

## 2017 年债券市场违约事件年度分析报告

信息研究部/武博夫 杜永康

### 摘要:

2017 年债券市场违约事件数量较上年明显减少。全年共有 29 支债券首次发生违约，违约金额 162.82 亿元；其中新增违约发行人 9 家，新增违约发行人违约金额为 56.72 亿元。2017 年新增违约发行人全部为民营企业；从违约方式来看，回售违约、交叉违约的数量明显增加。

从违约事件的影响因素来看，随着供给侧结构性改革的深入推进，2017 年主要产能过剩行业景气度较上年显著回升，企业盈利状况大幅改善；另一方面，伴随债券市场净融资规模下降与融资成本上升，由外部融资压力引起的企业违约成为违约事件发生的主要影响因素。就发行人自身素质而言，违约发行人普遍具有战略规划激进、财务策略不合理、公司治理缺乏透明性、合规意识单薄等问题。同时部分违约事件中增信措施有效性较低。

在违约后处置方面，发行人连续违约加大了违约债券的偿付难度，破产重整逐渐成为违约发行人事后处置的主要方式，违约债券清偿比例仍处于较低水平，债券市场投资者保护机制仍有待加强。

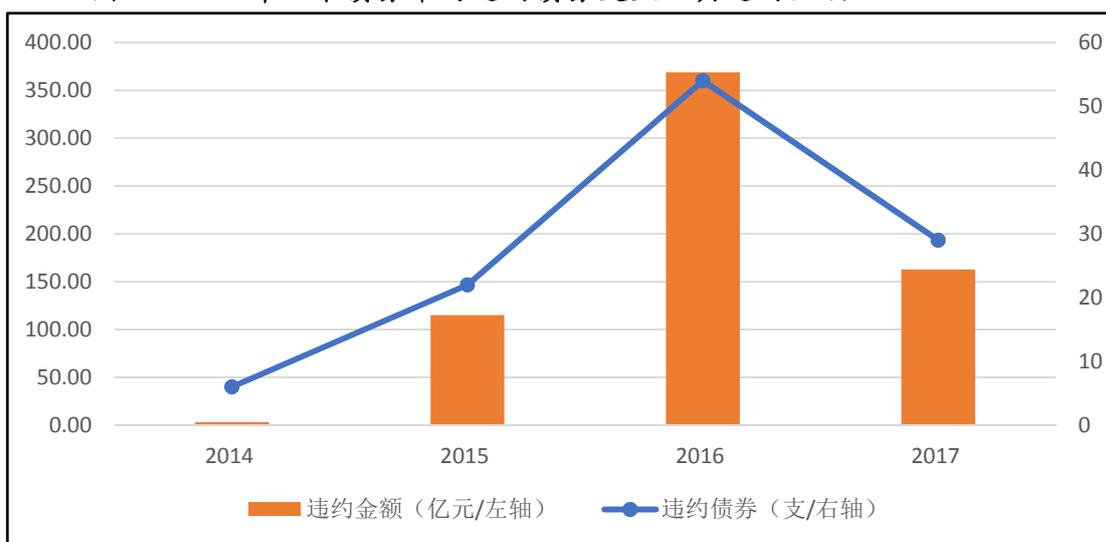
展望 2018 年，债券市场信用风险将随供给侧改革的持续推进和行业风险的下降而下降，但行业内企业信用质量分化趋势将更为明显，发行人自身素质及外部融资压力仍将是信用事件乃至违约事件发生的主要影响因素。从行业层面，环保整治标准的提高对部分落后产能企业产生负面影响；从市场层面，2018 年债券市场仍将面临较大的债券集中兑付压力；就城投企业而言，政府信用对城投企业背书效应褪去，不同区域之间城投企业的信用状况将进一步分化，不排除发生城投企业违约的可能性。

## 一、2017 年违约事件概况<sup>1</sup>

### (一) 违约数量、违约金额和新增违约发行人

2017 年在宏观经济稳中向好、供给侧结构性改革深入推进的大环境下，债券市场违约债券支数与规模均较上年明显减少。2017 年债券市场共有 29 支债券发生违约，违约金额 162.82 亿元；2016 年则有 54 支债券发生违约，违约金额 368.74 亿元<sup>2</sup>。

图表 1. 2014 年以来债券市场违约债券支数及其违约金额



数据来源：Wind，新世纪评级整理

注：对于相同债券连续违约的情况，违约金额皆计入该债券首次违约年度

从发行人来看，2017 年违约债券主要集中于往年已发生违约的发行人。2017 年新增违约发行人 9 家，远低于 2016 年的 24 家。2017 年新增违约发行人共有 10 支债券发生违约，违约规模为 56.72 亿元，占 2014 年以来债券市场全部违约金额的 8.73%。

图表 2. 债券市场历年新增违约发行人数量及其累计违约情况

年份	当年新增违约发行人数量 (家)	当年新增违约发行人累计违约债券数量 (含连续违约, 支)	当年新增违约发行人累计违约规模 (含连续违约, 亿元)
2014 年	5	6	3.16
2015 年	19	30	208.05
2016 年	24	65	381.92
2017 年	9	10	56.72
合计	<b>57</b>	<b>111</b>	<b>649.85</b>

资料来源：Wind，新世纪评级整理

<sup>1</sup> 本文对于债券市场违约事件的统计与分析不包括资产支持证券，时间截至 2017 年末。

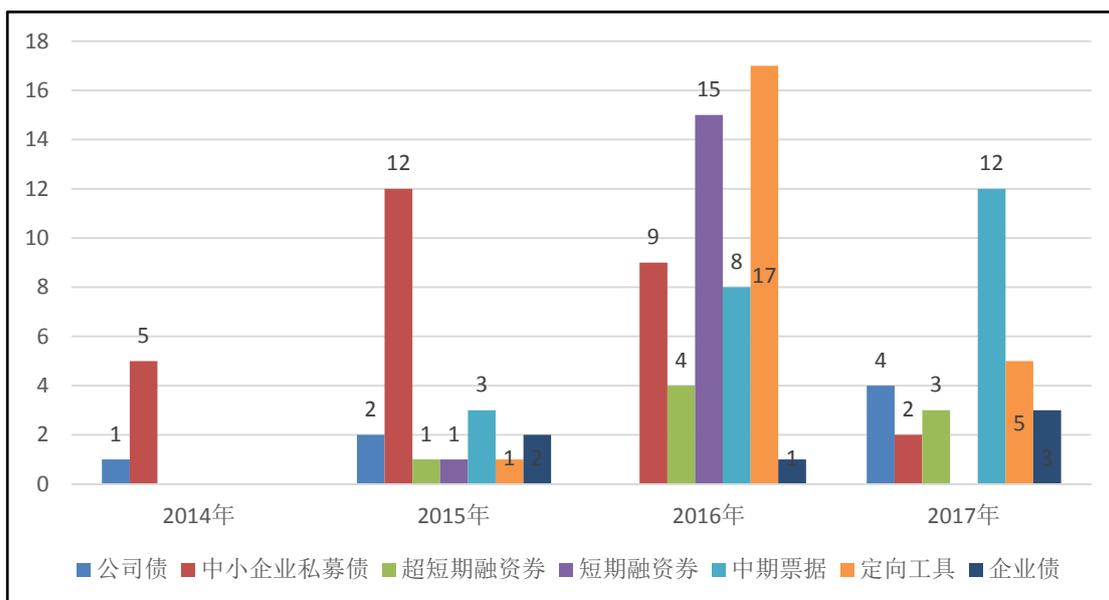
<sup>2</sup> 其中 7 支债券在 2016 年发生付息违约后于 2017 年连续违约，计入 2016 年统计。

