

## 【债券深度报告】

# 火烧连营：违约影响的传染路径分析——债券违约复盘系列之十一 20210225

- ❖ 永煤违约带来的广泛的市场价格波动，让大家更多在反思，信用债违约到底是个体孤立事件，还是相互关联的系统问题？未来单一主体的违约，可能带来的市场波动与其他违约会有多严重？本文中，我们沿着**违约和估值波动**两个维度，详细梳理了有重大市场影响的十大违约案例和传导过程，发现违约影响的传染主要遵循以下四种路径：
- ❖ **第一，同行业之间的传染效应。**在行业政策的影响下，行业景气度往往会受到系统性影响，市场对同行业企业的预期更偏向一致，相关企业的违约更容易引发同行业企业之间的传染效应；此外，若违约是由行业普遍存在的某些因素所引发，例如煤企多数存在“短债滚续、借新还旧”的融资模式，则也会引起一定的同业传染效应。
- ❖ **第二，同区域之间的传染效应。**若某类主体的信用分析中包含较强的区域逻辑，则这类主体的违约往往会影响到同地区其他主体的表现，城投技术性违约后的影响更加明显，此外区域偿债意愿的影响也较为显著，如永煤事件造成河南地区再融资受阻，呼经开违约令内蒙古地区城投债的风险溢价上行等。
- ❖ **第三，同企业性质之间的相互传染。**当违约主要源自于外部融资条件的变化时往往对同性质企业的传染更显著。融资环境收紧，容易导致规模较小、资质较弱的民企更难获得融资资源；而权益市场行情下行，对依赖股权质押融资的上市公司违约有较强的助推作用；此外，大体量、高评级企业的超预期违约，也会令市场重新审视同性质企业的信用风险，进而强化这一预期，加剧同类型企业的估值波动。
- ❖ **第四，同违约风险点之间的相互传染。**若某一主体的违约因素尤其突出或典型，则容易引发市场对于这一要点的关注，进而影响具有相似表征的其他企业，例如“**存贷双高**”、“**母子公司**”等问题。此外，在个别案例中，关联企业之间也呈现出一定的传染效应，当关联方本身资质较弱，甚至是引发此次违约的重要因素时，更容易引发这一影响。
- ❖ **综合来看，上述传染效应的触发，主要遵循以下三项规律：**
  - 其一，**同行业、同区域、同企业性质**的传染效应可能同时发生，但也有可能单独出现，而针对样本案例的统计结果表明，三者中更容易引发的是同行业传导。
  - 其二，当前，伴随违约步入常态化阶段，违约的负面影响传导更加围绕“弱资质”这一线索展开，个券之间的分化更加显著。事发后二级估值偏离幅度较大、异常成交较多的主体多是本身**资质较弱的企业**，或是**市场关注度极高的网红主体**。
  - 其三，市场会更加关注**违约风险点本身**，上述违约效应的触发，本质上取决于违约是否与这一方面直接相关。例如行业政策对整体景气度的影响、融资政策收紧加剧民企再融资困难、宏图高科违约主要受母公司债务问题的拖累等等。
- ❖ **风险提示：**违约后若市场发生无序抛售，则可能令个券的估值波动缺乏规律性。

## 华创证券研究所

## 证券分析师：周冠南

电话：010-66500886

邮箱：zhouguannan@hcyjs.com

执业编号：S0360517090002

## 证券分析师：杜渐

电话：010-66500886

邮箱：dujian@hcyjs.com

执业编号：S0360519060001

## 联系人：靳晓航

电话：010-66500886

邮箱：jinxiaohang@hcyjs.com

## 相关研究报告

《【华创固收】解析供应链票据新格局——标准化票据系列之二》

2021-01-29

《【华创固收】急剧收紧背后的“所失”与“所谋”，兼论收紧的一般模式——2月流动性月报》

2021-02-02

《【华创固收】新规实施影响赎回，波动加大关注绩优——可转债1月月报》

2021-02-03

《【华创固收】辞旧迎新，债市新年故事会——2021年债市新看点》

2021-02-06

《【华创固收】流动性改善驱动加杠杆，违约冲击信用配置——债基、货基2020Q4季报点评》

2021-02-09

## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告详细梳理了 2014 年至今市场关注度较高的违约案例，从估值调整和信用利差两个角度切入，着重分析了违约带来的市场影响，进而揭示违约影响的传播路径和规律性，以期为投资者提供择券参考，进而规避容易受到违约影响的发行主体。

### 投资逻辑

通过梳理较为知名的 18 起违约案件，以及违约后二级市场中估值异动的个券和利差变动情况，探究估值调整幅度较大的企业与违约企业之间是否存在相关性，以及在何种层面上存在内在关联，总结出个案违约影响传染的规律性。再将这些传染规律汇总，并进一步分析其与违约原因之间的相关性，探究在何种情形下，会触发该类传染路径，为投资者未来进行市场预测及防雷提供启示。

# 目 录

一、违约影响的传染路径概述：估值波动的内在联动性 .....	7
（一）违约风险传染的内、外因逻辑分析 .....	7
（二）违约风险传染的四大路径 .....	8
二、案例回顾：18 家主体违约带来的市场影响 .....	11
（一）桂有色、东特钢、华昱能源、川煤 .....	11
1、影响路径分析：同行业之间的传染效应 .....	11
2、违约后市场回顾 .....	11
（二）中国城建 .....	17
1、影响路径分析：同企业性质之间的传染效应 .....	17
2、违约后市场回顾 .....	17
（三）盾安控股、中安科、沪华信 .....	20
1、影响路径分析：民企因素成为传染效应中的核心因素 .....	20
2、违约后市场回顾 .....	21
（四）永泰能源 .....	23
1、影响路径分析：关联企业之间的传染效应 .....	23
2、违约后市场回顾 .....	23
（五）农六师、呼经开 .....	25
1、影响路径分析：同区域城投债的传染效应 .....	25
2、违约后市场回顾 .....	25
（六）宏图高科、三胞集团 .....	28
1、影响路径分析：关联企业之间的传染效应 .....	28
2、违约后市场回顾 .....	28
（七）康得新 .....	31
1、传导路径分析：同为“存贷双高”类的主体估值压力较大 .....	31
2、违约后市场回顾 .....	32
（八）北大方正 .....	33
1、影响路径分析：同为校企系的清华控股估值波动加剧 .....	33
2、违约后市场回顾 .....	34
（九）泰禾集团 .....	35
1、影响路径分析：同为弱资质的房地产企业债券受到较大影响 .....	35
2、违约后市场回顾 .....	35
（十）华晨汽车、永城煤电 .....	37
1、影响路径分析：同行业、同区域、同企业性质主体之间的传染效应 .....	37

2、违约后市场回顾 .....	38
三、风险提示 .....	42

## 图表目录

图表 1	信用风险传导类型总结 .....	9
图表 2	20160309-20160316 估值异动个券的行业分布 .....	12
图表 3	债券估值波动超 30bp 且频次在 2 次以上的发行主体行业分布 .....	12
图表 4	20160328-20160401 估值异动个券的行业分布 .....	13
图表 5	债券估值波动超 30bp 且频次在 2 次以上的发行主体行业分布 .....	13
图表 6	20160406-20160413 估值异动个券的行业分布 .....	14
图表 7	债券估值波动超 30bp 且频次在 2 次以上的发行主体行业分布 .....	14
图表 8	20160615-20160622 估值异动个券的行业分布 .....	15
图表 9	债券估值波动超 30bp 且频次在 2 次以上的发行主体行业分布 .....	16
图表 10	桂有色、东特钢、华昱和川煤违约对上游行业造成短期冲击 .....	17
图表 11	0426-0505 估值异动个券的行业分布 .....	18
图表 12	0426-0505 估值异动个券的企业性质分布 .....	18
图表 13	债券估值波动超 30bp 且频次在 2 次以上的发行主体 .....	18
图表 14	1128-1205 估值异动个券的行业分布 .....	19
图表 15	1128-1205 估值异动个券的企业性质分布 .....	19
图表 16	债券估值波动超 30bp 且频次在 3 次以上的发行主体 .....	19
图表 17	2016 年 4 月-12 月企业性质利差表现 .....	20
图表 18	估值次数多、幅度大的行业包括商贸、综合等 .....	21
图表 19	民营企业估值波动最大 (bp) .....	21
图表 20	20180512-20180511 债券估值波动累计超 30bp 且在 5 次以上的主体 .....	21
图表 21	2018 年下半年, 民企与央企、地方国企利差之差距进一步扩大 (bp) .....	22
图表 22	地产行业估值波动债券数量最多 .....	23
图表 23	民营企业估值波动相对更大, 但较上半年违约潮时有所收敛 .....	23
图表 24	20180705-20180712 债券估值波动累计超 30bp 且在 3 次以上的主体 .....	24
图表 25	中融新大旗下单笔估值波动超过 30bp 的存续债 .....	24
图表 26	农六师违约后, 城投债-产业债利差维持相对稳定 (bp) .....	26
图表 27	相对于江苏、浙江, 新疆区域利差并未发生明显偏离 (bp) .....	26
图表 28	12 月 9 日呼经开宣布延期兑付, 此后内蒙古城投债利差大幅走扩 (bp) .....	27
图表 29	20191208-20191213 债券估值波动累计超 30bp 且在 4 次以上的主体 .....	27
图表 30	20181126-20181203 估值异动个券的行业分布 .....	29
图表 31	20181126-20191203 债券估值波动累计超 30bp 且在 3 次以上的主体 .....	29
图表 32	20190319-20190326 估值异动个券的行业分布 .....	30
图表 33	20190319-20190326 债券估值波动累计超 30bp 且在 2 次以上的主体 .....	30

图表 34	商业贸易行业利差并未出现显著偏离其他行业的情况 .....	31
图表 35	20190115-20190122 估值异动个券的行业分布 .....	32
图表 36	20190115-20190122 债券估值波动累计超 30bp 且在 2 次以上的主体 .....	32
图表 37	2019 年 12 月 3 日至 6 日, 清华控股旗下多只债券发生高估值成交 .....	33
图表 38	20190930-20191014 估值异动个券的行业分布 .....	34
图表 39	20190930-20191014 债券估值波动累计超 30bp 且在 3 次以上的主体 .....	34
图表 40	20190706-20190713 估值异动个券的行业分布 .....	36
图表 41	20190706-20190713 债券估值波动累计超 30bp 且在 3 次以上的主体 .....	36
图表 42	2020 年 7 月 6 日-13 日各房企存续债估值单日累计波动幅度 (bp, 支) .....	37
图表 43	煤炭行业利差走扩, 债券收益率飙升 .....	38
图表 44	事发当周 3 年期中债 AA 级信用利差走扩 .....	38
图表 45	20201110-20201117 估值异动个券的行业分布 .....	39
图表 46	20201110-20201117 债券估值波动累计超 30bp 且在 4 次以上的主体 .....	39
图表 47	永煤违约后第二周, 钢铁、化工行业利差进一步偏离其他行业 (bp) .....	40
图表 48	2020 年 11 月 10 日-12 月 31 日, 地方国企利差累计走扩约 60bp .....	41
图表 49	2020 年 11 月 9 日-12 月 31 日各省周度信用债发行情况 (亿元) .....	41



## 一、违约影响的传染路径概述：估值波动的内在联动性

永煤违约带来的广泛的市场价格波动，让大家更多在反思，信用债违约到底是个体孤立事件，还是相互关联的系统问题？未来单一主体的违约，可能带来的市场波动与其他违约会有多严重？本文中，我们沿着违约和估值波动两个维度，详细梳理了有重大市场影响的违约案例和传导路径，以期为投资者未来进行市场预测及防雷提供启示。

### （一）违约风险传染的内、外因逻辑分析

任何违约案例的发生，一定有其内因。正如唯物辩证法所述，事物的内部矛盾（即内因）是事物发展的根本原因，外因是事物发展、变化的第二位的原因。

而特殊的是，中国很多弱资质的企业，其实具备着相似的内因。无论是弱资质国企沉重的社会负担、低下的盈利能力，还是弱资质民企激进的对外投资、脆弱的银企关系，都具有明显的普遍性。从2019年年报来看，中国目前很多发债企业都对外部融资依赖度很高，中国产业债全部企业的EBITDA/利息费用3.92倍（即2019年的EBITDA可供偿付3.92年的利息费用，付息能力尚可）、EBITDA/有息负债为0.09倍（即将近11年的EBITDA才足以偿付全部有息债务，若加上应付款等经营性负债，则时间更长）。这一统计说明中国大量的企业对于再融资的依赖度是非常高的，产业债尚且如此，城投债则更不必说。如此高的再融资依赖度，一旦再融资困难的外因来临，则极易遭遇违约，亦即呈“火烧连营”之状。

与此类似，中国信用债市场的投资者，也具备类似的内因。由于中国整个债市绝大部分资金来自银行和保险，受制于委托人对投资账户的种种限制，能够投资高收益债的资金来源非常有限，当风险偏好一致，绝大部分机构按照“零踩雷”的标准而非风险和价值的最优匹配来做投资，则更容易在面临风险时出现“自由落体”式的抛盘，进而哪怕有机构愿意坚定信念做“正确的少数人”，选择对主体坚定持有，也容易被先行离场与挤兑的机构拖下水。当风险偏好一致，也更容易带来羊群效应，市场非常容易出现一致预期。

正常而言，内因是变化的根据，外因是变化的条件，外因通过内因而起作用。而当内因趋于一致，买方和卖方的内因都趋于一致，则外因确实可以成为引发违约和市场波动的重要因素。使得部分主体违约这一“外因”带来更广泛的违约和市场影响，这一问题主要有如下背后逻辑：

一是，发行人心理因素：正所谓“法不责众”。一家主体违约，可能承担非常大的舆论压力，而一旦做了第二家、第三家，压力则小得多。从宏观角度来看，中国信用债市场在超日之前以来的历史上，不是没有信用事件：非常典型的如2006年的福禧、08年的江铜、力诺、09年的银基，其实都距离违约非常接近，但并未违约。而超日违约后，2014年直接出现了5家违约企业，2015年更是增加到24家，“打破刚兑”带来的“破窗效应”可谓显著。从微观角度来看，此前有个别企业，违约前会各种渠道了解其他企业违约带来的后果——是否会被刑拘？是否会被处罚？是否有很严重的后果？当了解到后果可控，甚至有利于债转股方案形成，则更放松了对违约的警惕，因而不会砸锅卖铁来努力偿付。发行人往往容易形成这样的心理：“同行业或同类型的XXX公司都违约了，我们这么困难，违约又能怎样？”这种传导是客观存在的。

二是，机构信评风格因素：“一朝被蛇咬，十年怕井绳”。信用风险本身的爆发，既有有序性，也有一定偶然性。例如豫能化明显比永煤的盈利更弱，为什么最后违约的是永煤而非豫能化？有些问题并不是传统的信用分析仅依据财报就能解决的。当出现了

“看不懂”的感受后，对同类型企业系统性斩仓，有时会成为无奈却唯一的选择。无论是城投方面对于某个区域的系统性减仓，还是对于上游弱资质国企的集中抛售，还是对于民企“一刀切”的要求，都具备这方面特征。

三是，**市场价格与流动性因素**：信用债市场是极少数二级市场价格可对主体资质产生直接影响的市场。一个严重偏离的成交，若主体资质原本就存在争议，则更容易引发万千猜想，进而引发其他偏离的成交，尤其是有其他违约案例可借鉴的背景下。市场价格的偏离，会显著带来主体的再融资困难，而再融资困难，是企业出现违约的必要条件。即一个再好的企业也经不起债权人的挤兑，一个再差的企业，如果不断有金融机构给予再融资支持，也至少不会在短期内出现违约。

## （二）违约风险传染的四大路径

2021年，距离我国信用债市场首单违约已走过七年，违约主体数量累计已达174家。按照违约动因和违约特征细分来看，信用债违约大致经历了4个明显的节点：

**第一节点（2014）**，2014年是违约元年，首支违约债“14超日债”打破刚兑，此后资质偏弱的企业纷纷违约，在这一阶段，违约企业的共同特征主要是都存在经营能力弱、连年亏损等基本面问题。

**第二节点（2016）**，上游行业去产能的政策持续推进，煤炭、钢铁等行业的过剩产能逐步退出，但与此同时煤企、钢企承受了较大的亏损压力。2016年上旬一批上游煤企、钢企集中违约引发市场担忧，市场悲观情绪在整个煤炭行业蔓延，又进一步加剧了煤企的再融资压力。

**第三节点（2018）**，2018年资管新规落地，金融“去杠杆”的力度加强，权益行情下行引发上市公司股权质押爆仓，进而导致一批上市公司丧失再融资能力。同时民企占比居高不下，暴露的一系列公司治理问题也令市场对民企产生“风声鹤唳”的心态，本身资质偏弱的民企遭遇再融资困难，最终引发民企违约潮。

**第四节点（2020）**，华晨、永煤等大规模、高评价主体的违约严重冲击了市场的国企信仰，投资者开始重新审视地方政府对地方国企债务兜底的意愿问题，市场对弱资质国企的悲观情绪集中释放。

基于国内信用债违约的不同阶段，我们选取了18家违约特征突出、规模较大、行业影响显著的主体作为研究对象，分析其违约后的信用违约风险和估值波动风险传染路径。具体包括：桂有色（2016.03）、东特钢（2016.03）、华昱能源（2016.04）、川煤炭（2016.06）、中城建（2016.11）、盾安控股（2018.04）、中安科（2018.05）、沪华信（2018.05）、永泰能源（2018.07）、农六师（2018.08）、呼经开（2019.12）、宏图高科（2018.11）、三胞集团（2019.03）、康得新（2019.01）、北大方正（2019.12）、泰禾集团（2020.07）、华晨汽车（2020.10）、永煤集团（2020.11）。对于一些集中发生的或关联企业之间的信用冲击，进行了归总梳理。

