

102页PPT看违约——信用债违约探秘

分析师：黄伟平 (S0190514080003)

吴鹏 (S0190520080009)

报告日期：2020-09-23

- 引言：2018年以来信用债违约趋于常态化，如何识别违约风险、以及违约信用债后续的求偿情况也备受市场关注，本文我们拟将前期报告中信用债违约相关的研究成果汇总更新，形成系统性的信用债违约分析框架，供投资者参阅。
- ✓ 具体来看，第一部分系统性梳理当前信用债违约特征和违约原因；同时提出除了实质违约外，投资者还需要关注发行人“花式”操作；此外，违约对信用市场整体冲击边际减弱的情况下，投资者更需要关注个体的信用风险；
- ✓ 第二部分，我们就诸如方正集团、西王集团等大型企业的违约案例进行了梳理解读，并给出了大型企业的违约启示录；
- ✓ 第三部分，我们则对违约的民营房企案例进行了梳理，总结了房企债的违约共性，并提出了对于民营房企需要关注的风险点；
- ✓ 最后我们总结了信用债违约后的几种求偿方式，整理了当前信用债的违约回收情况和我国最新的债券违约处置的相关政策，供投资者参阅。

●第一部分：信用债违约趋于常态化&违约原因多样，民企信用风险尤须警惕

- ✓ 违约特征：2018年以来，信用债违约已经趋于常态化；不过2020年以来，信用债违约以“专业户”为主。民企违约的形势依然严峻，从新增违约主体可以看出，2020年新增的15家主体，依然是民企居多（12家）。
- ✓ 违约原因：信用债违约原因多样。除了行业下行、公司盈利下滑、债务结构不合理、过度依赖外部融资、股权质押风险等因素导致信用债违约外，公司治理（控股权之争、大股东掏空、管理层激进、对外违规担保等）引起的信用债违约愈加频发，更是有财务造假等造成违约的事件曝出。
- ✓ 除了实质违约外，投资者也需要关注发行人“花式”操作：包括发行人对债券本息进行展期的风险，以及债券置换及发行人后续的违约风险。
- ✓ 政策“呵护”，“企业纾困”在路上；同时违约对于信用市场的整体冲击在边际减弱，信用债违约冲击主要体现个体层面。
- ✓ 由于信用债违约趋于常态化，加上信用分层明显，未来预计民企违约将依然占据主导，投资者对于2020Q2盈利能力和现金流情况边际改善不大、偿债能力有所弱化的行业（诸如传媒、休闲服务等），尤其是其中的民营企业，仍需要保持更多警惕。投资者可以密切关注企业的盈利能力、债务结构、现金流情况和偿债能力等财务指标的边际变化，同时需要留意企业财务造假的可能，提高信用风险的甄别能力。

●第二部分：大型企业信用债违约剖析

- ✓ 对于股权结构复杂的企业需要保持高度警惕。1) 方正集团等债券的违约，为投资者敲响了警钟：对于股权结构复杂的企业需要多加留意。2) 不是所有的校企都有风险，投资者需要深入分析其基本面，对于弱股东背景、存在多元化扩张、有财务瑕疵和公司治理问题的校企可以保持更多谨慎。
- ✓ 公司治理问题引致的违约问题频发，投资者需要紧密关注。1) “进取型”企业需区分来看，过度激进、负债扩张往往会带来隐患：过于激进、且更多依赖负债扩张、甚至“短贷长投”，可能会无法迅速回笼资金。同时，违约的大型企业往往在债务高企的同时，伴随着自身盈利能力下滑和外部融资能力的下降，最终被高企的债务负担和短缺的现金流所累而走向违约。2) 对外担保需谨慎，除了面临代偿风险，更有可能面临外部融资被收紧的风险。陷入“互保”泥淖的西王集团，最终也被其所累。3) 控股权之争、大股东掏空、对外违规担保等公司治理问题，投资者也都需要保持高度关注。特别是实控人缺失的企业（诸如国安集团、中民投等），更容易诱发公司治理问题。
- ✓ 警惕大存大贷的企业，以防财务造假。

●第三部分：地产债违约剖析

- ✓ 5家违约房企的共性：1) 有一个通病：不专注主营地产业务。2) 违约房企在多元化扩张/转型的同时，地产业务经营不善。在16年以来的房地产调控政策趋紧冲击及公司自身因素影响下，地产业务逐渐走向“衰落”。3) 公司治理问题，投资者需要保持高度关注。
- ✓ 总结来看，对于不专注主营地产业务、进行多元化经营的房地产企业需要保持一定警惕，尤其是杠杆率偏高、债务结构不合理、短期偿债压力较大，同时盈利能力和外部融资能力表现不佳的民营房企需要保持高度关注；对于股权质押比例过高的房企，可能存在被大股东“掏空”的风险，投资者也需要保持警惕。

●第四部分：除了违约，后续的违约回收进展也值得关注

- ✓ 债券出现违约后，主要有以下几种后续的处置方案：（1）通过增信（担保）机构代偿；（2）债权人与债务人自主协商（包括自筹资金和债务重组）；（3）债权人进行违约求偿诉讼；（4）破产处理（包括破产重整、破产清算与和解）。此外，行政力量干预也是过去比较常见的一种债券违约处置推动力量。
- ✓ 整体上看，违约信用债的回收率（=取得兑付进展的违约债券数/违约债券总数）处于相对较低的水平（以公募债为例，剔除技术性违约），尤其是民企债违约回收率仅为13.0%。
- ✓ 投资者保护方面，《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》、《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》以及《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》等政策发布，有利于完善我国债券违约的处置机制，更好地保护投资者权益。

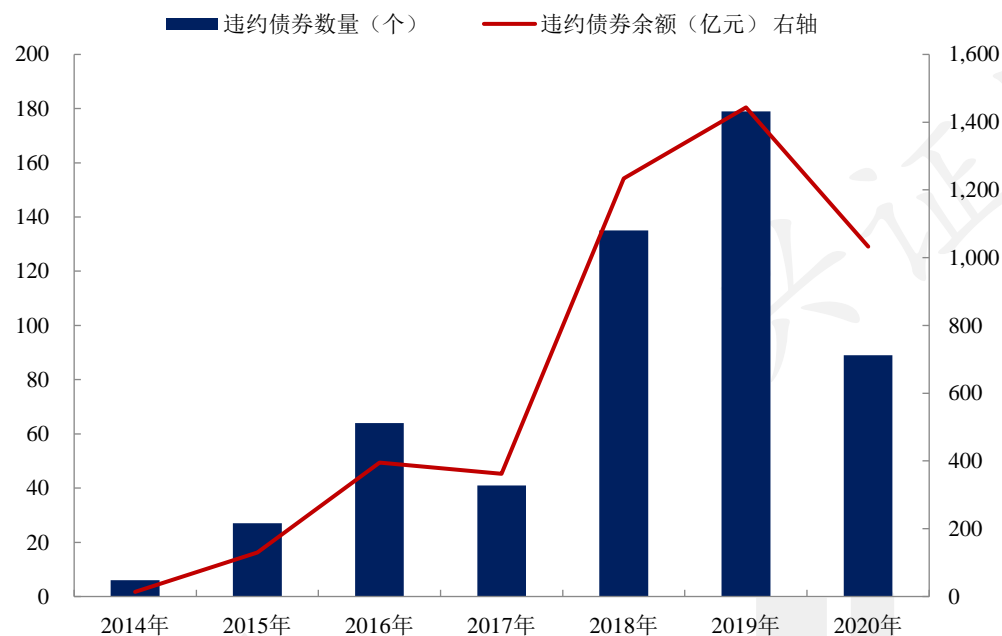
- 20200916 86页PPT看懂城投——城投分析框架
- 20200902 识别危与机，把握进与退——信用市场9月投资展望
- 20200819 3月以来信用债发行“冰火”演绎的背后——信用策略半月谈
- 20200803 炎夏至，觅甘泉，识风险——信用市场8月投资展望
- 20200728 高速公路类隐性债务化解知多少？——信用策略半月谈
- 20200715 细说永续债：“永续”的“枷锁”，带“刺”的“玫瑰”——信用策略半月谈
- 20200710 行至深处，观风测浪——信用市场7月投资展望
- 20200629 论“中”字头企业“国企信仰”的可靠度！——信用策略半月谈
- 20200616 调整票面利率的“条款陷阱”，你需要知道的事！——信用策略半月谈
- 20200602 鼓声未绝，细节蕴含“危”与“机”——2020年信用市场中期策略
- 20200508 关注补涨行情VS谨防“花样套路”——5月信用市场展望
- 20200406 趋势之下，提防暗礁——二季度信用市场展望
- 20200305 何妨吟啸且徐行：勉强的胜率VS弱化的赔率——3月信用市场展望

➤ 第一部分：信用债违约趋于常态化&违约原因多样，民企信用风险尤须警惕

1、2018年以来，信用债违约趋于常态化

- 2018年以来，信用债违约已经趋于常态化；
- 2020年至今（截至9月20日），违约信用债余额已经突破1000亿元。

2018年以来，信用债违约趋于常态化

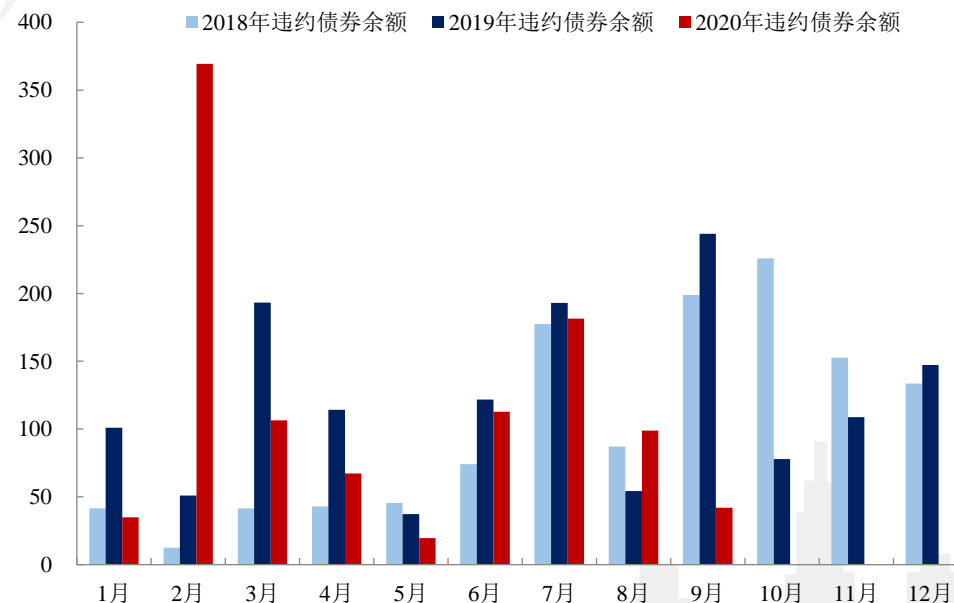


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2018-2020年各月信用债违约债券余额对比 (亿元)



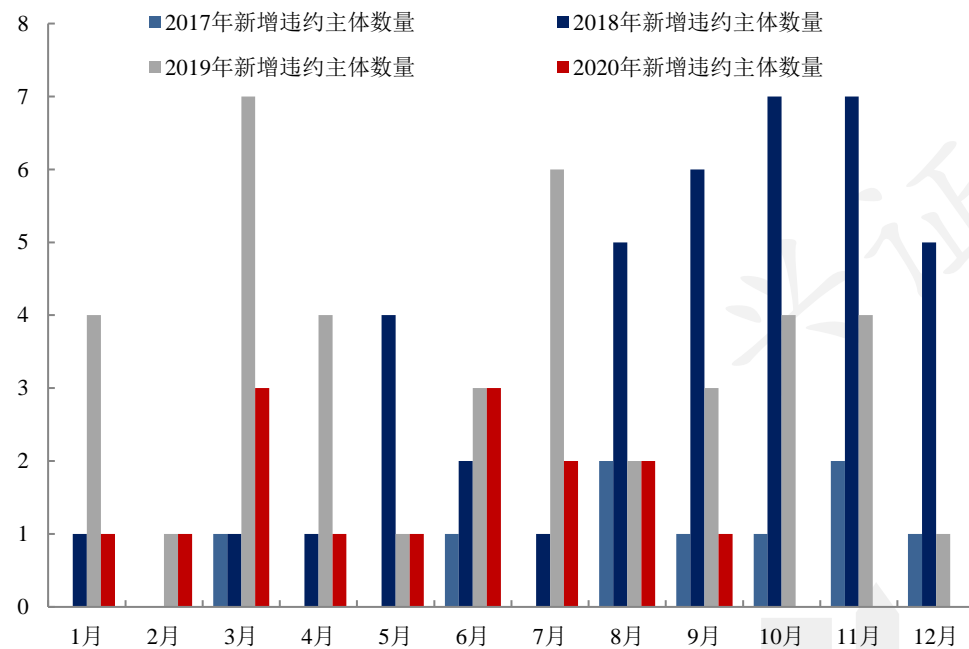
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至2020年9月20日

1、2018年以来，信用债违约趋于常态化

- 2020年以来，信用债违约以“专业户”为主；从新增违约主体来看，2020年至今新增的违约主体为15家，而2019年同期新增的违约主体为29家；
- 从各年度信用债违约中新增违约主体的债券违约规模占比可以看出，2020年以来新增违约主体的违约债券规模占比仅3成，信用债违约更多集中在“违约专业户”，对市场的整体冲击不大。

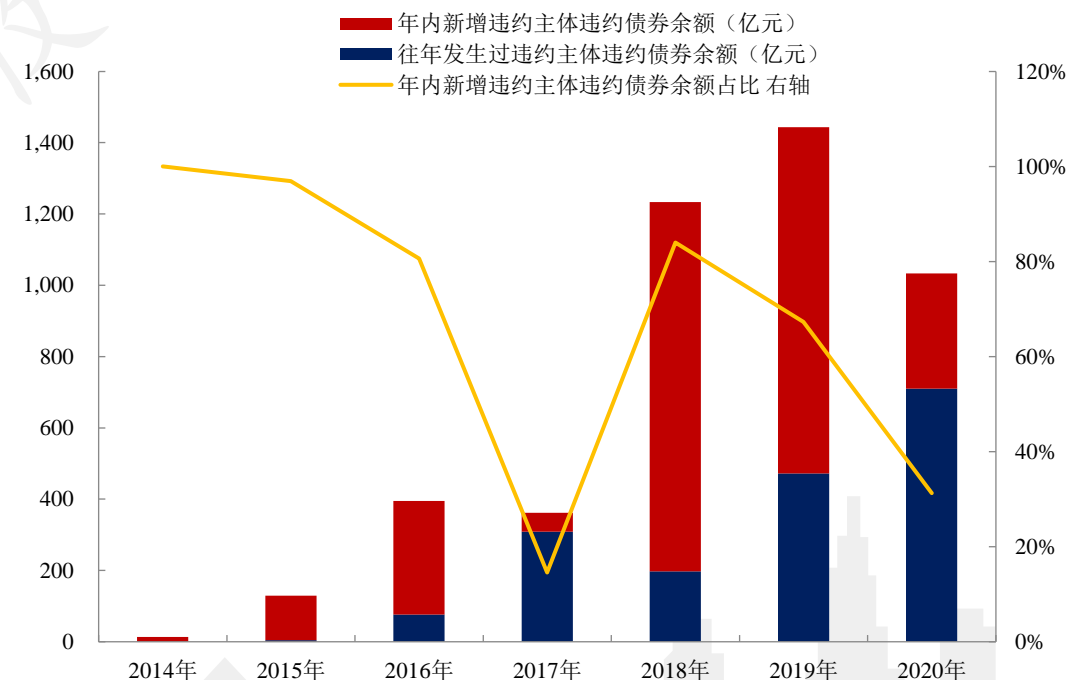
2020年以来，信用债违约以“专业户”为主（个）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至2020年9月20日

年内新增违约主体的违约债券余额占比趋于下降



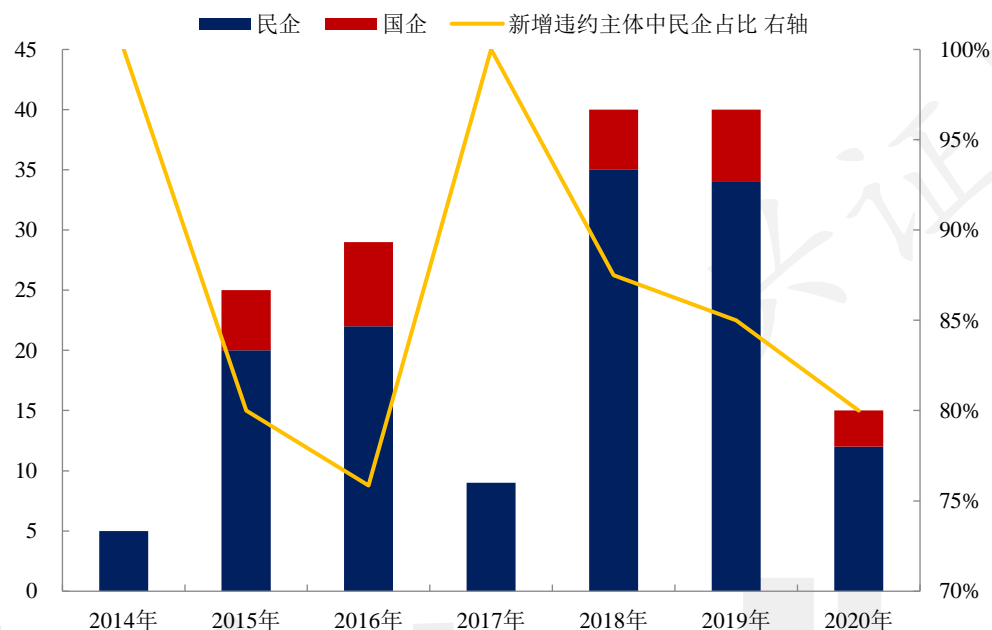
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至2020年9月20日

1、2018年以来，信用债违约趋于常态化

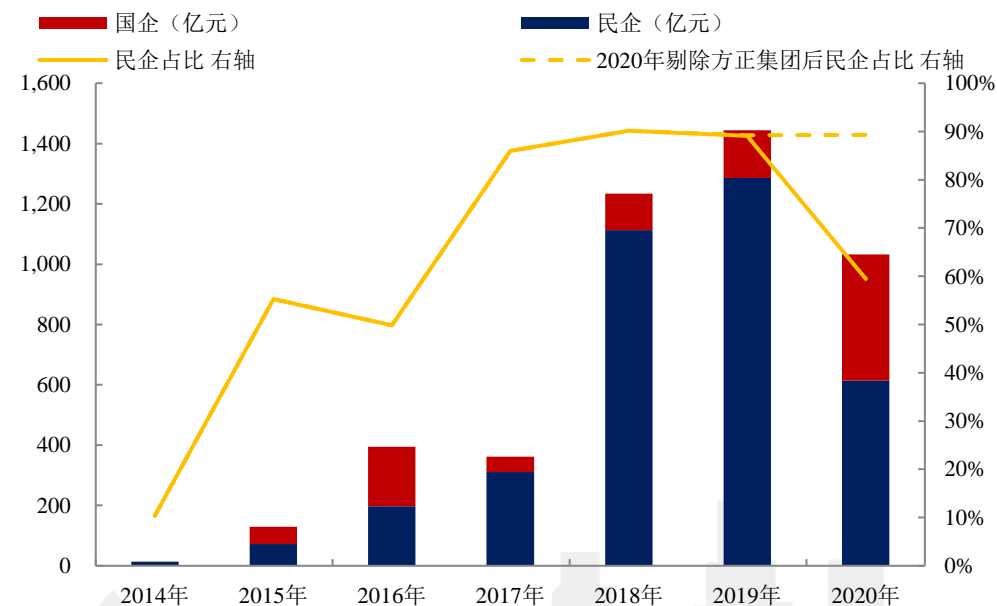
- 民企违约的形势依然严峻。从新增违约主体可以看出，2020年新增的15家主体，依然是民企居多（12家）；
- 2020年以来，如果剔除央企方正集团的大规模集中违约扰动，违约的信用债规模仍然以民营企业债居多。

新增信用债违约主体以民企为主（单位：个）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至2020年9月20日

如果剔除央企方正集团的集中违约扰动，民企债违约依然严峻（单位：亿元）

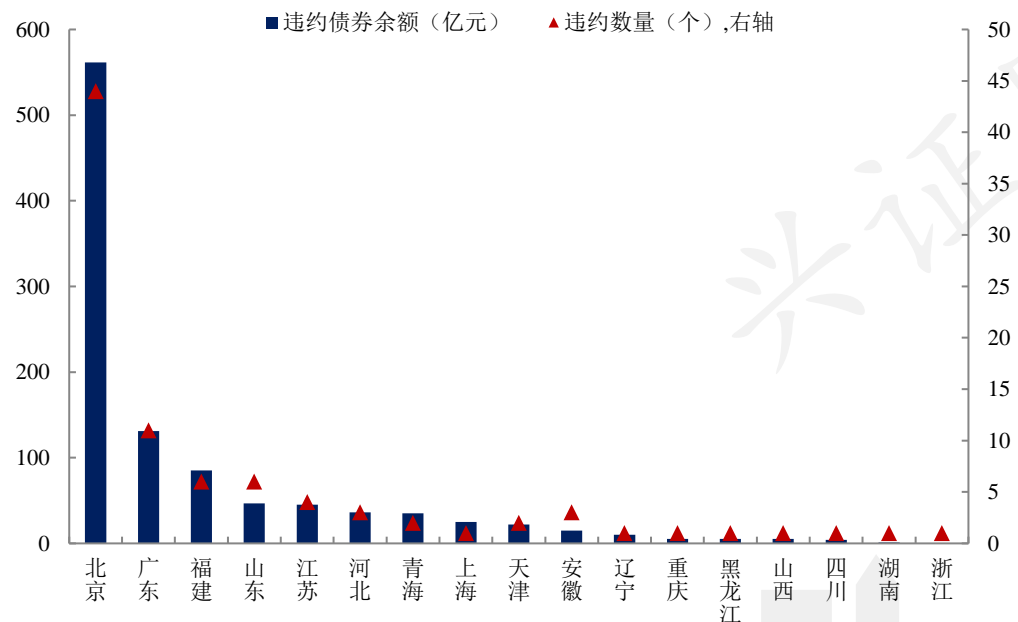


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至2020年9月20日

1、2018年以来，信用债违约趋于常态化

- 分地区看，2020年以来，北京、广东、福建等地区发生违约的债券余额较大，分别达到了561.4亿、130.9亿和85.2亿，合计占比高达75.3%，其中北京地区主要是方正集团大规模集中违约所致。
- 和2019年全年相比，北京、广东、福建等地区违约债券余额增加明显，而2019年违约规模较高的浙江、江苏等地区，2020年至今违约规模则相对较小。

