主要因素。

在级别下调的发行人中，中国城市建设控股集团有限公司由于子公司所发行的点心债违约以及自身所发行中期票据未能按期付息，月内被联合资信连续两次下调主体信用级别；沈阳机床（集团）有限责任公司由于盈利能力下降，债务水平居高不下，存在债券集中兑付风险，同时下属上市公司股权质押比例较高，且面临退市风险警告，主体信用级别被中诚信国际由AA级下调至AA-级。2家级别展望调整负面的发行人分别为贵阳农村商业银行股份有限公司与廊坊开发区建设发展有限公司，前者主要因为贷款质量急剧恶化，后者主要是考虑到重要子公司不再纳入合并报表后公司相关业务规模大幅下降。

## 二、违约事件

11月共有3支债券发生违约，涉及发行主体3家，但截至日前均已足额兑付。本年初至11月末，除中小企业集合发行人外，国内债券市场累计共25家发行主体违约，共涉及46支债券。

图表1. 11月债券市场违约事件情况

发行人	11月违约债项	债券类型	违约日期	发行规模 (亿元)	截至月末存续债券	备注
河北省物流产业集团有限公司	15冀物流 CP002	短期融资券	2016/11/17	1.50	16冀物流 PPN001	由于系统操作原因，未能按时划拨兑付资金，于次日足额兑付
大连机床集团有限责任公司	15机床 CP003	短期融资券	2016/11/21	2.00	16大机床 SCP001 15机床 CP004 16大机床 SCP002	由于技术原因，未能按时划拨兑付资金，于次日足额兑付，但

发行人	11月违约债项	债券类型	违约日期	发行规模 (亿元)	截至月末存续债券	备注
					14 机床 PPN001 16 大机床 SCP003 15 机床 PPN001 15 机床 MTN001 16 大机床 MTN001	资金紧张情况已有所端倪，且存续债券余额规模较大，1年内到期债券余额达25亿元，后期偿债压力较大。
中国城市建设控股集团有限公司	12 中城建 MTN1	中期票据	2016/11/28	10.00	11 中城建 MTN1 14 中城建 PPN002 12 中城建 MTN1 14 中城建 PPN003 12 中城建 MTN2 14 中城建 PPN004 15 中城建 MTN001 16 中城建 MTN001	未按期付息，于11月30日足额付息；本次付息违约为自发行人子公司点心债违约以来的国内首次违约。

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 1. 冀物流

图表 2. 冀物流主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年前三季度
资产总额[亿元]	83.39	132.23	142.26	149.89
刚性债务[亿元]	51.23	92.47	88.97	94.42
所有者权益[亿元]	17.15	18.03	29.42	30.61
营业收入[亿元]	580.31	550.02	550.10	395.54
净利润[亿元]	0.69	0.26	1.03	1.18
经营性现金净流入量[亿元]	2.95	0.32	0.87	0.90
EBITDA（反推法）[亿元]	3.26	3.66	5.15	—
资产负债率[%]	79.43	86.37	79.32	79.58
权益资本与刚性债务比率[%]	33.47	19.49	33.07	32.42
流动比率[%]	1.10	1.04	1.08	1.07
现金比率[%]	0.38	0.39	0.36	0.34
利息保障倍数[倍]	1.93	1.30	1.86	2.01
净资产收益率[%]	1.54	2.11	5.82	4.51
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.04	0.00	0.01	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.11	-0.56	-0.51	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.28	1.61	1.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.03	0.00	—

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

11月17日，“15冀物流 CP002”的发行人河北省物流产业集团有限公司（简称“冀物流”）公告称由于原定于该短券到期前的个别应收款未按期到位，公司出现临时性资金紧张导致未能及时兑付，构成实质性违约。次日，冀物流足额兑付本息，并声称该短券未能按期兑付是因公司系统操作原因所致，与前日所述原

