

## 债券市场信用风险预警报告（2018年1~3月）

信息研究部/武博夫 杜永康

### 摘要:

2018年3月，富贵鸟、金特钢铁分别发布兑付风险预警，其中富贵鸟所发行的公开发行人公司债券“14 富贵鸟”发行规模8亿元，将于4月23日进行回售，目前富贵鸟最新主体信用级别CC级，展望负面；金特钢铁所发行的企业债券“13 金特债”发行规模8亿元，将于5月23日进行回售，目前金特钢铁最新主体信用级别B-级，展望负面。1~3月债券市场共有17家发行人级别或展望下调，其中级别下调幅度较大、市场影响较高的发行人有中弘股份、古纤道新材料、西王集团和上海华信。此外，由于受托管的租赁租金资产支持计划利息支付逾期，恒泰证券对原始权益人与基础资产承租人提起诉讼。

### 一、兑付风险预警

#### 1. 富贵鸟

##### ➤ 债券回售存在重大不确定性

3月22日，富贵鸟股份有限公司（简称“富贵鸟”）发布公告称，公开发行人公司债券“14 富贵鸟”将于4月23日进行回售，但目前公司回售资金与利息尚无明确安排，回售资金偿付存在重大不确定性。“14 富贵鸟”于2015年4月上市发行，发行规模8亿元，票面利率6.30%，发行期限5年，附带第3年末回售与调整票面利率条款。

除“14 富贵鸟”外，富贵鸟还有1支存续非公开发行人公司债券“16 富贵 01”，发行规模13亿元，票面利率6.50%，将于2018年8月12日面临回售。

##### ➤ 盈利能力下降，存在大额资金拆借占用与对外担保

富贵鸟成立于1995年，主要从事皮鞋、皮具的生产与销售业务，实际控制人为林和平三兄弟。2016年以来，受市场竞争冲击影响，公司盈利能力明显下滑，经营性现金流入规模持续下降，同时公司与母公司之间存在大额资金拆借占用与对外担保。2017年9月，公司由于未能完整披露对外担保等事项，收到福建证监局出具的警示函。

截至2017年6月末，富贵鸟以存单质押方式对外提供担保19.59亿元，被担保人主要为其母公司及数家商贸公司；2017年7月，公司发生担保代偿14.15

亿元，导致货币资金大幅下降。同时，公司存在大额非经营性往来占款与资金拆借，2017年下半年对外拆借11.99亿元；2017年12月，公司所购买理财产品发生违约，本金2亿元未能收回；此外公司2017年末应收账款中有2亿元未能获得客户确认。

➤ 评级下调情况

随着富贵鸟债务偿付能力下降，评级机构在2017年11月开始逐渐下调其主体信用级别。截至2018年3月末，新世纪与东方金诚对公司主体信用评级均为CC级。

图表 1. 富贵鸟评级调整历史

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	发布日期
东方金诚	AA	稳定	首次	2014-08-29
	AA	负面	调低	2017-08-28
	A	负面	调低	2017-11-24
	BB	负面	调低	2018-01-03
	CC	负面	调低	2018-02-09
新世纪	AA	稳定	首次	2016-04-15
	BBB+	—	调低	2017-11-14
	B	—	调低	2017-12-07
	CC	—	调低	2018-02-27

资料来源：Wind，新世纪评级整理

2. 金特钢铁

3月8日，企业债券“13金特债”主承销商东北证券发布《风险提示公告》，提醒投资者密切关注本期债券相关风险。“13金特债”于2013年5月23日上市发行，发行规模5.50亿元，发行期限7年附带第5年末回售条款。

根据《风险提示公告》显示，“13金特债”发行人新疆金特钢铁股份有限公司（简称“金特钢铁”）连续多年亏损，截至目前尚未披露2016年年报，虽然2017年经营情况有所好转，但不足以支付2018年利息与回售资金；金特钢铁已有多笔债务发生违约，目前已有相关诉讼14起，涉及金额3.5亿元，其中尚有2.14亿元未履行法院判决；公司受限资产规模较大，资产变现能力较差；此外，金特钢铁母公司新兴际华集团有限公司已将公司49%股权在北京产权交易所挂牌转让，母公司的股东支持能力与支持意愿较低。

除“13金特债”外，金特钢铁无其他存续债券。信用评级方面，2017年12月19日，鹏元将金特钢铁主体信用级别由BBB+级下调至B-级，评级展望负面，“13金特债”债项信用评级B-级。截至2018年3月末，鹏元尚未对上述信用评级做出调整。

