作　者：陈心洁、马默坤
邮　箱：research@fecr.com.cn

国企光环再度破碎，民企违约率持续下行
——2019 年第三季度信用债违约分析

摘 要

2019 年第三季度信用债市场共有 53 只债券发生违约，违约债券余额为 406.91 亿元，违约主体共有 25 家，其中包括 7 家新增违约主体。今年违约情况整体好于去年下半年，民企违约率持续下行，且第三季度新增违约主体个数较前两个季度也有所减少。

第三季度违约主体地域分布集中在华东、华北和东北地区，行业分布集中在商业贸易和综合类行业，发行时评级以 AA 级为主。

第三季度与前两个季度不同，首次出现国企违约，分别是沈机集团、沈阳机床和浩通物产，另外还有安徽配天、精功集团、皖经建、三鼎控股 4 家民企违约。通过对这几家违约主体进行分析后，发现主营业务、行业环境、资产受限情况、财务信息质量和担保人资质是应该值得关注的几个风险点。

此外，随着国企光环的再次破碎，政府越来越倾向于不再用财政手段兜底救助，而是积极采取市场化处理。“信仰已去，信用未崩”，允许国企破产重整，进行市场化改革，对企业而言未尝不是一件好事。

相关研究报告：

1.《雏鹰农牧集团债券违约分析》，2018.11.21

2.《新光控股债券违约分析》，2018.12.06

3.《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》，2018.12.19

4.《房地产板块资金占用规模大，大额商誉或反映资产质量欠佳——银亿股份债券违约分析》，2019.03.19

5.《冰淇淋引发的债券违约事件——天宝食品债券违约分析》，2019.06.05

2019 年第三季度，信用债市场违约情况仍然较为严重，与以往不同的是，民企信用风险持续暴露的同时，国企也出现了违约。本文对第三季度信用债违约整体情况进行统计分析，并对新增违约主体的债券违约原因进行梳理，力求探寻第三季度中国债市违约的新变化、新趋势。

一、第三季度信用债违约整体情况

第三季度共有 53 只债券发生违约，违约债券余额为 406.91 亿元，违约主体共有 25 家（含 7 家新增违约主体）。与去年同期相比，今年第三季度违约债券只数、新增违约主体个数和违约债券余额均有不同程度地下降（图 1）。从 2018 年第二季度开始，违约频率大幅攀升，违约债券只数及余额到第四季度达到顶峰，2019 年以来总体呈回落态势，第三季度因多家企业破产重整导致十几只债券提前到期，故违约债券只数及余额有所回升，但新增违约主体个数仍保持下降趋势（图 1）。与 2018 年下半年信用债市场雷声不断的情况相对比，今年融资环境较宽松，信用债违约情况有所缓解。

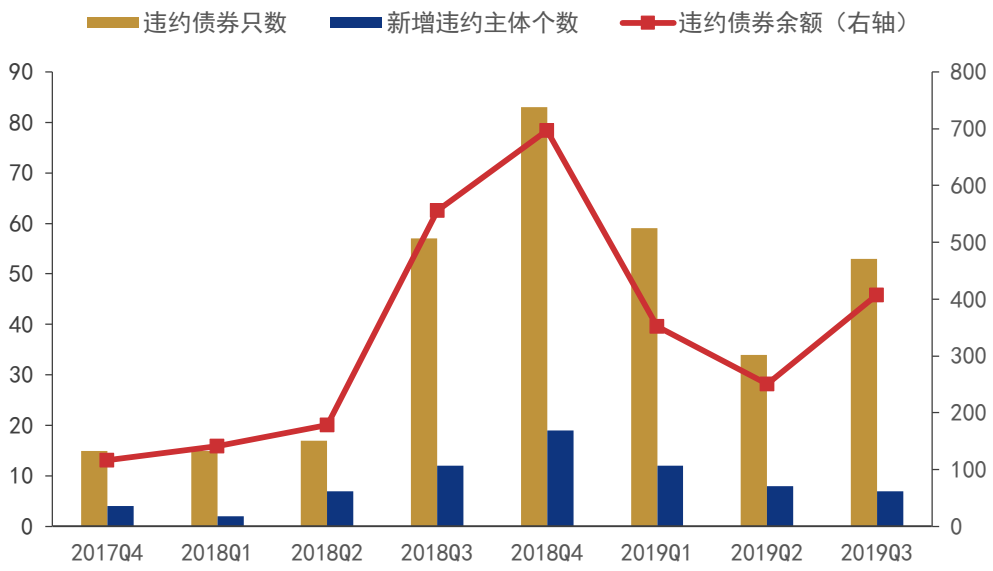

图 1：债券违约情况（2017Q4-2019Q3，单位：个，亿元）

注：违约债券余额统计时间截至 2019.10.8，不包含违约后已兑付的金额。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从违约主体的地域分布来看，第三季度违约仍然集中在华东、华北和东北地区；行业分布较分散，商业贸易和综合类行业违约较多，其次是机械设备和建筑装饰行业（图 2）。第三季度违约主体发行时评级以 AA（60%）和 AA+（28%）为主，其中有 2 个违约主体发行时评级为 AAA 级。

