

作者：陈心洁

邮箱：research@fecr.com.cn

新增主体违约率创新低，民企激进投资风险再显现 ——2020年第二季度信用债违约分析

摘要

2020年第二季度共有16只债券发生违约，违约时的债券余额合计206.30亿元，违约主体共有16家，其中3家为首次违约主体。从过去8个季度的债券违约情况来看，2020年第二季度新增违约债券只数、新增债券违约余额、首次违约主体个数均处于低位。第二季度违约主体地域分布主要集中在北京，综合类行业相对较多，发行时评级为AAA级的违约主体占比25%，为历史最高。

2020年第二季度新增主体违约率为0.07%，较上一季度下降0.05个百分点，已经连续三个季度下降；债券主体违约率为0.37%，基本与上一季度持平，其中民企债券主体违约率升幅较大。

2020年第二季度首次违约主体中融新大和宜华集团作为大型非上市民企，违约原因非常类似，违约主要是投资激进、盈利能力下降和再融资受限三个因素叠加导致。

我们也从中得到的思考与启示有：（1）对外投资激进会导致债务高筑，需多关注发债主体多元化业务的合理性；（2）考察企业自身“造血”能力的同时，还要警惕外部环境的变化；（3）对再融资受限的企业要特别关注。

相关研究报告：

- 1.《季度主体违约率持续下行，行业倾向性不明显——2020年第一季度信用债违约分析》，2020.04.17
- 2.《上市公司违约风险上升、低层次多元化风险显现——2019年第四季度信用债违约分析》，2020.01.09
- 3.《国企光环再度破碎，民企违约率持续下行——第三季度违约分析》，2019.10.17
- 4.《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
- 5.《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

2020年第二季度，信用债市场违约情况继续延续上一季度改善态势，新增违约债券只数大幅下降，违约主体个数与首次违约主体个数均处于低位。本文对第二季度信用债违约整体情况进行统计分析，并对首次违约主体的债券违约原因进行梳理，力求探寻本季度信用债违约带给我们的思考与启示。

一、第二季度信用债违约整体情况

2020年第二季度共有16只债券¹发生违约，违约时的债券余额合计206.30亿元，违约主体共有16家，其中3家是首次违约主体（第一次出现所发行信用债违约的主体）。与去年同期和上季度相比，2020年第二季度新增违约债券只数和首次违约主体个数均有不同程度地下降（图1）。从过去8个季度的债券违约情况来看，2020年第二季度各项指标均处于低位（图1）。在疫情冲击之下，金融机构对实体经济支持力度加大，“宽信用”状态正在形成，企业外部融资环境得到改善，这在一定程度上导致新增违约情况再创新低。

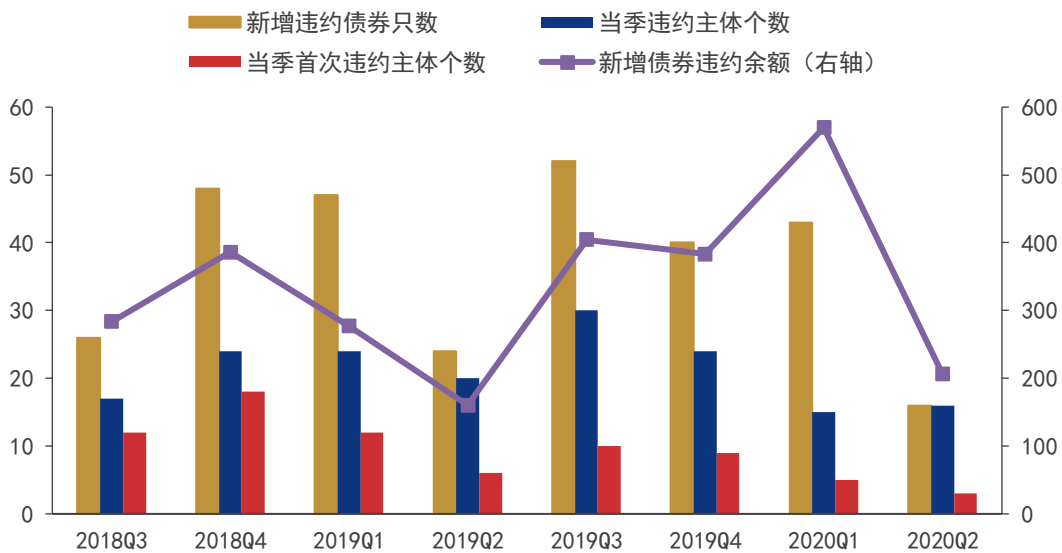


图1：债券违约情况（2018Q3-2020Q2，单位：个，亿元）

注：违约债券余额统计时间截至2020.7.1，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

从新增违约债券对应违约主体的地域分布来看，第二季度北京地区违约主体数量最多（占31.25%），其他省份均只有1-2家违约主体；从第二季度违约主体所属行业来看，综合类违约主体最多（占25%），剩余其他行业均只有1-2家违约主体（图2）。第二季度违约主体发行时评级AAA、AA+和AA级分别有4家、6家和5家，还有1家无评级，发行时评级为AAA级的违约主体占比25%，为历史最高，违约主体发行时评级向高等级迁移的趋势十分明显。

