

作者：张妍

邮箱：research@fecr.com.cn

新增债券违约率大幅下降，关注房企展期债券后续状态

——2021年第四季度信用债违约分析

摘要

2021年第四季度共有9只债券新发生违约，违约时的债券余额合计59.78亿元，涉及的违约主体共有9家，其中2家为首次违约主体。2021年第四季度（简称“第四季度”）新增违约债券只数和金额规模较上一季度均大幅下降。第四季度违约主体地域和行业分布分散，发行时评级为AA+级的违约主体占比较高，为44.44%。

第四季度，新增违约债券只数和金额规模较低，且较2021年第三季度大幅下降；在第三季度没有新增国企违约债券的基础上，第四季度违约国企新增主体和债券违约率环比均较三季度有所上升；受第三季度的民企违约率偏高的基数因素影响，第四季度违约民企新增主体和债券违约率环比均有所下降。国有企业新增主体和债券违约率较上一季度分别上升0.02和0.01个百分点；民营企业新增主体和债券违约率较上一季度分别下降0.62和1.63个百分点。

第四季度2家首次违约主体没有明显的行业集中性。我们研究发现，近期债券违约的原因包括盈利能力大幅下降、短期债务规模大以及再融资困难等。

我们从2家企业违约事件中得到的思考与启示有：（1）关注企业盈利能力大幅下降的情况。企业的盈利能力反映了企业的经营状况，也是长期获取稳定经营性现金流的基础和前提。如果企业盈利能力长期、持续的下降，说明企业的自身“造血”能力不足，企业现金流面临压力；（2）关注债务长期保持较大规模和短期债务结构情况。企业的经营性现金流基本无法长期、有效覆盖其短期债务，经营性现金流净额甚至为负，反映出企业债务违约风险较大；（3）关注企业股权抵质押比例过高和负面事件等带来的再融资困难情况。融资渠道的可获性与畅通性是衡量一个公司再融资能力的重要因素之一。公司的再融资能力受到公司负面舆情的影响，一家公司如果前期存在较多合同纠纷、银行垫款未偿还的情况，说明公司的信用情况欠佳，未来银行借款或公开市场融资的能力可能会受到影响。公司融资不足也会影响公司生产经营，导致公司盈利能力下降。

相关研究报告：

1. 《新增债券违约率上升，继续关注房企违约风险——2021年第三季度信用债违约分析》，2021.10.14
2. 《逆势扩张致大量项目积压，“三道红线”下再融资困难——蓝光发展债券违约案例分析》，2021.08.17
3. 《首次违约主体数量下降，关注民营企业违约风险加大——2021年第二季度信用债违约分析》，2021.07.14
4. 《新增债券违约率继续扩大，“海航系”企业接连违约——2021年第一季度信用债违约分析》，2021.04.12

一、第四季度信用债违约整体情况

本文中的违约是指未按时兑付本金和/或利息、未按时兑付回售款或未按时兑付回售款和利息、提前到期未兑付、触发交叉违约、担保违约，但不包括本息展期，相关统计均参考 Wind 资讯。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。

Wind 资讯统计显示，2021 年第四季度（下称“第四季度”）全国新增 9 只债券新发生违约，违约时的债券余额合计 59.78 亿元，涉及的违约主体共有 9 家，其中 2 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）。与去年同期相比，第四季度，新增违约债券只数、违约债券金额规模均大幅下降（见图 1）。从过去 12 个季度的债券违约情况来看，2021 年第四季度新增违约债券只数和金额规模相对较低，当季违约主体个数与上一季度持平（见图 1）。2021 年稳健的货币政策加上第四季度严格的房地产政策边际缓和，信用债市场信用状况整体较上年有所改善，2021 年信用债市场违约规模情况较 2020 年有所下降。

