

永泰能源：与煤共舞、浴火重生

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



中國人民大學
RENMIN UNIVERSITY OF CHINA

- 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

“散户集中营”



图 1: 2014 年至今永泰能源月股价 K 线图

“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



7 / 45

② 违约原因分析

宏观分析

经营战略分析

财务分析

信用评级虚高与滞后风险

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

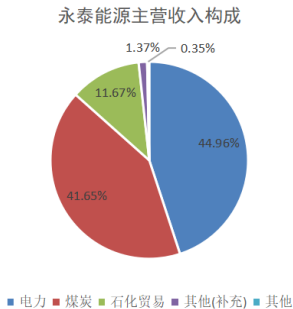


图 3: 永泰能源主要经营业务

- 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

宏观经济下行

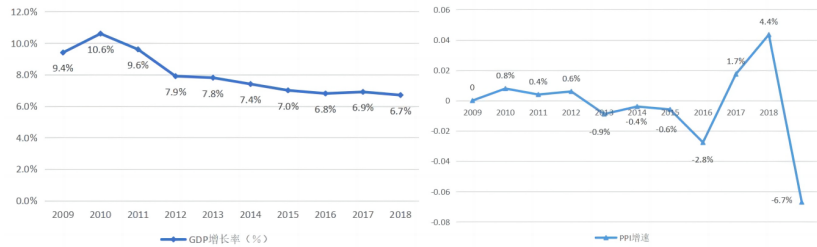


图 4: 2009-2018 年我国 GDP 和 PPI 增速变化

- 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

监管环境日趋严格

- 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

盲目扩张战略

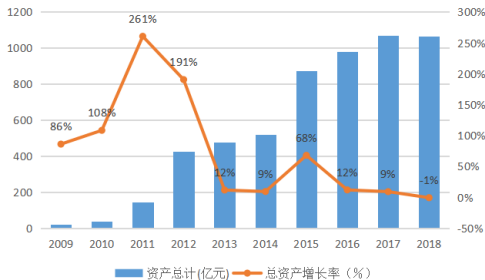


图 6: 2009-2018 年永泰能源资产及其增长率

- 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

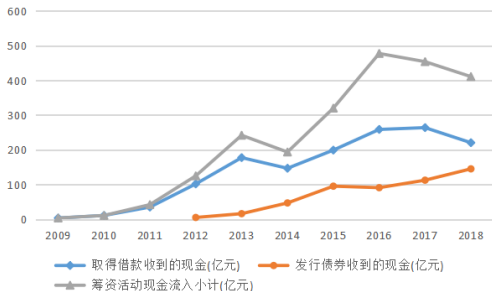


图 7: 2009-2018 年永泰能源筹资活动现金流变化

- 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

信息披露缺陷

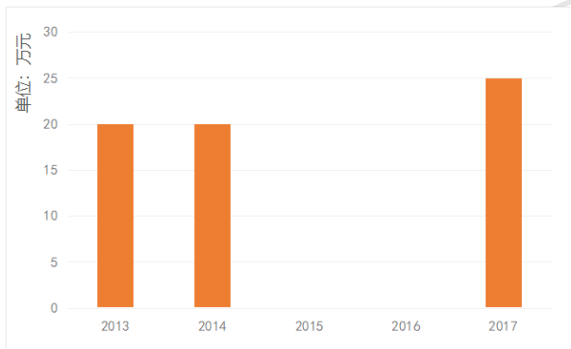


图 8: 2013-2017 年计提坏账准备

- 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

信息披露缺陷 (cont.)

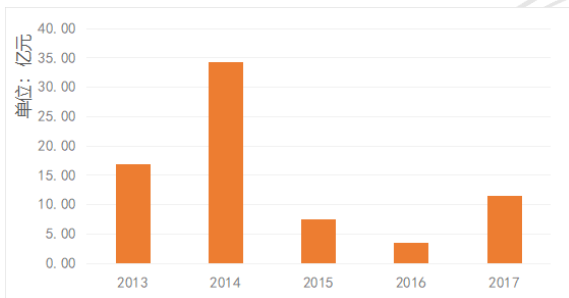


图 9: 2013-2017 年预付款项

- 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

② 违约原因分析

宏观分析

经营战略分析

财务分析

信用评级虚高与滞后风险

⑤ 总结与启示

现金流状况

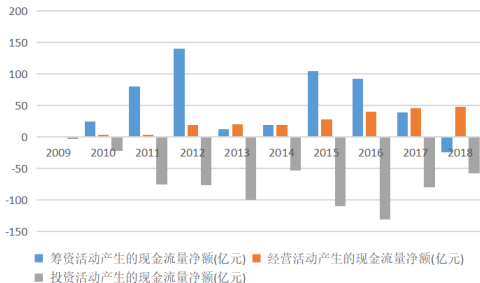


图 10: 2009-2018 年三项现金流变化情况

- 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

资产负债情况

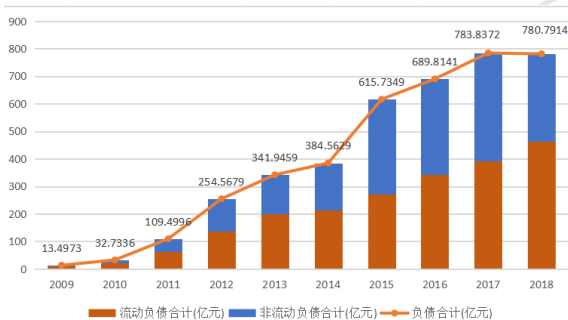


图 11: 2009-2018 年永泰能源负债变化

- 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

资产负债情况 (cont.)

