

作者：张妍
邮箱：research@fecr.com.cn

“母弱子强”下母公司违约分析

——华晨集团违约分析

摘要

2020年10月23日，华晨集团首只信用债“17华汽05”发生违约。随后，东方金诚和大公国际发布公告称将华晨集团主体长期信用等级分别调至CCC和BB。截至11月16日，华晨集团的未兑付本金余额为10亿元。

华晨集团主要从事汽车整车制造及销售、核心零部件的研发、生产、销售和汽车售后市场业务，也涉足汽车金融、新能源等领域。华晨集团旗下有三家上市子公司，华晨中国、中华控股、金杯汽车；其中，华晨中国于2003年与宝马集团设立合资企业华晨宝马，华晨集团对华晨宝马的持股比例为50%。公司合并报表层面共有一、二级子公司共计34家。华晨集团公司的主要业绩来源于其合资子公司华晨宝马，剔除华晨宝马对华晨集团的净利润的贡献，华晨集团在2019年的净利润亏损了8.6亿元。考虑到2022年，华晨集团即将把25%的股权转给宝马集团，在未来，华晨集团（合并报表）净利润可能会有所下降。

通过对华晨集团进行深入分析，我们发现可能的违约原因包括：（1）自主品牌能力不强加之乘用车行业景气度下行，公司营业收入大幅下降；（2）短期债务，占总债务的2/3，短期偿债压力大；（3）外部融资环境恶化，再融资困难；（4）盈利偏弱但投资过大，且投资未及时形成经营性资产。

从违约原因可以看出，华晨集团的违约涉及多方面的原因。我们可以得到的启示有：（1）在“母弱子强”下，对于母公司相关信用分析，不能仅考察合并报表，而要剥离子公司，对母公司自身的报表深入分析。母公司对强子公司（尤其是子公司为上市公司）的资产、现金流与盈利分配等控制力要明显弱于母公司对自身资产、现金流与盈利的控制力；（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）重点关注受限资产规模大和再融资困难的公司；（4）关注盈利不强、投资过大且投资未及时形成有效经营性资产的公司。

相关研究报告：

- 1.《营收恶化仍激进扩张，财务造假终酿恶果——康美股份债券违约分析》，2020.11.04
- 2.《债券主体违约率触底反弹，房企违约潮来临？——2020年第三季度信用债违约分析》，2020.10.15
- 3.《主营竞争力偏弱，“坠落”在行业低谷期——铁牛集团违约分析》，2020.9.23
- 4.《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
- 5.《民营卫星龙头因何陨落？——华讯科技债券违约分析》，2020.09.03

一、违约事件简要回顾

2020年10月23日，华晨汽车集团控股有限公司（下称“华晨集团”或“公司”）发行规模为10亿元的私募债券“17华汽05”未能按期兑付，发生实质性违约。该债券自10月23日开市起停牌，公司10月26日表示仍在努力筹集资金，但公司流动性紧张，资金面临较大困难，能否及时筹到足额资金具有重大不确定性。

华晨集团首只债券发生违约后，大公国际于10月28日发布公告，将公司主体长期信用等级由A+下调为BB；东方金诚于11月5日将公司主体长期信用等级由BBB下调为CCC。此前，东方金诚和大公国际多次下调华晨集团的主体信用等级。2020年9月28日，东方金诚和大公国际分别将华晨集团的信用等级由AAA下调至AA+和AA；10月15日，东方金诚进一步下调评级至AA-，大公国际也于10月20日进一步下调主体评级至A+。10月22日，东方金诚再次下调主体信用等级，将华晨集团主体信用等级由AA-下调至BBB，评级展望为负面。截至2020年11月16日，公司未能按期兑付“17华汽05”本金及利息共计10亿元，已构成实质性违约。

表1：违约债券基本情况（截至2020年11月16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
145860.SH	17华汽05	2017-10-23	3年	私募	2020-10-23	10亿元	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

