

作者：张妍

邮箱：research@fecr.com.cn

## 违约主体行业分散，国企违约超出预期

——2020年第四季度信用债违约分析

### 摘要

2020年第四季度共有34只债券发生违约，违约时的债券余额合计351.89亿元，涉及的违约主体共有16家，其中9家为首次违约主体。从过去12个季度的债券违约情况来看，2020年第四季度各项指标数值较上一年同期均有小幅度地上升，较上一季度均有所回升。第四季度违约主体地域分布主要集中在北京地区和建筑装饰行业，发行时评级为AA+和AA级的违约主体占比较高，均为43.75%。

从新增主体违约率和新增债券违约率来看，2020年第四季度都出现不同程度地反弹，其中民营企业主体违约率升幅较大，国企新增债券违约率升幅较大；民营企业新增主体违约率和国企新增债券违约率较上个季度分别上升0.57个百分点和0.75个百分点。展望未来，货币政策将逐步正常化，债券违约（尤其是民企债券违约）风险或将增大。

2020年第四季度9家首次违约主体行业较分散，没有明显的行业倾向性。通过研究我们发现，近期债券违约的原因可能包括企业自身盈利能力下降，债务规模较大和投资、扩张激进等。

企业违约非常值得关注，我们从上述3家企业违约事件中得到的思考与启示有：（1）关注公司受到外部环境变化以及自身发展不足所带来的盈利能力下降，在公司盈利能力下降的情况下，现金回流速度将变缓，如果公司在此情况下仍进行激进投资，会大大增加现金流的压力；（2）关注企业的债务结构及短期债务偿还压力，以及经营性现金流是否可以长期、持续地覆盖短期债务；（3）关注再融资能力受限的企业，尤其关注所持有股票的质押率较高、法律诉讼频繁且银行授信额度枯竭的企业。

### 相关研究报告：

1. 《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
2. 《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》，2020.07.07
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. 《民营卫星龙头因何陨落？——华讯科技债券违约分析》，2020.09.03
5. 《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

## 一、第四季度信用债违约整体情况

本文以wind口径来做违约分析,2020年第四季度共有34只债券发生违约(本文的违约债券统计口径包括Wind二级债券分类中的一般公司债、私募债、一般企业债、超短期融资债券、一般短期融资券、一般中期票据和可交换债),违约时的债券余额合计351.89亿元,涉及的违约主体共有16家,其中9家是首次违约主体(第一次出现旗下所发行信用债违约的主体)。与上一年同期相比,2020年第四季度各项违约指标数值有较大幅度地上升;与上个季度相比,2020年第四季度各项违约指标数值均有不同程度地回升(图1)。从过去12个季度的债券违约情况来看,2020年第四季度新增违约债券只数不是很高,但当季违约主体个数和当季首次违约主体个数为2020年四个季度中次高(图1)。2020年,受疫情影响,金融机构对实体经济支持力度加大,企业外部融资环境得到改善,但从第四季度数据来看,2020年资金面最宽松的阶段似乎已经过去。展望未来,货币政策将逐步正常化,债券违约(尤其是民企债券违约)的可能性或将增大。

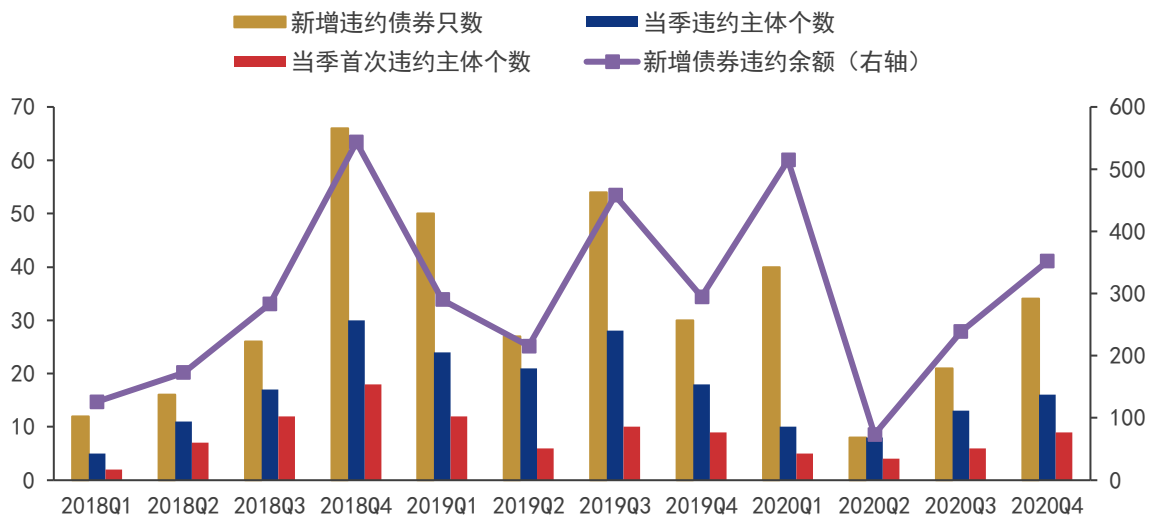
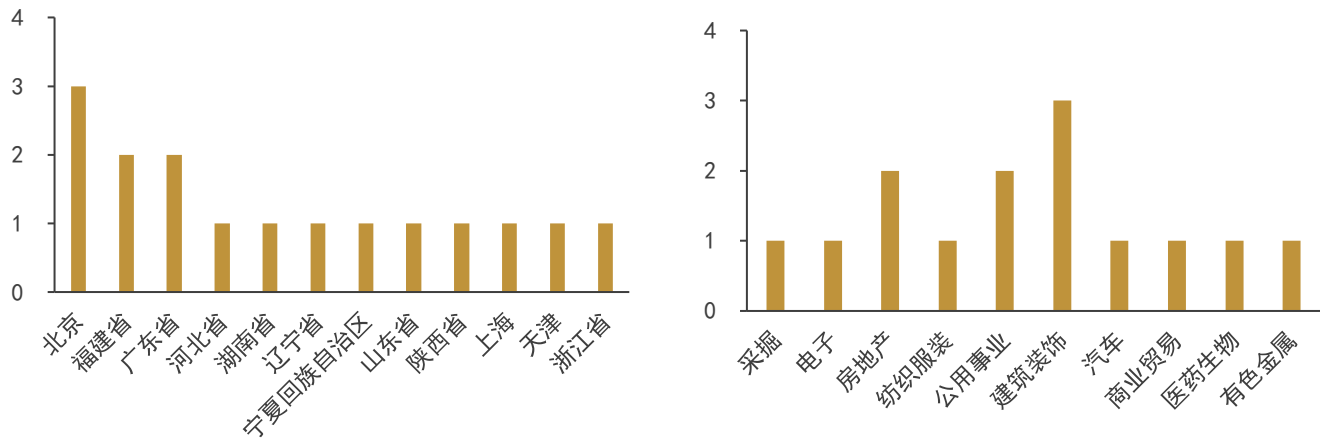