**研究方法上**，首先，我们对主体基本情况和违约事件进行了简要回顾；其次，对违约发生后7个交易日内的二级市场表现进行了梳理，通过成交数据来观察违约发生后的传染路径。具体数据处理方法如下：

第一，筛选出窗口期内，每日中债估值较上一日估值偏离幅度超过30bp的个券，对其所在行业进行统计，观察行业层面的传染效应；

第二，将上述估值偏离超过30bp、窗口期内异常成交笔数在2笔以上的个券按发行主体列示，结合企业所在省份来观察违约造成的区域性影响；同时，我们纳入“是否为



违约企业”这一参数，观察单个主体违约之后，对于其他弱资质企业（即截至目前发生过违约的企业）的影响。

此外，针对部分影响较广、违约因素特别突出的案例，我们补充了信用利差等数据，以佐证违约在行业、区域、企业性质等维度上造成的传染影响。

**总结规律来看，违约发生之后，负面影响的扩散主要依据以下四条路径：**

**图表 1 信用风险传导类型总结**

传导类型	时间	起始案例	后续影响表现
同行业传染	2016 年 3 月	东特钢、华昱违约	上游行业利差大幅走扩
	2020 年 7 月	泰禾违约	新华联、富力、恒大等弱资质房企估值波动加大
	2020 年 11 月	永煤违约	上游企业估值波动加剧，抛压增大
同区域传染	2019 年 12 月	呼经开技术性违约	内蒙古地区的城投债利差迅速走扩，给所在区域的其他城投债估值造成影响
	2020 年 11 月	永煤违约	河南省内其他国企向政府再融资困难，市场对河南省内地方国企的信心受到冲击
同企业性质传染	2018 年 4 月	中国城建违约	令机构更加提防“伪国企”类主体，拖累了地方国企、央企的二级表现
	2019 年	北大方正违约	具有相似背景的校企存续债也发生了多笔估值异动
	2020 年	华晨、永煤违约	市场明显加强对于“弱国企”信用风险的提防，地方国企信用利差的走扩幅度明显超过央企、民企
同违约风险点传染	2018 年	康美药业违约	存在相似财务现象的西王集团、康美药业、东旭集团等主体存续债估值
	2019 年	康得新违约	异动次数明显更高
	2018 年 7 月	永泰能源违约	中融新大集团存续债的二级市场价格出现暴跌
	2018 年 11 月	宏图高科违约	其母公司三胞集团的存续债异常成交明显增多

资料来源：Wind，华创证券

**第一，同业行业之间的信用传染。**在行业政策的影响下，行业景气度往往会受到系统性影响，市场对同行业企业的预期更偏向一致，相关企业的违约更容易引发同行业企业之间的传染效应；此外，若违约是由行业普遍存在的某些因素所引发，例如煤企多数存在“短债滚续、借新还旧”的融资模式，则也会引起一定的同业传染效应。

2016 年上游行业“去产能”进入深水区，2016 年 3 月，一批规模较大的上游企业（东特钢、华昱能源）发生违约之后，市场开始关注行业政策的影响下，煤炭和钢铁行业的经营及再融资压力。上游周期性因素一度在债券市场引起恐慌，机构对煤炭债的规避情绪较重，采掘行业利差大幅走扩。再如 2020 年 7 月，30 强房企——泰禾集团因行业再融资监管收紧、销售周转放慢等原因发生违约，冲击了市场对房企“大而不倒”的信仰，泰禾违约后，新华联、富力地产、恒大地产等此前受市场关注度较高的房企存续债估值波动明显加大，市场的担忧情绪进一步向基本面更弱的房企传导，最终体现为行业层面的传染性。2020 年 11 月，永煤集团违约，公司常年依靠“借新还旧”的方式维持流动性，短债占比较高，而这一特征也是煤企普遍存在的现象，因此，永煤这一大型煤企的违约导致市场对煤炭行业再融资问题颇为担忧，煤炭债估值波动加剧，一级取消发行规模明显超过其他行业，悲观情绪迅速在同行业内部扩散。

**第二，同区域之间的信用传染。**若某类主体的信用分析中包含较强的区域逻辑，则这类主体的违约往往会影响到同地区其他主体的表现，城投技术性违约后的影响更加明显，此外区域偿债意愿的影响也较为显著。

2020年11月，永煤集团在违约前曾进行过一系列的资产无偿划转安排，且受让方均为河南省地方国企，而后发生违约，市场怀疑永煤“逃废债”的同时，也意识到，河南省地方政府对省属国有企业的支持意愿可能偏弱，进而推演到省内其他地方国企，在面临再融资困难时也可能难以获得当地政府的救助，这一点明显冲击市场对河南省内地方国企的信心，也令市场认识到，地方政府有可能不会对地方国企的债务困难“兜底”；而由于民营企业的经营和融资能力本就不如国企，在市场悲观情绪的笼罩之下，河南省内民企的再融资也遭遇了很大阻碍。再如2019年12月，呼经开技术性违约后，内蒙古地区的城投债利差迅速走扩。由于城投债的区域属性很强，因此某一平台发生非标违约、信贷逾期、技术性违约等事件，往往会给所在区域的其他城投债估值造成影响。尤其是当前城投债尚未出现过严重的实质性违约事件，所以市场对于城投平台负面事件的反应相对敏感，因而也更容易发生区域性的传染效应。

**第三，同企业性质之间的相互传染。当违约主要源自于外部融资条件的变化时往往对同性质企业的传染更显著。**融资环境收紧，容易导致规模较小、资质较弱的民企更难获得融资资源；而权益市场行情下行，对依赖股权质押融资的上市公司违约有较强的助推作用；此外，大体量、高评级企业的超预期违约，也会令市场重新审视同性质企业的信用风险，进而强化这一预期，加剧同类型企业的估值波动。

2018年，金融去杠杆持续推进，外部融资政策整体收紧，相对于国企、央企而言，民企的基本面偏弱，同时股东背景不强，处于融资相对劣势，一部分民企的集中违约也逐一暴露出民企经营和治理层面的诸多风险，加重了市场的担忧情绪。同时，中美摩擦反复，令市场风险偏好下行，权益市场表现低迷，导致一大批上市公司股权质押爆仓，而其中民企占比较高，两因素叠加，使得市场对民企违约的预期不断强化，又进一步增加了其融资难度，最终引发民营企业“违约潮”。2018年4月，中国城建频繁变更股东，企业性质由央企变更为民企后又转为“国企”，随后违约，此次事件令机构更加提防“伪国企”类主体，拖累了地方国企、央企的二级表现。2019年北大方正违约之后，具有相似背景的校企——清华控股、紫光集团旗下存续债也发生了多笔估值异动，主因校企多存在类似的基本面问题：长期经营不善、转型过程中投资激进、债务负担持续加大等，名校校企的信仰遭遇冲击，市场对校企的认知进一步回归基本面，在此过程中，相似校企债券的估值迎来集中调整，体现为违约影响在同性质企业之间传导。再如2020年外评为AAA的地方国企华晨、永煤超预期违约之后，市场开始重新审视“国企信仰”，原有的国企信用分析框架受到动摇，市场明显加强了对于“弱国企”信用风险的提防，地方国企信用利差的走扩幅度明显超过央企、民企。

**第四，同违约风险点之间的相互传染。**若某一主体的违约因素尤其突出或典型，则容易引发市场对于这一要点的关注，进而影响具有相似表征的其他企业，例如“存贷双高”、“母子公司”等问题。

2018、2019年，康美药业、康得新先后因“存贷双高”问题遭到监管质疑，引发市场对这一财务问题的关注。在康得新违约后，存在相似财务现象的西王集团、康美药业、东旭集团等主体存续债估值异动次数明显更高，反映当下市场对这一违约因素更加敏感。此外，在个别案例中，关联企业之间也呈现出一定的传染效应，当关联方本身资质较弱，甚至是引发此次违约的重要因素时，更容易引发这一影响。2018年7月永泰能源违约后，中融新大集团存续债的二级市场价格出现暴跌，市场传闻二者曾共同设立多家子公司，且存在互保关系，为疑似关联企业，同时在业务上有比较密切的往来，中融新大本身的债务负担也比较重，因此永泰能源违约牵连了其债券二级表现。再如2018年11月宏图高科违约之后，其母公司三胞集团的存续债异常成交明显增多。究其原因，主要是三胞集团自身深陷债务危机，旗下多家子公司（包括宏图高科）资产被冻结，同时流动性紧

张也令三胞集团不得不延期对宏图高科的增持计划。这一案例中，母公司的债务问题直接导致宏图高科流动资金紧张，进而导致其不能按时兑付，因此后者的违约对于三胞集团存续债的二级表现造成了较大冲击。

综合来看，上述传染效应的触发，主要遵循以下几项规律：其一，同行业、同区域、同企业性质的传染效应可能同时发生，但也有可能单独出现，而针对样本案例的统计结果表明，三者中更容易引发的是同行业传导。其二，当前，伴随违约步入常态化阶段，违约的负面影响传导更加围绕“弱资质”这一线索展开，个券之间的分化更加显著。事发后二级估值偏离幅度较大、异常成交较多的主体多是本身资质较弱的企业，或是市场关注度极高的网红主体。其三，市场更加关注违约风险点本身，上述违约效应的触发，本质上取决于违约是否与这一方面直接相关。例如行业政策对整体景气度的影响、融资政策收紧加剧民企再融资困难、宏图高科违约主要受母公司债务问题的拖累等等。

## 二、案例回顾：18 家主体违约带来的市场影响

### （一）桂有色、东特钢、华昱能源、川煤

#### 1、影响路径分析：同行业之间的传染效应

2016 年上半年，桂有色、东特钢、华昱能源等一批上游大型企业集中违约。2016 年 3 月 9 日-28 日，“13 桂有色 PPN001”、“13 中联 01”、“15 东特钢 CP001”先后违约；4 月 6 日，“15 华昱 CP001”违约，发行人中煤集团山西华昱能源有限公司（简称华昱能源）称违约主因煤炭市场行情疲弱，公司经营亏损，资金链紧张。6 月 15 日，“15 川煤炭 CP001”，发行人四川省煤炭产业集团有限责任公司（简称川煤）在违约原因中亦提及“行业产能过剩”、“煤价大幅下跌”等因素。

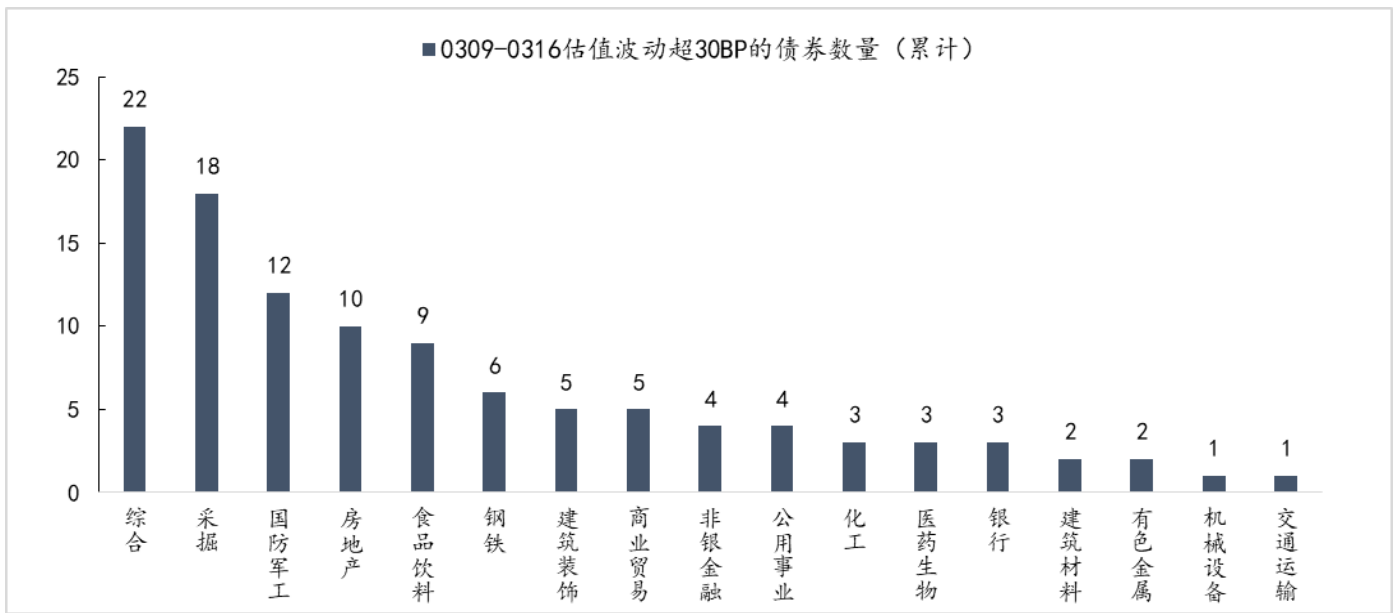
违约集中发生之后，煤炭、钢铁、化工等产业债的风险溢价抬升，市场尤其对煤炭债的规避情绪较重。去产能的政策因素强化了市场对上游企业的一致预期，同时又进一步加剧了后者的再融资难度。从违约发生后的市场表现来看，行业因素是此轮违约潮中比较突出的共同特征，因而负面影响向同行业企业传染的路径也相对清晰。

#### 2、违约后市场回顾

由于桂有色、东特钢、华昱、川煤均属于上游行业且违约时间都处于 2016 年上半年，而桂有色和中联物流违约发生时间十分相近，故下文将以上主体合并分析其违约发生后的市场表现与传导特征。

从估价收益率变化看，窗口期内（3 月 9 日-16 日），亚邦集团、上海云峰、永煤控股、陕西煤化、中国华能、山西焦煤、平煤神马、兖矿集团、川煤集团、南京钢铁、湖北冶钢等多家主体旗下存续债估值收益率偏离幅度超过 30bp，其中，上海云峰、亚邦投资为 2 月违约主体，估值异动主要体现的是违约影响的持续释放。

行业方面，综合行业异动较多主要受到亚邦集团存续债折价成交的拖累；而其他估值异动的债券多为煤炭债、钢铁债、能源类债券，体现违约影响在上游行业之间的传染性。

**图表 2 20160309-20160316 估值异动个券的行业分布**


资料来源：Wind，华创证券

**图表 3 债券估值波动超 30bp 且频次在 2 次以上的发行主体行业分布**

发行人简称	申万一级行业	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	省份
亚邦集团	综合	13	2016/2/14	江苏省
春和集团	国防军工	7	2016/5/16	浙江省
南京雨润	食品饮料	5	2016/3/17	江苏省
川煤集团	采掘	4	2016/6/15	四川省
国裕集团	国防军工	4	2016/8/8	湖北省
焦煤集团	采掘	4		山西省
奈伦集团	食品饮料	4	2016/5/4	内蒙古自治区
南钢股份	钢铁	4		江苏省
杭州城建	综合	2		浙江省
江泉集团	综合	2	2017/3/13	山东省
上海云峰	商业贸易	2	2016/2/29	上海
西投控股	综合	2		陕西省
新疆供销集团	商业贸易	2		新疆维吾尔自治区
兴泰控股	非银金融	2		安徽省
永煤控股	采掘	2	2020/11/10	河南省
酉阳桃花源	-	2		重庆
云维股份	采掘	2		云南省
中国平煤神马集团	采掘	2		河南省
中建八局	建筑装饰	2		上海
中煤矿建	建筑装饰	2		安徽省

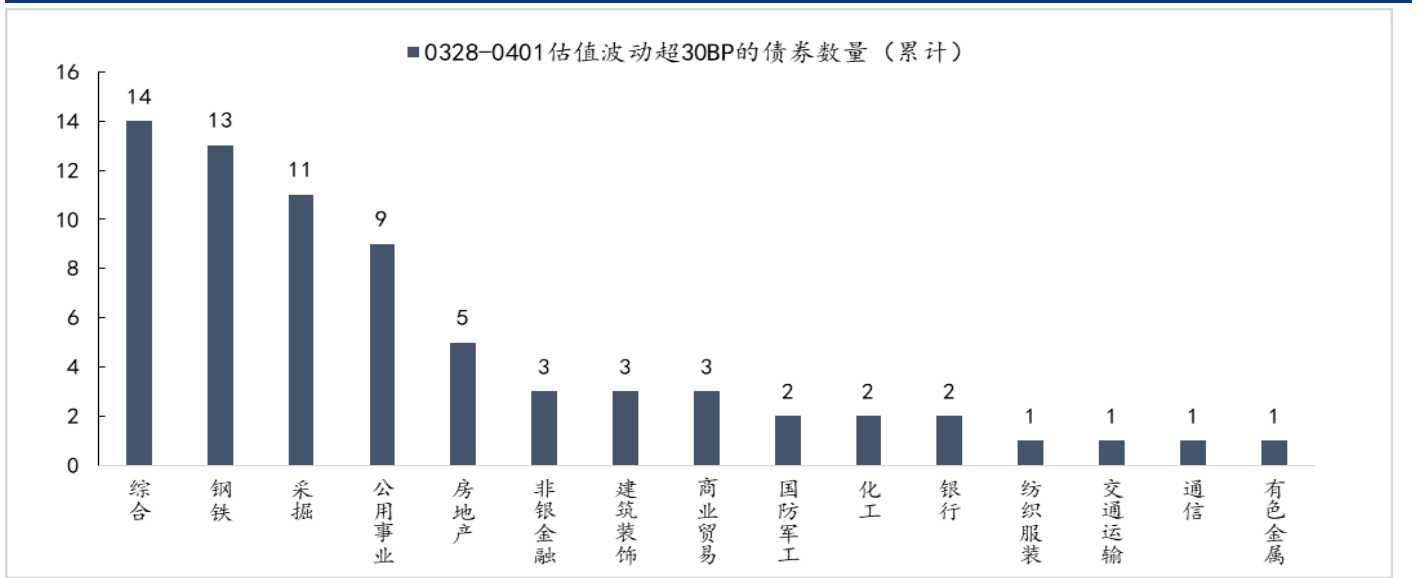
资料来源：Wind，华创证券

注：标红色的主体是能够体现该案例传染效应的主体，下同



在东特钢违约后的一周内，综合、钢铁、采掘行业企业的估值异动较多。其中钢铁行业异动主体比较分散，除东特钢之外，安阳钢铁、包钢股份等也各发生 2 次异动，体现违约影响在同行业内传播；采掘行业方面，平煤神马、云维股份两家资质较弱的煤企亦受波及。