2002年9月16日，华晨集团由辽宁省人民政府出资，注册资本为8亿元，成立之初为国有独资有限责任公司。2016年5月16日，辽宁省国资委出具辽国资产权（2016）71号文件，将本公司20%股权无偿划转给辽宁省社保基金理事会，本公司股东变更为辽宁省人民政府持股比例80%，社保基金理事会持股比例20%。华晨集团实际控制人为辽宁省国资委，华晨集团属于辽宁省国资委的重点国有企业。截至2019年年末，纳入公司合并报表范围的一级子公司为15家，二级子公司为19家；其中共有三家上市公司，分别为华晨中国汽车控股有限公司（以下简称“华晨中国”）、上海中华控股股份有限公司（以下简称“中华控股”）、金杯汽车股份有限公司（以下简称“金杯汽车”），持股比例分别为42.32%、12.8%和24.38%。根据Wind显示，三家上市公司的实际控制人均为辽宁省人民政府。此外，华晨中国的全资子公司华晨投资控股有限公司持有上市公司新晨中国动力有限公司31.2%的股权。

华晨集团属于汽车制造行业。业务板块布局上，华晨集团以整车、核心零部件的研发、生产、销售和汽车售后服务业务为主体，也涉足汽车金融、新能源（风电等可再生资源）等其他产业。公司的主营业务为汽车整车和零部件的制造和销售，该业务主要是通过设计各类汽车、发动机及零部件并提供技术咨询、制造、改装、销售各种轿车、发动机及零部件(含进口件)。华晨集团的营业收入主要由汽车整车制造与销售提供，整车制造业务主要由华晨宝马汽车有限公司（以下简称“华晨宝马”）、华晨雷诺金杯汽车有限公司（以下简称“雷诺金杯”）、绵阳华瑞汽车有限公司（以下简称“绵阳华瑞”）和沈阳金杯车辆制造有限公司（以下简称“金杯车辆”）四家子公司及华晨中华事业部负责。华晨集团旗下的汽车品牌包括“华晨中华”“华颂”“华晨金杯”等自主品牌以及“华晨宝马”“雷

诺金杯”等合资品牌。在汽车分类上，乘用车品牌包括华晨宝马、华晨中华、华颂和金杯系列，商用车品牌为华晨金杯、金杯轻卡系列和绵阳华瑞。华晨集团的汽车金融和新能源等产业主要由集团旗下控股子公司负责。

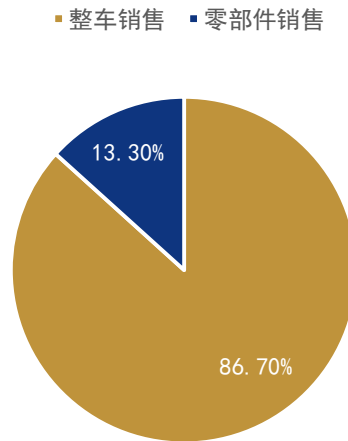


图 1：华晨集团 2019 年营业收入构成

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、债券违约原因分析

通过对华晨集团进行深入分析，我们发现债券违约原因可能包括以下几个方面。

（一）自主品牌能力不强加之乘用车行业景气度下行，公司营业收入大幅下降

根据华晨集团（合并报表）近年的年报数据，华晨集团（合并报表）的主营业务收入主要来源于汽车整车销售业务，整车销售业务收入占比在 80% 左右。

2019 年，华晨集团（合并报表，见图 2）实现营业收入 1811.29 亿元，同比增加 19.57%；实现净利润 109.5 亿元，较上年增加 12%，其中归属于母公司股东的净利润为 2.79 亿元，而 2020 年上半年，华晨集团首次业绩由盈转亏，实现归母净利润-1.96 亿元；经营活动产生的现金净流量为 239.24 亿元，较 2018 年同比增加 75.64%。