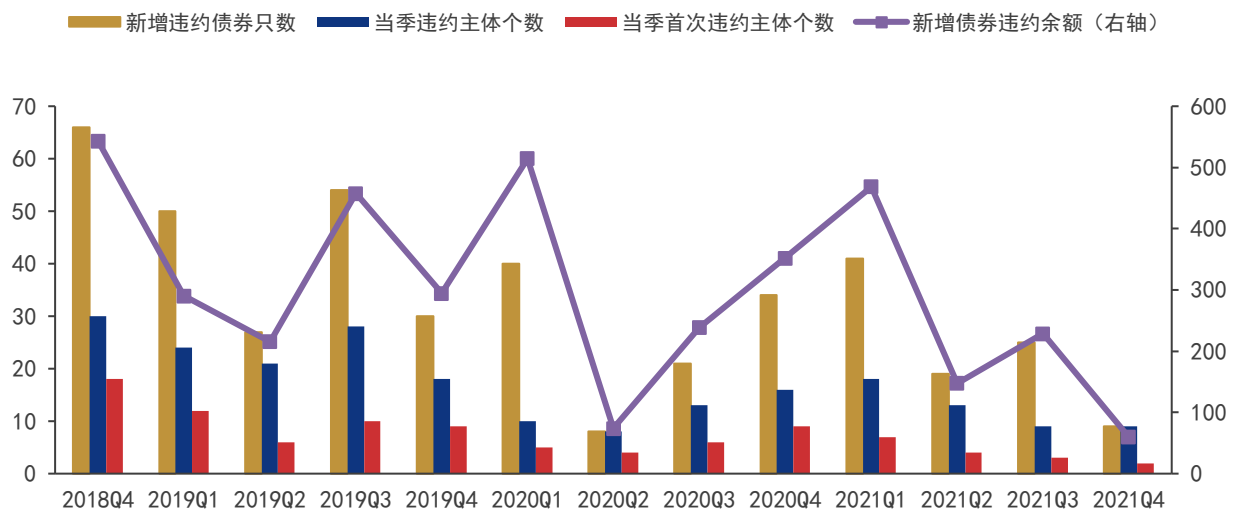
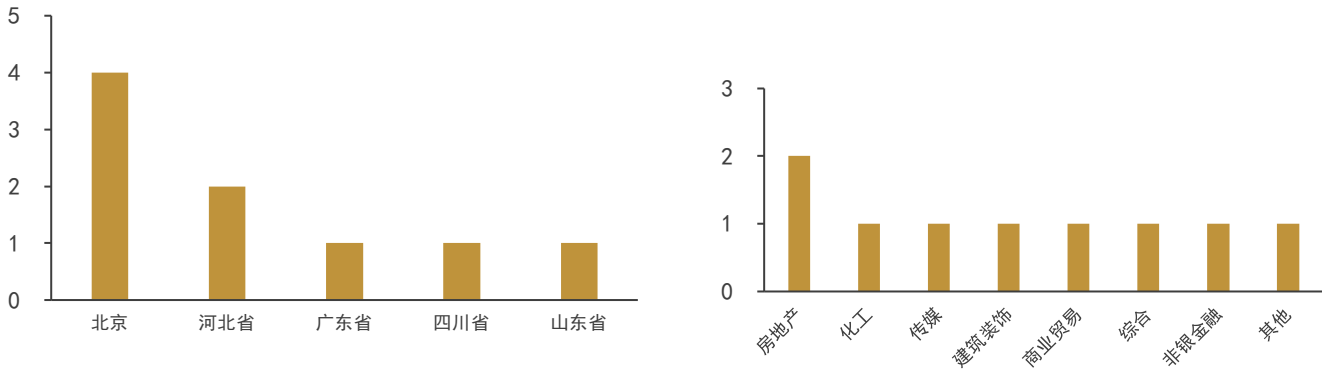


图 1：债券违约情况（2018Q4-2021Q4，单位：个，亿元）

注：违约债券余额统计时间截至 2021.12.31。

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，第四季度违约主体地区分布较分散，除北京市违约主体数量有 4 家（占 44.44%），河北省有 2 家（占 22.22%），其他省份均只有 1 家违约主体；从第四季度违约主体所属行业来看，房地产行业违约主体最多（2 家），其他行业均只有 1 家违约主体（见图 2）。第四季度违约主体发行时评级 AAA、AA+和 AA 级分别有 1 家、4 家和 3 家，发行时评级为 AA+级的违约主体占比较高，为 44.44%。


图 2: 2021 年第四季度违约主体地域和申万行业分布 (单位: 家)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2021 年第四季度首次违约主体共 2 家, 涉及违约债券共 2 只, 当季度应兑付而未兑付金额为 8.55 亿元, 分布区域涉及山东省和北京市, 行业范围涉及化工和传媒行业。从公司属性来看, 第四季度 2 家首次违约主体民营企业 and 国有企业各 1 家, 且均为非上市公司 (见表 1)。

