

联合 研究报告

2014.11.25

中小企业信用风险专题研究



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

中小企业信用风险专题研究

时间：2014 年 11 月 25 日

概要

分析师：

王丽娟

lianhe@lhratings.com

张丽

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

www.lhratings.com

中小企业是国民经济和社会发展的的重要组成部分，伴随中国经济的稳步发展，中小企业得到了快速壮大，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。

中小企业自身存在经营规模较小、业务结构相对单一、控制资源有限、内控机制不健全、外部支持有限等问题，其经营波动相对较大，个体的抗风险能力有限，对宏观经济环境有着更强的敏感性。

中小企业的自身特点决定了其主体信用等级较低，单独发债的难度较大，中小企业集合债券和中小企业集合票据已经成为解决中国中小企业融资难的途径之一。2013年以来，受工作流程繁琐、利息费用高企、信用风险事件暴露、投资者风险偏好下降等因素影响，中小企业集合票据发行规模和企业数量整体呈现下降态势。供应链票据和小微企业扶持债券作为新型的债券品种，对解决中小企业融资难问题具有重要意义，但目前发现规模仍较小。

2013 年以来受国内外宏观经济环境影响，中小企业经营压力加大，导致债券市场出现多次中小企业主体违约事件和主体级别下调的情况。但由于外部增信措施的设置，集合债券整体债务风险可控。

2015年和2016年为中小企业集合债务融资工具兑付的高峰期，级别在投机级、行业景气度仍持续低迷、已出现经营性亏损或濒临亏损、对外担保金额较大或关联方占用大量资金、外部融资渠道狭窄的企业，信用风险大，违约概率高，投资者需重点关注。

一、中小企业的界定及发展概况

1. 中小企业的界定

根据 2002 年 6 月通过的《中华人民共和国中小企业促进法》，中小企业“是指在中华人民共和国境内依法设立的有利于满足社会需要，增加就业，符合国家产业政策，生产经营规模属于中小型的各种所有制和各种形式的企业。中小企业的划分标准由国务院负责企业工作的部门根据企业职工人数、销售额、资产总额等指标，结合行业特点制定，报国务院批准。”

2011 年 6 月，工业和信息化部、国家统计局、发展改革委、财政部四部委联合发布了《中小企业划型标准规定》（工信部联企业[2011]300 号），将中小企业再划分为中型、小型和微型三种类型，详见表 1。

表 1 中小企业划分标准

行业	从业人员上限（人）			营业收入上限（万元）			资产总额上限（万元）		
	中型	小型	微型	中型	小型	微型	中型	小型	微型
农林牧渔业				20000	500	50			
工业	1000	300	20	40000	2000	300			
建筑业				80000	6000	300	80000	5000	300
批发业	200	20	5	40000	5000	1000			
零售业	300	50	10	20000	500	100			
交通运输业	1000	300	20	30000	3000	200			
仓储业	200	100	20	30000	1000	100			
邮政业	1000	300	20	30000	2000	100			
住宿业	300	100	10	10000	2000	100			
餐饮业	300	100	10	10000	2000	100			
信息传输业	2000	100	10	100000	1000	100			
软件和信息技术服务业	300	100	10	10000	1000	50			
房地产开发经营				200000	1000	100	10000	5000	2000
物业管理	1000	300	100	5000	1000	500			
租赁和商务服务业	300	100	10				120000	8000	100
其他未列明行业	300	100	10						

资料来源：联合资信根据《中小企业划型标准规定》制作，三项指标中有一项未达到上限即划分为该类型企业。

2. 中小企业发展概况

中小企业是国民经济和社会发展的的重要组成部分，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。据全国工商联举办的“2014 中国民营经济大家谈”活动中公布数据显示，截至 2013 年底，中国登记注册的私营企业达到 1253.9 万户，个体工商户达到 4436.3 万户，同比增长 15.5% 和 9.3%；其中中小型企业占全国企业总数的 99% 以上，其创造的社会总价值约占 GDP 的 60%，实现税利约占全国的 40%。截至 2013 年底，中国私营企业注册资金 39.3 万亿元，户均注册资金达 313.5 万元，同比分别增长 26.4% 和 9.4%。