图表 4 20160328-20160401 估值异动个券的行业分布



资料来源：Wind，华创证券

图表 5 债券估值波动超 30bp 且频次在 2 次以上的发行主体行业分布

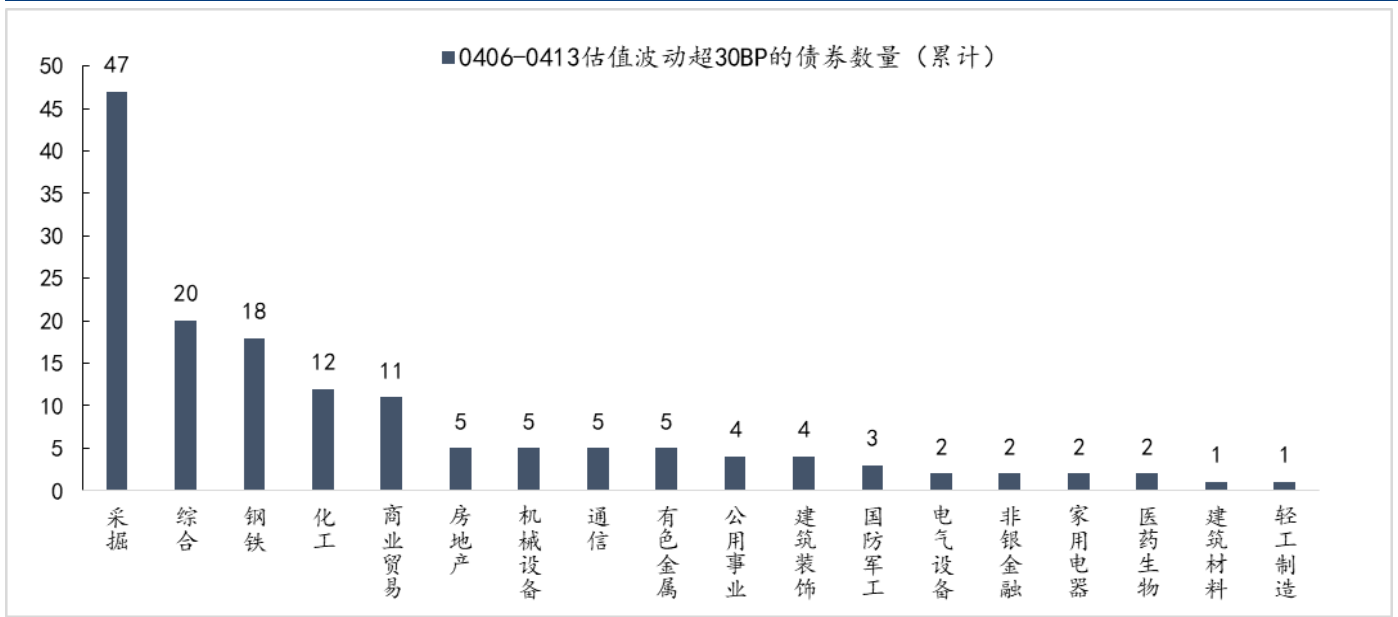
发行人简称	申万一级行业	估值波动超 30bp 债券 累计频次	首次违约日期	省份
亚邦集团	综合	10	2016/2/14	江苏省
金安桥水电站	公用事业	8		云南省
东北特钢集团	钢铁	7	2016/3/28	辽宁省
中国平煤神马集团	采掘	6		河南省
安阳钢铁	钢铁	2		河南省
包钢股份	钢铁	2		内蒙古自治区
大连亿达	房地产	2		辽宁省
龙泉现代农投	建筑装饰	2		四川省
三福船舶	国防军工	2		江苏省
上海云峰	商业贸易	2	2016/2/29	上海
西投控股	综合	2		陕西省
云维股份	采掘	2		云南省

资料来源：Wind，华创证券

华昱能源违约后，多家煤企发生估值异动。期间采掘行业异常成交次数达到 47 次，且波动次数最多的主体并非是违约的华昱能源，而是同为弱资质煤企的冀中能源峰峰集团，同时，霍煤集团、川煤集团、京煤集团等共 11 家煤炭企业存续债均发生 2 次以上的异常波动，行业相关性较强。此外，川煤集团、国裕集团、盐湖股份等后续违约的主体旗下债券也受到了华昱能源违约的影响，再次印证外部冲击之下，弱资质主体的抗跌性较弱。



图表 6 20160406-20160413 估值异动个券的行业分布



资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 债券估值波动超 30bp 且频次在 2 次以上的发行主体行业分布

发行人简称	申万一级行业	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	省份
冀中能源峰峰集团	采掘	12		河北省
亚邦集团	综合	12	2016/2/14	江苏省
中国铁物	商业贸易	9		北京
包钢集团	钢铁	8		内蒙古自治区
重庆化医	化工	8		重庆
霍煤集团	采掘	6		内蒙古自治区
川煤集团	采掘	5	2016/6/15	四川省
富通集团	通信	5		浙江省
天沃科技	机械设备	5		江苏省
华昱集团	采掘	4	2016/4/6	山西省
天津钢管	钢铁	4		天津
京煤集团	采掘	3		北京
昆钢控股	综合	3		云南省
潞新公司	采掘	3		新疆维吾尔自治区
云维股份	采掘	3		云南省
安阳钢铁	钢铁	2		河南省
保变电气	电气设备	2		河北省
国裕集团	国防军工	2	2016/8/8	湖北省
吉煤集团	采掘	2		吉林省
开滦股份	采掘	2		河北省
龙口煤电	采掘	2		山东省

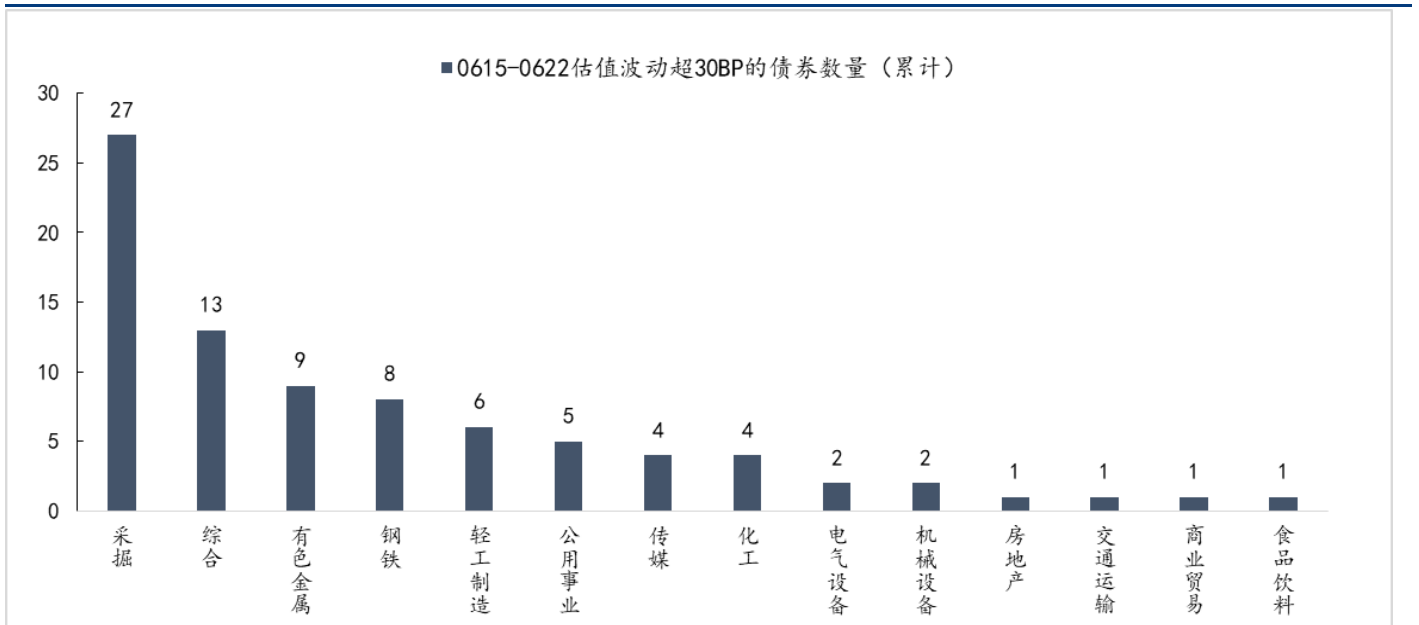
发行人简称	申万一级行业	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	省份
南翔集团	综合	2		安徽省
四川长虹	家用电器	2		四川省
泰禾集团	房地产	2	2020/7/6	福建省
万基铝业	有色金属	2		河南省
西投控股	综合	2		陕西省
新查庄矿业	采掘	2		山东省
盐湖股份	化工	2	2019/9/30	青海省
伊泰煤炭/伊泰 B 股	采掘	2		内蒙古自治区

资料来源：Wind，华创证券

川煤违约之后，二级市场表现相对稳定。由于川煤违约时点已接近 2016 年上游违约潮的尾声，且在经历过前一轮的估值大幅调整后，上游产业债的利差已经位于历史高点，因而川煤违约对二级市场的影响相对有限，窗口期内的个券异动更像是受到前一轮的余波影响，行业分布上仍以上游为主。

具体来看，采掘行业异常成交数量 27 笔，涉及主体包括潞安集团、陕煤化、川煤集团等；综合行业中，前期违约的亚邦集团存续债在这一窗口期内估值波动幅度依然较大，体现违约的负面影响仍未散去。此外，有色金属行业波动幅度较此前有小幅扩大，一定程度上受到市场对上游预期的影响。钢铁行业方面，异常成交比较集中的钢企主要是河北省的酒钢集团，其他钢企包括三钢闽光、首钢集团、太钢不锈、西特钢等，分布相对分散。

图表 8 20160615-20160622 估值异动个券的行业分布



资料来源：Wind，华创证券

**图表 9 债券估值波动超 30bp 且频次在 2 次以上的发行主体行业分布**

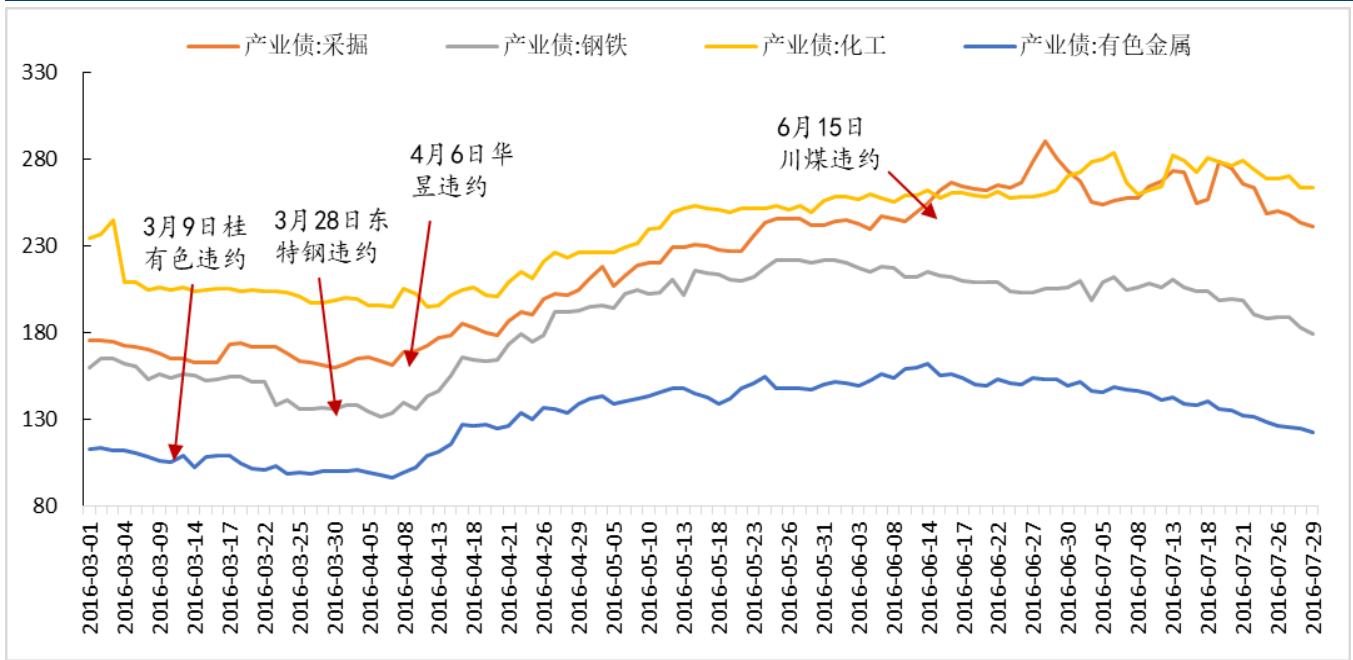
发行人简称	申万一级行业	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	省份
亚邦集团	综合	12	2016/2/14	江苏省
潞安集团	采掘	8		山西省
陕西煤业化工集团	采掘	7		陕西省
万基铝业	有色金属	6		河南省
珠海中富	轻工制造	6	2015/5/25	广东省
川煤集团	采掘	5	2016/6/15	四川省
河北广电	传媒	4		河北省
酒钢集团	钢铁	4		甘肃省
金安桥水电站	公用事业	3		云南省
中国有色集团	有色金属	3		北京
ST 柳化	化工	2		广西壮族自治区
北方重工	机械设备	2		内蒙古自治区
电科院	电气设备	2		江苏省
弘昌燃气	公用事业	2	2017/6/19	河南省

资料来源: Wind, 华创证券

从行业利差来看,桂有色和东特钢违约对相关行业的影响可控。3 月 9 日桂有色违约之后,窗口期内(0309-0317)有色金属行业利差走扩约 2bp,而其他上游行业利差表现比较平稳。而东特钢违约后一周内,钢铁行业利差也没有出现大幅走扩的现象,直至华昱能源违约之后,钢铁行业才开始跟随其他上游行业利差大幅走扩。

4 月 6 日华昱违约后,四个上游行业利差均明显走扩;6 月川煤炭违约令采掘行业利差一度走扩,但影响范围并未扩散至其他上游行业。华昱能源系中煤集团旗下重要子公司,其违约对市场信心冲击更为明显:4 月 6 日至 4 月 30 日,除采掘行业之外,钢铁、化工、有色金属等其他上游行业利差均持续走扩,呈现出一定的上游行业之间的传染性。6 月 15 日,川煤炭违约之后,采掘行业利差走扩持续了约 2 周,而钢铁、有色行业利差开始转而收窄,反映川煤炭违约并没有对其他上游行业造成传染性的影响,仅是采掘板块本身受到短暂冲击。

图表 10 桂有色、东特钢、华昱和川煤违约对上游行业造成短期冲击



资料来源: Wind, 华创证券

## (二) 中国城建

### 1、影响路径分析: 同企业性质之间的传染效应

2016年11月28日,“14中城建PPN003”违约,发行人中国城市建设控股集团有限公司主要从事城市开发建设等业务。公司于2016年4月26日更换股东,由中国城市发展研究院100%持股变更为惠农投资基金持股99%、前者持股1%,企业性质由央企变更为民企,此后公司评级遭遇下调。同年8月10日,公司再次进行资产重组,股权变更后由中冶投资持有51%股权成为控股股东,公司试图通过回归“国企”身份增信,随后遭遇评级下调;8月11日,中城建旗下15亿元点心债违约。频繁变更股东的行为实则暗示其存在着严重的公司治理问题,同时对外部股东的支持依赖性很高,侧面反映其内部经营能力弱、现金流紧张,点心债违约亦印证了这一点,即国企身份并不意味着公司偿债无忧,此次事件也引发市场对于“国企信仰”的再审视。

中城建旗下存续债规模较大,4月份股东变更事件随即引发市场担忧,叠加8月的负面消息影响令市场对其违约已有一定预期。故相对于前期而言,11月中城建的违约反而没有在市场上激起太大波澜。违约与行业因素并不相关,本质原因还是公司治理的问题,反映国企经营状况下行,动摇国企信仰。因此,股权变更和违约之后的市场反应多围绕“企业性质”这一因素,可以看到国企、央企利差与民企利差的走势出现背离,一些弱国企的债券估值波动相对更大。

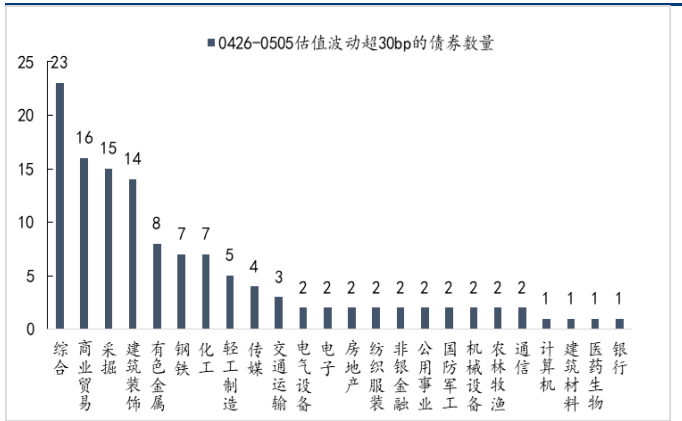
### 2、违约后市场回顾

由于中城建变更股权属性对于市场造成的影响更大,且早于11月份违约之前,因此可通过两个事件窗口期来观察负面效应的传染路径,即股权变更(4月26日-5月5日)、债券违约(11月28日-12月5日)。

第一个窗口期(4月26日-5月5日),中城建旗下存续债的估值波动次数仅次于2

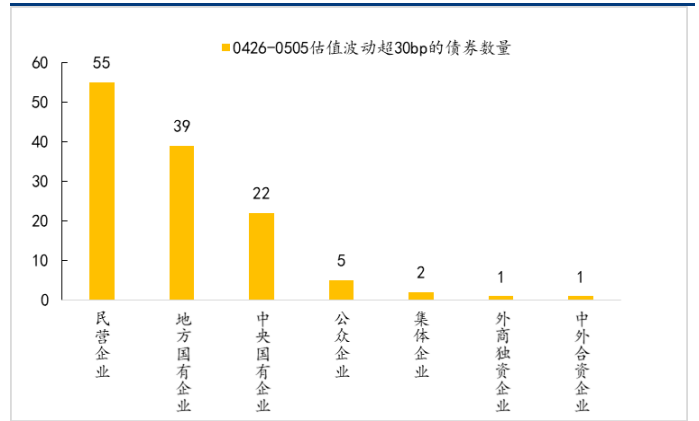
月违约的亚邦集团，可见股权变更事件对公司债券的估值影响较为明显。从行业上看，估值波动次数较多的主体中除中城建之外，并没有出现其他的建筑装饰企业，说明对同行业企业的影响较弱。而民营企业依然是估值上调最多的一类企业，地方国企、央企次之，由于4月份正处于上游企业集中违约的阶段，因此估值上调的企业，除弱资质的民企之外，以采掘、能源行业的国企为主，而由中城建引发的估值调整效应并不强。

图表 11 0426-0505 估值异动个券的行业分布



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 0426-0505 估值异动个券的企业性质分布



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 债券估值波动超 30bp 且频次在 2 次以上的发行主体

