

作者：张妍
邮箱：research@fecr.com.cn

主营竞争力偏弱，“坠落”在行业低谷期

——铁牛集团违约分析

摘要

2020年8月24日，铁牛集团首只信用债“16铁牛01”发生违约。随后，浙江省永康市人民法院已裁定受理铁牛集团重整申请。2020年9月4日，联合评级发布公告称将铁牛集团主体长期信用等级由A下调至C。截至9月21日，铁牛集团的未兑付本金余额为0.2亿元。

铁牛集团主要从事汽车整车制造及销售、五金冲压件及模具、电子材料和房地产业务等。铁牛集团下有两家上市子公司，众泰汽车和铜峰电子，持股比例分别为43.99%（直接和间接）和16.76%（间接）。其中，汽车整车制造和销售业务由上市子公司众泰汽车负责。多年来，铁牛集团的汽车整车业务的营业收入占总营业收入的50%及以上。

通过对铁牛集团进行深入分析，我们发现可能的违约原因包括：（1）受乘用车行业景气度下行和品牌竞争力弱的影响，公司营业收入大幅下降；（2）债务水平高，债务结构不合理；（3）外部融资环境恶化，加大再融资难度；（4）公司年度审计报告被出具无法表示意见或反映公司经营问题。

从违约原因可以看出，铁牛集团的违约涉及多方面的原因，主要是其自身经营问题导致违约。我们从中可以得到的启示有：（1）关注在公司核心竞争力弱的情况下，公司营业收入大幅下降远高于行业水平所带来的潜在风险。（2）在债务水平较高时，短期债务占比过高，债务结构不合理的公司应该重点关注。（3）重点关注涉诉资产规模大、股权被质押和冻结的情况。如果被质押标的股票的股价在二级市场持续大幅回落的话，可能会让公司再融资能力雪上加霜。

相关研究报告：

1. 《融资环境收紧，母公司无力履行担保代偿责任——天房信托债券违约分析》，2020.09.18
2. 《民营卫星龙头因何陨落？——华讯科技债券违约分析》，2020.09.03
3. 《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
4. 《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
5. 《上市公司违约风险上升、多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

一、违约事件简要回顾

2020年9月1日，铁牛集团有限公司（下称“铁牛集团”或“公司”）下属上市子公司众泰汽车股份有限公司发布公告称：铁牛集团于近日收到浙江省永康市人民法院下发的《民事裁定书》（[2020]浙0784破11号），被认定资产不足以清偿全部债务。由于仍有重整价值，根据《中华人民共和国企业破产法》的相关规定，裁定受理铁牛集团的重整申请，并指定浙江京衡律师事务所担任铁牛集团管理人。2020年9月4日，铁牛集团债券指定评级机构联合评级发布公告称，将铁牛集团的主体长期信用等级由A下调至C。截至2020年9月18日，公司未能按期兑付“16铁牛01”本金共计0.2亿元，已构成实质性违约。

表1：违约债券基本情况（截至2020年9月22日）

代码	简称	起息日期	发行期限	发行方式	违约日期	违约金额	违约类型
145204.SH	16铁牛01	2016-11-24	3(2+1)年	私募	2020-08-24	0.2亿元	未按时兑付本金

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、发行人基本情况概述

铁牛集团前身系浙江铁牛实业有限公司，由自然人应建仁、徐美儿共同出资组建，初始注册资本为1200万元，是浙江省民营非上市企业。此后，经过3次增资，铁牛实业于2003年8月更名为现名。应建仁是公司第一大股东、实际控制人和董事长，持股比例是90%，公司第二大股东是徐美儿（持股比例10%）。公司纳入合并范围的子公司共11家，其中，安徽铜峰电子股份有限公司（以下简称“铜峰电子”）和众泰汽车股份有限公司为上市公司（以下简称“众泰汽车”），铁牛集团对铜峰电子直接持股比例为100%，对众泰汽车直接和间接持股比例合计43.99%，其中，直接持股比例为38.78%，通过其子公司黄山金马集团有限公司（以下简称“黄山金马”）对众泰汽车间接持股比例为5.21%。黄山金马和铁牛集团为同一实际控制人控制，为一致行动人。