图1：债券违约情况（2018Q1-2020Q4，单位：个，亿元）

注：违约债券余额统计时间截至2020.12.31，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，第四季度北京地区违约主体数量最多（占18.75%），其他省份均只有1-2家违约主体；从第四季度违约主体所属行业来看，建筑装饰行业违约主体最多（占18.75%），剩余其他行业均只有1-2家违约主体（图2）。第四季度违约主体发行时评级AAA、AA+和AA级分别有2家、7家和7家，发行时评级为AA+和AA级的违约主体占比较高，均为43.75%。


**图 2: 2020 年第四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 年第四季度首次违约主体共 9 家, 涉及违约债券共 28 只, 当季度应兑付而未兑付金额为 251.13 亿元, 分布区域较分散, 业务范围涉及房地产、汽车、公用事业、建筑装饰、采掘、纺织服装、电子、商业贸易、生物医药行业, 9 家首次违约主体中有 2 家是建筑装饰, 其余行业均为 1 家, 违约主体涉及行业较分散 (表 1)。从公司属性来看, 本季度首次违约主体有 6 家民营企业和 2 家国有企业, 民营企业中有 2 家上市公司 (表 1)。

**表 1: 2020 年第四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	当季度应兑付而未兑付金额	违约前 3 个月主体评级	发行时主体级别	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
上海巴安水务股份有限公司	2020/10/19	1	3.5 亿元	AA	AA	公用事业--环保工程及服务	上海	民营企业	是	未按时兑付回售款
华晨汽车集团控股有限公司	2020/10/23	14	178.15 亿元	AAA	AAA	汽车--汽车整车	辽宁省	地方国有企业	否	未按时兑付本息
成龙建设集团有限公司	2020/11/13	1	2.06 亿元	AA	AA	建筑装饰--基础建设	浙江省	民营企业	否	未按时兑付回售款和利息
福建福晟集团有限公司	2020/11/19	2	22.21 亿元	AA+	AA+	建筑装饰--基础建设	福建省	民营企业	否	未按时兑付回售款和利息
宁夏远高实业集团有限公司	2020/11/23	3	1.08 亿元	AA	AA	采掘--其他采掘	宁夏回族自治区	民营企业	否	未按时兑付本息 (1 只)、触发交叉违约保护条款 (2 只)

发行人	首次违约时间	当季违约债券只数	当季违约而未付金额	违约前3个月主体评级	发行时主体级别	所属申万行业(一级-二级)	所属地区	公司性质	是否上市	违约情况概述
紫光集团有限公司	2020/11/16	3	14.13亿元	AAA	AAA	电子--其他电子	北京	中央国有企业	否	未按时兑付本息(1只)、未按时兑付本息(2只)
山东如意科技集团有限公司	2020/12/14	2	13.00亿元	AA-	AA	纺织服装--纺织制造	山东省	中外合资企业	否	未按时兑付利息(1只)、未按时兑付本息(1只)
鸿达兴业集团有限公司	2020/12/14	1	10亿元	AA+	AA+	商业贸易--专业零售	广东省	民营企业	否	未按时兑付本息
延安必康制药股份有限公司	2020/12/31	1	7亿元	AA+	AA+	医药生物--化学制药	陕西省	民营企业	是	未按时兑付本息

