

作者：陈浩川

邮箱：research@fecr.com.cn

民营卫星龙头因何陨落？

——华讯科技债券违约分析

相关研究报告：

- 1.《公司发展背离行业趋势，激进扩张终酿苦果——泰禾集团违约分析》，2020.08.24
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 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
- 6.《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

摘要

2020年7月，华讯方舟科技有限公司（以下简称“华讯科技”）“18华讯02”发生违约，导致“18华讯03”“17华讯03”“17华讯02”的交叉违约条款被触发从而提前到期。最终，由于未能筹措足额资金进行偿付，华讯科技共有4只债券违约，涉及金额合计约12.81亿元。

华讯科技主要从事卫星通信业务、军事通信及配套业务等的研发、生产及销售，是国内唯一攻入世界前五大卫星运营商市场的企业，出口规模巨大，占领欧美高端市场。旗下子公司华讯方舟股份有限公司（以下简称“华讯方舟”）为上市企业，华讯科技作为控股股东持有华讯方舟29.46%的股权。

通过对华讯科技进行深入分析，我们发现可能的违约原因包括：（1）业务特征导致客户集中度高，或因业务渠道受阻导致2019年营业收入大幅减少；（2）销售结算流程长，对公司形成资金占用；（3）公司有息债务占比高，经营还款能力较差；（4）货币资金受限比重较高且发生锐减；（5）公司法律诉讼、监管处罚缠身，再融资困难。

总的来说，华讯科技是自身经营问题导致违约，我们从中得到的启示有：（1）客户集中度过高的企业更容易面临营业收入波动的威胁，从而影响资金链；（2）关注销售结算模式，应收账款金额规模较大且应收账款增速高于营业收入增速的发债主体更易发生信用风险；（3）关注长期经营性现金流较少的公司；（4）重点关注企业货币资金受限情况。

一、违约事件简要回顾

2020年7月，华讯方舟科技有限公司（以下简称“华讯科技”）发布公告称：“18华讯02”应于7月2日兑付利息，截至本次付息日终，公司未能在约定的付息日前筹措足额资金，不能按期偿付利息。“18华讯02”于2018年7月发行，当前余额5亿元，期限为3年，票面利率7.8%，附第二年年末投资人回售权选择权，本应于今年7月2日回售和付息。此外，“18华讯02”违约触发了“18华讯03”“17华讯03”“17华讯02”的交叉违约条款，华讯科技其他债券被相应持有人宣布立即提前到期。由于公司最终未能筹措足额资金进行偿付，华讯科技共有4只债券违约，涉及金额合计约12.81亿元。

表1：华讯科技违约债券基本情况

代码	简称	发行日期	发行方式	违约发生日	逾期金额 (亿元)	特殊条款
112553.SZ	H7 华讯 02	2017/07/18	公募	2020/07/21	5.78	--
112572.SZ	H7 华讯 03	2017/08/21	公募	2020/07/17	0.17	回售，调整票面利率
114407.SZ	H8 华讯 03	2018/12/10	私募	2020/07/14	1.08	回售，调整票面利率
114350.SZ	H8 华讯 02	2018/07/02	私募	2020/07/02	5.78	回售，调整票面利率

数据来源：Wind，远东资信整理

二、发行人基本情况概述

华讯科技前身为深圳市华讯方舟科技有限公司，是2007年8月由宋伟、吴光胜、项俊晖出资创立的民营企业，初始注册资本100.00万元，公司于2016年5月31日变更为现用名。截至2020年8月24日，公司注册资本为4.72亿元，其中吴光胜持有公司33.86%的股权，是公司的控股股东和实际控制人。旗下子公司华讯方舟股份有限公司（以下简称“华讯方舟”）为上市企业，华讯科技作为华讯方舟控股股东持有其29.46%的股权。

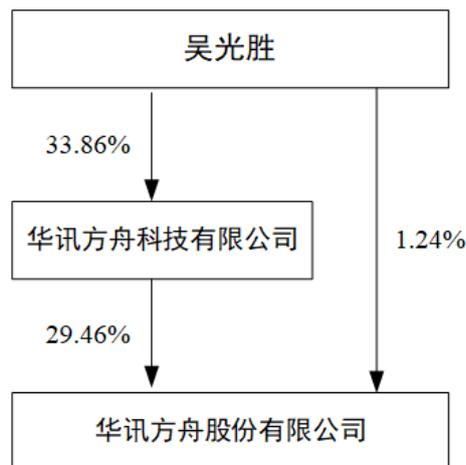


图1：华讯科技、华讯方舟与实际控制人之间的产权及控制关系图

数据来源：Wind、企业年报，远东资信整理

根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2011）的行业划分标准，公司属于“C392 通信设备制造业”。