铁牛集团属于汽车制造行业，主要从事五金冲压件及模具、汽车整车制造销售、电子材料和房地产业务。五金冲压件及模具业务由铁牛集团母公司层面负责。汽车整车业务由铁牛集团直接控股38.78%的众泰汽车负责，主要包括乘用车的开发、生产和销售；汽车整车业务是铁牛集团（合并报表）的主要业务，2019年营业收入占比达到50%（图1）。电子材料业务主要由铁牛集团的子公司铜峰电子负责，其主营业务为薄膜电容器及其薄膜材料的研发、生产和销售。铁牛集团的房地产业务主要由子公司浙江卓诚兆业投资开发有限公司负责，主要以开发商品住宅为主，同时适量开发商业地产。

铁牛集团的收入来源主要是由其子公司各自的业务收入共同形成的，五金冲压件及模具的销售收入为铁牛集团母公司层面业务的收入。铁牛集团（合并报表）的主要业务来源于众泰汽车的汽车整车业务，该业务主要是通过前期采购的汽车零部件，采取以销定产的经营模式进行汽车整车制造，然后通过特许经营销售和网销等方式获得销售收入。

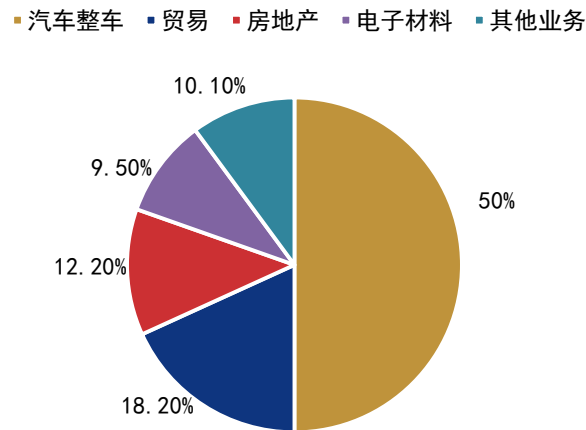


图 1：铁牛集团 2019 年营业收入构成

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、债券违约原因分析

通过对铁牛集团进行深入分析，我们发现债券违约原因可能包括以下几个方面。

（一）受乘用车行业景气度下行的影响，公司营业收入大幅下降

根据铁牛集团（合并报表）2017、2018 和 2019 年年报¹数据，近三年铁牛集团（合并报表）的主营业务收入主要来源于汽车整车业务。2018 和 2019 年的汽车整车业务收入占总营业收入的比重达到 70%和 84%。2019 年汽车整车业务收入占比虽有下降，但仍占总营业收入的一半。

2019 年，公司（合并报表）实现营业收入 66.19 亿元，同比下降 69.93%；净利润由正转负，2019 年实现净利润-124.76 亿元，其中归属于母公司股东的净利润为-59.83 亿元；经营活动产生的现金净流量为-37.47 亿元，较 2018 年继续扩大。