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从新增主体违约率(户数法)来看,2020年第四季度新增主体违约率为0.2%,较上个季度上升0.07个百分点,继续保持上升趋势。民营企业新增主体违约率较上个季度上升0.57个百分点,升幅较大,国有企业新增主体违约率与上一季度持平,保持在0.05%的低位(图3)。

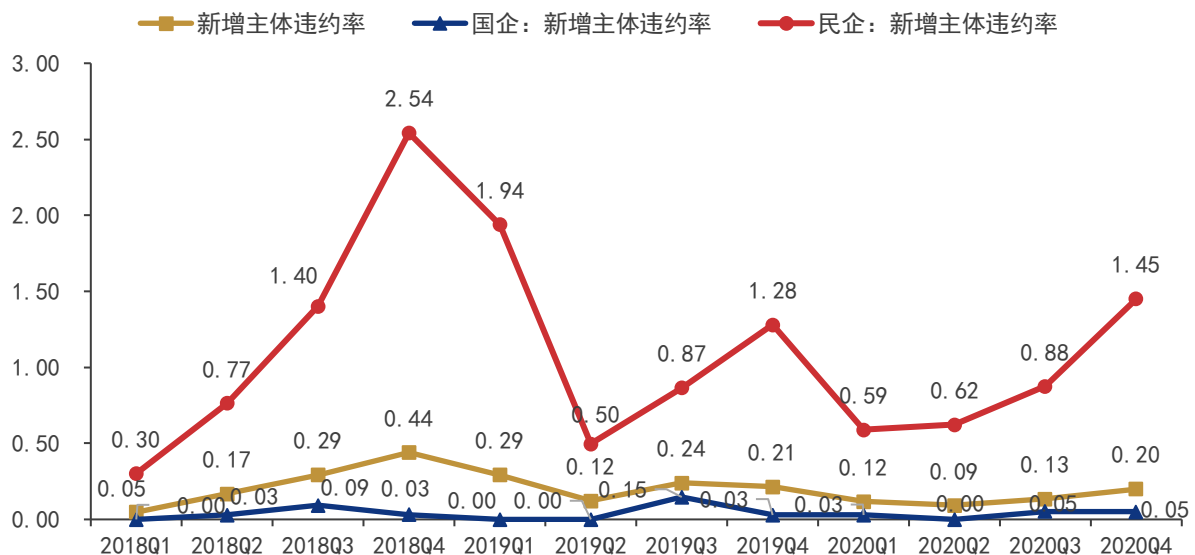


图3: 季度(国企、民企)新增主体违约率(2018Q1-2020Q4, 单位: %)

注: 新增主体违约率(户数法)=某期限内首次违约主体数/期初期末存量债券主体数量的简单平均。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从新增债券违约率（余额法）来看，2020年第四季度新增债券违约率为0.93%，较上个季度下降0.43个百分点，其中民营企业债券主体违约率为2.51%，较上个季度下降2.4个百分点，下降幅度较大（图4）；国有企业债券主体违约率为0.75%，较上一季度有大幅上升（图4）。

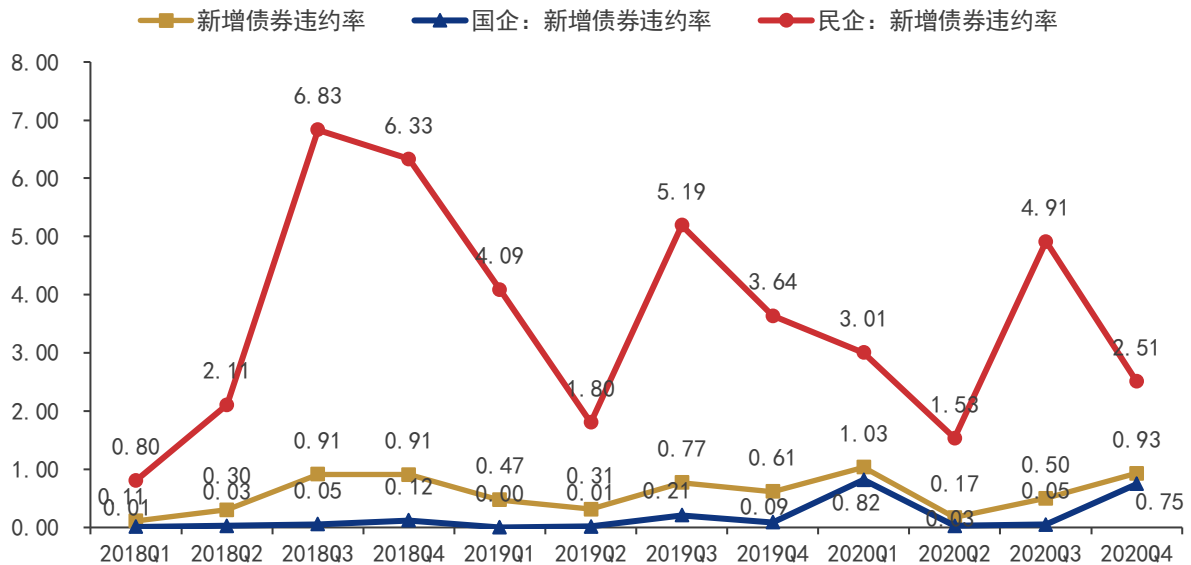


图4：季度（国企、民企）新增债券违约率（2018Q1-2020Q4，单位：%）

注：新增债券违约率（余额法）=某期限内新出现的违约债券的债券余额/期初期末存量债券余额的简单平均。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 二、第四季度信用债违约分析