公司主营业务包括卫星通信业务、军事通信及配套业务、太赫兹人体安检仪业务等。其中对公司营业收入贡献较大的业务主要是卫星通信业务和军事通信及配套业务。公司为全球各大运营商提供系统设计、产品设计等服务，并通过自有工厂生产卫星通信系统所需设备，为系统整合商提供子、分系统的配套整合。通过自有的领先技术优势，占领市场。

由于公司仍未披露 2019 年年报，根据公司 2018 年年报，公司主营构成如图 2 所示。从主营业务收入构成来看，超高频产品为公司的第一收入来源（占比 63%），军工和其它通信产品分别占比 14.8%和 21.8%。公司军工板块业务主要由下属上市公司华讯方舟股份有限公司运营。

从销售区域来看，2018 年公司国内业务实现收入 26.95 亿元，占比 26.61%；国外业务实现收入 74.32 亿元，占比 73.39%，公司主营业务收入主要来自海外（公司超高频产品收入几乎全部来自于国外）。公司的超高频产品定位商用领域市场，行业定位门槛较高，与国内卫星通信业巨头错开，且是国内唯一攻入世界前五大卫星运营商市场的企业，出口规模巨大，占领欧美高端市场。

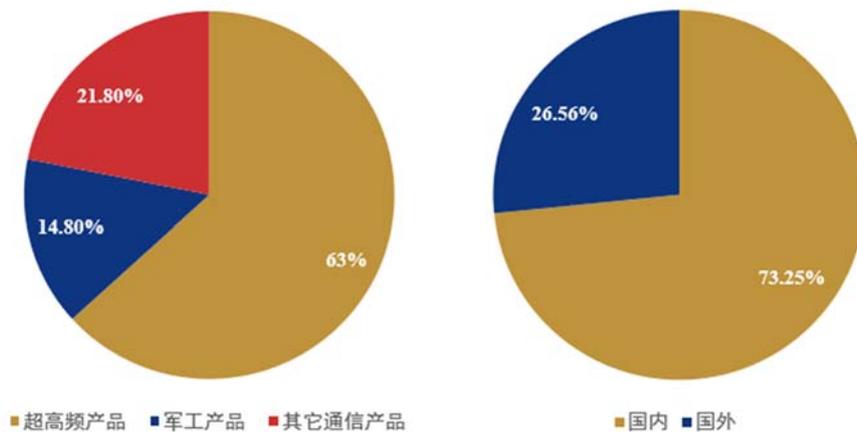


图 2：华讯方舟科技有限公司 2018 年营业收入构成（分产品、分区域）

数据来源：企业年报，远东资信整理

三、债券违约原因分析

通过对华讯方舟科技有限公司进行深入分析，我们发现的债券违约原因可能包括以下几个方面。

（一）业务特征导致客户集中度高，或因业务渠道受阻导致 2019 年营业收入大幅减少

1. 业务多元化不足，客户集中度高

华讯科技主要提供的是卫星通讯、军用通讯相关产品业务，其产品所销往的下游行业本身参与者较少，因此不可避免地导致了华讯科技客户集中度较高。公司科技卫星通信业务相关产品全部销往海外。主要需求方为全球五大卫星通讯运营商，销售业务主要由 Hybrid Quantum Enterprise Co.,Ltd.（简称“HQ”）代理，对国际大型卫星运营商依赖性较高。公司军工业务主要客户为大型军工制造企业，2018 年前五名客户销售额占军工业务销售总额的 83.24%。

总的来说，华讯科技在业务方面的多元化欠佳，其服务的终端市场特征导致了其客户集中度很高，公司营业收入受客户需求影响较大，整体经营状况受主要供应商及客户经营情况及销售策略影响较大。在这次违约事件中，由业务丢失导致的营业收入的大幅降低可能是华讯科技资金链断裂的原因之一。