¹ 中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务报表出具了无法表示意见的审计报告

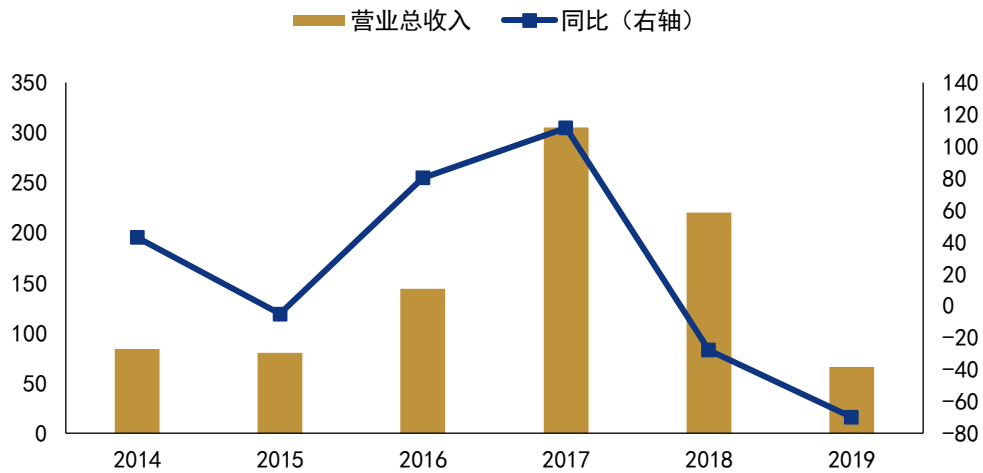


图 2: 2014-2019 年铁牛集团营业收入（单位：亿元，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

值得注意的是，铁牛集团（合并报表）营业收入大幅下降主要是由于其子公司众泰汽车的业绩下滑。铁牛集团实际控制人应建仁、徐美儿夫妇与众泰汽车的董事长是亲属关系，且根据众泰汽车 2019 年年报，应建仁为众泰汽车实际控制人。因此，众泰汽车实际上是一家具有浓厚家族式管理烙印的公司。

汽车整车业务是公司（合并报表）营业收入的主要来源，因此当众泰汽车业绩大幅下滑时，进而导致了公司（合并报表）的营业收入大幅下滑。铁牛集团是众泰汽车的第一大股东，直接和间接持股比例达 43.99%。近年来，我国汽车行业逐步从成长期向成熟期迈进。然而，自 2018 年以来，我国乘用车销售量开始下滑并呈现加速趋势。乘用车行业作为可选消费品和周期性行业易受到外部政策和宏观经济的影响。前期消费刺激政策的退出和宏观经济增速下行的压力在一定程度上降低了居民对乘用车的需求。此外，在居民购买房产之后的消费能力下降也对乘用车行业的需求带来挤出效应。虽然近年来新能源汽车销量持续向上，众泰汽车也积极布局新能源汽车行业，但是众泰汽车所生产的电动乘用车享受国家及地方的财政补贴逐年下滑。根据《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，2017-2018 年补助标准整体在 2016 年基础上下降 20%，2019-2020 年补助标准在 2016 年基础上下降 40%。财政补贴的减少影响了消费者对汽车购买的意愿，进而影响公司的盈利能力。

2017 年，乘用车行业整体发展良好。根据中国汽车工业协会（以下简称“中汽协”）统计分析，2017 年全国乘用车产销量分别为 2480.7 万辆和 2471.8 万辆，同比增长 1.6% 和 1.4%；众泰汽车产销量分别为 24.6 万辆和 22.8 万辆。2018 年，在国内经济转型的大背景下，国内乘用车行业产销量有所下降。全年汽车产销分别完成 2352.9 万辆和 2371 万辆，产销量比上年同期分别下降 5.2% 和 4.1%。众泰汽车的产销量分别为 14.3 万辆和 15.5 万辆，较上年分别下降 41.96% 和 31.99%，下降幅度明显高于行业水平。2019 年，我国乘用车行业继续下行。我国乘用车产销分别完成 2136 万辆和 2144.4 万辆，产销量同比分别下降 9.2% 和 9.6%，降幅较上年继续扩大。而 2019 年众泰汽车的产销量分别为 16.2 万辆和 21.2 万辆，产销量同比下降 88.66% 和 86.29%，降幅较 2018 年继续大幅扩大。由此可见，在我国乘用车行业下行的背景下，众泰汽车的产销量同比降幅较乘用车行业整体水平下降幅度大。