2020年第四季度信用债首次违约对应主体分别为上海巴安水务股份有限公司（下称“巴安水务”）、华晨汽车集团控股有限公司（下称“华晨集团”）、成龙建设集团有限公司（下称“成龙集团”）、福建福晟集团有限公司（下称“福建福晟”）、宁夏远高实业集团有限公司（下称“远高实业”）、紫光集团有限公司（下称“紫光集团”）、山东如意科技集团有限公司（下称“山东如意集团”）、鸿达兴业集团有限公司（下称“鸿达兴业集团”）、延安必康制药股份有限公司（下称“延安必康”）。

本季度违约债券发行主体没有显著的行业集中特征，但是一些主体的主营业务易受到外部经营环境变化的影响。本文重点对易受到外部经营环境影响的企业进行分析，具体包括华晨集团、福建福晟和鸿达兴业集团。通过分析这三家公司违约原因的共同点，得出结论如下。

### （一）受到外部环境影响加之自身经营不善，自身盈利能力下降

#### 1. 华晨集团

华晨集团成立于2002年9月16日，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

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。公司的主营业务为汽车整车和零部件的制造和销售，该业务具体涉及设计各类汽车、发动机及零部件并提供技术咨询，以及制造、改装、销售各种轿车、发动机及零部件(含进口件)。

根据华晨集团近年的年报数据，华晨集团的主营业务收入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，图5）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。2020年上半年，华晨集团业绩首次由盈转亏，实现归母净利润-1.96亿元。华晨集团净利润在2019年的增加主要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(华晨宝马的一级子公司)共同投资成立的合资企业，华晨中国占股50%。2019年，华晨中国净利润为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年实际净亏损了近8.63亿元；2020年上半年，华晨中国净利润为40.45亿元，剔除华晨宝马的利润，华晨中国净亏损3.4亿元。因此，不考虑华晨宝马的业绩，从母公司层面上，公司经营状况不容乐观。

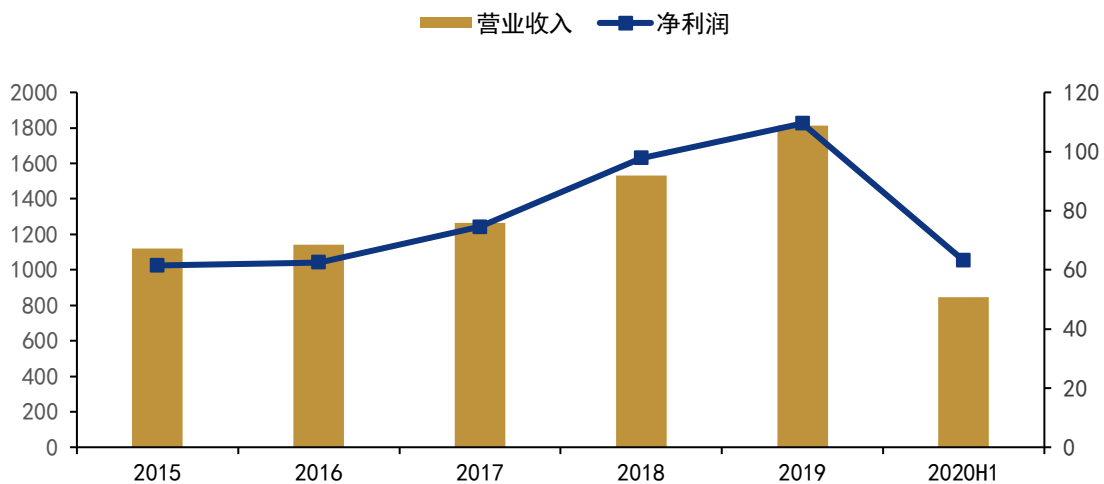


图5：2015年-2020年上半年华晨集团营业收入与净利润情况（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 2. 福建福晟

福建福晟成立于2006年，注册地是福州市。公司于2019年12月变更股权，控股股东由福晟集团有限公司（持股100%）变更为广州钱隆投资有限公司（持股100%），实际控制人仍为潘伟明先生；2020年2月，钱隆投资将49%的股权转让给广州市德耀鸿鼎投资合伙企业（有限合伙），但实际控制人不变。公司的主营业务为建筑施工和房地产开发；其中，建筑施工业务以商品房建设、保障房建设和公共基础设施建设等为主，房地产开发以住宅地产开发为主。公司建筑业务的营业收入占公司营业总收入的50%，但贡献的毛利较房地产开发低；公司的建筑业务由全资子公司福建六建集团有限公司负责。

2017年以来，房地产市场全面调控，2019年，全国商品房销售面积和销售金额增速有所下降。受到房地产市场低迷和基建投资增速的下降的影响，建筑业发展缓慢。根据公开评级报告，2019年，“公司房地产业务无新增拿地”“建筑施工业务新签合同额同比下降较大”。从营业收入上看（图6），公司2019年的营业收入增速较2018年