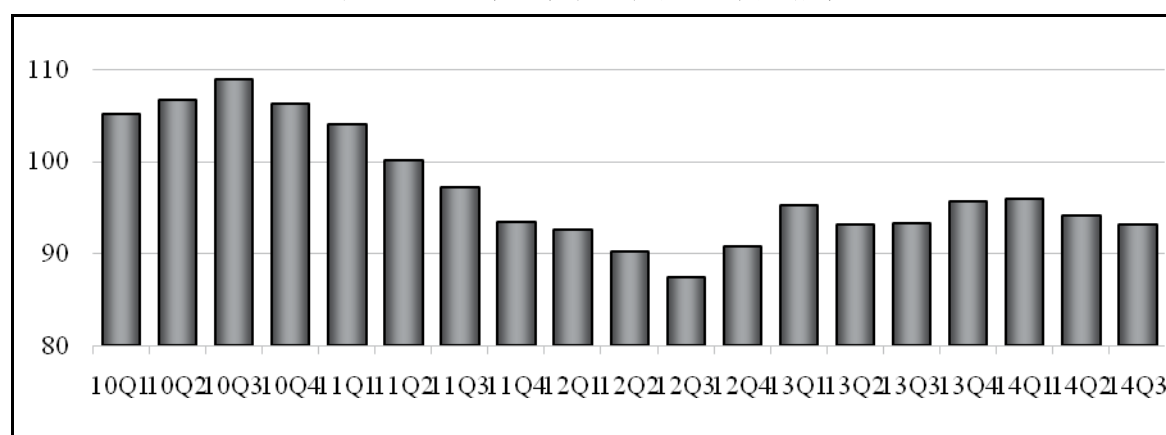
个体工商户注册资金超过 2.4 万亿元，户均注册资金达到 5.5 万元，分别增长 23.1% 和 12.2%。个体、私营企业户数和注册资金增长率均为近年来的最高点。中小型企业提供了约 80% 的就业机会，为扩大就业和维护社会稳定做出突出贡献；截至 2013 年底，全国个体、私营经济从业人员实有 2.19 亿人，较上年同期增长 9.7%。其中私营企业 1.25 亿人，增长 10.85%，个体工商户 0.93 亿人，增长 8.2%。

从外部发展环境看，自改革开放以来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的快速发展。但值得注意的是，有别于大型企业，中小企业一般业务结构相对单一，难以实行多元化经营，经营风险相对集中，一定程度上加大了企业的经营风险，其对宏观经济环境有着更强的敏感性。

2011 年以来，原材料价格上涨、劳动力成本上升、国际市场动荡不定的多重压力以及融资更加艰难等因素，使国内中小企业步履维艰。主要表现为：一是市场需求下行压力加大，企业订单不足。从出口看，受外需疲软影响，以及中小微企业的综合成本上升，中小微企业比较集中的劳动密集型企业的出口份额下降趋势已非常明显。从国内情况看，受钢铁、汽车、机车等行业需求减少影响，大企业将市场压力转嫁到与之配套的中小微企业身上。二是在多年物价上涨的累积效应和多种因素叠加的影响下，企业成本价格大幅上升。2011 年以来职工工资普遍增长较快，平均达到 20%-30%，有的高达 50%。另外，最低工资标准持续上调，相应社保支出负担也随之加大。三是融资难没有得到明显缓解。中国已连续多年加大了小型微型企业信贷投放力度，但企业融资渠道缺乏、贷款规模和比重低等问题依然突出。四是企业税费负担仍然较重。国家出台的结构性减税措施实际执行效果不如预期，针对中小企业的全部财政资金投入不足全国财政收入的 1%，与企业所需支持相比明显不足。营业税、增值税并存体制下，服务业重复征税负担重。五是企业面临用工缺口。近年来，企业结构性“用工荒”已经从珠三角、长三角等经济发达地区波及主要的内陆省份，招工难已由地区性、季节性难题，演变为普遍性、常态化的难题。六是一些资源消耗高、环境污染大的中小企业面临十分紧迫的调整转型升级压力，部分中小企业基础差，管理粗放，创新能力不强，难以适应经济形势变化和转型升级步伐加快的要求，不少中小企业处于不转型难生存、想转型没能力的窘迫境地。

根据中国中小企业协会数据统计，中小企业发展指数（SMEDI）在 2010 年第三季度达到最高值 108.9，随后在中国经济增长速度逐步回落的宏观形势下，处于市场经济弱势地位的中小企业发展的景气状况出现逐步下滑的趋势，2012 年第三季度跌至最低点 87.5。2012 年四季度止跌回升，随后呈波动震荡态势，2014 年第三季度为 93.1。目前，经济增长的内生动力仍然不强，经济下行压力进一步显现，广大中小企业特别是小微企业生产经营活力显得有些不足，中小企业发展指数由降转升的难度较大。

图 1 2011 年以来中国中小企业发展指数



资料来源：中国中小企业协会，联合资信整理

总体看，近年来受国内外宏观经济环境影响，中小企业经营压力加大，个体抗风险能力减弱。

二、政策环境

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展，“十五”期间，中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》（以下简称《促进法》）正式颁布实施，中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。

2008 年以来，为了应对宏观经济的冲击，中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策，陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126 号）、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36 号）和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发〔2010〕13 号）等政策文件，其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导，对帮助中小企业克服困难，转变发展方式，实现又好又快发展具有积极意义。

