

## 国储能源美元债违约 关注关联方违约风险

研发部 周美玲 郭文渊

### 事件概要:

5月27日,中国国储能源化工集团股份有限公司(以下简称“国储能源”或“CERCG”)公告称,由其全资子公司发行并由其提供担保的3.5亿美元债未能偿还,构成实质违约。

违约债券由国储能源全资子公司 CERCG Overseas Capital Company Limited 发行,由国储能源提供担保,票面利率为 5.25%,债券于 5 月 11 日到期。5 月 14 日, CERCG Overseas Capital Company Limited 将本期违约债券的应付利息汇入其主要支付代理账户,仅支付了应付利息,而未偿付到期的 3.5 亿美元本金,公司计划 5 月 25 日偿还债券本金,然而 25 日仍未按时偿付本金,构成实质性违约。

本期债券违约还触发了另外两支债券的交叉违约,即 2021 年到期的由其子公司 CERCG Holding Limited 发行的 4 亿美元票面利率为 5.55% 由 CERCG 提供担保债券和 2022 年到期的由其子公司 CERCG Overseas Company Limited 发行的 20 亿港元票面利率为 6.30% 由 CERCG 提供担保债券。

### 真假国企身份:

违约事件发生后,舆论的焦点都落在了国储能源的背景上。由于国储能源非上市公司,且在境内无发债记录,我们只能通过综合分析各方消息,在有证据的基础上略窥一二。

据国家企业信用信息公示系统显示,2018 年 4 月 20 日公示的股东与出资信息显示,中国富莱德实业公司持股 49%,中国海外控股集团有限公司持股 27%,中国华联国际贸易公司持股 15%,国能天然气进出口(北京)有限公司持股 9%。中国富莱德实业公司穿透后为北京市商务委员会,这与近日彭博新闻报道“北京市商务委员会现为该公司最大股东,持股 49%”相契合。北京市商务委员会为部委单位,可看出国储能源确实具有国企背景,至少曾经拥有。另有消息称国储能源最新股东已变更为陈义和、邓天州和段崇军三位自然人股东,持股比例不明。该消息尚不能证实。但是从国储能源国内的关联方金鸿控股集团股份有限公司(简称“金鸿控股”)的公告来看,公告之日前,即 5 月 18 日前陈义和是国储能源股东的可能性基本可以排除。

市场对国储能源身份的质疑主要来自于如下一系列事件:其关联企业股权运

作频繁、下属企业随意变更股权关系、下属企业因曾用名傍靠中石油而遭起诉以及公司法人兼董事长陈义和身份的扑朔迷离、公司法人已于债券违约后变更为现任总裁朱宁等。具体事件不作赘述，但是每一事件都为企业的信用和国企身份的不自信蒙上了一层阴影。

### 国储能源违约，国内信贷紧缩的又一牺牲品

2018 年以来，违约事件连环爆，从外部因素来看，直接导火索多因融资不畅，债务滚动难以为继。国储能源公告称，未能按时偿付的原因是过去两年中国信贷紧缩，限制了其在中国的融资渠道，包括银行借款和债券发行。由于国储能源及其子公司的现金流和资本需求持续增加，导致了公司的流动性紧缩。国储能源将继续其业务经营，但计划剥离部分资产，以解决目前的现金流困难。

从可获得的仅有的几个财务指标来看，国储能源总资产由 2014 年末 88.72 亿元增长 268.14% 至 2016 年末的 326.61 亿元，资产的增长主要依赖于负债规模的大幅攀升，同期，总负债由 35.99 亿元大幅增长 458.34% 至 200.96 亿元，资产负债率也由 2014 年末 40.56% 上升至 2016 年末 61.53%。2014 年~2016 年，国储能源净利润分别为 7.78 亿元、9.76 亿元和 16.48 亿元，经营活动现金净流入分别为 2.16 亿元、21.11 亿元和 8.43 亿元，净利润和现金流虽也有所增长，但可以看出其规模和增速与资产和债务的增速并不匹配，可见公司债务扩张过程中对资金的需求度在不断提高，在自我造血能力有限的情况下，资金链越来越紧张。