仅增长 6.2%，增速大幅下降；从归母净利润上看(图 6)，公司 2019 年的归母净利润为 8.52 亿元，较上年增长 5.08%，结束了上两年增速持续下降的趋势。从经营性现金流净额上看，2016-2019 年，除 2018 年公司产生经营性现金流净流入，其余年份均为经营性现金净流出。

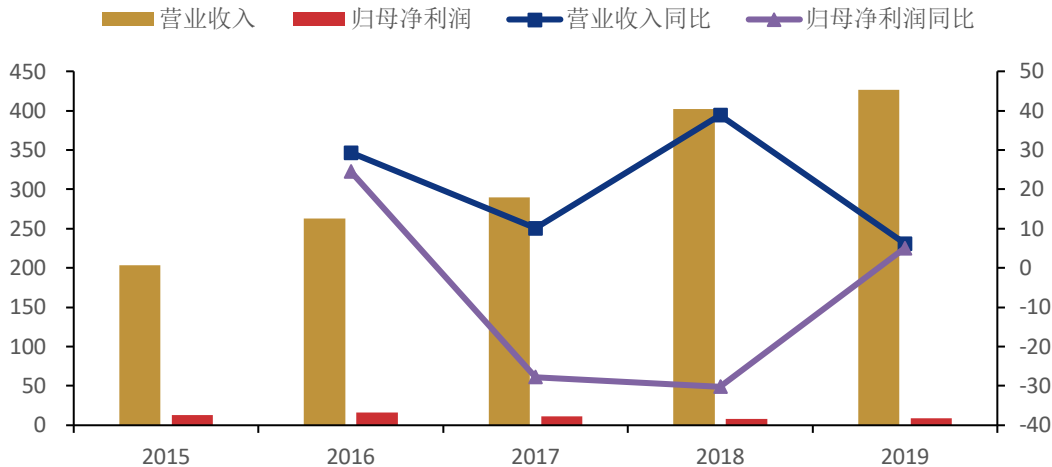


图 6: 福建福晟营业收入和归母净利润 (2015-2019 年, 单位: 亿元, %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

### 3. 鸿达兴业集团

鸿达兴业集团成立于 2000 年，是广东省一家民营企业。公司由周奕丰、郑楚英夫妇分别持股 72% 和 28%，周奕丰为公司实际控制人，公司形成“资源能源、盐湖开发、化工、环保、新材料、交易所和股权投资七大产业体系”。根据公司近几年的财报数据，化工生产及塑料加工板块占到公司主营业务收入的 50%，是公司的第一大主要业务，主要产品包括 PVC 和烧碱。

虽然 PVC 和烧碱行业在 2015 年至 2016 年底经历了回暖，但是 2017 年底，行业整体景气度下行，行业产能过剩，企业盈利能力下降。2017 年以来，公司的营业收入(图 7)逐渐下降，从 2017 年的 122.27 亿元下降至 2019 年的 101.15 亿元，同比增速从 5.47% 下降至 -7.56%，截至 2020 年上半年，公司的营业收入仅为 65.49 亿元，营业收入同比下降 19.56%，下降幅度进一步扩大；此外，2020 年上半年，公司的营业收入刚刚覆盖成本。从经营性现金净流量看，近年来，公司的经营性现金净流量逐渐下降。2020 年受到疫情影响，加之行业景气度下行，公司的经营性现金流净额由正转负，截至 2020 上半年，已下降至 -3.83 亿元，公司的获现能力偏弱。

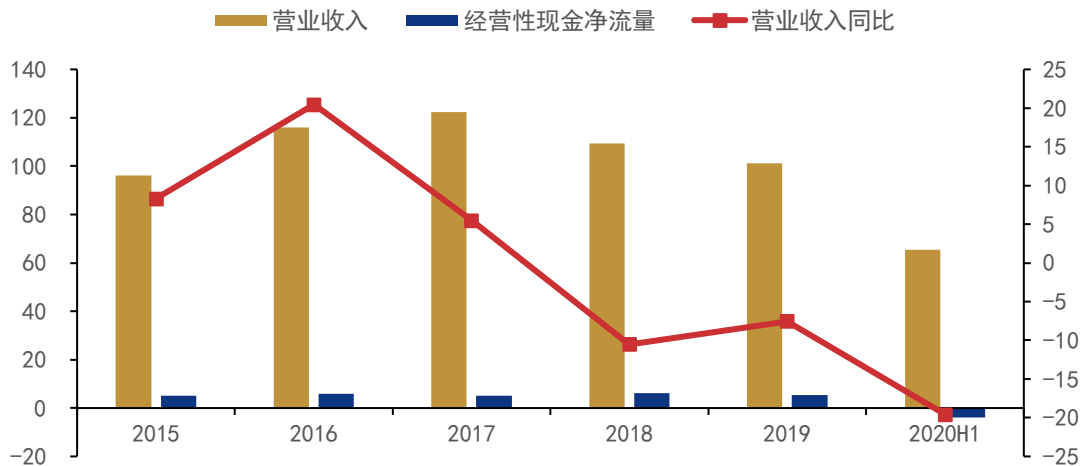


图7：鸿达兴业集团营业收入和经营性现金流净额（2015年-2020 H1，单位：亿元，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