2020年以来，信用债违约分布（按地区）

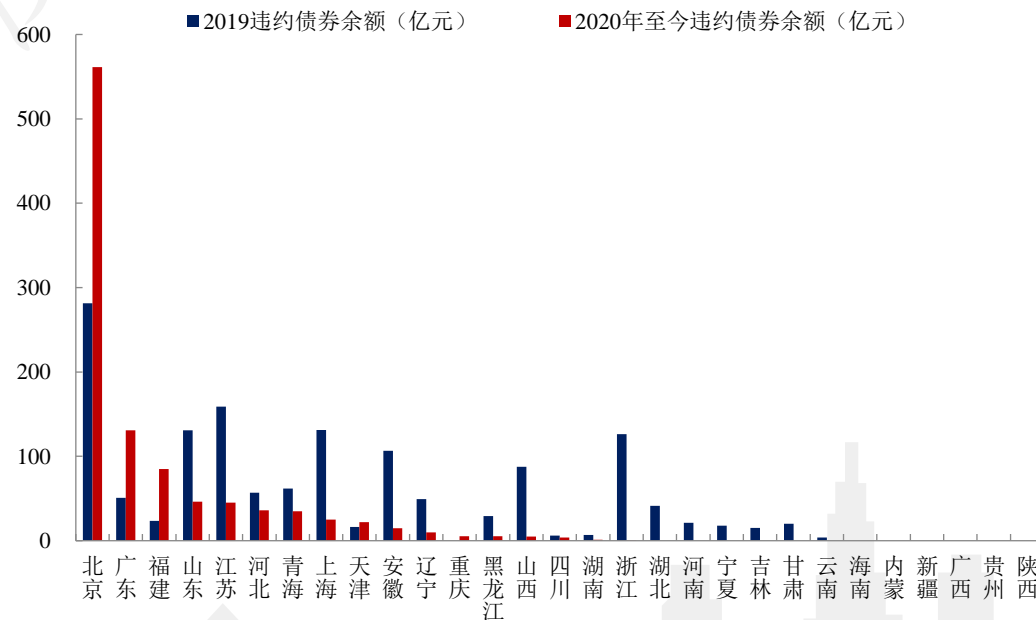


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的债券研究平台 数据截至2020年9月20日

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2019年&2020年至今，违约债券余额对比（按地区）



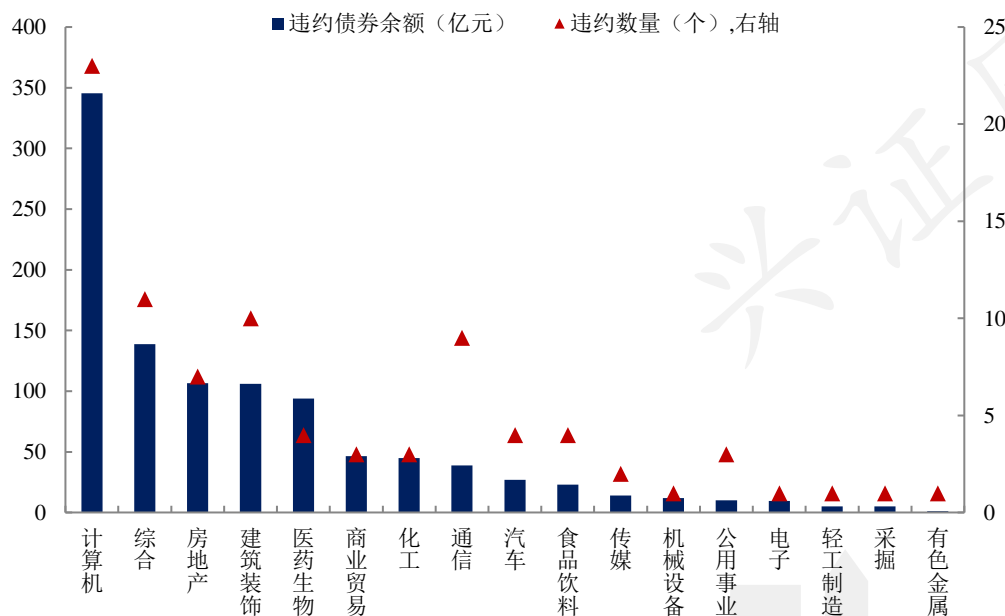
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至2020年9月20日

1、2018年以来，信用债违约趋于常态化

- 分行业看，2020年以来，计算机、综合、房地产等行业发生违约的债券余额较大，分别达到了345.4亿、138.7亿和106.6亿，合计占比超5成，其中计算机行业主要是方正集团大规模集中违约所致。
- 和2019年全年相比，计算机、房地产、医药等行业违约债券余额增加明显，而2019年违约规模较高的化工、商贸等行业，2020年至今违约规模则相对较小。

2020年以来，信用债违约势头趋缓（按行业）

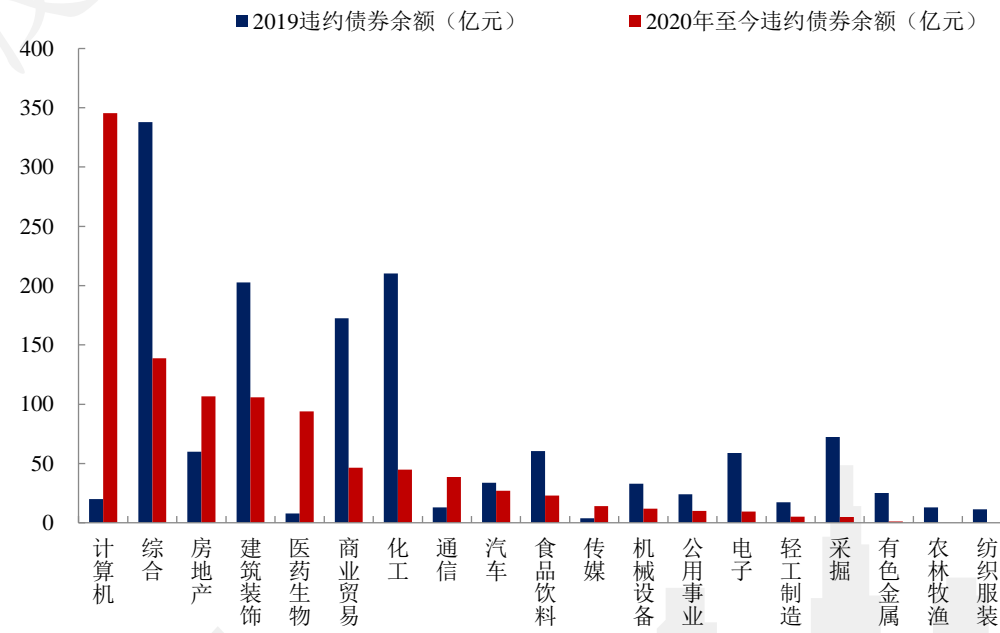


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的债券研究平台 数据截至2020年9月20日

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2019年&2020年至今，违约债券余额对比（按行业）



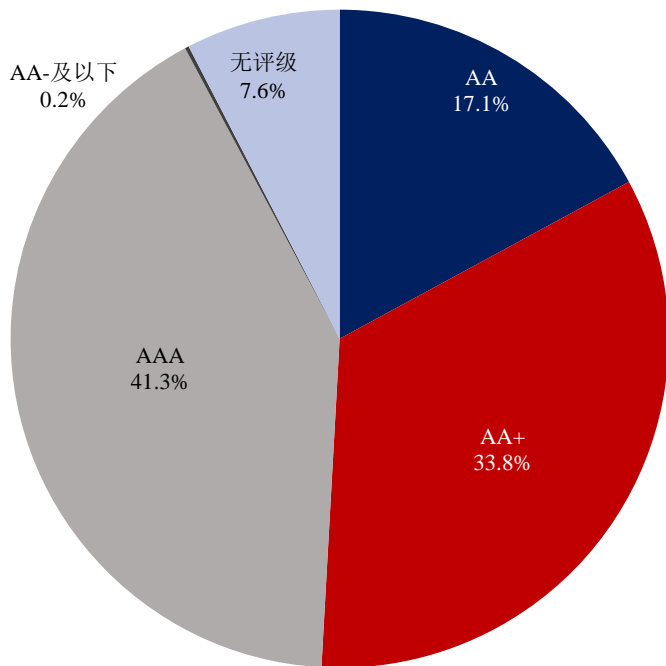
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至2020年9月20日

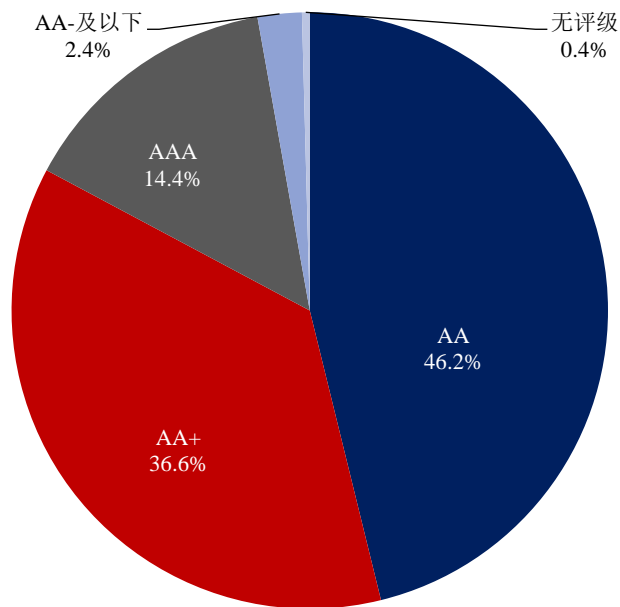
1、2018年以来，信用债违约趋于常态化

- 分发行时主体评级看，2020年以来，发行时主体评级为AA+及以上的信用主体发生违约的债券余额较大，合计占比达75.1%，其中AAA级主体评级占比较高主要是方正集团大规模集中违约所致。
- 和2019年全年相比，发行时主体为AA+及以上的高评级主体违约债券余额增加明显，意味着高的外部评级并不意味着“绝对安全”。一方面投资者对于外部评级不可迷信，另一方面投资者需要积极关注信用主体资质的边际变化。

2020年以来违约债券余额分布（按发行时主体评级）



2019年违约债券余额分布（按发行时主体评级）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的债券研究平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

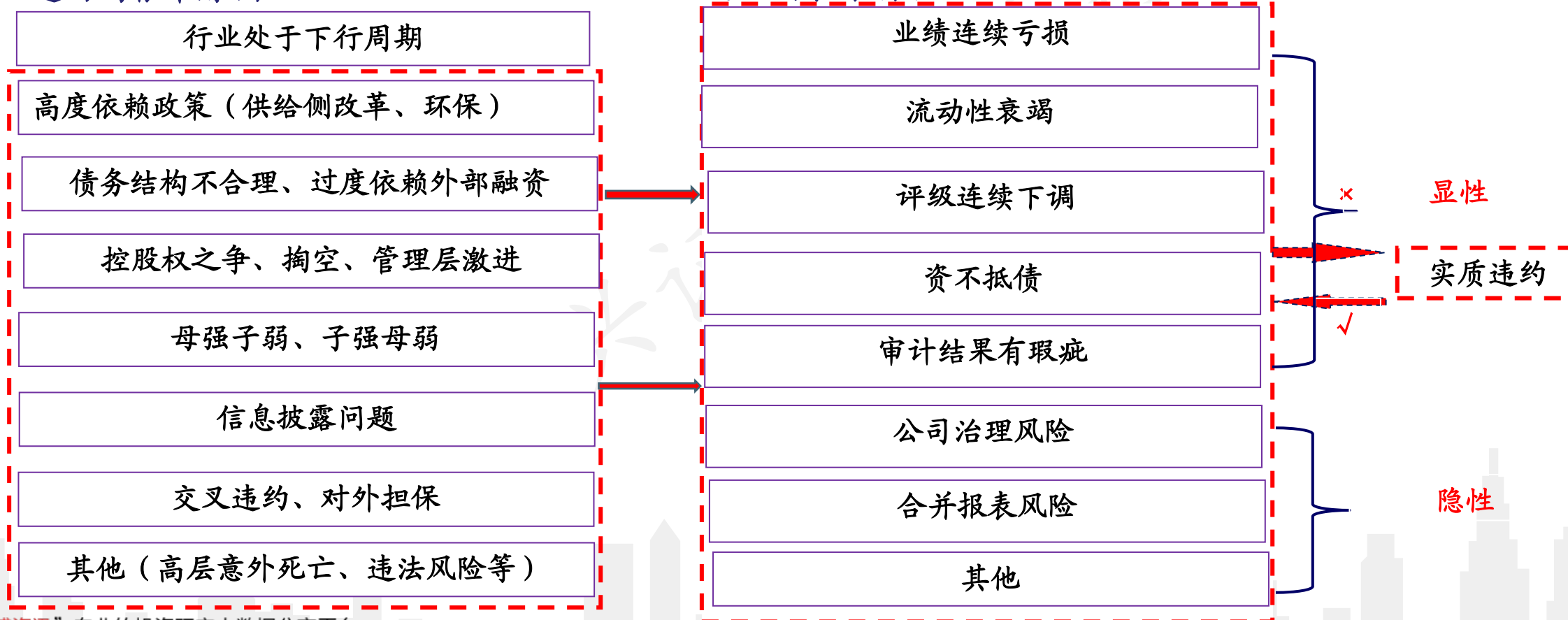
注：数据截至2020年9月20日

2、信用债违约违约原因多样

- 从违约原因看，信用债违约原因多样。除了行业下行、公司盈利下滑、债务结构不合理、过度依赖外部融资、股权质押风险等因素导致信用债违约外，公司治理（控股权之争、大股东掏空、管理层激进、对外违规担保等）引起的信用债违约愈加频发，更是有财务造假等造成违约的事件曝出。

违约的根本原因

违约的表象特征



2、信用债违约违约原因多样

- 2019年1月15日，18康得新SCP001因不能偿付到期本息10.41亿元，构成实质性违约。
- 分析康得新的财务报表可以发现，公司大量的财务数据存在造假嫌疑。康得新存在通过虚增交易、虚增资产、利用过渡性项目调节利润等方式进行财务造假的嫌疑。

公司大量的财务数据存在造假嫌疑

手段	具体方式	事件
虚增交易	虚构采购业务	公司之全资子公司康得新光电与赛鼎宁波签订一系列委托采购设备协议。截至2018年12月31日，康得新光电按照合同约定支付人民币21.74亿元的设备采购预付款。截至目前，公司并没有收到相应设备。
	虚构销售业务	公司调整2018年4季度营业收入为-16.84亿元。原因在于公司对2018年以前季度的销售进行调减，因销售退回调减154622.58万元。公司无法对销售退回款项改变进行合理解释。
虚增资产	存贷双高	公司2018年年报显示账面货币资金余额153.16亿元，带息负债余额105.01亿元（短期借款59.79亿元+应付债券40.44亿元+长期借款4.78亿元）。公司无法合理解释货币资金充足的情况下，为何无法偿还到期债务。
	虚增货币资金	公司2018年年报称账面货币资金122.1亿元存放于北京银行西单支行。会计师对此无法获得货币资金存放的充分审计证据。
利用过渡性项目，调节利润	大量计提资产减值准备	计提商誉减值准备4155.58万元；对价值6.02亿元的存货计提4.72亿元的跌价准备。公司无法说明计提大额减值准备的原因，存在平滑以前高估资产的可能。
	会计政策变更	公司2018年改变收入确认方式，从总额法改为净额法，调减前期确认的销售收入92375.43万元。

2、信用债违约违约原因多样

- 2019年7月5日，公司对外发布《关于收到中国证监会行政处罚事先告知书的公告》，明确表明公司2015-2018年通过虚构销售业务的方式虚增营业收入，并通过虚构采购、生产、研发费用、产品运输费用方式虚增营业成本、研发费用和销售费用。通过上述方式，2015-2018年该公司分别虚增利润总额23.81亿元、30.89亿元、39.74亿元和24.77亿元。

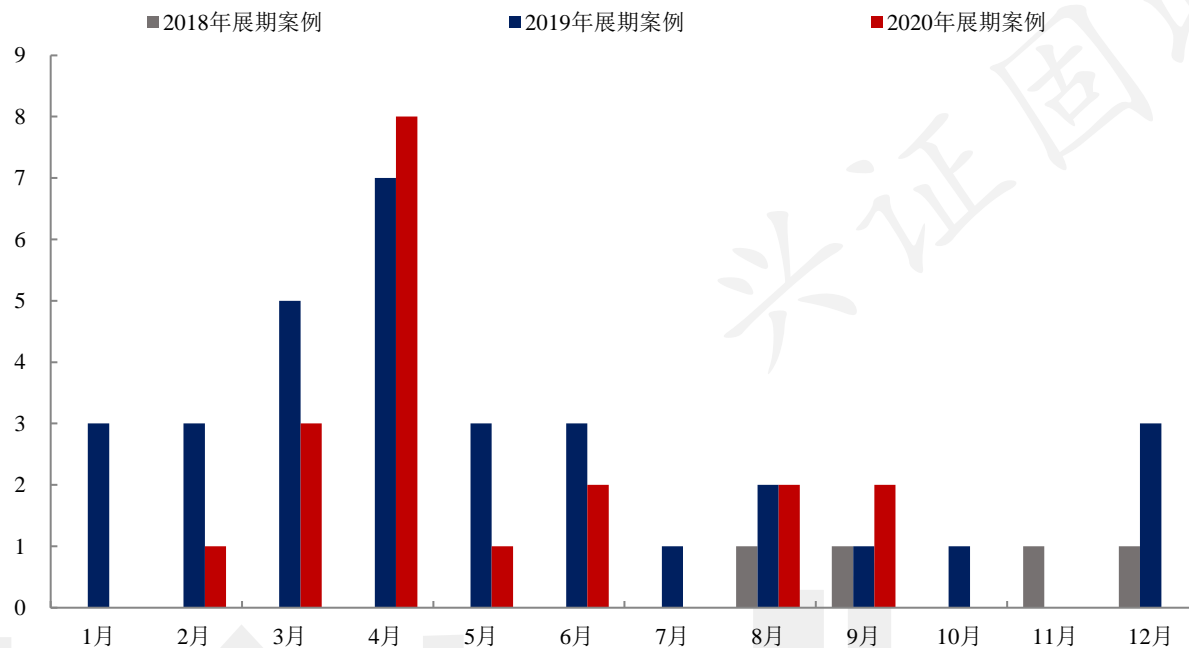
康得新违约事件梳理

时间	事件
2018年12月29日	信托违约：康得新股价大幅下跌、康得集团出现流动性危机，未如期向信托计划履行回购义务
2019年1月15日	18康得新SCP001因不能偿付到期本息10.41亿元，构成实质性违约
2019年1月16日	收到深交所《关于康得新复合材料股份有限公司的问询函》（中小板问询函【2019】第24号）
2019年1月21日	18康得新SCP002实质性违约
2019年2月15日	17康得新MTN001实质性违约
2019年4月18日	境外债券实质性违约
2019年4月25日	截止日前，康得集团对康得新股权质押比例高达所持股份的100%
2019年4月29日	瑞华针对公司2018年年报出具无法表示意见的审计报告
2019年4月30日—6月21日	陆续收到深交所的5份关注函
2019年7月5日	收到证监会下发的（处罚字【2019】90号），公司面临退市风险
2019年7月15日	17康得新MTN002实质性违约

3、关注发行人“花式”操作

- 除了实质违约外，发行人的“花式”操作也需要关注。
- 关注发行人对债券本息进行展期的风险。发行人与债权人“协商”进行展期偿付虽不能定性为“违约”，但客观上反映了企业流动性紧张的局面，未来其发生“实质违约”的概率也很高，因此投资者对于展期债券需要保持高度警惕。

信用债展期案例（个）



3、关注发行人“花式”操作

- **关注债券置换及发行人后续可能的违约风险。**债券置换相对于债券展期来说更加市场化，投资者的“自主权”更大，但由于在国内起步晚，信息披露、置换流程等相关的法律法规都有待进一步规范和完善。
- 国内目前已有的债券置换案例中，2020年3月“17桑德工程MTN001”进行置换后的新券“20桑德工程EN001”在6月和9月出现了违约，因此投资者需要仔细甄别发行人的基本面情况并积极关注基本面的边际变化，谨慎选择是否进行债券置换。

债券置换案例

公告时间	发行人	置换的债券简称	置换条款主要内容	置换结果
2020/3/2	北京桑德环境工程有限公司	17桑德工程MTN001	公司决定以1:1的比例置换“17桑德工程MTN001”，新券“20桑德工程EN001”的票面利率从原来的6.5%提高50BP至7%，期限为1年，附2020年12月6日投资者回售选择权。	截至要约期限截止日，置换金额合计为4亿元，占置换标的发行金额比例为80%；未参与置换金额为1亿元，占置换标的发行金额比例为20%，但该部分在3月6日到期后未实现兑付，构成实质性违约，后又进行了协商展期
2020/3/17	华昌达智能装备集团股份有限公司	17华昌01	公司拟以非现金方式对“17华昌01”本金进行1:1等比例按面值置换，新券“20华昌置”的票面利率依然为8.5%，期限为1年。	本次置换金额为1.5541亿元，置换成功率64.86%，剩余未置换部分在到期日已足额兑付本息。
2020/4/9	瓦房店沿海项目开发有限公司	20瓦房02	公司“20瓦房02”的发行不通过现金认购，而是以“20瓦房02”的持有份额作为权利凭证按面值1:1等比例方式认购。新券“20瓦房02”发行期限为5（3+2）年，票面利率相较于“17瓦房02”增加了70BP至7.5%，并附有第3年末投资者回售选择权和发行人调整票面利率选择权。	瓦房店沿海项目开发有限公司本次的债券置换率为100%，新券“20瓦房02”已完成发行工作。

3、关注发行人“花式”操作

- **关注债券置换及发行人后续可能的违约风险。** 债券置换相对于债券展期来说更加市场化，投资者的“自主权”更大，但由于在国内起步晚，信息披露、置换流程等相关的法律法规都有待进一步规范和完善。
- 国内目前已有的债券置换案例中，2020年3月“17桑德工程MTN001”进行置换后的新券“20桑德工程EN001”在6月和9月出现了违约，因此投资者需要仔细甄别发行人的基本面情况并积极关注基本面的边际变化，谨慎选择是否进行债券置换。