产销量的大幅下降使得众泰汽车的营业收入也大幅下降。2019年乘用车行业营收同比下滑5.5%，净利润同比下滑44.4%。根据众泰汽车2019年年度报告，2019年，众泰汽车实现营业收入29.86亿元，较去年大幅下降79.78个百分点；净利润上，众泰汽车净利润亏损111.9亿元，同比下降1498.98%。与乘用车行业其他公司相比，众泰汽车近三年的营收远远低于其他公司。2017年，众泰汽车营业收入仅为同为国内自主品牌长安汽车的0.25倍，且与江淮汽车和广汽集团也有很大的差距。2018年，国内乘用车行业下行，江淮汽车和广汽集团的营业收入均有小幅上升。相反，长安和众泰汽车的营业收入略有回落。2019年，长安汽车、广汽集团和江淮汽车在营业收入上出现小幅回落或小幅上升，但整体来看，这三家公司的营业收入还算乐观。然而，众泰汽车2019年营业收入却大幅下降至29.86亿元。

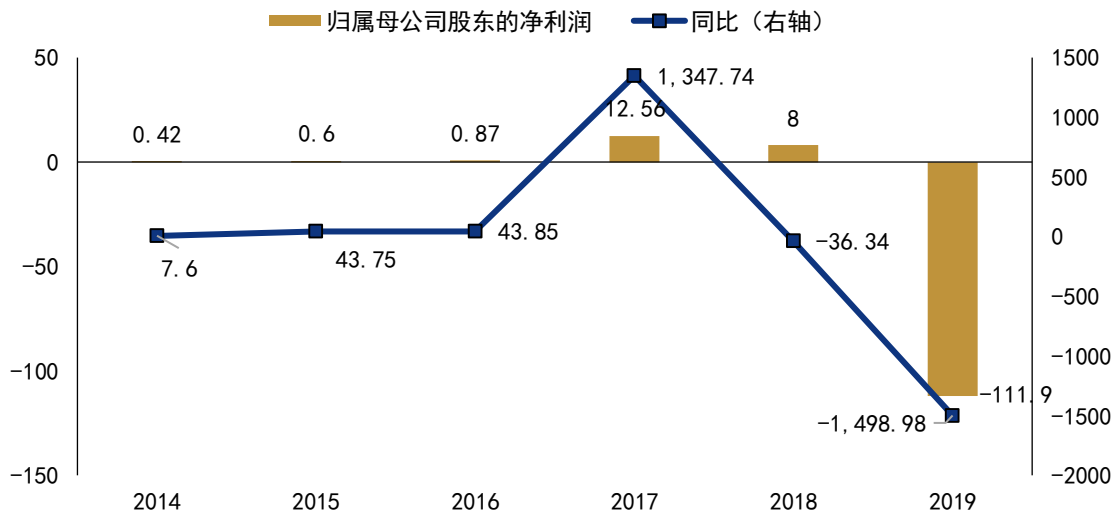


图3：2014-2019年众泰汽车盈利能力（单位：亿元，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

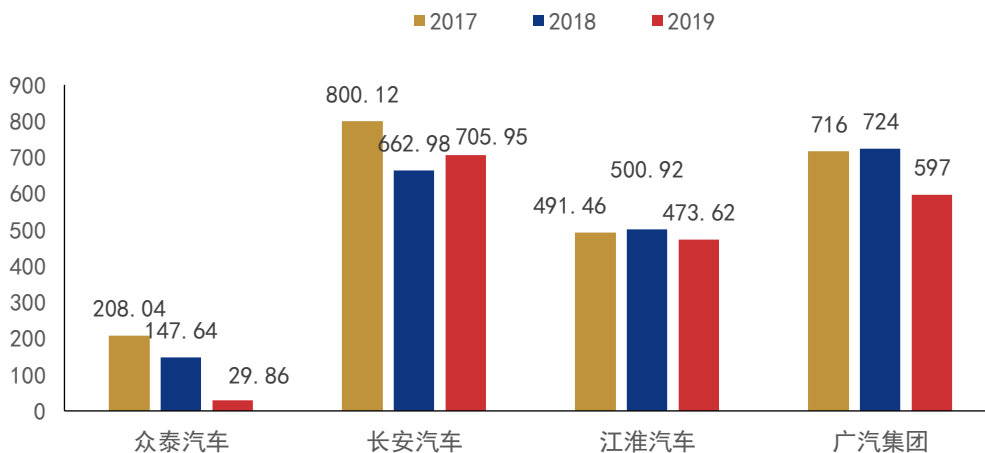


图4：2017-2019年众泰汽车、长安汽车、江淮汽车和广汽集团营业收入对比（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