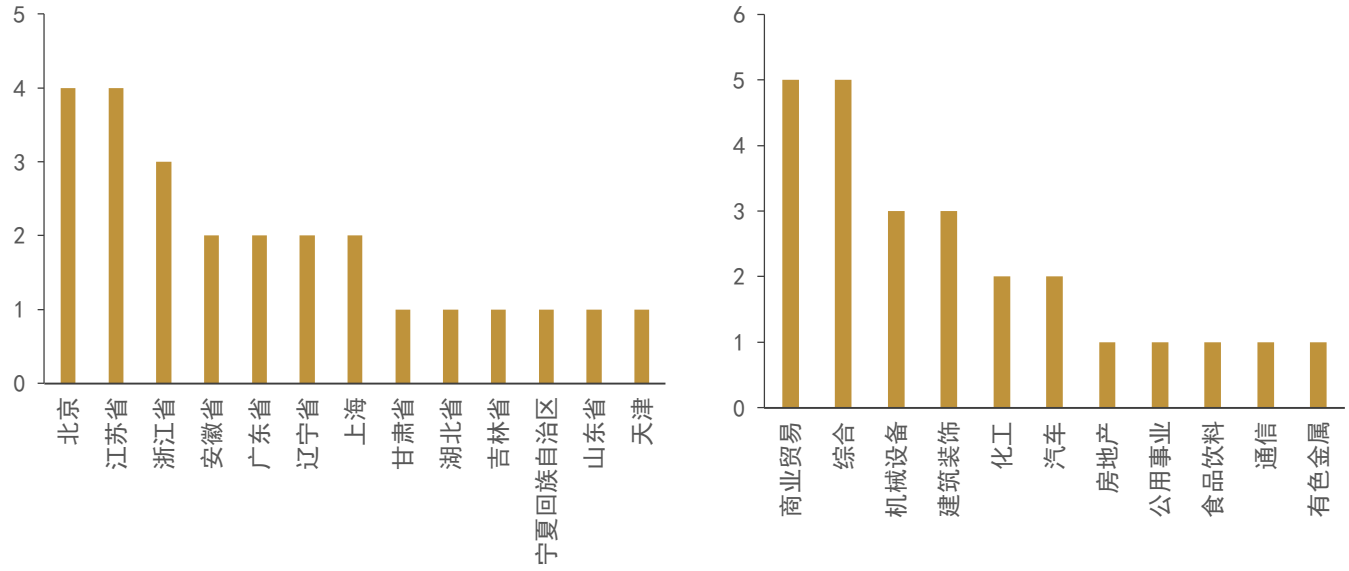

图 2：第三季度违约主体地域和行业分布（单位：个）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第三季度新增信用债违约主体共 7 家，新增违约债券共 20 只，累计违约金额 146.48 亿元，分布区域主要集中在安徽、浙江、辽宁三个省，主要集中在机械设备类和综合类行业（表 1）。不难发现，今年以来，违约的民营企业不论从绝对数角度还是从占比角度都有所减少，侧面反映出国家正大力解决中小企业和民营企业融资难问题，民企融资环境正逐渐改善（图 3）。从国企和民企新增违约率的角度看，国企违约率仍保持较低水平，民企违约率从 2018Q4 的高点迅速回落，且与国企违约率之间的差距正不断缩小（图 4）。与前两个季度不同，第三季度首次出现了三家国有企业违约，分别是沈阳机床（集团）有限责任公司（以下简称“沈机集团”）、天津市浩通物产有限公司（以下简称“浩通物产”）和沈阳机床股份有限公司（以下简称“沈阳机床”）。

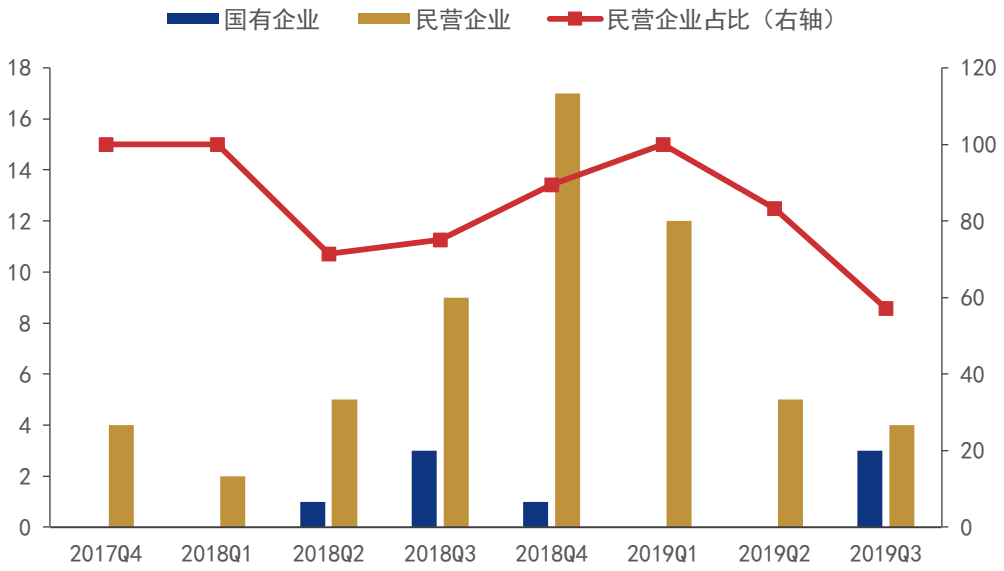

图 3：新增违约主体企业所有制分布情况（2017Q4-2019Q3，单位：个，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