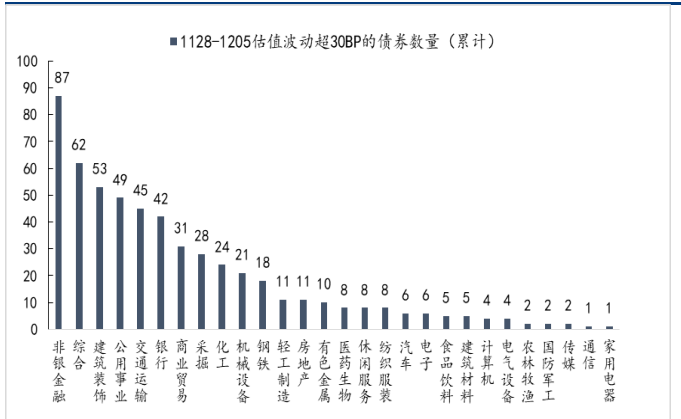
发行人简称	申万一级行业	企业性质	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	是否城投	省份
亚邦集团	综合	民营企业	14	2016/2/14	否	江苏省
中国城建	建筑装饰	民营企业	12	2016/11/27	否	北京
中国五矿	商业贸易	中央国有企业	12		否	北京
陕西煤业化工集团	采掘	地方国有企业	9		否	陕西省
新华联控股	综合	民营企业	6	2020/3/6	否	北京
古纤道新材料	化工	民营企业	4		否	浙江省
万基铝业	有色金属	地方国有企业	4		否	河南省
晋能控股电力	采掘	地方国有企业	4		否	山西省
珠海中富	轻工制造	民营企业	3		否	广东省
马钢股份	钢铁	地方国有企业	3		否	安徽省
永利集团	纺织服装	民营企业	2		否	浙江省
三胞集团	商业贸易	民营企业	2	2019/3/19	否	江苏省
韶关钢铁	钢铁	中央国有企业	2		否	广东省
联峰实业	商业贸易	地方国有企业	2		否	江苏省
国广控股	传媒	中央国有企业	2		否	北京
江钨控股	有色金属	地方国有企业	2		否	江西省
亨通光电	通信	民营企业	2		否	江苏省
国电南自	电气设备	中央国有企业	2		否	江苏省
垦利石化	化工	集体企业	2		否	山东省
河北广电	传媒	地方国有企业	2		否	河北省

资料来源: Wind, 华创证券



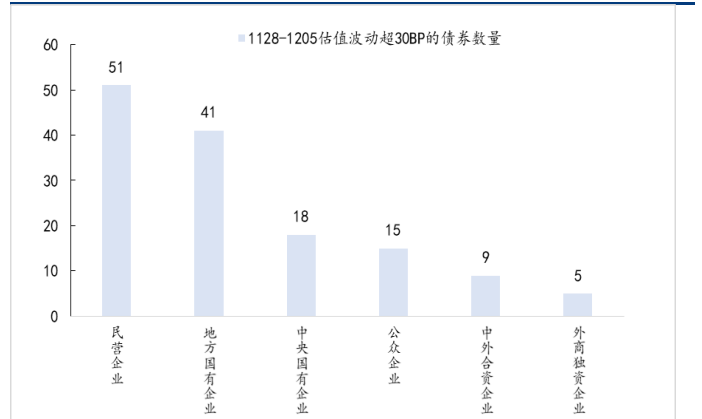
第二个窗口期（11月28日-12月5日），中城建所在的建筑装饰行业并非是估值异动最多的板块，即违约的行业性传染特征并不突出。窗口期内，估值波动超过30bp的债券主要分布在非银金融、综合等行业，建筑装饰异动次数基本持平公用事业，并没有出现异常。就企业性质而言，地方国企和央企的异动数量仍低于民营企业。

图表 14 1128-1205 估值异动个券的行业分布



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 1128-1205 估值异动个券的企业性质分布



资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 债券估值波动超 30bp 且频次在 3 次以上的发行主体

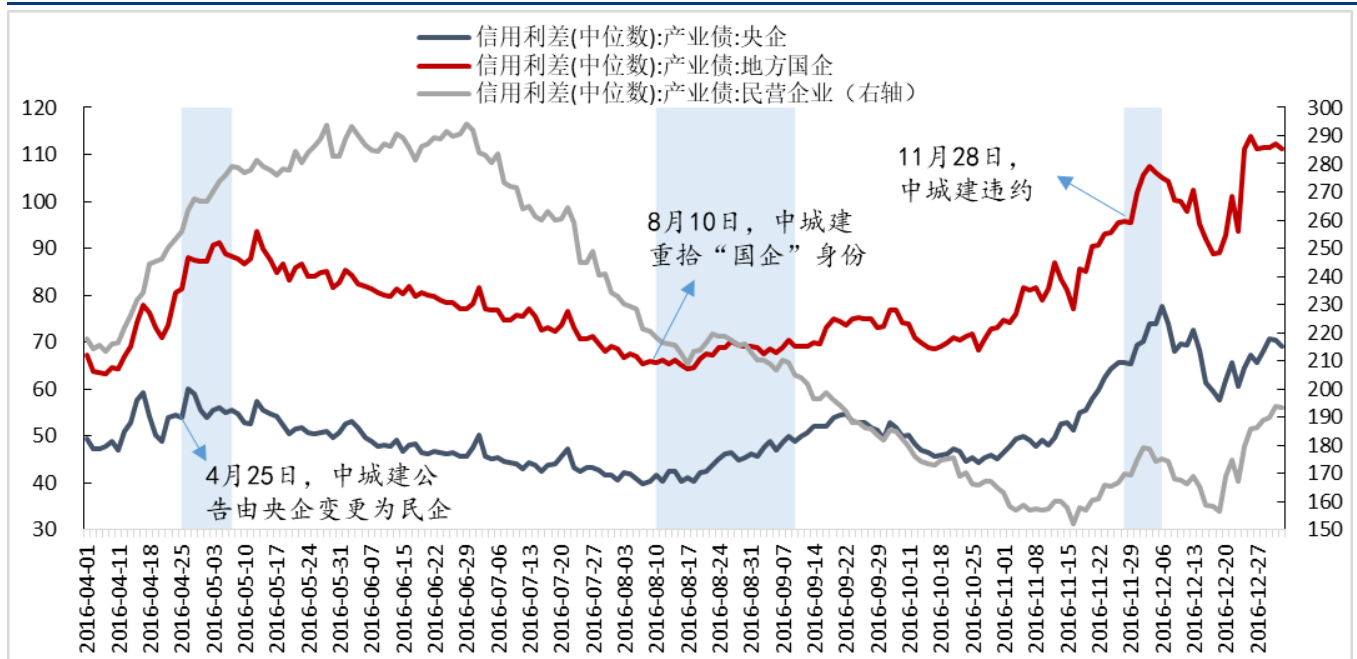
发行人简称	申万一级行业	企业性质	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	是否城投	省份
汇通租赁	非银金融	民营企业	17		否	新疆维吾尔自治区
金安桥水电站	公用事业	-	12		否	云南省
山东钢铁集团	钢铁	地方国有企业	11		否	山东省
中国民生银行	银行	公众企业	8		否	北京
博源集团	化工	民营企业	8	2016/12/5	否	内蒙古自治区
中国城建	建筑装饰	民营企业	7	2016/11/28	否	北京
大连机床集团	机械设备	民营企业	7	2016/11/21	否	辽宁省
珠海中富	轻工制造	民营企业	6	2015/5/25	否	广东省
中国花园	综合	民营企业	6		否	浙江省
易鑫融资租赁	非银金融	中外合资企业	6		否	上海
宝信租赁	非银金融	地方国有企业	6		否	北京
先锋大盟	非银金融	外商独资企业	5		否	陕西省
厦门国贸	商业贸易	地方国有企业	5		否	上海
交通集团	建筑装饰	地方国有企业	4		是	福建省
中民租赁	非银金融	中外合资企业	3		否	陕西省
中国中车	机械设备	中央国有企业	3		否	天津
中国电子	计算机	中央国有企业	3		否	北京
远东宏信	非银金融	-	3		否	北京
盐城城资	综合	地方国有企业	3		是	天津
山煤集团	商业贸易	地方国有企业	3		否	江苏省

发行人简称	申万一级行业	企业性质	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	是否城投	省份
山东能源集团	采掘	地方国有企业	3		否	山西省
旅游集团	休闲服务	中央国有企业	3		否	山东省
龙源电力	公用事业	中央国有企业	3		否	海南省
国信集团	综合	地方国有企业	3		是	山东省
德润租赁	非银金融	-	3		否	江苏省

资料来源: Wind, 华创证券

从企业性质利差来看,在中城建属性变更(4月、8月)后的窗口期,国企利差均有不同程度的走扩。中城建失去央企身份后,市场更加关注公司的到期债务谁来“兜底”的问题。2016年4月26日中城建股权变更公告发布之后,央企、地方国企利差迅速走扩6-7bp,而后恢复了收窄的趋势,可见事件对于同性主体债券的确造成了一定冲击,但是影响比较可控。8月中旬,国企与民企的利差走势开始出现分歧;11月28日,中城建违约后的一周内,央企利差走扩12bp,超过地方国企(10bp)、民营企业(8bp),反映市场对央企、国企意外爆雷的风险较为担心。

图表 17 2016 年 4 月-12 月企业性质利差表现



资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 盾安控股、中安科、沪华信

#### 1、影响路径分析: 民企因素成为传染效应中的核心因素

2018年4月14日,盾安集团取消发行“18盾安SCP008”,之后5月2日集团旗下上市公司盾安环保和江南化工停牌,4日集团主体评级由AA+被下调至AA-。2018年5月7日,“15中安消”违约,债券余额11亿元,发行人为中安科,于2015年借壳回归A股;同日“11凯迪MTN001”违约,债券余额6.57亿元,发行人凯迪生态。2018年5月21日,“17沪华信SCP002”违约,规模20亿,发行人为上海华信集团,公司所属

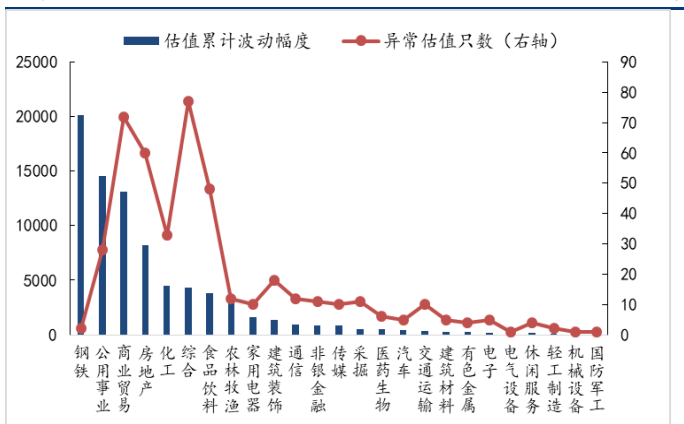
的“华信系”是中国民营能源巨头之一，发行人在体系内扮演“核心资本运作平台”的角色，其营收约占中国华信的80%左右。沪华信也是首家主体评级为AAA的违约民企，其违约进一步加剧了市场对民营企业的恐慌情绪。

从违约影响来看，民企违约多发，引发市场对于该类企业再融资问题的担忧。由于2018年的违约潮本质上源自金融监管收紧，市场担心“去杠杆”带来信用层面融资紧缩。尽管这一悲观情绪影响的是所有企业，但民企相对于国企而言，资本实力和股东背景等方面明显偏弱，加之伴随更多的民企违约，暴露出实控人风险、财务欺诈、诚信及法律意识淡薄等一系列问题，市场对民营企业的规避情绪更重。在“违规操作-部分民企违约-不信任-再融资困难-更多民企违约”的传导链条之下，资质偏弱的民营企业再融资一度难以为继，进一步强化了市场对于民企违约的预期。彼时，民营性质成为了影响估值的一类风险因素：2018年民企信用利差持续走扩，且与央企、国企利差之差距进一步扩大，市场开始向民企风险“索要”收益。

## 2、违约后市场回顾

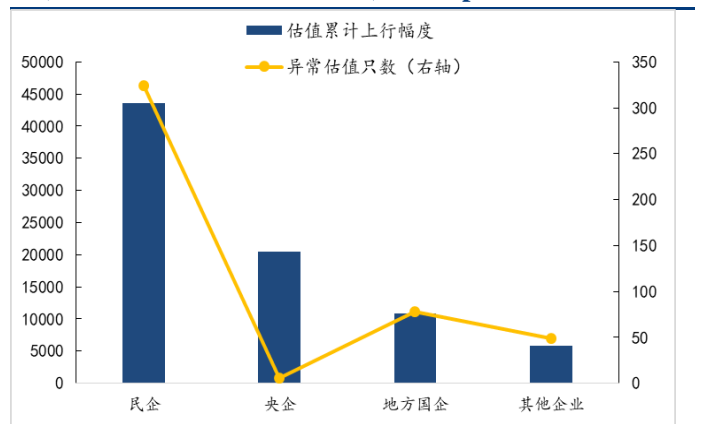
从成交表现来看，违约发生前后，估值波动比较大的主要是违约主体旗下存续债，以及前期违约或负面事件较多的民营企业，违约事件本身带来的扩散效应比较可控。由于盾安集团、中安科、凯迪生态违约或负面事件发生的时间较为相近，因此我们以5月2日至5月11日作为窗口期，重点观察期间事件之后的市场表现。整体而言，期间估值波动较大的集中于负面消息较多的主体，并未出现进一步的扩散性，但是民营企业估值波动次数明显超过央企、地方国企。

图表 18 估值次数多、幅度大的行业包括商贸、综合等



资料来源：Wind，华创证券

图表 19 民营企业估值波动最大 (bp)



资料来源：Wind，华创证券

图表 20 20180512-20180511 债券估值波动累计超 30bp 且在 5 次以上的主体

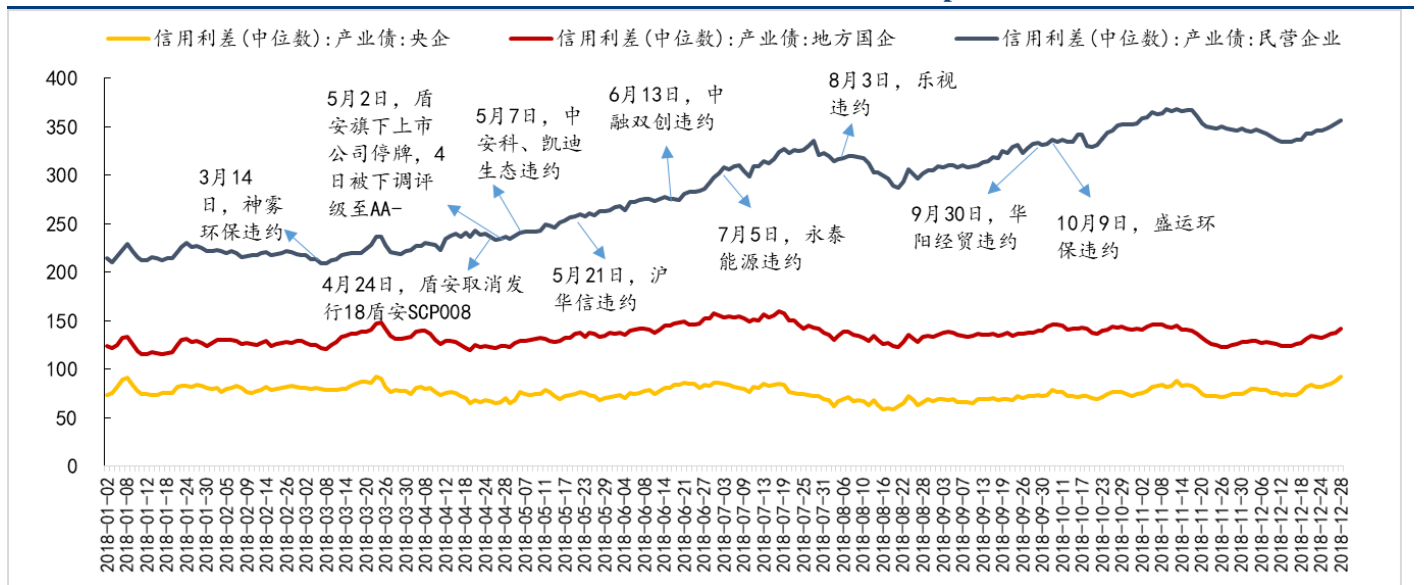
发行人简称	申万一级行业	企业性质	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	是否城投	省份
盾安集团	商业贸易	民营企业	54		否	浙江省
西王集团	食品饮料	民营企业	48	2019-10-24	否	山东省
华夏幸福	房地产	民营企业	27		否	河北省
东旭集团	综合	民营企业	26	2019-12-27	否	河北省
新光控股	综合	民营企业	24	2018-09-25	否	浙江省
上海华信	商业贸易	民营企业	13	2018-05-21	否	上海
金茂纺织	化工	民营企业	12	2018-11-26	否	山东省

发行人简称	申万一级行业	企业性质	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	是否城投	省份
盾安环境	家用电器	民营企业	10		否	浙江省
海航集团	交通运输	地方国有企业	10		否	海南省
中国泛海	综合	民营企业	10		否	北京
盛运环保	公用事业	民营企业	9	2018-10-09	否	安徽省
海航资本	非银金融	地方国有企业	8		否	海南省
华南城	房地产	公众企业	8		否	广东省
蓝色光标	传媒	民营企业	8		否	北京
圣牧高科	农林牧渔	外商独资企业	8		否	内蒙古自治区
泛海控股	非银金融	民营企业	7		否	北京
恒逸集团	化工	民营企业	7		否	浙江省
永泰能源	采掘	民营企业	7	2018-07-05	否	山西省
天房发展	房地产	地方国有企业	6		否	天津
天津水务	建筑装饰	地方国有企业	6		否	天津
中兴新	通信	公众企业	6		否	广东省
杭州正才	电子	民营企业	5		否	浙江省
力帆股份	汽车	民营企业	5	2020-03-16	否	重庆
神雾集团	医药生物	民营企业	5	2018-12-15	否	北京
天房集团	房地产	地方国有企业	5	2020-09-08	否	天津
中兴通讯	通信	公众企业	5		否	广东省

资料来源: Wind, 华创证券

利差方面, 2018 年 3 月-7 月, 民企利差伴随信用事件的频频发生而持续走扩, 与央企、地方国企利差的差距进一步扩大, 显示市场对民企抱有回避情绪。截至 2018 年 7 月 31 日, 民企与地方国企利差之差距已达到 185bp, 较年初扩大了 95bp。