2. 内忧外患，2019年营业收入锐减

根据华讯科技2019年中报数据显示，截至2019年中，公司共有营业收入33.80亿元，与2018年同期相比减少了12.73亿元，同比下降27%。由于公司尚未披露2019年年报，因此对华讯科技在2019年的全年营业收入状况我们不得而知，但是从半年报数据来看，情况不容乐观。此外，近两年来中美贸易摩擦愈演愈烈，华讯科技所在的卫星通信行业又正处在国家安议题的风口浪尖，美国对华讯科技进行了多方面的限制，公司业务受到了很大影响。

华讯科技军工相关业务主要由华讯方舟运营。华讯方舟披露了2019年年报（被审计机构出具了无法表示意见的审计报告，且公司独立董事发表声明称无法保证内容的真实性、准确性、完整性），年报数据显示，2019年华讯方舟营业收入（即华讯科技军工业务板块营业收入）为2.50亿元，较2018年大幅下降83.53%（图3）。

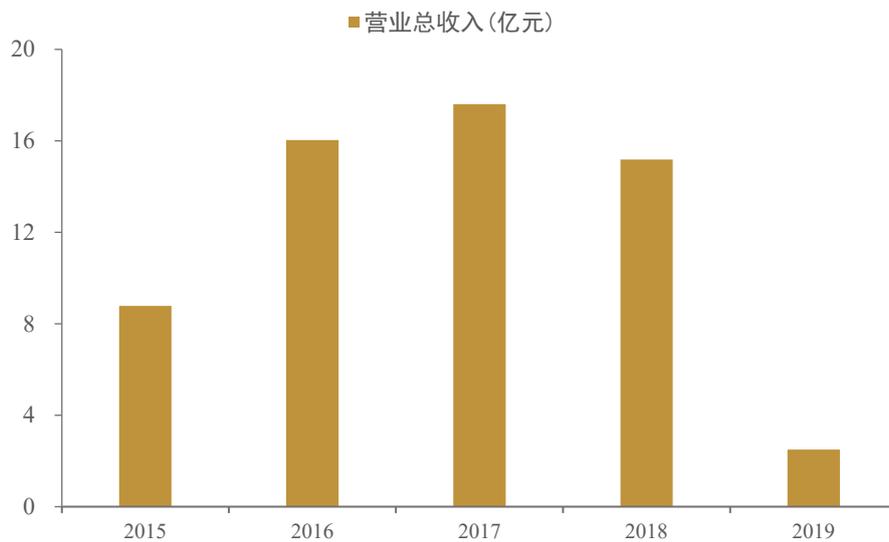


图3：华讯方舟股份有限公司营业收入（2015年至2019年）

数据来源：企业年报，远东资信整理

值得一提的是，2019年华讯方舟出现的收入锐减主要系旗下子公司南京华讯方舟通信设备有限公司和深圳市华讯方舟雷达技术装备有限公司营业收入在2019年大幅下降所致，两家子公司是华讯方舟的主要收入来源，其2019年营业收入较2018年分别下降高达83.88%和97.18%。营业收入大幅下降或许也是导致南京华讯方舟通信设备有限公司于2019年底有1亿元银行借款出现逾期的主要原因之一。

如果以上数据属实，意味着公司可能在2019年甚至是更早的时候业务渠道出现问题，导致订单锐减。华讯方舟在年报中对此做出的解释是“主要原因为受宏观经济形势的影响，公司的订单交付不及预期，军事通信配套产品销售收入下降所致”。然而，军方对于某一个型号装备及其配套的采购，一般是采取独家供应或者由2~3家供应商同时供应，而且需要供应商提供5~10年的长期供应和服务，此军品市场特点对华讯方舟的销售稳定性理应提供了较强保障，如此巨大的营业收入下降或许不是仅仅由宏观经济形势变化所能解释的。

此外，华讯方舟2019年年报中还提到“报告期内公司研发投入金额为8771.56万元，较上年同期减少43.88%；研发人员数量92人，较上年同期减少了81.19%”。公司所在军工通信行业属于技术密集型行业，企业需要不断进行研发投入以保持领先优势，科研人员更是整个公司的业务核心。2018年华讯方舟共有科研人员489人，超过80%的研发人员集中在2019年离职，加上研发投入的大规模降低，或许从另一个方面反应了当时公司军品项目订单锐减的状态。