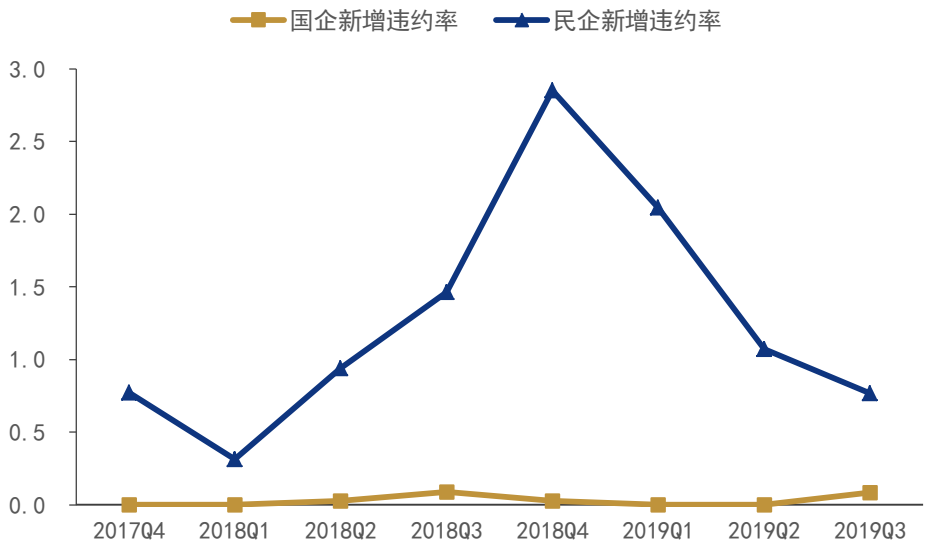

图 4：每季度末国企和民企新增违约率[1]情况（2017Q4-2019Q3，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

表 1:2019 年第三季度新增信用债违约主体基本情况

发行人	首次违约时间	当季度违约债券只数	当季度违约金额	违约前 1 个月主体评级	所属申万行业（一级-二级）	所属地区	所有制结构	违约情况概述
安徽配天投资集团有限公司	2019-07-12	1	4.58 亿元	CCC	机械设备-专用设备	安徽	民营企业	本息展期 2 次后未按时兑付本息
精功集团有限公司	2019-07-15	11	62.04 亿元	AA+	综合-综合 II	浙江	民营企业	未按时兑付本息（2 只）、未按时兑付回售款和利息（1 只）、因破产重整导致债券提前到期未兑付（8 只）
安徽省外经建设（集团）有限公司	2019-07-15	3	56.16 亿元	AA+	建筑装饰-基本建设	安徽	民营企业	未按时兑付回售款和利息（2 只）、未按时兑付本息(1 只)
沈阳机床（集团）有限责任	2019-07-17	1	10.00 亿元	A+	机械设备-通用机械	辽宁	地方国有企业	因破产重整导致债券提前到期未兑付

[1] 计算方式为当前季度国企（民企）违约主体总数/每季度末国企（民企）存续发债主体总数

发行人	首次违约时间	当季度违约债券只数	当季度违约金额	违约前 1 个月主体评级	所属申万行业（一级-二级）	所属地区	所有制结构	违约情况概述
公司								
天津市浩通物产有限公司	2019-07-25	1	0.91 亿元	AA	商业贸易-专业零售	天津	地方国有企业	未按时兑付利息
沈阳机床股份有限公司	2019-08-16	1	5.00 亿元	A+	机械设备-通用机械	辽宁	地方国有企业	因破产重整导致债券提前到期未兑付
三鼎控股集团有限公司	2019-09-06	2	7.25 亿元	AA	综合-综合 II	浙江	民营企业	未按时兑付回售款和利息

注：提前到期未兑付债券违约金额仅包含违约本金，不含利息。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、第三季度信用债违约分析

（一）国企违约主体沈机集团和沈阳机床

沈阳机床为沈阳市国有上市公司，1993 年在沈阳市政府的主导下，由沈阳第一机床厂、中捷友谊厂（沈阳第二机床厂）、沈阳第三机床厂和辽宁精密仪器厂合作发起联合成立。1995 年，沈阳第一机床厂、中捷友谊厂和辽宁精密仪器厂资产重组，成立沈机集团。2006 年，沈阳机床完成股权分置改革后，沈机集团成为控股股东。沈机集团实际控制人为沈阳市国资委，主营业务是金属切削机床（包括数控机床和普通机床）生产与制造；沈阳机床主营业务是金属切削机床制造与销售，产品以数控机床为主，核心产品为自主研发的 i5 数控机床。