图表 21 2018 年下半年, 民企与央企、地方国企利差之差距进一步扩大 (bp)



资料来源: Wind, 华创证券



#### （四）永泰能源

##### 1、影响路径分析：关联企业之间的传染效应

2018年7月5日，“17永泰能源CP004”违约，债券规模15亿，发行人永泰能源股份有限公司为民营企业，主要从事综合能源开发等业务，属于采掘行业。

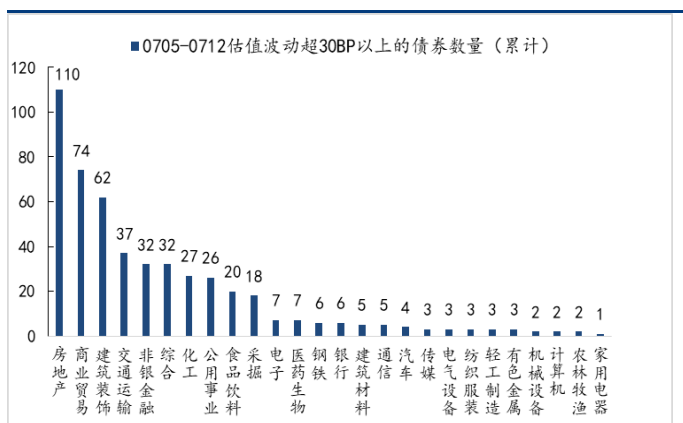
从违约影响来看，中融新大集团存续债估值上调幅度大。永泰能源违约后，中融新大集团旗下存续债估值偏离幅度超过30bp的次数高达52次，远超其他企业。究其原因，一方面，中融新大集团与此前违约的沪华信具有一定的相似性，比如均在海外置业等，同时中融新大的秘鲁项目对公司也有一定负面影响。但更直接的原因是，中融新大与永泰能源存在疑似关联关系，二者业务上往来密切：如曾合资成立山东物流、永泰能源子公司为中融新大旗下子公司提供担保等，体现出违约的影响按照关联关系传导的特征。永泰能源的母公司——永泰集团在此期间也出现多笔估值异动，也印证了上述的这一传染路径。

永泰能源违约对行业的传染性较为可控。永泰能源系上游行业中为数不多的民营企业。2018年下半年，大量民企债被抛售，因此这一期间二级成交异动较多的债券多为民企性质，而行业特征并不突出，影响路径主要是民营企业到民企分布较多的行业。所以，房地产在这一窗口期表现出较多的异常成交；而采掘行业以国企分布为主，故并没有发生行业系统性的估值波动。

##### 2、违约后市场回顾

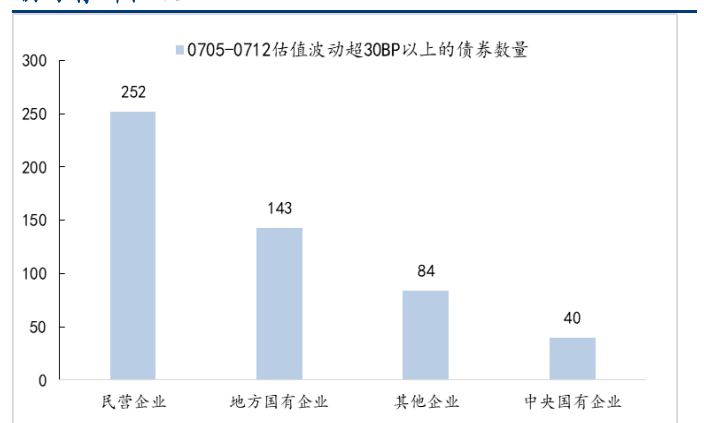
成交表现来看，房地产企业估值上行较大，化工行业次之。2018年上半年房企融资渠道收紧，资管新规落地，叠加年内到期压力大的这一问题，市场对于民营性质的地产债持谨慎态度，资质比较弱的华南城、华夏幸福、中弘股份、阳光城、融创地产、新城控股等房企旗下债券估值异动加剧。化工行业估值波动超过30bp以上的个券数量有79支，不过从主体分布上来看比较分散（每家化工企业的估值异动债券数量均较少），采掘、钢铁行业分别也有18次、6次估值异动，说明上游行业情绪较弱。

图表 22 地产行业估值波动债券数量最多



资料来源：Wind，华创证券

图表 23 民营企业估值波动相对更大，但较上半年违约潮时有所收敛



资料来源：Wind，华创证券

窗口期内，中融新大存续债多次出现闪崩。在所有估值异动的个券中，最为突出的是中融新大集团，其旗下债券曾在这一期间多次出现盘中跌停。而永泰集团也有6次以上的估值波动，充分体现了违约影响向关联方传导的这一路径。



**图表 24 20180705-20180712 债券估值波动累计超 30bp 且在 3 次以上的主体**

发行人简称	申万一级行业	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	省份
中融新大集团	商业贸易	52	2020/4/20	山东省
华南城	房地产	28		广东省
东方园林	建筑装饰	21		北京
海航集团	交通运输	19		海南省
华夏幸福	房地产	18		河北省
中弘股份	房地产	17	2018/10/18	安徽省
金茂纺织	化工	15	2018/11/26	山东省
洛娃集团	食品饮料	15	2018/12/6	北京
渤海租赁	非银金融	14		新疆维吾尔自治区
五洲国际	建筑装饰	12	2018/9/19	江苏省
盛运环保	公用事业	12	2018/10/9	安徽省
云南路桥	建筑装饰	12		云南省
阳光城	房地产	11		福建省
融创地产	房地产	9		天津
玉皇化工	化工	7	2019/11/21	山东省
海航控股	交通运输	7		海南省
新城控股	房地产	6		江苏省
永泰集团	采掘	6	2018/12/10	北京
锦州华投	建筑装饰	4		辽宁省
国美电器	商业贸易	4		北京
鲁商集团	商业贸易	4		山东省
同煤集团	采掘	4		山西省
花园集团	房地产	3		广东省
远洋集团(中国)	房地产	3		北京
太湖新城	建筑装饰	3		江苏省
三峡集团	公用事业	3		北京
铁牛集团	汽车	3	2020/8/24	浙江省
凯宏公司	综合	3		贵州省

资料来源: Wind, 华创证券整理

**图表 25 中融新大旗下单笔估值波动超过 30bp 的存续债**

债券简称	0705-0712 估值波动幅度 (累计, bp)
15 鲁焦 01	15164
16 中融 03	15153
15 山焦 01	15127
15 鲁焦 02	15100
15 山焦 02	15080
16 中融 06	13949

债券简称	0705-0712 估值波动幅度（累计，bp）
18 新大 02	1673
16 鲁焦 01	1571
16 新大 02	1568
16 中融 02	1564
18 中融新大 MTN001	294
17 中融新大 MTN001	291
18 中融新大 MTN002	290
17 新大 03	77
17 新大 01	77
17 新大 02	74
18 新大 01	73

资料来源：Wind，华创证券

### （五）农六师、呼经开

#### 1、影响路径分析：同区域城投债的传染效应

2018 年 8 月 13 日，“17 兵团六师 SCP001”违约，规模 5 亿元，发行人新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司为地方国有企业，属于产投类平台。2019 年 12 月 6 日，“16 呼和经开 PPN001”未能按时偿付回售款以及当期利息，债券余额 10 亿元，发行人为呼和浩特经济技术开发区投资开发集团有限责任公司，系内蒙古地方国有企业，主要从事基础设施建设业务，属于公益属性比较突出的城投平台。12 月 9 日，呼经开宣布兑付 5 亿回售本金，剩余 5 亿延期兑付。

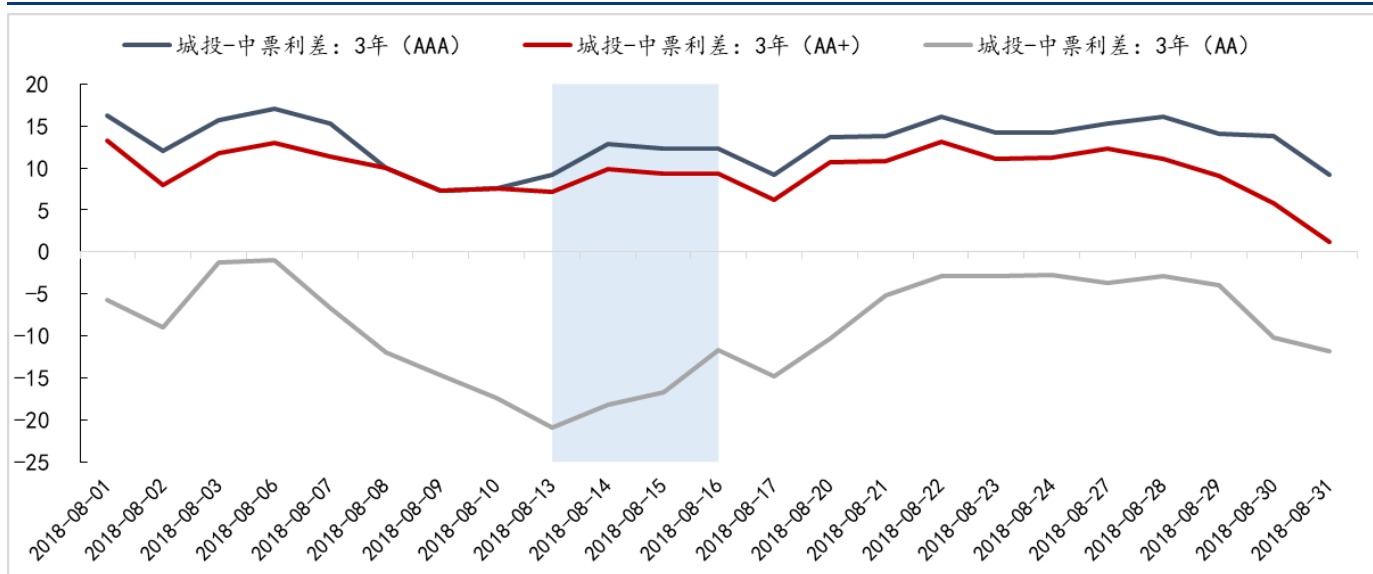
**从违约影响来看**，农六师违约发生后，区域城投利差以及城投债-中期票据的品种利差并未明显走扩，反映市场没有明显的恐慌情绪，对于城投债的信心仍然较强。而呼经开违约之后，区域利差（内蒙古城投债利差）开始偏离其他省份利差而大幅走扩，表明违约事件显著影响了区域城投债的风险定价。

**为何二者违约之后，市场反应有所不同？**主要由于农六师在违约后 2 日内即完成了兑付，事件影响比较可控；而呼经开违约后 3 日兑付一半回售本金，剩余延期。兑付结果的差异，令市场看到呼经开相对于农六师而言，其流动性状况和资金再筹措的能力都相对更弱，而事件背后进一步反映的，或是地区对于城投债兑付意识薄弱，对公开市场违约影响认知不全面等深层次因素，这类因素是导致内蒙古城投债估值波动剧烈的主要原因。

#### 2、违约后市场回顾

**行业利差方面**，农六师违约之后，低等级城投债的品种利差相对走扩。农六师违约后，中高等级的城投债与同级中票、产业债的利差并未出现明显走扩，8 月 14 日-8 月 16 日，AAA、AA+城投债-中票的品种利差走扩 2-3bp，而 AA 级城投-中票利差走扩 9bp。整体来看，事件对于城投债估值的影响较为有限，但是资质较弱的低等级发行平台仍然经历了较大的估值调整压力。

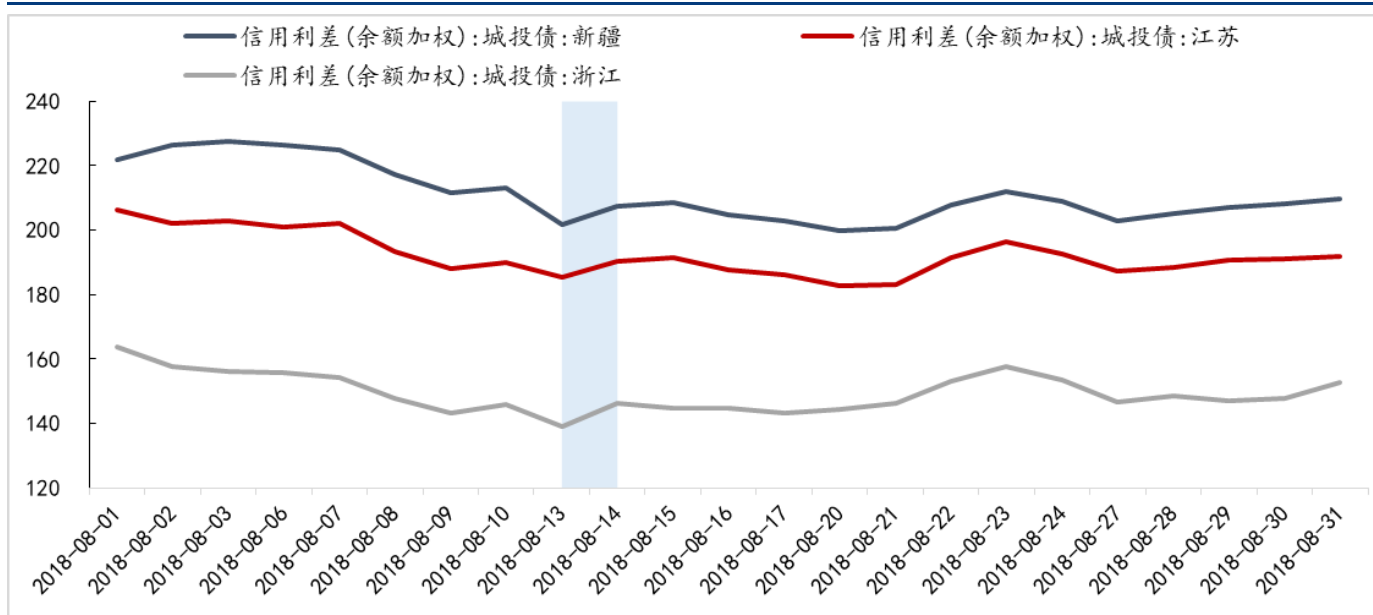
图表 26 农六师违约后，城投债-产业债利差维持相对稳定 (bp)



资料来源: Wind, 华创证券

就区域而言，农六师违约并未造成新疆地区的城投债利差大幅走扩。2018年8月13日-16日，浙江、江苏、新疆城投债利差分别走扩7.5bp、4.7bp和5.6bp，新疆城投债利差走扩幅度甚至低于浙江，说明农六师并没有给新疆地区的城投债带来广泛、明显的负面冲击，事件整体影响比较可控。

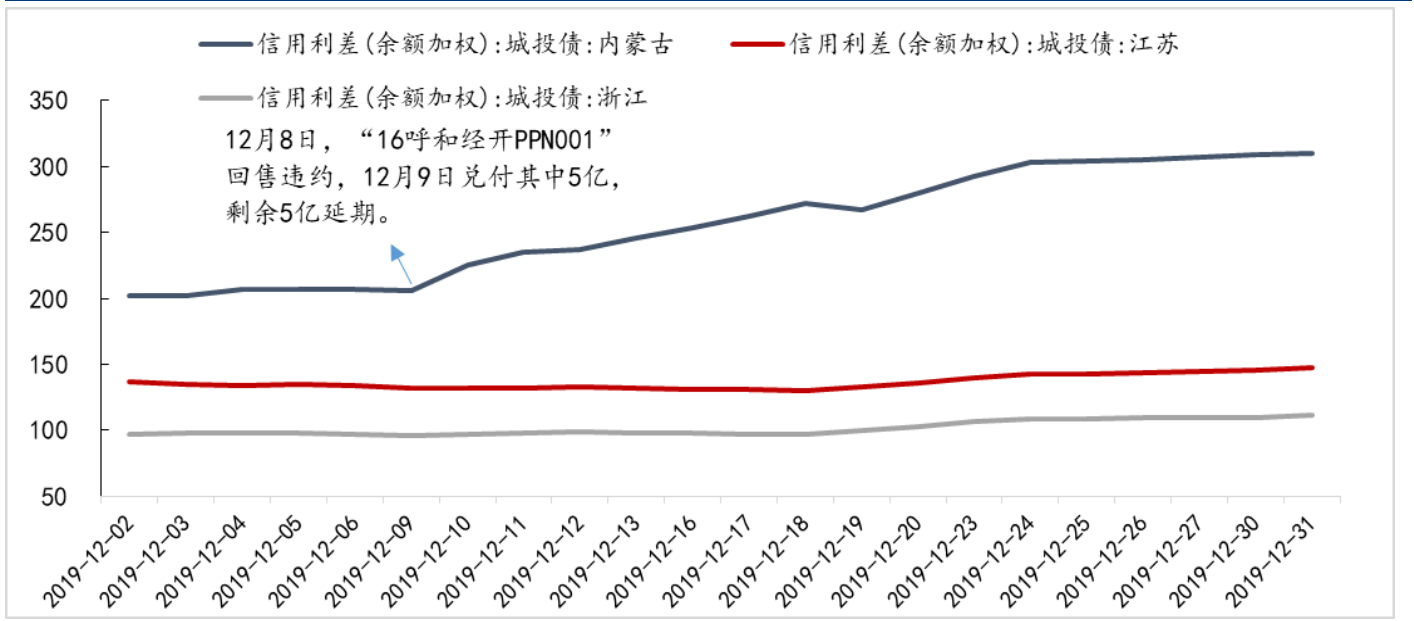
图表 27 相对于江苏、浙江，新疆区域利差并未发生明显偏离 (bp)



资料来源: Wind, 华创证券

呼经开违约对同地区的城投债估值影响比较显著，体现同区域的传染效应。12月9日，呼经开宣布兑付5亿元回售本金，剩余5亿元延期；12月10日内蒙古区域城投债利差迅速走扩，显示同省份的城投债估值遭受严重冲击，结合浙江、江苏城投估值表现来看，违约影响并没有进一步扩散到其他省份，说明市场对城投债的信心仍在，事件影响比较集中在局部，即同区域的传染效应。

图表 28 12月9日呼经开宣布延期兑付，此后内蒙古城投债利差大幅走扩（bp）



资料来源: Wind, 华创证券

进一步地, 从个券估值情况看, 弱资质平台遭遇较大的估值调整压力。呼经开违约之后, 12月9日至12月13日期间, 前期负面消息较多的、同为内蒙古地区城投平台的春华水务也承受了一定的估值波动压力; 而湖南地区的AA级城投平台湘潭建设也有4支债券期间的估值波动超过30bp。说明呼经开违约对于弱资质的城投主体有一定冲击。