## （二）违约券种：新公司债出现首支违约

2017年违约债券以公开发行、中长期券种为主，中期票据、公司债和企业债的违约债券支数均有所上升，同时短期融资券、中小企业私募债与定向工具的违约数量大幅减少。

2017年共有20支非金融企业债务融资工具发生违约，占2017年全部违约债券支数的三分之二。具体来看，2017年发生违约的非金融企业债务融资工具无短期融资券发生违约，主要为中期票据（12支）。值得注意的是，在2016年无违约事件发生的公司债在2017年共有4支发生违约，其中“15五洋债”与“16千里01”分别为2015年“公司债新政”后债券市场首支发生违约的公开发行公司债券与非公开发行公司债券，标志着公司债自2015年快速扩容后，在2017年开始进入风险暴露阶段。

图表3. 历年违约债券券种分布



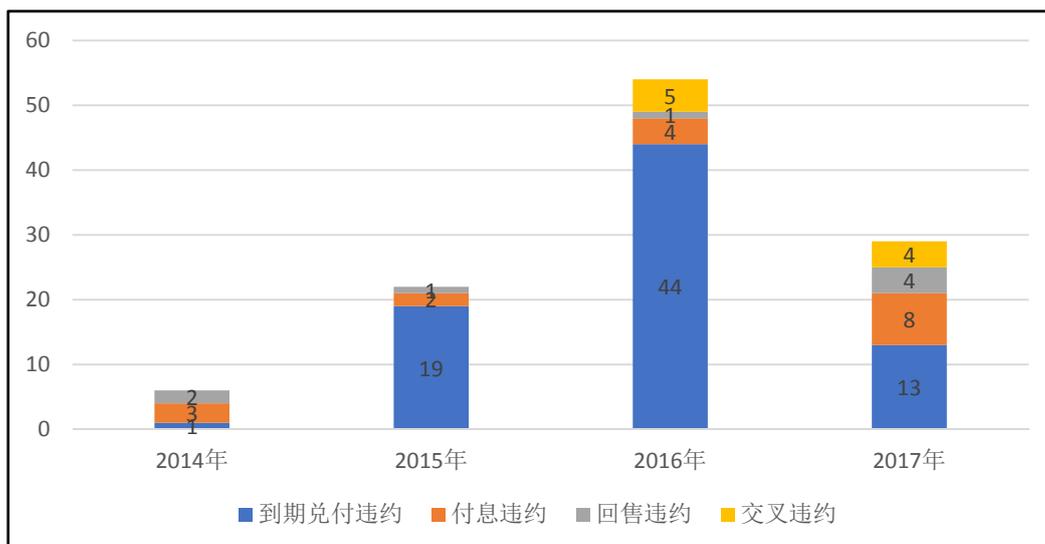
数据来源：Wind，新世纪评级整理

注：公司债包括公开发行公司债券与非公开发行公司债券

## （三）违约方式：回售违约与交叉违约增多

2017年，违约方式呈现多样化，除到期兑付违约、付息违约外，回售违约、交叉违约数量增多。在2017年新增违约发行人的违约债券中，有4支债券为回售违约，分别为“12江泉债”、“13弘昌燃气债”、“15五洋债”与“14丹东港MTN002”；4支债券触发交叉违约条款，分别为“16大机床SCP002”、“16大机床SCP003”、“15五洋02”和“16亿阳03”。

图表 4. 历年违约债券的违约方式



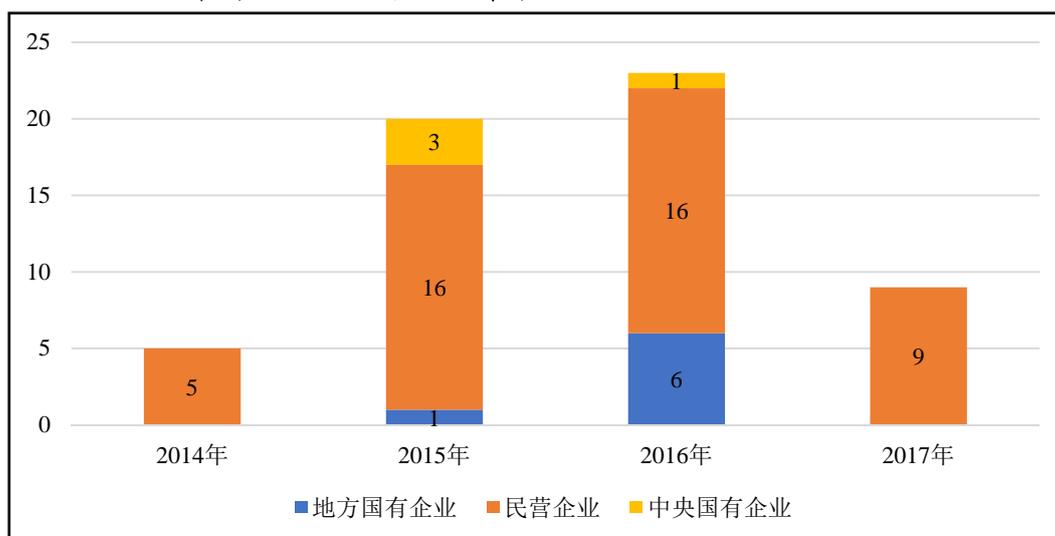
数据来源：Wind，新世纪评级整理

注：对于相同债券连续 1 年以上发生违约的情况，仅按第一次的年份统计；到期兑付或回售时未兑付利息的违约债券，不计入付息违约统计。

#### （四）所有制结构：全部为民营企业

就发行人所有制结构来看，2017 年新增的 9 家违约发行人全部为民营企业<sup>3</sup>。与国有企业相比，民营企业在债务偿付能力下降时所获得的外部支持力度较弱，因此在面临资金周转压力时发生违约的可能性较大。截至 2017 年末，民营企业占债券市场全部违约发行人的三分之二以上，主要为中小企业私募债发行人。

图表 5. 历年新增违约发行人的所有制结构



数据来源：Wind，新世纪评级整理

<sup>3</sup> 包括母公司注册在境外，但实际控制人为境内自然人的情况。

### (五) 区域与行业分布

2017 年新增违约发行人由于数量较少，未呈现明显的区域分布特征。从公募债券违约发行人来看，山东、河南、浙江、辽宁与黑龙江均有债券发生违约。

从行业分布来看，2017 年钢铁、采掘、化工、机械设备等行业违约发行人数量明显减少，而传统上信用质量相对较好的公用事业、电子等行业在 2017 年首次发生违约。

图表 6. 2017 年新增违约发行人区域与行业分布

发行人	违约债券	违约债券类型	违约日期	违约方式	省份	行业
华盛江泉	12 江泉债	企业债	2017-03-13	回售违约	山东	综合（主营业务钢铁）
弘昌燃气	13 弘昌燃气债	企业债	2017-06-19	回售违约，仅部分偿付回售资金	河南	公用事业
湖州厉华	14 厉华债	中小企业私募债	2017-08-10	本息兑付违约	浙江	纺织服装
五洋集团	15 五洋债	公开发行公司债	2017-08-14	回售违约	浙江	建筑装饰
	15 五洋 02	公开发行公司债	2017-08-14	触发交叉违约条款		
丹东港集团	14 丹东港 MTN001	中期票据	2017-10-30	回售违约	辽宁	交通运输
亿阳集团	16 亿阳 03	公开发行公司债	2017-11-08	触发交叉违约条款	黑龙江	综合
亿利集团	14 亿利集 MTN002	中期票据	2017-11-21	操作失误导致本息兑付违约	内蒙古	综合
山东玫龙	14 海益宝	中小企业私募债	2017-11-24	本息兑付违约	山东	农林牧渔
保千里	16 千里 01	非公开发行公司债	2017-11-30	付息违约	江苏	电子

