

债券市场级别调整与信用风险事件月度分析报告（2017年9月）

研发部/武博夫 杜永康

2017年9月债券市场共有21家发行人级别正面调整,其中20家级别上调,1家展望由负面调整稳定;2家发行人级别负面调整,均为展望由稳定调整至负面。

2017年9月共有2支债券发生违约,分别为四川省煤炭产业集团有限责任公司所发行的定向工具“14川煤炭PPN002”(本金兑付违约)与上海市建设机电安装有限公司所发行的中小企业私募债“12沪机电”(延期兑付违约)。其他风险事件方面,柳化股份由于不能清偿到期债务并且明显缺乏清偿能力,被债权人申请进行破产重整。

一、级别调整情况¹

1. 级别调整数量

2017年9月债券市场级别调整以正面调整为主,共有21家发行人级别正面调整,其中20家级别上调,1家展望由负面调整稳定;2家发行人级别负面调整,均为展望调整负面。从全年累计情况来看,2017年1~9月债券市场共有458家发行人级别正面调整,其中级别上调385家;87家发行人级别负面调整,其中级别下调46家。整体来看,2017年级别负面调整数量较上年明显减少,主要是由于随着供给侧结构性改革持续推进,部分行业的景气度呈现明显回升状态,债券市场整体信用质量有所好转。

2. 级别调整行业分布

从2017年9月级别调整的行业分布来看,金融业发行人在级别正面调整发行人中的占比最高,包括8家区域性银行、1家证券公司;同时本月共有7家城投企业级别上调。此外,综合行业有2家,批发和零售业、制造业及租赁和商务服务业各有1家发行人级别上调。

在2017年9月负面调整的发行人中,湖北省供销合作社国有资产经营管理和天津水务投资集团有限公司分别属于批发业和土木工程建筑业。全部明细参见附录1。

二、本月违约事件

2017年9月,债券市场共有2支债券发生违约,分别为四川省煤炭产业集

¹ 仅限发行人委托评级,不包括担保人评级与主动评级。

团有限责任公司（以下简称“川煤集团”）发行的定向工具“14川煤炭 PPN002”与上海市建设机电安装有限公司（以下简称“上海机电”）发行的中小企业私募债“12沪机电”。其中，“14川煤炭 PPN002”为本金兑付违约，利息按时足额偿付；“12沪机电”为延期兑付违约。

图表 1. 2017 年 9 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	违约规模(亿元)	截至 9 月末存续债券	备注
四川省煤炭产业集团有限责任公司	14 川煤炭 PPN002	定向工具	2017-09-28	5.00	07 川煤债 15 川煤炭 PPN001 15 川煤炭 PPN002 10 川煤债	本金兑付违约
上海市建设机电安装有限公司	12 沪机电	中小企业私募债	2017-09-29	1.60	无	延期兑付违约

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

1. 川煤集团

（1）违约事件

川煤集团所发行的定向工具“14川煤炭 PPN002”应于 2017 年 9 月 28 日兑付本息，但由于公司资金链紧张等多方面因素影响，截止到兑付日终公司仍未能筹集足额资金以按期偿付“14川煤炭 PPN002”本金 5 亿元，仅能兑付利息 0.39 亿元，已构成实质性违约。

川煤集团首次发生违约发生于 2016 年 6 月 15 日的“15川煤炭 CP001”不能按期足额偿付本息。关于“15川煤炭 CP001”违约事件的分析详见 2016 年 6 月 16 日新世纪评级于官方网站披露的信用评论[《“15川煤炭 CP001”未能按期足额兑付的快评》](#)。截至 2017 年 9 月末，公司已有 5 支债券违约。

（2）公司基本情况

川煤集团成立于 2005 年，注册资本 30 亿元，实际控制人为四川省国资委，持股比例 100.00%，主要经营煤炭开采、洗选与销售业务。近年来，受煤炭行业产能过剩、煤价大幅下跌等多方面因素影响，公司主营业务持续大幅亏损，经营和财务状况恶化，资金链紧张。