## 二、评级下调

### 1. 中弘股份

#### ➤ 评级连续大幅下调

2017 年 12 月 29 日与 2018 年 1 月 3 日，大公将中弘股份主体信用等级由 AA 级先后下调至 A+级、BBB-级，评级展望负面。

根据大公 2017 年 12 月 29 日调级公告称，大公在与主承销商沟通过程中发现，中弘股份向主承销商和大公分别提供的银行账户余额信息存在较大差异，且中弘股份未接受核查其银行账户余额真实性的要求；同时，中弘股份控股股东中弘卓业集团有限公司（以下简称“中弘卓业”）因对外提供 2 亿元的债务本金及 1350 万元利息担保逾期致其持有的中弘股份全部股份被司法冻结，对中弘股份可能获得的股东支持产生负面影响。

在级别下调后第二个工作日，鉴于偿债资金存疑、财务管理不规范及控股股东持有全部公司股份被司法冻结等不利因素，大公将中弘股份主体信用等级再次大幅下调至 BBB-级，评级展望维持负面。

图表 2. 中弘股份评级调整历史

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	发布日期
大公	AA-	稳定	首次	2014-12-10
	AA	稳定	上调	2015-12-04
	A+	负面	下调	2017-12-29
	BBB-	负面	下调	2018-01-03

资料来源：Wind，新世纪评级整理

#### ➤ 业绩大幅预亏，终止发行股份购买土地

1 月 30 日，根据中弘股份业绩预告显示，公司 2017 年归属于上市公司股东的净利润预计亏损约 10 亿元，同比下降约 736.75%。由于受北京商办项目调控政策影响，公司御马坊项目和夏各庄项目（商业部分）销售停滞，2016 年度已销售的御马坊项目业主大量退房，其他区域项目与上年同期相比销售收入也大幅下滑；同时，公司所属境外公司（包括中玺国际、KEE、亚洲旅游等）2017 年亏损较大。

除业绩预亏外，由于受国家环保督查影响无法按时办理完毕土地手续、标的公司股权质押尚未解除无法办理过户转让等原因，中弘股份决定终止发行股份购买土地。

➤ 债务出现逾期，母公司重组仍存在不确定性

截至 3 月 16 日，中弘股份及其子公司累计逾期债务合计金额 11.56 亿元，占 2017 年 9 月末公司净资产总额的 10.52%；同时，公司及其子公司作为被告涉诉金额共计 22.69 亿元（不含延期支付利息及违约金、诉讼费），其中逾期债务 6.70 亿元，债权人财产保全提前偿还的债务 15.99 亿元，分别占 2017 年 9 月末公司净资产总额的 6.10% 与 14.55%。

为缓解债务偿付危机，2 月 14 日中弘股份公告称，中弘卓业于 2018 年 2 月 13 日与深圳港桥股权投资基金管理有限公司（以下简称“港桥投资”）签署了《重组框架协议》。港桥投资设立一支私募股权基金，向合格投资者定向募集 130 亿元人民币，期限为 3+2 年，通过该基金对中弘卓业进行重组，重组范围包括整体业务涉及的资产、负债及股权。目前签订的仅为框架协议，最终重组能否完成尚不确定。截至目前，中弘卓业所持有的中弘股份股权已被全部司法轮候冻结。

2. 古纤道新材料

1 月 12 日、2 月 6 日，大公先后将浙江古纤道新材料股份有限公司（简称“古纤道新材料”）主体信用级别由 AA 级下调至 AA-级、A 级，评级展望负面。

根据大公披露信息，由于预付款项存在较大资金占用及回收风险，古纤道新材料营运资金压力较大，短期债务覆盖较弱，同时资产受限规模较大对再融资能力产生影响。截至 1 月 9 日的《企业信用报告》显示，古纤道新材料存在已结清关注类贷款 12 笔，未结清逾期贷款 7 笔，公司称已全部清偿逾期贷款并完成贷款存量续作，但并未提供最新的《企业信用报告》。

图表 3. 古纤道新材料评级调整历史

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	发布日期
大公	AA-	稳定	首次	2013-05-21
	AA	稳定	上调	2015-03-17
	AA-	负面	下调	2018-01-12
	A	负面	下调	2018-02-06

资料来源：Wind，新世纪评级整理

3. 西王集团

➤ 担保代偿风险导致评级下调

2 月 24 日，大公将西王集团有限公司（简称“西王集团”）主体信用等级由 AA+级下调至 AA 级，评级展望维持负面。2017 年 4 月，西王集团互保企业齐星集团有限公司（简称“齐星集团”）陷入债务危机，西王集团在邹平市政府的协调下对齐星集团进行托管，随后大公将西王集团列入评级观察名单。