虽然在国内乘用车行业下行的背景下，但众泰汽车营业收入的下滑却远远高于行业其他公司的下滑幅度。可能的原因主要是众泰汽车自身核心竞争力的不足。受到经济下行的影响，汽车行业低迷加之行业竞争激烈。2017-2019年，众泰汽车销售量占全国乘用车销售量的比重分别为0.9%、0.7%和0.9%，市场份额非常小。此外，众泰汽车在研发和技术上没有自己的核心竞争力，汽车产品得不到更新换代。从众泰汽车在售的车型可以看到，众泰汽车旗下的多款产品还停留在2017款，并未有更新换代，其中包括大迈X5、大迈X7以及SR7等多款汽车；有小部分车型属于2018款但在车市里的活跃度并不高。对比其他公司来看，长安汽车之所以2019年的营业收入能较2018年小幅上升，与其自身不断进行技术创新有关。长安汽车在2019年投入约45亿元进行产品和技术的开发，CS85 COUPE、CS75 PLUS、锐程CC、CS55PLUS、欧尚X7等多款全新或换代产品按期上市，在市场上反响热烈，品牌喜好度持续上升。另外，技术落后带来的耗油快、配置差和做工一般等问题也让众泰汽车的口碑直线下滑。因此，在汽车行业下行的背景下，作为弱品牌的众泰汽车更易受到冲击。所以，2019年众泰汽车整车销量及营业收入降幅远高于行业水平也是在情理之中。

（二）债务水平高，债务结构不合理

近年来，铁牛集团的债务水平一直保持较高水平。2017年和2018年，铁牛集团的资产负债率分别为69.22%和67.77%，而2019年，铁牛集团的资产负债率高达87.84%。由此可以看出，铁牛集团债务水平较高。

铁牛集团（合并报表）短期债务占比高，债务结构不合理。自2016年以来，铁牛集团（合并报表）的短期债务规模迅速攀升，带动集团总债务的大规模扩大。截至2019年末，铁牛集团（合并报表）共有短期债务183.73亿元，其中短期借款113.31亿元、应付票据37.79亿元以及一年内到期的短期负债32.62亿元。此外，除2017年以外，2015-2019年，铁牛集团的短期债务占总债务的比重也居高不下，一直保持在75%以上；在2018年和2019年甚至分别高达82.28%和87.53%。另外，2015-2019年，铁牛集团（合并报表）的短期借款在短期债务中的比重一直保持在50%以上，在2019年达到62%，可见，铁牛集团的债务结构不合理。