（二）销售结算流程长，对公司形成资金占用

在卫星通信业务方面，华讯科技与其销售代理商HQ的合作采用以销定产方式，用美元进行结算。公司与HQ的结算方式为：签订订单后收取5%预付款，货到90天内收取95%尾款，尾款账期一般为120-180天。在军工业务方面，公司与客户签订购货合同后，客户向公司支付10%的预付款后公司安排采购及生产任务，客户收到全部货物并验收合格后3~10个月之间向公司支付合同尾款。

从图4可以看出，公司应付账款占销售收入比例相当高，2015年至2018年，应收账款规模随销售收入增长不断增加，占全年销售收入比重从40%增加至60%左右。此外，在公司前些年的发展者为扩大销售收入，对客户采用了较宽松的信用政策，应收账款的增长速度显著高于营业总收入的增加速度（图5）。总的来说，不论是卫星通信业务还是军工业务板块，公司都面临销售流程较长导致账期较长的问题，存在较大的资金占用压力，在再融资渠道受阻的情况下极易发生资金链断裂，引发信用风险。

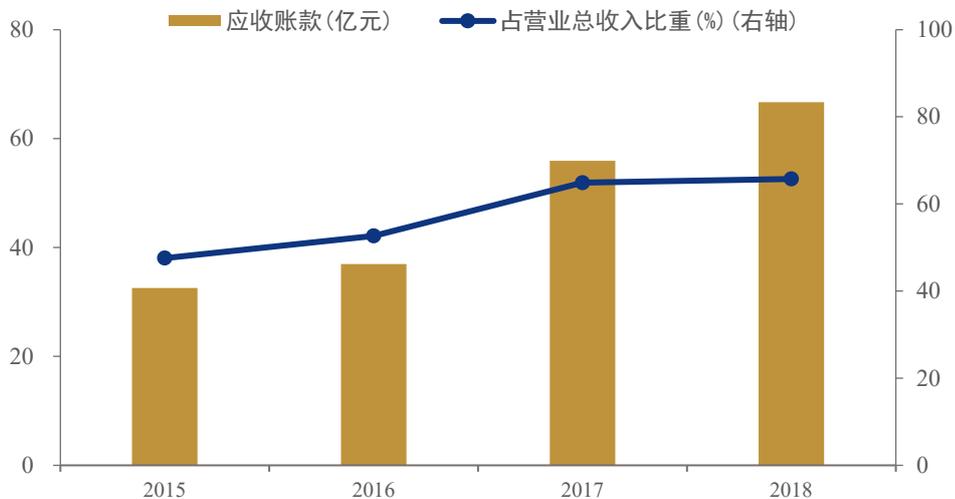


图4：华讯方舟科技有限公司应收账款及占营业总收入比重（2015年底-2018年底）

数据来源：Wind、企业年报，远东资信整理

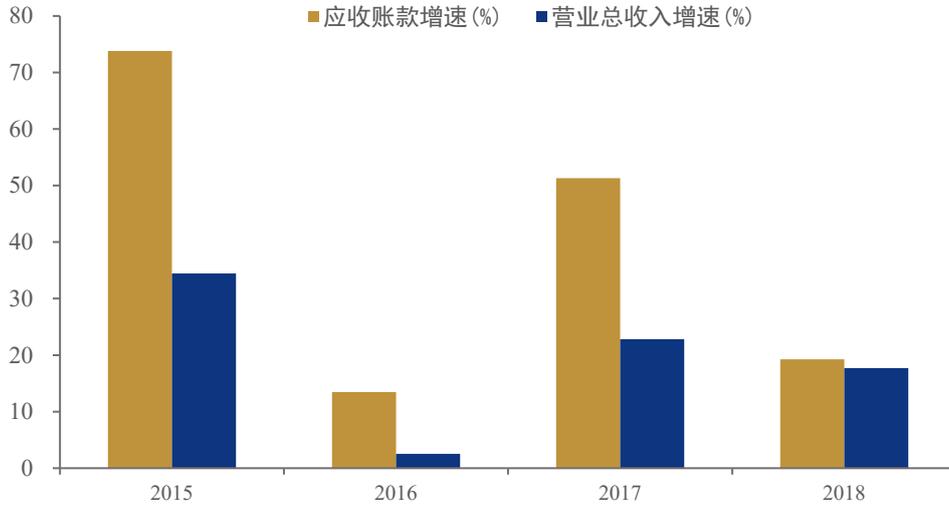


图5：华讯方舟科技有限公司应收账款及营业总收入增速（2015-2018）

数据来源：Wind、企业年报，远东资信整理

（三）公司有息债务占比高，经营还款能力较差