总的来看，上述三家公司在违约前已经出现盈利能力的明显下滑，具体体现在营业收入和（或）净利润出现下降，经营性现金流产生亏损。因此，我们应该警惕营收或利润下滑对信用状况的影响。

## （二）债务规模大，经营性现金流净额对短期债务覆盖程度较差

华晨集团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年-2020年上半年，华晨集团的短期债务占总债务的比重（图8）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%。虽然截至2020年上半年，公司的短期债务占比有所下降，但是仍保持较高水平（68.54%）。除此之外，公司在2020年上半年的经营性现金流净额大幅下降，对短期债务的覆盖程度有所降低。

福建福晟的短期债务虽然占比不大（图8），但是，公司的短期债务集中到期，偿还短期债务压力较大。根据Wind数据，公司2021年到期的债券有5只，债券余额为33亿元；1-3年内到期的债券有4只，债券余额为50亿元。从经营性现金流净额看，2017年至2019年，公司的经营性现金流净额/短期债务（图9）分别为-123.08%、34.60%和-30.88%，经营性现金流净额波动较大，且无法覆盖企业的短期债务，短期偿还压力大。

鸿达兴业集团的短期债务占比（图8）自2017年之后逐渐上升，鸿达兴业集团在2018年、2019年和2020年上半年的短期债务占比分别为40.7%、44.45%和43.61%，但是经营性现金流净额对短期债务的覆盖比例（图9）逐年下降，为6.95%、5.34%和-8%，基本无法对短期债务进行长期和有效覆盖，公司偿还债务的压力较大。



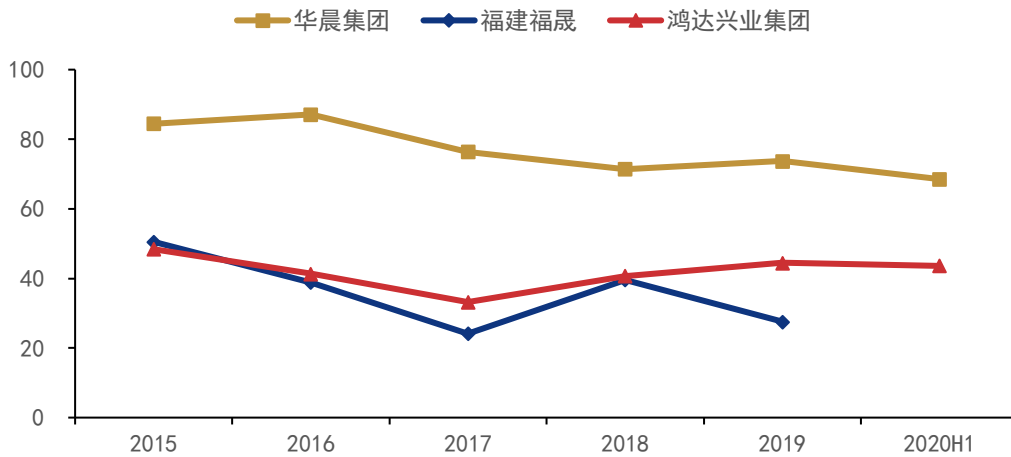


图 8: 3 家企业短期债务/总债务 (2015 年-2020H1, 单位: %)

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

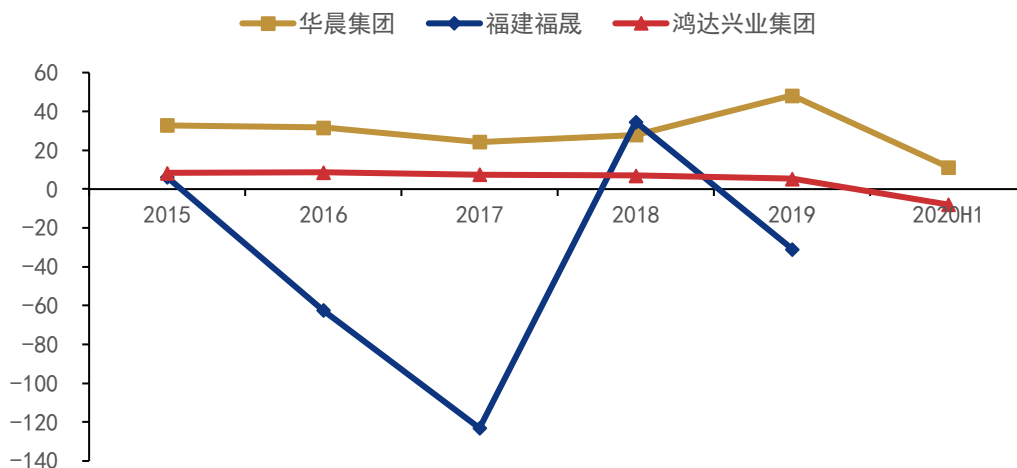


图 9: 3 家企业经营性现金流净额/短期债务 (2015 年-2020H1, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

债务结构不合理、经营性现金流净额无法覆盖短期债务会使得公司信用状况恶化。上述三家公司的短期债务占比过高, 经营性现金流净额无法长期、持续地覆盖短期债务已经反映出公司债务方面的风险; 再加上债务兑付期短期集中, 更容易发生违约事件。