资料来源：Wind，新世纪评级整理

### (六) 违约发行人级别调整情况

从违约事件级别调整情况来看，2017 年新增违约发行人在违约发生前普遍经历级别或展望下调，其中部分违约发行人短时间级别下调频率较高，幅度较大。

图表 7. 2017 年新增违约发行人级别调整情况（不含中小企业私募债发行人）

发行人	首次违约日期	评级机构	年初级别与展望	2017 年级别调整情况
华盛江泉	2017-03-13	鹏元	BB（负面）	3 月 13 日，下调至 C 级（稳定）
弘昌燃气	2017-06-19	鹏元	BBB+（负面）	4 月 12 日，下调至 BB 级（负面）； 6 月 30 日，下调至 C 级（稳定）
五洋集团	2017-08-14	大公	AA（稳定）	4 月 24 日，下调至 AA-级（负面）； 7 月 26 日，下调至 A-级（负面）； 8 月 4 日，下调至 BB+级（负面）； 8 月 9 日，下调至 CCC 级（负面）； 8 月 15 日，下调至 C 级（负面）
丹东港集团	2017-10-30	联合资信	AA（稳定）	6 月 6 日，展望下调负面； 10 月 30 日，下调至 C 级

发行人	首次违约日期	评级机构	年初级别与展望	2017 年级别调整情况
		联合信用	AA (稳定)	6月7日, 展望调整负面; 10月30日, 下调至C级
亿阳集团	2017-11-08	联合信用	AA (稳定)	11月1日, 下调至A级 (负面); 11月10日, 下调至BB级 (负面); 11月15日, 下调至CC级 (负面)
亿利集团	2017-11-21	大公	AA+ (稳定)	未调整
保千里	2017-11-30	鹏元	AA (稳定)	6月15日, 展望下调负面; 11月14日, 下调至BBB级 (负面); 12月1日, 下调至C级 (稳定)
		联合信用	AA- (稳定)	6月16日, 上调至AA级 (稳定); 11月22日, 下调至BBB级 (负面); 11月29日, 下调至CC级 (负面); 12月21日, 下调至C级 (稳定)

资料来源: Wind、公司公告, 新世纪评级整理

## 二、违约事件的影响因素

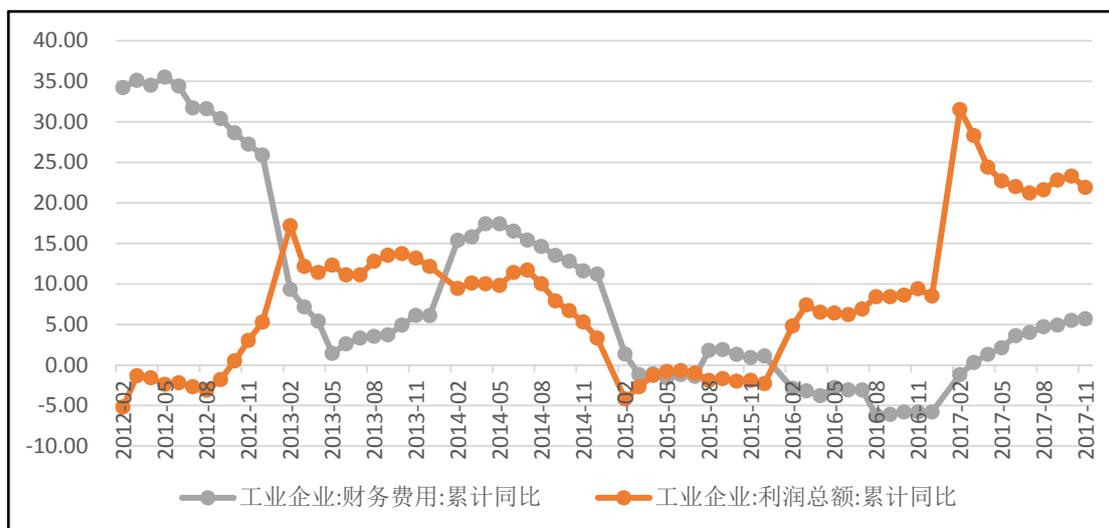
### (一) 行业景气度

随着供给侧结构性改革的深入推进, 2017 年主要产能过剩行业景气度较上年显著回升, 企业盈利状况大幅改善。

2017 年之前债券市场违约事件主要集中于产能过剩行业, 如光伏、煤炭、钢铁、有色金属等。在行业扩张周期中, 发行人普遍存在资本性支出盲目扩张、债务规模大幅攀升等现象; 当行业进入收缩周期时, 上述发行人盈利水平下滑, 经营性现金流对债务本息的覆盖程度下降, 最终导致发生违约事件。

2017 年, 伴随供给侧结构性改革的深入推进, 产能过剩行业的行业景气度出现明显的回暖迹象, 企业的盈利状况大幅改善。2017 年产能过剩行业信用风险主要集中于行业内环保整治压力较大的中小型落后产能企业, 行业整体层面信用风险较 2016 年明显下降。从财务指标来看, 根据国家统计局数据显示, 2017 年 1~11 月工业企业利润总额累计同比增长率为 21.9%, 较上年同期大幅增加 12.5 个百分点, 同时工业企业利润总额对财务费用的覆盖程度明显增加。

