

再融资压力凸显 民营企业违约频发

研发部 戴晓枫 武博夫

摘要:

2018年3月至5月期间,债券市场集中发生多起违约事件,其中神雾环保、富贵鸟、中安消、凯迪生态及其母公司凯迪新能源、上海华信等多家企业发生债券违约。与往年违约事件相比,2018年违约发行人主要集中于民营企业,且上市公司违约事件的突发性明显增强。从外部因素来看,强监管压力下融资环境收紧导致企业再融资难度增大,是近期违约事件集中爆发的主要原因;从内部因素来看,大部分发生违约发行人近年来资本性支出维持高位、债务结构短期化且周转压力上升,同时部分发行人在合规管理方面存在一定缺陷,进一步削弱了企业的再融资能力,最终导致违约。

近期,我国央行在推行稳健中性的货币政策、增加金融市场流动性支持、稳定市场情绪等方面均做出了相应的操作。预计2018年下半年,实体经济融资难度将有所缓解,但仍需密切关注部分集中偿付压力大的行业中信用质量偏弱企业的流动性风险和再融资压力。

一、2018年3~5月违约事件概况

2018年3~5月,债券市场集中发生多起违约事件,违约发行人包括神雾环保、富贵鸟、中安消、凯迪生态及其母公司凯迪新能源、上海华信等。截至6月1日,上述6家新增违约发行人共有7支债券发生违约,违约规模本息共计55.81亿元;从存续债券来看,新增违约发行人及其母公司等主要关联方的存续债券本金余额超过300亿元以上。

图表 1. 2018 年债券市场新增违约事件 (截至 2018 年 6 月 1 日)

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	证监会大类行业	股票上市地点
神雾环保	16 环保债	非公开发行公司债	2018-03-14	4.91	无	专用设备制造业	创业板
富贵鸟	14 富贵鸟	公开发行公司债	2018-04-21	7.02	无	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	港股
	16 富贵 01	非公开发行公司债	2018-05-08	13.85			
中安消	15 中安消	非公开发行公司债	2018-04-30	0.94	1 支, 11 亿元	软件和信息技术服务业	上证 A 股
凯迪生态	11 凯迪 MTN1	中期票据	2018-05-07	6.98	4 支, 27.8 亿元	电力、热力生产和供应业	深证 A 股

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	证监会大行业	股票上市地点
上海华信	17 沪华信 SCP002	超短期融资券	2018-05-21	20.89	13 支, 260 亿元	批发业	深交所中小板(子公司)
凯迪新能源	16 凯迪债	公司债	2018-06-01	1.2245	2 支, 28 亿元	综合	凯迪生态母公司

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。

资料来源：Wind，新世纪评级整理

二、违约事件的主要特征

(一) 集中于民营企业上市公司

2018 年新增违约发行人全部为民营企业，且均为上市公司或上市公司关联方，其中神雾环保、中安消与凯迪生态为境内上市公司，富贵鸟为港股上市公司，上海华信未在股票市场上市，但其子公司华信国际为深交所中小板上市公司。

(二) 违约事件突发性明显增强

与往年的典型违约事件相比，2018 年违约事件中发行人重大负面事件成为发生违约的直接导火索。重大负面事件包括财务信息质量问题、信息披露违规、股权质押回购爆仓、计提大额资产减值与媒体负面报道等，同时发行人从首次暴露负面事件到债券违约的时间较短，违约事件的突然性较大。除中安消在 2017 年便已发生年报非标事件之外，神雾环保、凯迪生态、上海华信等发行人从负面事件发生到发生违约的时间均在一个月左右。

图表 2. 2018 年新增违约发行人：从负面事件到债券违约

发行人	负面事件发生时间	违约风险触发事件	截至违约前的后续发展	违约时间	2018 年初级别
神雾环保	2018 年 2 月	母公司神雾集团股票质押回购爆仓	神雾集团持有的公司股票被司法冻结；融资租赁发生违约	2018-03-14	AA/稳定
富贵鸟	2017 年 7 月	披露大额违规担保	发生大额担保代偿，被福建证监局出具警示函	2018-04-21	B/观察名单 A/负面
中安消	2017 年 4 月	德勤出具非标准审计报告	被证监会立案调查，借壳上市时存在虚增估值嫌疑	2018-04-30	A/观察名单
凯迪生态&凯迪新能源	2018 年 3 月末	年报业绩预告，由于计提资产减值，由预计盈利 3.34 亿元转为大幅亏损 13 亿至 16 亿元	—	2018-05-07	AA/稳定