截至目前，新世纪评级与联合资信对川煤集团出具的主体信用级别均为 C 级。根据新世纪评级于 2017 年 6 月 26 日出具的跟踪评级报告，在跟踪期内，受益于煤炭价格的回升与煤炭需求的回暖，公司营业收入有所增长，但公司煤炭开采成本较高，加之期间费用高企，主业盈利能力仍较弱，2016 年仍出现巨额亏损，短期公司业绩大幅改善的可能性较小。公司目前已积聚了很大的债务规模，债务和利息负担很重，资产负债率已处于很高水平，财务风险很大。此

外，公司新增外部融资困难，已发生多起债务违约事件，存续债券的到期兑付存在极大的不确定性。

(3) 违约后处置进展情况

根据川煤集团 2017 年 9 月 30 日公告披露称，2016 年 11 月以来公司已经实现月度扭亏为盈，但由于前期亏损欠账太多，目前自身经营带来的现金流也仅能维持企业的正常生产经营，暂无多余的资金用于偿付债务。截至 2017 年 8 月末，公司负债总额 371 亿元，资产负债率为 91.66%。截至目前，公司依然按照四川省省委省政府关于一揽子化解川煤集团债务风险的总体要求，正在积极推进“川煤集团转型发展基金方案”的设立。目前公司已草拟完成债务重组方案并上报四川省国资委，力争尽快确定债务重组方案。截至 2017 年 9 月末，公司已违约的 5 支债券均未完成兑付。

2. 上海机电

2017 年 9 月 15 日与 9 月 29 日，上海机电分别申请对其发行的中小企业私募债“12 沪机电”延期支付本息。

“12 沪机电”于 2013 年 6 月 18 日在上交所上市发行，发行规模 1.60 亿元，发行期限 2 年，由上海扬子江建设（集团）有限公司（以下简称“扬子江建设”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2015 年 6 月 18 日，上海机电在“12 沪机电”到期时未能按时支付本息，构成实质性违约。

根据公开披露信息显示，上海机电在“12 沪机电”首次发生违约后曾多次申请延期支付本息。根据 wind 数据显示²，截至 2017 年 9 月末，公司先后于 2015 年 8 月 24 日、2017 年 8 月 31 日、2017 年 9 月 15 日与 2017 年 9 月 29 日发布延期兑付公告。同时，公司与“12 沪机电”主承销商华创证券并未披露扬子江建设对“12 沪机电”的担保履行情况。

上海机电成立于 1993 年，实际控制人为朱超杰，持股比例 90.00%，主要从事线路、管道和设备安装行业。联合信用在“12 沪机电”发行时给予公司主体信用级别 A 级，评级展望稳定，公司未披露跟踪评级情况。

三、历史违约事件的本月重大进展

2017 年 9 月共有 10 家违约企业披露违约后续处置进展，本月无违约债券兑付。全部明细详见附件 2。

² 上海机电及“12 沪机电”主承销商并未披露该私募债券违约后处置情况，该私募债权的违约经过全部来自 wind 客户端与上交所网站所公开披露的信息。

(1) 国裕物流

2017年9月8日,武汉国裕物流产业集团有限公司(以下简称“国裕物流”)发布公告称,截至目前公司及下属子公司武汉市国裕物资贸易有限公司、武汉江裕海运发展有限公司与武汉经纬液化气船务有限公司银行贷款逾期及欠息共计4.46亿元,其中逾期4.19亿元,欠息0.27亿元。国裕物流共有2支短期融资券于2016年8月、10月分别发生违约,目前均未兑付。

(2) 大连机床

2017年9月13日,大连机床集团有限责任公司(以下简称“大连机床”)发布《关于新增涉诉情况的公告》披露,由于借款合同纠纷,公司所持有的1.1亿份信托受益权、子公司大连华根精密机床有限公司所持有的0.40亿份信托收益权与子公司大连华根机械有限公司所持有的大通证券有限公司46785万股股份已于2017年4月20日被大连中院司法冻结,冻结期限2年。