债券置换、债券展期与借新还旧的比较

	债券置换	债券展期	借新还旧
发行人特征	发行人面临流动性紧张的局面		发行人信用资质往往较好，在市场上的认可度较高，发行新新券融资比较顺畅
目标投资者	原债券（旧券）持有人	原债券持有人	不限
操作流程	债务人对原债券持有人发出置换要约，持有人 自主选择 是否参与债券置换	召开债券持有人会议，商议债券展期议案，往往遵循“ 少数服从多数 ”的原则	根据企业自身需求发行新券，对于到期债券正常还本付息
结果	结果一：原债券（旧券）持有人同意置换，持有新债券； 结果二：原债券（旧券）持有人不同意置换，持有原债券至到期，可能面临债务人违约风险	结果一：通过展期协议，债券展期兑付； 结果二：未通过展期协议，可能面临债务人违约风险	债务人兑付到期债券本息，投资者正常认购新券

4、政策“呵护”，“企业纾困”在路上

- **纾困央企：**7月23日，在国务院国资委指导下，中国国新控股有限责任公司联合31家中央企业共同出资发起设立央企信用保障基金。
- 基金的设立旨在纾困暂时遇到困难但有发展前景的央企，因此对于“根正苗红”的央企来说，其“信仰”力量有望充值，但是对于一些“假央企”，投资者仍需注意规避。

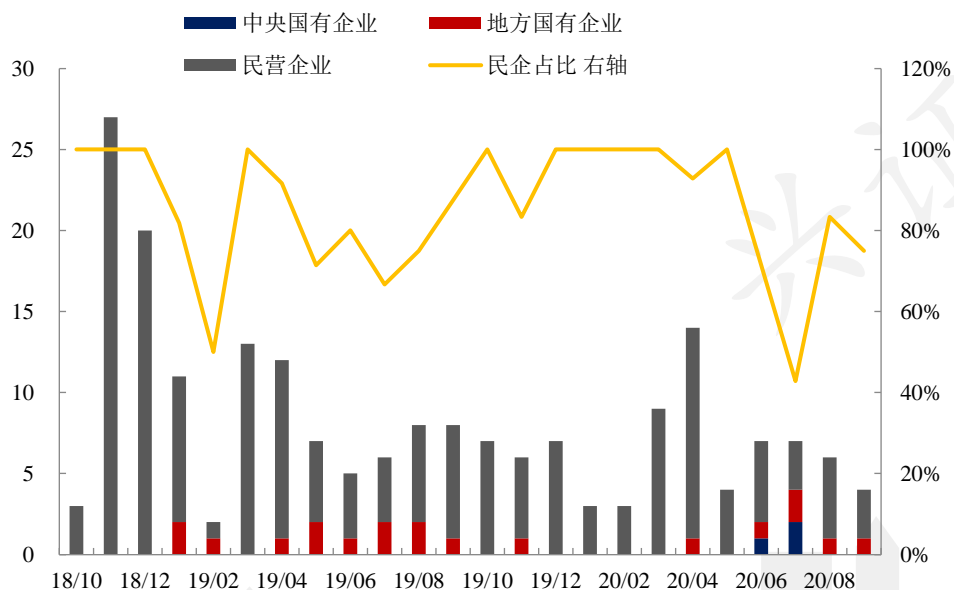
7月23日，央企信用保障基金成立

	内容
成立概况	在国务院国资委指导下，信用保障基金由中国国新联合31家中央企业共同出资发起设立，以市场化方式募集设立，总规模1000亿元，首期规模100亿元。
成立意义	央企信用保障基金是中央企业贯彻落实党中央国务院关于主动防范化解系统性金融风险的决策部署，按照互助、互利和自愿原则共同筹集，专项用于化解和处置央企债券风险的备用资金，旨在主动防范化解央企债券风险，提升央企整体信用，保障金融市场稳定运行。
运作要求	(1) 基金要按照“ 有限救助、应急保障、风险可控、市场运作 ”原则运作管理，明确救助条件、救助方式、偿付责任、建立市场约束机制，落实发债企业主体违约责任，防止过于依赖临时救助机制，确保资金安全。 (2) 对在境内公开发行债券、 公司治理良好、产品有市场、发展有前景的央企 ，因临时性资金周转困难等原因 暂时无法履行债券到期兑付义务 的，可给予 有期限有偿使用 的临时性资金救助。 (3) 对于弄虚作假、欺诈发行的违法违规行为或自身缺乏造血能力、无效低效占用资源的“ 僵尸企业 ”， 基金原则上不予救助 。
出资央企名单	央企信用保障基金由信用等级高、经营状况好、经济体量大、社会责任感强的央企出资设立。从现场参会企业看，包括 中国诚通、中国国新、航空工业集团、中国石油、中国石化、中国海油、国家电网、中国华能、中国大唐、中国华电、国家电投、国家能源集团、中国移动、中化集团、中国建筑、国投、中国建材、中国中铁、中国铁建、中交集团、保利集团 等

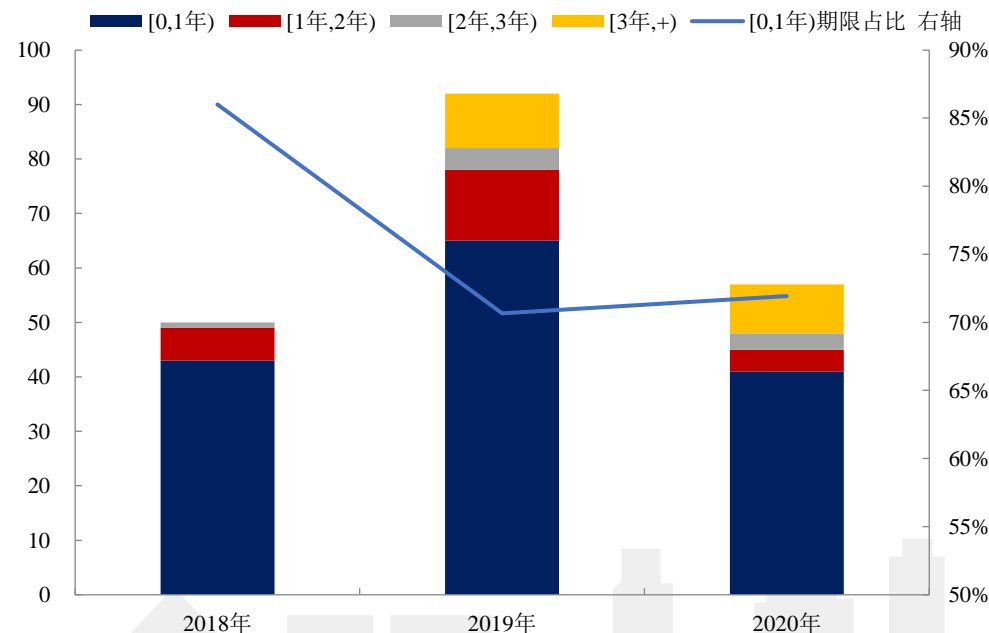
4、政策“呵护”，“企业纾困”在路上

- **纾困民企：**在央企信用保障基金设立用于纾困央企之前，自18年10月以来，政策便积极推动信用风险缓释工具（CRMW）发行，且更多是为了助力民企进行发债融资，缓解其短期流动性压力。
- 不过从实际发行情况来看，19年以来，挂钩民企CRMW的发行一直未有明显放量，对民企发债的“助力”作用有限。

CRMW更多是挂钩民企债发行（单位：只）



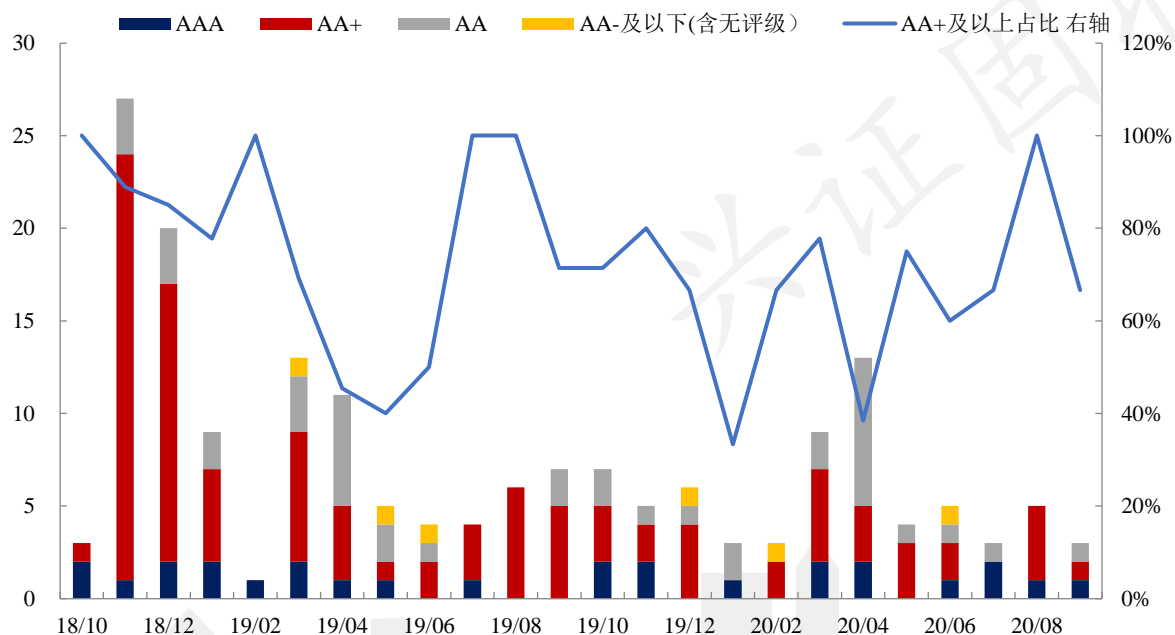
标的债券发行期限以1年以下为主（单位：只）



4、政策“呵护”，“企业纾困”在路上

- **纾困民企：**通过观察挂钩民企CRMW标的债券的主体评级发现，CRMW对民企的纾困更多集中在AA+及以上的较优资质民企发行人。

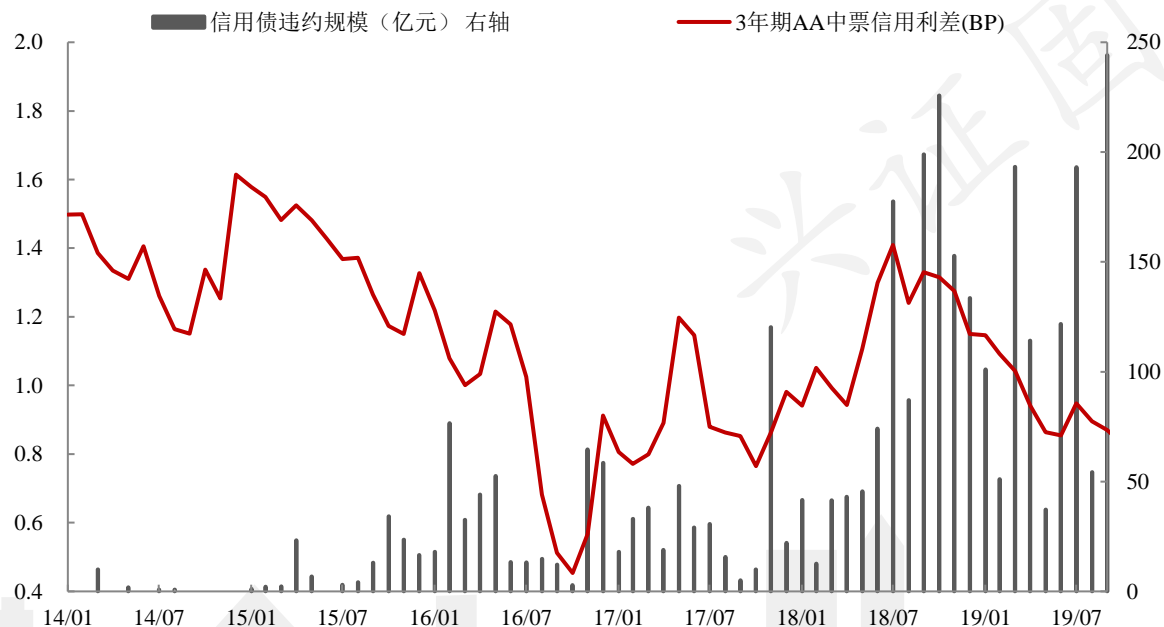
CRMW挂钩的多是较优资质的民企（单位：只）



5、信用债违约对市场的影响边际减弱，信用分层下，关注个体分化

- 违约对于信用市场的整体冲击在边际减弱，信用债违约冲击主要体现个体层面。
- 由于信用债违约趋于常态化，加上信用分层下民企融资环境仍未有明显改善，未来民企违约将依然占据主导，投资者对于民企债需要保持谨慎。

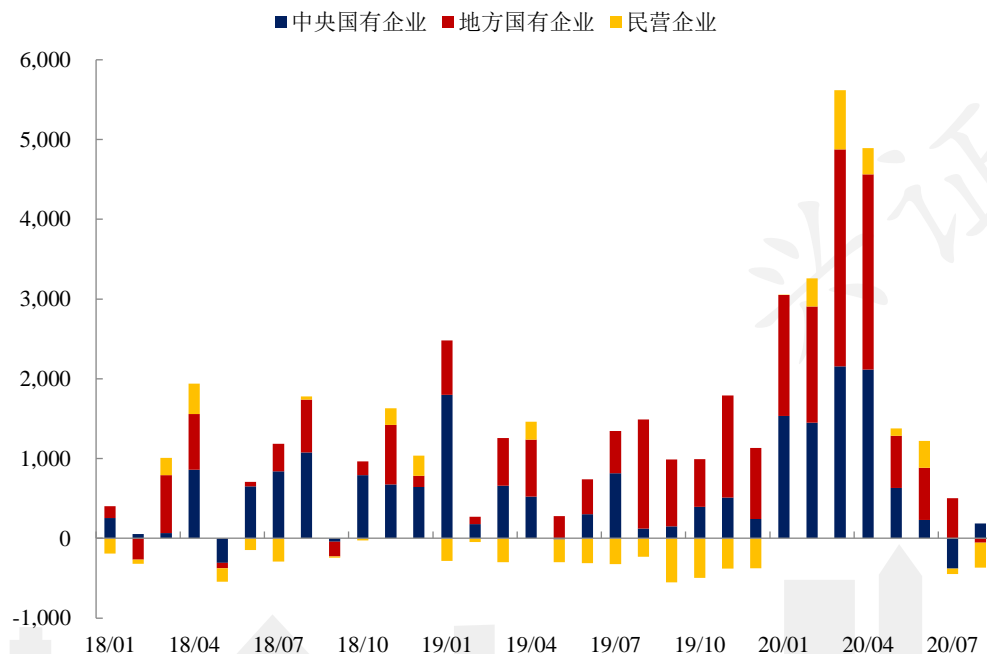
违约对于信用市场的整体冲击边际效用在减弱



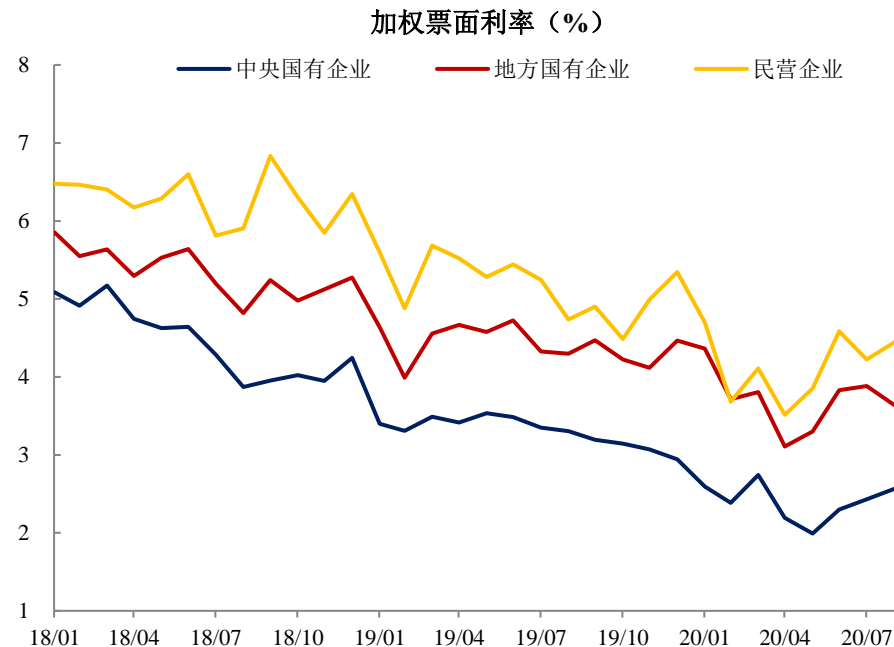
5、信用债违约对市场的影响边际减弱，信用分层下，关注个体分化

- 从一级市场的发债净融资来看，产业债净融资规模依然主要集中在央企和地方国企（5月以来央企和地方国企净融资转弱更多是因为发行人基于发行成本边际上行的“自主选择”）；
- 从发行成本（票面利率）来看，相对于央企和地方国企，民企债券的票面利率也相对更高。

产业债净融资情况（分公司属性，单位：亿元）



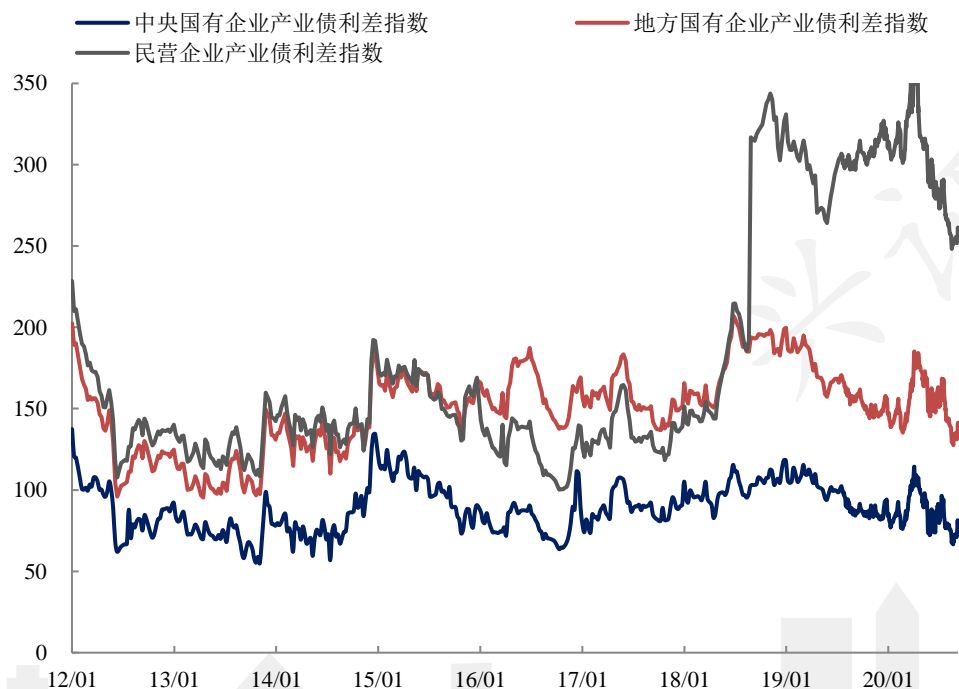
产业债发行成本情况（分公司属性，单位：%）



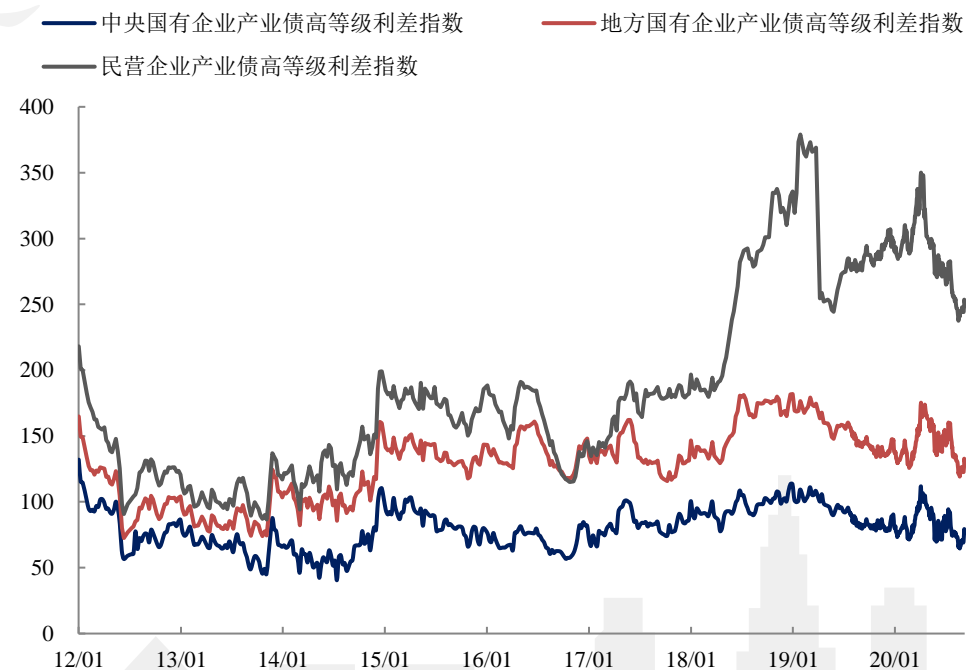
5、信用债违约对市场的影响边际减弱，信用分层下，关注个体分化

- 从二级市场的信用利差来看，无论是整体信用利差水平还是AA+及以上高等级债券信用利差水平来看，民企债的信用利差都明显高于央企和地方国企。

产业债整体的信用利差情况（单位：BP）



AA+及以上高等级产业债信用利差（单位：BP）



5、信用债违约对市场的影响边际减弱，信用分层下，关注个体分化

- 根据A股上市公司的中报表现来看，多数行业的盈利能力和现金流情况改善明显，但由于2020Q2企业的“加杠杆”现象普遍，尤其是流动负债增加明显，因此企业的流动比率/速动比率指标有一定程度的弱化。不过目前杠杆的提升主要由于复工复产带来的经营杠杆（而非有息负债）的抬升，对于企业实际的偿债能力影响较小，而由于盈利边际上有了较大幅度的改善，偿债能力总体呈现提升态势。
- 不过当前信用债违约趋于常态化，叠加民企违约频发，投资者对于2020Q2盈利能力和现金流情况边际改善不大、偿债能力弱化的行业（诸如传媒、休闲服务等），尤其是其中的民营企业，仍需要保持更多警惕。