图表 29 20191208-20191213 债券估值波动累计超30bp且在4次以上的主体

发行人简称	申万一级行业	估值波动超30bp债券数量	首次违约日期	省份	是否城投
海航控股	交通运输	42		海南省	否
ST康美	医药生物	31	2020-02-03	广东省	否
国信控股	非银金融	25		重庆	否
天津航空	交通运输	20		天津	否
南山集团	有色金属	17		山东省	否
大新华航空	交通运输	16		海南省	否
康得投资集团	非银金融	12		西藏自治区	否
海伟	电子	11		河北省	否
青海国资	综合	8		青海省	否
春华水务	公用事业	7		内蒙古自治区	是
清华控股	非银金融	6		北京	否
山东如意集团	纺织服装	6	2020-12-14	山东省	否
泛海物业	房地产	5		北京	否
美兰机场	交通运输	5		海南省	否
三亚凤凰国际机场	交通运输	5		海南省	否
魏桥铝电	有色金属	5		山东省	否
广州地铁	交通运输	4		广东省	是

发行人简称	申万一级行业	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	省份	是否城投
湘潭建设	非银金融	4		湖南省	是

资料来源：Wind，华创证券

## （六）宏图高科、三胞集团

### 1、影响路径分析：关联企业之间的传染效应

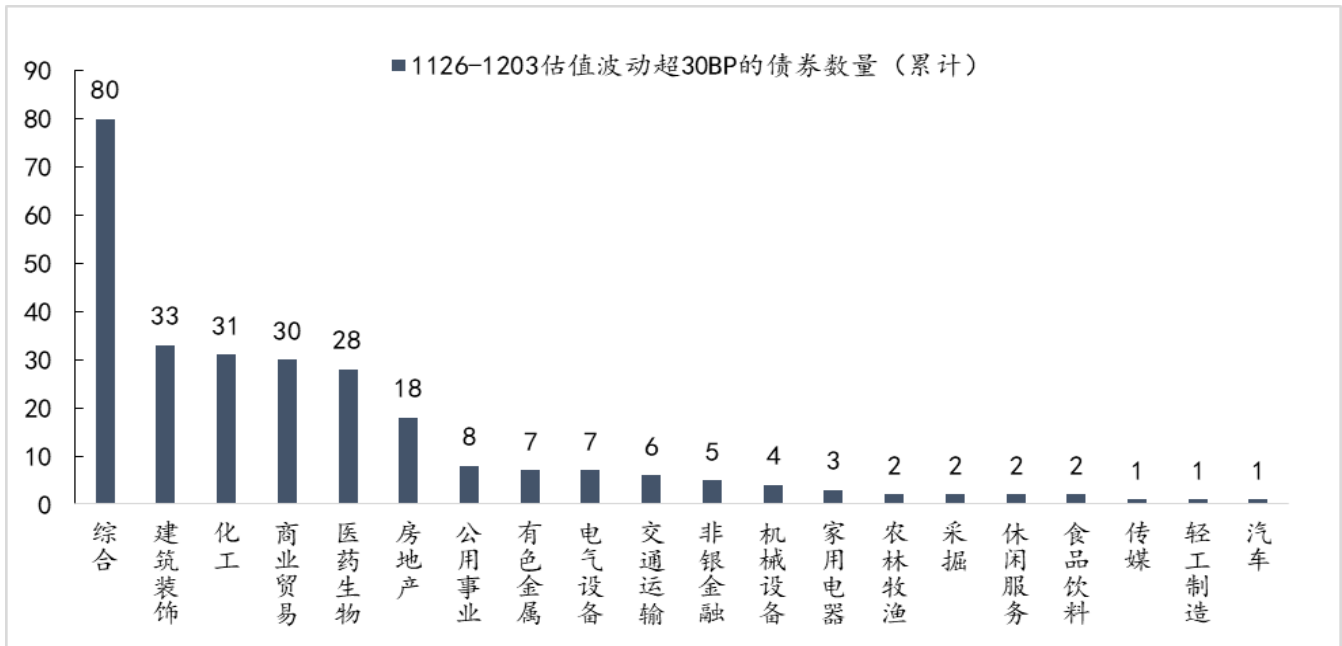
2018 年 11 月 26 日，“15 宏图 MTN001”违约，规模 7 亿元，发行人江苏宏图高科技股份有限公司，主要从事零售连锁、金融服务等；2019 年 3 月 19 日，“12 三胞债”违约，规模 5.5 亿元，发行人为三胞集团有限公司，主要从事商业连锁、电子商务及物流等业务，二者均为民营企业，且均属于商贸零售行业。**宏图高科是三胞集团的子公司。**

从违约影响来看，在宏图高科违约之后，其母公司三胞集团的存续债二级市场异动明显增多，显示出违约影响向关联企业传染的特征。宏图高科违约后，二级市场上其所在的商业贸易行业并未发生明显较多的估值偏离，仅有其母公司三胞集团存续债估值异动较多，市场的负面情绪主要沿着股权关系向母公司传导。结合宏图高科的违约原因来看，其传统主业为 3C 零售业务，主业受困之后转而选择外生增长，过度投资最终导致现金流紧张。此外，母公司三胞集团本身也存在扩张激进、债务负担重等问题，这也导致其对宏图高科的 3C 连锁零售业务的增持计划一再延后，对宏图高科造成了一定负面影响。所以综合来看，三胞集团在宏图高科违约后表现出估值波动大的原因，一部分是由于其本身债务问题就比较突出，负面消息较多、资质较弱；另一方面作为违约企业的母公司，未能在子公司资金紧张的时点提供支持，也侧面反映了其存在流动性问题，故对市场情绪的冲击较大。

### 2、违约后市场回顾

从成交表现看，综合行业估值异动较多，主要是受东旭集团的拖累影响。彼时，东旭集团母公司将公司股权高比例质押予地方银行，市场对此关注度较高。此外，商业贸易行业的异动则主要由宏图高科和三胞集团贡献，其他主体估值表现仍较为平稳，表明违约事件未造成行业性的传染影响。



**图表 30 20181126-20181203 估值异动个券的行业分布**


资料来源：Wind，华创证券

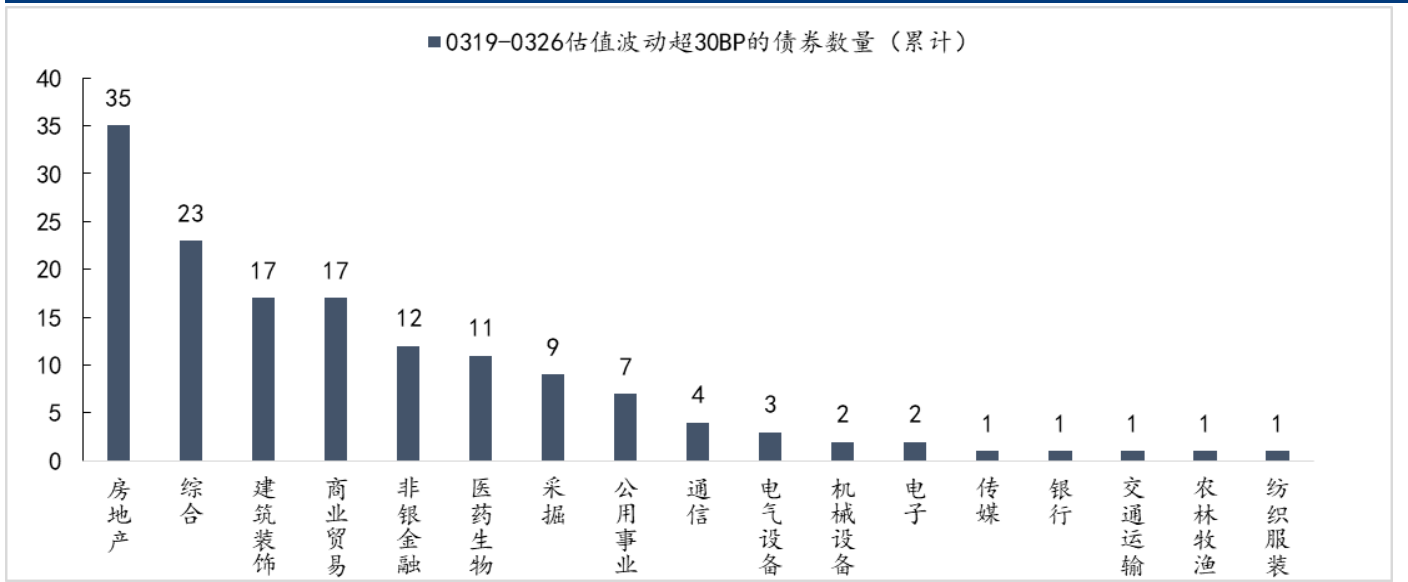
**图表 31 20181126-20191203 债券估值波动累计超 30bp 且在 3 次以上的主体**

发行人简称	申万二级行业	估值异动债券数（频次）	首次违约日期	省份
东旭集团	综合	56	2019/12/27	河北省
ST 康美	医药生物	24	2020/2/3	广东省
宜华集团	建筑装饰	22	2020/5/6	广东省
三胞集团	商业贸易	21	2019/3/19	江苏省
东辰集团	化工	10	2019/3/16	山东省
广西金投集团	综合	9		广西壮族自治区
桂东电力	公用事业	8		广西壮族自治区
宏图高科	商业贸易	7	2018/11/26	江苏省
远东股份	电气设备	6		青海省
ST 柳化	化工	6		广西壮族自治区
海航航空	交通运输	5		海南省
玉皇化工	化工	5	2019/11/21	山东省
银亿	房地产	5	2018/12/24	浙江省
腾越建筑	建筑装饰	4		广东省
银亿股份	房地产	4	2018/12/24	甘肃省
奥园	房地产	4		广东省
山东黄金集团	有色金属	4		山东省
巨轮智能	机械设备	3		广东省
金茂纺织	化工	3	2018/11/26	山东省
齐成石化	化工	3		山东省

资料来源：Wind，华创证券整理

2019年3月三胞集团的违约，对于行业的影响也并不显著。除三胞集团之外，同为商业贸易行业、发生异动次数较多的企业主要是海亮集团，在2019年3月21日当日，其旗下9支存续债估值波动超过60bp，其他商贸企业异动不多。

图表 32 20190319-20190326 估值异动个券的行业分布



资料来源：Wind，华创证券

图表 33 20190319-20190326 债券估值波动累计超 30bp 且在 2 次以上的主体

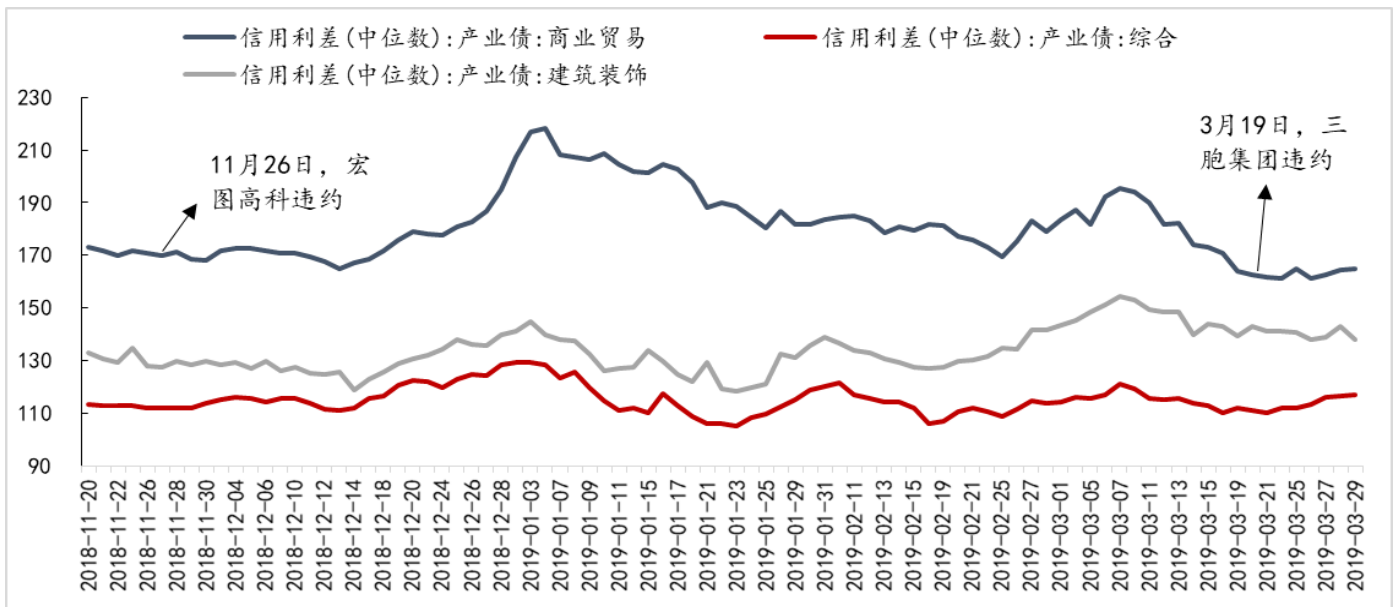
发行人简称	申万二级行业	估值异动债券数（频次）	首次违约日期	省份
福星股份	房地产	15		湖北省
海亮集团	商业贸易	9		浙江省
国安集团	综合	8	2019/04/28	北京
三胞集团	商业贸易	7	2019/03/19	江苏省
ST 康美	医药生物	7	2020/02/03	广东省
天房集团	房地产	6	2020/09/08	天津
棕榈股份	建筑装饰	6		河南省
东方园林	建筑装饰	6		北京
国信控股	非银金融	5		重庆
晟晏集团	采掘	5		宁夏回族自治区
天房发展	房地产	4		天津
亿利资源	综合	3		内蒙古自治区
安控科技	机械设备	2		北京
鹏博士	通信	2		四川省
恒大地产	房地产	2		广东省
北讯集团	通信	2	2019/06/25	广东省
余杭金控	公用事业	2		浙江省
海宁国资	综合	2		浙江省

发行人简称	申万二级行业	估值异动债券数（频次）	首次违约日期	省份
粤科集团	非银金融	2		广东省
云南水务	公用事业	2		云南省
漳龙集团	综合	2		福建省
兆润控股	房地产	2		江苏省
瀚华金控	非银金融	2		重庆
兖州煤业	采掘	2		山东省
科陆电子	电气设备	2		广东省

资料来源：Wind，华创证券整理

从行业利差的角度看，两次违约之后，商业贸易行业利差均未出现显著偏离其他主要行业利差走势的情况，表明违约没有带来明显的行业性冲击。

图表 34 商业贸易行业利差并未出现显著偏离其他行业的情况



资料来源：Wind，华创证券

## （七）康得新

### 1、传导路径分析：同为“存贷双高”类的主体估值压力较大

2019年1月15日，“18康得新SCP001”违约，规模10亿元，发行人康得新复合材料集团股份有限公司，系民营企业，主要从事高分子复合材料业务，属于化工行业。康得新的违约特征之一是“存贷双高”，事后的调查结果表明，康得新通过虚构销售业务的方式累计虚增营业收入约119亿元，同时还存在大股东违规占款的情形，导致公司资金动用受阻。“存贷双高”的违约风险被再度验证，彼时市场对于这一风险因素的关注度较高。

就违约影响而言，同为“存贷双高”类型的主体遭遇了较大的估值波动压力，体现出违约影响以同类风险因素为线索的传染效应。康得新违约后，估值异动的企业在行业方面没有体现出明显的共性，但是，与康得新具有相似的“存贷双高”问题的西王集团、康美药业、东旭集团（东旭光电母公司）估值异动非常显著，体现出违约影响按同类型

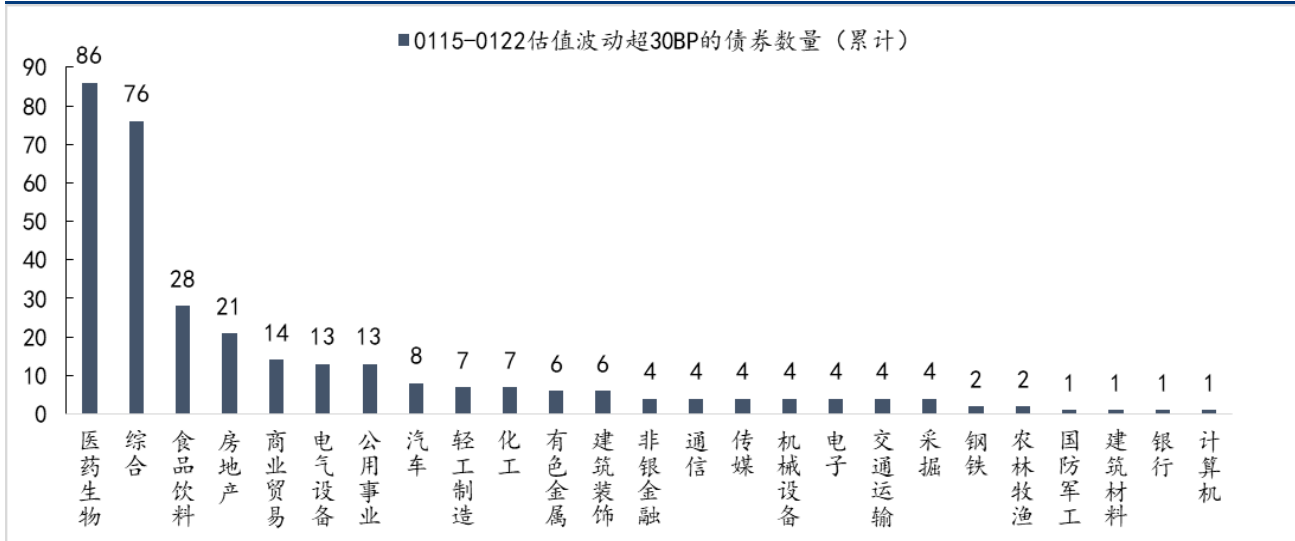
违约风险点传染的特征。

## 2、违约后市场回顾

从二级市场的表现来看，1月15日至1月22日期间，ST康美、东旭集团、西王集团、国购投资等多家主体旗下存续债估值收益率偏离幅度超过30bp，估值波动较大、数量较多的主体后续逐一违约，表明受此次事件影响较大的多是弱资质企业，而这些企业同时也具备“存贷双高”的共性问题。