2011 年 5 月，银监会出台了《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，十条新政从资本占用、风险压力等多方面给商业银行发展小企业贷款“松绑”，切实调动了银行发展小企业贷款的积极性。10 月 12 日，工信部正式发布了《“十二五”中小企业成长规划》，该规划是中国第一个关于中小企业发展的国家级专项规划，主要任务包括增强中小企业创业创新活力和吸纳就业能力、优化中小企业结构、提高产业集群发展水平、提升企业管理水平和完善中小企业服务体系等。为支持中小企业发展，2011 年 12 月，财政部和工信部印发《政府采购促进中小企业发展暂行办法》，2012 年起各部门 30% 以上政府采购应面向中小企业。

2012年4月，国务院发布《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，从进一步加大对小型微型企业的财税支持力度、努力缓解小型微型企业融资困难、进一步推动小型微型企业创新发展和结构调整、加大支持小型微型企业开拓市场的力度、切实帮助小型微型企业提高经营管理水平、促进小型微型企业集聚发展、加强对小型微型企业的公共服务七个方面为小型微型企业发展创造良好的环境。

2013年7月，国务院发布《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》（国办发[2013]67号），指导意见指出，整合金融资源支持小微企业发展。为贯彻国办发[2013]67号文，落实全国小微企业金融服务经验交流电视电话会议精神和工作部署，拓宽小微企业融资渠道，缓解小微企业融资困难，加大对小微企业的支持力度，2013年7月，国家发改委颁布《国家发展改革委关于加强小微企业融资服务支持小微企业发展的指导意见》（发改财金[2013]1410号），提出十一点意见。

2013年12月31日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、财政部、人力资源和社会保障部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国银行业监督管理委员会联合发布《关于促进劳动密集型中小企业健康发展的指导意见》（工信部联企业〔2013〕542号），《意见》提出，把轻工、纺织、机械、电子、批发和零售业、住宿和餐饮业、居民服务业、养老服务业以及现代服务业等行业中百万元固定资产就业人数13人以上（含13人）、人均年营业收入45万元以下（含45万元）的中小企业作为当前引导扶持的重点，努力营造良好的政策环境和社会氛围，促进劳动密集型中小企业转型升级和健康发展；同时提出了8项政策措施。

2014年8月5日，国务院办公厅印发《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》（国办发〔2014〕39号），从保持货币信贷总量合理适度增长、抑制金融机构筹资成本不合理上升、缩短企业融资链条、清理整顿不合理金融服务收费、提高贷款审批和发放效率、完善商业银行考核评价指标体系、加快发展中小金融机构、大力发展直接融资、积极发挥保险、担保的功能和作用、有序推进利率市场化改革10个方面对相关部门提出要求，解决小微企业融资成本高问题。

2014年10月31日，国务院印发《关于扶持小型微型企业健康发展的意见》（国发〔2014〕52号），从资金支持、财税优惠、创业基地建设、促进企业信息互联互通等方面提出一系列政策措施，扶持小微企业（含个体工商户）健康发展。

总体看，中国政府陆续出台多项政策缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等，为中小企业发展提供了良好的政策环境。

三、中小企业特点及存在的问题

中小企业抗风险能力较弱是由中小企业自身的特点决定的。中小企业一般具有如下特点：

1. 行业方面，一般中小企业为民营企业，资本实力较弱，所从事的行业均为进入壁垒较少、门槛较低、高度竞争的行业，利润空间较小，受外部宏观环境和上下游行业波动影响较大，所在行业风险较高。

2. 管理方面，中小企业大多为民营企业，治理结构简单，经营管理人才缺乏，股东个人意志和能力对企业发展影响很大。中小企业经营管理者缺少经营管理经验和科学的管理方法，对内部管理和发挥激励机制作用的认识也较肤浅。同时，大部分的中小企业仍为家族企业，管理方式也多为家族式管理，随意性很大，规范性不足，造成了管理上的混乱。管理手段原始、混乱和对员工的激励机制、制约机制以及对企业的财政机制的不完善也制约了中小企业进一步发展。

3. 经营方面，中小企业经营规模较小，产品结构相对单一，在同大型企业的市场竞争中处于劣势地位；大部分中小企业拥有的资源有限，一般处在产业链的中间，利润空间较小，对上下游依赖程度较高，议价能力较弱；中小企业由于规模较小，创新意识较薄弱，缺乏自己的品牌、知识产权，生产过程中不注重质量，售后服务不到位，可持续发展能力较弱；部分中小企业追求多样化生产和多元化经营，盲目扩大生产经营规模，超出能够承受的范围，从而使企业出现资金短缺等困难，并陷入产品越来越多而市场越做越小的困境。

4. 技术方面，中小企业所处行业多为竞争性行业，企业产品结构相对单一，技术含量及行业竞争力参差不齐，技术研发投入不足，同质竞争情况严重。当企业重点投入的业务领域发生有利变化时，企业会表现出良好的成长性，增速远远高于大型企业；而当市场发生不利波动时，会直接导致企业的经营业绩快速恶化。