2020Q1&2020H1企业财务表现变动情况（分行业，2020H1-2020Q1）

行业板块		盈利能力			债务结构			现金流情况					偿债能力		
		营业收入同比	归母净利润同比	ROE（年化）	资产负债率	有息负债率	流动负债占比	经营活动现金流净额/营业总收入	筹资活动现金流净额/营业总收入	自由现金流缺口/营业总收入	筹资活动现金流净额/自由现金流缺口	现金流净额合计/营业总收入	流动比率	速动比率	EBITDA/带息债务（2020H1-2019H1）
产能过剩领域	采掘	1.9%	5.8%	1.2%	0.5%	-1.2%	-0.5%	-0.5%	-9.8%	0.8%	-	-9.0%	-1.9%	-1.9%	-2.8%
	钢铁	2.6%	3.1%	2.0%	0.6%	3.8%	1.0%	6.2%	-5.6%	5.5%	-	-0.2%	-1.6%	1.5%	-2.9%
	有色金属	5.8%	20.0%	1.7%	-0.1%	0.5%	-0.7%	3.8%	-7.0%	5.8%	108.3%	-1.3%	0.6%	2.0%	-1.0%
	化工	6.9%	20.5%	2.9%	0.2%	1.0%	0.2%	9.3%	-11.8%	11.7%	106.1%	0.0%	-4.3%	-1.0%	-2.6%
	建筑材料	20.3%	36.2%	10.4%	0.0%	-2.0%	-0.4%	24.3%	-18.5%	26.7%	-	8.2%	3.0%	5.5%	-1.8%
其他周期性行业	房地产	6.6%	22.1%	5.0%	0.4%	-0.1%	0.9%	41.9%	-26.1%	42.2%	43.7%	16.2%	-2.3%	-0.5%	-1.0%
	建筑装饰	15.0%	21.3%	4.1%	0.6%	-0.5%	0.4%	21.7%	-15.9%	24.0%	14.0%	8.1%	-1.2%	0.6%	-0.8%
	机械设备	18.2%	55.1%	5.1%	1.2%	-2.1%	0.2%	12.8%	-6.6%	12.2%	26.2%	5.5%	-3.1%	-0.1%	0.4%
	电气设备	15.9%	27.1%	3.6%	0.5%	-0.6%	0.0%	9.6%	-7.4%	12.1%	2.4%	4.6%	-1.7%	-0.5%	-0.3%
	公用事业	6.8%	35.1%	3.3%	0.1%	-0.4%	0.4%	2.4%	-3.6%	1.9%	9.2%	-1.7%	0.5%	0.7%	1.6%
	交通运输	5.7%	23.0%	2.4%	1.0%	-0.1%	1.7%	10.7%	-12.5%	13.0%	18.7%	0.5%	-1.7%	-1.8%	-6.6%

5、信用债违约对市场的影响边际减弱，信用分层下，关注个体分化

- 根据A股上市公司的中报表现来看，多数行业的盈利能力和现金流情况改善明显，但由于2020Q2企业的“加杠杆”现象普遍，尤其是流动负债增加明显，因此企业的流动比率/速动比率指标有一定程度的弱化。不过目前杠杆的提升主要由于复工复产带来的经营杠杆（而非有息负债）的抬升，对于企业实际的偿债能力影响较小，而由于盈利边际上有了较大幅度的改善，偿债能力总体呈现提升态势。
- 不过当前信用债违约趋于常态化，叠加民企违约频发，投资者对于2020Q2盈利能力和现金流情况边际改善不大、偿债能力弱化的行业（诸如传媒、休闲服务等），尤其是其中的民营企业，仍需要保持更多警惕。

2020Q1&2020H1企业财务表现变动情况（分行业，2020H1-2020Q1）

行业板块		盈利能力			债务结构			现金流情况					偿债能力		
		营业收入 同比	归母净 利润同 比	ROE（年 化）	资产负 债率	有息负 债率	流动负 债占比	经营活 动现金 流净额/ 营业总 收入	筹资活 动现金 流净额/ 营业总 收入	自由现 金流缺 口/营业 总收入	筹资活 动现金 流净额/ 自由现 金流缺 口	现金流 净额合 计/营业 总收入	流动比 率	速动比 率	EBITDA/带息债 务（2020H1- 2019H1）
消费领域	农林牧渔	<div><div></div></div> 5.6%	<div><div></div></div> -227.8%	<div><div></div></div> 3.3%	<div><div></div></div> 0.7%	<div><div></div></div> 1.7%	<div><div></div></div> -0.9%	<div><div></div></div> 5.7%	<div><div></div></div> -15.6%	<div><div></div></div> 9.1%	<div><div></div></div> 266.5%	<div><div></div></div> -6.5%	<div><div></div></div> -4.4%	<div><div></div></div> -31.6%	<div><div></div></div> 11.0%
	轻工制造	<div><div></div></div> 7.9%	<div><div></div></div> 4.8%	<div><div></div></div> 2.4%	<div><div></div></div> 1.1%	<div><div></div></div> -0.9%	<div><div></div></div> 0.7%	<div><div></div></div> 10.4%	<div><div></div></div> -8.4%	<div><div></div></div> 15.4%	<div><div></div></div> -	<div><div></div></div> 7.0%	<div><div></div></div> -3.9%	<div><div></div></div> -1.0%	<div><div></div></div> -1.8%
	汽车	<div><div></div></div> 19.3%	<div><div></div></div> 47.6%	<div><div></div></div> 4.3%	<div><div></div></div> 1.9%	<div><div></div></div> -1.6%	<div><div></div></div> -0.3%	<div><div></div></div> 13.4%	<div><div></div></div> -6.1%	<div><div></div></div> 12.4%	<div><div></div></div> -	<div><div></div></div> 6.3%	<div><div></div></div> 0.2%	<div><div></div></div> 1.7%	<div><div></div></div> -1.9%
	商业贸易	<div><div></div></div> 7.5%	<div><div></div></div> 29.5%	<div><div></div></div> 2.5%	<div><div></div></div> 0.3%	<div><div></div></div> 1.2%	<div><div></div></div> 0.2%	<div><div></div></div> 5.5%	<div><div></div></div> -5.9%	<div><div></div></div> 7.0%	<div><div></div></div> 35.5%	<div><div></div></div> 1.1%	<div><div></div></div> -0.1%	<div><div></div></div> 0.8%	<div><div></div></div> -2.0%
	食品饮料	<div><div></div></div> 5.4%	<div><div></div></div> 9.8%	<div><div></div></div> -1.8%	<div><div></div></div> 1.5%	<div><div></div></div> 2.5%	<div><div></div></div> -0.1%	<div><div></div></div> 8.8%	<div><div></div></div> -20.6%	<div><div></div></div> 14.2%	<div><div></div></div> -	<div><div></div></div> -6.4%	<div><div></div></div> -17.9%	<div><div></div></div> -17.8%	<div><div></div></div> -0.8%
	休闲服务	<div><div></div></div> 3.2%	<div><div></div></div> 27.5%	<div><div></div></div> 5.3%	<div><div></div></div> 2.7%	<div><div></div></div> -1.8%	<div><div></div></div> 3.5%	<div><div></div></div> 24.1%	<div><div></div></div> -0.9%	<div><div></div></div> 29.4%	<div><div></div></div> 7.2%	<div><div></div></div> 28.5%	<div><div></div></div> -16.6%	<div><div></div></div> -13.0%	<div><div></div></div> -26.0%
	医药生物	<div><div></div></div> 6.0%	<div><div></div></div> 26.8%	<div><div></div></div> 3.3%	<div><div></div></div> 0.1%	<div><div></div></div> -0.5%	<div><div></div></div> 1.1%	<div><div></div></div> 7.1%	<div><div></div></div> -10.0%	<div><div></div></div> 8.3%	<div><div></div></div> -	<div><div></div></div> -1.7%	<div><div></div></div> -3.7%	<div><div></div></div> -2.6%	<div><div></div></div> -0.2%
	家用电器	<div><div></div></div> 11.2%	<div><div></div></div> 29.9%	<div><div></div></div> 5.8%	<div><div></div></div> 1.5%	<div><div></div></div> -1.1%	<div><div></div></div> 0.7%	<div><div></div></div> 8.2%	<div><div></div></div> -6.3%	<div><div></div></div> 11.5%	<div><div></div></div> 169.4%	<div><div></div></div> 5.2%	<div><div></div></div> -2.6%	<div><div></div></div> 0.6%	<div><div></div></div> 183.9%
	纺织服装	<div><div></div></div> 8.7%	<div><div></div></div> 24.1%	<div><div></div></div> 1.7%	<div><div></div></div> 0.9%	<div><div></div></div> 2.2%	<div><div></div></div> -1.8%	<div><div></div></div> 4.0%	<div><div></div></div> -7.1%	<div><div></div></div> 10.1%	<div><div></div></div> -	<div><div></div></div> 3.0%	<div><div></div></div> -0.1%	<div><div></div></div> 1.3%	<div><div></div></div> -7.5%
TMT领域	传媒	<div><div></div></div> 3.2%	<div><div></div></div> 15.6%	<div><div></div></div> 1.5%	<div><div></div></div> -0.8%	<div><div></div></div> -0.6%	<div><div></div></div> 0.8%	<div><div></div></div> 9.0%	<div><div></div></div> -5.8%	<div><div></div></div> 13.3%	<div><div></div></div> -161.8%	<div><div></div></div> 7.5%	<div><div></div></div> 0.4%	<div><div></div></div> 0.5%	<div><div></div></div> -5.8%
	电子	<div><div></div></div> 8.9%	<div><div></div></div> 29.6%	<div><div></div></div> 3.3%	<div><div></div></div> 0.0%	<div><div></div></div> 0.5%	<div><div></div></div> -0.2%	<div><div></div></div> 2.1%	<div><div></div></div> -2.0%	<div><div></div></div> 6.1%	<div><div></div></div> 38.6%	<div><div></div></div> 4.1%	<div><div></div></div> 1.4%	<div><div></div></div> 2.2%	<div><div></div></div> 0.9%
	计算机	<div><div></div></div> 14.2%	<div><div></div></div> 77.3%	<div><div></div></div> 5.0%	<div><div></div></div> 0.6%	<div><div></div></div> -0.6%	<div><div></div></div> 0.4%	<div><div></div></div> 27.2%	<div><div></div></div> -5.3%	<div><div></div></div> 28.0%	<div><div></div></div> 12.4%	<div><div></div></div> 22.6%	<div><div></div></div> -2.6%	<div><div></div></div> -1.5%	<div><div></div></div> -3.5%
	通信	<div><div></div></div> 7.2%	<div><div></div></div> 348.9%	<div><div></div></div> 2.3%	<div><div></div></div> 1.5%	<div><div></div></div> -0.1%	<div><div></div></div> 0.3%	<div><div></div></div> 7.6%	<div><div></div></div> -3.7%	<div><div></div></div> 6.9%	<div><div></div></div> 1.3%	<div><div></div></div> 3.2%	<div><div></div></div> 1.3%	<div><div></div></div> -0.8%	<div><div></div></div> -1.0%
	国防军工	<div><div></div></div> 10.2%	<div><div></div></div> 11.2%	<div><div></div></div> 0.3%	<div><div></div></div> -0.3%	<div><div></div></div> 1.1%	<div><div></div></div> 1.4%	<div><div></div></div> 5.7%	<div><div></div></div> 2.1%	<div><div></div></div> 20.3%	<div><div></div></div> 5.3%	<div><div></div></div> 22.4%	<div><div></div></div> -1.4%	<div><div></div></div> -0.6%	<div><div></div></div> 0.8%
综合		<div><div></div></div> 8.2%	<div><div></div></div> 39.6%	<div><div></div></div> 2.7%	<div><div></div></div> -0.5%	<div><div></div></div> 0.9%	<div><div></div></div> 2.1%	<div><div></div></div> 19.9%	<div><div></div></div> -6.0%	<div><div></div></div> 24.9%	<div><div></div></div> -	<div><div></div></div> 18.9%	<div><div></div></div> -0.3%	<div><div></div></div> 1.1%	<div><div></div></div> 0.8%

5、信用债违约对市场的影响边际减弱，信用分层下，关注个体分化

2020H1各行业的财务表现总结

行业板块	申万一级	2020H1财务表现点评
产能过剩领域	采掘	盈利能力有所改善，现金流情况较好，但是“加杠杆”导致流动比率/速动比率指标有一定程度弱化
	钢铁	盈利能力有所改善，现金流情况较好，但是“加杠杆”导致流动比率/速动比率指标略有弱化
	有色金属	盈利能力和现金流情况改善，流动负债占比下降，流动比率/速动比率指标提升
	化工	盈利能力和现金流情况改善，但是“加杠杆”导致流动比率/速动比率指标有一定程度弱化
	建筑材料	盈利能力和现金流情况改善，行业有息负债率下降，流动比率/速动比率指标向好
其他周期性行业	房地产	盈利能力和现金流情况改善，但是“加杠杆”导致流动比率/速动比率指标有一定程度弱化
	建筑装饰	盈利能力和现金流情况改善，但是“加杠杆”导致流动比率/速动比率指标略有弱化
	机械设备	盈利能力和现金流情况改善，但是“加杠杆”导致流动比率/速动比率指标有一定程度弱化
	电气设备	盈利能力和现金流情况改善，但是“加杠杆”导致流动比率/速动比率指标有一定程度弱化
	公用事业	盈利能力和现金流情况改善，流动比率/速动比率指标向好
	交通运输	盈利能力和现金流情况有一定改善，但是“加杠杆”导致流动比率/速动比率指标有所弱化
消费领域	农林牧渔	盈利能力受疫情冲击小，现金流情况有所改善，但是“加杠杆”导致偿债能力有一定程度弱化
	轻工制造	盈利能力和现金流情况改善，但是“加杠杆”导致偿债能力有一定程度弱化
	汽车	盈利能力和现金流情况改善，短期偿债能力有所增强
	商业贸易	盈利能力和现金流情况改善，短期偿债能力变化不大
	食品饮料	受疫情冲击小，虽然在“加杠杆”，但盈利能力、现金流情况和偿债能力一直处于较好水平
	休闲服务	受疫情冲击大，盈利能力和现金流情况有所改善，但是“加杠杆”导致偿债能力有所弱化
	医药生物	盈利能力和现金流情况改善，但是流动负债占比增加，导致流动比率/速动比率指标有一定程度弱化
	家用电器	盈利能力和现金流情况改善，但是“加杠杆”+流动负债占比增加，导致流动比率/速动比率指标有一定程度弱化
	纺织服装	盈利能力和现金流情况改善，流动比率/速动比率指标变化不大
TMT领域	传媒	盈利能力小幅改善，外部融资能力下降，“降杠杆”下，流动比率/速动比率指标变化不大
	电子	盈利能力和现金流情况改善，流动比率/速动比率指标向好
	计算机	盈利能力和现金流情况改善，但是“加杠杆”导致流动比率/速动比率指标有一定程度弱化
	通信	盈利能力和现金流情况改善，但是“加杠杆”导致流动比率/速动比率指标有一定程度弱化
	国防军工	盈利能力受疫情冲击小，现金流情况有所改善，但是流动负债占比增加导致流动比率/速动比率指标有一定程度弱化
综合	综合	盈利能力和现金流情况改善，流动比率/速动比率指标变化不大

5、信用债违约对市场的影响边际减弱，信用分层下，关注个体分化

- 从财务指标来看，投资者可以密切关注企业的盈利能力、债务结构、现金流情况和偿债能力等指标的边际变化，同时需要留意企业财务造假的可能，提高信用风险的甄别能力。

对于不同信用风险类型的度量指标（可以观察的财务指标）

信用风险类型	可以观察的财务指标
行业下行、公司盈利下滑带来的信用风险	企业业绩增速（比如过去3年的净利润的同比变化）； 资产负债率； 流动性指标（经营活动现金流净额、筹资活动现金流净额、投资活动现金流净额变化） 偿债能力尤其是短期偿债能力（流动比率、速动比率等）
高度依赖政策的主体，受到政策冲击带来的信用风险	企业业绩增速（比如过去3年的净利润的同比变化）； 资产负债率； 流动性指标（经营活动现金流净额、筹资活动现金流净额、投资活动现金流净额变化）； 计提资产减值损失的变化（包括存货跌价损失、固定资产减值损失、在建工程减值损失、其他非流动资产减值损失等）
债务结构不合理、过度依赖外部融资带来的信用风险	流动负债与非流动负债占比； 资产负债率、有息债务占比、筹资活动现金流净额变化； 短期偿债能力（流动比率，速动比率）
控股权之争、掏空、管理层激进带来的信用风险	企业的第一大股东的控股比例； 企业投资活动现金流出、资产负债率； 银行授信额度剩余规模
合并报表可能带来的信用风险（母强子弱&母弱子强）	资产质量、盈利状况、杠杆率以及控制权四个维度： 比如母公司报表与合并报表的货币资金、总资产、营业总收入、净利润、资产负债率、少数股东权益的占比指标的对比
交叉违约条款可能带来的信用风险	是否含有交叉违约条款
对外担保可能带来的信用风险	企业的对外担保余额占净资产规模
股权质押可能带来的信用风险	大股东质押比例

- **违约特征：2018年以来，信用债违约已经趋于常态化；**不过2020年以来，信用债违约以“专业户”为主。民企违约的形势依然严峻，从新增违约主体可以看出，2020年新增的15家主体，依然是民企居多（12家）。
- **违约原因：信用债违约原因多样。**除了行业下行、公司盈利下滑、债务结构不合理、过度依赖外部融资、股权质押风险等因素导致信用债违约外，公司治理（控股权之争、大股东掏空、管理层激进、对外违规担保等）引起的信用债违约愈加频发，更是有财务造假等造成违约的事件曝出。
- **除了实质违约外，投资者需要关注发行人“花式”操作：**包括发行人对债券本息进行展期的风险，以及债券置换及发行人后续的违约风险。
- **政策“呵护”，“企业纾困”在路上。**7月23日设立的央企信用保障基金，对于“根正苗红”的央企来说，其“信仰”力量有望充值，但是对于一些“假央企”，投资者仍需注意规避；此外，18年10月以来政策推动下“重出江湖”的CRMW，更多的是助力较优资质民企，但CRMW的发行一直未有明显放量，对民企发债的“助力”作用有限。
- **违约对于信用市场的整体冲击在边际减弱，信用债违约冲击主要体现个体层面。**由于信用债违约趋于常态化，加上信用分层明显，未来预计民企违约将依然占据主导，投资者对于2020Q2盈利能力和现金流情况边际改善不大、偿债能力有所弱化的行业（诸如传媒、休闲服务等），尤其是其中的民营企业，仍需要保持更多警惕。投资者可以密切关注企业的盈利能力、债务结构、现金流情况和偿债能力等财务指标的边际变化，同时需要留意企业财务造假的可能，提高信用风险的甄别能力。

➤ 第二部分：大型企业信用债违约剖析

1、2019年大型企业的信用债违约频发

- 2018年在去杠杆、外部融资环境恶化的冲击下，信用债违约更多发生在抗风险能力较弱的中小企业；
- 2019年以来，诸如国安集团、中民投、西王集团等大型企业的违约频发。我们这里以2019年发生违约的大型企业为例，剖析大型企业的信用债违约特征。

2019年违约的大型企业概况（单位：亿元）

发行人	发行时主体评级	公司属性	是否上市公司	省份	申万行业	2018年营业收入	2018年总资产
中信国安集团有限公司	AA+	公众企业	否	北京	综合	1064.8	1981.6
中国民生投资股份有限公司	AAA	民营企业	否	上海	综合	246.9	3108.6
永泰能源股份有限公司	AA	民营企业	是	山西	采掘	223.3	1065.3
精功集团有限公司	AA	民营企业	否	浙江	综合	231.2	517.7
东旭光电科技股份有限公司	AA+	民营企业	是	河北	电子	282.1	725.8
西王集团有限公司	AA+	民营企业	否	山东	食品饮料	356.3	489.6
北大方正集团有限公司	AAA	中央国有企业	否	北京	计算机	1332.7	3606.1
三胞集团有限公司	AA	民营企业	否	江苏	商业贸易	432.9	768.2

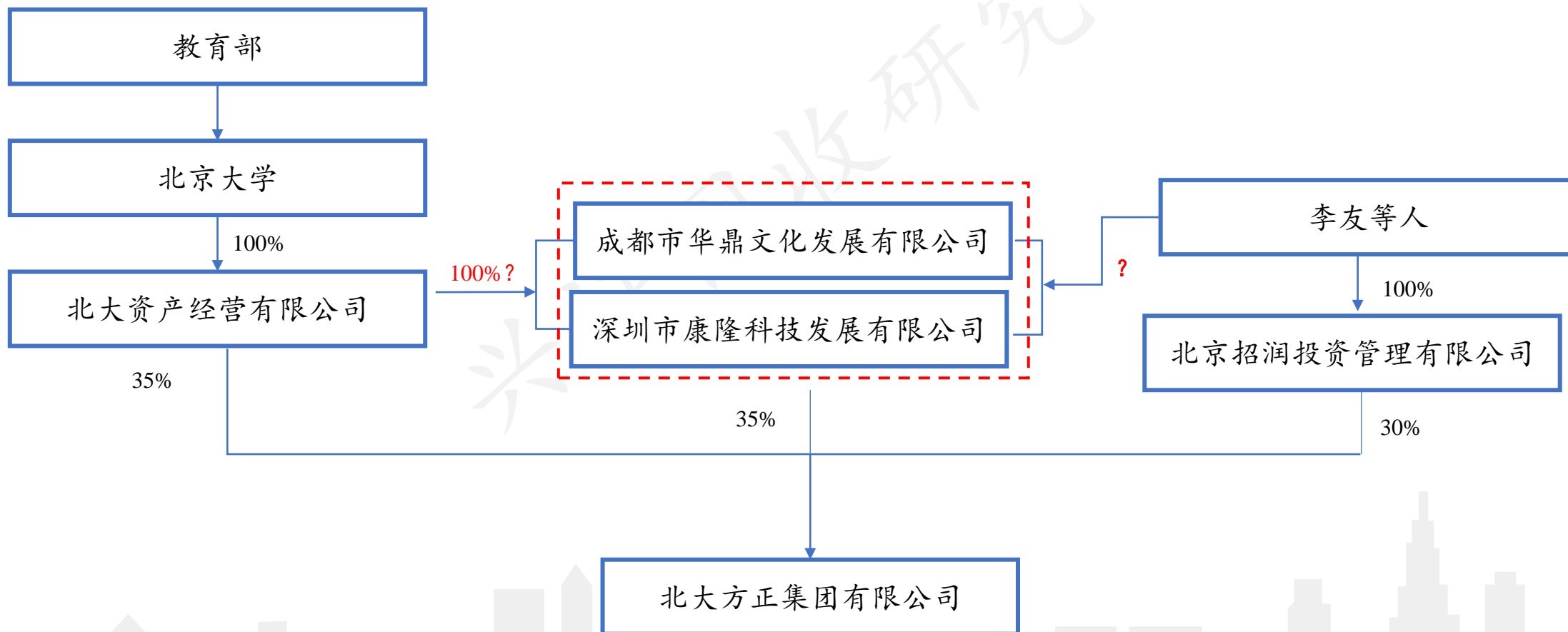
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：我们基于19年信用债违约主体披露的18年财报数据，筛选了总资产规模在400亿元以上和营业收入在200亿元以上的8家违约主体（国安集团等）作为大型企业的违约案例。中国民生投资股份有限公司的营业收入与总资产规模为2018年前3季度的数据。

