

作者：王博
邮箱：research@fecr.com.cn

垃圾发电前期投资巨大 融资环境严重恶化 ——盛运环保集团债券违约分析

摘要

2018年11月27日，“17盛运01”未能兑付本息约为477,101,088.10元，构成实质性违约。发行人所处的环保行业属于资金密集型行业，高度依赖对外融资，由于外部融资环境的变化、发行人内控失效、得不到外部支持以及控制权变更未能及时实施等原因，几乎所有能获取资金支持的方案都与发行人失之交臂，最终导致发行人一步一步走向了必然的违约之路。

相关研究报告：

- 1.《远东研究：雏鹰农牧集团债券违约分析》，2018.11.21
- 2.《远东研究：新光控股债券违约分析》，2018.12.06

一、违约事件简要回顾

由于盛运环保(集团)有限公司(以下简称“发行人”)此前触发了加速清偿条款,因此发行人应于2018年11月27日前兑付“17盛运01”截至加速清偿日的应付本息。但截至2018年11月27日,发行人未能足额兑付本息,“17盛运01”构成实质性违约。

“17盛运01”发行总额4.55亿元,债券期限3年,票息为6.98%,违约金额约为477,101,088.10元。该债项的评级机构是联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”),发行人发行该债券时的主体评级是AA,随后从2018年4月4日中诚信下调发行人主体评级至AA-开始,发行人主体评级不断下调,至2018年10月10日,发行人主体评级为C。

二、发行人基本情况概述

发行人全称为安徽盛运环保(集团)股份有限公司,前身是桐城市输送机械制造有限公司,系开晓胜、开胜利、王金元、赵敬辞和赵良辞5名自然人于1997年9月投资成立。2010年6月25日发行人首次公开发行人民币普通股(A)股0.256亿股,在深交所创业板挂牌上市(股票简称“盛运环保”,股票代码“300090”)。后经过多次资本公积转增股本,截至2018年9月30日,发行人的注册资本约为13.20亿元,实际控制人为自然人开晓胜,持股比例13.69%。

截至2018年6月底,发行人纳入合并财务报表的子公司共有69家,其中全资子公司64家,控股子公司5家。根据发行人2018年半年报中数据,发行人主营构成按产品划分为:垃圾发电(49.93%)、环保设备(21.50%)、焚烧炉及其他设备(10.21%)、专利许可收入(9.12%)、工程收入(5.45%)、输送机械(3.80%)。

三、违约债券原因分析

(一) 融资环境发生变化,发行人资金面趋紧

发行人主营业务为垃圾焚烧及发电(49.93%),该业务对发行人的资金实力要求较高。发行人2015年进行了战略转型,开始专注于环保类业务,并且将垃圾焚烧发电作为了支柱业务。垃圾焚烧及发电主要采用BOT模式运作,该模式具有先期投资大,回收期长的特点(一般为6-12年)。在BOT模式下,发行人一般需自筹项目资本金比例不低于30%,且在建设期内(一般为2年)基本无现金流入,待项目建设完毕进入运营期后,发行人开始获得运营收入和现金流入,运营期一般为20-30年。垃圾焚烧及发电业务的收益主要来自于垃圾处理费和垃圾发电,近几年垃圾处理费的平均水平为60-80元/吨;而根据2012年4月发布的《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》,每吨生活垃圾折算上网电量为280千瓦时,执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时0.65元,实际超过折算部分电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。以发行人之前签署的一个典型的垃圾焚烧发电BOT项目为例,该项目总投资规模为2.5亿人民币,特许经营期为30年(含两年建设期),日处理500吨生活垃圾,

城市生活垃圾处理服务费为 63 元/吨，则该项目发行人至少需自筹资金 7500 万元（其余可通过金融机构筹集），该项目典型的现金流情况大致如下图 1 所示（实际超过折算的发电量收益不包括在内）。通过测算，该项目的现金回收期大约为 6 年，发行人现金流压力较大。

