

“12 江泉债”回售违约点评

研发部/武博夫 王衡

企业债回售违约，业绩预亏已面临退市风险

3月13日晚间，“12江泉债”主承销商东兴证券发布公告称，发行人华盛江泉集团有限公司（简称“华盛江泉”）截至公告日仅完成债券利息偿付，但未能按期派发回售本金，构成违约。这是继“10中钢债”、“12圣达债”与“11蒙奈伦债”之后债券市场上第4支发生违约的企业债。值得注意的是，上述4支债券均为回售行权时发生违约，或多次延长回售期。

“12江泉债”发行总额8.00亿元，票面利率8.40%，附第五个付息日回售条款，其中在上交所与银行间市场托管规模分别为2.09亿元与5.91亿元。此前，华盛江泉曾在2月24日发布风险提示公告，表示由于公司现金流紧张，“12江泉债”付息及回售行权面临不确定性，但仍于2月28日发布回售公告。3月8日，公司发布回售结果通知，但并未披露该企业债券在银行间市场的回售情况，仅披露了上交所托管债券的回售规模为1.77亿元。此外，根据华盛江泉于1月23日披露的业绩预告，公司2016年度经营业绩将连续第二年出现亏损，根据上交所有关规定公司所发行企业债券面临暂停上市风险。

环保整治压力下，落后产能陷入经营困境

华盛江泉位于山东省临沂市，2016年在临沂市纳税百强企业中名列第7名。公司实际控制人临沂市罗庄镇沈泉庄村委会持股比例为83.33%，公司创始人、自然人王廷江持股比例为16.67%。作为当地龙头企业，华盛江泉业务经营领域较广，业务板块包括钢铁、电热、贸易、肉制品与房地产等，其中钢铁业务所占比例最高。2013~2014年，由于新建产能投入运营，公司钢铁板块营业收入大幅增加，分别为92.51亿元和92.22亿元，分别占当年公司营业收入的70.70%和76.06%。

华盛江泉钢铁业务主要产品包括生铁与铁水、钢坯和管坯等，业务运营主体为子公司临沂江鑫钢铁有限公司（简称“江鑫钢铁”）与临沂华盛江泉管业有限公司（简称“江泉管业”），其中江鑫钢铁为江泉管业的生铁与铁水供应商。2015年，根据临沂市提出对全市钢铁、焦化、水泥、电解铝、平板玻璃等行业进行专项环保整治行动的精神要求，江鑫钢铁于当年3月12日起开始停产整治，江泉管业也随即停产。根据山东省环境保护厅环保备案意见与临沂市政府《临沂市中心城区工业企业“退城进园”实施方案》（临政发【2015】22号文）要求，江鑫钢铁4座高炉中的2座于当年淘汰拆除，另外2座虽然在2015年9月起已恢复生产，

但在 2020 年之前需完成退城进园搬迁。

在环保停产压力下，华盛江泉钢铁板块产能利用受到极大限制，从而造成 2015 年以来钢铁板块营业收入大幅下降。2015 年公司实现生铁与铁水、钢坯和管坯产量分别为 112.04 万吨、37.76 万吨和 46.48 万吨，同比分别下降 69.24%、86.39% 和 82.63%；全年钢铁板块实现营业收入 19.09 亿元，较上年同期下降 79.30%。伴随钢铁板块业务收缩，公司于 2015 年末将钢铁板块、热电板块子公司江鑫钢铁、江泉管业与山东华盛江泉热电有限公司（简称“华盛热电”）整体对外出租，租期为 10 年，每年租金合计 1.98 亿元，但根据公开信息，上述子公司账面原有的负债仍将由华盛江泉偿还，同时该租金收入不足以维持公司正常运营和偿还现有债务。2016 年上半年公司净利润亏损 3.50 亿元，归属于母公司所有者的净利润亏损 3.59 亿元。