根据大公披露，齐星集团进入破产重整流程后，西王集团提供了可能的处置措施，但目前相关各方未按照西王集团提供的计划进度推进齐星集团破产重整方案，西王集团面临的代偿风险进一步加大。此外，受齐星集团风险事件影响，西王集团直接及间接融资渠道均受到不利影响，公司货币资金余额大幅减少。整体来看，西王集团偿债来源与债务负担失衡，对自身债务的保障能力下滑，未来西王集团的偿债能力存在进一步下滑的风险。

➤ 发行人对评级下调做出否定回应

2月26日，西王集团发布公告，对评级下调进行回应。西王集团称，2017年公司玉米深加工和特钢两大主营业务板块生产经营稳健向好，经营业绩超过市场预期。齐星集团破产重整工作在省市县各级人民政府大力推动下，制定了实施方案，齐星集团现在生产经营稳定，方案针对解除担保企业关系达成基本共识，以不高于担保总额的10%的资金支出彻底解除担保关系，对西王集团的有利影响明显高于预期，不会形成代偿风险，且方案正在按司法程序有序推进。此外，西王集团认为，因评级机构未能在此次跟踪评级过程中充分掌握齐星担保事件所取得的尚未公布或公告的重大进展，评级结果未能真实、客观、公正的反映公司经营及担保状况，公司将与监管机构、评级机构及广大投资者积极保持交流沟通，及时披露最新进展。

4. 上海华信

➤ 媒体负面报道，评级下调

2018年3月，联合资信、联合信用与中诚信国际先后下调上海华信国际集团有限公司（简称“上海华信”）主体信用等级。

图表 4. 上海华信评级调整历史

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	发布日期
联合资信	AA	稳定	首次	2014-06-05
	AA+	稳定	上调	2015-04-21
	AAA	稳定	上调	2017-07-12
	AA+	观察名单	下调	2018-03-01
联合信用	AA+	稳定	首次	2015-06-24
	AAA	稳定	上调	2017-06-27
	AA+	观察名单	下调	2018-03-02
中诚信国际	AAA	稳定	首次	2016-12-29
	AA+	观察名单	下调	2018-03-08
	AA-	观察名单	下调	2018-03-30

资料来源：Wind，新世纪评级整理

3月1日，财新网发布对上海华信深度报道，对其政商关系与经营模式提出质疑，造成较大的舆论影响。3月1日与3月2日，考虑到该负面事件对上海华



信经营管理和未来发展可能产生的重大影响，联合资信、联合信用分别将上海华信主体信用级别由 AAA 级下调至 AA+级，并列入评级观察名单。

3 月 8 日，中诚信国际将上海华信主体信用级别由 AAA 级下调至 AA+级，并列入评级观察名单。中诚信国际称，目前上海华信负债水平较高，短期偿债压力较大，媒体报道事件或对公司融资能力与海外收购项目产生负面影响，造成流动性压力上升。3 月 30 日，中诚信国际将上海华信主体信用级别继续下调至 AA-级，并继续列入评级观察名单。

### ➤ 流动性压力开始凸显，债券集中偿付压力很大

3 月 28 日，上海华信披露，公司子公司上海华信集团商业保理有限公司（简称“华信保理”）所发行保理产品发生逾期，逾期规模 600 万元；3 月 30 日，上海华信子公司安徽华信国际控股股份有限公司（简称“华信国际”）披露，上海华信所持有华信国际 4958.33 万股股票已被司法冻结。此外，根据中诚信国际 3 月 30 日评级调整公告披露，上海华信收购俄罗斯国家石油公司 14.16% 股权项目交易进度已出现延期，收购捷克 J&T 金融集团剩余股权项目已被暂停，上述海外收购项目均存在不确定性。

截至 2017 年 3 月末，上海华信共有存续债券 15 支，累计发行规模 306.24 亿元，占公司 2017 年 9 月末资产总额的 16.73%；其中 2018 年公司待偿付本息金额共计 119.58 亿元，可回售债券本金规模 30 亿元，短期偿债压力很大。在再融资压力升高的情况下，上海华信面临很大的流动性压力。据 3 月 26 日彭博社消息称，上海华信母公司中国华信能源有限公司（简称“中国华信”）主要债权银行已正式组建债权人委员会，或将进行债务重组。