国际上一般认为：技术开发资金占销售额1%的企业难以生存，占2%的可以维持，占5%的才有竞争力。而中国很多中小企业根本没有开发经费，有开发经费的也往往不足其销售额的1%，自我积累能力很弱。由于自身资金和技术水平所限，基础薄弱的中小企业只能有选择地进入门槛较低的行业，其产品还主要集中在中低端，而且越是低端产品，厂商越多。由于进入行业过于集中，行业之间产品同质性明显，且都属于竞争性行业，故相互之间竞争异常激烈。由于资金缺乏，融资困难和研究开发费用的昂贵，中小企业大多依靠产品模仿或停留在成型产品的生产与销售上。企业管理的焦点只停留在产品的质量、价格、渠道和广告宣传上，而不能根据市场的状况和消费者的需求开发新产品，造成企业产品单一、技术落后，缺少市场竞争力。

5. 财务管理方面，很多中小企业财务管理不规范，尤其家族式管理模式企业缺少内部

牵制制度和稽核制度，导致财务管理混乱。从财务报表上来看，许多中小企业资产质量较差，未严格按照会计准则要求计提资产减值损失和跌价准备等；资产结构不合理，应收款项（包括应收票据、应收账款和其他应收款）、存货占比较大，现金类资产较少，容易出现流动性风险；股东名下关联企业较多，存在关联方资金往来频繁、股东占款严重等现象；内部合并抵消不充分，重复记账；为扩大企业规模，受实际控制人委托代持子公司股份并纳入合并范围，但不参与实际经营管理，对子公司控制力较弱；另外审计机构审计质量差，财务报表无法准确反应其财务状况。

从其他方面看，中小企业大多为民营企业，资本金实力有限，股东对企业的支持能力相对较弱，当中小企业经营恶化时从股东方可得到的外部支持较少。中小企业相对信用缺乏，资信程度普遍较低，可抵质押资产较少导致融资渠道普遍狭窄。当中小企业遇到经营困境时，不仅再融资渠道有限，甚至债权人会要求企业加速偿还债务，使得其经营状况进一步恶化。

另外，由于中小企业银行贷款过程中，可抵质押的资产较少，第三方保证成为主要的担保方式之一，从而导致中小企业互保情况严重，对外担保金额往往超过可承受能力。互保、联保模式在为企业融资提供便利的同时，也带来了或有负债风险，尤其是违约产生的多米诺骨牌效应。一旦其中一家企业发生风险，将给整个担保链的中小企业带来巨大的风险。

四、中小企业债务融资工具发行现状

中小企业的自身特点决定了其主体信用等级较低，单独发债的难度较大，目前中小企业集合债券和中小企业集合票据已经成为解决中国中小企业融资难的途径之一。另外，供应链票据和小微企业扶持债券作为新型的债券品种，对解决中小企业融资难问题具有重要意义。

1. 中小企业债务融资工具比较

中小企业集合债券和中小企业集合票据是在由于受到信用、规模等约束，单个企业难以获得较高的信用评级，不能通过在债券市场直接发行债券进行融资的情况下，运用信用增级的原理，使若干个企业各自作为债券发行主体，确定债券发行额度，使用统一的债券名称，形成一个总发行额度、统一组织、集合发行的一种债券。中小企业集合债券和中小企业集合票据主要区别在于主管机构和批准机制的不同。中小企业集合票据是中期票据的一种特殊形式，由央行授权银行间市场交易商协会实现自律管理，而中小企业集合债券属于企业债券的范畴，由发改委负责核准发行并进行监管，一般在银行间债券市场发行并可在交易所上市交易。发改委对单只中小企业集合债券发行人数量和发行金额未做明确规定，而交易商协会一般要求中小企业集合票据发行人数量在2-10家，单只不超过10亿元。

表 2 中小企业集合票据和中小企业集合债券比较

		中小企业集合票据	中小企业集合债券
工作流程比较	主管机构	交易商协会	国家发改委
	参与方	相关政府机构、主承销商、评级、审计、律师、信用增进机构等	相关政府机构、主承销商、评级、审计、律师、信用增进机构等
	批准机制	注册制	审批制
产品结构比较	单笔涉及企业	不超过 10 家	没有限制
	融资金额	单个企业不超过 2 亿元且不超过净资产 40%，单只不超过 10 亿元	单个企业不超过净资产 40%
	融资期限	短期或中长期	中长期
	募集资金用途	用于正常生产经营	一般用于投资项目
发行方式比较	是否公开发行	是，发行前 5 个工作日	是，发行前一天公告
	投资者	银行间市场机构投资者	银行间或交易所
	利率确定方式	市场化方式决定	一般为簿记建档方式确定

