曹育玮、野兆旸、姬昱璇、魏诗怡、黄琪惠

中国人民大学财政金融学院

2022年12月13日



1937

- 2 违约原因分析
- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示



"散户集中营"

违约事件回顾



图 1: 2014 年至今永泰能源月股价 K 线图

- 4 ロ ト 4 団 ト 4 珪 ト 4 珪 - り Q ()

"广西的弃子"



图 2: 永泰能源董事长王广西

- 2015年, 王广西夫妇以 370 亿元财富, 排在《胡润百富榜》 第 37 位
- 2017年永泰能源跨越千亿资产门槛,负债规模和现金流净流出额也在攀升
- 据媒体报道, 自危机以来王广西总是夜不能寐、心有不甘

- 1 违约事件回顾
- 2 违约原因分析
- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示



新债发行取消, 发新还旧失败

违约事件回顾

- 永泰能源 2017 年发行的第四期短期融资券,该债券额度 15亿元,发行期限一年
- 2018年6月28日在官网发布了关于2017年度第四期短期融资券2018年兑付公告
- 6天后,永泰能源对外宣布向中信银行申请了35亿元的综合 授信,向平安信托申请6亿元综合授信
- 公司还拟发行20 亿元3 年期债券用来偿还债务
- 决议公告发出次日,原计划于当日发行的2018年度第四期 短期融资券由于认购额不足,发行失败
- 规模7亿元的短期融资券在7月5日宣布发行失败,借新还旧计划化为泡影

イロト (部) (注) (注) 注 り (0)

- 2018 年 7 月 5 日晚,上海清算所发出公告,称未收到永泰 能源应偿付的 15 亿"17 永泰能源 CP004"的本金及利息
- 永泰能源官网次日发布公告称"17 永泰能源 CPO04"截至 兑付日营业终止时,仍未将本金及利息金额转至上海清算 所,本期债券发生违约
- CP004 短期融资券发行金额为 15 亿元, 利率 7%, 应付本 息金额合计为16.05 亿元

937

- 交叉违约是指若发债企业其他债券偿付过程中发生违约,则本债券也被视为违约,属于限制性条款的一种
- 2018年7月31日,永泰能源发布公告称由于"17永泰能源 CP004"的违约以及其所引发的连锁债券违约,流动资金存量较少,债券偿还压力过大
 - 交叉违约条款的限制最终导致13 只债券相继被提前到期,构成违约
- 交叉违约条款是否真正保护投资者利益?
 - 理想状况: 【双赢】降低债券融资成本、保护债权人权利
 - 现实情况: 【损害利益】触发金额门槛设置较低、违约主体 7 局限再融资困难、违约债务性质过于宽泛等原因

违约事件回顾 0000

2 违约原因分析

- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示



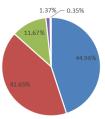
永泰能源基本情况

- 组建于 1992 年 7 月,发展初期以煤炭为主营业务
- 1988 年开始推进股份制改革
- 1998年上市,是煤炭板块上市的唯一一家民企
- 多元化扩张,逐渐发展为一家综合性能源企业
- 截至 2022 年 9 月 30 日, 永泰集团有限公司为第一大控股股 东

多元化业务板块

违约事件回顾





■ 电力 ■ 煤炭 ■ 石化贸易 ■ 其他(补充) ■ 其他

图 3: 永泰能源主要经营业务

- 拥有煤炭企业 16 家,均达到大型矿企水平
- 电力业务收入以国家电网的并网销售为主
- 子公司华赢化工、惠州大亚湾油品码头

姬昱璇、魏诗怡、黄琪惠 永泰能源: 与煤共舞、浴火重生

中国人民大学财政金融学院

- 1 违约事件回顾
- ② 违约原因分析 宏观分析 经营战略分析 财务分析
- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示



宏观经济下行



图 4: 2009-2018 年我国 GDP 和 PPI 增速变化

- 09 年开始,我国宏观经济整体呈现下行态势 🔀
- 市场需求少,产能易过剩,资金流动性变差,加剧债券违约 风险

煤炭行业日渐式微



图 5: 2009-2018 年煤炭消费量占能源总消费量的比重

- 行业周期性和政策的双重影响,产量与销量降低 🖤
- 经营活动现金流逐渐减少,内部造血能力减弱

- 支持其扩张战略的外部资金主要通过定向增发、股权质押等 方式融资募集
- 资本市场监管趋严
 - 2018 年债券市场去杠杆政策
 - 2018 年金融监管相关政策
- 第四期短期融资券发行失败,直接导致了永泰能源资金链断裂
- 后续触发交叉违约条款引发连锁反应,使其产生债务危机



- 1 违约事件回顾
- 2 违约原因分析 经营战略分析
- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示