图表 8. 2012 年以来工业企业利润总额与财务费用累计同比变动情况



数据来源：Wind，新世纪评级整理

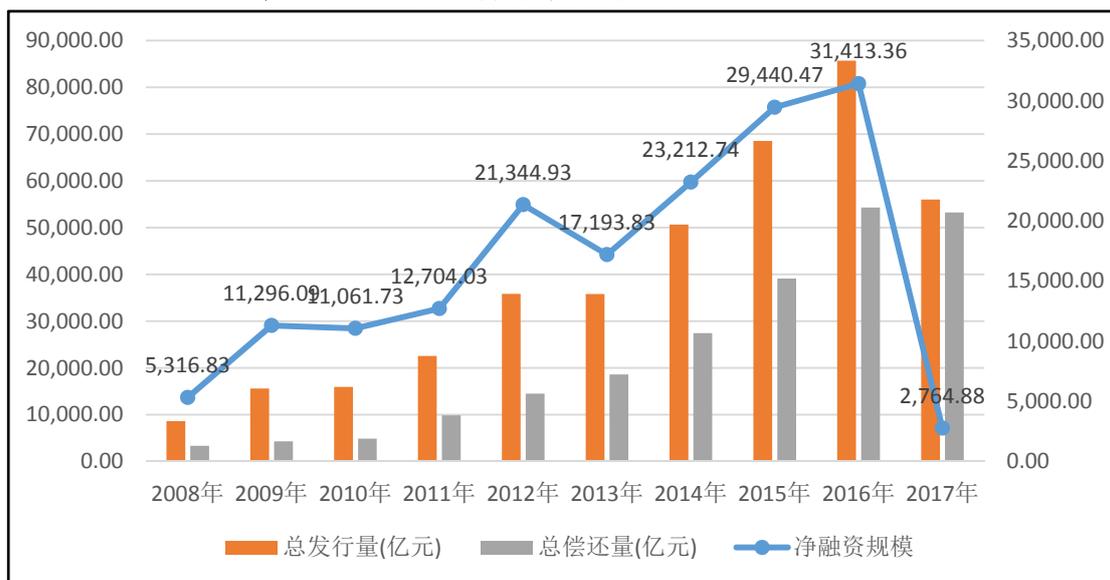
## （二）市场环境

与行业环境造成的盈利状况变动相比，市场环境变化引起的外部融资压力上升成为导致 2017 年违约事件发生的主要原因。

从市场环境来看，2016 年末以来，随着债券市场发行利率持续攀升，发行人融资成本增加，企业信用对利率的敏感性增强，部分低信用资质的发行人面临较大的再融资压力，进而发生违约事件。2016 年四季度以来债券市场信用债发行规模呈现同比下降趋势。2017 年非金融类债券<sup>4</sup>净融资规模仅为 2764.88 亿元，创下 2008 年以来最低水平。净融资规模下降导致债券市场部分发行人不得不寻求资金成本更高的信托、融资租赁等融资方式，同时资产抵押、质押规模增加，进一步提高了融资成本与流动性压力。

<sup>4</sup> 本文中“非金融类债券”包括银行间市场非金融企业债务融资工具、企业债、公司债（含公开发行与非公开发行）、中小企业私募债、可转债与可交换债，不含资产支持证券。下同。

图表 9. 2008 年以来非金融类债券净融资规模



数据来源：Wind，不含政府支持机构债与资产支持证券，新世纪评级整理

在 2017 年新增违约事件中，除华盛江泉集团有限公司（以下简称“华盛江泉”）、信阳市弘昌燃气管道工程有限责任公司（以下简称“弘昌燃气”）在 2016 年曾发布兑付风险预警并经历级别下调之外，其他新增违约事件发生均在不同程度上受到融资成本上升与融资渠道收窄的影响。以丹东港集团有限公司（以下简称“丹东港集团”）为例，发行人在 2016 年仍可维持借新还旧，但 2017 年以来并无新债发行，同时信贷渠道面临收窄，无法应对债券集中到期的压力，最终发生违约。

### （三）战略规划与财务策略

**对于战略规划过于激进的发行人，如果大幅扩张不能带来相应的经营性现金流入，违约风险将大幅上升。**

一般而言，企业扩大经营范围可以起到风险分散的作用，但是盲目的快速扩张却会起到相反效果。伴随债券市场的发展，尤其是 2015 年以来公司债扩容，大量高成长企业进入债券市场，这些企业中不乏战略规划激进的发行人，部分企业发生风险暴露。从行业分布来看，激进扩张主要发生在电子信息科技制造等战略性新兴产业。

在 2017 年违约事件中，江苏保千里视像科技股份有限公司（以下简称“保千里”）属于典型的由于战略规划过于激进导致违约的案例：发行人处于新兴行业，自身主业经营情况良好，收入与盈利能力逐年提升，与传统上的产能过剩行业违约发行人截然相反。但发行人近两年大量进行高溢价的对外投资，在

形成大额商誉的同时却并未贡献相应的收入与利润，反而导致刚性债务规模的明显扩张和管理整合难度的增加，最终导致资金链断裂，发生债券付息违约。

#### （四）财务策略

**在财务策略方面，债务与利润不匹配是违约事件发生的主要原因之一。对于业务范围较广的综合性企业而言，非核心业务对核心业务的大额资金占用会破坏公司资金平衡，造成债务偿付压力。**

对于上市集团公司而言，优质资产一般集中于上市子公司，而大部分债务则由母公司承担，从而造成债务与利润不匹配，最终导致母公司发生违约，往年违约事件中如亚邦投资控股集团有限公司（以下简称“亚邦集团”）、内蒙古博源控股集团有限公司（以下简称“博源控股”）均属于此类案例。通常来说，如果母公司将所持有的上市子公司股权高比例质押，那么当母公司面临财务困境时将更加难以获得流动性。

在 2017 年违约案例中，债务与利润不匹配问题以亿阳集团股份有限公司（以下简称“亿阳集团”）最为典型情况。亿阳集团经营领域较广，其中贸易业务占营业收入规模的 90%左右，但公司净利润主要来自通信业务，经营主体为上市子公司亿阳信通。公司收入占比高、净利润贡献度低的贸易业务资金占用较高，资金需求量较大。2017 年以来，伴随市场融资成本的上升，亿阳集团非标产品发生逾期，造成连锁反应，最终导致公司债券触发交叉违约。

#### （五）公司治理问题

**在 2017 年违约事件中，公司治理问题较往年更加突出。这主要是由于融资成本攀升的背景下，发行人对现金流状况的敏感度增加，公司治理问题带来的企业负面事件加剧了融资渠道收窄。**

公司治理问题主要体现在实际控制人风险与违规行为两个方面，前者主要指的是实际控制人负面事件或股权纠纷对发行人再融资能力产生较大负面影响，后者则包括信息披露问题、司法风险等。从历史违约事件案例来看，实际控制人风险是亚邦集团、雨润集团等民营企业违约事件发生的重要导火索。2017 年违约事件中，丹东港集团由于实际控制人王文良涉及辽宁省人大代表贿选事件等诸多负面新闻，在一定程度上加剧了发行人融资渠道的收窄。

除实际控制人风险外，企业经营与融资活动中的违规事件也会对企业信用状况产生较大的负面影响。信息披露不及时、被列入司法被执行人名单甚至拖欠员工工资等行为，均会在不同程度上影响发行人的声誉，同时暴露企业管理的问题。

以五洋建设集团股份有限公司（以下简称“五洋集团”）为例，发行人未能按时披露 2016 年年报、多次被列入司法被执行人名单等行为既加剧了投资者对发行人经营与财务数据真实性的怀疑，也导致发行人在 2017 年很难获得信贷支持，最终发生违约事件。

### （六）增信措施有效性

**增信措施失效是部分违约事件发生的直接原因。对于信用质量恶化的发行人，资产抵押、质押等增信措施有效性较低，同时部分违约债券存在担保人未能履行担保责任的情况。**

对于非结构化债券的发行人而言，增信措施主要来自内部增信与外部增信，前者主要包括资产抵押、质押等，后者主要来自第三方机构提供担保。根据以往违约案例，内部增信措施对于预防违约事件的有效性值得怀疑。由于信用质量较差、违约风险较高的发行人普遍面临较大的经营压力，抵押、质押资产也存在较高的减值风险，可能不足以覆盖相应债务；另一方面，财务管理混乱、信息披露滞后的发行人可能存在重复抵质押的情况。就外部增信而言，由关联方提供担保的发行人相比由非关联方提供担保的发行人会面临更高的担保失效风险。