行业方面，医药生物、综合行业异动债券数量居前。其中，医药生物行业主要受到康美药业估值波动的影响，2018年12月28日公司曾因信息披露违规被证监会立案调查，窗口期内其债券异动较多，更多是源自这一负面事件叠加康得新违约的共同影响。而综合行业主因东旭集团旗下债券估值波动幅度较大。整体上看，违约带来的影响并没有在相关行业层面得以体现，

图表 35 20190115-20190122 估值异动个券的行业分布



资料来源：Wind，华创证券

图表 36 20190115-20190122 债券估值波动累计超 30bp 且在 2 次以上的主体

发行人简称	申万一级行业	估值异动债券数（频次）	首次违约日期	省份
ST 康美	医药生物	78	2020/02/03	广东省
东旭集团	综合	53	2019/12/27	河北省
西王集团	食品饮料	28	2019/10/24	山东省
国购投资	房地产	10	2019/02/01	安徽省
远东股份	电气设备	9		青海省
辽宁忠旺	综合	6		辽宁省
金贵银业	有色金属	5	2019/11/03	湖南省
桂东电力	公用事业	5		广西壮族自治区
三安集团	电子	4		福建省
潞安集团	商业贸易	4		山西省
华泰汽车	汽车	4	2019/07/26	北京
诸暨新城	综合	4		浙江省

发行人简称	申万一级行业	估值异动债券数（频次）	首次违约日期	省份
长园集团	电气设备	3		广东省
庞大集团	汽车	3	2019/03/20	河北省
景峰医药	医药生物	3		湖南省
北讯集团	通信	3	2019/06/25	广东省
双星新材	轻工制造	2		江苏省
海亮集团	商业贸易	2		浙江省
万科	房地产	2		广东省
宝塔石化集团	化工	2	2019/01/29	宁夏回族自治区
安控科技	机械设备	2		北京
天瑞集团	综合	2		河南省
临河城投	建筑装饰	2		内蒙古自治区
银亿	房地产	2		浙江省
中泰集团	化工	2		新疆维吾尔自治区
中国石油集团	采掘	2		北京
煤销集团	商业贸易	2		山西省
瀚瑞控股	建筑装饰	2		江苏省
奥瑞金	轻工制造	2		北京
重庆出版集团	传媒	2		重庆

资料来源：Wind，华创证券整理

## （八）北大方正

### 1、影响路径分析：同为校企系的清华控股估值波动加剧

2019年12月2日，“19方正SCP002”违约，规模20亿元，发行人为北大方正集团有限公司，系国内规模最大的校企，属于计算机行业。公司主体评级高、资产规模大，且性质上属于国有企业，所以此次违约市场关注度较高，尤其是校企经营问题再次引发市场讨论。

从违约影响来看，同为校企系的清华控股估值波动加剧。观察窗口期内，债券估值波动较大的行业为**交通运输、医药生物、非银金融和建筑装饰**，交通运输主要是海航系主体（海航控股、海航集团、美兰机场）以及同为航空行业的天津航空；医药生物的波动主要来自此前负面消息缠身的网红主体——康美药业；非银金融行业的异动则主要源自康得投资和清华控股。其中，清华控股的子公司紫光集团与北大方正同为知名校企，在12月3日至6日期间，清华控股旗下债券累计发生9次异常成交，幅度在50bp左右，受北大方正违约的影响较为显著。

图表 37 2019年12月3日至6日，清华控股旗下多只债券发生高估值成交

日期	债券名称	中债估值净价 变化幅度	中债估值收益率 变化幅度(bps)	当日中债估 值净价	当日中债估值收 益率(%)	前日中债估 值净价	前日中债估值收益 率(%)
2019/12/3	17 清控 01	-1.2219	49.90	99.0524	5.3273	100.2743	4.8283
2019/12/3	16 清控 01	-0.8427	52.69	98.2289	5.1875	99.0716	4.6606



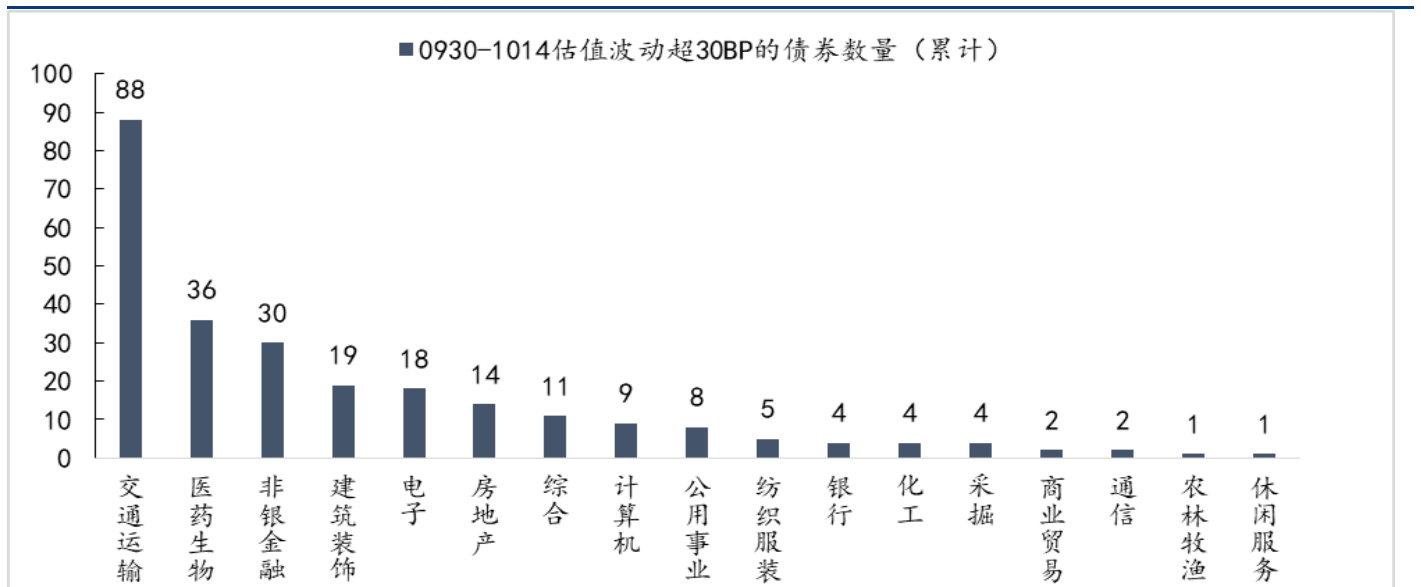
日期	债券名称	中债估值净价 变化幅度	中债估值收益率 变化幅度(bps)	当日中债估 值净价	当日中债估值收 益率(%)	前日中债估 值净价	前日中债估值收益率 (%)
2019/12/3	16 清控 02	-0.8948	52.17	96.3100	5.2435	97.2048	4.7218
2019/12/4	17 清控 01	-1.1774	48.99	97.8750	5.8172	99.0524	5.3273
2019/12/4	16 清控 01	-0.7736	49.16	97.4553	5.6791	98.2289	5.1875
2019/12/4	16 清控 02	-0.8272	49.04	95.4828	5.7339	96.3100	5.2435
2019/12/6	16 清控 01	-0.4801	31.06	96.9619	6.0006	97.4420	5.6900
2019/12/6	16 清控 02	-0.5108	30.89	94.9647	6.0507	95.4755	5.7418

资料来源: Wind, 华创证券

## 2、违约后市场回顾

估值异动较多的企业与北大方正并无行业方面的相关性。受海航系公司债券估值表现的拖累,交通运输业的估值波动次数居于全行业之首;医药、非银、建筑、电子次之。整体而言,估值异动较多的行业与违约本身并没有明显的关联。

图表 38 20190930-20191014 估值异动个券的行业分布



资料来源: Wind, 华创证券

图表 39 20190930-20191014 债券估值波动累计超 30bp 且在 3 次以上的主体

发行人简称	申万一级行业	估值异动债券数(频次)	首次违约日期	省份
海航控股	交通运输	30		海南省
ST 康美	医药生物	29	2020/2/3	广东省
天津航空	交通运输	24		天津
大新华航空	交通运输	20		海南省
康得投资集团	非银金融	18		西藏自治区
海伟	电子	14		河北省
大庆城投	建筑装饰	8		黑龙江省
清华控股	非银金融	8		北京
海航集团	交通运输	8		海南省

发行人简称	申万一级行业	估值异动债券数（频次）	首次违约日期	省份
方正集团	计算机	7	2019/12/02	北京
泛海物业	房地产	6		北京
山东如意集团	纺织服装	5	2020/12/14	山东省
保利协鑫新能源	电子	4		江苏省
新湖中宝	房地产	4		浙江省
誉衡药业	医药生物	4		黑龙江省
霍煤集团	采掘	4		内蒙古自治区
美兰机场	交通运输	3		海南省
东港集团	综合	3		浙江省
平顶山银行	银行	3		河南省
瑞康医药	医药生物	3		山东省
玉皇化工	化工	3	2019/11/21	山东省
碧水源	公用事业	3		北京
河南煤气	公用事业	3		河南省
江苏银宝	建筑装饰	3		江苏省

资料来源：Wind，华创证券整理

### （九）泰禾集团

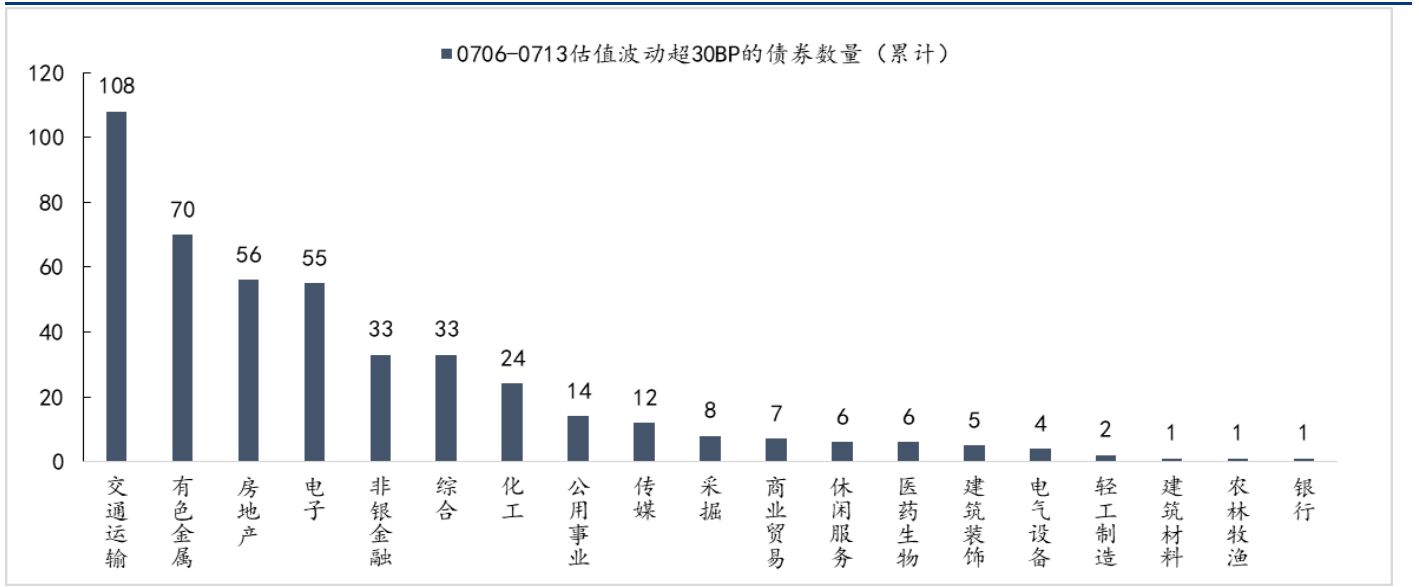
#### 1、影响路径分析：同为弱资质的房地产企业债券受到较大影响

2020年7月6日，“17泰禾MTN001”违约，规模15亿元，发行人泰禾集团股份有限公司为福建省民营企业，2019年销售排名第30名，规模上来看属于中大型房企。

从违约影响来看，泰禾集团的违约打破了市场对于房企“大而不倒”的信仰，与泰禾相似的体量庞大、负面事件较多的房企在此期间估值波动进一步加大，如新华联、富力地产等，体现违约影响的同行业传染效应。

#### 2、违约后市场回顾

**房地产行业异动明显增多。**7月6日至7月13日，交通运输、有色金属和房地产的异常估值波动最为显著。其中，**交通运输**行业主要受海航系主体表现偏弱的拖累；**有色金属**行业的异动则主要源自“网红主体”——南山集团的存续债估值波动；而**房地产行业**受到波及的企业数量较多，估值异动累计达到56次，**说明泰禾违约对其他房企表现产生了一定影响。**

**图表 40 20190706-20190713 估值异动个券的行业分布**


资料来源：Wind，华创证券

**图表 41 20190706-20190713 债券估值波动累计超 30bp 且在 3 次以上的主体**

发行人简称	申万一级行业	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	省份
南山集团	有色金属	65		山东省
海航控股	交通运输	38		海南省
紫光集团	电子	36	2020/11/16	北京
康得投资集团	非银金融	30		西藏自治区
新华联	房地产	27		北京
广汇能源	化工	24		新疆维吾尔自治区
海航集团	交通运输	20		海南省
青海国资	综合	20		青海省
贵安开投	-	18		贵州省
海伟	电子	18		河北省
天津航空	交通运输	18		天津
富力地产	房地产	13		广东省
华闻传媒	传媒	12		海南省
美兰机场	交通运输	12		海南省
三亚凤凰国际机场	交通运输	12		海南省
启迪环境	公用事业	10		湖北省
泰禾集团	房地产	7	2020/7/6	福建省
安通控股	交通运输	6		黑龙江省
海宁国资	综合	6		浙江省
凯撒旅业	休闲服务	6		陕西省
三胞集团	商业贸易	6	2019/3/19	江苏省
天津渤海租赁	-	5		天津
魏桥铝电	有色金属	5		山东省

发行人简称	申万一级行业	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	省份
大名城	房地产	4		上海
中国万达集团	-	4		山东省
超威	电气设备	3		浙江省
冀中能源	采掘	3		河北省
万州经开公司	-	3		重庆

资料来源: Wind, 华创证券

从各家房企的个券表现看, 新华联存续债估值波动相对最多。新华联文化旅游发展股份有限公司(简称“新华联”)系房企新华联控股旗下子公司, 后者已于 2020 年 3 月 6 日违约。泰禾违约后, 公司债券的异动也有一部分源自此前违约的影响。整体而言, 泰禾集团违约之后, 市场开始重新审视房企的安全边界, 估值承压的多为高杠杆的大中型房企。

图表 42 2020 年 7 月 6 日-13 日各房企存续债估值单日累计波动幅度 (bp, 支)

成交日	大名城	富力地产	恒大地产	慕盛公寓	首创置业	新城控股	新华联
2020/7/6	203.54 (2)	-	-	-	-	-	37.03 (1)
2020/7/7	196.56 (2)	-	34.76 (1)	276.21 (1)	-	-	2825.7 (5)
2020/7/8	-	-	113.03 (1)	-	-	-	2345.4 (5)
2020/7/9	-	-	-	-	-	-	2317.05 (5)
2020/7/10	-	475.53 (13)	-	-	-	-	2417.7 (5)
2020/7/13	-	-	-	-	55.73 (1)	85.22 (1)	7261.75 (6)

资料来源: Wind, 华创证券

注: 括号内为该房企旗下异常成交的债券数量

#### (十) 华晨汽车、永城煤电

##### 1、影响路径分析: 同行业、同区域、同企业性质主体之间的传染效应

2020 年 10 月 23 日, “17 华汽 05” 到期未兑付, 本息合计规模 10 亿元, 发行人为华晨汽车集团控股有限公司, 属于汽车行业企业。2020 年 11 月 10 日, “20 永煤 SCP003” 到期未兑付, 涉及本息金额共 10.32 亿元, 发行人永城煤电控股集团有限公司, 为河南省大型地方国有企业, 属于采掘行业, 其母公司河南能源化工集团是河南最大国企之一。

从违约影响来看, 华晨以及永煤的超预期违约严重冲击了市场情绪, 信用债市场信心大幅受挫。尤其是永煤疑似“逃废债”的行为令市场对于河南省地方国企的信心大挫, 动摇信用市场根基, 投资者对于信用债的情绪偏悲观, 甚至有银行机构提高质押券标准, 拒绝信用债质押, 导致信用品种的流动性一度恶化。

就传染路径而言, 同企业性质的债券抛售压力均较大。永煤违约后信用债整体表现低迷, 从企业性质来看, 地方国企相较于央企、民企的利差走扩更大, 说明该阶段市场对于地方国企的信心不足, 对于地方国企的风险溢价预期更高, 违约影响向同企业性质的债券传染的路径较为清晰。

同行业的债券估值波动明显加大, 上游行业——钢铁、化工、采掘行业利差均大幅走扩, 幅度超过综合、建筑装饰等中下游行业, 本身资质较弱的云能投、冀中能源、峰峰集团、包钢股份等上游企业抛售压力较大, 体现出一定的同行业传染性。此外, 由于

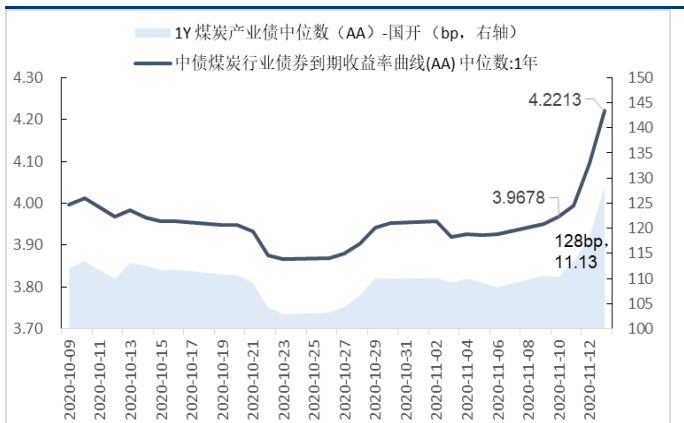
上游是地方国企重点分布的领域，因此上游表现低迷也有部分或源自地方国企债的估值压力。