2、关注股权结构——以方正集团为例

- 方正集团的违约本质在于积弊已久的公司治理问题：股改引致股权纠纷。

方正集团股改引致股权纠纷



2、关注股权结构——以方正集团为例

方正集团违约来龙去脉

2001年至2004年：时任方正集团高管魏新、李友以及余丽，在方正集团的改制过程中，低估资产，将方正集团2002年12月31日的净资产审计值由20.69亿元，降至8029万元

2004年：北大方正集团改制，北大资产、北京招润、成都华鼎以及深圳康隆分别持股35%、30%、18%以及17%

2005年：公司进行股份运作，最终成都华鼎和深圳康隆所持有35%股权转为北大资产持有，使北大控制方正集团，但股份实际控制权存疑

2018/6/15：北京市第一中级人民法院二审判定，北京招润投资管理有限公司从北大方正集团取回公司证照、公章的行为合法，方正集团股权争夺开始

2017年9月：国家审计署对北京大学出具审计意见提出“方正集团改制涉嫌审计报告造假和资产低评”等问题

2017/6/9：中央第十三巡视组在巡视北京大学后反馈的巡视意见中指出：“校办企业管理混乱，附属医院管理薄弱，廉洁风险突出。”

2019/3/7：19方正SCP002发行

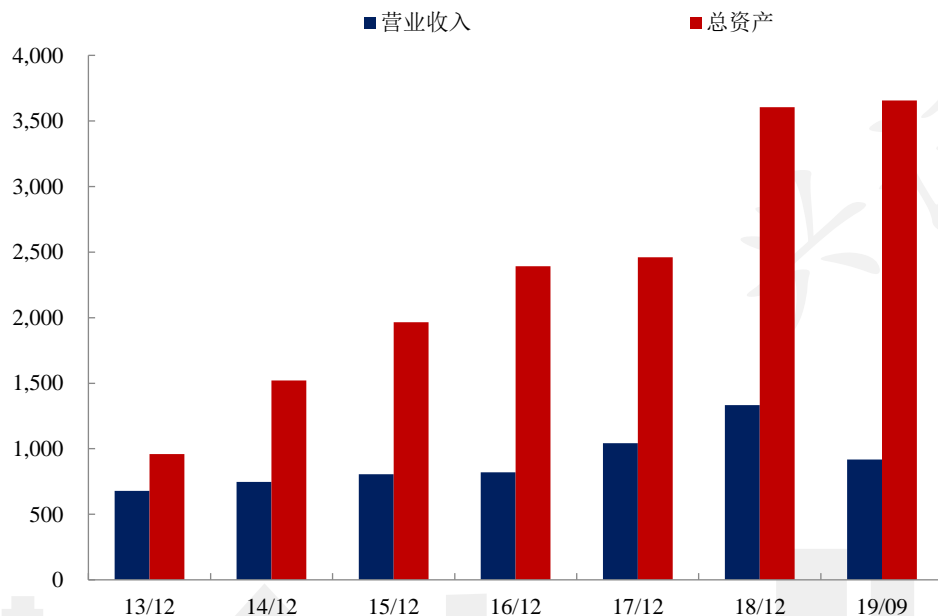
2019/6/14：北大资产提起诉讼，请求判令北大方正集团2004年股权改制无效

2019/12/2：19方正SCP002未按时兑付本息，实质性违约

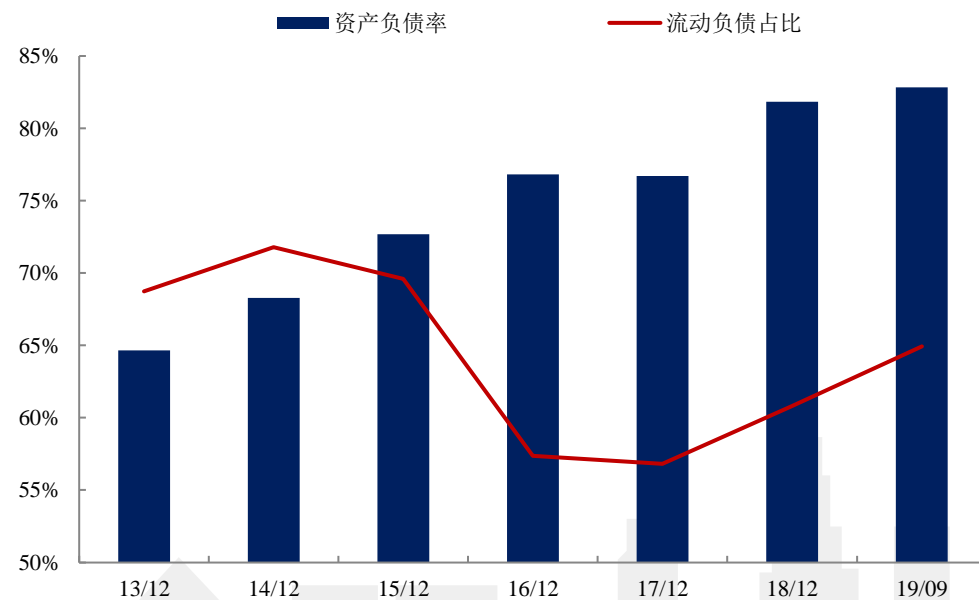
2、关注股权结构——以方正集团为例

- 过去几年公司进行多元化扩张，截至2019年9月底，公司总资产已达3657.12亿元，涉足IT、医疗、产业金融等多领域业务。
- 公司的大规模扩张主要依靠举债进行，2019年9月底公司的资产负债率高达82.84%，且债务结构并不合理，以流动负债为主（占比超60%）。

公司过去几年快速扩张（亿元）



公司主要依赖大举负债进行扩张



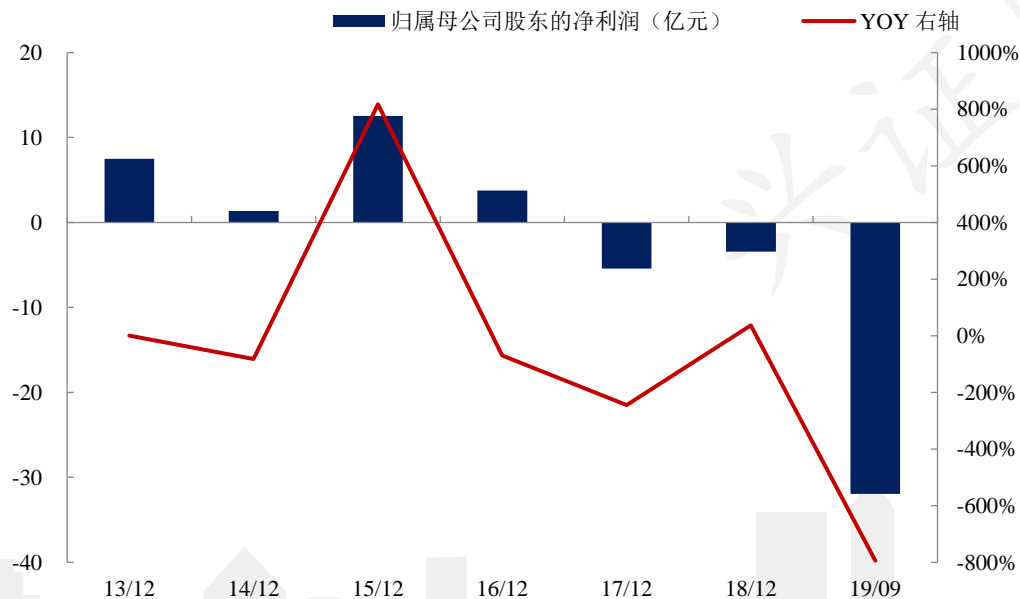
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

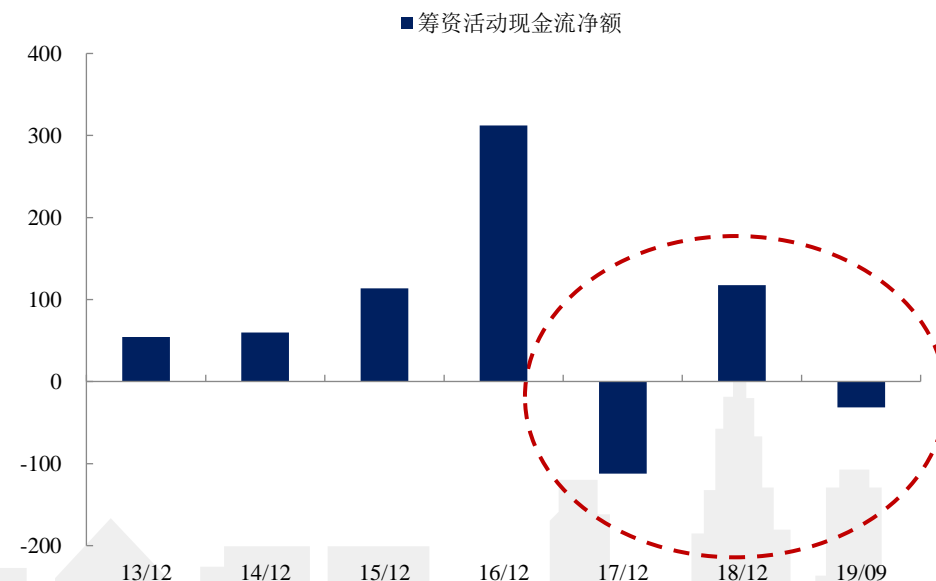
2、关注股权结构——以方正集团为例

- 公司的整体盈利能力较差，2017-2018年公司连续亏损，同时根据2019年三季报，公司前三季度归母净利润更是亏损31.93亿元，较去年同期亏损幅度进一步恶化。
- 高企的债务压力与羸弱的盈利能力加剧了公司的偿债压力。

公司17年以来持续亏损



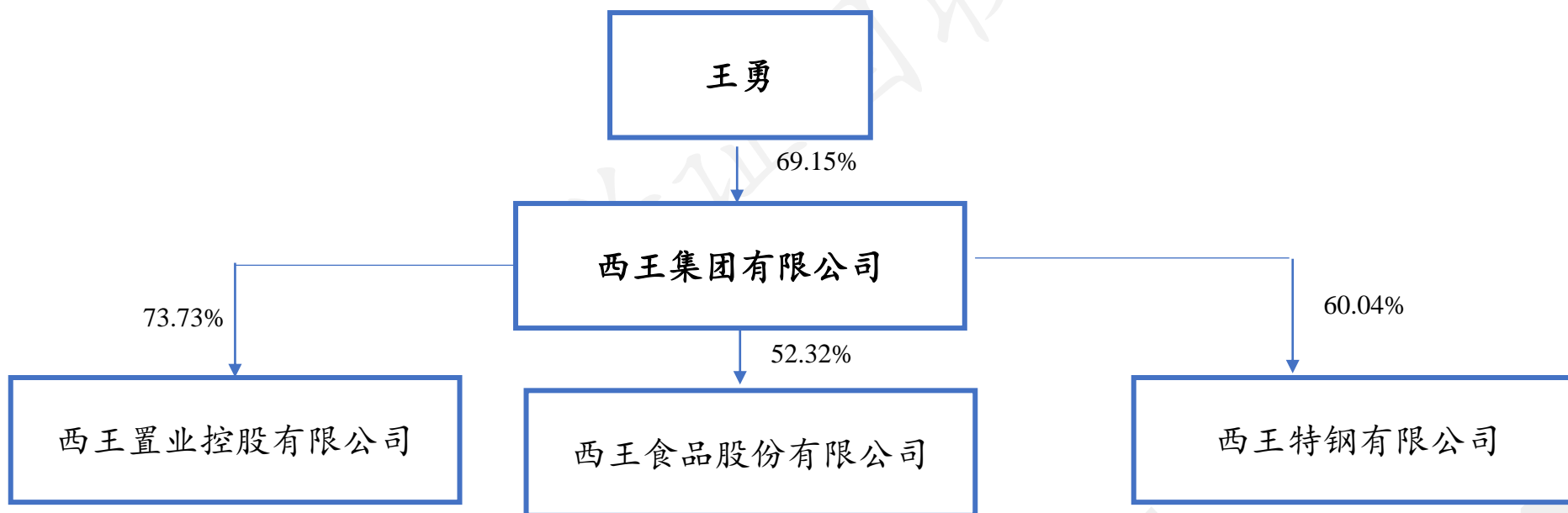
外部融资能力弱化 (亿元)



3、“互保”埋下的恶果——西王集团

- 西王集团有限公司始建于1986年，当前形成了玉米深加工、特钢以及物流、国际贸易等多个产业的全国大型企业。
- 西王集团的违约，是“齐星互保”事件埋下的恶果。

西王集团的股权结构



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至2019年6月30日，仅列示了3家上市控股子公司，持股份额为母公司直接或间接持股合计值。

3、“互保”埋下的恶果——西王集团

西王集团违约来龙去脉

2017/3/29: 齐星集团债务出现违约，西王集团为齐星集团担保的29.073亿元债务具有代偿责任

2018/7/16: 经政府协商，西王集团解除对齐星集团的担保关系，但仍需对2.553亿元的债务承担担保责任

2018/10/25: 18西王CP001发行

2019/10/24: 18西王CP001未按时兑付本息，发生实质性违约

2019年7月与9月: 西王集团由于对邹平市供电公司的流动资金贷款提供担保，被济南市中级人民法院以及青岛市中级人民法院列为被执行人

2018年下半年及2019年上半年: 西王集团共发行14只债券进行融资，用于偿还过往债务，补充营运资金

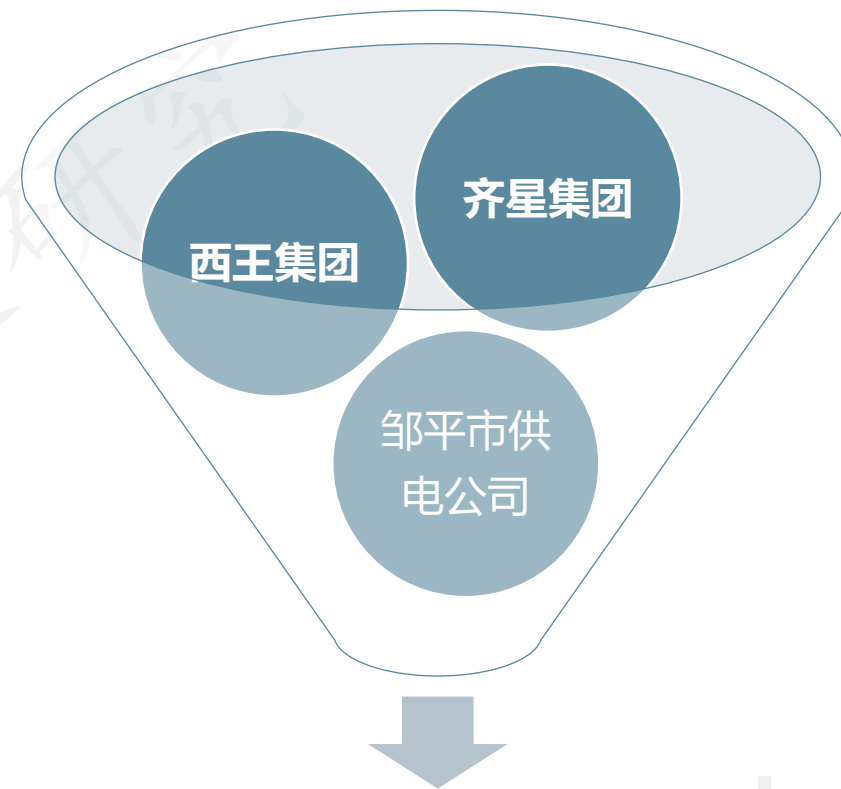
2019/11/6: 西王集团与18西王CP001全体持有人达成一致，对该期债券进行展期至2019/11/27

2019/11/27: 18西王CP001仍未能兑付本息，再次违约

3、“互保”埋下的恶果——西王集团

- 西王集团的违约，是“齐星互保”事件埋下的恶果。
- 2017年，“齐星互保”事件爆发。作为齐星集团“担保圈”内的最大担保方，西王集团对齐星集团的债务担保规模达到29.073亿元。齐星债务违约后，西王集团对其担保金额的10%承担了担保责任，并解除对齐星集团的担保关系。
- 但余波未尽，由于西王集团对同样卷入“齐星互保”事件的邹平市供电公司提供了大规模担保而再次“受伤”，2019年7-9月，公司先后被济南市中级人民法院以及青岛市中级人民法院列为了被执行人。
- 陷入“互保”泥淖的西王集团，现金流情况逐年恶化，最终被其所累。

“互保”埋下的恶果



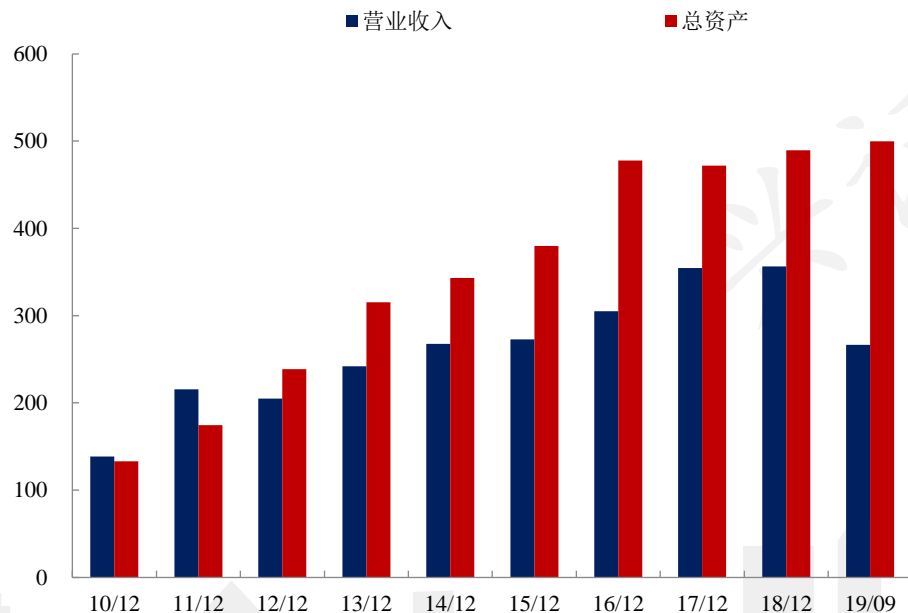
“互保”埋下的恶果

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

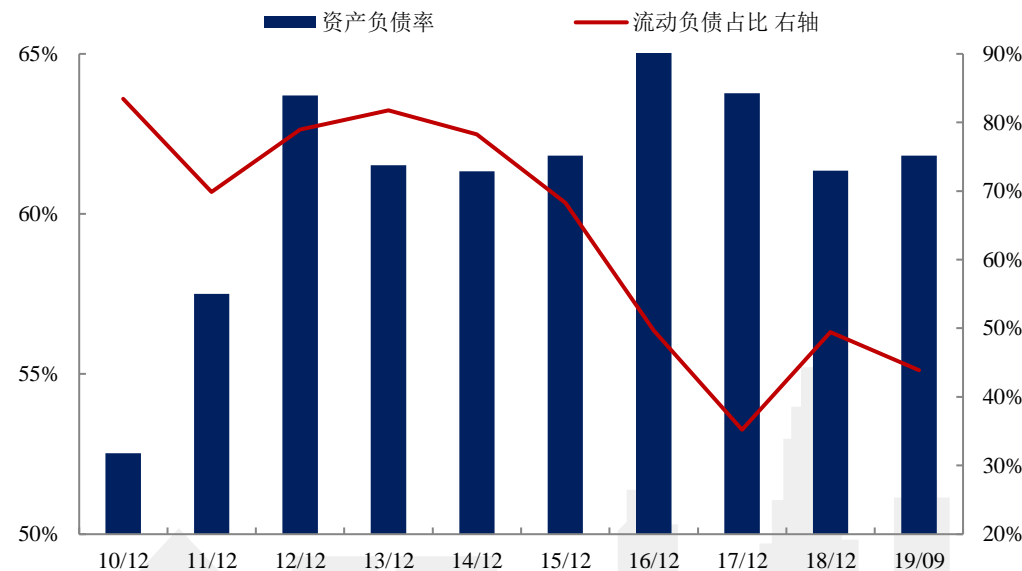
3、“互保”埋下的恶果——西王集团

- 2010年-2016年，西王集团规模扩张迅速，总资产从2010年末的133.01亿元快速扩张至2016年末的477.72亿元；
- 但企业主要依靠举债扩张，16年底的资产负债率已达65.05%。虽然2017年之后通过债务结构转换，将部分短期负债转换为长期负债，但短期偿债压力依然不低。

2010-2016年，公司快速扩张（亿元）



公司主要依赖负债大举扩张



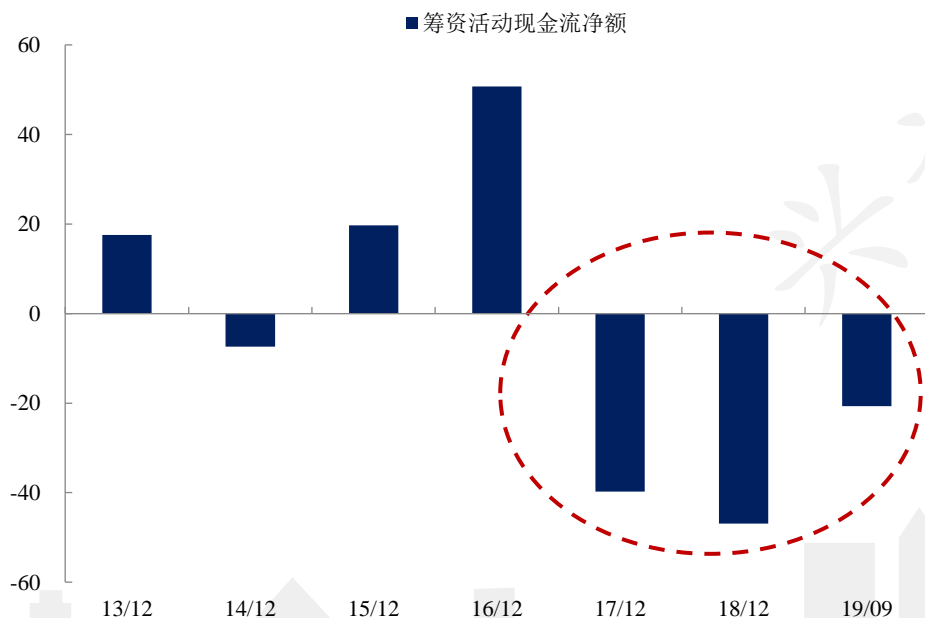
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

