

债券市场违约与信用风险事件报告（2018年4月）

信息研究部/武博夫 杜永康

摘要:

2018年4月，债券市场共有3支债券发生违约，分别涉及亿阳集团、富贵鸟与春和集团3家发行人，其中富贵鸟是继神雾环保之后2018年第2家新增违约发行人。除债券违约事件外，2018年4月洲际油气发布“16洲际01”兑付风险提示公告；天津市政集团下属子公司信托计划违约。

一、违约事件

1. 概况

2018年4月债券市场共有3支债券发生违约，分别为公募公司债“16亿阳04”、“14富贵鸟”与企业债“12春和债”，其中“14富贵鸟”是发行人富贵鸟股份有限公司（以下简称“富贵鸟”）首支违约债券，其余两支违约债券的发行人亿阳集团股份有限公司（以下简称“亿阳集团”）与春和集团有限公司（以下简称“春和集团”）此前均有债券违约记录。目前，亿阳集团多支债券连续发生违约，公司意图通过引入战略投资者进行重组；春和集团已停止生产经营活动，已处于资不抵债状态，未来债务偿付与违约挽回情况堪忧。

图表 1. 2018年4月债券市场违约事件情况

发行人	违约债券	违约债券类型	违约日期	违约规模(亿元)	存续债券数量与本金余额(截至4月末)	备注
亿阳集团股份有限公司	16亿阳04	公开发行公司债	2018-04-21	0.8591	5支, 37.91亿元	付息违约
富贵鸟股份有限公司	14富贵鸟	公开发行公司债	2018-04-21	7.02468	2支, 14.48亿元	回售与付息违约
春和集团有限公司	12春和债	企业债	2018-04-24	5.82012	无	本息兑付违约, 相同债券连续第二年付息违约

注：存续债券不包括投资者已选择全额回售、但发行人未能偿付回售资金的违约债券；违约金额仅限违约债券的本息金额，不含罚息与手续费；不含资产支持证券

资料来源：Wind，新世纪评级整理

2. 富贵鸟

4月23日，公开发行人公司债券“14 富贵鸟”回售与付息违约，违约规模共7.02亿元（其中违约本金6.53亿元，违约利息0.50亿元），发行人富贵鸟也成为继神雾环保之后，2018年债券市场第二家新增违约主体。

“14 富贵鸟”于2015年4月上市发行，发行规模8亿元，票面利率6.4%，发行期限5年附带第3年末回售条款。在信用评级方面，2017年以来东方金诚与新世纪评级已多次下调公司主体信用级别，截至“14 富贵鸟”违约前上述两家评级机构均已将其主体信用级别下调至CC级。除“14 富贵鸟”外，公司仍有1支非公开发行人公司债券“16 富贵 01”存续，发行规模13亿元，票面利率6.5%，将于2018年8月面临回售。

➤ 营业收入下滑，应收账款回收情况恶化影响流动性

富贵鸟成立于1995年，主要从事皮鞋、皮具的生产与销售业务。皮鞋行业市场竞争激烈，近年来线下销售渠道受线上销售冲击较大。2014~2016年公司营业收入分别为23.23亿元、20.32亿元与14.92亿元，呈下大幅降趋势。虽然从销售毛利率来看富贵鸟仍保持较高的毛利率水平，2014~2016年销售毛利率分别为40.32%、40.26%与38.45%，但公司应收账款对资金占用程度持续上升，加剧了公司的流动性紧张。富贵鸟产品销售以经销模式为主，经销模式销售规模占营业收入的三分之二左右，公司对经销商依赖较高。为缓解经销商资金压力，公司将经销商账期由90天放宽至120天，同时部分客户回款出现逾期。2014~2016年公司应收账款余额分别为6.68亿元、7.80亿元与12.08亿元，在营业收入下降的同时应收账款却呈大幅上升状态，加剧了公司的资金压力。