债务结构被动调整，外部融资环境恶化，流动性压力剧增

从短期刚性债务来看，由于相对低成本的票据融资大幅减少，华盛江泉不得不通过增加短期借款来补充流动性。2015 年末，公司应付票据由年初的 16.80 亿元大幅减少至 0.30 亿元；同时短期借款大幅增加，年末短期借款余额共 30.91 亿元，较年初增加 59.16%；与此同时，公司货币资金急剧下降，由年初的 12.60 亿元减少至年末的 1.48 亿元，对短期债务的覆盖能力极弱。值得注意的是，2015 年末短期借款应付利息高达 1.23 亿元，远超过年初的 9.41 万元，从侧面反映公司不得不承受较高的资金成本。

在 2015 年环保整治停产之后，华盛江泉外部融资渠道急剧收窄，授信枯竭，资金周转面临极大的流动性压力。根据华盛江泉披露的 2016 年半年报，截至 2016 年 6 月末，公司合并口径授信 40.80 亿元，其中未使用授信仅为 815.54 万元；同时公司已有多笔贷款被列入关注或不良贷款，公司本部与子公司已有累计 2.96 亿元的银行借款发生逾期。

在面临流动性压力的同时，华盛江泉优质资产受限，缺乏融资空间。截至 2016 年 6 月末公司资产以固定资产、存货与其他应收款为主，其中固定资产余额 53.25 亿元，以厂房、生产设备为主，已计提大额资产折旧；存货余额为 21.29 亿元，主要为建造合同形成的已完工未结算资产与房地产开发成本；其他应收款余额为 16.90 亿元，应收对象主要为公司关联方。截至 2016 年 6 月末公司受限资产账面价值合计 27.30 亿元，其中生产设备抵押 8.00 亿元，子公司股权质押 2.60 亿元，土地使用权与房产抵押 16.70 亿元。2015 年 6 月 11 日，华盛江泉将所持有的下属上市子公司山东江泉实业股份有限公司（简称“江泉实业”）全部股份进行转让，处置收益合计 7.48 亿元，但该笔收益不足以完全覆盖公司资金缺

口。除此之外，公司截至 2016 年 6 月末对外担保金额合计 34.90 亿元，主要是针对上下游企业与主要合作企业的担保，相当于同期公司所有者权益的 131.47%，公司面临较大的或有负债风险。

除此之外，根据公司 2015 年财务报表显示，截至 2015 年末公司对来自关联方的其他应收款与其他非流动性资产余额分别为 16.25 亿元与 4.09 亿元，分别计提资产减值准备 2026.17 万元与 3876.61 万元，但由于无法确认上述减值损失的准确性和合理性，会计师事务所在审计报告出具保留意见。截至 2016 年 6 月末公司资产负债率为 78.32%，如果未来继续大规模计提资产减值准备，不排除资产负债率继续攀升乃至资不抵债的可能性。

偿债意愿存疑，存续债券兑付堪忧

在“12 江泉债”回售违约当日，鹏元将华盛江泉主体信用等级由 BB 级下调至 C 级。虽然公司目前并未披露 2016 年年度财务报表与资产抵质押、涉诉的详细情况，但考虑到公司再融资已陷入困境，存续债券能否按期兑付将依赖于公司外部支持获得情况。在 2015 年临沂市大力推进环保整治的同时，为防范区域信贷风险，临沂市政府成立了金融领导小组并制定了相关风险预警与应急处置方案，但考虑到临沂市地方财力与协调能力有限，未来临沂市政府所能提供的外部支持力度尚存疑。

除“12 江泉债”外，华盛江泉存续企业债券“13 江泉债”由临沂市本地城投企业临沂市经济开发投资公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保，但考虑到鹏元对该企业债仅给予 BB 级的债项评级，同时债券市场已发生过地县级城投企业未履行担保义务的先例，该担保效力或极为有限。

值得注意的是，2015 年 12 月 25 日，公司将钢铁、热电等主要收入业务板块整体出租，但公司未对相应业务的未来收入分配模式等具体信息进行披露，同时也未披露承租人临沂新江泉金属材料科技有限公司（简称“新江泉科技”）的背景信息，只能通过企业信用信息公示系统可以查询到新江泉科技成立于 2015 年 12 月 7 日，公司股东为自然人王文圣、孟涛。考虑到华盛江泉公司治理较为复杂，同时在重大交易事项上信息披露不充分，在公司盈利能力短期内难以取得根本性好转的情况下，公司对所发行债券的偿付能力及意愿具有高度不确定性。