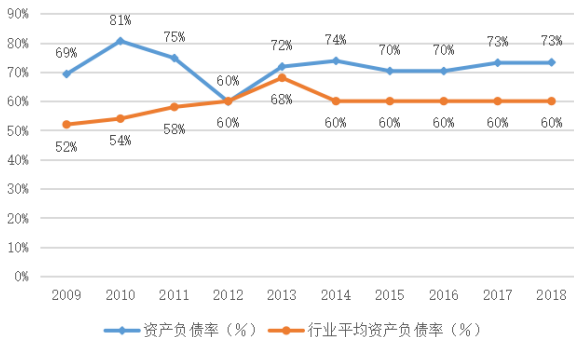


图 12: 2009-2018 年资产负债率与同行业对比情况

- 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
- 处于高杠杆运行状态，企业偿债能力较差

盈利状况

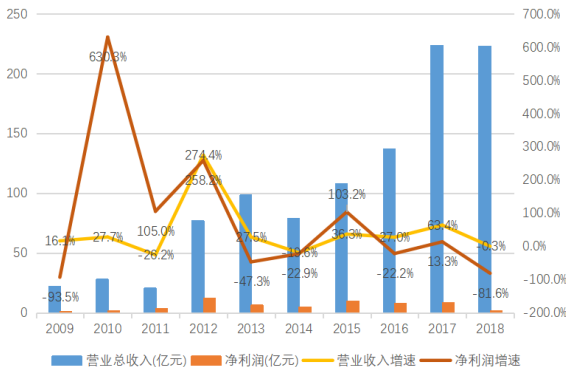


图 13: 2009-2018 年营业收入、净利润变化情况

- 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.)

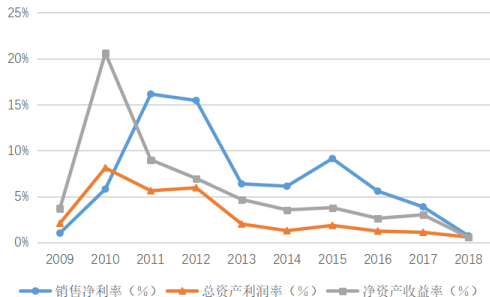


图 14: 2009-2018 年盈利能力指标变化情况

- 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

短期刚性债务超纲

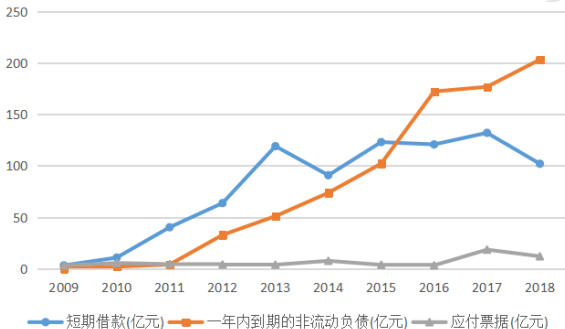


图 15: 2009-2018 年短期刚性债务变化

- **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，财务风险大

② 违约原因分析

宏观分析

经营战略分析

财务分析

信用评级虚高与滞后风险

⑤ 总结与启示

Z 值与信用评级对比

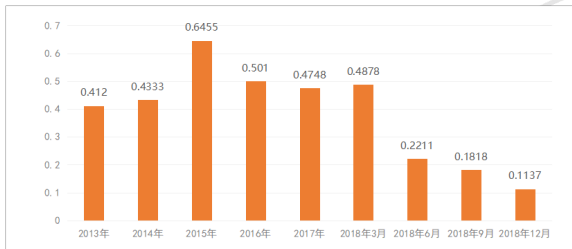


图 16: 2013-2018 年 12 月 Z 评分变化

- 联合资信在 2013 年和 2014 年连续两年授予民营企业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

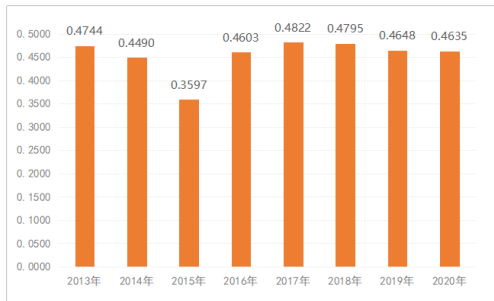


图 17: 2013-2020 年 KMV 模型违约概率

- 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

- 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



资本市场相关反应

- 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

推动债券市场化进程

- 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

- 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



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

- 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
 - 消减利率：部分债权人将永泰能源的贷款利息降到基准利率左右

部分债务资本化

- 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

① 违约事件回顾

② 违约原因分析

③ 违约经济后果

⑤ 总结与启示

发债主体视角

监管机构视角

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



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

如何高效重整债务

- 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

如何提高监管效能

- 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

Thanks!