发行人	负面事件发生时间	违约风险触发事件	截至违约前的后续发展	违约时间	2018 年初级别
上海华信	2018 年 3 月初	财新网发表负面报道	子公司华信保理产品逾期，子公司华信国际股权冻结	2018-05-21	AAA/稳定

资料来源：新世纪评级整理

（三）与历史违约情况比较

从历史违约情况来看，债券市场上次集中违约风潮可以追溯至 2016 年二季度，包括东北特钢、广西有色、川煤集团等多家企业短期内集中发生债券违约。但与 2016 年相比，2018 年的违约事件在市场环境、违约的原因与信用风险暴露的路径等方面均存在诸多不同：

融资环境方面，2016 年发行人融资环境整体较为宽松，债券市场处于高速扩容期。2018 年以来，资管新规颁布、非标融资受限、监管环境趋严，部分发行人融资环境收紧，融资成本升高；同时债券市场进入集中偿付阶段，对于债务压力较大的企业，若在债券到期前无法获得新的融资进行本息偿付，则必然导致违约。

行业特征方面，2016 年违约发行人集中于产能过剩行业，行业景气度下降导致发行人营业收入与净利润下滑。2017 年以来，在供给侧改革持续深化的背景下，煤炭、钢铁、有色金属等上游产能过剩行业的盈利能力与现金流状况得到明显改善，行业景气度对违约事件的影响在变小。与 2016 年相比，2018 年违约发行人行业分布较为分散，行业因素在近期的违约事件中并未表现出明显影响。

公司属性方面，2016 年违约发行人以地方国有企业为主，而 2018 年违约发行人全部为民营企业，突显出融资环境收紧的市场环境对民营企业比国有企业产生了更大的负面影响。

经营情况方面，受产能过剩问题影响，2016 年违约发行人普遍存在产能利用率较低、不良资产规模过大的问题，呈现长期亏损状态。2018 年违约发行人主要受市场融资环境影响，虽然违约发行人存在应收账款周转率下降等现象，但少数仍然维持正常经营活动。

财务表现方面，2016 年违约发行人财务状况恶化主要体现在债务规模攀升导致财务费用对净利润产生侵蚀。2018 年违约事件中发行人再融资能力下降，无法维持借新还旧造成违约。

公司治理与合规性方面，2018 年违约事件中非经常性的负面事件较多，在投资者敏感系数偏高的环境下使得发行人融资难度明显增加，从而导致融资渠道收窄、到期债务无法偿付本息。