➤ 大额担保代偿与资金拆借，货币资金流失严重

2016年10月，“14 富贵鸟”受托管理人国泰君安证券披露，富贵鸟存在未披露的对外担保事项。此后公司虽然公告称已解除上述对外担保，但根据福建证监局调查显示，公司仍存在隐瞒对外担保事项，由此福建证监局对公司出具警示函。2018年2月富贵鸟披露了修订后的2017年半年报，其中显示截至2017年6月末公司对外担保总额为20.98亿元，较2016年末新增6.42亿元，占当期公司所有者权益的80%以上。

除违规担保外，富贵鸟还存在大额资金拆借，截至2017年6月末非经营性往来占款达14.14亿元，其中担保代偿2.00亿元，资金拆借12.15亿元。2017年7月，公司又发生担保代偿14.15亿元。除母公司富贵鸟集团有限公司之外，公司对外担保与资金拆借对象为数家商贸公司，注册信息显示可能与公司存在关联

关系，同时公司一直没有披露资金拆借的用途。截至 2017 年 6 月末公司货币资金余额为 20.35 亿元，但由于对外担保代偿与资金拆借导致的资金占用，其中可动用货币资金仅 0.69 亿元，导致公司债务偿付能力大幅下降。

➤ 违约后续处置展望

根据富贵鸟违约公告披露，截至 2018 年 3 月末公司有息债务总量为 26.24 亿元，其中银行借款 5.12 亿元，公司债券 21 亿元，同时公司剩余未使用授信额度仅 0.53 亿元。就违约后处置来看，公司资产集中于货币资金、其他应收款与应收账款，其中货币资金大多数处于受限状态，其他应收款与应收账款回收难度较大，而且公司难以获得有效的外部支持，未来公司成功进行资产重组的可能性较低。如果债券持有人对富贵鸟及其资金占用关联方提起民事诉讼的话，债券持有人或将面临复杂的司法流程。整体来看，“14 富贵鸟”持有人的违约挽回情况不容乐观。

二、信用风险事件

2018 年 4 月洲际油气股份有限公司发布公司债券“16 洲际 01”兑付风险预警公告，虽然此后“16 洲际 01”按时足额完成兑付，但公司仍面临较大的流动性压力；天津市属城投企业天津市政建设集团有限公司的子公司发生信托借款违约，成为继云南国资以来 2018 年第二起国资平台公司信托计划违约案例。

1. 洲际油气发布兑付风险提示公告

➤ 风险提示公告

4 月 10 日，洲际油气股份有限公司（以下简称“洲际油气”）发布风险提示公告称，将于 5 月 2 日到期兑付公开发行公司债券“16 洲际 01”偿付存在不确定性。“16 洲际 01”于 2016 年 4 月 29 日上市发行，发行规模 7 亿元，票面利率 7.5%，发行期限 2 年。

信用评级方面，“16 洲际 01”发行时联合信用给予洲际油气主体信用级别 AA-级，评级展望稳定。4 月 10 日，联合信用将洲际油气主体信用级别下调至 A 级并列入评级观察名单。

➤ 频繁大规模收购，现金流压力较大

洲际油气前身为海南正和实业集团股份有限公司，1996 年公司股票在上交所上市发行（股票代码 600759）。2013 年 12 月公司母公司广西正和实业集团有限公司（以下简称“正和实业”）发生股权变更，许玲通过多层持股关系成为洲

际油气实际控制人，2014 年开始公司主营业务由商业地产经营与开发转向石油勘探开发与经营。

在实际控制人发生变更后，洲际油气通过海外收购进入石油行业，并连年保持大规模并购扩张，主要包括：

- 2014 年 12 月公司通过非公开发行股票募集资金 30.11 亿元，用于收购哈萨克斯坦马腾石油股份有限公司（以下简称“马腾公司”）；
- 2015 年 8 月，公司以 3.41 亿美元的价格收购哈萨克斯坦克山股份有限公司（以下简称“克山公司”）；
- 2016 年 12 月公司以 1.00 亿美元价格收购哈萨克斯坦油气运输公司 Petroleum LLP 50% 的股权；
- 除海外并购外，洲际油气 2015 年以 11.03 亿元认购焦作万方铝业股份有限公司（以下简称“焦作万方”）8.77% 的股份。