## 三、其他信用事件

### 恒泰证券起诉原始权益人案

3 月 8 日，由于“2016 年庆汇租赁第一期资产支持专项计划”（以下简称“庆汇 2016-1”）发生利息支付逾期，“庆汇 2016-1”的计划管理人恒泰证券股份有限公司（以下简称“恒泰证券”）对原始权益人庆汇租赁有限公司（以下简称“庆汇租赁”）、基础资产承租人咸阳鸿元石油化工有限公司（以下简称“鸿元石化”）提起诉讼。

在起诉材料中，恒泰证券要求被告庆汇租赁、鸿元石化支付“庆汇 2016-1”项下待偿付租金本息 5.29 亿元以及相应的罚息和诉讼费用。目前恒泰证券的诉讼请求已被北京市中级人民法院受理，尚未开庭。

### ➤ 资产支持证券基本情况

“庆汇 2016-1”为租赁租金类 ABS，基础资产为庆汇租赁对鸿元化工享有的租金请求权和其他权益及其附属担保权益。2015 年 10 月，鸿元化工与庆汇租赁签订《融资租赁合同（回租）》，租赁期限 3 年，租赁本金 5 亿元，年租赁利率 8.5%，以鸿元石化部分应收账款与存货作为质押担保；随后，恒泰证券、庆汇租赁与鸿元化工签订三方协议，推进资产证券化项目。

2016 年 1 月，“庆汇 2016-1”上市发行，存续期限 2.83 年，发行总额 5 亿元，其中优先级“庆汇 1 优”发行规模 4.75 亿元，票面利率 6.30%，按季度付息；次级发行规模 0.25 亿元，由鸿元石化认购。增信措施方面，“庆汇 1 优”由鸿元石化对中石油兰州分公司的应收账款质押、中石化销售天津分公司对鸿元石化的存货回购承诺作为质押担保；信用评级方面，中诚信证评在“庆汇 1 优”发行时给予其 AAA 级的债项信用评级。

### ➤ 承租人信用恶化，资产支持计划级别大幅下调

鸿元石化成立于 2005 年，实际控制人李永奎持股比例 99.9%。2016 年 7 月，鸿元石化发生安全生产事故全面停产并接受整改。2017 年 12 月 15 日，鸿元化工告知恒泰证券称，公司经营仍处于停产状态，同时公司对外存在巨额欠款，已被多家金融机构采取法律催收程序。随后，中诚信证评于 12 月 22 日将“庆汇 1 优”信用级别由 AAA 级下调至 B 级，并列入观察名单。

附录：2018年1~3月负面调整明细

发行人	证监会大类行业	省份	评级机构	评级日期	调整后评级与展望	上次评级与展望	评级调整因素
富贵鸟股份有限公司	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	福建	东方金诚	2018-01-03	BB/负面	A/负面	门店数量大幅下降，主要产品销量、均价和毛利润持续下滑；未披露大额违规担保，部分已出现代偿；大额资金拆借形成较大资金占用；债券回售，资金压力大
			东方金诚	2018-02-09	CC/负面	BB/负面	“14 富贵鸟”持有人会议显示回售可能性显著加大，公司面临较大兑付压力；资产质量进一步下降，受限资产占比很高，可偿债资金来源大幅减少；或有债务规模上升
			新世纪	2018-02-27	CC	B	—
中弘控股股份有限公司	房地产业	安徽	大公	2018-01-03	BBB-/负面	A+/负面	偿债资金存疑，财务管理不规范，未提供明确偿债来源与资金归集安排，反映资金周转出现问题
山东五莲农村商业银行股份有限公司	货币金融服务	山东	中诚信国际	2018-01-05	A+/负面	A+/稳定	当地企业经营压力上升，担保圈较多，该行贷款回收难度较大，不良贷款率超过监管要求；逾期贷款显著增加，资产质量下降；大幅增加拨备计提，盈利水平下降明显；核心一级资本充足率与资本充足率下降，涉及“13 东特钢 MTN1”债转股
浙江古纤道新材料股份有限公司	化学纤维制造业	浙江	大公	2018-01-12	AA-/负面	AA/稳定	公司本部业务向子公司转让，本部偿债风险上升；营运资金压力较大，预付款存在资金占用与回收风险；抵质押规模较大，影响再融资能力；债务集中偿付压力较大；或有负债风险
			大公	2018-02-06	A/负面	AA-/负面	贷款出现逾期，未提供债券偿债资金落实安排
浙江省商业集团有限公司	零售业	浙江	大公	2018-01-26	AA-/稳定	AA/负面	剥离家电销售业务后商贸流通板块利润将降低；受侨兴债事件影响，保险业务赔付支出规模较大，后续追缴存在不确定性；保险业务受保监会处罚；期间费用对利润侵蚀严重；经营性现金流持续净流出；涉诉资金较大
亿阳集团股份有限公司	综合	黑龙江	联合信用	2018-01-30	C	CC/负面	“16 亿阳 01”已构成实质性违约
湖北宜化化工股份有限公司	化学原料及化学制品制造业	湖北	联合信用	2018-02-02	A-	AA-	2017 年预计大幅亏损侵蚀净利润；主要生产装置停产或限产；大宗商品材料上涨造成成本上升
			中诚信国际	2018-02-06	A	AA-	2017 年预计大幅亏损；母公司宜化集团向湖北联投转让股权事宜终止；再融资能力下降，子公司停产导致流动性压力进一步增加
			中诚信证评	2018-02-07	A	AA-	受安全事故、原材料供应与成本影响停产导致大幅亏损；债务负担较重，短期偿债压力较大；担保方担保能力有限
湖北宜化集团有限责任公司	化学原料及化学制品制造业	湖北	中诚信国际	2018-02-06	A	AA-	主要子公司 2017 年预计大额亏损；与湖北联投终止合作；债务负担重，负债水平处于高位