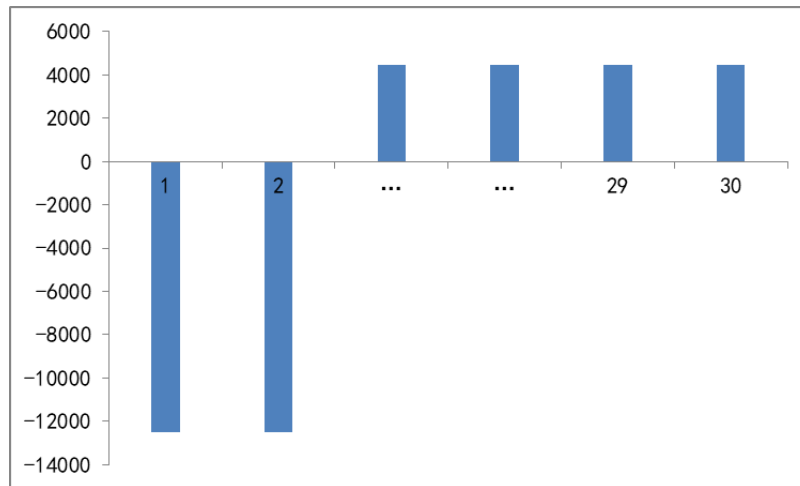


图 1：发行人典型垃圾焚烧发电项目现金流量情况（单位：万元）

数据来源：发行人公告，远东资信测算

另一方面，从发行人违约前的近 5 年应收账款数据来看，如图 2 所示，2013 年到 2017 年，发行人的应收账款规模不断增加，由 8.91 亿元增长到了 13.39 亿元，其与净资产的比值在发行人战略转型前的 2013-2015 年区间不断下降，但转型后该比值却一路上升，由 2015 年的 18.37% 增长到了 2017 年的 34.40%；应收账款年周转率 2015 年后也不断下滑，从 1.70 降到了 1.16，发行人的应收账款周转率数据弱于环保行业整体水平。同时，根据发行人 2018 半年报中数据，截至 2018 年 6 月底发行人处于施工期 BOT 订单 11 个，未完成投资额 37.72 亿元，尚未执行的订单 27 个，拟投资金额为 30.55 亿元，发行人未来的投资需求较大，资金压力较大。