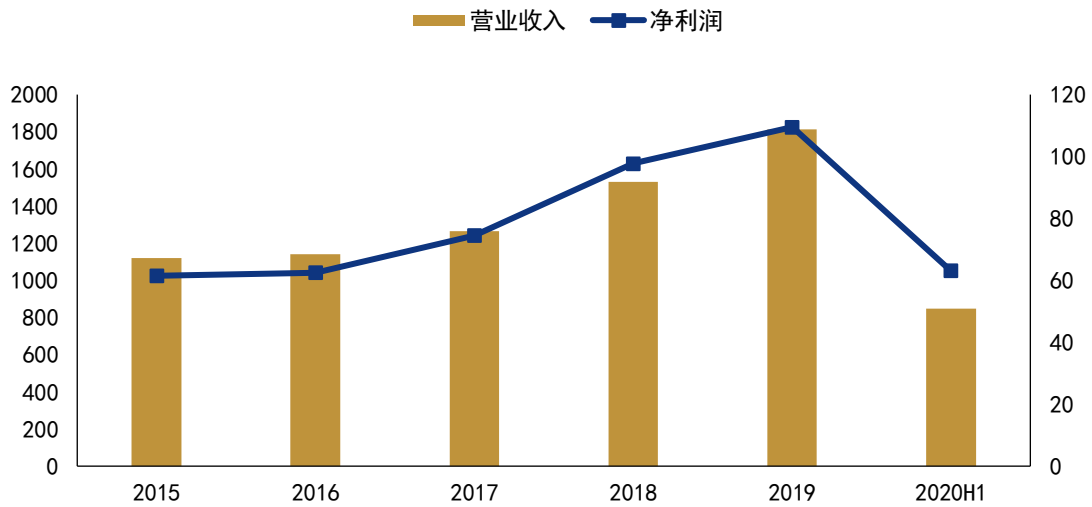


图 2: 2017-2019 年华晨集团（合并报表）营业收入与净利润情况（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

值得注意的是，华晨集团（合并报表）营业收入和净利润同比增加的主要原因是由于其二级子公司华晨宝马汽车有限公司（以下简称“华晨宝马”）的业绩增长，华晨宝马是宝马集团和华晨中国共同投资成立的合资企业，华晨中国占股 50%。从董监高的结构上可以看出，华晨集团对华晨宝马的人实际控制力较强。华晨宝马的 11 名董事中有 6 名中国人，其中，董事长吴小安系华晨中国的董事会主席；董事闫秉哲系华晨集团的董事长，曾担任沈阳市人民政府副市长；董事刘鹏程系华晨集团现任总裁；董事齐凯系华晨集团新任命的副总裁。

在业务板块上，华晨宝马的母公司华晨中国承载了华晨集团旗下华晨宝马、华晨金杯以及雷诺金杯的整车生产、研发等业务。根据华晨中国年报数据显示，近几年，华晨中国（合并报表）营业收入出现下降趋势，净利润虽然逐年上升，但是过度依赖华晨宝马。根据华晨中国（合并报表）2020 年上半年年报，华晨中国营业收入仅为 14.5 亿元，2019 年全年营业收入为 38.62 亿元，较 2018 年下降 11.77%。净利润方面，2019 年，华晨中国（合并报表）净利润为 67.63 亿元，而华晨宝马贡献了 76.26 亿元，也就是说，剔除华晨宝马的净利润，华晨中国的 2019 年净利润亏损了近 8.63 亿元；今年上半年，华晨中国（合并报表）净利润为 40.45 亿元，剔除华晨宝马的利润，华晨中国亏损 3.4 亿元。自从 2003 年华晨中国与宝马集团合作以来，华晨宝马为华晨中国贡献巨大的利润，可以说华晨宝马基本养活了整个华晨集团。然而，在与宝马集团的合作中，华晨集团并没有通过市场换取先进技术，而是逐渐对华晨宝马放权，逐渐沦为宝马在中国的代工厂。

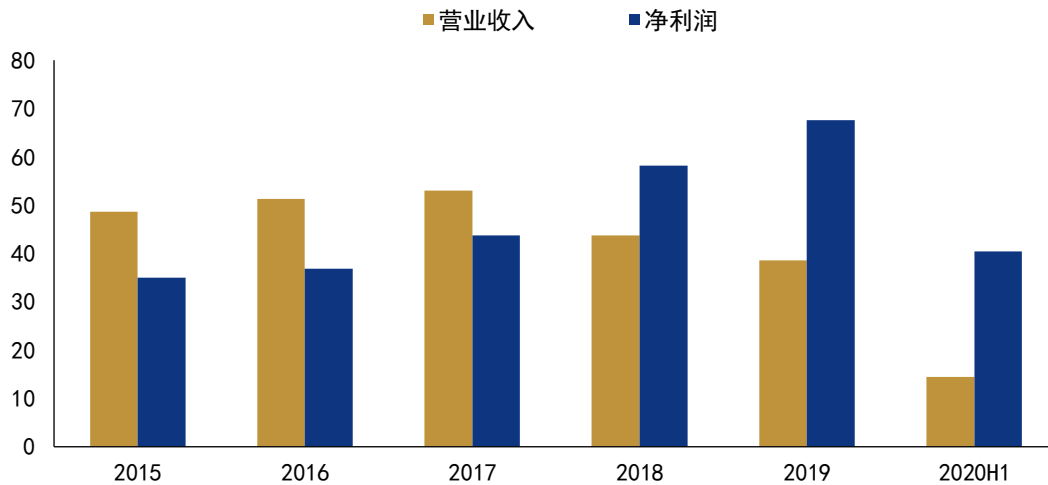


图3：2015-2020年上半年华晨中国营业收入与净利润（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