¹ 本文的违约债券统计口径不包括定向工具、集合企业债、交易商协会ABN和展期的债券。

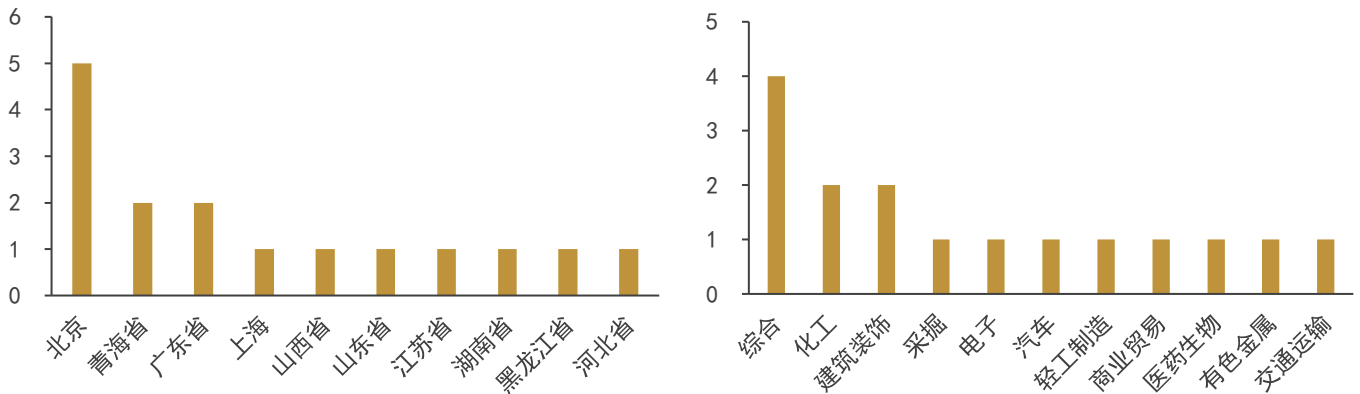


图 2：2020 年第二季度违约主体地域和行业分布（单位：家）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020 年第二季度首次违约主体共 3 家，涉及违约债券共 3 只，累计违约金额 15.89 亿元，分布区域主要在广东省和山东省，业务范围涉及交通运输、建筑装饰、医药生物行业，没有明显的行业倾向性（表 1）。从公司属性来看，本季度首次违约主体全是民营企业，且全是非上市公司（表 1）。

从新增主体违约率来看，2020 年第二季度新增主体违约率为 0.07%，较上一季度下降 0.05 个百分点，已经连续三个季度下降。民营企业新增主体违约率均连续两个季度下行，且降幅较大，国有企业新增主体违约率连续两个季度为 0（图 3）。