资料来源：联合资信整理

区域集优集合票据作为中小企业集合票据的一种模式，是中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）2011年以来力推的债券融资新模式，与中小企业集合票据相比，区域集优项目最大的特色在于政府的强力介入。地方政府不仅负责遴选企业，还要提供资金支持，即设立中小企业直接债务融资发展基金，地方政府、人民银行分支机构、中债增进公司、主承销商签订四方基金监管协议，约定发展基金仅用于区域集优项下任何一个发行人和反担保机构同时违约时向中债增进公司偿付。目前已设立中小企业直接债务融资发展基金的地区有江苏、广东、河南、重庆等。由于地方政府、人民银行分支机构、主承销商与增信机构针对区域集优项目共同组成项目工作小组，协同其他中介机构，建立“统一认可的业务标准、统一行动的工作机制、统一执行的审批流程”，因此一定程度上提高了各中介机构的工作效率，为区域内中小非金融企业实现批量化、规模化债务融资提供了良好的渠道。相比普通中小企业集合票据和中小企业集合债券，通过区域集优模式发行更加高效。

2014年11月，银行间市场成功发行了首单供应链票据。供应链票据的特点是依托供应链核心企业较高的主体信用评级，凭借核心企业与其上下游企业密切的生产经营关系，在保护投资人利益的前提下，解决小微企业在融资环节面临的个体资质差、信息披露成本较高、信息不透明等问题，以缓解上下游中小企业融资难的困境，进而推动整个产业链协调发展。供应链票据的推出对解决中小企业融资难问题具有重要意义，供应链票据融资突破了传统融资担保物限制，且降低了中小企业的融资门槛和成本。供应链票据发行采用注册制，期限一般为1年以内。与一般的短期融资券产品的资金使用和流转仍集中在发行人及其子公司内部不

同，供应链票据则是发行人通过委托下属财务公司或一般商业银行等机构，将外部融资进行二次贷款管理的过程，募集资金的流转已经离开发行人内部，但发行人利用自身信用水平对二次贷款进行了担保。

小微企业扶持债券是国家发改委为缓解小微企业融资难问题而推出的创新类债券品种，是指以地方融资平台为发行主体，面向机构投资者发行，再将募集资金以银行委托贷款的方式发放给中小微企业的一种直接融资债务工具。该类债券发行采用审批制，期限一般为中长期。国家发改委明确将小微企业扶持债券列为“加快和简化审核类”债券，同时拥有较高信用等级的地方融资平台为小微企业增信，所以债券发行的票面利率较低。小微企业扶持债券的风险控制措施主要以设立政府风险缓释基金、风险储备金作为缓释措施为主。政府风险缓释基金是指政府按照债券发行规模一定比例由财政直接划拨作为债券风险缓释用途的基金，基金规模原则上不超过20倍杠杆倍数，且达到债券发行规模的5%。风险储备金是募集资金在投放过程中带来的资金收入，主要由委托贷款利率与债券发行利率形成的利差收入组成，用于补偿本息偿还的不足。

2. 发行情况

2009年以来，随着各地方政府的积极推动，中小企业集合票据发行规模和企业数量不断增加，2012年中小企业集合票据发行51只，发行规模达106.02亿元，达到历史最高。2013年以来受国内外宏观经济环境影响，中小企业经营压力较大，导致债券市场出现多次违约事件，同时债券市场又出现整体利率高企，本身处于信用风险风口浪尖的中小企业无论从发行价格还是从市场的认可度来讲，受到了市场大环境的较大影响。另外，中小企业集合票据工作流程繁琐等因素导致发行人和主承销商积极性不高，2013年以来中小企业集合票据发行规模和企业数量整体呈现下降态势，尤其2014年1-10月仅发行3只，发行额不足5亿元。

2007-2013年，中小企业集合债券发行规模和发行数量均较小，2014年1-10月，受“14西安保障债01”（发行规模10亿元）和“14辽宁沿海债”（发行规模22亿元）发行影响，中小企业集合债券发行总规模达47.48亿元，这与国家和地方政府积极推动保障房建设和基础设施建设的政策息息相关。从近年来发行数量和规模来看，受制于自身特点，中小企业通过发行集合债券和集合票据融资额度仍然很小。

2013年小微企业扶持债券开始发行以来，共计发行数量14只，发行规模为88.5亿元，小微企业扶持债券成为解决中小企业融资难的途径之一。2014年11月，中国首只供应链票据成功发行，发行规模2亿元，供应链票据发行时间尚短，能否得到投资者的认可大规模发行仍需关注。

表3 截至2014年10月底中小企业债务融资工具发行情况（只）

品种	已发行数量	已兑付数量	仍在存续期内数量
中小企业集合债券	18	4	14
中小企业集合票据 （包含区域集优集合票据）	123	46	77
小微企业扶持债券	14	0	14
合计	155	50	105