近年，我国汽车行业逐步从成长期向成熟期迈进。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。在此大背景下，华晨集团的自主品牌金杯、中华和华颂由于在研发和技术上缺乏自己的核心竞争力，逐渐被市场边缘化。受新冠疫情的影响，汽车销量整体有所下滑。根据乘用车市场信息联席会（以下简称“乘联会”）数据（见图4），今年以来，华晨中华与华颂两大品牌销量少之又少。具体来看，华颂品牌除了今年1月销售的300辆外，再无销量；华晨中华在1月份销售2000辆之后，销量逐渐下滑，9月份销量仅为519辆。同样地，华晨金杯的销量也不容乐观，今年9个月的平均销量仅为1353辆。而华晨宝马的数据相比这三个品牌遥遥领先，除2月份销售7479辆和4月份的41184辆外，华晨宝马今年以来各月份的销售量均在5万辆以上。即使在年国内经济转型、国内乘用车行业产销量有所下降的大背景下，华晨宝马仍然保持良好的业绩。根据中国汽车工业协会（以下简称“中汽协”）统计分析，2019年全年乘用车销量为2144.4万辆，销量比上年同期下降9.6%，而华晨宝马全年销售59.6万辆，较2018年却上升17.1%。华晨宝马在市场面临下行的趋势下，仍然逆势上行，保持良好的业绩。值得关注的是，2018年10月11日，华晨中国和宝马集团宣布，华晨中国拟在2022年前向宝马集团出售华晨宝马25%的股权，根据这一协议，股比调整完成后华晨中国持有华晨宝马的股份将从50%下降至25%，华晨宝马将不再纳入华晨汽车合并范围，或将对公司合并报表财务表现产生较大影响。

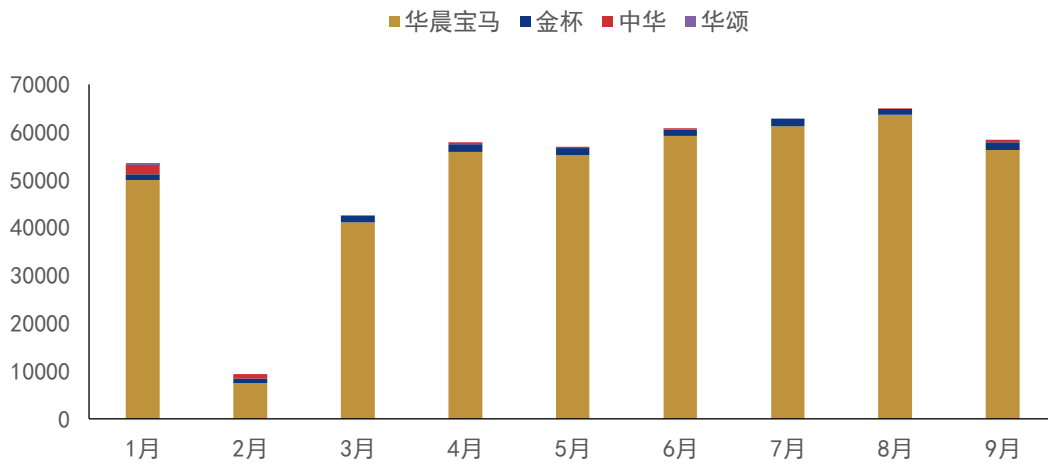


图4：2020年以来年华晨宝马、金杯、中华和华颂品牌销量数据（单位：辆）

资料来源：盖世汽车资讯，远东资信整理

然而，与行业其他自主品牌汽车相比，华晨集团的自主汽车品牌销量较低且市场份额小。华晨集团的自主品牌汽车主要由华晨雷诺与华晨集团中华事业部负责，其中，华晨中华汽车主要由集团公司母公司层面负责。2015年以来，华晨集团自主品牌汽车的销量逐渐下降，2015年的销量为31.59万辆，到2019年销量仅为17.62万辆，同时销量在行业自主品牌汽车的销量占比逐渐下降，从2016年的3.63%下降至2019年的2.1%。由此看出，华晨集团的自主品牌汽车销量低，市场表现欠佳。