因有所差异。“15冀物流 CP002”的违约是我国债市第二支因技术性因素导致违约的公募债券，此前“14波鸿 CP001”在兑付时亦曾发生类似情况。

冀物流作为一家主营铁矿石等原材料及钢材贸易的纯贸易型企业，贸易模式选择及融资管理对其业务平稳运行至关重要。冀物流的铁矿石等原材料贸易主要采取“以销定购”的模式，赚取利差，相对稳健，面临的主要风险为交易对手的履约风险；冀物流钢材贸易模式为从钢厂采购并主要以市场直销和现货销售为主，通过向上游钢厂供货商预付资金获得返点来降低采购成本，但面临的钢材价格及市场需求波动的风险较大。近年来，冀物流为获得更多的返点，预付款规模持续上升，预付款项余额由2012年末的24.86亿元上升至36.29亿元，而同期收到下游客户的预收款项规模仅为5.00亿元和8.15亿元，这说明冀物流在贸易链中的地位不强，面临的交易对手风险及市场需求风险较大。

冀物流的贸易地位直接决定了融资及现金管理对其业务平稳运营的重要性。在宏观经济持续疲弱的大背景下，其面临的交易对手风险及市场需求风险更加容易成为现实，例如公告中提到的个别应收款未按期到位。同时，因个别应收款未按期到位就致使公司出现资金紧张局面，这或可说明冀物流在融资及现金管理方面存在一定问题。

本次违约虽于次日全额兑付，但对冀物流的经营及外部融资环境影响有待观察。同时，随着因技术性因素致使违约的案例增多，债市相关参与方都应加强对发行人管理制度及执行情况的重视。

## 2. 大连机床

图表 3. 大连机床主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年前三季度
资产总额[亿元]	183.28	200.58	236.20	234.68
刚性债务[亿元]	122.23	129.97	166.03	165.25
所有者权益[亿元]	40.88	45.38	51.73	53.81
营业收入[亿元]	168.13	165.15	160.98	93.35
净利润[亿元]	5.66	5.19	6.35	2.08
经营性现金净流量[亿元]	3.62	5.44	-1.80	2.25
EBITDA（反推法）[亿元]	17.46	16.70	16.93	—
资产负债率[%]	77.70	77.37	78.10	77.07
权益资本与刚性债务比率[%]	33.44	34.92	31.16	32.56
流动比率[%]	1.26	1.25	1.45	1.47
现金比率[%]	0.24	0.24	0.28	0.25
利息保障倍数[倍]	1.88	1.82	2.09	1.48
净资产收益率[%]	21.37	13.98	11.96	3.68

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年前三季度
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.03	0.04	-0.01	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.86	3.04	-1.33	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.09	1.91	1.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.13	0.10	—

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

11月21日，“15机床CP003”的发行人大连机床集团有限责任公司（简称“大连机床”）公告称由于技术原因未能按时将足额兑付资金划至托管机构导致短券未能按期兑付，构成实质性违约。无独有偶，这是继冀物流之后，在一周之内第2家因技术性因素导致的违约事件。同样，大连机床于次日足额兑付本息。

大连机床是一家国有参股的主营机床产品生产及销售的民营企业，在国内机床行业处于龙头地位。从行业竞争地位来讲，大连机床在行业中的竞争力相对较强。但近年来，受宏观经济下行影响，机床行业承压运行，大连机床的营收规模也持续小幅回落，2013~2015年及2016年前三季度分别为168.13亿元、165.15亿元、160.98亿元和93.35亿元。

与大连机床的经营成果相比，其现金流状况要悲观得多。2015年，大连机床经营活动产生的现金净流量由以前年度的净流入变为净流出1.80亿元。同时，从筹资活动看，2015年及2016年前三季度，大连机床偿还债务支付的现金分别为90.06亿元和60.65亿元，均大于取得借款收到的现金75.17亿元和57.37亿元，这说明大连机床所面临的外部融资环境已经恶化，其现金流状况较悲观。从相关公告情况看，大连机床下属子公司大连机床（数控）股份有限公司存在14笔银行承兑汇票垫款，合计1.39亿元，垫款日期为11月3日至4日，但截至11月29日，仍为妥善解决，这无疑已经印证大连机床的现金流已陷入紧张状态。