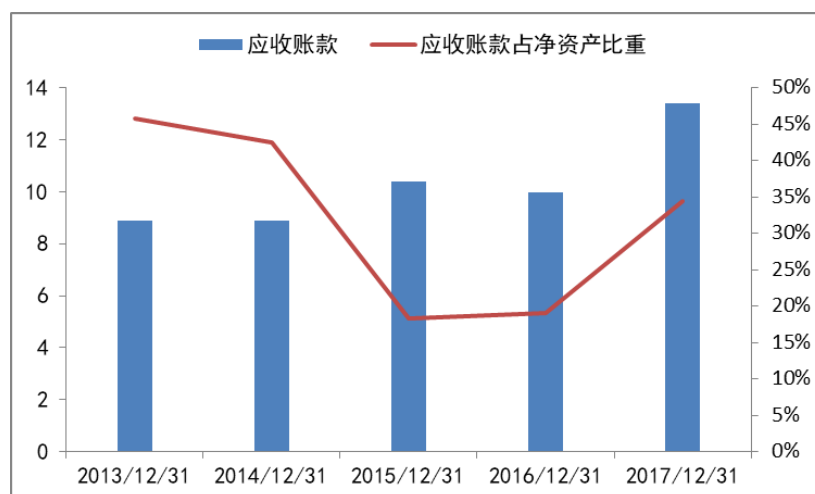


图 2：发行人应收账款及与净资产比值数据（单位：亿元）

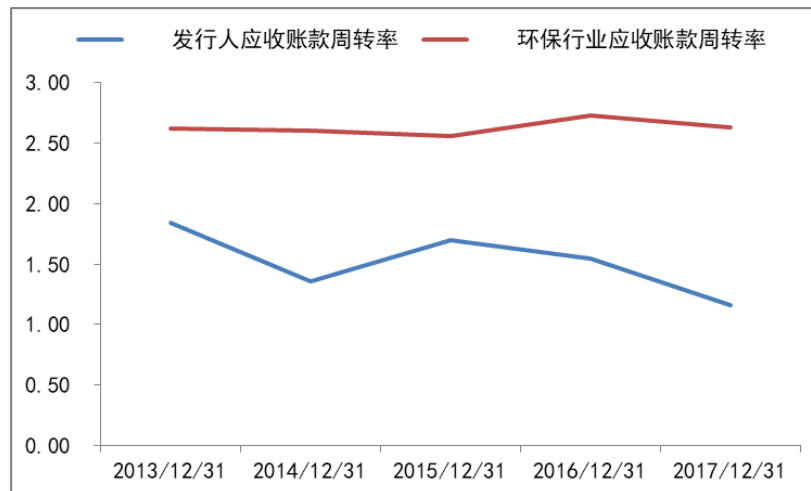


图3：发行人及环保行业应收账款周转率

表1：截至2018年6月底发行人节能环保特许经营类订单新增及执行情况

	尚未执行订单		处于施工期订单			处于运营期订单	
	数量	投资金额 (万元)	数量	本期完成投资 金额(万元)	未完成投资金额 (万元)	数量	运营收入 (万元)
BOT	27	3054500	11	2000	337200	10	18842.5
B00	1	30000	1		40000	1	3800.43
合计	28	3054500	12		377200	11	22642.93

数据来源：Wind、发行人公告，远东资信整理

发行人内生性现金流能力较弱，导致发行人高度依赖对外融资。近年来，随着国家政策支持力度加大，激发了固废处置行业的投资热潮，吸引了大量竞争者的加入，导致市场竞争越来越激烈，垃圾处置费也不断降低，固废处置行业毛利率不断下滑，导致身处其中的发行人的盈利能力较弱，发行人经营活动净现金流情况较差，发行人高度依赖对外融资。从数据上来看，2015年12月31日，发行人通过非公开发行新股实际募集资金净额约为21.24亿元；2015年和2016年发行人通过非公开发行公司债券各募集5亿元资金，2017年发行人面向合格投资者发行了4.77亿元三年期公司债券。从2015年到2017年，发行人通过资本市场共募集了约36.01亿元的资金，约占2017年底发行人净资产的92.52%，发行人高度依赖对外融资。

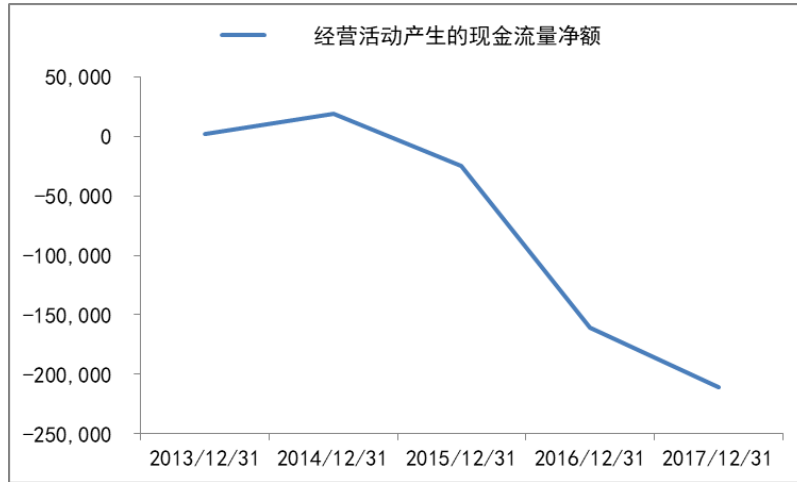


图4：发行人经营性现金流净额数据 (单位：万元)