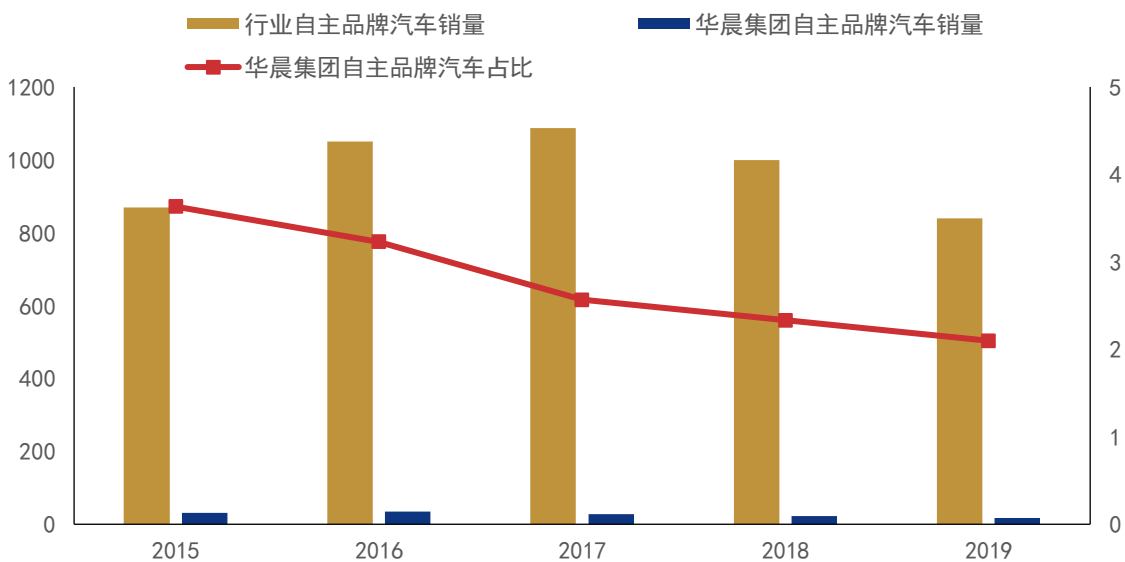


图5：2015-2019年行业与华晨集团自主品牌汽车销量情况（单位：万辆，%）

资料来源：Wind 资讯、公开资料，远东资信整理

虽然在国内乘用车行业下行的背景下，国内自主品牌汽车压力较大，但是从华晨集团自主品牌汽车在市场的份额下降也可以看出，华晨汽车的自主品牌实力较弱，在行业下行时更易受到冲击。华晨集团自主品牌汽车的低销量

的原因主要是自主品牌汽车自身核心技术的不足。拿华晨中华来说，2002年第一代的中华轿车起点很高，装配工业都是德国标准，2003年华晨与宝马合作，华晨更是将宝马汽车国产化，同时也学习到很多先进技术，生产出尊驰等热门轿车，让华晨中华辉煌一时。然而，之后的华晨集团却止步不前，在其他国内自主品牌不断进步的同时，华晨汽车没有在技术和研发上下功夫，在汽车外观和工艺上也没有改进，不思进取，最终高开低走，销量惨淡。

（二）短期债务占总债务的 2/3，短期偿债压力大

Wind 数据显示，华晨集团目前存续的公司债券为 14 只，其中，最后一只债券发行日为 2020 年 3 月 6 日（见表 2），1-3 年内到期的债券有 11 只，余额为 131 亿元。此外，华晨集团的债务水平一直保持较高水平。近 5 年来，华晨集团的资产负债率保持在 70% 左右，债务水平较高。

