

“15 五洋债”回售违约：小公募公司债首单违约 暴露民营企业再融资风险

研发部/武博夫

8月14日，五洋建设集团股份有限公司（以下简称“五洋建设”）发布公告称，公司无法按时、足额筹措资金用于偿付“15 五洋债”的回售与付息，构成实质性违约；同时，公司另一支公司债券“15 五洋 02”触发交叉违约条款，提前到期并违约。“15 五洋债”违约成为“11 超日债”、“12 湘鄂债”与“12 中富 01”以来第 4 起公募公司债违约事件，同时也是 2015 年“公司债新政”后交易所市场扩容以来，小公募公司债首次发生违约。2016 年 12 月末，五洋建设所发行的非公开发行人公司债券“15 五建债”曾发生违约兑付风险，后在主承销商协调下得以顺利兑付。

“15 五洋债”、“15 五洋 02”发行规模分别为 8 亿元与 5.6 亿元，票面利率分别为 7.48%与 7.80%，分别附带发行后第 2 年、第 3 年回售条款，其中“15 五洋债”回售有效登记数量占发行总额的 99.86%。上述公司债券发行时大公曾给予发行人主体信用级别 AA 级，但在 2017 年 4 月以来多次下调，截至 8 月 14 日“15 五洋债”回售日，五洋建设主体信用级别已降至 CCC 级，8 月 15 日继续下调至 C 级。

一、公司基本情况

五洋建设于 1999 年由浙江五洋建筑集团有限公司改制成立，此后经过多次增资与股权变动，截至目前公司实际控制人陈志樟持股比例为 43.31%。公司主要从事建筑施工业务，占营业收入的 95%以上，承揽项目以大型公共建筑为主，业务范围主要集中于浙江省与上海市。2014 年起公司开始在银行间市场进行直接融资，但发行规模较小，且均为短期债券，2015 年公司债扩容后开始涉足交易所市场。

图表 1：五洋建设债券发行历史

债券简称	债券类型	起息日	发行规模 (亿元)	票面利率 (%)	期限	上市地点
已兑付债券						
14 五洋 CP001	短期融资券	2014-02-24	3.00	8.10	1 年	银行间
14 五洋 PPN001	定向工具	2014-05-29	1.00	8.80	1 年	银行间
14 五洋 PPN002	定向工具	2014-07-18	1.50	8.80	1 年	银行间
15 五洋 CP001	短期融资券	2015-01-29	2.00	7.90	1 年	银行间
15 五洋 PPN001	定向工具	2015-02-17	1.50	7.50	181 天	银行间
15 五洋 PPN002	定向工具	2015-06-29	2.00	8.80	1 年	银行间
15 五建债	小公募公司债	2015-12-29	1.30	8.50	1 年	上交所

债券简称	债券类型	起息日	发行规模 (亿元)	票面利率 (%)	期限	上市地点
未兑付债券						
15 五洋债	小公募公司债	2015-08-14	8.00	7.48	2+1 年	上交所
15 五洋 02	小公募公司债	2015-09-11	5.60	7.80	3+2 年	上交所
16 五洋 01	非公开公司债	2016-04-27	2.50	8.50	2+1 年	深交所

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

二、违规与监管处罚情况

在公司债券上市发行之后，五洋建设由于违规行为曾多次受到监管处罚。**2016 年 4 月 27 日**，由于“15 五洋债”、“15 五洋 02”募集资金使用管理不规范与未决诉讼披露不完整，五洋建设受到上交所通报批评。根据发行条款规定，“15 五洋债”、“15 五洋 02”募集资金用途为偿还公司银行借款与补充营运资金。但在收到募集资金之后，五洋建设曾将其中 10.48 亿元划至浙江国通物资有限公司（简称“国通物资”）过账，此后又将募集资金 3.58 亿元与 4.01 亿元先后划入关联公司五洋控股有限公司（简称“五洋控股”）。