2019 年 7 月 17 日，沈阳市中级人民法院裁定受理沈阳金利剑润滑技术有限公司对沈机集团提出的重整申请，导致其存续债券“15 沈机床 MTN001”提前到期并触发违约。8 月 16 日，法院裁定受理债权人沈阳美庭线缆销售有限公司对沈阳机床的破产重整申请，“15 沈机床股 MTN001”提前到期并触发违约。短短一个月时间，沈机集团及其上市子公司沈阳机床先后走上破产重整之路，从而导致债券违约，下面以沈阳机床的角度简要分析一下可能原因。

1.企业自身经营存在问题，主营业务无法盈利

一是企业产品体系管理和质量管理可能存在问题。早在 2000 年，沈阳第一机床厂的产品五大系列就有 300 多个细分品种，但这些细分品种的功能之间差别不大，最后真正卖入市场的只有四五十种。据沈机集团党委副书记李文华介绍：“一台机床 10 个功能，可能企业需要的只是 2-3 个功能，其他的全浪费了。”这样做的直接后果是企业生产线规模过大，但重叠过多，且无法按需定制产品，导致产品功能臃肿，成本过高，为以后连年亏损埋下隐患。若企业盲目扩大生产，而不注重产品质量、品控，将导致返修率较高、口碑较差等问题。2019 年以来，沈阳机床损失大量订单，产能利用率大幅下降，生产经营陷入停滞。

二是企业销售策略激进，造成大量坏账损失。非 i5 系列产品功能繁多，但并不完全符合客户需求，企业不计成本抢占市场，产品增量不增利，赔本赚吆喝。投入大量经费研发出来的 i5 系列产品没有经过市场反馈就强行推

广，客户不买账，就用租赁形式抢占市场，甚至无偿给客户试用，导致坏账损失增加，应收账款规模较高（图 5）。销售政策过于宽松带来的后果是企业难以盈利，也就无法进行后期产品改良、升级换代等研发计划。

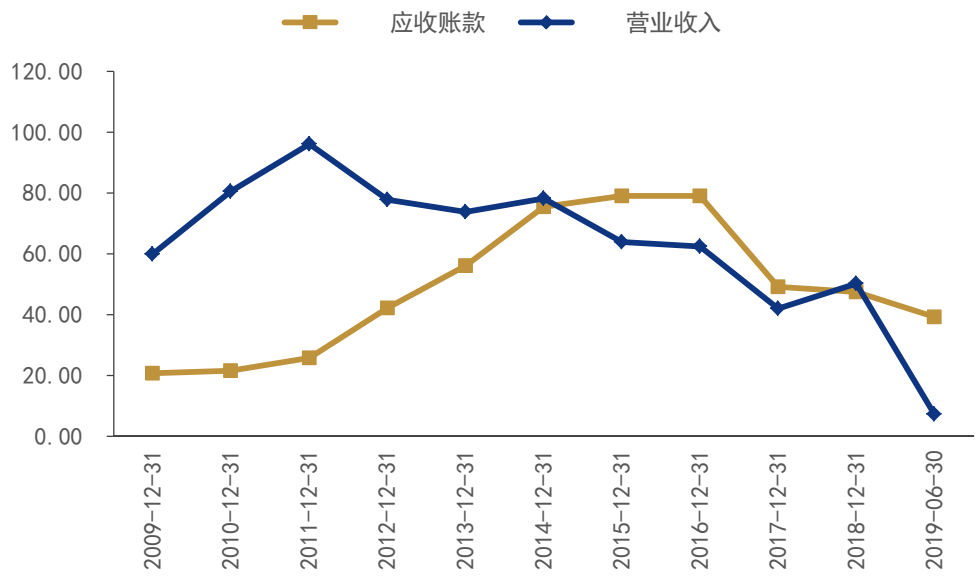

图 5：沈阳机床应收账款和营业收入走势图（2009-2019 上半年，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2.外部制造业大环境不景气，机床下游行业需求萎靡

受中美贸易摩擦影响，宏观经济增速下行压力加大，汽车、消费电子等诸多重点下游行业景气度显著下降，2019 年上半年机床工具行业总体呈下行趋势，收入、利润、产量、产值等主要经济指标均同比下降，且在金属加工机床中，金属切削机床行业指标的下降幅度比金属成形机床行业更大（中国机床工具工业协会《2019 年上半年机床工具行业经济运行情况分析》）。根据国家统计局披露的数据，金属切削机床年产量自 2016 年起逐年下降，2018 年全年产量为 48.9 万台，仅为 2011 年全年产量的 56.9%（图 6）。

在内外交困的影响下，2012-2018 年，沈阳机床的经营性现金流已连续 7 年为负，扣非净利润从 2012 年开始也一直为负。2019 年上半年，沈阳机床的销售毛利率急转直下，差至-33%，说明营业收入已无法覆盖营业成本，企业经营状况堪忧（图 7）。