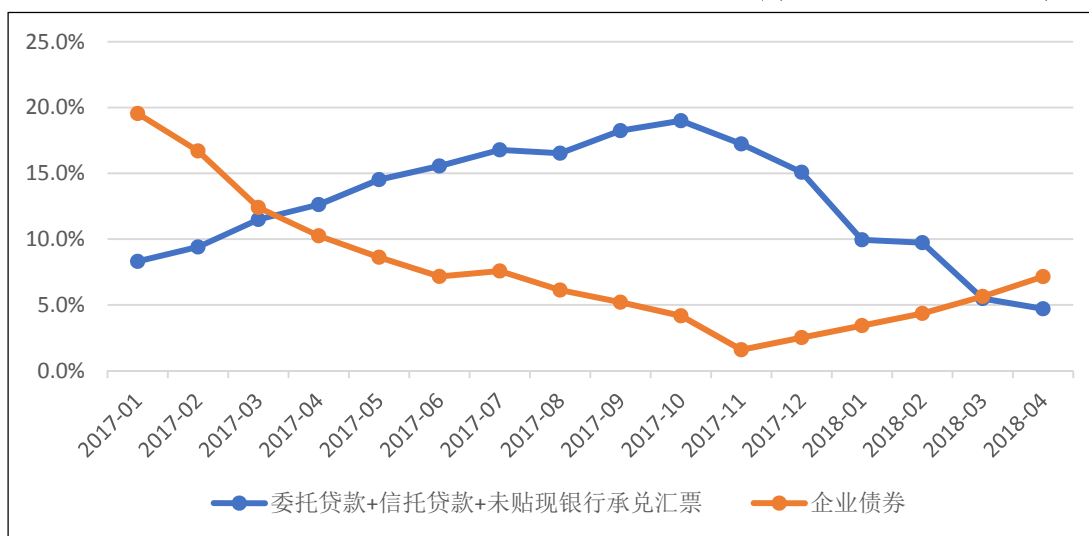
三、触发违约的主要因素

(一) 外部因素：强监管下非标融资受限，发行人融资环境收紧，融资渠道收窄

1. 非标债务融资规模增速下降，挤压低信用质量企业融资空间

2017 年下半年以来，人民银行、银保监会等监管机构进一步加强了对非标融资的监管力度，2017 年第四季度以来非标债务融资规模增速明显下降。从社会融资规模存量增速来看，非标融资（委托贷款、信托贷款与未贴现银行承兑汇票的总和）增速自 2017 年 3 月起高于债券融资增速，在 2017 年 10 月达到最高点 19.0%，之后呈现持续下降趋势，2018 年 4 月末已下降至 4.7%，低于同期债券融资增速。非标融资增速的回落，对于部分实体企业意味着融资渠道严重收窄。从短期来看，银行信贷与债券融资增速无法完全弥补非标融资减少导致的企业债务融资缺口。而银行信贷对借款人信用状况的敏感程度升高，使得缺乏外部支持的民营企业面临更为严重的资金短缺局面。

图表 3. 社融存量规模同比增速：非标融资增速下降，企业债券增速反弹



资料来源：Wind，新世纪评级整理

2. 债券市场进集中入偿付和回售高峰期，不同级别发行人净融资规模出现分化

2017 年以来，债券市场逐步进入到到期偿付高峰期，发行人的债务周转压力增加。特别是公司债，2015 年“公司债新政”后公司债发行规模迅速增加，大批

企业借此首次涉足债券市场，发行期限集中于 3 年或附带第 3 年末回售条款年，因此 2018 年为公司债的首次偿付高峰期。根据 Wind 数据显示，2018 年债券市场非金融类债券偿付规模共计 4.51 万亿元，其中公司债¹偿付规模 0.75 亿元。

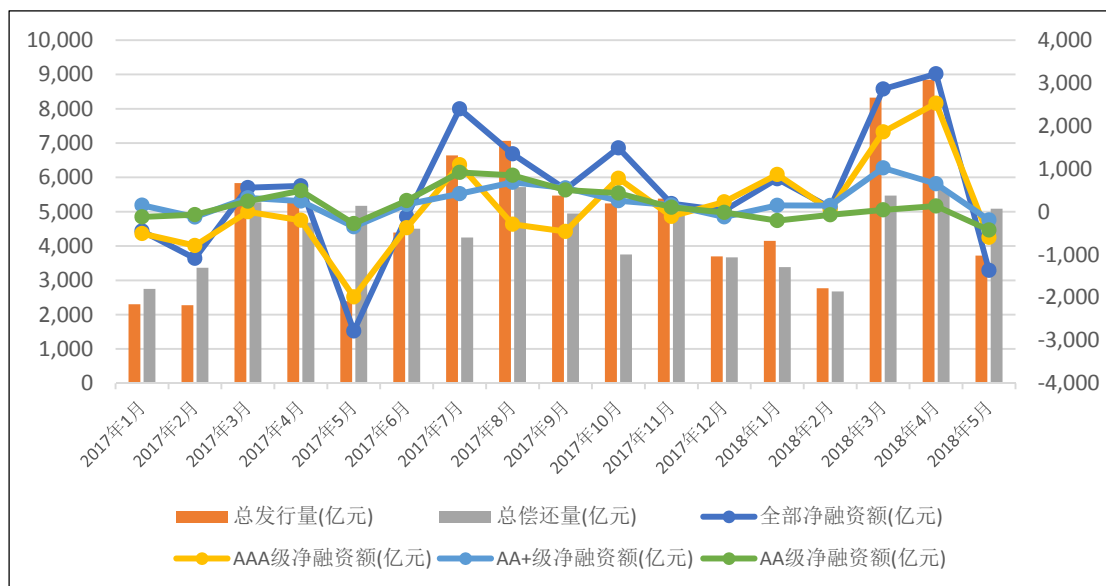
同时，债券回售方面，2018 年也是债券市场的回售高峰期，全年进入回售期的非金融类债券规模高达 1.16 万亿元，而 2017 年进入回售期的非金融类债券规模仅为 0.47 万亿元。从实际回售情况来看，2017 年债券市场非金融类债券实际回售金额约为 0.12 万亿元，回售比例约为 26%；2018 年 1~4 月，债券市场进入回售期的非金融类债券规模为 0.22 万亿元，实际回售金额 797.08 亿元，回售比例约为 36%，高于 2017 年的回售比例。若 2018 年 5~12 月，债券市场的回售比例仍保持在 36%，则 2018 年全年的实际回售金额约为 2017 年全年实际回售金额的 3~4 倍，远超 2017 年水平。