由于连年从事大规模并购，洲际油气投资性现金流呈大幅净流出状态，2014~2016 年分别净流出 33.72 亿元、32.89 亿元与 11.36 亿元，其中取得子公司及其他营业单位支付的现金净额分别为 30.61 亿元、21.44 亿元与 5.88 亿元。在大规模资本性支出的压力下，公司刚性债务规模大幅攀升，2014~2017 年末刚性债务余额分别为 36.25 亿元、54.22 亿元、70.76 亿元与 68.26 亿元。刚性债务规模长期处于高位，同时由于存在短债长投的现象，公司流动性压力长期处于紧张状态。

➤ 盈利能力较差，出售资产缓解流动性压力

从盈利能力来看，虽然洲际油气由于合并口径扩大导致营业收入大幅增长，但是债务规模的持续扩大使得财务费用攀升，从而导致公司净利润处于较低水平。由于收购 Petroleum LLP 之后新增运输业务，公司 2017 年营业收入由上年的 12.06 亿元大幅增加至 28.51 亿元，但同时公司财务费用由上年的 3.24 亿元大幅上升至 7.00 亿元，导致公司当年净利润出现亏损。由于盈利能力较差，公司无法依靠自身经营偿还短期债务。

在短期债务偿付压力下，洲际油气不得不以低于成本的价格处置部分资产。2017 年 10 月，洲际油气以亏损 0.70 亿元的代价，低价转让其持有的“第一储备第十三期基金”；2017 年 11 月，公司转让全部所持有的焦作万方股份。公司低价出售资产反应出公司流动性状况已陷入极度紧张状态。

➤ 后续情况

2018年5月2日，洲际油气完成“16洲际01”全部本息的按时兑付，公司并未披露兑付资金的具体来源。同时，公司并未停止海外扩张的脚步，已中标伊拉克石油部油气田勘探和开发权，并就此与安东油田服务集团、华油惠博普科技股份有限公司签订战略合作协议。随着未来海外业务的进一步开展，洲际油气预计仍将保持较大的资本性支出压力和流动性紧张状态，从而对公司其他刚性债务的偿付造成不利影响。公司短期刚性债务较为沉重，截至2018年3月末达43.97亿元。目前公司仍有1支公开发行人公司债券“16洲际02”存续，发行规模1.5亿元，票面利率7.0%，将于2018年8月到期。

2. 天津市政集团下属子公司信托借款违约

➤ 信托计划违约，融资人为天津市属城投平台子公司

4月13日、14日，天津市市政建设开发有限责任公司（以下简称“天津市政建发”）发生信托借款违约，未能按期偿付“方正东亚·天津市政开发流动资金贷款集合资金信托计划”（以下简称“天津市政开发信托计划”）第三期、第四期的本息。

“天津市政开发信托计划”发行规模共5亿元，由国通信托（原名方正东亚信托）发起成立，委托人为中电投先融（上海）资产管理有限公司（以下简称“中电投先融”），融资人为天津市政建发，由天津市政建发的母公司天津市政建设集团有限公司（以下简称“天津市政集团”）提供担保。在信托借款违约后，经过协商沟通，天津市政建发承诺将于2018年6月29日之前完成全部违约借款本息的清偿。国通信托、中电投先融等信托计划参与方未披露信托借款的违约规模等具体信息。