表 1: 2021 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 (亿元)	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
山东岚桥集团有限公司	2021/11/06	1	5.355	A	A+	化工--石油化工	山东省	民营企业	否	未按时兑付本息 (1 只)
国广环球传媒控股有限公司	2021/11/17	1	3.195	BBB+	AA+	传媒--文化传媒	北京市	国有企业	否	未按时兑付本息 (1 只)

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, 2021 年第四季度新增主体违约率为 0.04%, 较上个季度下降 0.03 个百分点。民营企业新增主体违约率 (0.32%) 较上个季度下降 0.62 个百分点, 第四季度新增国有企业主体违约率为 0.02%, 较上个季度上升 0.02 个百分点 (见图 3)。

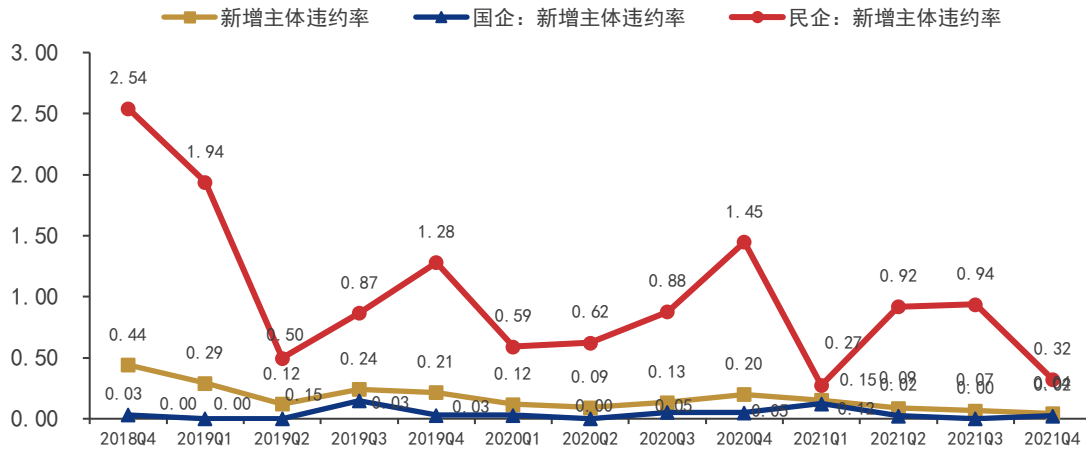


图3: 季度(国企、民企)新增主体违约率(2018Q4-2021Q4, 单位: %)

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, 2021年第四季度新增债券违约率为0.03%, 较上个季度下降0.07个百分点, 其中民营企业新增债券违约率为0.44%, 较上个季度下降1.63个百分点, 下降幅度较大(图4); 国有企业新增债券违约率为0.01%, 较上一季度上升0.01个百分点(见图4)。

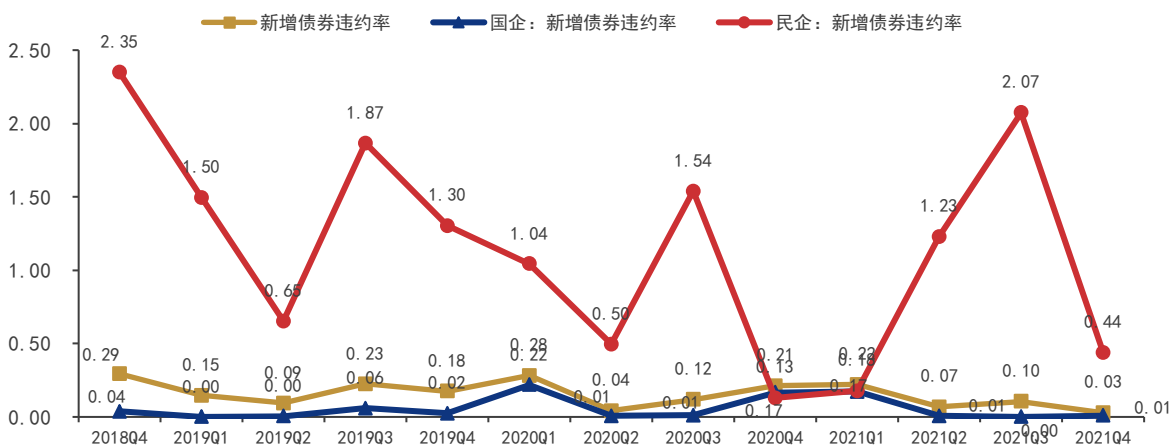


图4: 季度(国企、民企)新增债券违约率(2018Q4-2021Q4, 单位: %)