发行人	证监会大类行业	省份	评级机构	评级日期	调整后评级与展望	上次评级与展望	评级调整因素
吉林蛟河农村商业银行股份有限公司	货币金融服务	吉林	新世纪	2018-02-08	A	A+/稳定	违规购买理财产品受银监会处罚；所投资债权信托逾期；同业负债往来利息大规模上升，净利润大幅下降；贷款质量持续下降
神雾科技集团股份有限公司	生态保护和环境治理业	北京	联合信用	2018-02-11	A-	AA-/稳定	上市公司神雾环保股权质押违约；神雾环保与上市子公司神雾节能股价跌幅较大，已质押股票存在平仓风险
			联合信用	2018-03-02	BBB/观察名单	A-/观察名单	股票质押式回购履约保障比例已低于预警值；；融资租赁租金逾期，公司持有上市子公司股份已被司法冻结
			联合信用	2018-03-15	B/观察名单	BBB/观察名单	上市子公司非公开发行公司债券违约，公司未履行担保代偿；引入战略投资者事宜仍存在很大不确定性
神雾环保技术股份有限公司	专用设备制造业	北京	联合信用	2018-02-11	A/观察名单	AA/稳定	—
			联合信用	2018-03-02	BBB+/观察名单	A/观察名单	—
西王集团有限公司	农副食品加工业	山东	大公	2018-02-24	AA/负面	AA+/负面	存货跌价风险；流动资产对流动负债保障程度不高；齐星集团破产重整方案长时间未确定，处置措施未按计划推进，公司代偿风险进一步加大；融资渠道受到不利影响，偿债来源无法覆盖担保债务
云南路桥股份有限公司	土木工程建筑业	云南	东方金诚	2018-02-28	AA-/负面	AA/负面	“16云路01”回售兑付压力；新签合同额与在手合同额下降，营业收入下降；工程款回收期限长；债务负担较重，资产负债水平高
邦银金融租赁股份有限公司	其他金融业	天津	联合资信	2018-03-01	AA+/观察名单	AAA/稳定	实际控制人安邦保险集团被保监会接管，影响对公司的支持能力
上海华信国际集团有限公司	批发业	上海	联合资信	2018-03-01	AA+/观察名单	AAA/稳定	媒体报道对公司经营管理和未来发展可能产生重大影响
			联合信用	2018-03-02	AA+/观察名单	AAA/稳定	媒体报道对公司经营管理和未来发展可能产生重大影响
			中诚信国际	2018-03-08	AA+/观察名单	AAA/稳定	媒体报道对公司直接和间接融资能力产生了影响；海外收购项目延期，存在一定的不确定性
			中诚信国际	2018-03-30	AA-/观察名单	AA+/观察名单	控股子公司华信保理产品逾期；公司持有的控股子公司华信国际股权被冻结；债券集中偿付压力很大；海外收购项目存在不确定性
深圳市金立通信设备有限公司	计算机、通信和其他电子设备制造业	广东	联合信用	2018-03-02	AA-/稳定	AA/稳定	—
丹东银行股份有限公司	货币金融服务	辽宁	联合资信	2018-03-23	A+/观察名单	AA-/稳定	对违约主体丹东港集团风险敞口较大，丹东港集团信用水平恶化，对公司的资产质量、信贷资产风险分类准确度、拨备充足水平、资本充足性及盈利水平已产生重大负面影响

资料来源：Wind，新世纪评级整理