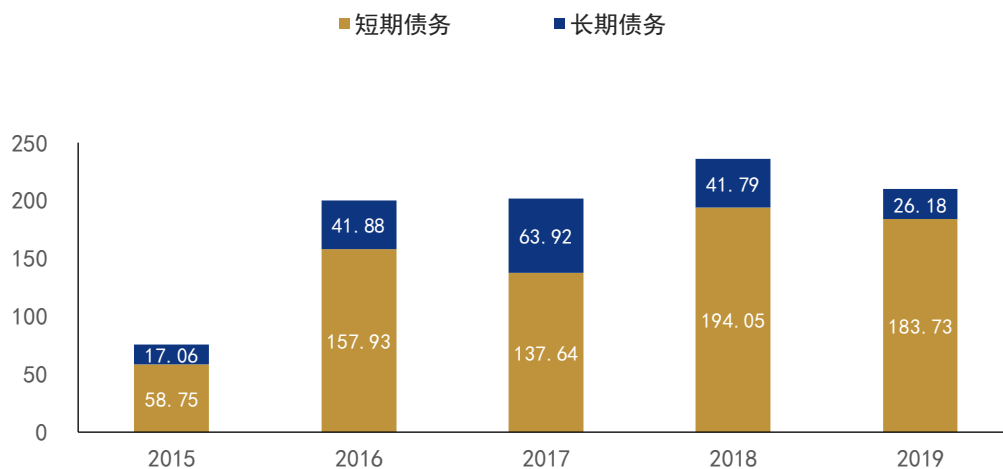


图5：2015-2019年铁牛集团债务结构（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

对于上百亿的短期债务，铁牛集团（合并报表）的经营性现金净流入不足以支付其债务。自2017年以来，铁牛集团（合并报表）的经营性现金净流入呈现逐年下降趋势。2017年的货币资金为13.86亿元，到2019年末，公司（合并报表）的经营性现金净流入下降至-37.47亿元，较上年末下降137%。公司（合并报表）的经营性现金净流入和短期债务之间有高达百亿元的资金缺口，因此铁牛集团的短期偿债风险较大。

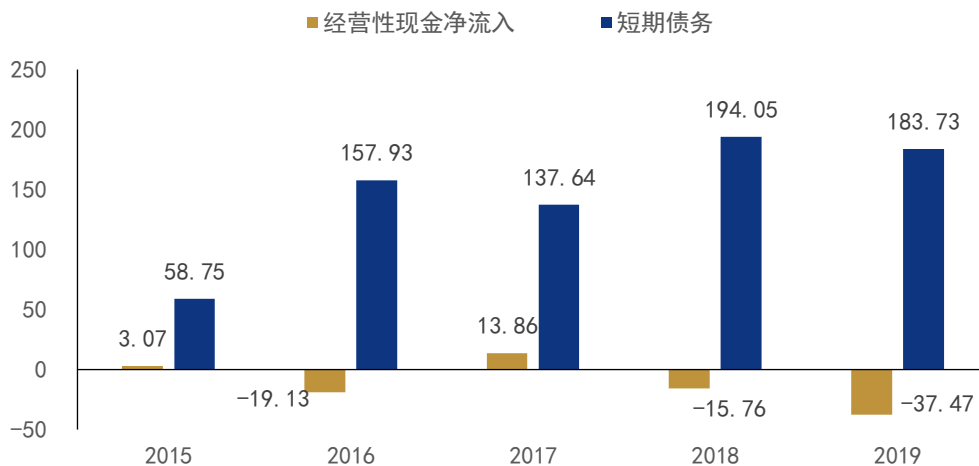


图6：2015-2019年铁牛集团货币资金及短期债务规模（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）外部融资环境恶化，再融资困难

公司及其子公司近年来涉及大量诉讼，铁牛集团间接和直接持有众泰汽车和铜峰电子的股权基本全部被冻结，公司及子公司被列为失信人名单，这一系列事件都严重影响了公司再融资能力。

1. 子公司涉及大量诉讼

根据众泰汽车评级报告，2019年，由于债务危机，众泰汽车作为被告或申请人发生的诉讼仲裁共489起，累计金额30.42亿元，主要涉及借款、买卖、承揽定做和公路货物运输合同纠纷、劳动人事纠纷等；根据众泰汽车2020年半年度半报告，众泰汽车在报告期内涉及102起诉讼仲裁，累计金额8.76亿元。除上述金额重大的诉讼外，截至2020年半年报批准报出日，和解或调解结案合计29起，管辖异议2起，撤诉及中止审理3起，取得判决书或其他生效法律文书的11起，待开庭及审理中的57起，未决诉讼总金额约为7.28亿元。诉讼事项给众泰汽车带来较大金额损失，公司再融资遭受影响。