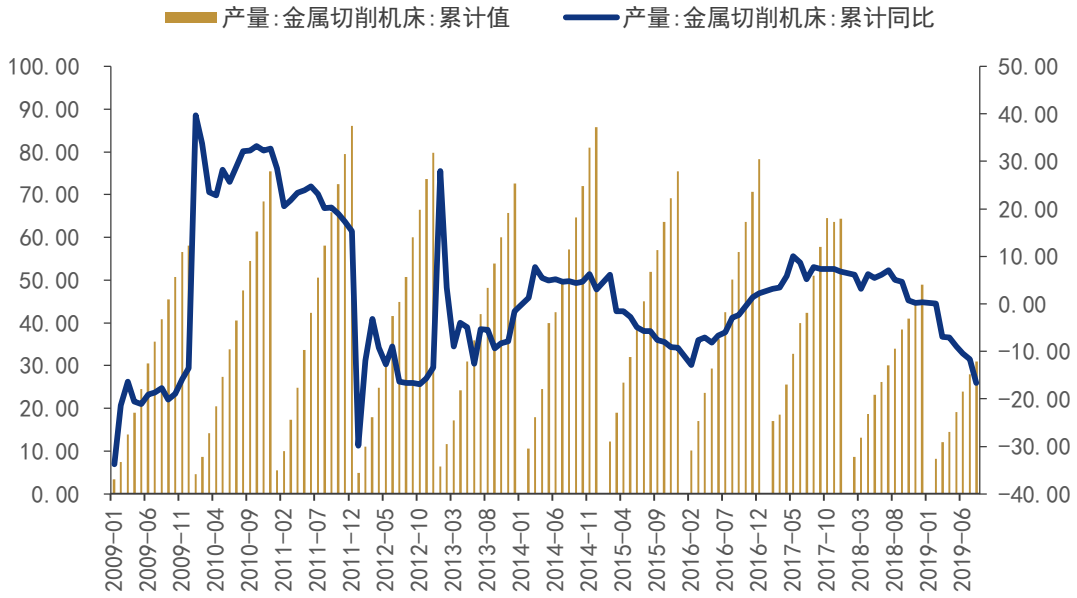

图 6：金属切削机床产量累计值与累计同比（2009-2019 年 8 月，单位：万台，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

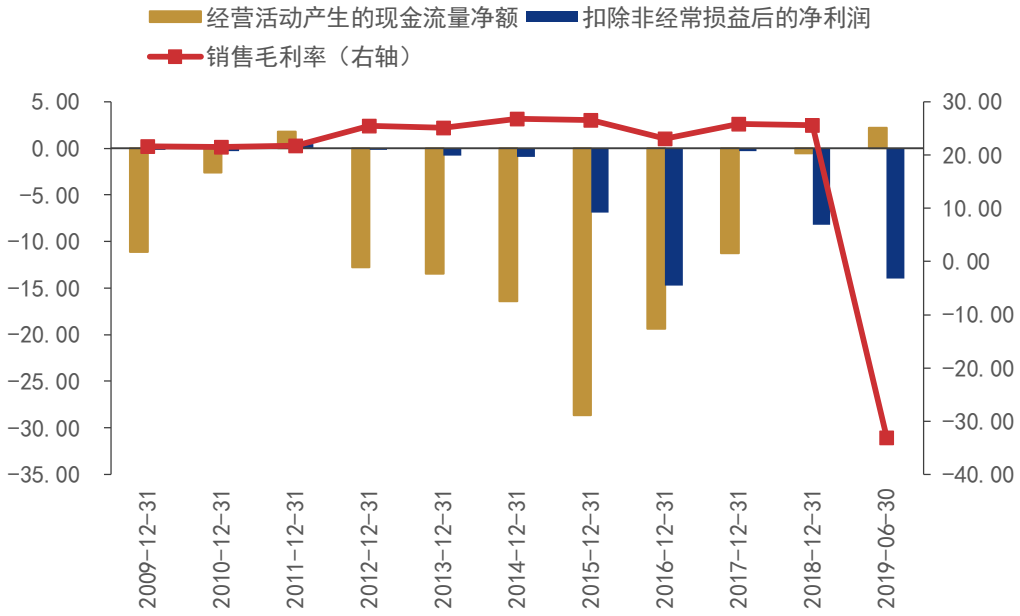

图 7：沈阳机床经营性现金流、扣非净利润和销售毛利率（2009-2019 上半年，单位：亿元，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3.短期债务规模持续增加，融资状况急剧恶化

沈阳机床的短期借款近年来居高不下，从 2013 年起规模就超过 80 亿元，2018 年末甚至达到 108.26 亿元，应付票据也从 2015 年到 2018 年短短三年时间增加了 17 亿元，由此带来的利息费用最近四年每年超过 8 亿元，大幅

提升营业总成本，导致企业连年亏损（图 8）。持续亏损之下债务负担不断加重，导致财务杠杆水平不断攀升，2015 年末资产负债率接近 90%，至 2019 年上半年末，资产负债率高达 107.9%，已严重资不抵债。公司筹资现金流从 2017 年开始持续净流出，由于筹集资金主要用于偿还旧债，并没有进行投资，筹资现金流为负说明公司融资状况恶化，基本丧失再融资流动性。