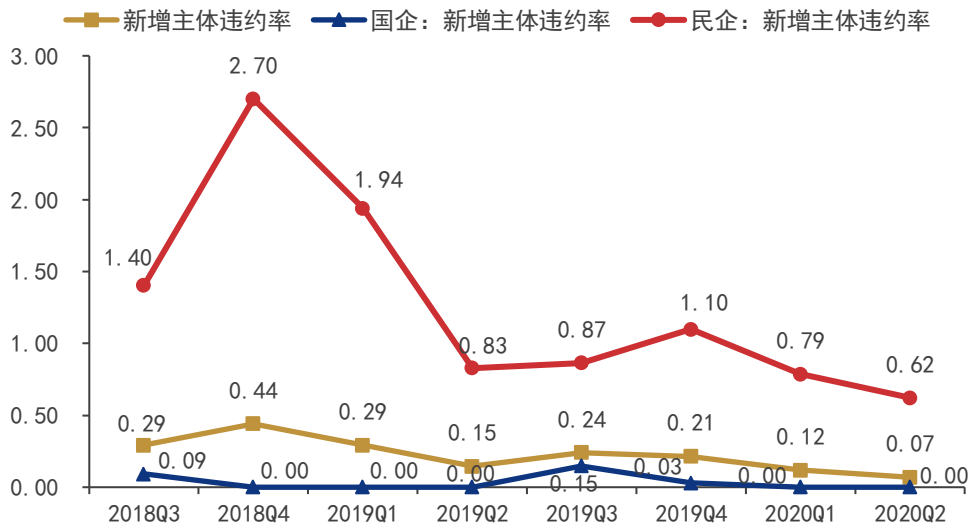


图 3：季度新增主体违约率（国企、民企，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

注：新增主体违约率=某期限内首次违约主体数/期初期末存量债券主体数量平均数。

从债券主体违约率来看，2020 年第二季度债券主体违约率为 0.37%，基本与上一季度持平，其中民营企业债券主体违约率为 2.49%，较上一季度上升 0.33 个百分点，升幅较大（图 4）。

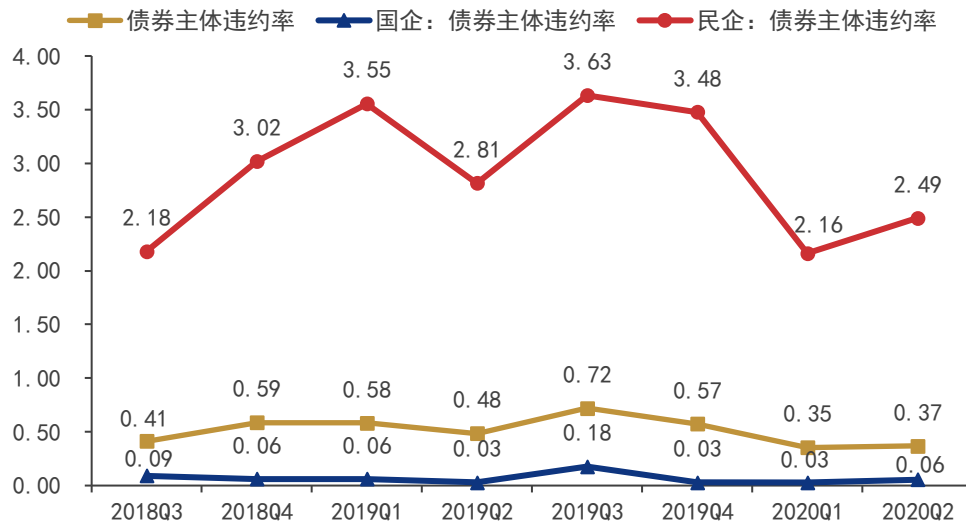


图4：季度债券主体违约率（国企、民企，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

注：债券主体违约率=某期限内新出现的违约债券对应的主体数/期初期末存量债券主体数量平均数。

表1：2020年第二季度首次违约主体基本情况

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	公司属性	是否上市	违约情况概述
中融新大集团有限公司	2020-04-20	1	3.75 亿元	AA+	交通运输-物流	山东	民营企业	否	未按时兑付回售款和利息
宜华企业（集团）有限公司	2020-05-06	1	0.65 亿元	AA-	建筑装饰-装修装饰	广东	民营企业	否	未按时兑付利息
康美实业投资控股有限公司	2020-06-24	1	11.49 亿元	无	医药生物-中药	广东	民营企业	否	未按时兑付回售本金和利息

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、第二季度信用债违约分析

2020年第二季度信用债首次违约对应主体分别为中融新大集团有限公司（下称“中融新大”）、宜华企业（集团）有限公司（下称“宜华集团”）和康美实业投资控股有限公司（下称“康美实业”）。由于康美实业违约债券类型为私募可交换公司债，公开信息较少且无主体评级，故本文不对其进行分析。

通过对中融新大和宜华集团进行分析后发现，违约原因可能涉及以下几个方面。

（一）对外投资过于激进，资产质量不佳

1. 中融新大

中融新大的前身是赫赫有名的山东焦化集团有限公司，早年间公司主营以煤制焦、煤化工、发电、燃气供应等业务为主。近年来，中融新大致力于多元化发展，公司业务范围扩大为物流清洁能源供应、能源化工、矿产资源和金融投资四大板块，主营业务收入主要来自于物流清洁能源板块中的物流供应链业务，占比常年超过68%。物流清洁能源板块拥有铁路专用线、10万吨级散货码头、5万吨级油品码头、临港物流园区、各种物流运输车1万辆，经营运行各类油气综合能源站200余座；能源化工板块产品有冶金焦、铸造焦、城市燃气、LNG、乙二醇、发电等能源化工产品，钨酸锂晶体薄膜、熔岩石材等高新技术新材料，铁、铜、金、银、钴、铼等有色金属；矿产资源板块拥有秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿，名下39个矿权占地面积263平方公里，储量丰富。短短几年时间，中融新大总资产从2010年不到100亿元发展到2017年超1500亿元的规模，2017年在中国企业500强排名第230位、全国民营企业排名第53位，成为名副其实的巨无霸。公司第一大股东和实际控制人为王清涛（持股64.84%），旗下有山东焦化控股有限公司、山东铁雄冶金科技有限公司、淄博铁英煤化工科技有限公司、山东物流集团有限公司、中融金控（青岛）集团有限公司等控股公司。