注: 新增债券违约率(余额法) = 某期限内新增违约债券余额/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

对于未纳入上述2021年第四季度新增违约债券统计, 但发生了首次本息展期的债券(即在本季度内该债券第一次发生本息展期情况), 现汇总梳理如下表2, 其后续的兑付进展值得进一步关注。

表 2：2021 年第四季度首次本息展期债券基本情况

债券简称	发行人	首次本息展期时间	当季度未兑付金额(亿元)	本息展期前三个月债项级别	发行时债项级别	所属申万行业(一级-二级)	所属地区	公司性质	是否上市
18 渤金 03	渤海租赁股份有限公司	2021-10-11	5.04	A-	AAA	非银金融-多元金融	新疆维吾尔自治区	其他	是
18 新力 02	新力地产集团有限公司	2021-10-19	0.36	AA+	AA+	房地产-房地产开发	广东省	民营企业	否
20 深钜 D2	深圳市钜盛华股份有限公司	2021-10-22	4.35	AA+	AA+	--	广东省	民营企业	否
20 深钜 04	深圳市钜盛华股份有限公司	2021-10-22	3.29	--	--	--	广东省	民营企业	否
18 渤金 04	渤海租赁股份有限公司	2021-10-26	10	A-	AA+	非银金融-多元金融	新疆维吾尔自治区	其他	是
16 景峰 01	湖南景峰医药股份有限公司	2021-10-27	4.17	A	AA	医药生物-化学制药	湖南省	民营企业	是
16 南三 01	江苏南通三建集团股份有限公司	2021-11-01	9.69	AA+	AA	--	江苏省	民营企业	否
18 豫能化 MTN005	河南能源化工集团有限公司	2021-11-02	10	BB	AAA	商业贸易-专业零售	河南省	地方国有企业	否
20 华济建筑 ABN001 优先	深圳前海联捷商业保理有限公司	2021-11-18	4.49	AAA	AA	非银金融-多元金融	广东省	民营企业	否
18 阳光 04	阳光城集团股份有限公司	2021-11-19	6.37	AA-	AA-	房地产-房地产开发	福建省	民营企业	是
20 花样 02	花样年集团(中国)有限公司	2021-11-25	16.36	AA+	AA	房地产-房地产开发	广东省	其他	否
19 花样 02	花样年集团(中国)有限公司	2021-11-29	7.87	AA+	AA+	房地产-房地产开发	广东省	其他	否
16 国盛控	国盛金融控股集团股份有限公司	2021-12-01	6	AA-	AA	非银金融	广东省	民营企业	是

债券简称	发行人	首次本息展期时间	当季度未兑付金额(亿元)	本息展期前三个月债项级别	发行时债项级别	所属申万行业(一级-二级)	所属地区	公司性质	是否上市
18 渤租 05	渤海租赁股份有限公司	2021-12-06	3.19	A-	AAA	非银金融-多元金融	新疆维吾尔自治区	其他	是
18 福建阳光 MTN001	福建阳光集团有限公司	2021-12-07	4.3	AA+	AA+	房地产-房地产开发	福建省	民营企业	否
18 花样年	花样年集团(中国)有限公司	2021-12-20	10.06	AA+	AA+	房地产-房地产开发	广东省	其他	否
PR 永煤 Y1	永城煤电控股集团有限公司	2021-12-20	10	B	AAA	采掘-煤炭开采	河南省	地方国有企业	否
20 新力 01	新力地产集团有限公司	2021-12-22	3.21	AA+	AA+	房地产-房地产开发	广东省	民营企业	否