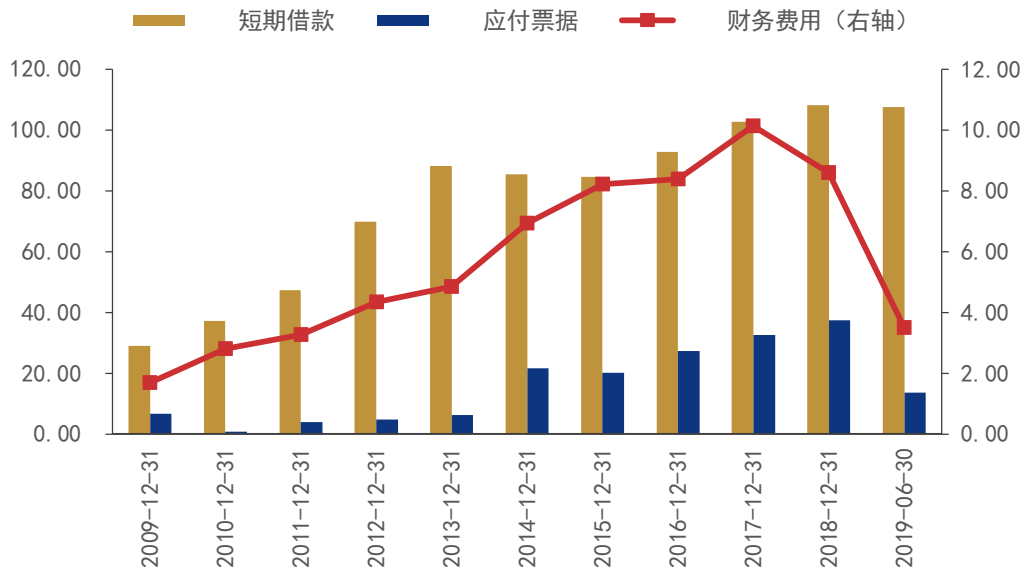

图 8：沈阳机床短期债务和财务费用（2009-2019 上半年，单位：亿元）

注：图中 2019 年财务费用仅为 1-6 月份数据合计值。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

4.地方政府数年来支持力度大，但已不愿为高额债务兜底

沈阳机床作为上市公司，在 2015 年和 2016 年连续亏损两年后面临退市风险，2017 年时地方政府竭尽全力帮助其脱离困境。在国务院国资委、国家发改委、财政部等八部委和沈阳市国资委的帮助与协调下，沈阳机床将落后产能传统机床（非 i5）业务剥离并转让给控股股东沈机集团，在得到建行铁西分行 10 亿元资金后又获得了 1.34 亿元的债务豁免。从 2010 年到 2017 年，公司每年都发布债务豁免公告，豁免的债务直接计入营业外收入，其中有 4 年营业外收入超过 1 亿元，政府支持力度不可谓不大。然而随着公司经营状况不断下滑，债务负担日益加重，严重资不抵债，政府已不愿为沈阳机床托底救助（2018 年没有发布债务豁免公告，营业外收入仅为 0.09 亿元），沈机集团和沈阳机床只好走上破产重整之路。

目前，在国家八部委与辽宁省政府的支持下，中国通用技术集团作为战略投资者参与沈机集团重整。中国通用集团之前有过成功对大连机床债务重组的经验，希望这次央企与地方国企的合作能够帮助沈阳机床化解过剩产能，卸下包袱轻装上阵，并将 i5OS 系统和 i5 系列产品开发完善，获得应有的收益。从这个角度来看，破产重整对企业来说未必不是一件好事。

（二）国企违约主体浩通物产

浩通物产成立于 1999 年 11 月 11 日，是天津物产集团有限公司（原天津市物资集团总公司）和天津市金属材料总公司共同出资组建的国有控股有限责任公司。公司经营领域为有色金属贸易，经营品种不断更新，现以电解铜、镍板、锌锭、铅锭、铝锭等为主，经营区域覆盖华北、东北、华东等多个省市，经营触角延伸至欧美、东南亚、中东、港澳台等国家和地区。

浩通物产母公司为天津物产集团有限公司，是天津市大型国有生产资料流通企业，实际控制人为天津市国资委。集团经营领域涵盖大宗商品（含进出口）、现代物流等，其中大宗商品主要包括金属（黑色金属、有色金属）、能源资源（煤炭、焦炭、燃料油）、矿产（铁矿、有色矿）、化工、汽车机电等五大类别。集团经营区域覆盖全国，并在美国、德国、日本、新加坡、中国香港等国家和地区建立了 21 家境外经营网点，形成辐射全球的网络布局。天津物产集团有限公司在"2016 中国企业 500 强"中排名第 26 位。2018 年《财富》世界 500 强排行榜第 132 名。

2019 年 7 月 25 日，天津市浩通物产有限公司的私募债“18 浩通 01”未按时兑付利息金额 9075 万元，同时该只债券担保人母公司天津物产集团有限公司亦未履行代偿义务，构成担保违约。以下为浩通物产的违约可能原因简要分析。