资料来源：wind

表4 截至2014年10月底中小企业债务融资工具发行情况（只、亿元）

	品种	2007年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年 1-10月	合计
中小企业 集合债券	发行数量	2	1	2	3	5	1	6	20
	发行规模	13.05	5.15	5.83	14.18	14.81	4	47.48	104.5
中小企业 集合票据 （包含区 域集优集 合票据）	发行数量		4	19	22	46	29	3	123
	发行规模		12.65	46.57	66.23	106.02	59.39	4.30	295.16
小微企业 扶持债券	发行数量						6	8	14
	发行规模						42.5	46	88.5
合计	发行数量	2	5	21	25	51	36	17	157
	发行规模	13.05	17.8	52.4	80.41	120.83	105.89	97.78	488.16

资料来源：wind

五、信用风险分析

1. 存续期主体级别变动情况

本次对2013年、2014年评级机构对中小企业集合票据和集合债券（以下统称“集合债券”）发行人跟踪评级进行统计，其中由于部分区域集优集合票据项目没有发行人主体级别，所以不在统计范围内，另外当年已兑付或评级机构未进行跟踪评级的亦未加入统计范围。

2013年各评级机构共对88只存续集合债券合计332家发行主体进行跟踪评级，其中级别下调（不包括展望变动）的30家，占总数的9.04%，展望为负面的35家，占比为10.54%。从级别分布看，发行人主体级别最高为AA-级，最低为CC级，投资级（BBB-级）以上的282家，占比为84.94%；级别分布在BBB+级、BBB级、BBB-级的发行人数量最多，分别为48家、111家和67家，合计占总数的68.07%。

2014年各评级机构共对68只集合债券合计226家发行主体进行跟踪评级，其中级别下调（不包括展望变动）的24家，占总数的10.62%，展望为负面的31家，占比为13.72%。从级别分布看，发行人主体等级仍主要集中在BBB级，级别为BBB+级、BBB级、BBB-级合计146家，占比为64.60%。

表 5 2013-2014 年中小企业债务融资工具发行人主体级别变动情况（单位：只、家）

	2013 年跟踪				2014 年跟踪			
	债项总计	主体总计	下调数	上调数	债项总计	主体总计	下调数	上调数
数量	88	332	30	18	68	226	24	14

资料来源：联合资信整理

表 6 2013-2014 年中小企业债务融资工具发行人主体级别分布情况（单位：家）

年度	AA ⁺	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺	BB	BB ⁻	B ⁺	B	B ⁻	CCC	CC	合计
2013 年	2	7	19	28	48	111	67	31	13	--	--	2	--	2	2	332
2014 年	3	6	13	17	28	70	48	21	11	4	1	--	2	--	2	226

资料来源：联合资信整理

从债项来看，集合债券均设置了信用增级措施（主要有第三方统一担保、联合担保、票据分层、第三方回购、设立偿债风险准备金等方式），债项级别变动主要取决于增信机构的级别变动。由于发行人选择的增信机构主体长期信用等级一般达到AA级以上，增信机构代偿能力和抗风险能力较强，级别下调的较少，因此集合债券债项级别一般不会发生变动。但“12津滨海SMECN1”债项级别2013年被上海新世纪由AA级下调至AA-级，2014年进一步下调至A-级，该债券由天津海泰投资担保有限责任公司（以下简称“海泰担保”）和天津渤海融资担保有限公司（以下简称“渤海担保”）分别独立提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。其中渤海担保成立时间较短，且成立以来整体经营情况不太理想，业务规模一直较小，注册资本一直未能全部到位，2013年上海新世纪将其主体信用等级由A级下调至A-级，展望为稳定；2014年跟踪评级信用等级未做调整。同时海泰担保由于对外担保债务出现逾期，海泰担保与天津金算盘小额贷款有限公司等企业存在借贷合同纠纷案，天津市和平区人民法院冻结海泰担保存款1.38亿元，并将其划转至天津市和平区人民法院账户，海泰担保资产流动性大幅减弱；除此之外，海泰担保仍存在较多其他金融借款纠纷案件及追偿权纠纷案件，涉及金额较大，面临较大的代偿压力，2014年上海新世纪将其主体信用等级由A+级下调至B-级，展望由观望调整为负面。

2. 债券发行人主体违约事件

联合资信对违约的定义分为债券违约和发行人主体违约，具体的判定标准见附件1。从债券市场违约事件来看，中小企业发生违约的概率较高，且均为债券发行人主体违约。细数近年来中小企业债券发行人违约事件，违约事件的诱因主要包括所在行业低迷、自身经营状况恶化或关联方资金链断裂等，最终由担保方或反担保方履行担保条款，保证了债务如期偿还。