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

二、第四季度信用债违约案例分析

2021 年第四季度信用债首次违约对应主体分别为山东岚桥集团有限公司(下称“山东岚桥”)和国广环球传媒控股有限公司(下称“国广控股”)。

第四季度首次违约债券发行主体较少, 涉及的行业分别为化工和传媒行业; 本文通过分析山东岚桥和国广控股两家公司的违约原因, 具体可能涉及以下几个方面。

(一) 营业收入大幅下降, 盈利能力持续下滑

1. 山东岚桥

山东岚桥前身系山东岚桥工贸集团有限公司, 由自然人叶成、付承顺等 12 人共同出资建立, 公司注册资本为 5166 万元, 其中叶成出资 4649.4 万元, 占 90% 股权。2005 年, 经公司股东会决议批准, 付承顺等 11 人将其持有的全部股权依法转让给股东叶成, 此外, 叶成以货币资金增资 9234 万元, 新股东叶芳以货币资金出资 1600 万元, 增资后注册资本 16000 万元, 由自然人叶成和叶芳出资, 其中叶成以货币出资 14400 万元, 占 90%, 叶芳以货币出资 1600 万元, 占比 10%。之后, 公司多次增资。目前, 公司由叶芳持股 6.11%, 岚桥国际商业有限公司持股 93.89%, 岚桥国际商业有限公司是 2016 年叶成以其持有的山东岚桥全部股权作价出资成立, 出资比例 93.89%, 叶芳出资比例 6.11%。山东岚桥实际控制人为叶成。

山东岚桥属于石油加工业, 主要从事石油化工、港口物流、贸易与深加工等业务。2020 年新冠肺炎疫情的爆发、OPEC 深化减产协议让原油市场跌宕起伏。2020 年上半年, 国际原油市场波动剧烈, 原油价格下降幅度较大。

我国石油市场也受到疫情和国际原油价格变化的冲击。2020年我国成品油（汽柴煤）的表观消费量为2.9亿吨，同比下降7%，其中第一季度下降严重，降幅为12.9%，随着国内疫情趋于稳定，国内石油市场逐渐稳定。2021年，受益于全球疫苗接种率的提升和各国经济的恢复，国际原油价格震荡上升。国内石油市场运行环境明显改善，成品油需求量上升，截至2021年10月底，我国成品油（汽柴煤油）的表观消费量为2.76亿吨，同比增长15%，石油市场恢复良好。

根据山东岚桥历年年报数据，山东岚桥的主营业务收入主要来源于石油化工业务，该业务营业收入占总营业收入的比重一直维持在50%左右。山东岚桥的石油化工板块主要包括成品油销售和石油炼制。受到新冠肺炎疫情的影响，2020年公司成品油销售业务出现大幅下降。根据公司评级报告中数据显示，2020年，公司成品油销售业务中的汽油、柴油、煤油的采购量和销售量出现不同程度的下降，其中汽油和柴油2020年销售量同比分别下降58.84%和57.15%，煤油在2020年甚至没有采购和销售；此外，汽油、柴油销售均价也大幅下降。成品油量价的下降给公司的营业收入带来不利影响。2020年，公司实现营业收入212.1亿元，同比下降35.63%，实现净利润-9.6亿元，同比下降46.54%，经营活动产生的现金净流量为-12.17亿元，由正转负，同比下降133.86%。

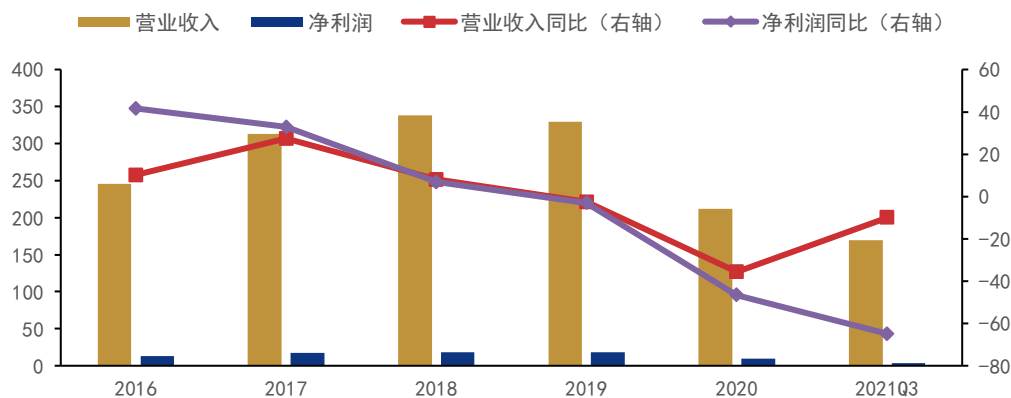


图5：2016年-2021年前三季度山东岚桥营业收入与净利润情况 (单位：亿元，%)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 国广控股