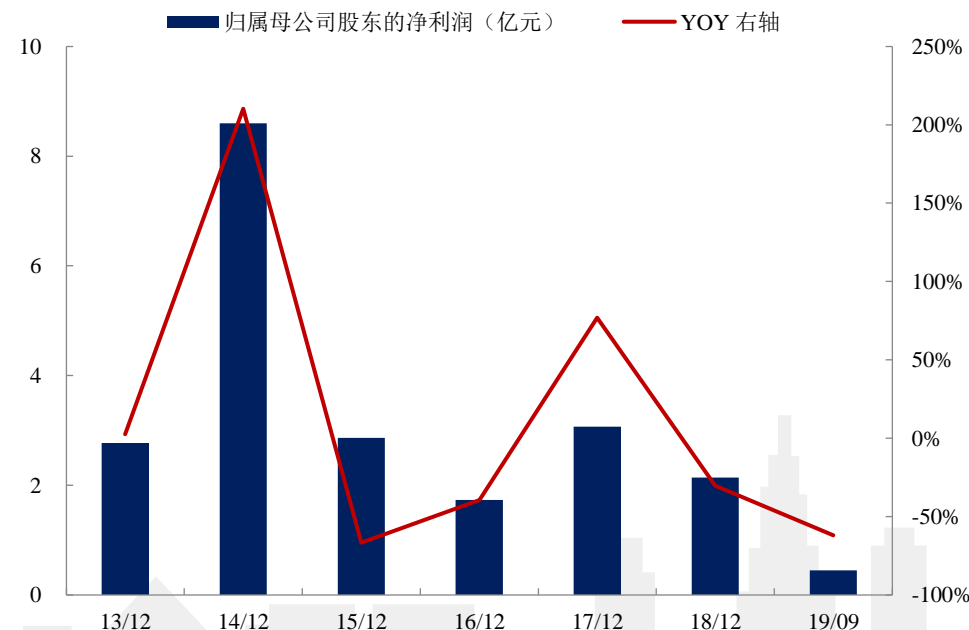
3、“互保”埋下的恶果——西王集团

- 在2017年“齐星互保”事件后，金融机构对其授信有所收紧，西王集团的筹资活动现金流净额逐年下降；
- 根据西王集团2019年三季度财报数据，2019年前三季度集团的归母净利润仅为4504.76万元，同比下滑超六成。

公司外部融资能力弱化（亿元）

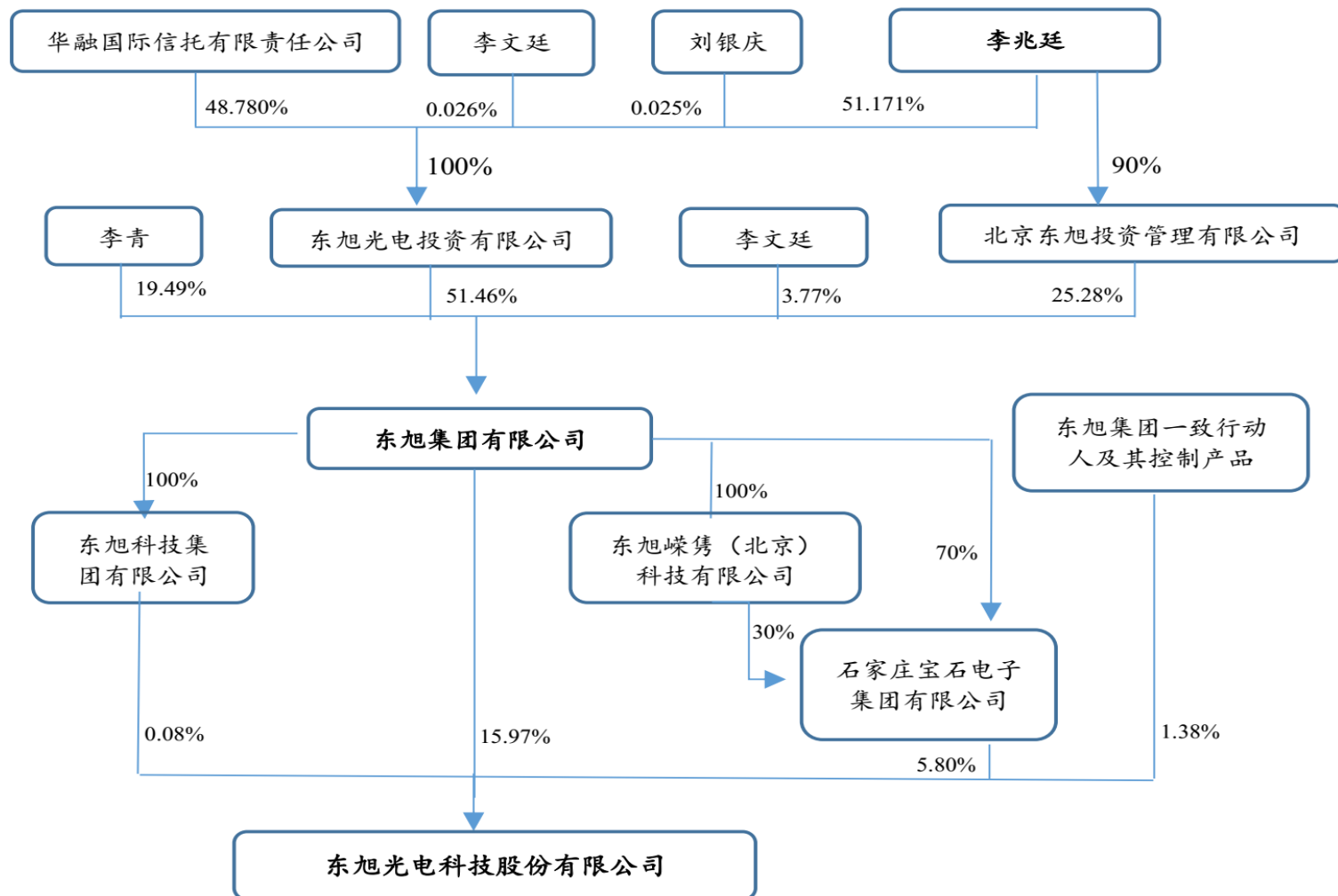


公司的盈利能力弱化



4、大存大贷的电子龙头——东旭光电

东旭光电股权结构



- 东旭光电成立于1992年，当前已经成为一家覆盖光电显示、新能源、金融、地产等多领域的大型产业投资集团。
- 公司股权结构较为复杂，控股股东为东旭集团有限公司（15.97%），实际控制人为李兆廷。

4、大存大贷的电子龙头——东旭光电

东旭光电违约来龙去脉

2016/11/17: 发行MTN001A和MTN001B, 同年11月、12月完成股权质押

2017/2/21-2017/3/27: 由于重大资产重组多次出现停牌: 拟收购中龙客车100%股权及旭虹光电100%股权

2017年: 与多家企业展开合作, 进军新能源汽车行业, 同时拓展多个领域业务, 各点开花

2018年5月: 拟1.51亿元控股三宝创新, 共同研发生产机器人

2018年2月: 控股股东拟增持5亿元-15亿元股票, 增持比例为1%-3%

2017年7月: 增发股份发审委通过, 并在同年年底完成数笔大宗交易, 增发股份上市

2018年12月: 拟公开发行可转换债券, 募集资金不超过35亿元。其中25亿元用于回购公司股份, 另外10亿元用于补充流动资金

2019年5月: 深交所就公司货币资金情况等向东旭光电发年报问询函

2019年11月18日: 16东旭光电MTN001A与16东旭光电MTN001B未能按期偿付, 实质性违约

4、大存大贷的电子龙头——东旭光电

- 在货币资金充裕的情况下依然大规模融资，并承受较大的利息支出，公司的货币资金的真实性存疑。

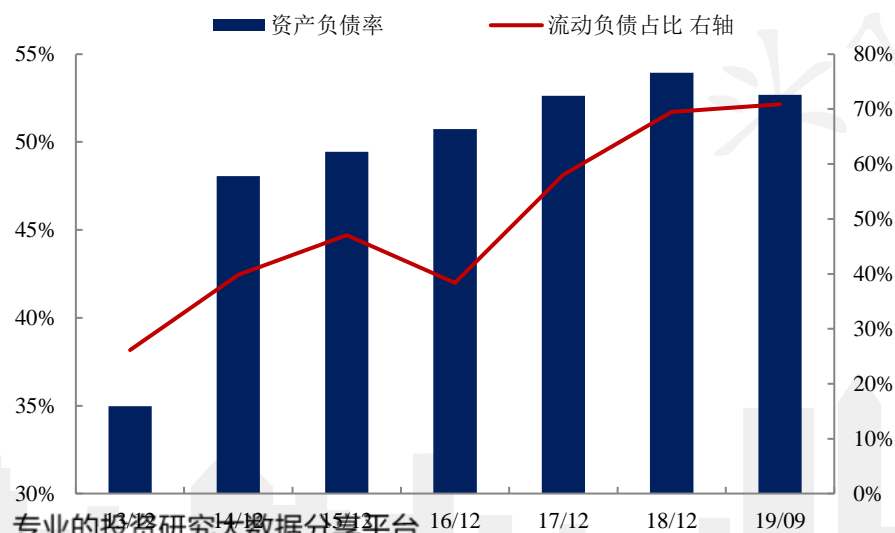
东旭光电财务情况（亿元）

	2019-09-30	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
总资产	724.40	725.76	676.83	468.26	287.99	124.68
其中：货币资金	183.16	198.07	273.71	260.56	124.10	31.96
货币资金占比	25.3%	27.3%	40.4%	55.6%	43.1%	25.6%
有息负债	216.05	204.31	211.72	188.10	118.97	51.29
其中：短期借款	101.29	83.61	57.13	49.41	37.83	12.89
一年内到期的非流动负债	32.38	36.97	50.09	16.19	8.77	2.68
长期借款	29.54	27.42	47.85	65.96	62.49	35.72
应付债券	52.84	56.31	56.65	56.54	9.88	
净利润	11.86	22.69	19.39	13.11	13.93	9.09
财务费用	5.92	7.23	7.54	3.44	2.94	0.60
其中：利息费用	8.98	12.04				

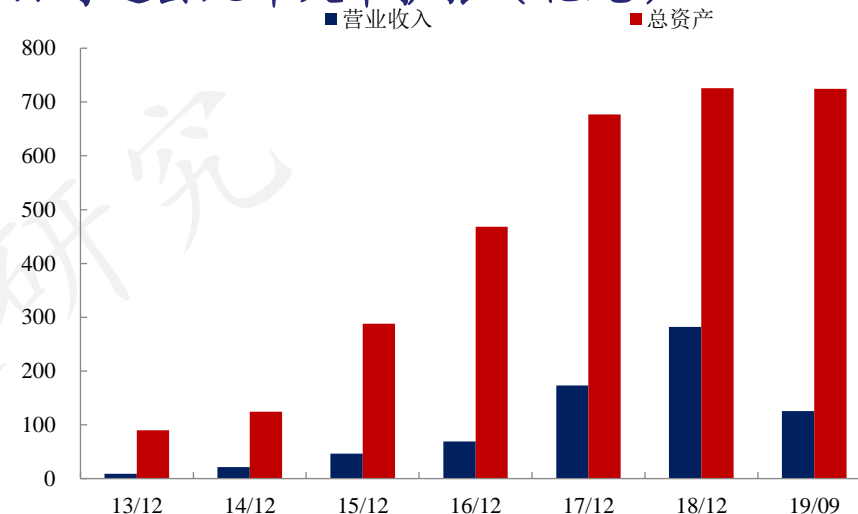
4、大存大贷的电子龙头——东旭光电

- **管理层激进，多元化的扩张不断积累风险。**公司扩张极为迅速，资产规模自14年底的124.68亿元迅速扩张到19年9月底的724.4亿元。但是激进的外延式并购使得公司现金流也被大量消耗，且公司流动性负债占比较高（截至19年9月底，流动负债规模270.46亿元，占比70.9%），短期偿债压力大。

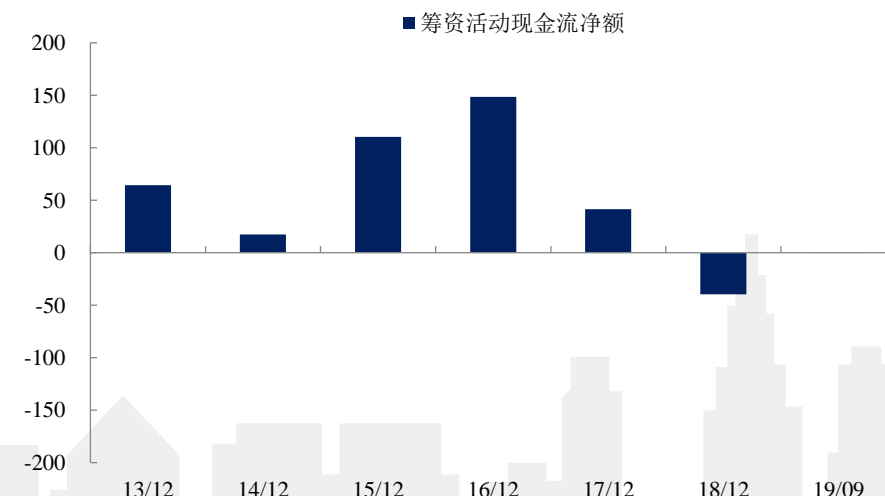
公司流动负债占比大幅上升



公司过去几年大举扩张 (亿元)



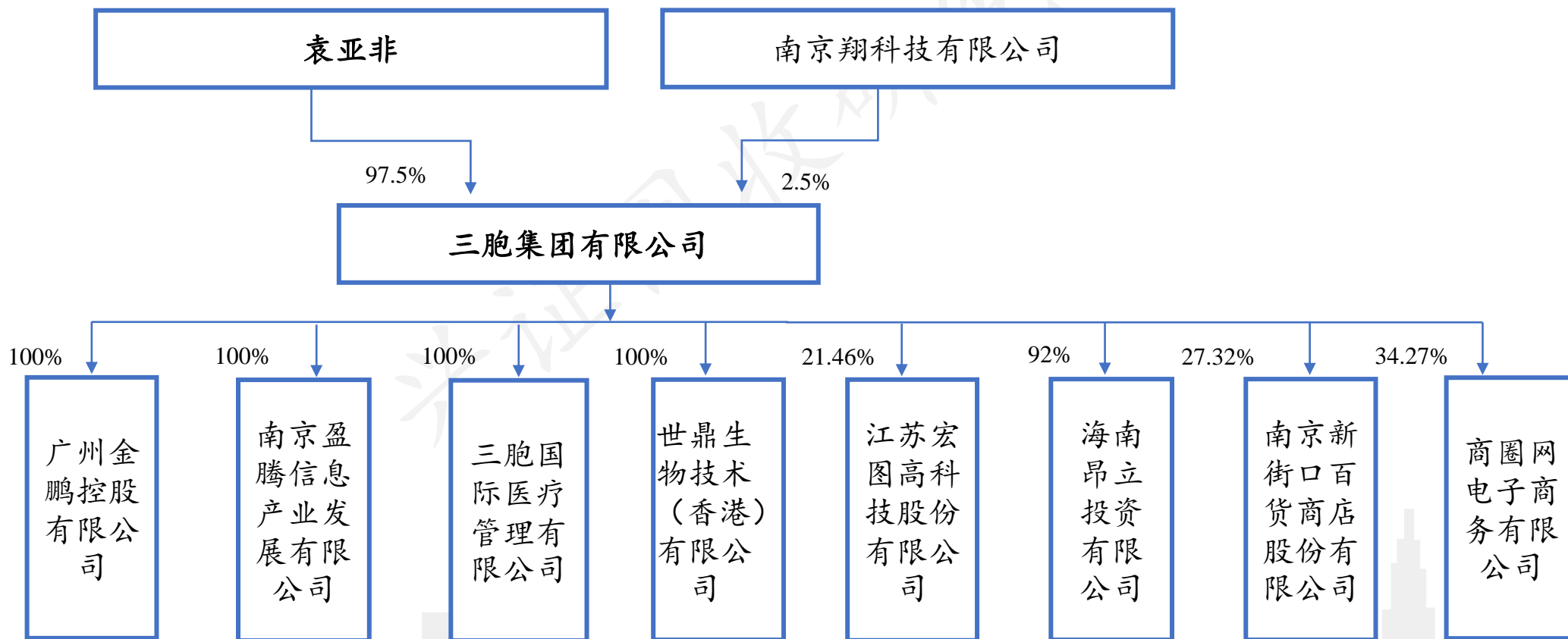
筹资活动现金流净额出现恶化 (亿元)



5、进击（激进）的民企——以三胞集团为例

- 三胞集团有限公司是一家集电子商贸、百货零售、电子信息制造、房地产行业于一体的大型现代化企业集团。根据公司的股权结构，袁亚非是公司的实际控制人。

三胞集团股权结构图



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至2018年3月31日

5、进击（激进）的民企——以三胞集团为例

三胞集团违约来龙去脉

2018/2/2:三胞集团控股的南京新百和宏图高科因筹划重大资产重组事项申请股票停牌

2018/3/11:三胞集团控股的南京新百和宏图高科发布资产重组公告

2018/7/16:“和合资管-安盈保6号三胞集团集合资产管理计划”曝违约，规模达5580万元。

2018/7/27:中诚信将“17三胞01”“17三胞02”“17三胞03”债项信用等级从AA级降至AA-，鹏元资信将“12三胞债”信用等级从AA级降至AA-

2018/7/25:中诚信评级公司下调了三胞集团评级，将评级从AA级降至AA-。将“16三胞02”“16三胞05”的债项信用等级从AA级降至AA-

2018/7/23:“12三胞债”“16三胞02”“16三胞05”债券停牌公告

2018/8/21:三胞集团控股的南京新百和宏图高科均发公告称，因三胞集团涉及信托纠纷，持有公司的全部股份被轮候冻结

2018/8/31至2019/3/19:中诚信连续下调三胞集团主体信用评级，由AA-下调至CC

2019/3/19至2019/9/12:“12三胞债”“H6三胞02”“16三胞02”“H6三胞03”“H7三胞02”等接连违约

5、进击（激进）的民企——以三胞集团为例

- **三胞集团的违约是典型激进扩张的结果。**
- 公司是一家集电子商贸、百货零售、电子信息制造、房地产行业于一体的大型现代化企业集团。

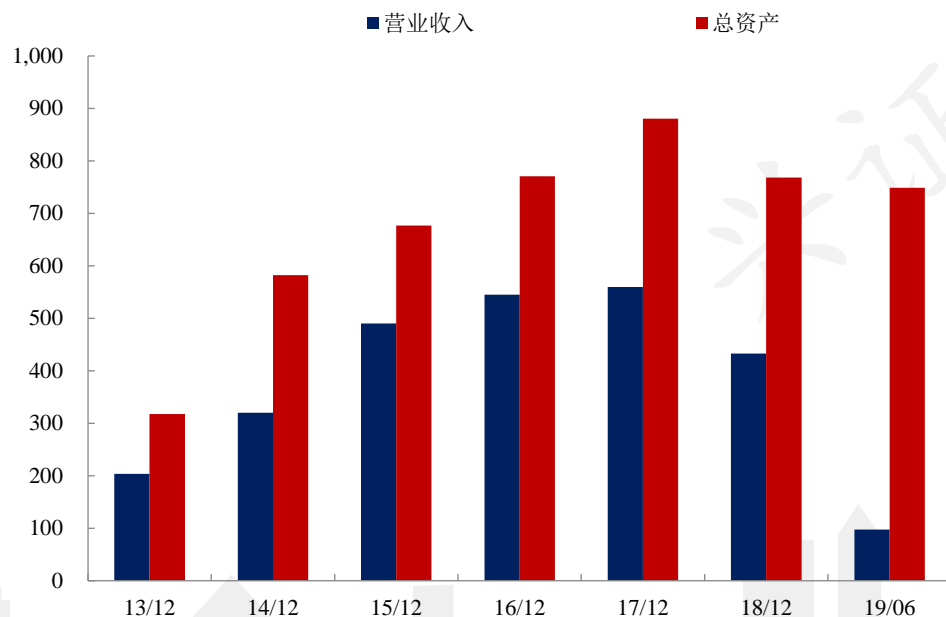
三胞集团扩张图



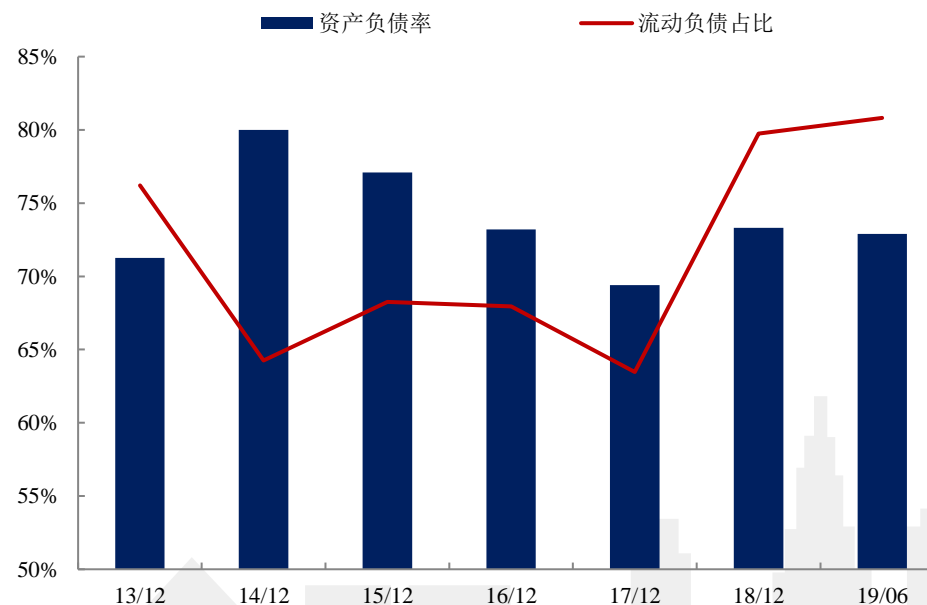
5、进击（激进）的民企——以三胞集团为例

- 随着公司的激进扩张，有息负债规模持续大幅增长，公司偿债压力陡增，公司的资产负债率13年以来一直维持在70%上下，且流动负债的占比极高（截至18年6月底流动负债占比为70%），最终在18年去杠杆、紧信用的大环境下，公司的流动性危机爆发。