从债券市场净融资规模来看，2017 年非金融类债券²净融资规模受资金面紧张、资金成本偏高影响较往年大幅下降；从下半年开始，资金面有所缓和，同时债券偿付进入高峰期，非金融类债券净融资规模也开始回升，直至今年 5 月。在不同信用级别发行人之间，净融资规模出现了一定程度的分化：净融资规模回升主要集中于 AAA 级与 AA+级发行人，而 AA 级发行人的债券净融资规模自 2017 年 7 月以来基本保持平稳甚至有所下降。根据 Wind 数据显示，2018 年 1~4 月，非金融类债券净融资规模共 6930.11 亿元，其中 AAA 级发行人与 AA+级发行人净融资规模分别为 5295.18 亿元、1959.49 亿元，AA 级发行人则为 -105.02 亿元，呈现逆向萎缩态势。这也从一个角度说明，在非金融类债券净融资规模整体回升的情况下，投资人依然偏好于 AAA 级和 AA+级发行人，而对于 AA 级及以下信用等级较低的发行人风险偏好仍很低。

¹ 包括公开发行与非公开发行。

² 包括银行间市场金融企业债务融资工具、企业债、公司债（含公募与私募）、可转债与可交换债。

图表 4. 非金融类债券净融资规模 (2017 年 1 月~2018 年 5 月)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

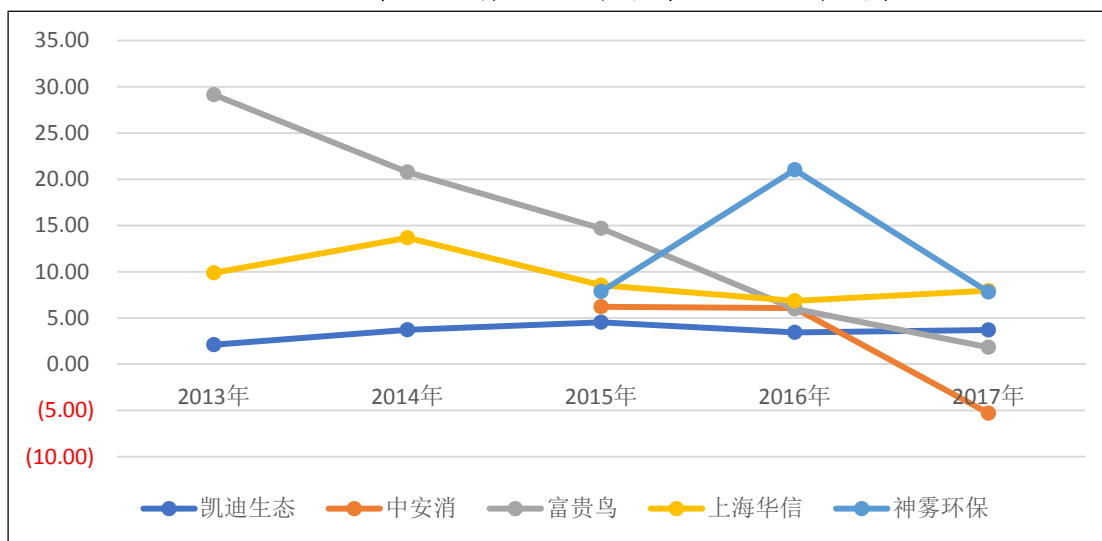
另一方面, 2016 年四季度以来, 伴随实际利率的攀升与发行人融资成本的上升, 为了降低融资成本, 债券市场债务期限结构趋于短期化, 而短债长用又使得债券滚动发行频率上升明显。这一现象在中低等级发行人中比高等级发行人中更为普遍, 在净融资规模分化的背景下进一步加大了中低等级发行人的债务周转压力。