国广环球传媒控股有限公司（以下简称“国广控股”或“公司”）成立于2010年，是中国国际广播电台（CRI）与中国国际广播电视网络台（CIBN）传媒及文化产业全部可经营性资源的运营平台。公司由国广传媒发展有限公司（下称“国广传媒”）与和平财富控股有限公司（下称“和平财富”）各持股50%。根据公开资料，公司的经营范围包括“项目投资，投资管理；资产管理；投资咨询；企业管理；组织文化交流活动(演出除外)；承办展览展示；影视策划；企业形象策划；市场营销策划；设计、制作、代理、发布广告；网络技术开发、技术服务、技术转让、技术咨询”等。

自2016年以来，公司未公开营业收入构成及相关财务报告，故从2015年的财务报告中分析看出，国广控股的营业收入大部分来源于其控股上市子公司华闻传媒投资集团股份有限公司（下称“华闻集团”）；2015年，国广控股的营业收入为55.63亿元，其中华闻集团的营业收入为43.16亿元，占比达77.6%。从表6可以看到，公司合并报表层面的营业收入较低且逐年下滑，2021年上半年，公司的营业收入（合并报表）仅为5.53亿元。在剔除各子公司对合并报表的贡献后，公司母公司层面的营业收入更低，常年均不到1亿元，2021年上半年，公司母公司

层面的营业收入仅为 0.08 亿元，净利润（母公司层面）为 -0.34 亿元。公司营业收入常年处于较低水平，公司盈利能力持续下滑。

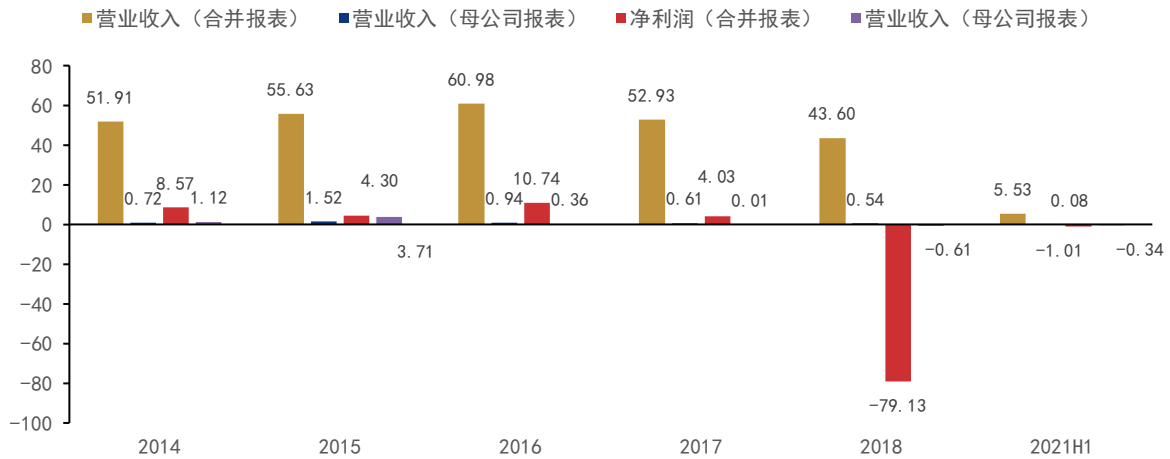


图 6：2014 年至 2021 年上半年国广控股营业收入与净利润情况（单位：亿元）

注：2019 和 2020 年无公开数据。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）短期债务规模大

1. 山东岚桥

由于前期激进的海外扩张，山东岚桥的债务负担较重，且短期债务占比较大。2014 年以来，公司短期债务占总债务的比重一直居高不下，一直在 50% 以上，且占比呈现逐年上升的趋势（见图 7）。2014 年，公司短期债务占总债务的比重为 54.83%，到 2016 年，这一比例上升至 62.8%，2020 年，短期债务占比甚至超过 70%，高达 77.76%。截至今年前三季度，公司的短期债务占比已经达到 76.03%。

从经营性现金流净额对短期债务覆盖情况来看，公司的经营性现金流净额多年均不能覆盖短期债务（经营性现金流净额/短期债务均未超过 0.5），2018 年以来，该指标逐年下降，2020 年，甚至出现经营性现金流净额为负的情况。公司的经营性现金流无法持续、有效覆盖短期债务，再加上公司对外投资引发大量资金支出，且外部融资困难（再融资困难方面下文有讨论），加大了公司违约风险。