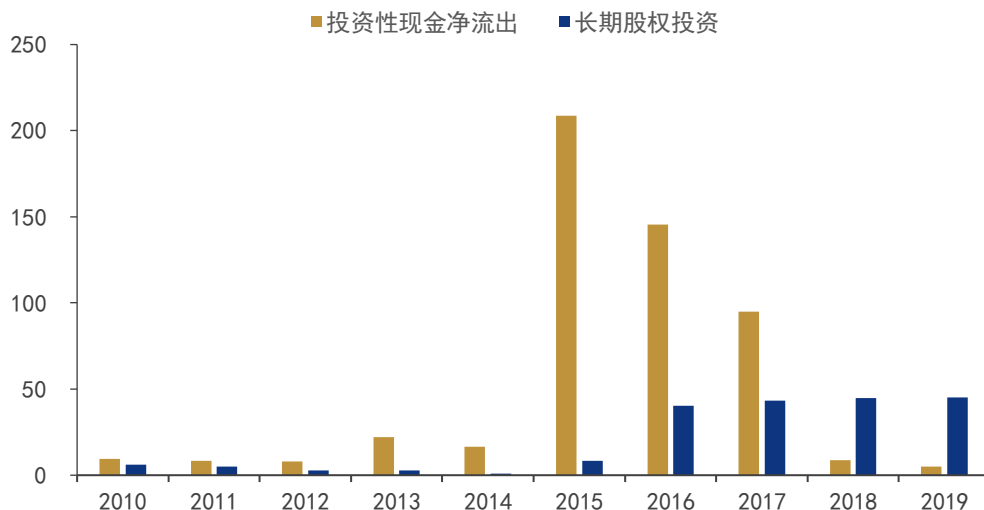


图5：中融新大投资性现金净流出和长期股权投资（2010-2019，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2015-2017年，中融新大投资性现金净流出额高达208.59亿元、145.61亿元和94.80亿元（图5）。十年来，中融新大投资性现金持续净流出，经营性现金净额和投资性现金净额之和常年为负值，十分依赖外部融资。自2015年起，公司不断加大对外投资，2015-2017年长期股权投资增长率分别为917.64%、389.67%和7.12%。

2015年12月，中融新大以7.55亿元总投资获得晋城银行14.29%的股权，成为该行第一大股东，正式进军金融业，之后接连参、控股厦门国际银行、中华联合财险、厦门农商行、恒丰银行等银行、保险类金融机构。在公司官网上赫然写着“到2020年实现参控股保险、证券、期货、信托等10家年营业收入超过50亿元的金融机构，实现经营收入500亿元”的目标，然而在四大业务板块中，金融投资明显是短板，近年来收入占比接近0。以晋城银行为例，2018年，该银行三成股权被质押，中小股东不断通过股权拍卖退出，中融新大收购晋城银行后，2016-2018年晋城银行的经营现金流量净额持续为负，且该行非标资产投资规模较大，个别部分已出现违约，资金回收承压，还因违规贷款、理财业务不规范等因素数次遭监管处罚，可见中融新大金融资产质量堪忧。

从中长期来看，除金融投资业务外，矿产资源开发业务相对原有业务的风险敞口也较大。2016年，公司收购秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿，后续项目还需持续投资，仅一期开发计划投资规模就高达19.58亿美元，资本支出压力非常大。矿产资源开发进度明显慢于预期，截至目前仍未对公司构成经营性回报支持。公司矿产资源价值占公司资产规模比例高（2018年占比44%），影响公司资产稳定性和流动性，造成了较大资金沉淀，无法对公司偿债能力提供强有力的支持。

2. 宜华集团

宜华集团是一家以家具制造为主的民营企业，第一大股东和实际控制人为刘绍喜（持股56%），旗下拥有上市子公司宜华健康医疗股份有限公司（下称“宜华健康”）和宜华生活科技股份有限公司（下称“宜华生活”），以及其他40余家参、控股公司，业务板块涉及家具和地板制造、医疗健康、房地产、原木、酒店餐饮等。截至2019年第三季度，宜华集团总资产为559.54亿元。