表 7 中小企业集合债务融资工具发行人违约事件概览

债券名称	发行人	级别变动/ 评级机构	事件
10 黑龙江 SMECN1	哈尔滨惠佳贝食品有限公司（以下简称“惠佳贝”）	由 BBB/稳定下调至 CCC/负面 【大公国际】	惠佳贝主要从事生产、销售各种类型和规格的乳粉及乳粉贸易。受中国乳品消费市场低迷、市场竞争激烈影响，惠佳贝经营情况持续恶化，生产经营停滞，收入和利润明显下降，经营性净现金流为净流出，对债务的保障程度恶化。同时，惠佳贝在建项目处于停滞状态，占用了大量流动资金。涉及多起诉讼，拖欠银行和担保公司借款，法定代表人逃匿。惠佳贝已无法按时偿还应付本息款项。2012 年 12 月 21 日，深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司履行担保责任，向兑付专户划入资金 708 万元，包含本金 600 万元和利息 108 万元；2013 年 6 月 8 日，担保公司向兑付专户划入资金 1231.56 万元，提前半年兑付惠佳贝应付本金和利息。惠佳贝主体违约，由担保方兑付本息。
10 中关村债	北京地杰通信设备股份有限公司（以下简称“地杰通信”）	由 BBB+/稳定下调至 CC/负面 【大公国际】	地杰通信受市场风险及产品结构单一影响，主营产品销售大幅减少，持续严重亏损。2011 年，地杰通信多笔贷款出现逾期，银行账户和库房被查封，无法正常经营，基本处于歇业状态。地杰通信出现偿债困难后，正式向中关村担保提出申请，请其履行担保责任。2011 年 11 月 28 日，中关村担保向北京市长安公证处提存资金 44144207.20 元，包含全部本金和至 2013 年债券到期剩余期限内所需支付的利息（包含付息手续费），确保本息兑付。地杰通信主体违约，由担保方兑付本息。
10 京经开 SMECN1	北京康特荣宝电子有限公司（以下简称“康特荣宝”）	由 BBB/稳定下调至 CCC/负面 【大公国际】	康特荣宝经营性净现金流为净流出状态，在建项目资金占用很大，面临极大的短期偿债压力。2012 年 11 月 1 日，康特荣宝无法按照偿债保障措施及资金偿付安排的提取计划，在集合票据到期前第五个工作日，将应兑付本息足额存入偿债准备金账户，亦无法承诺按时足额向投资人偿付债券本息。2012 年 11 月 8 日，康特荣宝正式提请启动担保程序。2012 年 11 月 14 日，首创担保将康特荣宝未能兑付的本金和利息 2052.59 万元划入集合票据兑付专户。康特荣宝主体违约，由担保方兑付本息。
11 常州中小债	常州永泰丰化工有限公司（以下简称“永泰丰化工”）	由 BBB-/稳定下调为 CC/稳定 【鹏元评级】	因经营环境变化，2014 年初永泰丰化工已停止生产经营，不能及时清偿到期债务，已向常州市新北区人民法院申请重整。经常州市新北区人民法院（2013）新民破字第 3-1 号民事裁定书裁定永泰丰化工重整。为保证集合债券的及时足额兑付，经永泰丰化工与为其提供反担保的常州清红化工有限公司（以下简称“清红化工”）协商，由清红化工先行代偿。2014 年 1 月 17 日清红化工将永泰丰化工到期应兑付的本息及兑付服务费合计 3689.98 万元划入指定账户。永泰丰化工主体违约，由反担保方兑付本息。

资料来源：联合资信整理

表 8 中小企业集合债务融资工具发行人濒临违约但未实质违约事件概览

债券名称	发行人	级别变动/ 评级机构	事件
11 杨浦 SMECN1	上海同捷科技股份有限公司（以下简称“同捷科技”）	由 A-/负面下调为 B-/负面 【上海新世纪】	2013 年以来，同捷科技业务规模大幅下滑，经营状况恶化，经营发生亏损。因现金流紧张，短期偿债压力大，无法按照偿债保障措施及资金偿付安排在本期集合票据到期兑付日前 3 个月（2013 年 10 月 21 日）将当期应付本金款项存入偿债专户。 2014 年 1 月 17 日，同捷科技通过股东增资、应收账款催收、新签战略订单等方式积极筹集兑付资金，正常履行还本付息义务，保证了本期集合票据如期兑付。
11 常州 SMECNII001	顶呱呱彩棉服饰有限公司（以下简称“顶呱呱公司”）	由 BBB/稳定调整至 CCC/负面 【大公国际】	2012 年，顶呱呱关联方东华集团对外担保出现大额代偿，无力承接大额订单，营业收入和利润总额同比大幅下降并自 2013 年以来出现亏损。2012 年以来，顶呱呱存货和应收账款周转效率明显下降；其他应收款占比较高且回收难度较大；有息债务占总负债比重很高，利息负担较大；经营性净现金流同比大幅减少，对债务保障程度明显下降。
11 常州 SMECNII001	江苏旺达纸业股份有限公司（以下简称“旺达纸业”）	BBB+/稳定调整至 CC/负面 【大公国际】	2012 年初，由于原材料进口废纸价格上涨，旺达纸业造纸业务出现成本倒挂现象，导致其造纸业务亏损并于 2012 年 7 月初停产。旺达纸业有息债务较高，受现金流紧张影响，面临很大的偿债压力。截至 2013 年 4 月底，旺达纸业有息债务为 5.89 亿元，且多笔贷款出现逾期，短期有息债务获得银行流动性支持的可能性较小。旺达纸业基本处于停产状态，经营性净现金流处于较低水平，偿债来源匮乏，未来偿债能力的改善主要依赖于资产、债务重组及控股股东的支持，但重组方案及股东支持存在较大不确定性。
13 四川 SMECN1	四川广汉士达碳素股份有限公司（以下简称“广汉股份”）	由 A-/负面调整至 B-/负面 【上海新世纪】	2013 年 11 月以来，广汉股份两家贷款银行因土地抵押登记分歧对其提起诉前保全，相应抵押物被法院查封，此查封事件引起金融机构连锁反应，其他多家金融机构提前起诉财产保全，根据广汉股份公告数据，金融机构查封的资产 2013 年 12 月底账面净值合计达 89480 万元。2013 年 12 月初，广汉股份已全面停产。