### 风险敞口：尚有多只债券未到期

截至 5 月末，国储能源海外子公司尚存续 6 支债券，仍有 15.46 亿美元和 20 亿港币待偿还。本期 3.50 亿美元的违约，还触发了 2021 年 4 月 14 日到期的 4.00 亿美元债和 2022 年 4 月 27 日到期的 20.00 亿港币债券的交叉违约。

表 1：国储能源待偿还债券信息

发行人	到期日	发行金额 (亿)	货币	票息 (%)	付息频率
CERCG Overseas Capital Company Limited	20180511	3.50	USD	5.25	半年
中国国储能源化工集团金融 III 有限公司	20181221	1.31	USD	6.25	半年
中国国储能源化工集团国际有限公司	20190115	4.00	USD	6.125	半年
中国国储能源化工集团国际控股有限公司	20191125	2.65	USD	6.25	半年
CERCG Holding Limited	20210414	4.00	USD	5.55	半年
CERCG Overseas Capital	20220427	20.00	HKD	6.30	半年

Company Limited					
-----------------	--	--	--	--	--

资料来源：Bloomberg，新世纪评级整理

这并非第一起中资企业境外美元债违约事件。据彭博，截至 5 月末，最终母公司涉险国为中国的企业发行美元或港币违约债券有 56 支，涉及主体 30 家，涉及行业有勘探及生产、可再生能源、金融服务、消费者服务等。

### 关注关联公司的偿债安全性

国储能源违约后，在舆论的传导下，其关联方金鸿控股债券交易及股票交易均受到影响，5 月 16 日“15 金鸿债”停牌，5 月 17 日金鸿控股停牌，理由是拟筹划非公开发行股票购买资产。其后，金鸿控股于 5 月 18 日发布公告，澄清金鸿控股与国储能源的关联关系，金鸿控股实际控制人兼董事长陈义和为国储能源董事长，国储能源为公司关联法人。金鸿控股与国储能源不存在任何股权关系，陈义和亦不持有国储能源股份。该公告还说明了金鸿控股与国储能源业务往来正常，关联交易金额在公司业务往来中占比极小。信用评级方面，联合资信和联合信用对金鸿控股的主体评级均为 AA 级，自首次评级后级别未发生变化，最新主体评级时间分别为 2018 年 1 月 9 日和 2017 年 6 月 23 日，联合信用对“15 金鸿债”的评级为 AA 级，在国储能源违约后联合信用和联合资信先后发布了关注公告。截至目前为止，金鸿控股股票和债券均尚未复牌。

考虑到国内目前的融资环境，关联企业的违约将会对金鸿控股的后续融资产生较大不利影响，特别是在金鸿控股对营运资金需求大、资本性支出持续增长的情况下。从金鸿控股近三年财务数据来看，资产总额分别为 91.96 亿元、121.62 亿元、133.00 亿元，资产负债率分别为 54.68%、64.41%和 65.48%，债务规模增长较快。经营性现金净流入量分别为 4.37 亿元、6.97 亿元和 6.89 亿元，营业收入分别为 25.73 亿元、24.71 亿元和 37.65 亿元，净利润分别为 2.87 亿元、2.14 亿元和 2.90 亿元。2017 年金鸿控股营业收入大幅增长，但不断地兼并扩张使得公司管理费用居高不下，同时债务规模大幅增长使得财务费用对利润侵蚀严重，公司盈利能力并未显著改善。从 15 金鸿债募集条款来看，设有债券存续第三年末回售选择安排，即 2018 年 8 月底将面临发行人回售选择，在信贷收紧及投资者对民营企业债券风险偏好下降的情况下，需持续关注回售资金安排。另外，金鸿控股还有一支 8 亿元中票和一支超短券将于 2019 年到期。