从债务构成来看，自2015年起，华讯科技带息债务规模不断扩大，其占总负债比重也不断增加。截至2019年中，其带息债务高达116.80亿元，占总负债的73.21%（图6）。从流动负债占比来看，虽然华讯科技流动负债/总负债在2015-2019年逐年下降，截至2019年中，流动负债/总负债为49.31%，依然处于较高水平（图6）。总的来说，截至2019年中，公司带息债务规模持续及占总负债比重持续增长，流动负债占比依然较高，整体债务负担重，且面临一定的集中偿付压力。

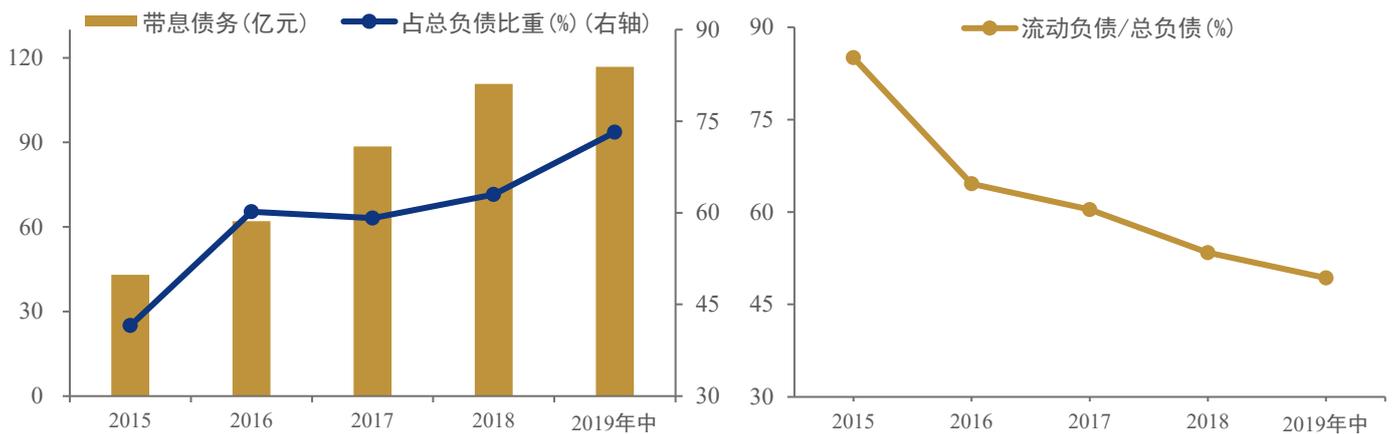


图6：华讯方舟科技有限公司带息债务、流动负债占比（2015年底-2019年中）

数据来源：Wind，远东资信整理

从现金流来看，在过去的几年间，公司经营性现金流表现欠佳且稳定性较差，公司除2018年表现较好以外，2015年、2017年以及2019年中经营性现金流分别为-5.88亿元、-6.43亿元和-4.60亿元（图7）。即便是在表现最

好的2018年，公司经营性现金流净额/短期债务仅为0.12。总的来说，公司在经营过程中产生现金的能力较差，根本不能依靠经营支撑起自己不断攀升的债务，企业不断陷入借新还旧的循环，一旦现有业务受到冲击或再融资渠道受阻，就极有可能发生违约。



图7：华讯方舟科技有限公司经营性现金流 (2015年底-2019年中)

数据来源：Wind，远东资信整理

(四) 货币资金受限比重较高且发生锐减

在之前的几年里，华讯科技货币资金规模较为稳定（图8），基本维持在30亿元左右浮动。2018年底，华讯科技货币资金35.57亿元，较年初增长15.90%，主要系收到其他经营相关往来款增长所致。其货币资金主要由银行存款（占比12.79%）和其他货币资金（占比87.18%）构成。其中，其他货币资金主要为定期存款和向银行借款及银行承兑票据存入的保证金，受限货币资金为30.93亿元，占总货币资金比重高达86.96%，公司货币资金受限比率非常高，并不能对企业的偿债能力产生增益作用。