资料来源：联合资信整理

截至目前，中小企业债务融资工具自发行以来尚未出现债务违约事件，但已经发生 4 起债务发行人主体违约事件及多起濒临违约但未实质违约事件，上述事件的发生主要由于以下几方面的原因：①所在行业低迷，市场竞争激烈，产品结构单一，企业竞争力较弱导致生产经营停滞，经营情况恶化；②上游原材料价格波动较大，成本控制能力较弱，出现经营性亏损，资金链断裂；③与关联方资金往来或对外担保金额较大，关联方经营情况恶化导致自身出现流动性风险；④股东实力较弱，当经营情况恶化、银行抽贷时外部支持有限。

总体看，近两年外部经济环境持续低迷导致中小企业抗风险能力减弱、经营压力加大，违约风险上升；同时由于集合债券设置了增信措施，债项级别变动的可能性较小，因此整只

集合债券发生违约的风险较低,但也不排除地方性增信机构代偿能力弱化而导致集合债券债务违约风险上升。

六、关注

由于2012年、2013年中小企业集合债务融资工具发行处于高峰期,而集合债券一般发行期限为3年左右,导致2015年和2016年成为集合债券兑付的高峰期。经统计,截至2014年10月底,共有33只合计71.27亿元的集合债券将于2015年兑付,19只合计40.49亿元的集合债券将于2016年兑付。对于未来即将兑付的集合债券,我们建议关注以下类型的发行人:

1. 2014年评级机构跟踪的主体信用等级在BB+级及以下的企业,信用等级为投机级,整体偿债能力和抗风险能力弱,更易受外部宏观环境的不利影响。

2. 评级展望为负面、观望或列入降级观察名单的企业,这种类型的企业未来可能出现经营状况恶化、盈利能力下降或其他负面的事件,主体信用等级下调的可能性比较大。

3. 行业景气度较差,下游市场需求低迷,例如化工、工程机械、造船、钢铁、贸易等相关行业的企业。

4. 市场竞争能力较弱、收入规模下降、已出现经营性亏损或濒临亏损的企业。

5. 对外担保金额较大且行业、客户集中度高的企业,以及关联方占用大量资金、关联方资金链出现紧张的企业。

6. 银行抽贷、外部融资渠道狭窄、已无银行授信可用、股东实力弱的企业。

另外,对于增信措施中担保方信用等级下调、展望为负面、代偿能力明显减弱的集合债券,投资者也需重点关注。

总体上看,2013年以来中国实体经济增速放缓,中小企业经营压力仍较大,集合债券发行人整体抗风险能力较弱,但由于外部增信措施的设置,集合债券整体债务风险可控。

附件1 联合资信对债券违约的定义

1. 债券违约定义：

（1）以宽松的违约定义标准衡量

联合资信认为宽松的债券违约定义标准是：债券未能如期兑付且在宽限期内（通常 1-2 个工作日）未及时纠正的情况视为债券违约。

（2）以严格的违约定义标准衡量

根据国际上通行的债券违约定义和我国银行间债券市场对违约事件的定义，联合资信认为的严格的违约定义标准是，债务人发生下列任何一种情况均视其发行的债券违约：一是债务人未能按照合约规定支付或延期支付债券本金和/或利息，包括在宽限期内的延期支付；二是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显地帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；三是债务人申请破产或进入破产清算程序，被接管，被停业或关闭；四是债务人不能清偿到期债务并且资产不足以清偿全部债务，明显缺乏清偿能力或书面承认其无力偿还到期债务；五是债务人的其他金融债务发生违约，如对商业银行的实质性信贷债务逾期 90 天以上。但是如果债券具有担保，在债务人发生上述三、四或五的情况时，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券不被视为违约。

2. 发行人主体违约定义：

如果从发行人主体信用质量的角度考虑，我们认为债务人发生上述严格的债券违约定义中的任何一种情况，可判定为债务人主体发生违约。