根据五洋建设 2015 年审计报告附注显示，国通物资为公司主要原材料供应商之一；同时根据国家企业信用信息公示系统披露显示，五洋建设与国通物资通信地址相同，虽然从股权结构上两家公司属于非关联方，但不排除存在未披露关联关系或实际控制人构成一致行为的可能。关联公司五洋控股无实质性经营业务，为公司实际控制人陈志樟所控制的另一家企业。在受到监管处罚后，五洋建设公告披露称，上述划至五洋控股款项均已委托代付或划回五洋建设，同时公司已向有关监管部门递交整改报告，但公司并未披露与五洋控股之间更详细的关联交易情况。

除募集资金使用管理不当外，五洋建设还存在未决诉讼等重要信息披露不完整的问题。根据五洋建设 2012~2014 年审计报告披露，子公司沈阳五洲商业广场发展有限公司（简称“沈阳五洲”）未决诉讼金额与公司募集说明书中“发行人资产受限情况及或有事项”所披露的未决诉讼金额存在较大差异。

沈阳五洲于 2012 年纳入公司合并范围，原股东为浙江五洲建设投资集团有限公司（简称“五洲建设”），五洲建设实际控制人陈樟桥与陈志樟为兄弟关系。由于沈阳五洲商业地产项目开发未达预期导致合同纠纷，五洋建设应支付款项共计 2.60 亿元，截至 2016 年 6 月末已支付 1.24 亿元。根据主承销商德邦证券公告披露，五洋建设拟处置所持有的沈阳五洲股权，但截至目前上述处置事宜尚未有实质性进展。

2016年12月，主承销商德邦证券披露，五洋建设已被列入全国法院失信执行人名单，此后公司又陆续多次被列入该名单。公司未履行的法院执行决定主要为工程建设项目往来款项，金额较小。考虑到五洋建设采取“分公司区域化运作模式”，对下属分公司下放生产经营权，法院失信执行或由于分公司管控力度下降导致。2016年12月28日，“15五洋债”、“15五洋02”被上交所停牌。2017年7月6日，“15五洋债”、“15五洋02”复牌后价格发生大幅下跌，当日最高跌幅超过45%。

2017年8月1日，五洋建设被浙江证监局出具警示函；8月10日，由于涉嫌违反证券法律法规，证监会向五洋建设出具《调查通知书》，对五洋建设进行立案调查；同时，证监会亦对五洋建设2016年年报审计机构中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）出具警示函。2014年以来五洋建设连续三年更换审计机构，截至目前仍未披露2016年年报。由于在资金管理与信息披露上暴露出诸多问题，2017年6月在投资者要求下，五洋建设召开债券持有人会议，会议通过提案要求五洋建设明确答复生产经营财务状况与债券偿付安排、提供增信措施等。但根据媒体报道，五洋建设并未就上述提案做出实质性回应。

三、经营情况与财务表现

就已披露的信息而言，五洋建设经营活动未表现出明显恶化迹象，公司发生信用风险或与融资渠道收窄有关。公司拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质，在业内具有一定的竞争优势，每年新承接项目合同金额稳定在150亿元左右，在手订单充裕。但由于建筑施工行业需要施工企业垫付资金，公司应收账款余额占流动资产的比例逐年增加，公司或存在资金占用增加导致流动性紧张的可能。截至2016年9月末五洋建设应收账款余额为46.74亿元，占同期流动资产的67.79%，较2013年末的44.25%有明显增加；2013~2015年与2016年前三季度，公司应收账款周转天数分别为61.98天、68.71天、74.29天与111.94天，回款周期明显延长。

伴随运营效率的下降，五洋建设现金流状况处于紧张状态，融资压力较大。2013~2015年与2016年前三季度，公司经营性现金流净额分别为0.53亿元、2.51亿元、0.54亿元与-3.66亿元，经营性现金流对债务的保障程度呈现下降趋势；同时公司投资性现金流净额规模较小，2013~2015年分别为-1.64亿元、0.13亿元与0.33亿元。公司2013~2015年筹资性现金流净额分别为1.51亿元、-1.06亿元、-0.53亿元与-1.98亿元，其中2015年公司通过发行债券募集资金，但仍未缓解所面临的融资缺口。五洋建设近年来刚性债务规模未发生明显增加，但从结构来看债务集中于短期，债务滚动压力较大。另一方面，