1.企业债务规模与财务费用大规模攀升

相比以往年份，2018 年末浩通物产短期债务规模大幅度攀升，其中短期借款达到 46.88 亿元，同比增速为 65.05%，应付票据为 66.38 亿元，增速由负转正为 32.72%。截至 2018 年末，公司短期债务高达 113.75 亿元，现金及现金等价物 72.64 亿元，无法覆盖其短期债务金额。公司债务的大规模增长，造成了财务费用的急剧攀升，从 2017 年的 1.35 亿元增长至 9.58 亿元，增速达到 609.87%%（图 9）。此外，浩通物产经营活动产生的现金流已连续 3 年为负值，企业在债务规模迅速扩大的同时不能产生稳定充足的资金补充。

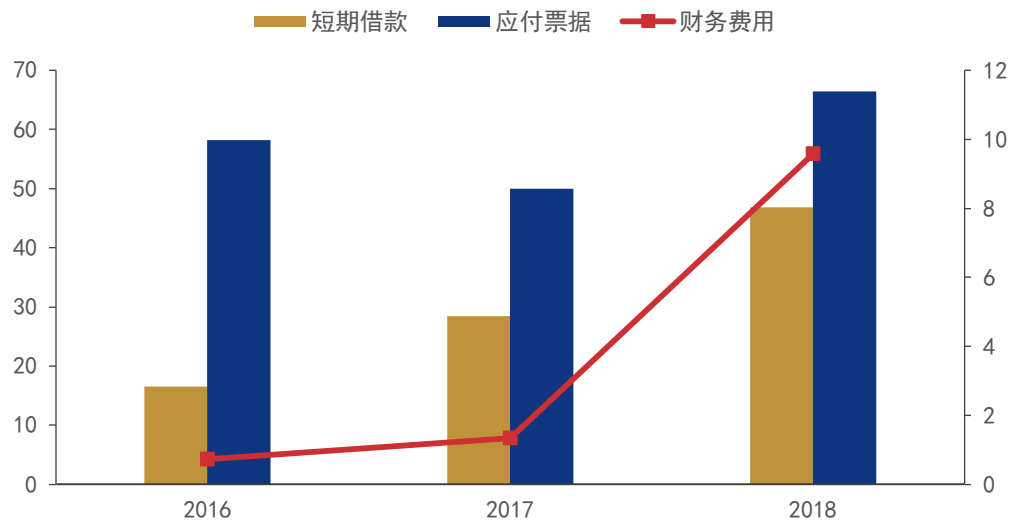

图 9：浩通物产短期债务和财务费用（2016-2018 年，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2.担保人（母公司）下属其他子公司已发生违约，无法履行代偿义务

近年来，天津物产集团资产负债率居高不下，2018 年末总负债已达到 2209 亿元，资产负债率高达 80.11%。

早在 2019 年 3 月 21 日，据财新报道，“天津市政府正式向辖内金融机构传达了天津物产集团贷款逾期的消息，要求银行业‘不抽贷、不压贷、不查封、不起诉’，并承诺天津物产不会欠息，目前天津物产债委会正在筹建中，敞口最大的工行为债委会主席。”然而，2019 年 4 月 3 日，多家媒体披露：天津物产集团因流动性紧张向贷款银行寻求贷款延期。2019 年 6 月 21 日，“长安资产天津物产浩英 1 号专项资产管理计划”的融资方天津物产浩英集团有限公司应支付的贷款利息未付，造成违约，而天津物产浩英集团是天津物产集团旗下公司。截至 2019 年 7 月末，据启信宝数据显示，天津物产集团股权被冻结 12 次，累计金额超过 250 亿元。此外，天津物产集团存续 6 只美元债，有 2 只总规模 6 亿美元预计在未来 6 个月至 9 个月到期，短期内债务偿还压力较大。

此外，查询启信宝信息显示，天津物产集团作为出质人已累计质押金额超过 150 亿元，将其旗下公司出质 30 次。

因此，在浩通物产出现还款危机时，自身难保的担保人天津物产集团有限公司无法履行代偿义务，从而导致其担保违约。

（三）民企违约主体

除之前讨论的 3 家国企外，第三季度还有 4 家民企违约，分别是安徽配天投资集团有限公司（下称“安徽配天”）、精功集团有限公司（下称“精功集团”）、安徽省外经建设（集团）有限公司（下称“皖经建”）和三鼎控股集团有限公司（下称“三鼎控股”），这四家民企违约可能主要有以下原因。

1.投资活动激进，但盈利能力并未相应提高

皖经建为安徽省建筑施工企业，主要业务布局在海外，以建筑施工、矿产开发和酒店运营为主，投资还涉及超市和房地产。由于当地政策变动，开采难度较大，近年来多处矿产处于停产状态。精功集团和三鼎控股同为浙江省综合类企业，**精功集团**近年来投资的光伏新能源、通用航空、旅游地产、碳纤维材料、大数据等领域过于多元化，且大多与主营业务无关，不能形成协同效应；**三鼎控股**作为义乌纺织巨头，2018 年 4 月，利用旗下上市公司华鼎股份的直接融资能力，29 亿元高溢价收购与主营不相关的通拓科技 100%股权，然而收购仅一年，通拓科技业绩就不及预期，导致公司计提商誉减值损失 1.72 亿元，之后在流动性紧张的情况下，又花费 5 亿元对深圳鼎盛投资发展有限公司进行投资，此外三鼎控股还投资了房地产，2018 年底投资性房地产余额高达 50.31 亿元。**经济下行期，投资激进会导致风险不断积聚，这也是业务领域多元化的企业违约的常见原因之一。**