2. 两家上市子公司股权被司法冻结

根据众泰汽车2019年年度报告，截至2019年末，铁牛集团直接持有众泰汽车7.86亿股股份（占众泰汽车总股本的38.78%），全部股份已被冻结，被质押股份占比为82.87%；铁牛集团通过其子公司黄山金马间接持有众泰汽车1.06亿股股份（占众泰汽车总股本的5.21%），其中，99.99%的股份已被冻结，被质押股份占比99.99%。自2018年以来，铁牛集团屡次质押其持有的众泰汽车的股份，股票质押是为了获取银行授信和信托贷款。截至2019年末，公司间接持有铜峰电子94,561,280股股份（占铜峰电子总股本的16.76%），全部处于被冻结状态；根据铜峰电子公告，截至2019年8月26日，铜峰电子控股股东安徽铜峰电子集团有限公司（以下简称“铜峰集团”）累计

质押其持有公司股份 64,500,000 股，占其持有公司股份总数的 68.21%，占公司总股本的 11.43%；质押原因为融资且主要用于补充铜峰集团流动资金此外，今年以来，铁牛集团欠薪欠债风波不断，公司及子公司逾期未支付短期借款，已被列为失信人名单。

3. 融资方式受限

根据铁牛集团（合并报表）历年的财务报表来看，除 2017 年集团的一笔 23 亿元的权益融资外，近五年公司未收到其他吸收投资的现金；此外，公司主要融资方式是借款收到的资金。

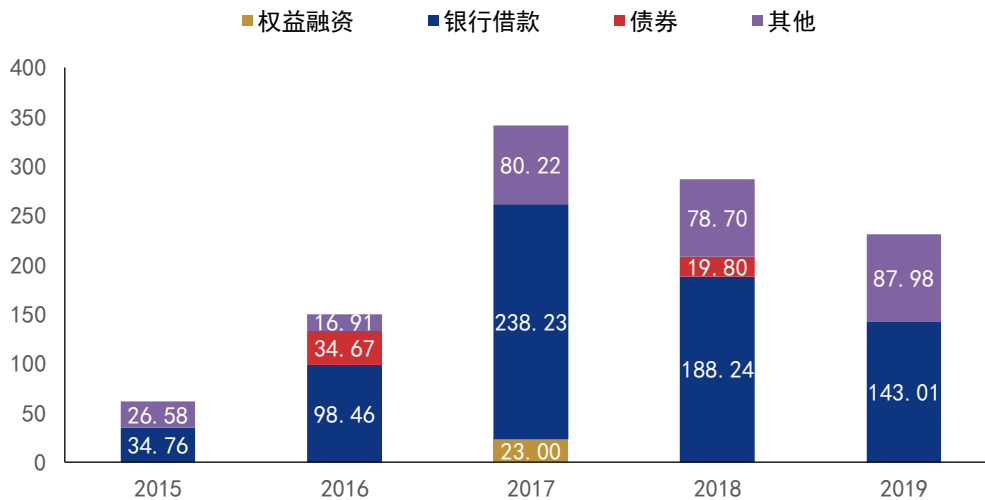


图 7：2015-2019 年铁牛集团融资结构（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

在股权融资方面，铁牛集团子公司众泰汽车自 2005 年首次发行股票之后，仅有 4 次定向增发，最后一次定向增发是在 2017 年 8 月。此外，根据 2019 年年报，众泰汽车净亏损 112 亿元且 2019 年财务会计报告被会计事务所出具无法表示意见的审计报告，2020 年 6 月 23 日，众泰汽车公司股票停牌一天，6 月 24 日起被实行“退市风险警示”处理，股票简称由“众泰汽车”变更为“*ST 众泰”；自 2017 年至今，众泰汽车的股价大幅下跌逾 80%，这些都增加了其母公司铁牛集团再融资的难度。铁牛集团的另一家上市公司铜峰电子于 2013 年 2 月进行定向增发之后，也暂无其他股权融资动作。可见，公司的两家上市公司未能帮助公司缓解流动性压力。在债券融资方面，铁牛集团累计发行 4 只债券，自最近一次债券“18 铁牛 02”于 2018 年 6 月融资之后暂无其他债券融资动作。