盲目扩张战略



图 6: 2009-2018 年永泰能源资产及其增长率

- 发展初期,扩张速度远超其实际经营能力
- 投入大量的资本金: 煤炭资源的整合; 收购兼并
- 主要依靠银行信贷及资本市场融资来筹集资金

融资策略激进

违约事件回顾



图 7: 2009-2018 年永泰能源筹资活动现金流变化

- 借款抵押、质押、借款保证金等原因而产生的受限资产合计 达到了 418 亿元
- 高规模的受限资产增加了其流动性风险

18 / 45

违约经济后果 0000

信息披露缺陷

违约事件回顾

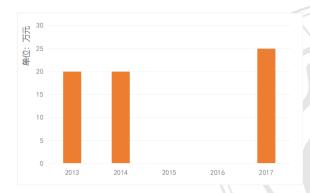


图 8: 2013-2017 年计提坏账准备

- 无形资产主要为矿产权,与煤炭行业经济发展正相关
- 当发生实质性经济贬值时却没有计提相应的坏账准备

E F 4 € > € 900

曹育玮、野兆旸、姬昱璇、魏诗怡、黄琪惠 永泰能源:与煤共舞、浴火重生 中国人民大学财政金融学院

信息披露缺陷 (cont.)

违约事件回顾

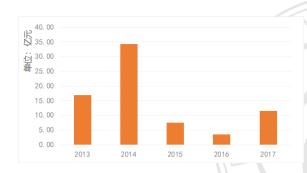


图 9: 2013-2017 年预付款项

• 2014 年永泰能源预付款项为 34.29 亿元,远高于其他年度

• 2017 年披露原因为动力煤的单价上涨

- 1 违约事件回顾
- ② 违约原因分析 宏观分析 经营战略分析 财务分析 信用评级虚言与滞亡风险
- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示



现金流状况

违约事件回顾

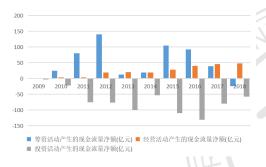


图 10: 2009-2018 年三项现金流变化情况

- 经营现金流量平缓增长,投资净现金流一直为负
- 发展过程中对外筹资依赖性强,现金流成为内在隐患
- 2018 年短期融资券发行失败,巨额的资金缺口无法补足

法补足

资产负债情况

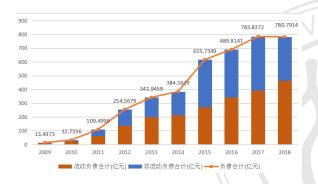


图 11: 2009-2018 年永泰能源负债变化

- 逐步发行多个品种的债券筹集资金,累积大量债务
- 借新还旧继续运作,负债规模快速上升

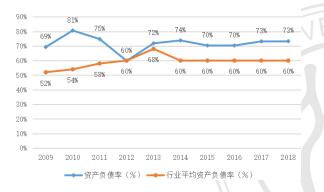


图 12: 2009-2018 年资产负债率与同行业对比情况

- 永泰能源资产负债率保持在70%以上,高于行业平均资产负 债
- 处于高杠杠运行状态,企业偿债能力较差

盈利状况



图 13: 2009-2018 年营业收入、净利润变化情况

- 营业收入呈现增长趋势,但其增速呈波动下降
- 2018 年永泰能源净利润暴跌

盈利状况 (cont.)

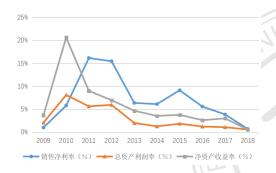


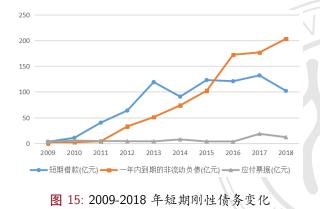
图 14: 2009-2018 年盈利能力指标变化情况

- ROA 和 ROE 均呈现整体下滑趋势
- 产业规模及跨界投资的增加并未给企业带来良好的效益
- 盈利不足,资产利用率低,企业整体财务状况不佳

0000000000000

短期刚性债务超纲

违约事件回顾



- 刚性债务是有确定债权债务关系的负债
- 一年内到期的非流动负债呈较快的上涨趋势,

姬昱璇、魏诗怡、黄琪惠

- 2 违约原因分析 信用评级虚高与滞后风险
- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示



Z 值与信用评级对比



图 16: 2013-2018 年 12 月 Z 评分变化

- 联合资信在 2013 年和 2014 年连续两年授予民营公司能够 获得的最高信用等级 AA+
- Z 值为 0.412 和 0.433, 信用评级不切实际地偏高
- 15 年联合资信才将信用评级稍稍下调至 AA, 评级滞后