在债券市场违约事件中增信失效问题屡次发生。2017 年全部违约案例中共有 3 家发行人设有担保条款。具体来看，“16 大机床 SCP002”、“16 大机床 SCP003”以子公司应收账款提供质押担保，但是由于发行人大连机床集团有限责任公司（以下简称“大连机床”）未履行发货义务，应收账款未能实现，未能起到增信效果；“12 珠中富 MTN1”由发行人珠海中富实业股份有限公司（以下简称“珠海中富”）的母公司深圳市捷安德实业有限公司提供不可撤销连带责任担保，未能及时履行担保责任；“13 弘昌燃气债”由关联方河南信阳毛尖集团有限公司以其拥有的 50,045 亩林地使用权及林木资产提供抵押担保，但上述抵押资产难以在短期内集中变现，同时发行人弘昌燃气未对该抵押资产的资产评估情况进行及时跟踪，当债券出现偿付危机时抵押资产未起到信用增进的作用。

**图表 10. 截至 2017 年末有担保条款的公募违约债券**

发行人	债券简称	违约日期	担保方式	担保内容
协鑫集成（超日太阳能）	11 超日债	2014-03-05	抵押担保	发行人及发行人子公司的部分应收账款、部分不动产及机器设备。
中科云网	12 湘鄂债	2015-04-07	抵押担保	发行人三处房产和三宗股权
中钢股份	10 中钢债	2015-10-19	不可撤销连带责任担保	母公司中国中钢集团公司提供担保
四川圣达	12 圣达债	2015-12-07	质押担保	四川圣达水电开发有限公司 9.75% 的股权、峨眉山仙芝竹尖茶业有限责任公司 100% 的股权和四川圣达实业股份有限公司 1,000 万股股票

发行人	债券简称	违约日期	担保方式	担保内容
大连机床	16 大机床 SCP003	2017-02-07	质押担保	子公司大连机床营销有限公司拥有的 5 笔总额 55,765.31 万元的应收账款
	16 大机床 SCP002	2017-02-13	质押担保	子公司大连机床营销有限公司拥有的 4 笔总额 59,904.75 万元的应收账款
珠海中富	12 珠中富 MTN1	2017-03-28	不可撤销连带责任担保	母公司深圳市捷安德实业有限公司提供担保
弘昌燃气	13 弘昌燃气债	2017-06-19	抵押担保	关联方河南信阳毛尖集团有限公司以其拥有的 50,045 亩林地使用权及林木资产提供抵押担保

资料来源：Wind、公司公告，新世纪评级整理

### 三、违约后处置情况

#### (一) 违约债券偿付情况

2017 年违约债券偿付比例较 2016 年有所下降，同时发行人连续违约加大了违约债券的偿付难度。

在债券市场累计全部违约债券中，2017 年共有 9 支违约债券进行偿付，其中“10 中钢债”、“15 亚邦 CP004”分别于 2015 年、2016 年发生违约，其余偿付债券均于 2017 年发生违约。

在偿付债券中，“10 中钢债”、“12 珠中富 MTN1”、“12 江泉债”、“16 博源 SCP002”和“14 亿利集 MTN002”全额偿付违约资金，“13 弘昌燃气债”仅对个人投资者进行偿付，其余仅偿付违约利息资金。

图表 11. 2017 年偿付的违约债券

发行人	债券简称	违约规模	债券违约日期	债券偿付日期	备注
<b>全额偿付违约资金</b>					
中钢股份	10 中钢债	21.06	2015-10-19	2017-08-21	回售违约
亚邦控股	15 亚邦 CP004	2.1156	2016-09-29	2017-03-24	本息兑付违约
珠海中富	12 珠中富 MTN1	6.29	2017-03-28	2017-06-01	本息兑付违约
华盛江泉	12 江泉债	1.77	2017-03-13	2017-03-22	回售违约，全额偿付回售部分本金，债券仍处于存续状态
亿利集团	14 亿利集 MTN002	16.13	2017-11-21	2017-11-22	操作失误导致本息兑付违约，于第二天全额偿付
博源控股	16 博源 SCP002	8.39	2017-02-03	2017-07-14	本息兑付违约
<b>部分偿付违约资金</b>					
弘昌燃气	13 弘昌燃气债	1.72	2017-06-19	2017-06-22	回售违约，仅对个人投资者进行偿付
<b>仅偿付利息，未偿付违约本金</b>					
蒙奈伦	11 蒙奈伦债	7.77	2016-05-04	2017-05-09	2016 年付息与回售兑付违约，2017 年付息违约；仅偿付两次违约利息
川煤集团	14 川煤炭 PPN001	10.765	2017-05-19	2017-05-26	本息兑付违约，仅偿付利息

资料来源：Wind、公司公告，新世纪评级整理

2017 年违约债券偿付比例整体偏低主要是由于违约债券集中于连续违约发行人，违约规模累积不利于处置清偿。截至 2017 年末，债券市场共有 12 家违约发行人的累积违约规模超过 10 亿元，其中仅丹东港集团为 2017 年新增违约发行人。

**图表 12. 截至 2017 年末债券市场累计违约金额超过 10 亿元的发行人**

发行人	待偿付违约债券金额 (亿元)	首次违约日期	违约债券偿付情况
中城建	83.25	2016-11-28	部分偿付 (“12 中城建 MTN1”、“14 中城建 PPN003”、“14 中城建 PPN004” 偿付 2016 年违约利息，未偿付 2017 年违约利息)
云峰集团	73.06	2016-02-29	未披露
山水水泥	71.21	2015-11-12	部分偿付 (“15 山水 SCP001” 仅偿付利息)
东北特钢	54.97	2016-03-28	未偿付
天威集团	48.49	2015-04-21	未偿付
川煤集团	42.08	2016-06-15	部分偿付 (“15 川煤炭 CP001”完成本息偿付，“14 川煤炭 PPN001” 完成利息偿付)
博源控股	31.68	2016-12-05	部分偿付 (“16 博源 SCP002” 于 2017 年 7 月 13 日偿付本息)
大连机床	29.24	2016-11-21	部分偿付 (15 机床 CP003 于 2016 年 11 月 22 日偿付本息)
天威英利	18.43	2015-10-13	未偿付
五洋集团	14.61	2017-08-14	未偿付
广西有色	10.56	2016-03-09	未披露
丹东港集团	10.12	2017-10-30	未偿付

资料来源：Wind、公司公告，新世纪评级整理

## (二) 违约后续处置方式

从 2017 年债券市场违约后处置情况来看，破产重整成为违约后处置的主要方式。违约发行人破产重整计划大多附带债转股方案相结合，重整计划能否顺利完成关键取决于发行人能否引入合适的重整方。

在违约后续处置方式中，违约发行人除通过自身经营活动或外部支持（如集团支持、政府支持等）完成债务偿付外，还可通过债务重组、破产重整、破产清算等方式完成债务偿付。从 2017 年债务市场违约后处置情况来看，破产重整成为违约发行人后续处置的主要方式。

根据《破产法》的有关规定，债务人进行破产重整时，应当自法院裁定债务人重整之日起六个月内向法院与债权人会议提交重整计划草案，内容包括债务人的经营方案、债权分类、债权调整方案、债权受偿方案、重整计划的执行期限、重整计划执行的监督期限等。当债务人未能按期提交重整草案时，将面临法院强制裁定，或直接进入破产清算程序。

截至 2017 年末，债券市场已有保定天威集团有限公司（以下简称“天威集团”）、广西有色金属集团有限公司（以下简称“广西有色”）、东北特殊钢集团有限责任公司（以下简称“东北特钢”）、春和集团有限公司（以下简称“春和集团”）、大连机床等多家违约发行人申请破产保护，其中除广西有色由于未能按期递交重整计划，直接进入破产清算外，剩余其他发行人均已递交了重整计划草案，其中以东北特钢重整计划最为典型。