### (三) 对外投资激进

福建福晟前期凶猛拿地, 后期遇到房地产市场遭遇重拳, 资金问题逐渐恶化。2015 年, 福建福晟成立“拿地飞虎队”, 在市场上四处拿地、高价抢地, 到 2018 年末, 公司土地储备的货值已超过 8000 亿元, 业务扩展至全国范围。但是, 近年来, 政府对房地产市场进行调控, 政策收紧, 在房主不炒的定调下, 市场逐渐冷却, 而福建福晟

前期激进拿地产生的债务危机也逐渐暴露出来。2019年，公司暂无新增拿地，且出现贷款逾期问题；2020年以来，福建福晟多次被列入被执行人名单，涉及法律诉讼超过60余条信息，因负债纠缠股权被轮番冻结，公司资金难题逐渐恶化。

鸿达兴业集团和华晨集团在盈利偏弱的环境下仍进行大量投资，消耗公司诸多现金。

鸿达兴业近年进行质押资产融资和募集资金来进行工程项目建设和聚氯乙烯生产设备购买。但是，相关项目的投资并没有给公司带来营业收入的大幅提高。2017年-2019年，公司的在建工程余额分别为7.42亿元、7.97亿元和10.26亿元，公司投资项目消耗的资金逐年增加，占用了大量流动资金，给公司的资金带来压力。

华晨集团2017-2019年的投资性现金流净额（图10）为-105.23亿元、-110.93亿元和-108.22亿元，公司近年有大量的投资性现金净流出，公司“在建工程等投资项目较多，投入大量资金”，在母公司盈利能力偏弱的情况下进行大量投资，无疑给公司的资金链带来较大压力。

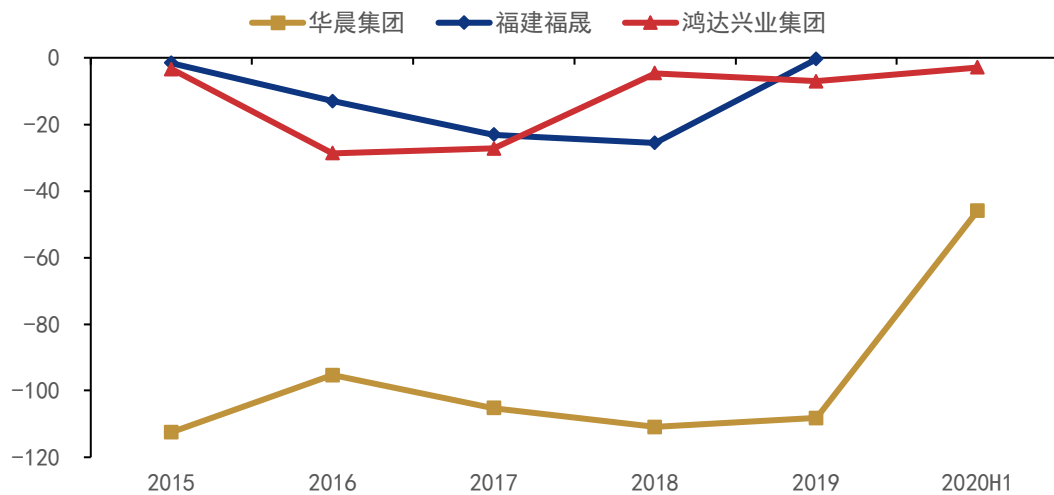


图 10: 3 家企业投资性现金流净额 (2015 年-2020H1, 单位: 亿元)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

过于激进的投资往往带来的营业收入不如预期，且消耗公司的大量现金、易导致资金链的断裂，进而影响公司信用状况。因此，要关注公司是否产生大量投资性现金净流出、在建工程金额的增速以及在进行投资后是否形成有效的增量利润和现金流入。

#### (四) 外部融资环境恶化，再融资困难

华晨集团面临较多的法律诉讼且受限资产规模大，再融资困难。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。2020年以来，华晨集团屡次被列为被执行人。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，受限资产占净资产和总资产的比例分别为33.38%和10.44%，其占比较高。虽然，截至2020年上半年华晨集团账面货币资金有513.76亿元，但是剔除受限资产外，公司的货币资金勉强覆盖短期债务。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（图 11）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。

福建福晟深陷合同纠纷，且筹资活动产生的现金流净额（图 11）降低。近年来，公司面临多起合同纠纷，案件案由涉及民间借贷纠纷、债务纠纷、金融借款合同纠纷等。截至 2019 年 12 月 31 日，公司未使用银行授信额度为 247.78 亿元，公司再融资空间相对有限。

鸿达兴业集团股票质押融资过高，资产质量显著恶化，增加再融资难度。根据公开数据，截至 2020 年 9 月 30 日，鸿达兴业集团“持有的上市公司鸿达兴业和中泰化学股票分别在建行、广州农商行、光大证券等金融机构的质押融资余额合计为 40.07 亿元，质押融资余额占同期鸿达集团净资产比例为 28.44%；发行人持有的上市公司鸿达兴业股票质押股数占其持有总数比例为 85.23%，发行人持有的上市公司中泰化学股票质押股数占其持有总数比例为 99.99%”。可见，公司的股票质押率很高。此外，近年来公司持有的中泰化学和鸿达兴业的股票价格出现不同程度的下跌，公司在投资中泰化学股票产生严重投资亏损，对上市公司鸿达兴业的股票部分质押股份进行平仓，被动减持鸿达兴业股票，其未来面临较大平仓风险和被动减持压力。公司 2018 年至 2020 年上半年的筹资活动现金流（图 11）分别为 -19.54 亿元、10.20 亿元和 -7.50 亿元；公司截至 2020 年 9 月 30 日，剩余尚未使用的银行授信额度为 29.43 亿元。从上述情况均可看出，公司的筹资环境较差，再融资较困难。