表 2：华晨集团存量债券基本情况

债券简称	起息日	到期日	发行规模（亿元）	当前状态
17 华汽 01	2017-03-10	2022-03-10	20	正常
17 华汽 05	2017-10-23	2020-10-23	10	实质违约
18 华汽债 01	2018-09-14	2023-09-14	15	正常
18 华汽债 02	2018-09-14	2023-09-14	5	正常
18 华汽债 03	2018-11-05	2023-11-05	20	正常
19 华晨 02	2019-01-22	2022-01-22	10	正常
19 华晨 04	2019-03-13	2022-03-13	20	正常
19 华汽债 01	2019-03-20	2024-03-20	11	正常
19 华晨 05	2019-04-18	2022-04-18	8	正常
19 华晨 06	2019-06-03	2022-06-03	12	正常
19 华汽债 02	2019-06-17	2024-06-17	10	正常
19 华集 01	2019-09-18	2022-09-18	10	正常
20 华集 01	2020-01-15	2023-01-15	7	正常
20 华晨 01	2020-03-06	2023-03-06	14	正常

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

华晨集团（合并报表）短期债务占比高，债务结构不合理。近年来，华晨集团（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，华晨集团（合并报表）共有短期债务 478.87 亿元，其中短期借款 175.30 亿元、应付票据 225.13 亿元以及一年内到期的非流动负债 78.44 亿元。此外，2015-2019 年，华晨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 2015 年和 2016 年甚至分别高达 84% 和 87%。此外，华晨集团的流动资产无法覆盖流动负债。2019 年华晨集团的流动比率为 0.98，剔除存货的速动比率仅为 0.75；2020 年上半年，华晨集团的短期债务已高达 439.87 亿元，占总债务的比重为 69%。可见，公司的短期偿债能压力较大。

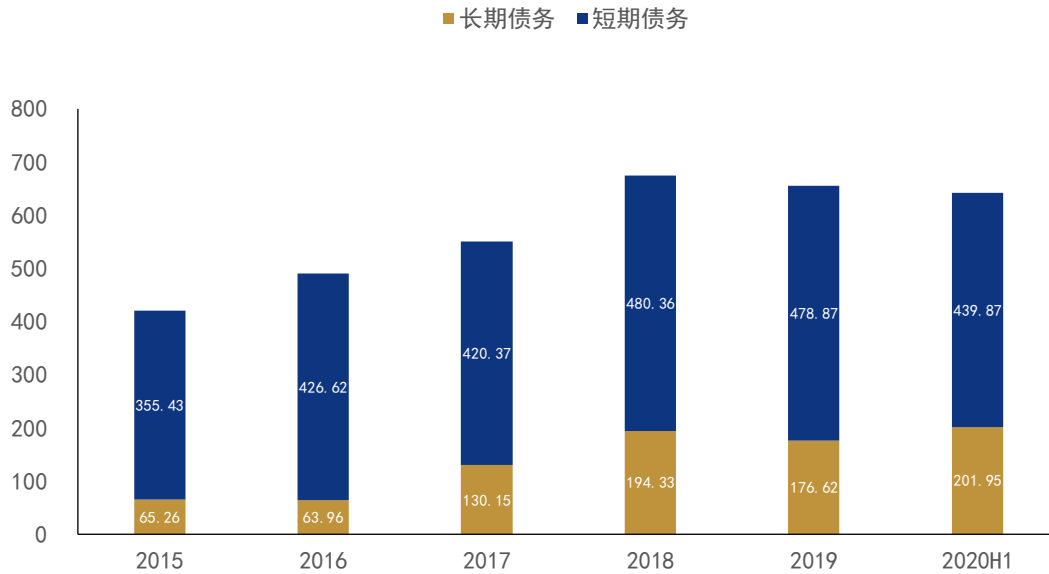


图6：2015-2020上半年华晨集团（合并报表）长期与短期债务情况（单位：亿元）

注：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，总债务=短期债务+长期借款+应付债券+其他长期有息债务。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

长期以来（5年以上），华晨集团（合并报表）的经营性现金净流入不足以支付其上百亿的短期债务。自2015年以来，华晨集团（合并报表）的经营性现金净流入增长缓慢，2020年上半年的经营性现金净流入仅为50亿元。相较于缓慢增长的经营性现金净流入，华晨集团的短期债务却迅速攀升，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的资金缺口，因此华晨集团的短期偿债风险较大。