(二) 内部因素: 发行人资本性支出过高, 现金流创造能力差, 债务期限结构不合理, 合规管理存在缺陷

1. 资本性支出过高, 抬高财务杠杆水平

根据对 2018 年违约发行人的观察可以发现, 受益于前几年相对较为宽松的融资环境, 发行人普遍存在业务扩张和收购子公司扩大合并范围等扩大资本性支出的现象。在这种情况下, 发行人业务规模呈现大幅增长, 但是资产报酬率仍维持在较低水平, 甚至随着营业收入的增加而下降。另一方面, 与非上市公司相比, 上市公司需要考虑收入与盈利增长对公司股价的影响, 因此从主观意愿上更倾向于通过项目投资、收购合并等手段扩大业务规模。资本性支出的增加提高了发行人的杠杆经营程度, 削弱了发行人对应对市场环境变化的弹性。

图表 5. 违约发行人：年化总资产报酬率维持在较低水平（单位：%）



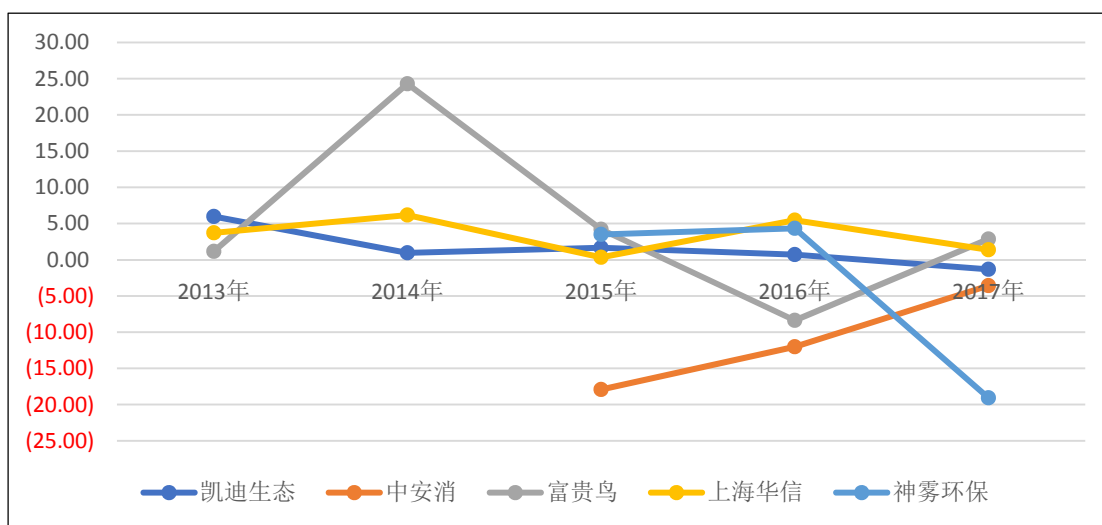
注：中安消、神雾环保为 2017 年年报数据；富贵鸟为 2017 年半年报数据；上海华信、凯迪生态为 2017 年三季度报数据。

资料来源：Wind，新世纪评级整理

2. 现金流创造能力差，自身造血功能不足

从现金流的角度，发行人业务规模的扩张并未带来相应的经营性现金流入。从全部资产现金回收率（经营活动产生的现金流量净额 / 期末资产总额 × 100%）来看，新增违约发行人在 2014 年以来产生现金的能力呈现明显下降趋势，部分违约发行人呈现负值。在这种情况下，发行人为满足主业运营资金需要，必须通过扩大外部融资来弥补资金缺口。但在发行人的经营性现金净流入量在无法覆盖到期债务本息的情况下，只能以债务滚动偿付到期债务，而其实际的流动性已接近枯竭，融资链条一旦断裂，则必然发生违约。