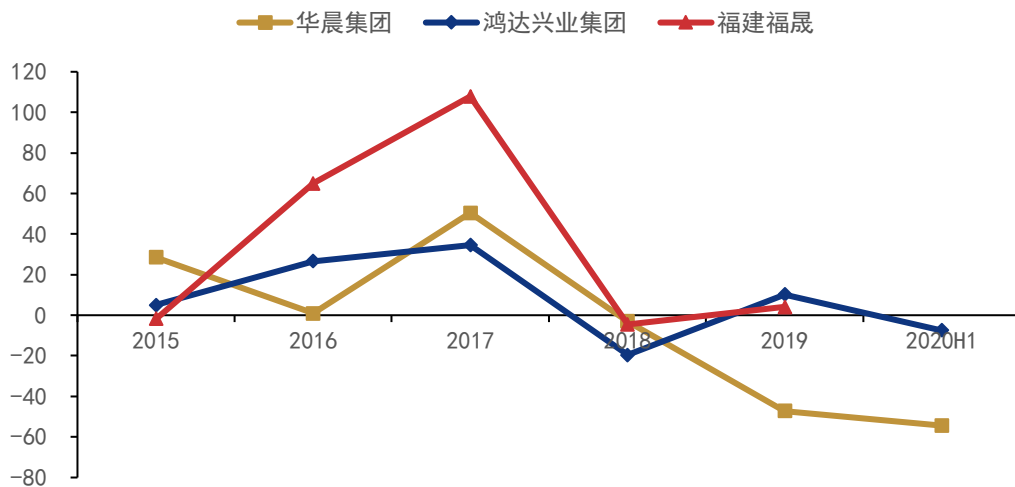


图 11: 3 家企业筹资性现金流净额 (2015 年-2020H1, 单位: 亿元)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

对再融资困难的企业要特别关注。当企业面临债务危机时，较大规模的受限资产和银行授信额度的濒临用尽给企业获取额外的现金流补充带来困难；大量的法律上诉讼也会影响公司在市场中的声誉，影响公司的再融资能力。

### 三、总结与展望

2020 年第四季度共有 34 只债券发生违约，违约时的债券余额合计 351.89 亿元，涉及的违约主体共有 16 家，其中 9 家为首次违约主体。从过去 12 个季度的债券违约情况来看，2020 年第四季度各项指标数值较上一年同期均有较大幅度地回升，较上一季度均有所反弹。第四季度违约主体地域分布主要集中在北京地区，行业分布相对分散，发行时评级为 AA+ 和 AA 级的违约主体占比较高。从新增主体违约率和新增债券违约率来看，2020 年第四季度都

出现不同程度地反弹，其中民企主体违约率升幅较大，国企新增债券违约率升幅较大。展望未来，货币政策将逐步正常化，债券违约（尤其是民企债券违约）风险或将增大。

2020年第四季度9家首次违约主体没有明显的行业倾向性，但是其所在行业均具有一定的周期性特征。通过研究我们发现，这些企业在经营过程中早就或多或少地出现问题，主要原因包括企业自身盈利能力下降，债务负担过大且短期债务占比较高和投资、扩张激进等。

通过总结这3家企业违约原因，得到如下思考和启示：

**第一，关注公司受到外部环境变化以及自身发展不足所带来的盈利能力下降。**对于具有周期性特征的企业，在面临不确定的外部环境（例如新冠肺炎疫情）和行业景气度下降时，需要对外部环境做出适当预期并对公司经营进行适度调整。当公司主营业务收入减少，公司的现金流速度将变缓，公司的盈利能力将下降，导致公司的偿债能力减弱。此外，在盈利能力下降的情况下，公司如果仍继续进行激进扩张，其占用的资金会给公司带来更大的现金流压力。

**第二，关注企业的债务结构及短期债务偿还压力。**从违约的企业来看，在违约之前，公司的短期债务占总债务的比重过高问题已经显现。公司短期债务占比过高会增加企业的短期偿债压力，总债务的大幅增加会加大公司的债务负担。因此，要关注公司总债务和短期债务的增长幅度以及短期债务占比。如果公司债务短期到期（1年内）金额规模大，经营性现金流净额无法对短期债务进行稳定、有效的覆盖，也会加大公司的偿债压力，增加公司的违约风险。

**第三，关注再融资能力受限的企业。**当公司出现受限资产过大，持有的股票被高比例质押时，要关注公司是否缺少流动资金以及资产负债率是否较高，同时关注被质押股票的二级市场价格走势。银行授信额度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，频繁的法律诉讼也会对公司的再融资能力产生显著负面影响，这方面的舆情信息应予以高度关注。

### 【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](http://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。