根据东北特钢重整计划草案，江苏沙钢股份有限公司（简称“沙钢股份”）子公司宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司（简称“锦程投资”）与本钢板材将作为本次重整的意向投资人，投资规模共 55.00 亿元，届时对东北特钢的持股比例分别为 43% 与 10%，剩余 47% 的股权将由东北特钢转股债权人及原股东之一中国东方资产管理股份有限公司（简称“东方资产”）持有。沙钢股份与本钢板材为锦程投资的关联方，上述三家公司实际控制人均为沈文荣。

从清偿比例来看，破产重整后债权人的违约挽回率处于较低水平，但高于破产清算。在东北特钢重整案例中，东北特钢债权人将按照债权规模与种类获得不同的清偿比例，其中持有债权规模在 50 万元以下的部分将根据债权人意愿 100% 清偿；应付账款客户等经营类普通债权人和债券类普通债权人可对超过 50 万元的部分选择按 22.09% 的比例现金清偿或进行债转股；金融类普通债权人（债权银行）将全部进行债转股。

### （三）投资者保护

**违约责任认定目前仍缺乏明确的责任追究机制，不利于对投资者权益进行保护。**

目前债券市场仍缺乏对违约事件的事后处置与违约责任追究机制，对于违约发行人在违约事件中存在的合规问题目前尚无明确事后处罚机制。在已有违约事件中，除个别中小企业私募债发行人由于在债券发行中存在财务信息造假等欺诈发行行为已受到法律追究，其余大多数情况下尚无违约责任界定与赔偿的相关司法案例。从监管部门的视角，违约责任界定如果过于死板，则有可能演变为变相的刚性兑付，不利于债券市场的长远发展。从具体操作来看，交易商协会对大连机床、山东山水水泥集团有限公司（以下简称“山水水泥”）、中国城市建设控股集团有限公司（以下简称“中城建”）等违约发行人的自律处分主要基于信息披露不及时等原因，未对违约事件本身进行公开处罚。

当违约事件发生后，债券受托管理人等中介机构具有督促违约发行人履行偿债义务、为投资者提供信息披露等责任。但就目前已发生的违约案例而言，部分

债券受托管理人在与投资者保持良好沟通方面未能较好地发挥作用。在“15 五洋债”违约事件中，部分债券持有人由于认定“15 五洋债”存在欺诈发行行为，投票罢免了主承销商德邦证券的受托管理人资格。

#### 四、2018 年信用风险展望

随着供给侧结构性改革的深入推进，产能过剩行业景气度回升，行业风险下降，债券市场发行人的盈利状况与流动性状况得到明显改善，未来债券市场整体信用风险将有所下降。但行业内企业信用质量分化趋势将更为明显，发行人自身素质及外部融资压力仍将是信用事件乃至违约事件发生的主要影响因素。从市场层面，2018 年债券市场仍将面临较大的债券集中兑付压力；从行业层面，环保整治标准的提高对部分落后产能企业产生负面影响；就城投企业而言，政府信用对城投企业背书效应褪去，不同区域之间城投企业的信用状况将进一步分化，不排除发生城投企业违约的可能性。

##### （一）行业风险与环保整治压力

随着供给侧结构性改革的深入推进，2018 年预计产能过剩行业信用风险将继续保持下降态势。同时，伴随行业集中度的进一步提高，行业内龙头企业与落后产能企业之间信用质量将保持分化趋势，信用风险将主要集中于环保整治压力较大的落后产能企业。

从 2017 年的情况来看，供给侧结构性改革已经取得了较为显著的效果，主要产能过剩行业的盈利状况与流动性状况得以大幅改善。预计 2018 年行业层面上将继续保持回暖趋势，同时随着企业去杠杆过程的推进，主要产能过剩行业的信用风险将维持下降态势。

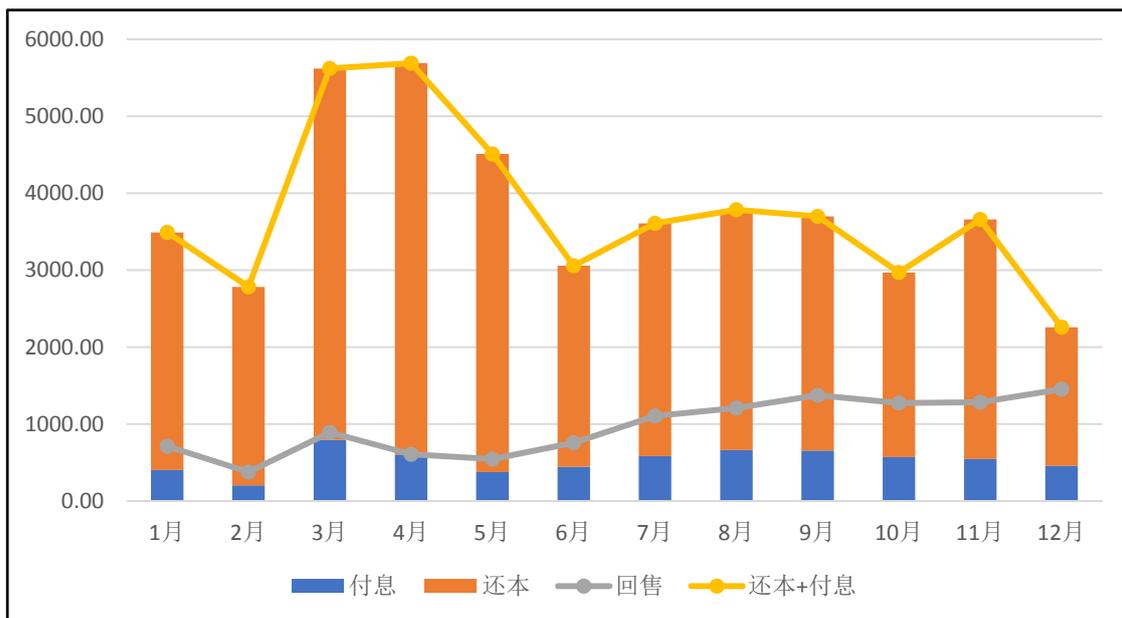
就行业内部而言，伴随产业组织结构的持续优化整合，预计 2018 年行业内龙头企业与经营效率较低、环保整治压力较大的企业之间的信用资质将继续保持分化趋势。从行业政策层面，2017 年以来环保整治力度持续增加，十九大报告中将污染防治列为三项重大任务之一。对于煤炭、钢铁、有色金属、化工、电解铝等高污染行业而言，环保标准升级与产能去化相结合，部分中小型民营企业在淘汰落后产能的过程中或将面临信用风险的持续暴露。

##### （二）债券集中兑付压力

2018 年非金融类债券仍将维持较高的偿付规模，同时进入回售期的债券规模明显增加，发行人仍将继续面临较大的债券集中偿付压力。

2018 年全年非金融类债券预计还本付息规模为 45121.42 亿元，较 2017 年的 57440.11 亿元有所减少，但仍处于较高水平。另一方面，2018 年债券市场进入回售高峰期，全年进入回售期的非金融类债券规模高达 11566.76 亿元，而 2017 年进入回售期的非金融类债券规模仅为 4681.65 亿元。考虑到 2017 年债券市场非金融企业净融资规模下降、回售违约风险持续暴露等因素的影响，2018 年非金融类债券发行人仍将面临较大的债务集中兑付压力。