宜华集团自2016年起资本运作频繁，持续对外收购产生大规模商誉，带来较大商誉减值风险。近年来，公司通过并购不断扩张医疗健康板块，2015年2月起，旗下“宜华地产”更名为“宜华健康”，开始转型并陆续收购众安康、达孜赛勒康、亲和源、昆山长海医院等医疗和养老服务企业。截至2019年第一季度末，达孜赛勒康已直接或间接控制23家医院。2016-2018年，公司投资性现金净流出额高达155.58亿元、67.33亿元和40.13亿元，2019年宜华健康还在尝试收购玉山博爱医院、重庆永川卧龙医院和义务三溪堂。2020年4月30日，宜华健康出具了商誉减值测试报告，有7家收购的资产存在减值迹象，计提商誉减值准备14.56亿。多元化业务布局有助于分散单一行业风险，但投资过于多元化可能无法形成良好的协同效应，从以往众多违约案例来看，盲目激进的多元化投资是导致民企违约的主因之一。

（二）盈利能力和营运能力下降

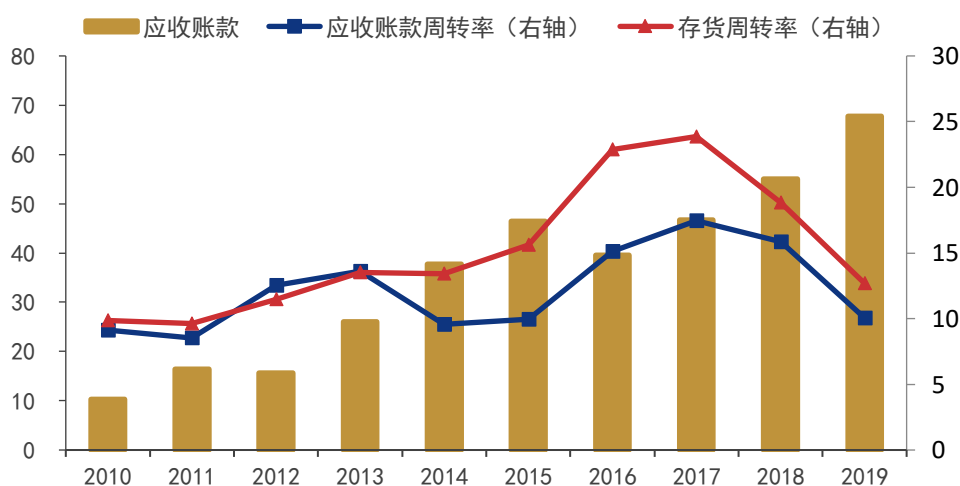


图6：中融新大应收账款、应收账款周转率和存货周转率（2010-2019，单位：亿元，次）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

公司能源化工板块处于产业链中游，对上下游议价能力较弱，但整体盈利较为稳定，是公司主要利润来源。2014年起，物流清洁能源板块的收入占比超过60%，直至2019年一季度，此板块收入占比超过74%，但物流清洁能源

板块的毛利率并不高，在3-4%左右，盈利能力一般。2016-2019年，应收账款规模逐年上升，且上升速度与主营业务收入增速严重不匹配，2017、2018、2019年应收账款增速为18.12%、17.79%、23.07%，而主营业务收入增速为15.69%、7.21%、-23.62%。从营运能力来看，应收账款周转率和存货周转率已连续两年下降，应收账款周转率从2017年的17.46下降到2019年的10.05，存货周转率也从2017年的23.87下降到2019年的12.71，公司营运能力持续下降（图6）。2019年末，公司主营业务收入首次出现下降，同比减少23.62%，经营性现金净流入从上年末27.66亿元大幅减少至1.23亿元，净资产收益率从上年末3.73%减少至0.61%，盈利能力下降严重影响公司偿债能力。

今年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，全国生产活动大幅减少、物流减少，公司物流清洁能源板块收入急剧缩水从而重创公司整体收入。公司公告称，能源化工板块和物流清洁能源板块的生产经营活动在产供销等方面也受到严重影响，应收账款周期被迫拉长，运营维护和安保成本持续攀升，经营性现金流遭受阶段性重创。突如其来的疫情，使得原本盈利能力已经下降的公司雪上加霜。