KMV 模型与信用评级对比

违约事件回顾

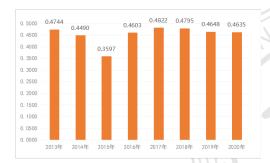


图 17: 2013-2020 年 KMV 模型违约概率

• 除 2015 年违约概率低于 0.4 之外, 其余几年均在 0.4 以上

- 债券违约发生前的 2017 年, 违约概率高达 0.4822
- 双评级制度与改进信用评级机制

|ロト 4回 ト 4 差 ト 4 差 ト | 差 | 约 Q G

- 1 违约事件回顾
- 2 违约原因分析
- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示



• 股价下跌、持续停牌

- 2017年11月对外公告称因重大资产重组影响而停牌
- 2018年4月复牌后连续跌停,至2018年7月,跌至每股 1.67元的最低水平
- CP004 违约后,自 2018年7月6日停牌,同年12月10日 复牌后仍处于跌停状态
- 控股股东股份冻结
 - 2018 年 7 月 6 日青岛诺德 6.59 亿股份被冻结
 - 2019 年 3 月 21 日永泰集团持有无限售流通股冻结

(ロ) (部) (注) (注) 注 り(()

• 再融资举步维艰

- 信用下降,取消发债,投资者对永泰能源和债券市场的信心 大打折扣
- 再融资难度变大、成本升高,企业融资渠道受限
- 银行等金融机构贷款风险增加
 - 违约事件涉及 30 家银行的利益和信誉,国开行授信额度高达 160.6 亿元
 - 授信额度在10亿元及以上的租赁公司包括中建租赁、国银租赁和民生租赁
 - 信托类包括厦门国际信托、浙金信托、中航信托



推动债券市场化进程

违约事件回顾

- 隐性担保与"刚兑"长期存在
- 2014年前,公司发行债违约较少,助长投资侥幸心理和盲目追求高收益的冲动
- 债券市场运行机制扭曲、风险与收益错配,影响到债券市场的长久稳定
- 永泰能源大规模的债券违约事件唤醒了债券市场风险的认知,推动我国债券市场的市场化进程

937

违约事件回顾 | 0000

- 2 违约原因分析
- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示



4 D > 4 B > 4 E > 4 E > 9 Q C

多途径获取资金

- 接受政府政策与资金支持
 - 组建专门用于救助民营企业的纾困基金, 金额为 20 亿元
 - 成立债务清理小组
 - 鼓励银行加快民营企业贷款审批速度,提高资金流动性
- 稳住生产经营,发展优势产业增加收入
 - 公司维持电、煤主业生产经营稳定,增加经营性净现金流
- 积极瘦身, 出售非核心资产回款
 - 公司积极瘦身、出售部分资产、增加投资性净现金流
- 与融资机构沟通,取得新增流动性支持
- 股东增持

债券拍卖与债务重组

违约事件回顾

- 首次匿名拍卖形式处置违约债券
 - 2019 年 2 月 27 日,将三支到期违约债券挂到中国外汇交易中心匿名拍卖
- 债务重组
 - 争取债务展期: 展期兑付的金额共 75.9 亿元
 - 消滅利率: 部分债权人将永泰能源的贷款利息降到基准利率 左右

1937



• 以资本公积转增股票

- 以现有股票为基数,以每10股转增7.88股的比例将资本公积转增为股本
- 本次转增的股票不向原股东分配
 - 全部向债权人进行分配以抵偿债务及支付重整费用
- 本次债转股扩大了公司的股本,增加了永泰能源的每股净资产,有效改善了公司的财务状况,同时大幅抵消了永泰能源的债务问题

<ロ > ← □ > ← □ > ← □ > ← □ ≥ − の へ ○

- 2 违约原因分析
- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示 发债主体视角 监管机构视角



- 2 违约原因分析
- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示 发债主体视角 监管机构视角



如何防范债务违约

- 合理制定战略规划,警惕激进扩张
 - 发展初期资源利用效率较低,造成了企业资源的浪费
- 加强企业债务管理、警惕债券交叉违约
 - 预计可能发生违约的风险评估,不断提升自身债务管控的能 力与水平
- 建立与完善财务预警体系
 - 重视财务状况与资本结构,建立与完善适用于企业的财务预 警模型

- 内部积极应对的同时寻求外部支持
 - 对内成立金融机构债权人委员会,对外积极寻求外援支持, 加强与政府的沟通
- 全力稳定生产经营
 - 企业持续稳健的生产经营是企业发展的内在动力,也是企业 存续与可持续发展的根本保障
- 制定切实可行的重整方案
 - 债务上,公司将债权分类,针对不同债权采取不同的处置措施
 - 经营管理上,制定方案时结合短期及长期目标



- 1 违约事件回顾
- 2 违约原因分析
- 3 违约经济后果
- 4 违约处置措施
- 5 总结与启示 发债主体视角 监管机构视角



- 完善信息披露制度和信用评级制度
 - 评级机构主动持续披露相关风险监测结果信息
 - 建立支付服务费给第三方评级机构的机制
- 加强行业环境变化预警机制
 - 建立行业环境变化大数据预警的模型
 - 结合企业自身的偿债能力与行业地位分析

937

4 D > 4 A > 4 E > 4 E > 9 Q Q



4 D > 4 A > 4 B > 4 B > B 9 Q Q

曹育玮、野兆旸、姬昱璇、魏诗怡、黄琪惠

中国人民大学财政金融学院

永泰能源: 与煤共舞、浴火重生