图表 13. 2018 年非金融类债券还本、付息与回售情况



资料来源：Wind，新世纪评级整理

值得注意的是，从行业来看，大多数行业在 2018 年的还本付息规模较 2017 年均有一定程度下降，但房地产行业的还本付息规模同比大幅增加。2018 年房地产行业<sup>5</sup>还本付息规模合计 2006.23 亿元，较 2017 年增加一倍以上，同时 2018 年房地产行业进入回售期的债券规模共计 4242.97 亿元。自 2016 年四季度以来，监管层面提高了对房地产企业发行债券的审核标准，同时资管新规提高了对非标业务的管控力度，预计 2018 年房地产企业融资环境仍将保持收紧趋势。在这一背景下，部分竞争实力较弱的中小型房地产企业将承受更大的流动性压力，存在信用风险暴露的可能性。

### （三）城投企业转型压力

随着地方政府债务置换接近尾声，城投企业能否顺利完成转型将成为决定其信用资质的关键因素。地方政府债务风险总体可控，但随着政府信用对城投企

<sup>5</sup> 按照申万一级行业标准，已剔除归入房地产行业的城投企业。

业背书效应褪去，部分区域城投企业或面临信用资质下沉的风险，不排除发生城投企业违约事件的可能性。

2018 年地方政府债务置换将进入收官阶段，同时 2017 年以来财政部明显加强了对地方政府违规举债、违规担保等行为的监管处罚力度。2017 年以来，多个省份就城投企业转型发布政策性指引文件。以《重庆市人民政府关于加强融资平台管理的通知》为例，重庆市政府对“空壳类”（仅承担融资职能）、“实体类”（兼有政府融资与公益性项目建设、运营职能）与“商业类”（承担一定的政府融资职能，同时经营其他产业类业务）提出不同要求，分别予以撤销、整合归并为公益类国有企业以及彻底剥离政府融资职能。

从长远来看，能否顺利完成市场化转型将成为城投企业信用资质情况的主要影响因素。地方政府举债进一步规范化将从整体上有利于城投企业的转型发展。根据“开前门、堵后门”的原则，地方政府债务风险总体可控；同时，随着政府信用对城投企业背书效应褪去，不同区域之间城投企业的信用状况将进一步分化，对于部分债务压力较大、转型难度较高的区域而言，当地城投企业或将面临信用资质下沉的风险，不排除发生城投企业违约事件的可能性。

附录 1: 2017 年违约债券明细

附录 1.a: 2017 年之前已发生违约的发行人违约情况

发行人	违约债券	违约债券类型	违约日期	违约规模 (亿元)	备注
珠海中富实业股份有限公司	12 珠中富 MTN1	中期票据	2017-03-28	6.2894	本息兑付违约, 6 月 1 日全部偿付本息
山东山水水泥集团有限公司	14 山水 MTN001	中期票据	2017-02-27	10.61	本息兑付违约
	14 山水 MTN002	中期票据	2017-05-12	12.744	本息兑付违约
东北特殊钢集团有限责任公司	13 东特钢 MTN1	中期票据	2017-01-16	0.854	付息违约
	13 东特钢 MTN2	中期票据	2017-04-12	0.4288	付息违约 (相同债券连续违约)
	15 东特钢 PPN002	定向工具	2017-07-17	9.3438	本息兑付违约 (相同债券连续违约)
内蒙古奈伦集团股份有限公司	11 蒙奈伦债	企业债	2017-05-04	0.5984	付息违约 (相同债券连续违约)
春和集团有限公司	12 春和债	企业债	2017-04-24	0.42012	付息违约
四川省煤炭产业集团有限责任公司	12 川煤炭 MTN1	中期票据	2017-05-15	5	本金违约
	14 川煤炭 PPN001	定向工具	2017-05-19	10.765	本息兑付违约
	14 川煤炭 PPN002	定向工具	2017-09-28	5	本金违约
大连机床集团有限责任公司	16 大机床 MTN001	中期票据	2017-01-16	0.28	付息违约
	15 机床 PPN001	定向工具	2017-02-06	0.28	付息违约
	16 大机床 SCP003	超短期融资券	2017-02-07	5.0847	本息兑付违约
	16 大机床 SCP002	超短期融资券	2017-02-13	5.1578	本息兑付违约
	14 机床 PPN001	定向工具	2017-05-24	5.43	本息兑付违约
	15 机床 MTN001	中期票据	2017-07-31	0.28	付息违约
中国城市建设控股集团有限公司	16 中城建 MTN001	中期票据	2017-03-01	0.7146	付息违约
	14 中城建 PPN002	定向工具	2017-06-12	16.05	本息兑付违约
	15 中城建 MTN001	中期票据	2017-07-14	0.8874	付息违约
	14 中城建 PPN004	定向工具	2017-11-27	1.71	付息违约 (相同债券连续违约)
	12 中城建 MTN1	中期票据	2017-11-28	10.555	本息兑付违约 (相同债券连续违约)
	14 中城建 PPN003	定向工具	2017-11-30	21.12	本息兑付违约 (相同债券连续违约)
	12 中城建 MTN2	中期票据	2017-12-17	10.555	本息兑付违约 (相同债券连续违约)
内蒙古博源控股集团有限公司	16 博源 SCP002	超短期融资券	2017-02-03	8.3906	本息兑付违约
	12 博源 MTN1	中期票据	2017-11-21	11.748	本息兑付违约

资料来源: Wind, 新世纪评级整理

注：本表仅限公募债券发行人；对于相同债券连续违约（即同一支债券连续1年以上未按期足额偿付本金或利息），本表仅统计2017年的未偿付金额。

附录 1.b: 2017 年新增违约发行人违约情况

发行人	违约债券	违约债券类型	首次违约日期	违约规模(亿元)	违约方式	偿付情况
华盛江泉集团有限公司 (注 1)	12 江泉债/江泉暂停	企业债	2017-03-13	1.7723	回售违约	3月22日全部偿付回售资金
信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司 (注 2)	13 弘昌燃气债/13 弘燃气	企业债	2017-06-19	1.7172	回售违约, 仅部分偿付回售资金	未披露
湖州厉华好捷联合纺织有限公司	14 厉华债	中小企业私募债	2017-08-10	2.6	本息兑付违约	未披露
五洋建设集团股份有限公司	15 五洋债	公开发行公司债	2017-08-14	8.61147	回售违约	未偿付
	15 五洋 02	公开发行公司债	2017-08-14	6.00338	触发交叉违约条款	未偿付
丹东港集团有限公司	14 丹东港 MTN001	中期票据	2017-10-30	10	回售违约	未偿付
亿阳集团股份有限公司 (注 3)	16 亿阳 03	公开发行公司债	2017-11-08	7.55	触发交叉违约条款	未偿付
亿利资源集团有限公司	14 亿利集 MTN002	中期票据	2017-11-21	16.125	操作失误导致本息兑付违约	兑付日第 2 天足额偿付
山东玖龙海洋产业股份有限公司	14 海益宝	中小企业私募债	2017-11-24	1.6245	本息兑付违约	未披露
江苏保千里视像科技集团股份有限公司	16 千里 01	非公开发行公司债	2017-11-30	0.72	付息违约	未偿付

资料来源: Wind, 新世纪评级整理

注 1: 发行人仅披露交易所市场的回售规模, 未披露银行间市场的回售规模, 违约规模以此为准;