公司过去大举扩张（亿元）



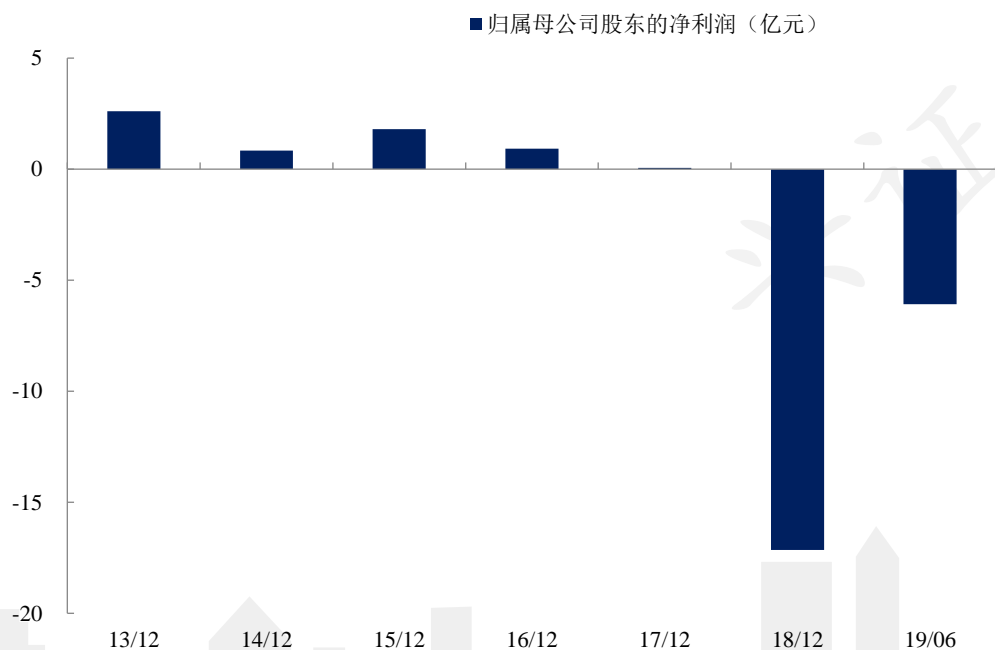
公司资产负债率13年以来一直维持在70%上下



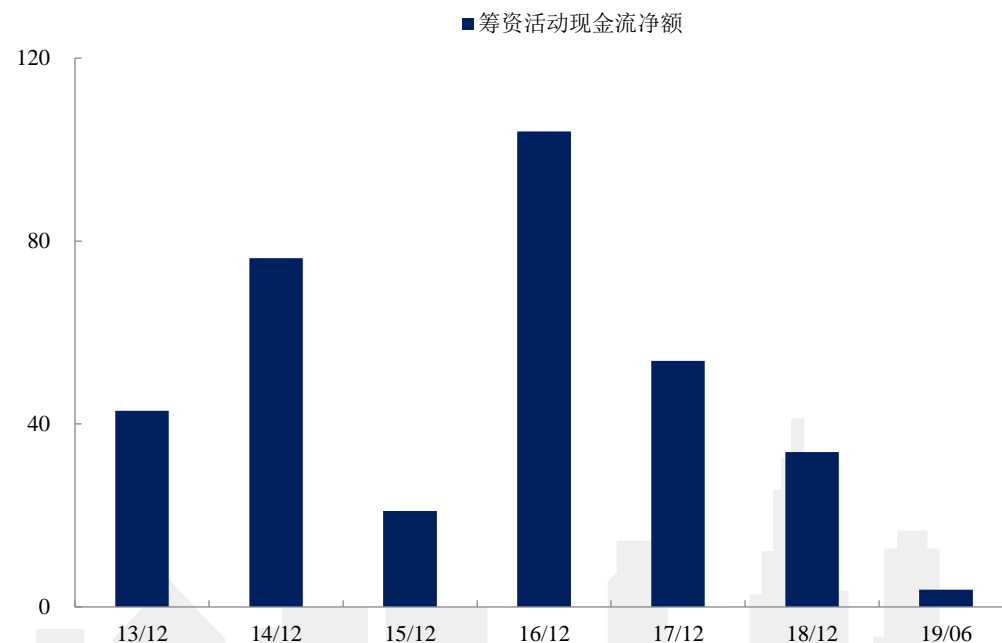
5、进击（激进）的民企——以三胞集团为例

- 虽然之后袁亚非提出了“100亿瘦身计划”。但积重难返，加上公司外部融资受阻（截至2018年底，公司受限资产规模达104.09亿元，占净资产比例超50%），伴随着2019年的债务到期，公司的违约便接踵而至。

公司盈利能力弱化



公司外部融资能力弱化（亿元）



- **(1) 对于股权结构复杂的企业需要保持警惕。**
- 方正集团等债券的违约，为投资者敲响了警钟：对于股权结构复杂的企业需要多加留意；
- 随着2018年5月《高等学校所属企业体制改革的指导意见》及其后续一系列政策文件的发布，校企的改革步伐仍将继续，校企改革或导致企业实际控制人发生变更。但并不是所有的校企都有风险，投资者需要深入分析其基本面，不能一概而论，对于弱股东背景、存在多元化扩张、有财务瑕疵和公司治理问题的校企可以保持更多谨慎。
- **(2) 公司治理问题引致的违约问题频发，投资者需要紧密关注。**
- 对于“进取型”企业需要区分来看，过度激进、依赖负债扩张往往会带来隐患。无论是方正集团、国安集团，亦或是陷入互保泥淖的西王集团，大存大贷的东旭光电，还有三胞集团、永泰能源、“网红民企”中民投以及精功集团，这些企业“进取”的同时多有通病：过于激进、且更多依赖负债扩张、甚至“短贷长投”，无法迅速回笼资金。

6、大型企业信用债违约启示录

- 同时，违约的大型企业往往在债务高企的同时，伴随着其自身的盈利能力下滑和外部融资能力的下降。羸弱的盈利能力和恶化的外部融资能力无法给企业带来充足的现金流支撑，最终，激进扩张的企业被不断高企的债务负担和短缺的现金流所累而走向违约。

违约的大型企业或多或少有“进取型”基因：过于激进且更多依赖负债扩张，流动负债占比较高

发债主体	2018年12月31日						2010年12月31日		
	营业收入 (亿元)	营业收入 较10年增 长倍数	总资产 (亿元)	总资产较 10年增长 倍数	资产负债 率(%)	流动负债 占比(%)	营业收入 (亿元)	总资产 (亿元)	资产负债 率(%)
精功集团	231.19	0.54	517.70	1.54	72.82	76.59	149.78	204.18	76.59
西王集团	356.30	1.57	489.59	2.68	61.35	49.42	138.47	133.01	52.53
永泰能源	223.27	6.99	1065.29	25.23	73.29	59.17	27.95	40.62	80.59
东旭光电	282.12	359.06	725.76	192.60	53.95	69.46	0.78	3.75	36.38
国安集团	1064.84	4.41	1981.57	2.50	86.11	60.82	196.92	566.45	70.94
三胞集团	432.92	2.66	768.22	4.18	73.31	79.74	118.34	148.24	60.86
方正集团	1332.74	1.53	3606.14	5.66	81.84	56.51	526.20	541.49	57.94
中民投	286.00	6.57	3061.13	4.72	74.89	59.34	37.78	534.74	26.55

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：中民投由于2014年成立，且2018年财报未披露，因此2018年12月31日数据采用2017年12月31日的年报数据代替，2010年12月31日数据采用2014年12月31日的

6、大型企业信用债违约启示录

- 同时，违约的大型企业往往在债务高企的同时，伴随着其自身的盈利能力下滑和外部融资能力的下降。羸弱的盈利能力和恶化的外部融资能力无法给企业带来充足的现金流支撑，最终，激进扩张的企业被不断高企的债务负担和短缺的现金流所累而走向违约。

违约的大型企业往往伴随盈利能力的下降

发债主体	归属母公司股东的净利润（亿元）					净利率（%）				
	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-9-30	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-9-30
精功集团	3.05	1.62	6.14	-23.81	-	3.13	3.20	3.27	-9.37	-
西王集团	2.86	1.73	3.07	2.14	0.45	1.55	1.19	2.54	2.78	1.05
永泰能源	6.03	6.69	6.02	0.66	1.31	9.13	5.59	3.87	0.71	1.48
东旭光电	13.26	12.40	17.44	21.64	11.35	29.95	18.99	11.18	8.04	9.44
国安集团	5.56	5.47	1.87	-54.32	-27.21	0.96	1.37	0.67	-4.00	-4.63
三胞集团	1.80	0.92	0.05	-17.15	-6.08	1.49	1.39	2.31	-15.91	-0.55
方正集团	12.53	3.77	-5.45	-3.44	-31.93	5.36	3.65	0.16	1.12	-2.69
中民投	47.27	27.67	35.54	1.90	-	99.46	18.84	19.46	6.49	-

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：中民投由于2018年的财报未披露，其2018年12月31日的相关财务数据采用了2018年3季报披露的数据代替；三胞集团2019年三季报未披露，2019年9月30日的相关财务数据采用2019年中报的相关数据代替

6、大型企业信用债违约启示录

- 同时，违约的大型企业往往在债务高企的同时，伴随着其自身的盈利能力下滑和外部融资能力的下降。羸弱的盈利能力和恶化的外部融资能力无法给企业带来充足的现金流支撑，最终，激进扩张的企业被不断高企的债务负担和短缺的现金流所累而走向违约。

违约的大型企业往往伴随着外部融资能力的恶化和现金流短缺

发债主体	筹资活动产生的现金流净额（亿元）					现金流净额（亿元）				
	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-9-30	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-9-30
精功集团	33.73	1.93	-11.43	-19.43	-	3.26	-3.53	-12.24	-7.77	-
西王集团	19.68	50.67	-39.79	-46.88	-20.70	13.42	5.22	-27.18	17.24	-14.99
永泰能源	104.41	92.22	39.65	-24.26	-40.93	23.40	2.34	5.40	-33.00	-13.06
东旭光电	110.31	148.55	41.66	-39.47	0.15	86.16	130.86	-3.66	-102.03	-5.31
国安集团	217.60	42.10	97.42	-125.71	-70.21	69.68	-27.60	17.13	69.60	43.50
三胞集团	20.99	103.95	53.82	33.87	3.75	48.22	28.23	-5.59	-16.77	-2.52
方正集团	113.79	312.11	-112.14	117.77	-31.43	62.49	-33.84	-40.22	31.45	125.75
中民投	431.14	583.87	223.57	-145.14	-	140.75	110.33	-17.99	-63.30	-

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理的

注：中民投由于2018年的财报未披露，其2018年12月31日的相关财务数据采用了2018年3季报披露的数据代替；三胞集团2019年三季报未披露，2019年9月30日的相关财务数据采用2019年中报的相关数据代替，现金流净额=经营活动产生的现金流净额+投资活动产生的现金流净额+筹资活动产生的现金流净额

- **(2) 公司治理问题引致的违约问题频发，投资者需要紧密关注。**
- 对外担保需谨慎，除了面临代偿风险，更有可能面临外部融资被收紧的风险。陷入“互保”泥潭的西王集团，最终被其所累，出现违约。
- 此外，控股权之争、大股东掏空等公司治理问题，投资者也都需要保持高度关注。特别是实控人缺失的企业（诸如国安集团、中民投等），更容易诱发公司治理问题。
- **(3) 警惕大存大贷的企业，以防财务造假。**
- 前文提到的东旭光电并非存在大存大贷现象而出现违约的首个企业，19年初的康得新违约也是大存大贷的典型。因此，投资者对于大存大贷的企业需多一份警惕，对于存在财务瑕疵的信用主体尽量避而远之。

- 2019年以来，诸如方正集团、西王集团等大型企业的违约频发。大型企业的违约带给我们哪些启示？
- 对于股权结构复杂的企业需要多加留意。1) 方正集团等债券的违约，为投资者敲响了警钟：对于股权结构复杂的企业需要多加留意。2) 不是所有的校企都有风险，投资者需要深入分析其基本面，对于弱股东背景、存在多元化扩张、有财务瑕疵和公司治理问题的校企可以保持更多谨慎。
- 公司治理问题引致的违约问题频发，投资者需要紧密关注。1) “进取型”企业需区分来看，过度激进、负债扩张往往会带来隐患：过于激进、且更多依赖负债扩张、甚至“短贷长投”，可能会无法迅速回笼资金。同时，违约的大型企业往往在债务高企的同时，伴随着自身盈利能力下滑和外部融资能力的下降，最终被高企的债务负担和短缺的现金流所累而走向违约。2) 对外担保需谨慎，除了面临代偿风险，更有可能面临外部融资被收紧的风险。陷入“互保”泥淖的西王集团，最终也被其所累。3) 控股权之争、大股东掏空、对外违规担保等公司治理问题，投资者也都需要保持高度关注。特别是实控人缺失的企业（诸如国安集团、中民投等），更容易诱发公司治理问题。
- 警惕大存大贷的企业，以防财务造假。本文提到的东旭光电并非存在大存大贷现象而出现违约的首个企业，投资者对于大存大贷的企业需多一份警惕。

➤ 第三部分：地产债违约剖析

1、地产债违约概述

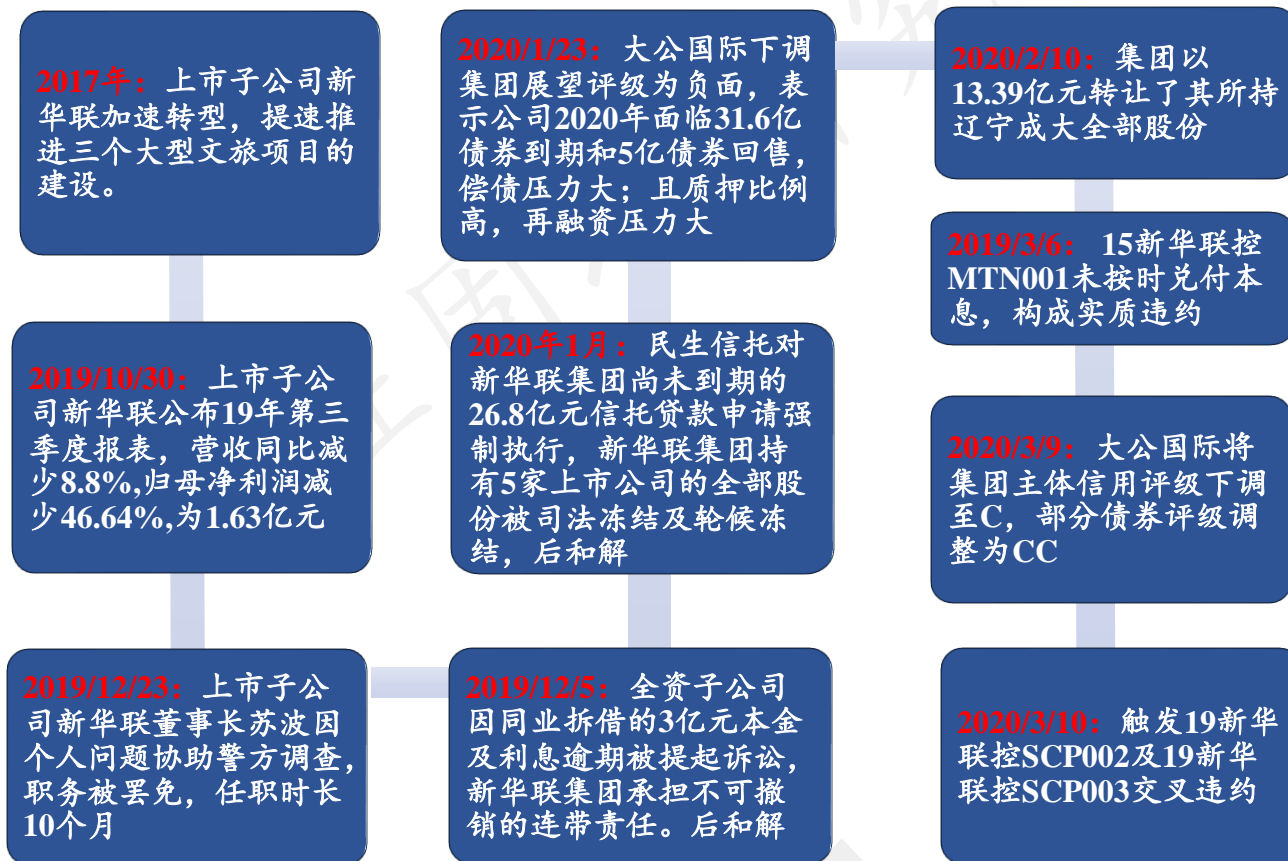
- 我们以新华联集团等5家民营房企的违约为例分析发现，最主要的违约原因是其进行多元化扩张或者业务转型所致，地产业务下滑但不是最主要的原因：新华联集团、国购投资、华业资本等3家房企违约主要源于多元化扩张；中弘股份和银亿股份则主要是其进行业务转型所致。
- 5家违约房企的房地产业务也在地产调控政策趋紧+公司多元化扩张/转型之路上逐渐走向“衰落”。

企业名称	是否上市公司	省份	2018年末总资产(亿元)	2018年末净资产(亿元)	违约主因	经营业务
新华联集团	否	北京	1305.86	399.49	多元化扩张 ，债务积累，盈利能力下降，外部融资恶化，现金流短缺； 同时伴随着房地产业务衰落	业务涵盖文旅与地产、矿业、石油、化工、新能源、投资、金融、陶瓷、酒业等多个产业领域
国购投资	否	安徽	435.70	81.84	多元化扩张 ，债务积累，盈利能力下降，外部融资恶化，现金流短缺； 同时伴随着房地产业务衰落	业务涵盖健康医疗、智能制造、产业地产、现代农业四大产业板块
华业资本	是	北京	121.40	1.96	多元化扩张 ，陷入 应收账款被骗风波 ，同时债务积累，盈利能力下降，外部融资能力弱，现金流短缺； 同时伴随着房地产业务衰落	业务涵盖房地产、医疗健康、金融和矿业四大业务板块
中弘股份	是	安徽	449.41	67.11	业务转型 ，债务积累，盈利能力下降，外部融资恶化，现金流短缺； 公司治理问题 ； 同时伴随着房地产业务衰落	积极转型文旅业务，2015年宣布“A+3”战略，推进文旅全产业链布局
银亿股份	是	甘肃	367.81	150.66	业务转型 ，债务积累，盈利能力下降； 大股东资金占用+外部融资恶化 ，现金流短缺； 同时伴随着房地产业务衰落	16年开始实施“房地产业+高端制造业”双轮驱动发展战略，进军高端制造业

2、多元化扩张违约案例——新华联集团：多元化扩张进展不顺

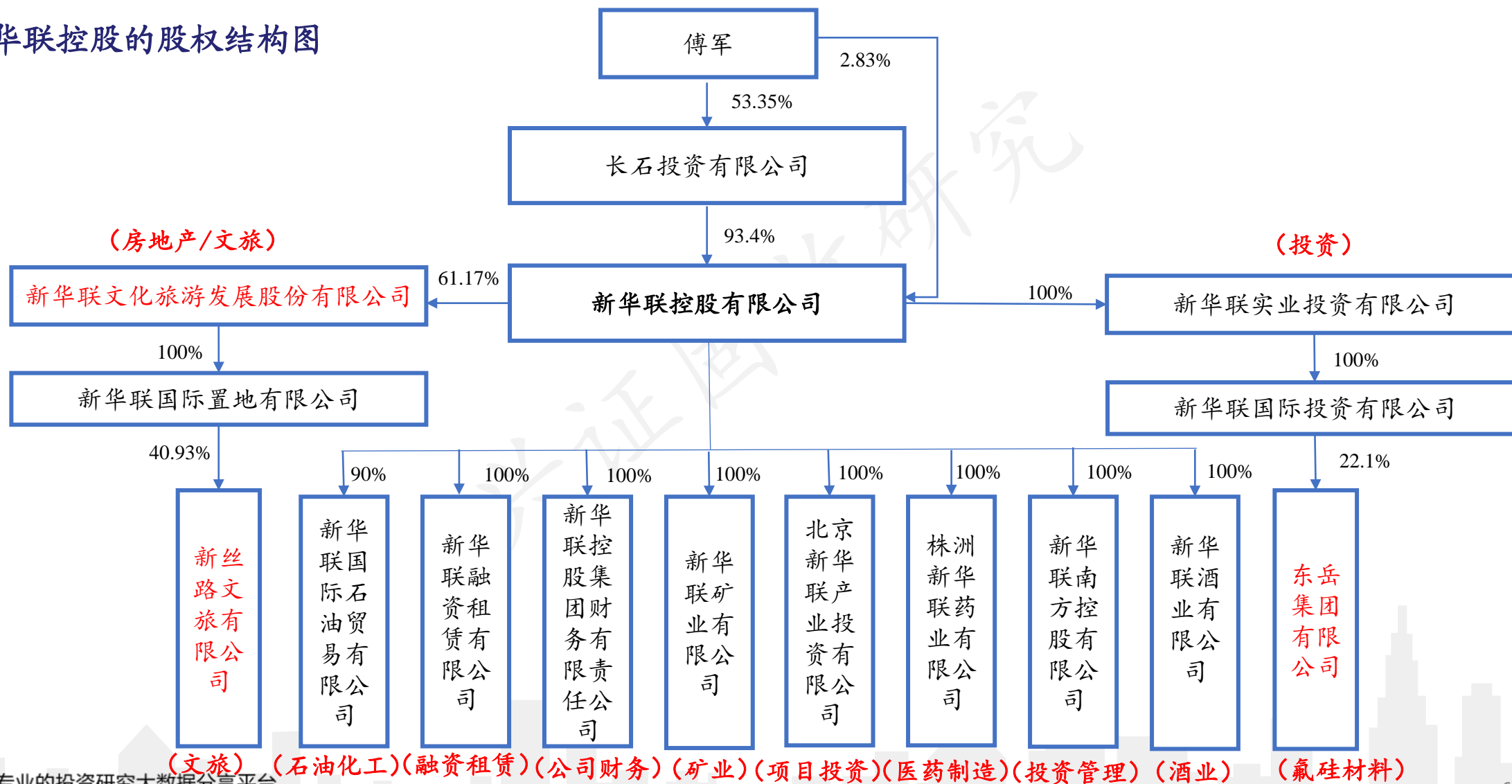
- 从在实体业务上进行多元化扩张，到在资本市场上积极逐浪，新华联集团积极进行多元化布局。