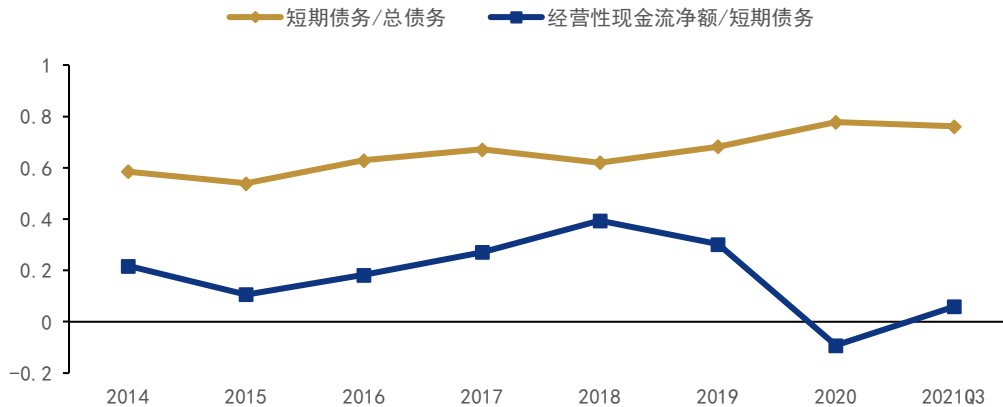


图7：山东岚桥短期债务/总债务与经营性现金流净额/短期债务（2014年-2021年前三季度）

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

2. 国广控股

国广控股短期债务规模较大，2014年，公司的总债务为35.29亿元，其中短期债务为10.96亿元，占总债务的比重为31.06%，2017-2018年，公司债务规模持续高增，分别达到64.75亿元、71.58亿元，短期债务占比在30%左右。截至2021年半年报数据，短期债务占总债务的比重已经上升至50%。从经营性现金流对短期债务的覆盖程度看，公司的经营性现金流净额/短期债务常年为负数；经营性现金流净额常年为负数，对公司短期债务无法进行长期、持续的覆盖。

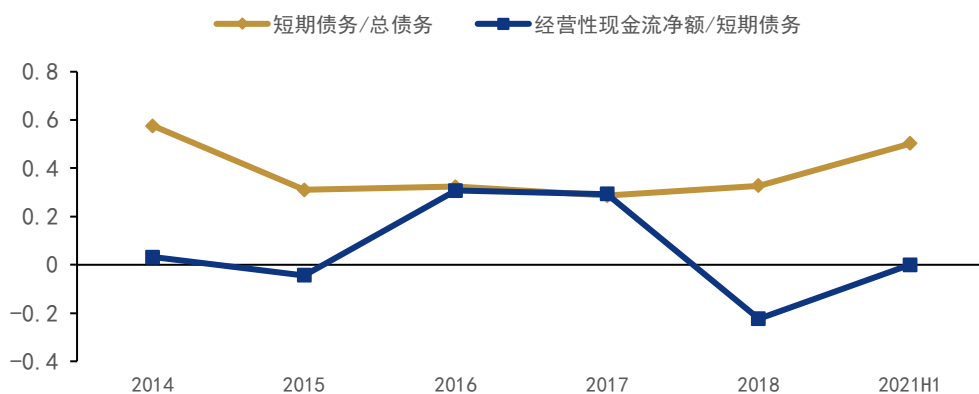


图8：国广控股短期债务/总债务与经营性现金流净额/短期债务（2014年-2021年H1）

注1：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。

注2：2019和2020年无公开数据。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）外部融资困难

1. 山东岚桥

山东岚桥的再融资情况不容乐观，公司融资主要依赖银行借款，且近2年未有新债券融资，加上公司银行授信接近枯竭，公司再融资难度加大。山东岚桥的融资方式主要为银行借款，2018-2020年，公司银行借款占筹资活动现金流入的比重分别为97.92%、73.55%和95.84%，公司融资模式单一。公司债券融资规模很小，自2019年发行了一只中期票据之后，再无新增债券发行融资。同时，从公司历史债券融资的成本看，公司债券融资成本较高，票面利率平均为6.7%。公司的银行授信接近枯竭，截至2021年3月末，山东岚桥的未使用的银行授信额度仅为9.6亿元。