雪上加霜的是，根据华讯科技2019年年中报，公司货币资金锐减至12.94亿元，较2018年底减少22.63亿元，跌幅高达64%（图8），货币资金/流动负债由2018年底的0.38下降至0.16。货币资金的大比例受限和其在2019年发生的骤降无疑对企业的偿债能力造成了巨大的负面影响。

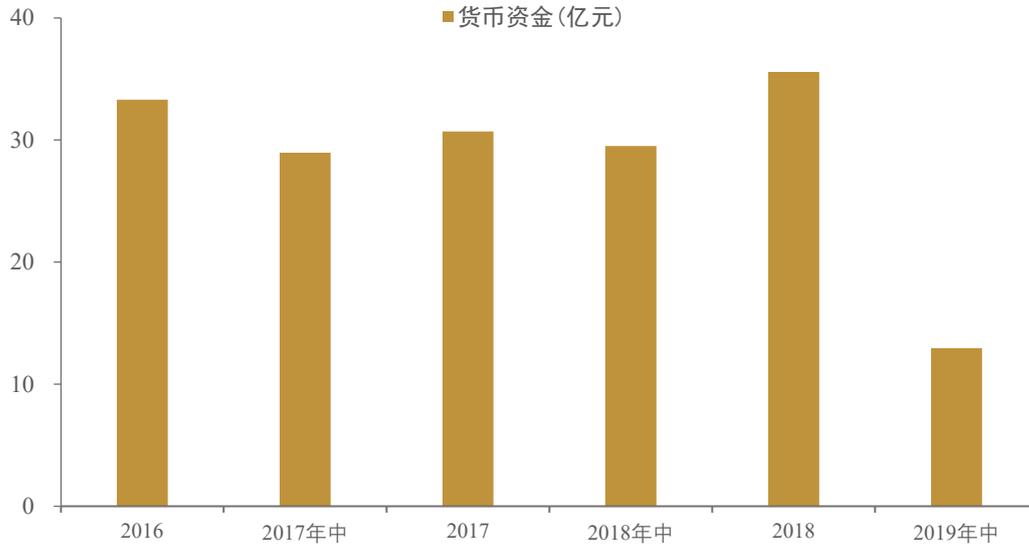


图 8：华讯方舟科技有限公司货币资金（2016 年底-2019 年中）

数据来源：企业年报，远东资信整理

（五）公司法律诉讼、监管处罚缠身，再融资困难

屋漏偏逢连夜雨，在公司经营状况极度削弱偿债能力的情况下，华讯科技旗下子公司官司缠身，多次受到监管机构的处罚，华讯科技所持华讯方舟股份也遭到冻结，给再融资制造了重重障碍。

1. 子公司银行贷款逾期，银行提起诉讼。

上文提到，华讯科技控股子公司华讯股份旗下子公司南京华讯方舟通信设备有限公司 2019 年营收大幅下降 83.88%（可能是业务渠道受阻导致订单大规模丢失所致）。受此影响，该子公司向江苏银行股份有限公司南京北京西路支行 1 亿元借款在 2019 年 12 月 26 日出现逾期，逾期借款金额占公司最近一期（2018 年）经审计净资产 10.06%。2020 年 3 月 27 日，江苏银行就金融借款合同纠纷事项提起了诉讼。

2. 公司所持旗下上市子公司股份全部被司法冻结

天浩投资有限公司（以下简称“天浩投资”）是华讯科技的海外卫星通信业务代理商。因天浩投资是深圳航天工业技术研究院有限公司在香港的全资子公司，出于对央企业务的保证，华讯科技对终端客户的贷款回款向天浩投资提供了反担保，截至 2019 年 12 月 24 日，担保余额（即天浩投资逾期应收账款）合计 6,995.9 万美元。因受到中美贸易战对华讯科技的影响，回款逾期，天浩投资为避免国资损失，依法对担保人即华讯科技采取诉讼保全措施，其中措施之一是冻结华讯科技所持的公司股份。2019 年 12 月 24 日，深圳市中级人民法院司法冻结了华讯科技所持华讯方舟股份 2.25 亿股，占其所持华讯方舟股份的 100%，占华讯方舟股份总股本的 29.64%。