大连机床本次短券的违约是技术因素所致，因快速解决，虽未触发其所发行相关债券交叉违约，但前述银行承兑汇票垫款已触发“16大机床SCP002”的交叉违约条款，该超短券规模5亿元，后期若未能妥善处理，或将引发提前偿付。同时，大连机床发行的于12月12日到期的“16大机床SCP001”已未能按期兑付，已充分证实大连机床现金流陷入紧张状态。另外，“15机床CP004”也将于12月29日到期，本金5亿元，另有本金合计高达10亿元的2支债券将于1年内到期，可见大连机床的后期偿债压力非常较大，存续债券的兑付难言乐观。

### 3. 中城建

图表 4. 中城建主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年前三季度
资产总额[亿元]	654.58	817.26	1,033.33	688.07
刚性债务[亿元]	224.62	355.10	478.16	391.39
所有者权益[亿元]	184.45	180.65	224.94	203.48
营业收入[亿元]	165.96	226.72	246.07	161.10
净利润[亿元]	10.39	14.16	13.66	2.14
经营性现金净流入量[亿元]	-47.48	-20.16	3.13	-59.49
EBITDA（反推法）[亿元]	27.63	30.20	39.69	—
资产负债率[%]	71.82	77.90	78.23	70.43
权益资本与刚性债务比率[%]	82.12	50.87	47.04	51.99
流动比率[%]	1.16	1.35	1.40	1.93
现金比率[%]	0.20	0.16	0.18	0.08
利息保障倍数[倍]	2.24	2.38	1.99	1.30
净资产收益率[%]	2.04	5.83	7.13	-4.50
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.10	-0.03	0.00	-0.12
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.40	-6.64	-3.20	-11.64
EBITDA/利息支出[倍]	0.00	2.48	2.21	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.09	0.08	—

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

在经过连续两次股权变更及子公司点心债违约之后，中国城市建设控股集团有限公司（简称“中城建”）于 11 月在国内债市首次发生违约。11 月 28 日傍晚，中债登公告称，中城建所发行的“12 中城建 MTN1”未能于当日按时付息，构成实质性违约。虽然中城建已于 11 月 30 日完成付息，但考虑到公司未来到期债务规模较大，公司仍面临较大的债务偿付压力。

此前，由于中城建股权变更，公司子公司中国城市建设（国际）有限公司（简称“中城建国际”）所发行点心债已于 4 月 22 日触发提前赎回条款。截至 8 月 10 日，该点心债仍有人民币 15.00 亿元本金尚未偿还，已构成违约。根据中城建国际 11 月 9 日公告称，中城建与中城建国际将出售旗下项目所有权与股权以凑齐偿债资金，但由于相关资产变现周期较长，执行过程中将面临诸多不确定因素。

中城建经营活动虽暂未明显受到偿债危机的影响，但公司财务状况依然不容乐观。从最新披露的 2016 年前三季度报表来看，中城建自 2016 年以来货币资金余额呈现持续下降趋势，3、6、9 月末货币资金余额分别为 56.94 亿元、35.91 亿元和 20.45 亿元，根据 2015 年审计报告推测，其中大部分为受限资金。非流动资产中，投资性房地产由 3 月末的 132.28 亿元下降至 9 月末的 52.12 亿元，可能

是大规模变现出售所致，这在缓解公司债务压力的同时也造成公司资产规模的大幅下降，截至 9 月末，公司资产总额共 688.07 亿元，仅约为 3 月末的四分之三。整体来看，2016 年以来，公司去杠杆过程取得一定效果，2016 年 9 月末资产负债率为 70.43%，较 3 月末下降 8.06 个百分点，但仍处于高位，同时公司资产变现能力存疑。截至 2016 年 9 月末，公司刚性债务余额共 391.39 亿元，其中短期刚性债务 157.42 亿元，仍然面临较大的短期偿债压力。