注 2: 发行人仅对“13 弘昌燃气债/13 弘燃气”个人投资者偿付回售资金;

注 3: 亿阳集团股份有限公司于 2017 年 9 月份发生资管计划违约, 客观触发交叉违约条款, 发行人未披露具体的违约日期; “16 亿阳 03”持有人于 11 月 8 日召开持有人会议, 通过关于触发交叉违约条款的议案, 违约日期以此为准, 违约规模以“16 亿阳 03”发行本金金额为准。

附录 2: 2017 年违约后处置进展情况

发行人	首次违约日期	尚未兑付的违约债项	存续债券	2017 年违约后处置进展
保定天威集团有限公司	2015-04-21	11 天威 MTN1、11 天威 MTN2、12 天威 PPN001、13 天威 PPN001	无	除风电场业务外均处于停产状态; 公司及子公司天威薄膜破产重整计划已被法院受理
珠海中富实业股份有限公司	2015-05-25	无	无	6 月 30 日, “12 珠中富 MTN1”完成兑付
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	维持正常经营; 截至 2017 年末, 2 支违约债券均未完成兑付
中国中钢股份有限公司	2015-10-19	无	无	10 月 23 日“10 中钢债”完成回售资金偿付
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	无	山东山水仍维持经营; 截至 2017 年末, 2015 年至今的财务报表均未披露, 5 支违约债券均未兑付

发行人	首次违约日期	尚未兑付的违约债项	存续债券	2017年违约后处置进展
		MTN001、14 山水 MTN002		
四川圣达集团有限公司	2015-12-07	12 圣达债	无	经营停滞；2017年8月4日，进入债务重组，仍在进行中；截至2017年11月30日，尚未披露2015年、2016年审计报告和2017年半年度报告，违约债务尚未兑付
亚邦投资控股集团有限公司	2016-02-14	无	无	3月24日，“15亚邦CP004”完成兑付
东北特殊钢集团有限责任公司	2016-03-28	13 东特钢 MTN1、13 东特钢 MTN2、13 东特钢 PPN001、13 东特钢 PPN002、14 东特钢 PPN001、15 东特钢 CP001 15 东特钢 CP002、15 东特钢 CP003、15 东特钢 PPN002、15 东特钢 SCP001	13 东特钢 MTN1、13 东特钢 MTN2	7月10日，大连中院批准东北特钢及其子公司重整计划
中煤集团山西华昱能源有限公司	2016-04-06	无	无	维持正常经营，存续债券按时兑付
内蒙古奈伦集团股份有限公司	2016-05-04	11 蒙奈伦	11 蒙奈伦	2017年8月18日，下属的天润化肥进入司法重整；截至2017年末，“11蒙奈伦”利息已兑付，回售本金尚未兑付
春和集团有限公司	2016-05-16	12 春和债、15 春和 CP001	12 春和债	持续经营困难，所投资、控股的企业浙江造船有限公司、南通太平洋海洋工程有限公司、扬州大洋造船有限公司等陆续进入破产重整或破产清算程序；截至2017年末，仍无法出具2016年度财务报告和2017年半年报，2支违约债券仍未完成兑付
四川省煤炭产业集团有限责任公司	2016-06-15	12 川煤炭 MTN1、13 川煤炭 PPN001、14 川煤炭 PPN001、14 川煤炭 PPN002、15 川煤炭 CP001	15 川煤炭 PPN001、15 川煤炭 PPN002、10 川煤债	维持经营；截至2017年末，除“15川煤炭CP001”完成兑付和“14川煤炭PPN001”兑付了利息外，其他违约金额均未兑付
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	国裕物流经营持续困难，银行逾期及欠息很多；截至2017年末，2支违约债券均未兑付
大连机床集团有限责任公司	2016-11-21	14 机床 PPN001、15 机床 CP003、15 机床 CP004、15 机床 MTN001、15 机床 PPN001、16 大机床 MTN001、16 大机床 SCP001、16 大机床 SCP002、16 大机床 SCP003	15 机床 MTN001、15 机床 PPN001、16 大机床 MTN001、16 大机床 MTN002	维持经营；2017年11月，大连中院裁定受理债权人对大连机床及其控股股东高金科技、子公司数控股份、华根机械、美联房地产和索尔置业的重整申请；截至2017年末，除“15机床CP003”完成兑付外，其他8支违约债券均未完成兑付

发行人	首次违约日期	尚未兑付的违约债项	存续债券	2017年违约后处置进展
中国城市建设控股集团有限公司	2016-11-28	11中城建 MTN1、12中城建 MTN1、12中城建 MTN2、14中城建 PPN002、14中城建 PPN003、14中城建 PPN004、15中城建 MTN001、16中城建 MTN001	14中城建 PPN004、16中城建 MTN001、15中城建 MTN001、15中城建 MTN002	受控股权纠纷、融资渠道受限、资金链紧张、面临多起债务诉讼等因素影响，中城建持续经营困难，截至2017年末，8支违约债券仍未兑付
内蒙古博源控股集团有限公司	2016-12-05	12博源 MTN1、16博源 SCP001	13博源 MTN001	维持正常经营；涉及多起诉讼，所持公司股权多被冻结；2017年7月14日，“16博源 SCP002”完成本息兑付，截至2017年末其他2支违约债券仍未兑付
华盛江泉集团有限公司	2017-03-13	12江泉债	12江泉债、13江泉债	3月22日，“12江泉债”完成回售本金兑付
信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司	2017-06-19	13弘燃气	13弘燃气	维持经营；2017年6月21日，完成“13弘燃气”个人投资者回售本金兑付，机构投资者兑付无最新消息
五洋建设集团股份有限公司	2017-08-14	15五洋 02 15五洋债	15五洋债、15五洋 02、16五洋 01、16五洋 CP001	维持经营，因信披问题被上交所、深交所给予纪律处分；截至2017年末，2支违约债券均未兑付
丹东港集团有限公司	2017-10-30	14丹东港 MTN001	14丹东港 MTN001、16丹港 02、16丹港 01、15丹东港 PPN002、15丹东港 MTN001、15丹东港 PPN001、13丹东港 MTN1	维持经营；2017年12月18日，辽宁证监局对丹东港采取出具警示函的行政监管措施；截至2017年末，“14丹东港 MTN001”仍未完成兑付
亿阳集团股份有限公司	2017-11-08	16亿阳 03	16亿阳 01、16亿阳 03、16亿阳 04、16亿阳 05、16亿阳 06、16亿阳 07	维持经营；2017年11月8日，“16亿阳 03”2017年第一次债券持有人会议通过了《关于宣布本期债券因发行人的交叉违约情形已构成违约的议案》，“16亿阳 03”违约；截至2017年末，该债券仍未兑付
亿利资源集团有限公司	2017-11-21	14亿利集 MTN002	16亿利资源债、16亿利债、17亿利 01 16亿利 05、16亿利 04、16亿利 03、16亿利 02、16亿利 01、15亿利集 CP001、17亿利集 CP001、13亿利集 MTN001、15亿利集 MTN002、15亿利集 MTN001、	因资金归集出现意外情况，导致“14亿利集 MTN002”未按期兑付，已于2017年11月21日完成兑付
江苏保千里视像科技集团股份有限公司	2017-11-30	16千里 01	16千里 01	正在中国证监会的调查中，存在被实行退市风险警示及暂停上市的风险，“16千里 01”仍未兑付

资料来源：Wind、公司公告，新世纪评级整理