2. 宜华集团

2017年以来，受中国经济增速趋缓、房地产行业景气度下行等因素影响，国内家具行业收入增速有所放缓。由于房地产政策影响对家具销售存在一定滞后性，2018年家具制造业规模以上企业主营业务收入增速大幅下降至4.30%（图7）。2018年以来，中美贸易摩擦加剧，7月美国贸易代表办公室公布的加征10%关税的清单中包括家具、服装等消费品；2019年5月，美国正式对上述商品加征关税，并将税率上调至25%。同时，国务院关税税则委员会发布公告称，自2019年6月1日起，对原产于美国的部分进口商品提高加征5-25%不等的关税税率。宜华生活近年来外销收入占比超过60%，45%的原材料采购通过海外进口，中美互征关税对公司原木等原材料进口以及家具产品对美出口产生较大影响，导致2018年宜华生活外销收入同比下降20.54%至47.21亿元。

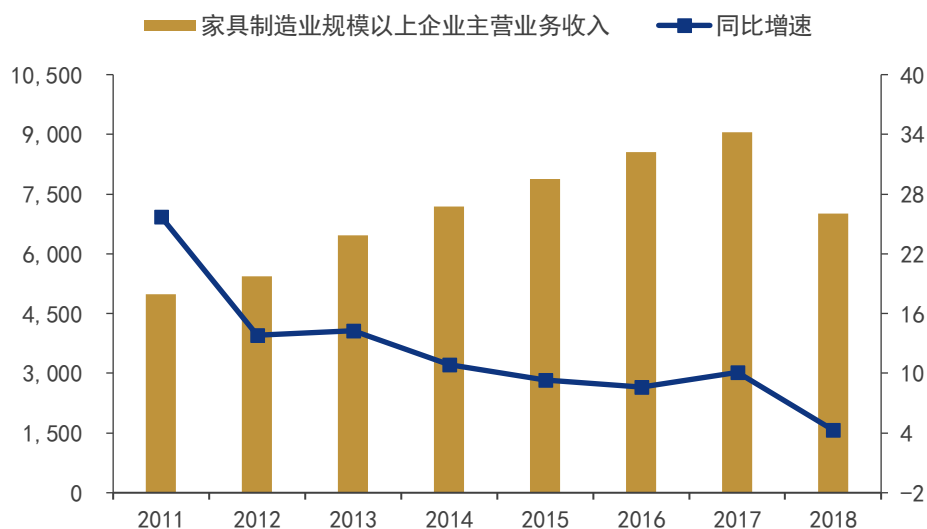


图7：中国家具制造业规模以上企业主营业务收入及增速（2010-2018，单位：亿元，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

此外，家具市场竞争日趋激烈，公司产品定位、品牌建设和渠道拓展能力均受到考验。医疗健康业务方面，受养老板块摊销成本增加、医疗专业工程板块收入大幅下降等原因影响，医疗健康板块营业收入出现下滑。综合来看，公司盈利能力持续下降，投资资本回报率(ROIC)从2015年6.72%下滑至2019年三季度1.88%，总资产回报率(ROA)也从2015年3.49%下滑至2019年三季度0.13%。宜华集团应收账款逐年增加，从2015年15.06亿元增长至2019年三季度35.52亿元，同时应收账款周转率和存货周转率不断下降。2019年三季度经营活动产生的现金流量净额为12.71亿，较2018年同期减少44.09%。由此可见，公司盈利能力和营运能力均在减弱。

宜华集团本身在母公司层面无实质经营性业务，利润主要依赖于子公司分红等投资收益，属于典型的“子强母弱”。公司归母净利润从2017年的9.63亿元减少为2019年三季度的-0.24亿元。在盈利能力下降的背景下，亏损导致集团层面的偿债能力进一步被削弱。