9月30日,主承销商兴业银行发布债券违约后续进展公告称,截至本次公告发布日,大连机床尚未对外公告2016年年度审计报告和2017年一季度、半年度财务报表,亦未有已确认的债务重整方案。公司于2016年11月首次发生债券违约,截至目前累计共有8支债券发生违约,且均未完成兑付。

(3) 五洋建设

2017年9月19日,五洋建设股份有限公司(简称“五洋建设”)公告披露,公司收到上海国际仲裁中心的争议仲裁案仲裁通知。通知显示,“15五洋债”、“15五洋02”主承销商德邦证券代表持有人向上海国际仲裁中心提起仲裁申请,要求五洋建设支付违约公司债券的本息及逾期利息、承担相关费用;同时,根据五洋建设披露,截至9月19日公司新增19笔失信被执行人记录,主要为项目工程款支付纠纷。

9月20日,由于未按规定履行债券信用风险管理义务、未按时披露定期报告和临时报告等行为违反《上海证券交易所公司债券上市规则》、《上海证券交易所公司债券存续期信用风险管理指引(试行)》,五洋建设收到上交所纪律处分。

五洋建设所发行公司债券“15五洋债”于8月14日回售与付息违约,同时公司另一支公司债券“15五洋02”触发交叉违约条款。截至目前上述债券尚未偿付。

(4) 蒙奈伦

2017年9月21日，内蒙古奈伦集团股份有限公司（以下简称“蒙奈伦”）发布公告称，公司下属子公司内蒙古天润化肥股份有限公司（以下简称“天润化肥”）已于8月18日进入司法重整，截至本次公告日，重整计划方案仍在进一步完成中，争取早日完成天润化肥重整工作。

蒙奈伦为内蒙古自治区民营企业，主要经营农牧产品加工与煤化工业务。公司所发行的企业债券“11蒙奈伦债”于2016年5月5日发生回售与付息违约，2017年5月5日再次付息违约。截至目前，公司已足额偿付两次利息，但7.17亿元回售资金仍待偿付。除“11蒙奈伦债”外公司无其他存续债券，该企业债券将于2018年5月到期。

四、本月其他信用风险事件³

本月柳州化工股份有限公司（简称“柳化股份”）发布公告披露，公司被债权人申请重整，已递交广西壮族自治区柳州市中级人民法院。

(1) 债权人申请重整，已获柳州市国资委同意

9月19日，柳化股份发布《关于债权人申请公司重整的提示性公告》称，柳化股份债权人广西柳化氯碱有限公司（以下简称“氯碱公司”）以柳化股份不能清偿到期债务并且明显缺乏清偿能力为由，向柳州市中级人民法院申请对柳化股份进行重整。

9月20日，柳化股份召开董事会会议，审议通过了《关于对广西柳化氯碱有限公司向广西壮族自治区柳州市中级人民法院申请对公司进行重整无异议的议案》；同时，公司控股股东柳州化学工业集团有限公司（简称“柳化集团”）、实际控制人柳州市国资委均同意公司进入重整程序。

(2) 被实施退市风险警告，已处于资不抵债状态

柳化股份于2001年由柳化集团发起成立，2003年公司股票在上交所上市发行，实际控制人为柳州市国资委。公司主要经营化工及化肥产品的生产与销售，主要产品为尿素、硝酸铵、双氧水等。近年来受化肥市场产能过剩与用肥结构性变化影响，柳化股份营业收入持续下降，同时出现大规模亏损。2014~2016年营业收入分别为31.00亿元、26.29亿元与20.76亿元，净利润分别为0.09亿元、-4.86亿元与-8.16亿元。由于连续两年净利润为负值，公司股票被实施退市