公司早有借款未偿还情况，负面事件影响再融资能力。公司公开的评级报告显示，截至2020年底，公司短期借款中有13.08亿元未偿还借款和19.39亿元的未偿还的银行垫款，长期借款方面也有2000万元未偿还；公司还有大量负面事件舆情，公司本部未结清的信贷信息中存在11笔银行承兑汇票垫款，涉及金额54892.32万元；利息逾期12335.76万元，为垫款利息及罚息；公司关注类借款136789万元；公司本部作为担保方的关注类借款227856.57万元。此外，公司还有大量合同纠纷，这些负面事件增加了公司再融资的难度。

2. 国广控股

国广控股通过国广环球资产管理有限公司间接持有华闻集团11.06%的股权全部被质押和冻结，可见公司外部融资环境恶化。此外，截至2021年3月底，国广控股未使用的银行授信额度仅为3.38亿元，占银行总授信额度的88.2%，公司授信额度的枯竭可以说明公司间接融资的能力较差。恶化的外部融资环境叠加公司自身盈利能力不足，公司的偿债能力受到很大负面影响。

本次国广控制违约的债券“H5国广债”本应2020年11月17日到期，公司与投资者商谈本息展期，剩余3亿元债券期限延期一年，并采取分期兑付的方式进行兑付。此前，公司的委托评级机构曾多次下调公司主体级别直至BBB+，说明公司信用状况不佳早有显现。

三、总结与展望

2021年第四季度，债券市场共有9只债券新发生违约，违约时的债券余额合计59.78亿元，涉及的违约主体共9家，其中2家为首次违约主体。从过去12个季度的债券违约情况来看，2021年第四季度新增违约债券只数和金额规模较低，且较2021年第三季度大幅下降。第四季度违约主体地域、行业分布相对分散，行业涉及房地产、化工、传媒等行业，发行时评级为AA+级的违约主体占比较高。第四季度，新增主体违约率和新增债券违约率分别出现不同程度的回落，由于第三季度没有新增国企违约债券，因此，第四季度违约国企新增主体、债券违约率较三季度有所上升；受第三季度的民企违约率偏高的基数因素影响，第四季度民企新增主体和债券违约率较上一季度有所下降。2021年，首次债券违约主体数量较2020年大幅下降，企业受到新冠肺炎疫情的影响逐渐消退，运营逐渐常态化。

2021年第四季度2家首次违约主体的行业分布没有明显的集中性。通过研究我们发现，这些企业违约原因主要包括盈利能力大幅下降，短期债务规模大以及再融资困难等。

通过总结以上2家企业的违约原因，得到如下思考和启示：

第一，关注企业盈利能力大幅下降的情况。企业的盈利能力反映了企业的经营状况和经营性现金流情况。如果企业盈利能力长期、持续的下降，说明企业的自身“造血”能力不足，企业现金流面临压力。从山东岚桥和国广控股两家企业看，两家企业的营业收入在近年都出现了大幅下降，净利润处于较低水平，企业的营业收入下降，将导致企业现金流入缓慢，导致企业偿债能力下降。

第二，关注债务长期保持较大规模和短期债务结构情况。以山东岚桥和国广控股为例，两家企业的短期债务占总债务的比重均较高，常年占50%以上，债务结构较不合理。企业过高的短期债务没有足够的现金流做支撑，则会导致企业短期偿债压力较大；从这两家企业看，企业的经营性现金流基本无法长期、有效覆盖其短期债务，经营性现金流净额甚至为负，反映出企业债务违约风险较大。

第三，关注企业股权抵质押比例过高和负面事件等带来的再融资困难情况。关注企业前期借款未偿还、负面事件频发等影响其再融资能力的情况。融资渠道的可获性与畅通性是衡量一个企业再融资能力的重要因素之一。企业的再融资能力受到企业负面舆情的影响，一家企业如果前期存在较多合同纠纷、银行垫款未偿还的情况，说明企业的信用情况欠佳，未来银行借款或公开市场融资的能力可能会受到影响。企业融资不足也会影响公司生产经营，导致企业盈利能力下降。

此外，根据中央经济工作会议精神，2022年经济工作的核心要求是要稳宏观经济大盘，将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并要求财政政策和货币政策协调联动。本文预计，2022年企业总体融资环境将稍偏宽松，房地产行业信用风险将边际缓和，但仍需要关注重点行业和领域内弱资质企业的信用风险。

【作者简介】

张妍，伦敦国王学院金融学硕士，远东资信研究与发展部助理研究员。

【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：021-65100651

【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。