(三) 应付债券规模逐年攀升，再融资能力严重受限

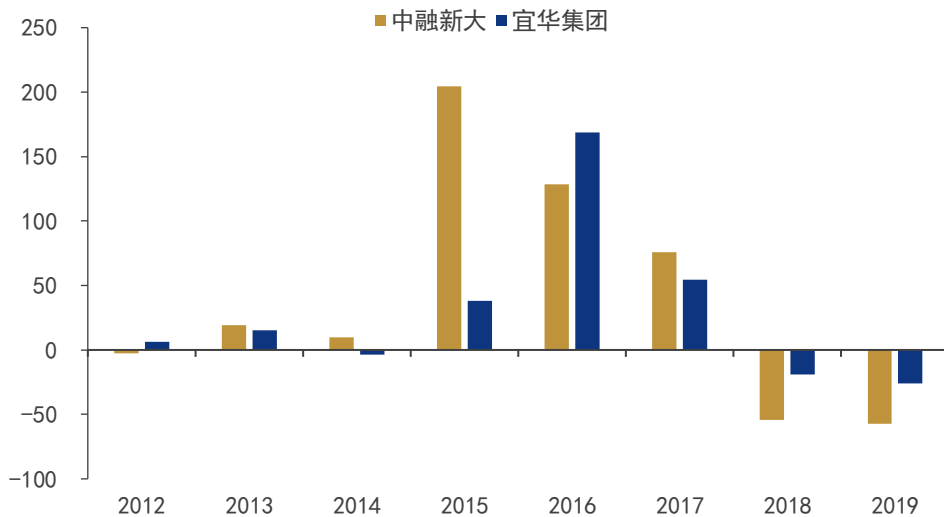


图 8: 中融新大和宜华集团筹资性现金净额 (2012-2019, 单位: 亿元)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

注: 宜华集团 2019 年年报尚未披露, 2019 年使用三季度数据。

1. 中融新大

2016-2018 年, 中融新大应付债券金额均超 130 亿元, 2019 年仍高达 121.54 亿元, 但 2018 年下半年起公司未再发行新债, 公司 2018 和 2019 年度筹资性现金净额均为负数 (图 8)。2018-2019 年公司有息债务及票据到期兑付导致 2018、2019 年末货币资金分别为 61.86 亿元、15.36 亿元, 同比大幅减少 43.48%、75.18%。在未发行新债的情况下, 若所有债权人均在行权日选择进行债券全额回售, 则公司仅 2020 年就有 90.18 亿元待偿, 偿债压力极大。

公司实控人王清涛 219.20 亿股权被冻结, 同时 2018 年公司所持中融投资、山东焦化控股有限公司以及铁雄冶金等主要子公司股权和部分资产因诉讼被查封冻结, 对公司再融资和相关资产处置造成不利影响。公司在金融业版图的不扩张给公司带来了较大的资产沉淀, 导致这部分金融资产流动性较差。2018 年起, 公司面临的借款和融

资租赁纠纷等诉讼增多，还受互保企业“永泰能源”债券违约牵连导致“15鲁焦01”“15鲁焦02”价格大跌并触发临时停牌，舆论对公司融资带来负面影响，进一步导致公司再融资能力严重受限。

2. 宜华集团

与中融新大类似，公司筹资性现金净额自2016年起不断减少，2018和2019年三季度筹资性现金净额均为负值（图8）。2017和2018年，宜华集团应付债券金额分别为109.75亿元和110.67亿元，同时2019年下半年起公司未再发行新债。母公司层面，近年来债务规模整体呈增长态势，2019年三季度末，母公司总债务²107.44亿元，其中短期债务³占比高达76.27%，但同期末母公司货币资金仅为4.28亿元，母公司短期偿债压力极大。

截至2019年6月，公司持有宜华生活股份的66.22%和宜华健康股份的67.47%被质押融资，此外，有包括固定资产、应收账款等在内的47.70亿元资产抵押质押受限。2019年公司所持有的宜华生活股份多次被司法冻结，2020年5月，由于公司和浙江浙商产融投资合伙企业的纠纷，公司所持宜华健康股份的34.56%也被冻结，较大比例的冻结规模加大了公司再融资难度。

宜华集团旗下上市子公司宜华生活“存贷双高”，资产质量或存在明显问题。2018年公司账面拥有33.8亿货币资金，利息收入却只有3000万元，收益率明显偏低；在年报审计前夕公司临时更换会计师事务所，但该事务所出具的审计意见为“无法表示意见”；2020年4月26日，公司收到证监会的《调查通知书》，因涉嫌信息披露违法违规，被立案调查，随后2019年货币资金缩水至4亿元。重要子公司涉嫌财务造假和信息披露违法违规，也暗示公司存在流动性风险，再融资十分困难。