³ 本文中“信用风险事件”指可以表明债券发行人面临较大违约风险的事件，如级别由投资级下调至投机级（或在投机级范围内继续下调）、发行人或中介机构发布重大风险提示公告等。

风险警告，所发行公司债券被暂停上市。

从债务负担来看，根据 2017 年半年报数据显示，截至 2017 年 6 月末柳化股份刚性债务余额共 23.37 亿元，占负债总额的 66.36%。同时，根据公司在《柳州化工股份有限公司关于上海证券交易所重整事项问询函的回复及复牌公告》中披露，截至 2017 年 6 月末，柳化股份母公司口径负债总额（含预计负债、担保债务）约 33.68 亿元，涉及约 800 家债权人。

（3）外部支持主要来自柳州市国资委

从外部支持来看，柳化股份的母公司支持能力较差。柳化集团主要经营实体为柳化股份与广东中成化工股份有限公司，柳化股份是柳化集团的主要收入来源。在柳化股份经营情况恶化的同时，柳化集团也面临沉重的债务负担。根据公开披露信息显示，截至 2017 年 5 月 16 日，柳化集团银行借款欠息余额共 1.34 亿元，其对柳化股份持有的股权均已被司法冻结，且已有 1200 万股被强制司法划转。截至 2017 年 9 月末，柳化集团持有的柳化股份股权已由 2014 年的 36.30% 下降到 5.72%。

柳化股份的外部支持主要来自实际控制人柳州市国资委。从股权关系来看，柳化股份为柳化集团二级子公司，是广西柳州化工控股有限公司（简称“柳化控股”）的三级子公司。柳化控股原为柳州市国资委直属企业，2014 年全部股权划转至广西柳州市产业投资发展集团有限公司（简称“柳产投”）名下，但经营保持一定的独立性，同时柳州市国资委对柳化股份仍保持实际控制。考虑到柳化股份作为上市公司，具有一定的市场影响与“壳资产”属性，柳州市地方政府、柳州市国资委对其有较高的支持意愿。根据柳化股份公告显示，3 月 23 日柳化股份收到柳州市财政局通知，将给予公司 3.5 亿元政策性补贴，其中化肥生产补贴 2 亿元，电力价格改革补贴 1.5 亿元；当日柳化股份已收到补贴资金 1.6 亿元。

（4）柳化股份存续债券与信用评级情况

目前柳化股份在债券市场仅有 1 支存续债券，为公司债券“11 柳化债”⁴。“11 柳化债”起息日为 2012 年 3 月 27 日，发行规模 5.10 亿元，发行期限 7 年，附带第 5 年末回售条款，由母公司柳化集团提供担保。

2017 年 3 月 27 日，“11 柳化债”完成回售，回售规模占发行总额的 98.91%。根据柳化股份公告披露，“11 柳化债”回售资金主要来自于母公司柳化集团向公司提供的 3.80 亿元股东借款。

⁴ “11 柳化债”在暂停交易后债券简称已更名为“柳债暂停”，本文统一仍按发行时债券简称。

在信用评级方面，在“11 柳化债”发行时新世纪评级对柳化股份出具主体信用评级 AA-级，债券级别 AA 级；但在 2012 年公司与新世纪评级解除评级协议，改由鹏元进行跟踪评级，同时鹏元将公司主体信用评级上调至 AA 级。此后鹏元多次下调公司主体信用评级。2017 年 1 月 24 日，鹏元将公司主体信用评级由 BBB 级下调至 B 级，展望为负面，债券评级为 B 级；2017 年 6 月 21 日，鹏元在跟踪评级中维持公司主体信用评级与债券评级，展望维持负面。