从区域上看，河南地区的所有企业再融资发行均受阻。永煤事发之后，河南地区申报且成功发行的信用债仅 1 笔，为河南投资集团发行的短融“20 河投 S2”，2021 年 1 月以来，在年初流动性小幅宽松的背景下，河南地区发行才有小幅回暖，但距离事发前的同期水平仍有较大差距。相对而言，其他省份自永煤事发后第三周即逐步恢复发行，情绪修复明显更快，反映永煤违约事件对同地区企业的再融资造成了较大冲击。究其原因，可能是事件背后反映出的区域债券兑付意识薄弱、对违约影响的认知不足，令市场对其他河南企业的债券兑付产生担忧。此外，云南、内蒙古、吉林、辽宁等经济实力较弱的省份发行亦受到影响，至今仍未恢复到永煤事发之前的水平，体现事件对同属于弱资质的省份融资也造成了一定影响。

## 2、违约后市场回顾

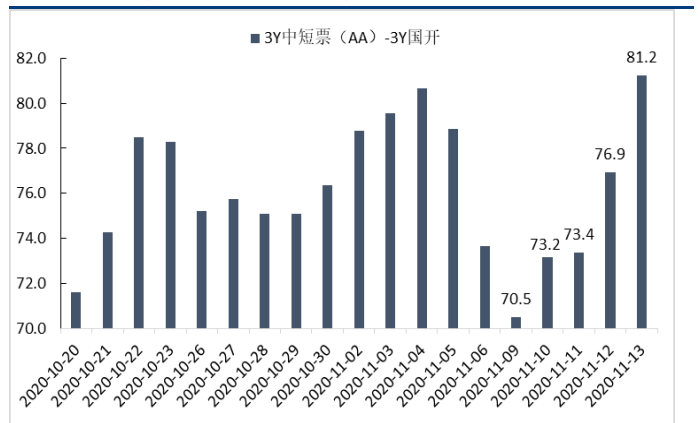
上游行业的煤炭、钢铁行业的二级估值波动明显加大，低等级信用利差走扩。永煤违约后的当周，煤炭产业债利差迅速攀升（1 年期 AA 煤炭债利差走扩了 128bp）；同时低等级信用债估值波动加剧，说明市场对弱资质企业规避情绪比较重。

图表 43 煤炭行业利差走扩，债券收益率飙升



资料来源：Wind，华创证券

图表 44 事发当周 3 年期中债 AA 级信用利差走扩



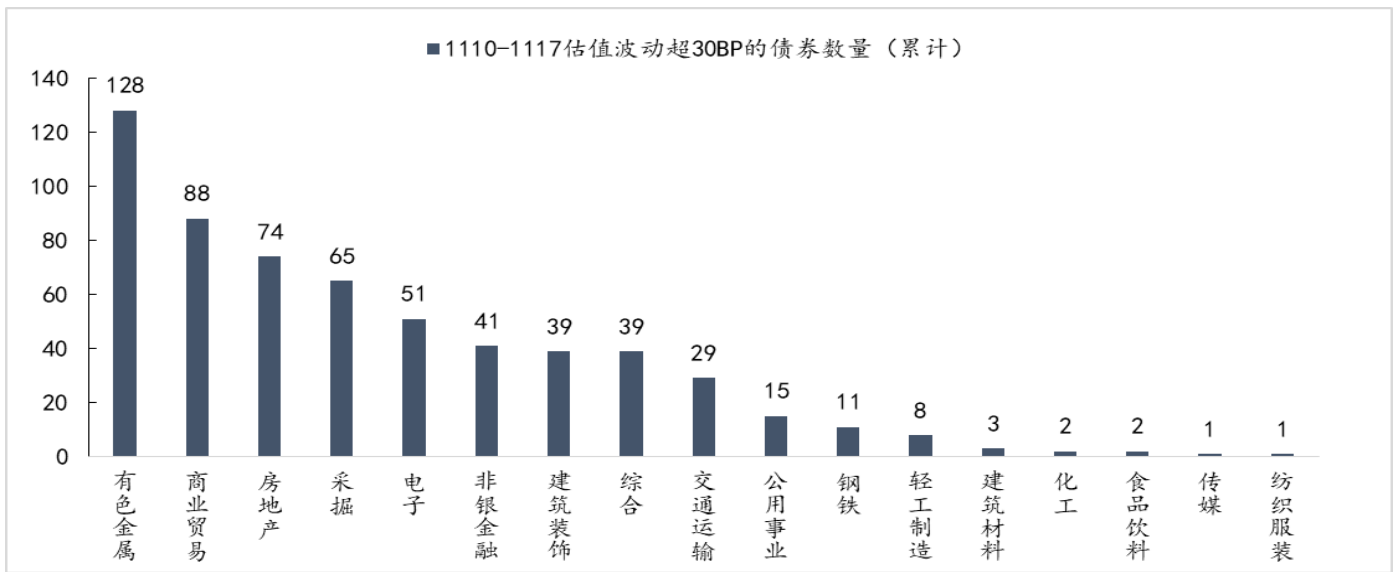
资料来源：Wind，华创证券

就成交表现来看，网红债的抛售压力进一步增加。南山集团、豫能化、山东宏桥、冀中能源、清华控股、魏桥铝电、恒大地产、云投集团等等网红企业估值异动较多。行业方面，有色金属、商业贸易行业估值波动数量较多，也是受到行业内网红债的影响（南山集团、山东宏桥、苏宁易购）。

从省份分布上，河南省企业债券估值波动加大。窗口期内，在估值异动的个券中，河南地区的企业占比较平日明显增加，除了与永煤具有一定行业相关性的豫能化、平煤股份之外，河南盛润集团、河南煤气、天瑞集团等估值调整的压力也有明显上升。同区域的传染效应十分显著。



图表 45 20201110-20201117 估值异动个券的行业分布



资料来源：Wind，华创证券

图表 46 20201110-20201117 债券估值波动累计超 30bp 且在 4 次以上的主体

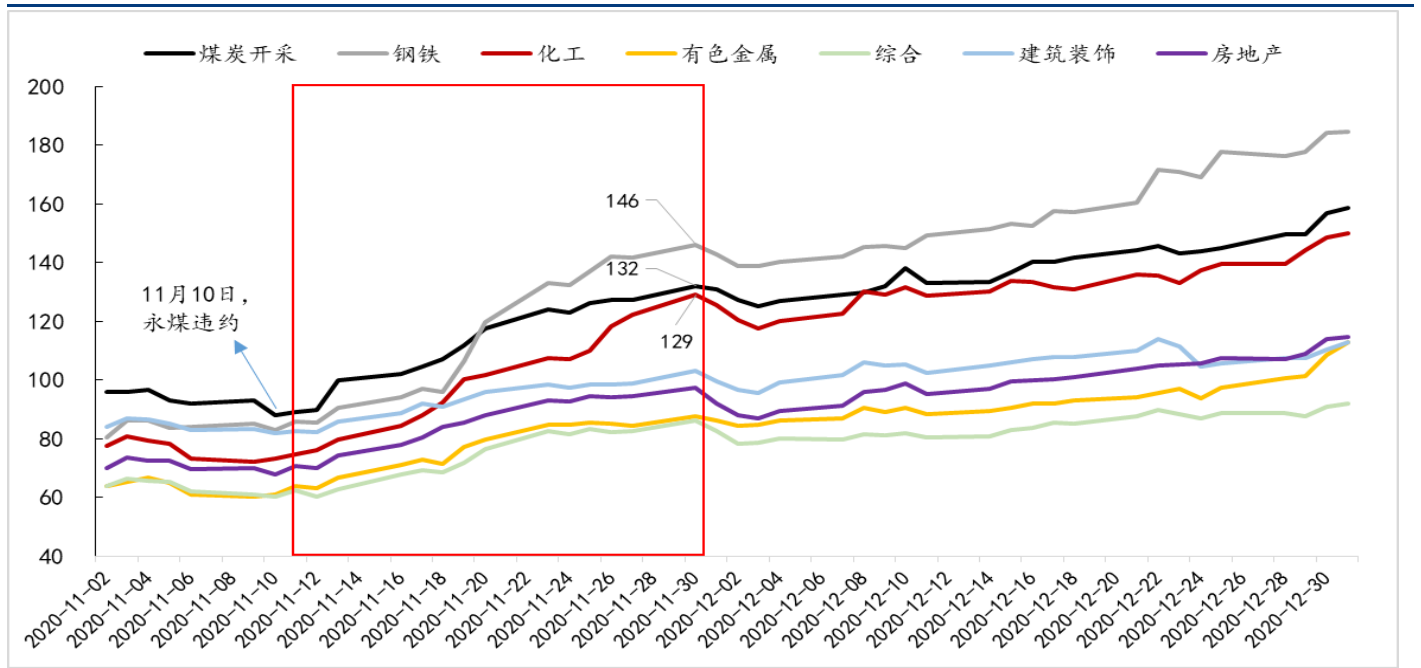
发行人简称	申万一级行业	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	省份
南山集团	有色金属	66		山东省
河南能源化工集团	商业贸易	57		河南省
山东宏桥	有色金属	48		山东省
紫光集团	电子	45	2020/11/16	北京
富力地产	房地产	38		广东省
苏宁易购	商业贸易	29		江苏省
福晟集团	建筑装饰	25	2020/11/19	福建省
渤海租赁	非银金融	22		新疆维吾尔自治区
冀中能源	采掘	21		河北省
清华控股	非银金融	16		北京
冀中能源峰峰集团	采掘	14		河北省
魏桥铝电	有色金属	14		山东省
盛润集团	综合	12		河南省
包钢股份	钢铁	10		内蒙古自治区
福星股份	房地产	10		湖北省
成龙集团	建筑装饰	9	2020/11/13	浙江省
海航资本	-	9		海南省
恒大地产	房地产	9		广东省
永煤控股	采掘	9	2020/11/10	河南省
*ST 宜生	轻工制造	8		广东省
大连亿达	房地产	8		辽宁省
河南煤气	公用事业	8		河南省

发行人简称	申万一级行业	估值波动超 30bp 债券数量	首次违约日期	省份
隆鑫地产	房地产	8		重庆
美兰机场	交通运输	8		海南省
三亚凤凰国际机场	交通运输	8		海南省
天津航空	交通运输	8		天津
云南能投集团	综合	8		云南省
海航控股	交通运输	4		海南省
海伟	电子	4		河北省
邯矿集团	综合	4		河北省
河套水务集团	公用事业	4		内蒙古自治区
平煤股份	采掘	4		河南省
天瑞集团	综合	4		河南省
同煤集团	采掘	4		山西省
远高实业	采掘	4	2020/11/23	宁夏回族自治区

资料来源: Wind, 华创证券

就利差而言,煤炭、钢铁、化工的行业利差均走扩 40bp 以上,明显超过其他下游行业。11 月 10 日-30 日,煤炭开采、钢铁、化工行业利差分别累计走扩 44bp、63bp、56bp,而同期其他重点行业如综合、建筑装饰、房地产行业利差分别走扩 26bp、21bp、29bp。从 12 月的情况看,上游行业利差在经历了 11 月下旬的大幅走扩之后,与其他行业利差的差值仍维持在 40bp 以上,未有明显收窄的趋势,尤其是钢铁行业利差,与煤炭、化工行业的差距还在继续扩大。

图表 47 永煤违约后第二周,钢铁、化工行业利差进一步偏离其他行业 (bp)

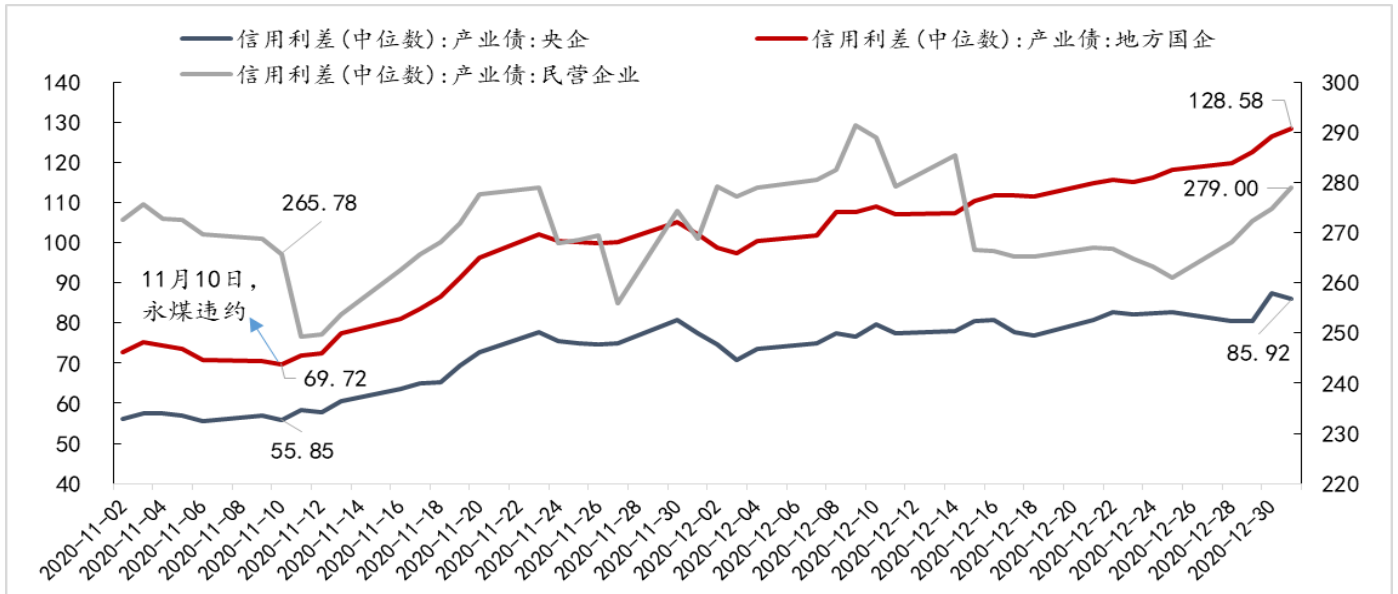


资料来源: Wind, 华创证券

企业性质利差方面,地方国企利差的走扩幅度超过民企。11 月 10 日,民企信用利差点位在 266bp 左右,永煤违约后首日,民企利差收窄约 15bp,此后因信用债整体流动

性受到冲击，信用利差跟随上行；截至 12 月 31 日，民企利差累计走扩约 13bp。而同期地方国企、央企信用利差持续走扩，幅度分别达到 59bp、30bp。企业性质利差变化的分歧，也侧面印证了违约影响按同性质企业传染的路径。

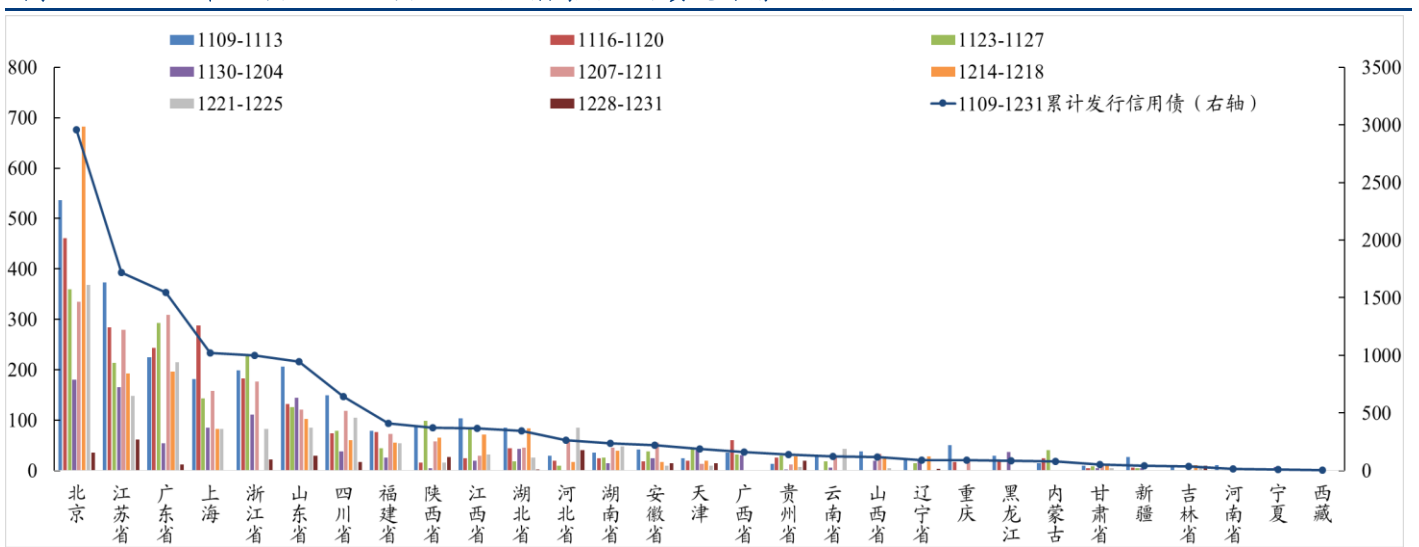
图表 48 2020 年 11 月 10 日-12 月 31 日，地方国企利差累计走扩约 60bp



资料来源: Wind, 华创证券

事件之后，各地区发行状况进一步分化。二级利差走扩、信用品种表现不稳定、临近年末机构配置额度降低等导致永煤违约后，一级市场情绪整体低迷。分地区来看，11 月 9 日至 12 月 5 日，河南省累计发行非金融机构信用债 10.5 亿，其中超短融 1.5 亿、一般公司债 9 亿元，在所有省份中仅高于吉林、西藏，且上述两笔发行日期分别在 11 月 10 日、11 日，直至 12 月 29 日才新发行成功一支短融，说明河南地区企业信用受损，市场认可度明显下降。同期贵州、河北、辽宁、云南、新疆、甘肃、宁夏等实力较弱的省份新发行规模也较低，而广东、浙江、上海的信用债发行率先修复，区域间的分化进一步扩大。

图表 49 2020 年 11 月 9 日-12 月 31 日各省周度信用债发行情况 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

### 三、风险提示

违约后若市场发生无序抛售，则可能令个券的估值波动缺乏规律性。

## 固定收益组团队介绍

### 组长、首席分析师：周冠南

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信银行。2015 年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：杜渐

美国福德汉姆大学金融学硕士，CFA。曾任职于联合信用评级有限公司。2019 年加入华创证券研究所。

### 分析师：梁伟超

北京外国语大学经济学硕士。曾任职于中邮证券。2018 年加入华创证券研究所。

### 分析师：华强强

香港科技大学理学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

### 分析师：陈静

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 研究员：张晶晶

对外经济贸易大学保险学硕士。曾任职于和君资本、联合信用评级有限公司。2020 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：靳晓航

中央财经大学会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：许洪波

中央财经大学金融硕士。2020 年加入华创证券研究所。



## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522