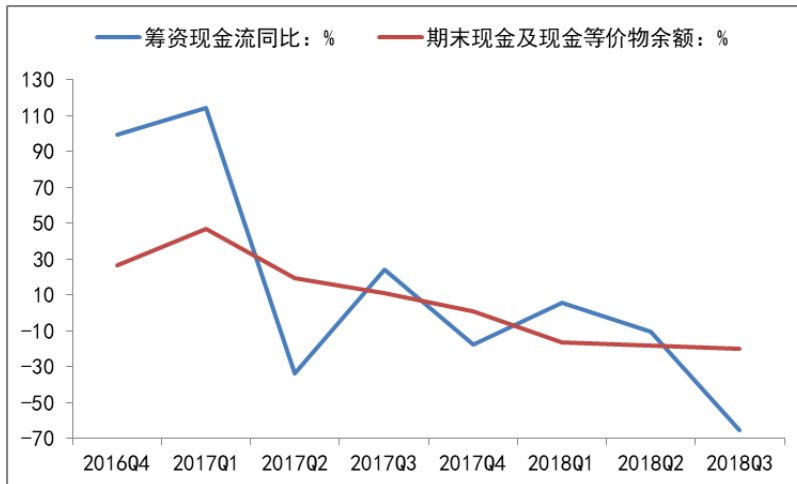


图5：环保行业近期现金流相关同比数据

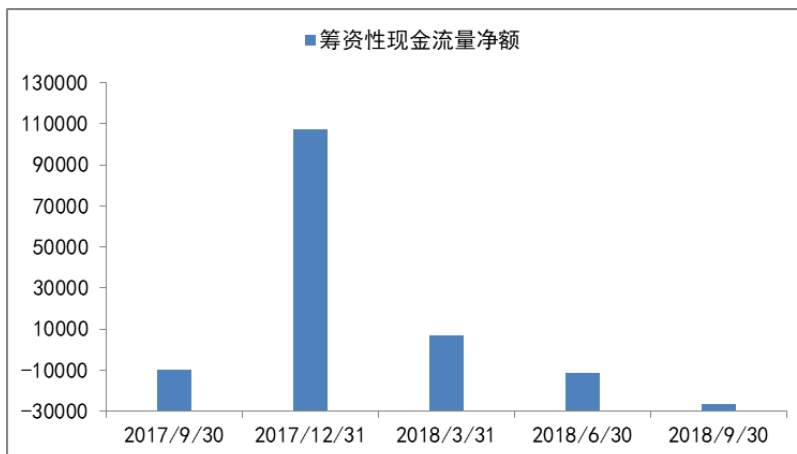


图6：发行人近期筹资性现金流净额 (单位：万元)

数据来源：Wind，远东资信整理

（二）发行人内控不利，导致对外融资渠道不再通畅

发行人于2018年4月27日发布了2017年年度审计报告，在该报告中，中审华会计师事务所（特殊普通合伙，以下简称“中审华”）为公司2017年度财务报告出具了保留意见的审计报告，“保留意见”意味着该报告中含有不少重大风险点。结合安徽证监局对发行人控股股东开晓胜下发的对其采取责令改正措施的决定中所提到的事项，发行人至少存在以下内控不利的事项：

1. 发行人前期多个账户未纳入公司财务核算，且以上账户存在融资事项，所融资金被关联方占用；同时此事项导致前期财务报表存在重大会计错误，关联交易未按规定及时披露。根据2017年发行人的年度报告中的数据，截至2017年12月31日，关联方非经营性占用发行人资金21.59亿元，约为发行人归属母公司股东的权益的56.42%。

2. 发行人在未经董事会以及股东大会批准的情况下，违规对外进行担保活动。根据发行人2017年年度报告中的资料，发行人违规对关联方借款担保22.81亿元，为其他单位借款担保1亿元，共计23.81亿元（其中：承担回购义务7.40亿元，保理业务1.12亿元，担保15.29亿元），约为归属母公司股东的权益的62.23%，占表内负债的24.50%。突然揭示的或有负债导致发行人的隐性负债率急剧攀升，进而引发市场的担忧。

在发行人自身资金困难的情况下，资金还被关联方占用，违规对外担保，导致公司因为资金短缺以及承担连带责任深陷多起诉讼，市场形象遭受重挫，深受负面舆论影响，最终导致评级机构下调发行人的信用等级。2018年4月中诚信国际将发行人评级由AA降为AA-，并将其列入可能降级的评级观察名单中，此后随着发行人因资金周转困难导致6.29亿元借款未能按时归还后，评级机构逐渐将其主体信用等级进行下调，至“17盛运01”违约前，发行人的信用等级已经降至了CC，公司基本丧失了外部融资的可能性。

（三）控股股东自身难保，外部支持几乎没有

截至2018年6月底，发行人公司受限资产主要为房产、土地使用权、机器设备及金洲慈航股权质押。截至报告期末，公司所有权受限制的资产账面价值合计为22.99亿元，其中货币资金为2.68亿元、固定资产为5.62亿元、无形资产6.91亿元、金洲慈航股权质押7.77亿元，受限资产占净资产比例约为66.43%，发行人几乎能变现的资产都受到了限制，只能依靠外部来获取资金支持。