公司 2014 年以来所发行债券期限虽然较短，但资金成本较高，或从侧面反应出公司所面临的融资压力。

从资产质量的角度，五洋建设资产流动性较差，可变现资产大多处于受限状态；同时公司存在较大的或有负债风险。截至 2016 年 9 月末五洋建设资产总额为 93.04 亿元，其中流动资产 68.95 亿元，主要为应收账款与存货；非流动资产中投资性房地产占比在 85% 以上，主要为公司旗下的酒店与商业地产，但均处于抵质押受限状态。此外，公司与浙江省内部分建筑企业存在互保，2015 年已发生担保代偿 2000 万元，截至 2016 年 9 月末公司对外担保余额为 7.2 亿元，其中 1.03 亿元已被列入不良类。

四、结论

总体来看，五洋建设在公司运营基本保持稳定时发生违约，除因为公司合规风险导致债券高比例回售造成短期内现金流紧张外，同时也受到公司外部融资环境恶化的影响。2016 年以来，五洋建设所面临再融资压力有显著上市，其中 2 亿元短期融资券于 2016 年 3 月取消发行；尤其是 2016 年年末以来，伴随市场利率的攀升，公司债市场净融资规模明显收窄，公司 2017 年以来的现金流状况或已加速恶化。在目前公司债券违约、公司接受证监会立案调查的情况下，公司未来经营活动的正常开展将会受到极大影响。

作为 2015 年“公司债新政”后首批小公募公司债发行人，五洋建设违约事件也暴露出部分民营企业经营管理不规范、合规意识淡薄的问题。2017 年下半年至 2018 年，首批小公募公司债陆续进入回售与到期兑付阶段，资信水平较低的民营企业信用风险或有所上升。

附录：五洋建设违约事件发展梗概

时间	事件
2013年6月26日	大公给予五洋建设首次信用评级 AA-级，展望稳定
2015年1月14日	大公将五洋建设信用评级由 AA-级调高至 AA 级，展望稳定
2015年8月~9月	“15 五洋债”、“15 五洋 02” 分别在上交所上市发行
2016年4月27日	由于募集资金专户管理违规、未决诉讼披露不完整，上交所对五洋建设给予通报批评
2016年12月28日	由于未披露被列入全国法院失信被执行人名单，“15 五洋债”、“15 五洋 02” 停牌
2017年4月24日	大公将五洋建设信用评级由 AA 级下调至 AA-级，展望负面
2017年4月26日	五洋建设更换审计机构，并公告称无法按期披露 2016 年年报
2017年6月23日	“15 五洋债”、“15 五洋 02” 持有人会议分别召开，会议通过要求“发行人明确答复公司生产经营情况与债券偿付安排”、“要求发行人、发行人实际控制人、发行人关联公司等为债券提供增信措施”等议案
2017年7月6日	“15 五洋债”、“15 五洋 02” 复牌，当日两支债券收盘价下跌 45%以上
2017年7月26日	大公将五洋建设信用评级由 AA-级下调至 A-级，展望负面
2017年8月1日、3日	8月1日，证监会浙江分局对五洋建设及其负责人出具警示函，指出五洋建设未按规定披露定期报告以及被列入失信被执行人等临时报告；3日，基于相同原因，上交所对五洋建设给予通报批评
2017年8月4日	大公将五洋建设信用评级由 A-级下调至 BB+级，展望负面
2017年8月8日	五洋建设发布“15 五洋债”付息公告，并上调“15 五洋债”第三年票面利率由 7.48%至 7.78%
2017年8月9日	大公将五洋建设信用评级由 BB+级下调至 CCC 级，展望负面
2017年8月10日	证监会向五洋建设出具《调查通知书》，对五洋建设进行立案调查，同时对五洋建设 2016 年年报审计机构中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）出具警示函；同日，根据国家企业信用信息公示系统披露，五洋建设实际控制人持有的公司股份被辽阳市中院司法冻结
2017年8月14日	“15 五洋债”回售日与付息日，发行人未偿付回售与付息资金，造成实质性违约；同时，“15 五洋 02” 触发交叉违约条款
2017年8月15日	大公将五洋建设信用评级由 CCC 级下调至 C 级。

资料来源：公司公告与其他公开信息，新世纪评级整理