2.上市子公司股权被尽数质押，母公司层面丧失流动性

根据 Wind 显示，**安徽配天**所持有的大富科技股票 30629.04 万股（占其持有股份数的 91.98%）已被质押并轮候冻结。**精功集团**违约前分别持有精功科技、会稽山和精工钢构 31.16%、32.97%和 16.86%的股份，累计质押股份占比分别为 99.99%、100%和 99.93%，由于提供担保涉及债务纠纷，精功集团所持有的全部上市子公司股权被司法冻结或轮候冻结。**三鼎控股**持有华鼎股份 27.53%的股份，质押股份占其持有股份数的 97.24%。**上市公司股权几乎尽数质押反映出企业流动性极其紧张，融资手段十分有限，因此出现流动性危机时已经没有可动用的质押融资空间，违约可能性极高。**

3.主营业务经营出现问题，业绩大幅下滑

安徽配天是华为、爱立信、诺基亚等通信企业的上游供应商，其中对华为的销售占总营业收入的 40%-60%。由于现在处在 4G 到 5G 升级的过程中，4G 市场早已饱和，公司主营业务面临巨大挑战，从 2015 年开始连年亏损。2017 年营业收入同比下降 24.56%，净利润为-10.00 亿元，2018 年由于 5G 产品投产，营业收入略有回升，仍净亏损 8.33 亿元。**精功集团**的主要收入来源为钢结构、贸易、化纤和建材，该部分业务毛利率较低，且均属于周期性行业，受宏观经济下行和中美贸易摩擦影响，利润下降幅度较大，2018 年净亏损 21.67 亿元。**当企业自身经营出现问题时，便不能很好地产生现金流，业绩下滑同时公司的偿债风险会迅速暴露。**

4.财务报表质量存疑

皖经建主营业务毛利率长期远超行业平均水平，但由于业务主要在海外，审计难度大，已连续两年被出具带强调事项段的无保留意见的审计报告。**精功集团**关联方占款严重，2018 年报延迟披露并更换审计事务所，最后出具的是无法表示意见的审计报告。**三鼎控股** 2016 年以 18 亿元的根雕艺术品进行增资，涉嫌虚增资本，且其他应收款数额不合理，2018 年末，三鼎集团前两大应收对象注册资本均只有 50 万元，应收款项居然高达 7.67 亿元。**财务报表质量不佳反映出公司内控薄弱，内控问题也是民企违约高发的原因之一。**

5.其他原因

除以上这些原因外，第三季度民企违约原因还有**短期债务规模大幅上升、债务集中到期导致偿债压力大、融资环境恶化等**。由于这些原因比较普遍，这里就不一一赘述。

三、总结与展望

通过对第三季度 7 家新增违约主体进行分析，我们可以总结出几个值得关注的点。**一是要关注主营业务**，一些企业没有将主营业务做好就盲目扩大投资，导致企业大而不强，当行业下行或投资不善时，资金流极易发生断裂，从而产生信用风险；**二是要关注行业环境**，经济下行期叠加中美贸易摩擦带来的不利影响，下游需求骤降会导致企业营业收入大幅下滑，影响自身“造血”功能；**三是要关注资产受限情况**，上市公司股权质押比例高，优质资产被司法冻结，将导致企业无法进行再融资；**四是要关注财务信息质量**，财务报表中不合理的地方可能涉嫌财务造假，审计事务所的审计意见也应重点关注；**五是关注担保人资质**，若担保人资产流动性较差，被担保债券无法被履行代偿义务，“担保”将成为“镜中花”。

第三季度还有一个特别值得关注的地方是今年以来首次出现国企违约，我们尝试着深入探讨了这几家国企违约的可能原因，也进行了一些思考。从 2015 年央企保定天威集团违约开始，国企信仰就已经被打破，政府无脑兜底的时代早已结束。随着国企市场化改革的不断深入，低效益国企、僵尸国企仍然大量存在，违约其实扮演了资本市场“清道夫”的角色。沈机集团和沈阳机床亏损多年，企业自身经营存在很大问题，在行业大环境不景气的情况下已资不抵债，被迫进行重整。浩通物产短时间内大规模发行债券，不考虑企业是否能产生稳定现金流，并依靠“自身难保”的担保人，最终造成流动性枯竭。

我们对国企违约分析的落脚点还是应该回到企业自身，不能一味地寄希望于政府救助，总之，“让信用回归信用，让市场成为市场”。

【作者简介】

陈心洁，中国科学院管理科学与工程博士，研究部研究员。
马默坤，布里斯托大学经济金融与会计硕士，研究部助理研究员。

【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 余年的丰富经验，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去理解，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。