在银行授信方面，铁牛集团（母公司层面）银行授信额度接近枯竭。截至 2019 年末，公司（母公司层面）已取得银行等金融机构授信额度为 163.36 亿元，未使用的授信额度仅为 20.15 亿元，公司（母公司层面）的备用资金有限。从其他融资渠道来看，铁牛集团（母公司层面）还有 21 次股权质押、4 次动产抵押融资，受限资产较多。整体来看，公司（母公司层面）融资渠道受限，财务弹性大幅下降。

（四）公司年度审计报告被出具无法表示意见或反映公司经营问题

2020 年 7 月 10 日，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司（合并报表）2019 年财务报表出具了无法表示意见的审计报告，出具意见的依据包括对公司持续经营能力存在重大疑惑，对预计负债、应收业绩补偿款、

固定资产计提的减值准备等无法获取充分证据以进行合理性的判断等。2020年6月22日，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对众泰汽车2019年财务报表出具了无法表示意见的审计报告，形成无法表示意见的依据主要包括与持续经营能力相关的重大不确定性、业绩补偿的可回收性、与重大预付款项相关的不确定性、递延所得税资产的确认和或有事项等。此外，众泰汽车由于在2019年的季度报表中出现会计差错和信息披露不准确等问题，相关责任人被证监局采取出具警示函的监督管理措施，并计入证券期货市场诚信档案。

母公司和子公司的财务报告接连被出具无法表示意见的审计报告，也许能反映出公司在经营业绩上的下滑和会计披露上缺乏真实性和可靠性。

四、总结

“罗马不是一天建成的”，铁牛集团出现违约问题也不是短期造成的。作为拥有两家上市子公司的民营企业，铁牛集团出现债券违约问题是其自身经营恶化的一个量变到质变的反映。其违约原因涉及许多其他违约主体共有的原因，包括主营业务收入大幅下降且远高于行业水平、短期债务比例高、融资环境恶化和公司治理等问题，也包括汽车制造行业目前的“通病”，例如外部环境导致的生产经营下滑的问题。铁牛集团违约可能是在面临外部环境恶化的情况下，其自身经营不善导致的。从这些可能的违约原因中，我们得到以下几点启示。

第一，关注在公司核心竞争力弱的情况下，公司营业收入大幅下降远高于行业水平所带来的风险。近年来，虽然我国乘用车行业景气度不高，产销量和营业收入开始下降，但是弱品牌带来的较弱市场竞争力使得众泰汽车在营业收入上受到较大冲击，众泰汽车的营业收入下降幅度远远高于行业水平。由于铁牛集团母公司层面的绝大部分业绩依赖于众泰汽车，众泰汽车在汽车制造行业面临大规模营业收入下滑，直接导致了铁牛集团（合并报表）营业收入的大幅下滑。因此，我们要重点关注主营大幅波动对公司的影响。

第二，在债务水平较高时，短期债务占比过高，债务结构不合理的公司应该重点关注。当企业的经营现状遇到问题，盲目的通过举债进行债务融资，尤其是短期债务融资，会加大企业的偿债压力。短期债务对企业现金流流动性有较高的要求，因此大比例的短期融资会加剧企业融资渠道的恶化。对于铁牛集团（合并报表）来说，公司的经营性现金净流入不足以支付其短期债务，这无疑给本就经营不善的铁牛集团雪上加霜。

第三，重点关注涉诉资产规模大、股权被质押和冻结的情况。一家企业的股权被大规模质押和冻结后，当面临资金周转不善、流动性压力等问题时，企业很难通过处置资产等措施来获取货币资金、缓解流动性压力。此外，多数情况下，企业过度股权质押向市场传达出公司经营不善、融资出现问题的信号，进而影响公司进一步的融资。如果被质押标的股票的股价在二级市场持续大幅回落的话，可能会让公司再融资能力雪上加霜。

【作者简介】

张妍，伦敦国王学院金融学硕士，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：010-57277666

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。