（四）经营性现金流净额完全不能覆盖短期债务

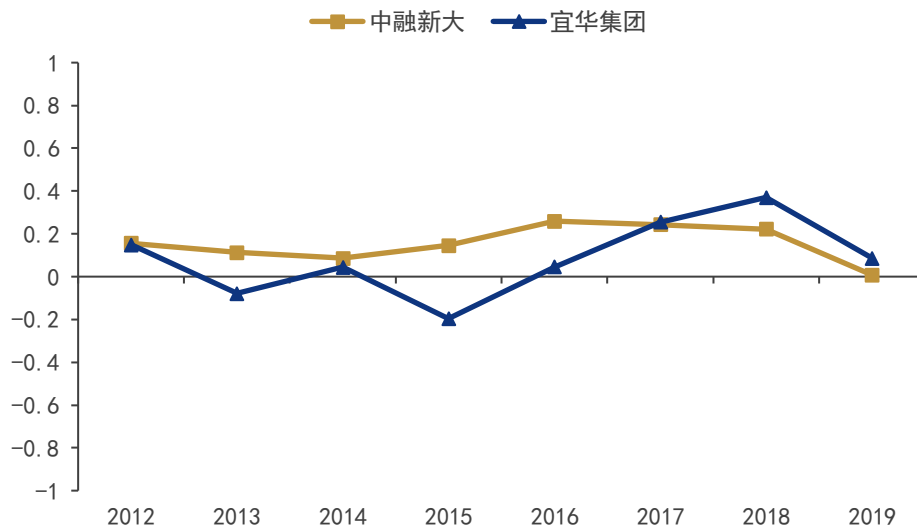


图9：中融新大和宜华集团经营性现金流净额/短期债务（2012-2019，单位：倍）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

² 总债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他短期有息债务+长期借款+应付债券+其他长期有息债务。

³ 短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他短期有息债务。

注：宜华集团2019年年报尚未披露，2019年使用三季度数据。

2017-2019年，这两家企业总债务规模均超200亿。2019年末，中融新大短期债务规模为158.49亿元；2019年三季度末，宜华集团短期债务规模为148.51亿元。从经营性现金流净额对短期债务覆盖情况来看，中融新大和宜华集团的经营性现金流净额常年无法覆盖短期债务，宜华集团甚至还出现经营性现金流净额为负的情况（图9）。现金流与债务的期限结构是否匹配将对企业的信用风险产生影响，当债务在短期内较为集中或者偿债高峰来临，而企业流动性无法充足覆盖，会更容易发生违约事件。

（五）其他原因

除以上两家企业共有的违约原因外，还有诸如并购溢价商誉减值、应收账款过大、对外担保问题、信息披露不全、财务造假等其他违约原因在早前文章中都有所提及，这里就不再展开分析。

三、总结与展望

2020年第二季度共有16只债券发生违约，违约时的债券余额合计206.30亿元，违约主体共有16家，其中3家为首次违约主体。从过去8个季度的债券违约情况来看，2020年第二季度新增违约债券只数、新增债券违约余额、首次违约主体个数均处于低位。第二季度违约主体地域分布主要集中在北京，综合类行业相对较多，发行时评级为AAA级的违约主体占比25%，为历史最高。2020年第二季度新增主体违约率已经连续三个季度下降，但民企债券主体违约率较上一季度有所上升。

2020年第二季度首次违约主体中融新大和宜华集团都是大型非上市民企，违约原因非常类似。通过分析，我们发现这两家民企违约主要是由于投资激进、盈利能力下降和再融资受限等多个因素叠加导致的。

由此得到思考和启示如下：

第一，对外投资激进会导致债务高筑，需多关注发债主体多元化业务的合理性。非理性、低层次的多元化投资和并购，往往带来的利润不如预期，易导致现金流发生断裂，从而产生信用风险。对于对外投资较大的企业，要去核查：相关投资之后是否形成了有效的资产，是否带来了增量利润及现金流入。而且非相关业务的多元化常伴随较多兼并重组事项，被收购企业经营状况如何、是否产生大额商誉减值值得关注。商誉作为一种特殊资产，其变现能力极差，同时存在减值风险，并不能为公司带来流动性增益。尤其是经济下行期，投资回报率较低，盲目进行多元化投资会导致风险不断积聚，需要特别警惕。

第二，考察企业自身“造血”能力的同时，还要警惕外部环境的变化。盈利能力作为现金流的基石，其健康稳定增长十分重要。当外部环境出现变化（如新冠肺炎疫情暴发、中美贸易摩擦互征关税）或者行业不景气时，会对企业盈利能力产生直接影响，因此，需要对未来可能的负面外部环境变化做适度预判。当主营业务收入减少，应收账款规模不断增加时，公司的现金回流速度将大打折扣，盈利能力和营运能力下降导致偿债能力减弱。此外，还应关注企业的业务模式，是否对资金形成严重占用，从而影响公司偿债能力。

第三，对再融资受限的企业要特别关注。当企业自身陷入困难，可靠的外部现金流来源是其最后一道屏障。但如果自身的银行授信额度濒临用尽，受限资产规模较大，则较难获得银行方面的再融资。融资渠道的可获性与畅通

性，是分析企业再融资能力的重要方面（有必要建立企业流动性与财务弹性的分析框架）。资产受限或被冻结、股权被质押或被冻结，都将严重影响企业的再融资能力，需要重点关注。

【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。

【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：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
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。