“天津市政开发信托计划”违约事件是2018年以来继云南省国有资产运营有限公司之后第二起国资平台子公司信托计划违约事件。

➤ 融资人：小型国资房地产企业，营业收入不稳定

天津市政建发成立于1983年，前身为天津市政开发建设总公司，2007年与天津市国资委下属的另外两家公司天津滨海发展投资控股有限公司（以下简称“滨海发展”）、天津市建设发展有限公司组建天津市政集团。公司主要经营房地产开发业务，是天津市政集团下属的两家房地产开发板块子公司之一（另一家为滨海发展的子公司天津市松江股份有限公司，简称“天津松江”，股票代码600225）。

天津市政建发并未披露其经营与财务状况，但根据已披露的天津市政集团房地产销售业务板块收入与天津松江营业收入推测，2014~2016年天津市政建发营业收入在约3亿元至12亿元不等，业务规模较小且受房地产销售情况波动较大。受限购政策影响，2017年天津市房地产市场成交规模显著下降，商品房销售面积与销售金额分别同比下降45.3%与34.7%。市场环境的大幅波动可能对天津市政建发的营业收入产生较大影响，进而成为信托计划违约的直接原因。

➤ 担保人：债务压力较大，担保能力较低

作为“天津市政开发信托计划”的担保人，天津市政集团在子公司发生违约时未能对其提供代偿。天津市政集团是天津市国资委直属企业，业务收入主要来自房地产销售、土地出让与基础设施代建等。具体来看，天津市政集团基础设施代建业务规模较小，土地出让收入波动较大，房地产销售收入受天津市限购政策影响较大。同时，天津市政集团土地一级开发项目、在建房地产项目资金占用较大且未来资金需求较高；公司资产负债率很高，债务规模累积导致财务费用对利润严重侵蚀。

信用评级方面，2012年天津市政集团发行企业债券“12津市政债”，鹏元给予公司主体信用级别AA级。2014年鹏元将公司主体信用级别展望调整为负面，该负面展望一直维持到2018年1月“12津市政债”到期兑付。

总体来看，天津市政集团在市属城投平台中处于非核心地位。2017年以来天津市经济增速与财政收入情况较往年有一定程度的下滑，在目前对地方政府隐性债务监管力度加强、各监管机构明确要求割裂地方政府对城投企业隐性担保关系的背景下，天津市政集团可以获得外部支持力度较弱，从而进一步降低了天津市政集团对其子公司的担保实力。

附录：2018年4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
安徽盛运环保(集团)股份有限公司	通用设备制造业	安徽	中诚信国际	2018-04-04	AA-/观察名单	AA/稳定	子公司涉诉、对外担保涉诉、付息逾期，实际控制人持有公司股份被司法冻结；实际控制人拟转让公司股权；经营压力大，流动性压力上升
上海华信国际集团有限公司	批发和零售业	上海	联合资信	2018-04-09	AA/观察名单	AA+/观察名单	子公司华信保理所发行的保理产品逾期；持有子公司华信国际司法冻结；一季报预亏；质押纠纷案；筹划重大事项，可能导致实际控制权变更
			联合信用	2018-04-10	AA/观察名单	AA+/观察名单	子公司华信保理所发行的保理产品逾期；持有子公司华信国际司法冻结；一季报预亏；质押纠纷案；筹划重大事项，可能导致实际控制权变更
天广中茂股份有限公司	专用设备制造业	福建	联合信用	2018-04-10	AA-/观察名单	AA/稳定	第二大股东股权质押触及平仓线，持有公司股份已被司法冻结；第一大股东与第二大股东拟转让公司股权；应收账款对资金占用极大
洲际油气股份有限公司	石油和天然气开采业	海南	联合信用	2018-04-10	A/观察名单	AA-/稳定	年报业绩预亏，盈利能力下降；股权投资亏损；“16洲际01”偿债资金无明确保障，按期兑付存在较大不确定性
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	2018-04-07	A	AA-/稳定	---
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	2018-04-20	C	CC/负面	“14 富贵鸟” 已发生违约
			新世纪	2018-04-23	C	CC	---

资料来源：Wind，新世纪评级整理