图表 6. 违约发行人：全部资产现金回收率下降明显（单位：%）



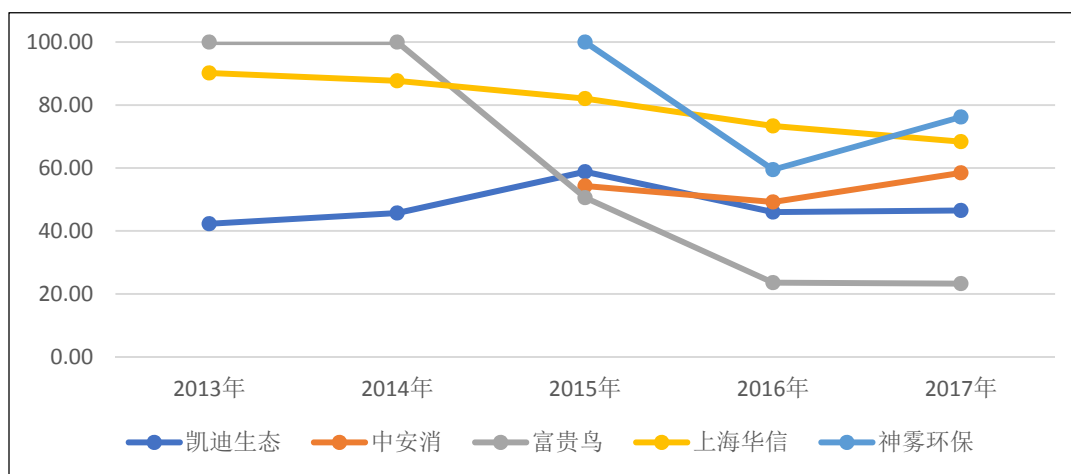
注：中安消、神雾环保为 2017 年年报数据；富贵鸟为 2017 年半年报数据；上海华信、凯迪生态为 2017 年三季度报数据。全部资产现金回收率=经营活动产生的现金流量净额/期末资产总额×100%

资料来源：Wind，新世纪评级整理

3. 债务期限结构不合理，短债长投问题严重

从债务期限结构来看，2018 年新增违约发行人短期带息债务占比大多偏高，短债长投导致的期限错配现象明显。在这种情况下，即使发行人合并口径内资产负债率维持在较低水平，但是短期偿债压力下仍存在较大的违约风险。同时，部分违约发行人或其母公司使用其股票进行质押回购式融资，且质押比例很高，当公司面临股价下行压力时进一步加大了债务周转压力。

图表 7. 违约发行人：短期带息债务占比偏高（单位：%）



注：中安消、神雾环保为 2017 年年报数据；富贵鸟为 2017 年半年报数据；上海华信、凯迪生态为 2017 年三季度报数据。短期带息债务占比=(流动负债总额-无息流动负债)/(负债总额-无息流动负债-无息非流动负债)×100%

资料来源：Wind，新世纪评级整理

4. 合规管理存在缺陷

在 2018 年违约发行人中，富贵鸟由于存在大规模的违规担保代偿与资金拆借，收到福建证监局出具的警示函，从而导致公司流动性状况进一步恶化；中安消 2016 年年报被德勤出具无法发表意见的审计报告，随后在证监会立案调查中被揭露出公司在借壳上市前存在虚增估值的嫌疑。在外部融资环境收紧的背景下，合规问题会进一步削弱发行人的再融资能力。

四、总结与展望

2018 年 3~5 月债券市场违约事件集中爆发，与近期去杠杆和强监管压力下发行人融资环境收紧、融资渠道收窄的外部因素和发行人的财务杠杆过高、现金创造能力差、短债长投、合规管理缺陷等内部因素密切相关。

本次违约集中爆发与 2016 年供给侧结构性改革深入推进的过程中产生的产能过剩行业的集中违约存在明显不同，未呈现较为集中的行业违约风险，而是在信用紧缩和国内外经济金融形势变化造成市场悲观情绪浓厚的环境下产生的实体经济融资不足的体现。但从目前债券市场的总体违约率来看，仍处于较低水平，债券市场信用风险整体可控。

近期，我国央行在推行稳健中性的货币政策、增加金融市场流动性支持、稳定市场情绪等方面均做出了相应的操作。2018 年 6 月 1 日央行宣布将适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围，其中 AA+级、AA 级公司信用类债券首次被纳入 MLF 担保品范围，在近期违约事件增多的情况下给债券市场输入了积极的信号；6 月 14 日凌晨，美联储年内第二次上调联邦基金利率，而我国央行此次并未跟随美联储同步加息，也是基于稳定市场情绪的考虑。

预计 2018 年下半年，我国货币政策将保持稳健中性，并有望伴有一定程度的结构性宽松，债券市场利率水平将呈波动下行趋势，实体经济融资难度将有所缓解，但部分行业如房地产等行业仍面临较大的集中偿付压力，需密切关注个别行业中信用质量偏弱企业的流动性风险和再融资压力。