3. 信息披露不及时，多次遭到监管机构处罚

2020 年 5 月 25 日，由于华讯科技、华讯方舟未能及时披露上述银行借款逾期和股权冻结事项，公司违反了《信披办法》相关规定，河北证监局定对华讯科技、华讯方舟及吴光胜、张峥、李湘平采取出具警示函的行政监管措施，并将相关违规行为记入诚信档案。

2020年1月17日，华讯方舟披露了公司及当事人受到深交所公开谴责处分的公告。当中提及，公司在2019年1月31日披露的《2018年度业绩预告》中称，预计2018年度归属于母公司股东的净利润为1200万元至1800万元。公司2019年4月13日披露的《2018年度业绩快报》显示，2018年度归属于母公司股东的净利润为1701.94万元。然而，2019年4月25日，公司披露《2018年度业绩快报修正公告》，将2018年度归属于母公司股东的净利润向下修正为-4.88亿元（主要原因：公司对收购全资子公司南京华讯方舟通信设备有限公司形成的商誉计提了商誉减值准备，且大部分客户不能及时回款，导致应收账款账龄延长）。公司2019年4月26日披露的《2018年年度报告》显示，2018年度实际归属于母公司股东的净利润为-4.88亿元，与公司《2018年度业绩预告》披露的2018年度预计业绩下限差异达5.00亿元，且公司发布业绩预告修正公告不及时。最终，交易所对华讯方舟给予公开谴责的处分；对华讯方舟董事长吴光胜、董事兼总经理张沈卫、副总经理兼财务总监张峥给予公开谴责的处分。

股权全部冻结、法律诉讼以及监管处罚导致的信用危机，使得华讯科技的再融资渠道基本阻断。

四、总结

作为“民营卫星一哥”，华讯科技的陨落或许在早些年就已经埋下了种子。华讯科技的违约原因涉及了众多违约企业经营过程中类似的各种问题，比如客户集中度过高、产品销售结算模式问题（资金占用长）、债务规模大但现金“造血”能力不足、货币资金受限、公司治理问题等。从这些可能的违约原因中，我们得到以下几点启示。

第一，客户集中度过高的企业更容易面临营业收入大幅波动的威胁，从而影响资金链。一方面，客户集中程度较高时，客户相对企业的议价能力较强，从而使得客户能够对企业施加压力（比如要求降低供货价格、延长付款期限等），迫使企业的边际收入下降，导致企业的盈利水平受到限制。另一方面，通常情况下，企业和客户之间的短期合作是有外在合同契约保证的，而长期合作一般是一种内在契约，并无相应的合同保证。因此在客户集中度较高的情况下，企业与客户的关系维持尤为重要，业务渠道如果发生阻断，企业很可能遭到致命打击。总的来说，客户集中度过高会降低企业的抗风险能力，在某条业务线出现问题时，容易造成资金链断裂。

第二，关注销售结算模式，应收账款金额规模较大的发债主体更易发生信用风险。应收账款规模从另一个方面说明了企业与其客户的关系，企业为扩大销售收入而采用较宽松的信用政策，直接导致较大的资金占用。账面上看起来营业收入很高，但现金迟迟不能流入企业账户，同时还要承受较大的坏账风险，直接削弱了公司的偿债能力。

第三，关注长期经营性现金流较少的公司。现金被称为公司经营中的“血液”，“血液”流通是否通畅、“血液”质量是否良好决定着公司经营寿命。如果一家企业经营活动现金流为负，此时企业经营活动现金流入不足以维持企业日常经营所需资金的支付。值得一提的是，处于成长阶段的企业通常会出现这样的情况，企业的大量资金用于投资支出，经营收入很少或没有经营收入，这种情况是企业经营周期的成长阶段在所难免的。但进入正常经营过程后，如果长期出现这种状况，就说明企业的经营情况较差，企业面临严重的财务风险。

第四，重点关注企业货币资金受限情况。货币资金是资产负债表中流动性最强的资产科目，但企业报表中列示的货币资金并非全部可以随时支取，企业银行账户中的各类保证金（如银行承兑汇票保证金、信用证保证金、履约保证金等）、被司法冻结的资金、或如公开市场募集的特定用途的资金等的使用是受限制的。因此，企业披露的账面货币资金不等于实际可支配的流动性，我们在评估一家企业时需要进一步关注其是否存在可用资金受限的情况。

【作者简介】

陈浩川，北京化工大学材料科学与工程硕士，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。