附录 1：2017 年 9 月负面调整明细

发行人	评级机构	评级日期	评级	评级展望	上次评级日期	上次评级	上次展望	证监会大类行业	省份	级别调整因素
湖北省供销合作社国有资产经营管理公司	鹏元	2017-09-26	AA	负面	2016-06-28	AA	稳定	批发业	湖北	化肥行业产能过剩；公司农资业务收入增幅下降、棉花销售收入下滑；期货交易出现重大损失，存在业务管控风险；公司委托贷款和关联拆借款规模较大，负债水平较高，有息债务快速增加，面临较大的偿债压力
天津水务投资集团有限公司	新世纪	2017-09-29	AA	负面	2016-06-29	AA	稳定	土木工程建筑业	天津	因控股股东变更，其主要收入来源存在不确定性；核心资产引滦保护工程存在划转风险；盈利水平大幅下降

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附录 2: 2017 年 9 月违约事件后续处置进展情况

发行人	首次违约日期	尚未兑付的违约债项	存续债券	本月最新进展
保定天威集团有限公司	2015-04-21	11 天威 MTN2; 12 天威 PPN001; 11 天威 MTN1; 13 天威 PPN001	无	9 月 30 日, 就天威集团破产重整案第二次债权人会议上债权人对重整方提交的重整方案所提出的相关意见与问题, 管理人正组织与重整方进行进一步的沟通与谈判, 披露最新涉诉及资产查封情况
保定天威英利新能源有限公司	2015-10-13	10 英利 MTN1; 11 威利 MTN1	无	9 月 25 日, 发布违约后续进展公告, 仍处于重组阶段
春和集团有限公司	2016-05-16	15 春和 CP001; 12 春和债	12 春和债	9 月 21 日, 主承销商发布违约后续进展公告, 披露最新涉诉情况
大连机床集团有限责任公司	2016-11-21	16 大机床 SCP001; 15 机床 CP004; 16 大机床 MTN001; 15 机床 PPN001; 16 大机床 SCP003; 16 大机床 SCP002; 14 机床 PPN001; 15 机床 MTN001	15 机床 MTN001 15 机床 PPN001 16 大机床 MTN001	9 月 12 日, 发布违约后续进展情况, 尚未有已确认的债务重整方案; 9 月 13 日, 披露本公司及子公司近期征信情况和新增涉诉情况
内蒙古博源控股集团有限公司	2016-12-05	16 博源 SCP001	12 博源 MTN1; 13 博源 MTN001	9 月 20 日, 发布相关债务融资工具有关事项的进展公告
内蒙古奈伦集团股份有限公司	2016-05-05	11 蒙奈伦债	11 蒙奈伦债	9 月 21 日, 披露子公司天润化肥经与债权人协商后, 已进入司法重整
山东山水水泥集团有限公司	2015-11-12	15 山水 SCP001; 13 山水 MTN1; 15 山水 SCP002; 14 山水 MTN001; 14 山水 MTN002	无	9 月 8 日, 主承销商发布违约后续进展公告, 济南市政府正在协助重组山东山水董事会及高级管理层。
四川省煤炭产业集团有限责任公司	2016-06-15	15 川煤炭 CP001; 13 川煤炭 PPN001; 12 川煤炭 MTN1; 14 川煤炭 PPN001; 14 川煤炭 PPN002	07 川煤债; 10 川煤债; 15 川煤炭 PPN001; 15 川煤炭 PPN002	9 月 11 日, 召开持有人会议; 9 月 30 日, 主承销商发布违约后续进展公告。
五洋建设集团股份有限公司	2017-08-14	15 五洋债; 15 五洋 02	15 五洋债; 15 五洋 02; 16 五洋 01	9 月 19 日, 发布已收到仲裁通知及新增失信被执行记录的公告; 9 月 20 日, 因未按时披露定期报告和临时报告等行为收到上交所纪律处分决定书
武汉国裕物流产业集团有限公司	2016-08-08	15 国裕物流 CP001; 15 国裕物流 CP002	无	9 月 15 日, 主承销商发布违约后续进展公告, 公司及其下属子公司银行贷款逾期及欠息共计 44580.60 万元。

资料来源: Wind 资讯、公司公告, 新世纪评级整理