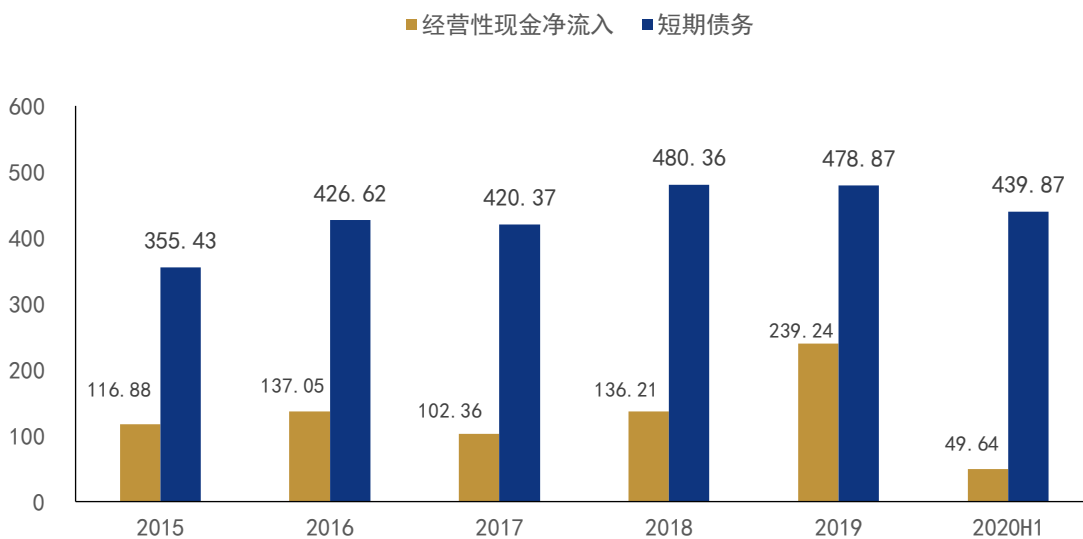


图7：2015-2020上半年华晨集团（合并报表）经营性现金净流入及短期债务规模（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从母公司层面上看，2015-2019年华晨集团母公司层面的经营性现金净流入除了2015年保持净流入外，其余年份均为经营性现金净流出；其中，2017年的经营性现金净流出为30.36亿元。短期债务方面，母公司层面的短期债务在2015-2019年呈现上升趋势，截至2020年上半年，母公司层面的短期债务的高达282.5亿元。母公司的短期债务长期以来无法通过经营性现金净额弥补，公司短期偿债压力较大。

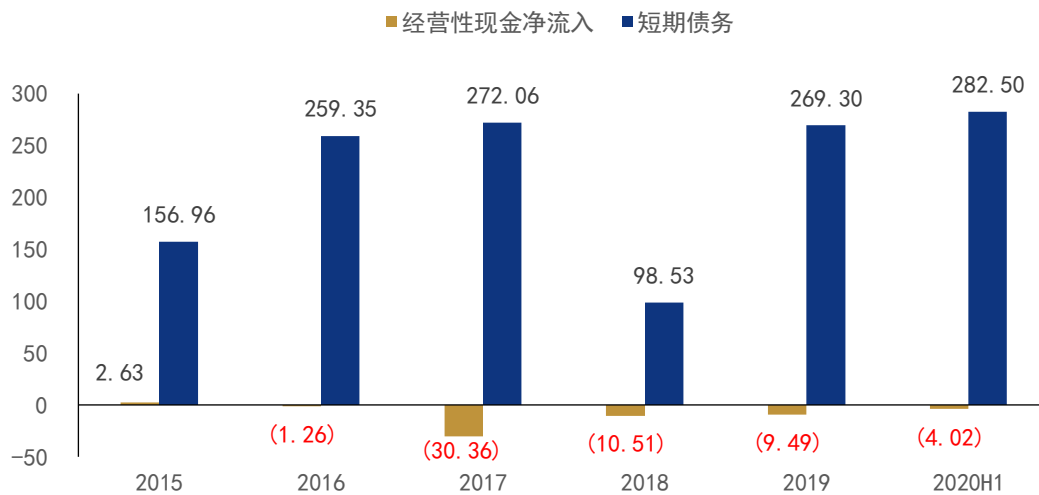


图8：2015-2020上半年华晨集团（母公司层面）经营性现金净流入及短期债务规模（单位：亿元）

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

根据天眼查记录，今年以来，华晨集团屡次被列为被执行人，案由主要为买卖合同纠纷。此前，华晨集团已出现多笔银行贷款、信托以及保险资金债权计划违约的情况。根据公司2020年半年报显示，由于公司现金流出现短期困难，报告期内，华晨集团（合并报表）发生多笔银行贷款利息逾期，累计金额为6020.29万元。截至2020年10月24日，华晨集团及其子公司被执行金额合计4.32亿元；司法冻结股权金额达16.48亿元，冻结期限均为3年。因此，华晨集团的法律诉讼风险较大，或在一定程度上影响了公司再融资能力。