外部支持一般来源于两个方面，股东支持与政府支持。从发行人的公告中了解到，发行人实际控制人开晓胜所持13.69%的公司股份已被冻结及多轮轮候冻结，同时开晓胜也因逾期不履行公开承诺，被证监会列入失信被执行人名单中，限制乘坐火车高级别席位和民用航空器。开晓胜收到安徽证监局《行政监管措施决定书》，原因为关联方公司安徽盛运重工机械用经营性贷款清偿了2298.1万元资金，其他关联方暂未清偿公司资金，盛运环保实际控制人开晓胜也未代为清偿，属于超期未履行承诺。总之，控股股东的外部支持能力与意愿值得怀疑。另一方面，由于发行人并非国有企业，且其社会影响力不是很巨大，截至“17盛运01”违约前，从公开资料来看，发行人都未获得政府的外部直接资金支持。总之，至违约前，发行人未获得有力的外部支持。

（四）股权转让迟迟不见落地，远水难解近渴

从公开资料来看，发行人的控股股东与新苏环保签署过战略合作协议，常州市新北区下辖的国有企业新苏环保拟逐步受让开晓胜所持有的上市公司股权，但截至本次违约前，未有实质性的进展公告。在2018年5月15日的业绩说明会中，发行人透露“上市公司及公司大股东正与长城资产积极讨论债务重组方案，正在落实相关细节问题，

目前长城资产已经进场尽调”，但截至违约前，依然没有实质性进展。发行人于2018年5月23日公告称，四川省能源投资集团有限责任公司(简称“川能集团”)拟入主盛运环保,驰援156亿元投资在建项目，川能集团的股东四川发展控股有限责任公司是四川省人民政府出资设立的国有企业，据称盛运环保实控人开晓胜拟以协议转让等方式将所持有的上市公司全部股份(13.69%)转让给川能集团，同时为保证上市公司拥有项目的高质量建设，就发行人40个筹建和在建的城市生活垃圾发电项目(日处理31350吨)，川能集团将对相关垃圾发电项目按照特许经营权协议投资额度不低于156.75亿元，但截至违约前该项股权转让协议仍未落到实处，川能集团仍未入主盛运环保。

另一方面，客观来讲随着宏观去杠杆的不断进行，在资金面普遍偏紧的大环境下，发行人股票二级市场上表现也在影响着股权转让活动的进行，违约前盛运环保在创业板的市值约为39.3亿元，已远远偏离川能集团的“输血”金额。发行人违约前如果还在接触，那么交易双方应该在进行激烈博弈。新主入住还需时日，远水难解近渴。

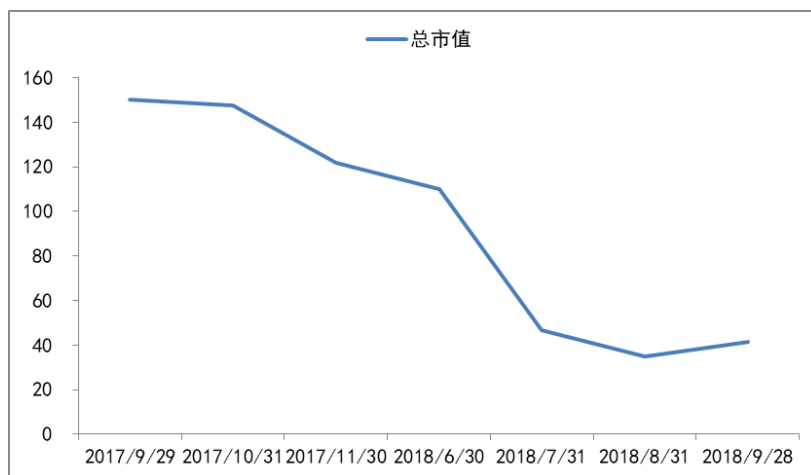


图7：盛运环保二级市场市值变化 (单位：亿元)

来源：Wind，远东资信整理

四、总结

2018年债券市场发生了很多债券违约事件，发行人作为环保行业的民营企业，对外融资依存度非常高，恰逢国家去杠杆紧信用的关键时刻，发行人由于内部管理不善导致公司隐性负债激增，引发市场担忧，导致原有融资渠道不畅，出现资金流断裂，债务违约。在原有控股股东已经自身难保的情况下，通过转让控股权引入具有实力的新控股股东进而获得新股东的资金支持，可能是公司的一线生机，但目前还很难有定音。虽然发行人未来可能会有大发展，但目前其确实正在面临巨大的考验。

【作者简介】

王博，南开大学工商管理硕士，研究部数据研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。