从盈利能力与现金流情况来看，中城建经营活动虽仍保持运行，但现金流平衡严重依赖外部筹资，在债务压力之下面临较大的资金周转压力。2016 年前三季度，公司营业收入为 161.10 亿元，较去年同期下降 9.74%。前三季度公司毛利率为 18.00%，较去年同期小幅减少 0.29 个百分点。2016 年前三季度，公司经营活动现金流净流出 59.50 亿元，通过经营活动获取现金的能力明显恶化。从筹资活动产生的现金流来看，公司在前三季度虽可以继续保持筹资性现金净流入，但不排除公司在发生利息违约后面临外部融资环境恶化的可能。

从外部支持来看，中城建在本年内第二次更换实际控制人之后，实际控制人的国资背景及其对公司的支持能力、支持意愿依然存疑。目前，公司控股股东为北京中冶投资有限公司（简称“中冶投资”），虽然中冶投资在公司简介中称自己为国资委下属单位，但其可追溯的出资人为社团法人冶金人才资源开发中心，可见中城建可获得的股东支持存疑。

回顾中城建违约始末，点心债的交叉违约或是主要触发因素之一。交叉违约条款的设置，从长期来看可以降低发行人在公司治理、对外投资、资产划转等方面的道德风险，有利于投资者保护，避免投资者因为债券未到期而在求偿时处于次级低位。但从短期来看，容易引发发行人债务的提前集中到期，加大发行人短期集中兑付压力，导致恶性循环并致使违约自我实现。同时，对于同一发行人未设置交叉违约条款的债券而言，其投资者在后续追偿中可能处于相对弱势地位。

12 月 9 日，“11 中城建 MTN1”未能按期足额兑付，中城建能否像处置“12 中城建 MTN1”利息违约一样快速解决“11 中城建 MTN1”本金及利息违约，对市场预期影响非常大，值得关注。截至 12 月 12 日，中城建尚有存续债券 8 支，累计待偿本金余额 121 亿元，其中一年以内到期的债券共 3 支，累计待偿本金余额 45 亿元，后期偿债压力非常大。



## 附录：11 月级别调整情况明细

### 附录 1：11 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
国金证券股份有限公司	新世纪	2016-11-01	AAA	稳定	AA+	稳定	金融业
老河口市建设投资经营有限公司	联合资信	2016-11-01	AA	稳定	AA-	稳定	房地产
湖南昭山经济建设投资有限公司	鹏元	2016-11-03	AA	稳定	AA-	稳定	建筑业
余姚市城市建设投资发展有限公司	大公	2016-11-03	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
浙江桐庐农村商业银行股份有限公司	东方金诚	2016-11-11	A+	—	A	—	金融业
淮安市交通控股有限公司	联合资信	2016-11-14	AA+	稳定	AA	稳定	综合
江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司	鹏元	2016-11-17	AA	稳定	AA-	稳定	房地产
张家口银行股份有限公司	中诚信国际	2016-11-28	AA+	稳定	AA	稳定	金融业

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 附录 2：11 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
中国城市建设控股集团有限公司	联合资信	2016-11-11	A-	负面	A+	负面	建筑业
沈阳机床(集团)有限责任公司	中诚信国际	2016-11-21	AA-	稳定	AA	负面	制造业
中国城市建设控股集团有限公司	联合资信	2016-11-29	C	—	A-	负面	建筑业

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 附录 3：11 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
贵阳农村商业银行股份有限公司	中诚信国际	2016-11-08	AA-	负面	稳定	金融
廊坊开发区建设发展有限公司	鹏元	2016-11-22	AA	负面	稳定	建筑业

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理