此外，华晨集团受限资产规模较大。根据公司2020年上半年年报显示，截至2020年上半年，华晨集团受限资产规模为201.9亿元，其中主要为受限货币资金167.58亿元；公司净资产为604.81亿元，受限资产占净资产的比例为33.38%，占总资产的比例为10.44%，占比较高。虽然，截至今年上半年华晨集团（合并报表）账面货币资金有513.76亿元，但是剔除受限资产外，公司（合并报表）的货币资金仅能覆盖短期债务。

在银行授信方面，华晨集团银行授信额度接近枯竭。截至2020年3月31日，华晨集团的银行授信额度为325.65亿元，未使用的授信额度仅为23.68亿元。较少的银行授信或加大未来公司偿债压力。由公司2018年以来的筹资性现金净额可以看到，2018年、2019年和2020年上半年，公司的筹资性现金净流出分别为3.01亿元、47.22亿元和54.42亿元，公司外部融资环境不容乐观。

（四）盈利偏弱但投资过大，且投资未及时形成经营性资产

近年来，华晨集团的投资性现金流出金额居高不下。2015-2019年，在公司母公司层面的盈利能力偏弱的情况下，公司的投资性现金净额的五年平均值保持在-106亿元的高位。根据公司债券的募集说明书，近年来，华晨集团的所筹资金主要用于公司的项目建设、固定资产和厂房等建设，由于这些投资资金占用大，投资期长，资金回收慢，不能及时形成有效的经营性资产，进而使得华晨集团近年的投资性净流出较大，投资质量较差。

四、总结

从之前违约的众泰汽车到最近违约的华晨集团，我们可以看到在经济转型的背景下，没有核心技术的汽车制造公司如果没有主营收入和利润增长，很容易被市场淘汰。作为拥有多家上市子公司的国有企业，华晨集团出现债券违约问题的原因涉及自主品牌弱带来的主营业务收入下降、短期债务比例高、融资环境恶化等问题。从这些可能的违约原因中，我们得到以下几点启示。

第一，在“母弱子强”下，对于母公司相关信用分析，不能仅考察合并报表，而要剥离子公司，对母公司自身的报表深入分析。母公司对强子公司（尤其是子公司为上市公司）的资产、现金流与盈利分配等控制力要明显弱于母公司对自身资产、现金流与盈利的控制力。华晨宝马作为华晨集团二级子公司，在整车销量和营业收入上占集团母公司的比重很大，甚至在剔除华晨宝马之后，母公司会产生净亏损。由于华晨集团自主汽车品牌的技术和竞争力不强，市场占有率低，在行业下行的背景下销量急速下滑，净利润下降，使得华晨宝马仅凭一己之力无法挽救整个集团，最终导致资金链断裂。

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。公司总债务的增加，尤其是短期债务在总债务的比重过高，会加大企业的偿债压力。短期债务对企业现金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。对于华晨集团（合并报表）来说，公司的经营性现金净流入长期、持续地不足以支付其短期债务，流动资产无法覆盖流动负债，会加大公司短期偿债压力。

第三，重点关注受限资产规模大和再融资困难的公司。当公司的受限资产规模大时，在加上公司短期偿债压力较大时，公司很难通过处置资产来获取货币资金、缓解流动性压力。银行授信的枯竭也会加剧具有短期偿债压力的公司的偿债风险。此外，过多的法律诉讼会加大公司的法律诉讼风险，或影响公司的再融资能力。

第四，关注盈利不强、投资过大且投资未及时形成有效的经营性资产的公司。华晨集团的母公司盈利能力不强，但是却进行大量的固定资产和项目的建设；新增的投资并没有及时形成有效的经营性资产，投资质量较差。前期的过多投资加上盈利能力不强或加大公司的偿债压力。

【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。