新华联控股违约来龙去脉



2、多元化扩张违约案例——新华联集团：多元化扩张进展不顺

新华联控股的股权结构图



2、多元化扩张违约案例——新华联集团：多元化扩张进展不顺

- 新华联集团早年便积极进行多元化发展路线，多年来在实体业务+资本市场投资上进行扩张，对于新华联集团的核心业务地产领域，也在积极向文旅地产转型。

新华联集团的扩张之路

1992年：新华联集团开始涉猎国内房地产业

1996年：新华联集团投资氟化工和汽车制造

1998年：新华联集团进入白酒行业

2005年4月：新华联集团成功入股长沙市商业银行，正式进入金融领域

2006年6月：新华联集团在北京成立新华联矿业投资有限公司，正式进军矿产资源领域

2010年9月：新华联矿业成功收购印尼镍矿

2012年11月：新华联集团成功收购北京新崇基置业公司100%股权。

2013年：新华联集团收购法国波尔多酒庄

2015年2月：新华联集团斥资50余亿元进军新能源产业

2015年7月：新华联不动产成功收购香港上市公司金六福投资，并更名为新丝路文旅

2015年10月：新华联集团收购民安财险公司20%的股权，成为其第二大股东

2015年11月：新华联集团总投资100亿元的长沙新华联铜官窑国际文化旅游度假区项目正式开工。

2016年：动用131亿元资金投资参股北京银行，目前持股15.02亿股，占其9.88%的股份

2017年：通过参与增发等方式，战略投资科达洁能股份公司

2017年：参与增发、二级市场竞价交易系统增持等方式，取得4.05亿股赛轮金宇股权，占其总股本的15%

2018年8月18日：子公司新华联投资100亿元的大型文旅项目铜官窑古镇开园

2018年9月：新华联投资四川阆中古城项目，至今布局四大文旅项目

2018年12月：进军新兴科技产业，与派生集团携手合作小黄狗垃圾分类环保处理项目；并战略投资驴迹科技

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

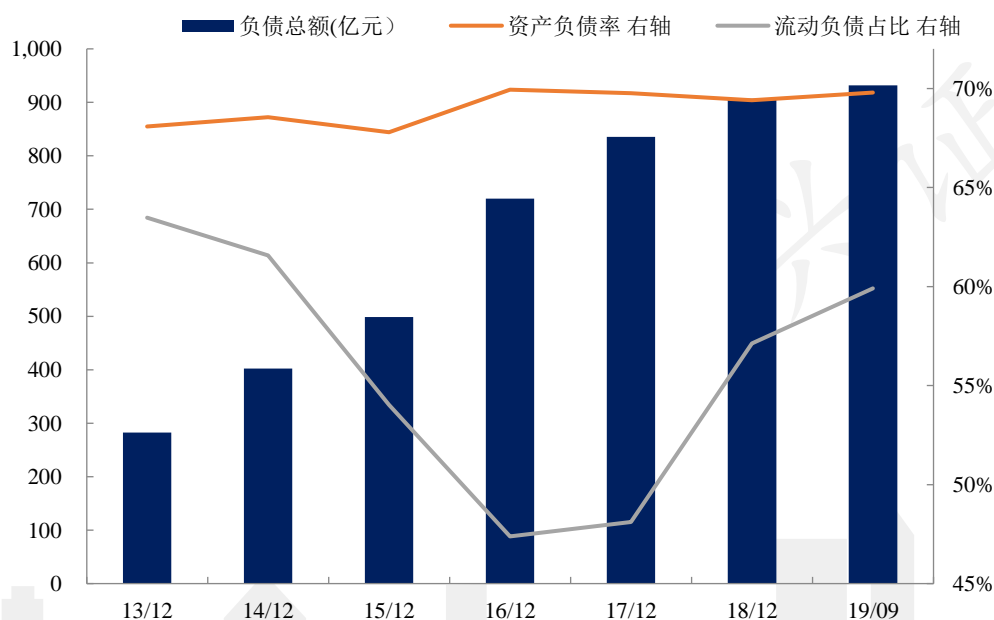
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

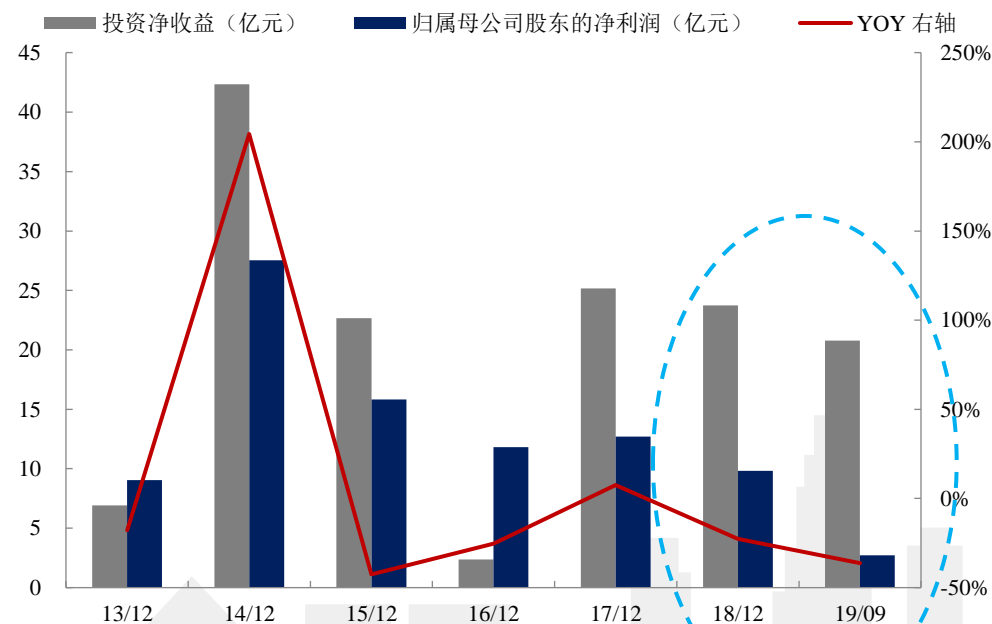
2、多元化扩张违约案例——新华联集团：多元化扩张进展不顺

- 事与愿违，集团的资本市场投资没有带来好的效果。
- ✓ 多元化扩张下，集团的盈利能力非但没有改善，18年开始更是明显恶化；
- ✓ 多元化扩张的同时，集团负债大量积累。16年底资产负债率逼近70%，18年流动负债占比飙升。

新华联集团负债扩张，资产负债率持续高位



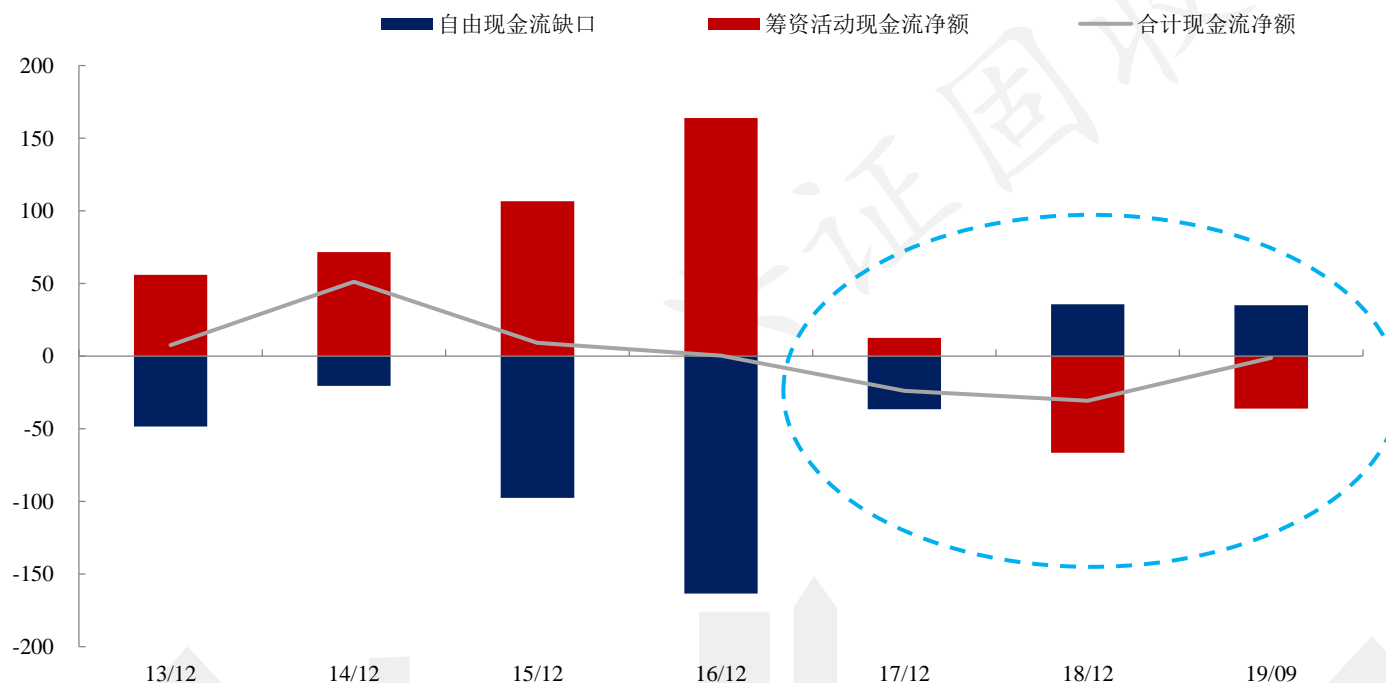
持续多年的多元化扩张并未带来盈利改善



2、多元化扩张违约案例——新华联集团：多元化扩张进展不顺

- 集团的外部融资能力17年便开始迅速恶化，集团的筹资活动现金流净额17年大幅萎缩，已经无法覆盖自由现金流缺口；18年筹资活动现金流净额也开始转负。
- 重压之下，集团的信用风险频频爆发。19年12月，子公司同业拆借的3亿元本金及利息逾期被提起诉讼；20年1月，民生信托对集团尚未到期的26.8亿元信托贷款申请强制执行。

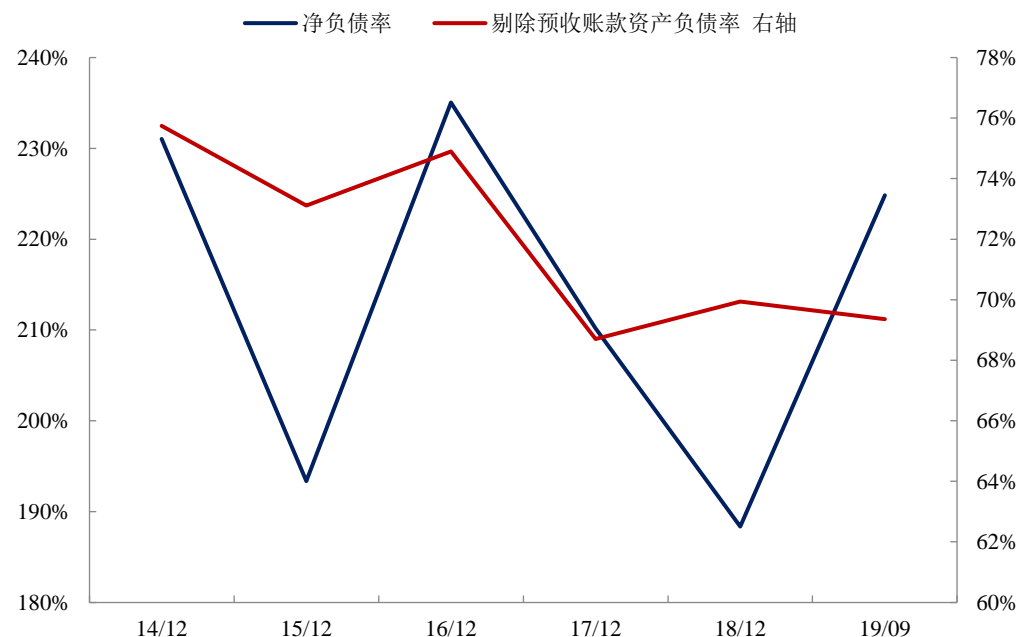
新华联集团的外部融资能力在17年迅速恶化（亿元）



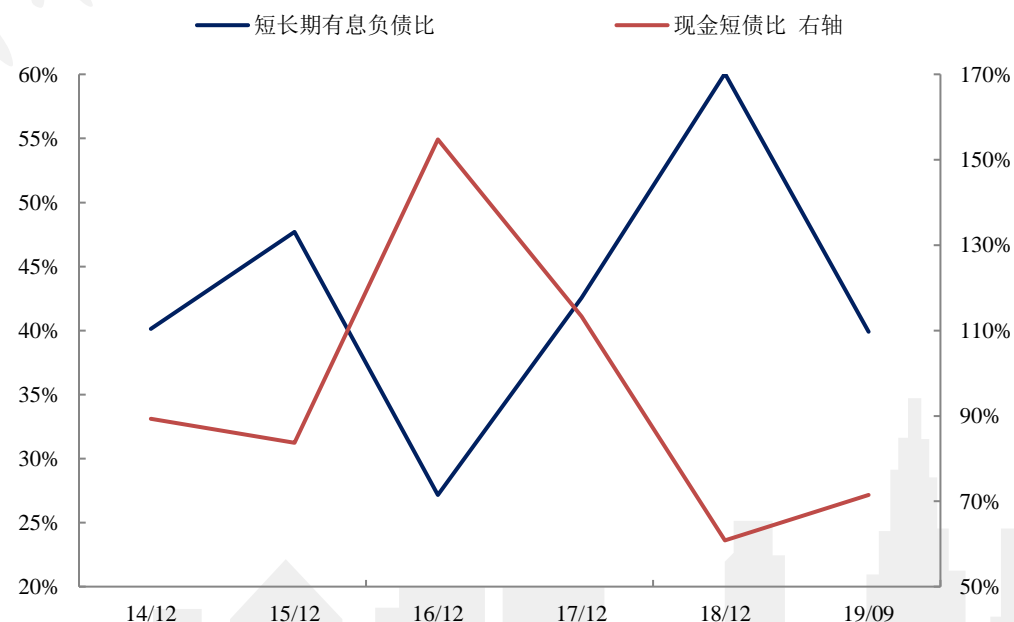
2、多元化扩张违约案例——新华联集团：多元化扩张进展不顺

- 多元化扩张的同时，集团的房地产业务发展不佳
- 由于新华联集团的房地产业务主要通过其上市子公司新华联进行运作，后文的分析主要就其子公司新华联的情况进行展开。
- ✓ 从杠杆率情况来看，新华联一直面临着巨大的偿债压力。
- ✓ 19年9月底，新华联的货币资金对短期有息负债的覆盖已经明显不足。

新华联的杠杆率持续处于高位



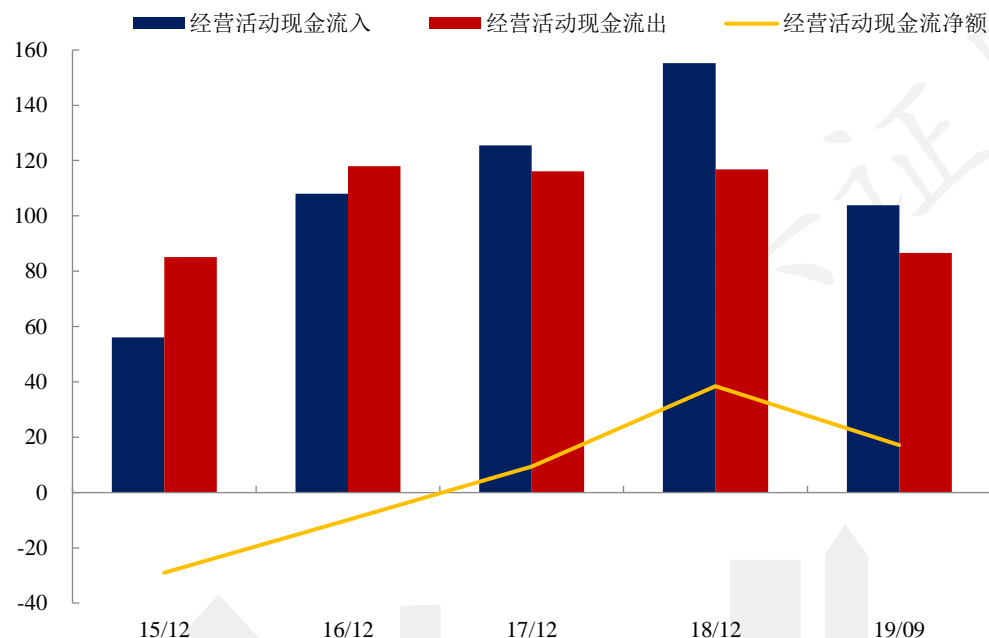
新华联的短期偿债压力大



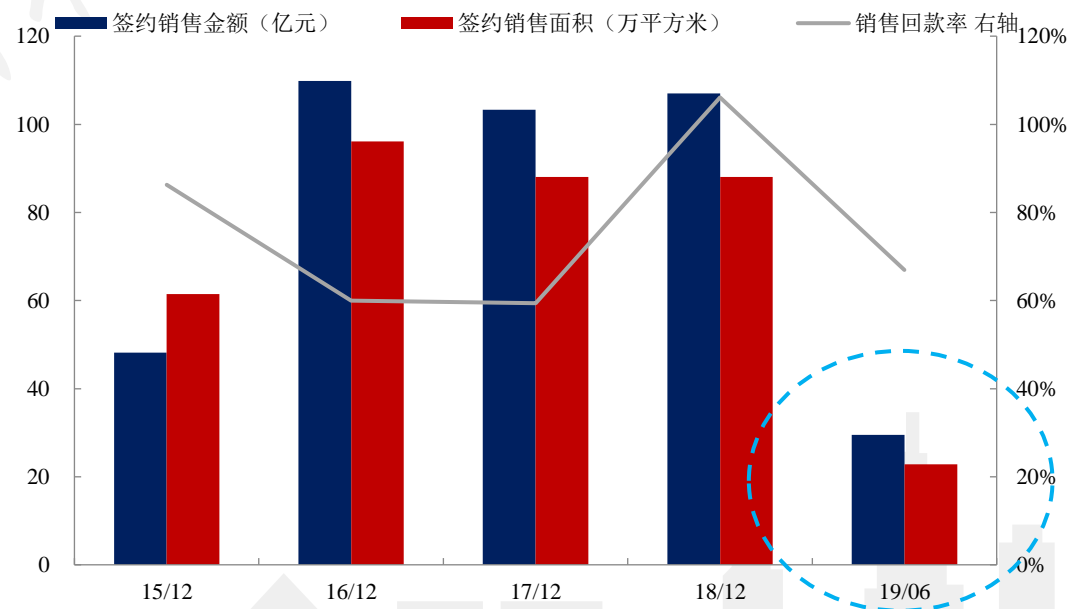
2、多元化扩张违约案例——新华联集团：多元化扩张进展不顺

- 多元化扩张的同时，集团的房地产业务发展不佳
- ✓ 从经营活动现金流情况来看，15-18年新华联的经营活动现金流情况有所明显，改善的原因更多是得益于经营活动现金流出未有明显增加，甚至17年以来在逐年减少。
- ✓ 从新华联地产业务的销售情况来看，19年上半年，地产销售数据和销售回款率的同时下行，导致无法为公司带来充足的现金流周转，也加剧了公司的现金流紧张情况。

15-18年新华联经营现金流净额有所改善，但更多得益于现金流出未有明显增加（亿元）



新华联的签约销售面积和销售金额17年以来不增反降，房地产业务景气度明显下行



2、多元化扩张违约案例——新华联集团：多元化扩张进展不顺

- 多元化扩张的同时，集团的地产业务发展不佳
- ✓ 从土地储备来看，新华联近几年也没有在拿地上有大动作，或也已经昭示了企业的现金流出现了问题。
- ✓ 2016年新华联拿地219.4万平方米，2017年拿地规模下降到120.1万平方米，2018年财报未披露拿地情况，只提到“2018新增土地有所放缓”，19年中报披露“上半年没有拿地”。

新华联的土地储备情况（截至2018年12月31日）

项目名称	区域位置	权益比例	待开发土地面积(万平方米)	计容建筑面积(万平方米)
新华联锦绣山庄国际度假区	韩国济州岛	90%	124.6	19.3
新华联鸠兹古镇	安徽省芜湖市	100%	3.4	2.6
新华联国际旅游城	青海省西宁市	100%	24.4	42.8
新华联商业广场	湖南省醴陵市	60%	0.7	4.9
加拿大橡树湾	加拿大	51%	6.6	8.3
大庆阿斯兰小镇	黑龙江省大庆市	100%	19.3	25.6
长春普鲁斯小镇	吉林省长春市	100%	9.9	17.7
株洲北欧小镇	湖南省株洲市	100%	20.9	29.9
惠州新华联广场	广东省惠州市	100%	7.3	26.8
新华联香水湾	海南省陵水县	95%	29.8	16.7
合计			246.8	194.7

3、转型违约篇——中弘股份：转型文旅遇阻

中弘股份违约来龙去脉

2017/3:受北京出台的商办项目（商住房）调控政策的影响，2017年公司的御马坊项目和夏各庄项目（商业部分）销售停滞

2017/9:旗下全资子公司因擅自在如意岛项目三期工程建设中进行填海遭3733万元处罚

2017年:公司15-16年收购中玺国际、开易控股、亚洲旅游等，但2017年底，三家境外上市公司均处于亏损状态

2017/12:旗下子公司由于债务利息未能按期支付，构成违约

2018/5:因下属子公司著融环球未能按照借款合同的约定偿还借款，其持有的中玺国际股权被出售

2018/3:被曝出中弘股份的私募债产品违约

2018/1:大公评级发布公告,公开谴责中弘股份信息造假

2018/1:海口市对辖区内的所有填围海项目实施“双暂停”，如意岛项目也在其中，截至2017年底，项目实际已投资金额44.9亿元

2018/7/11:中弘股份拟以14亿出售海南如意岛项目

2018/8/14:因公司披露的2017年一季度报告、半年度报告、三季度报告涉嫌虚假记载，安徽证监局决定对公司进行立案调查，次日中弘股份股价跌破1元

2018/8:中弘股份半年报显示上半年业绩为负，归母净利润亏损13.26亿元

2018年9月底:公司及下属控股子公司累计逾期债务本息合计金额为55.02亿元，全部为各类借款

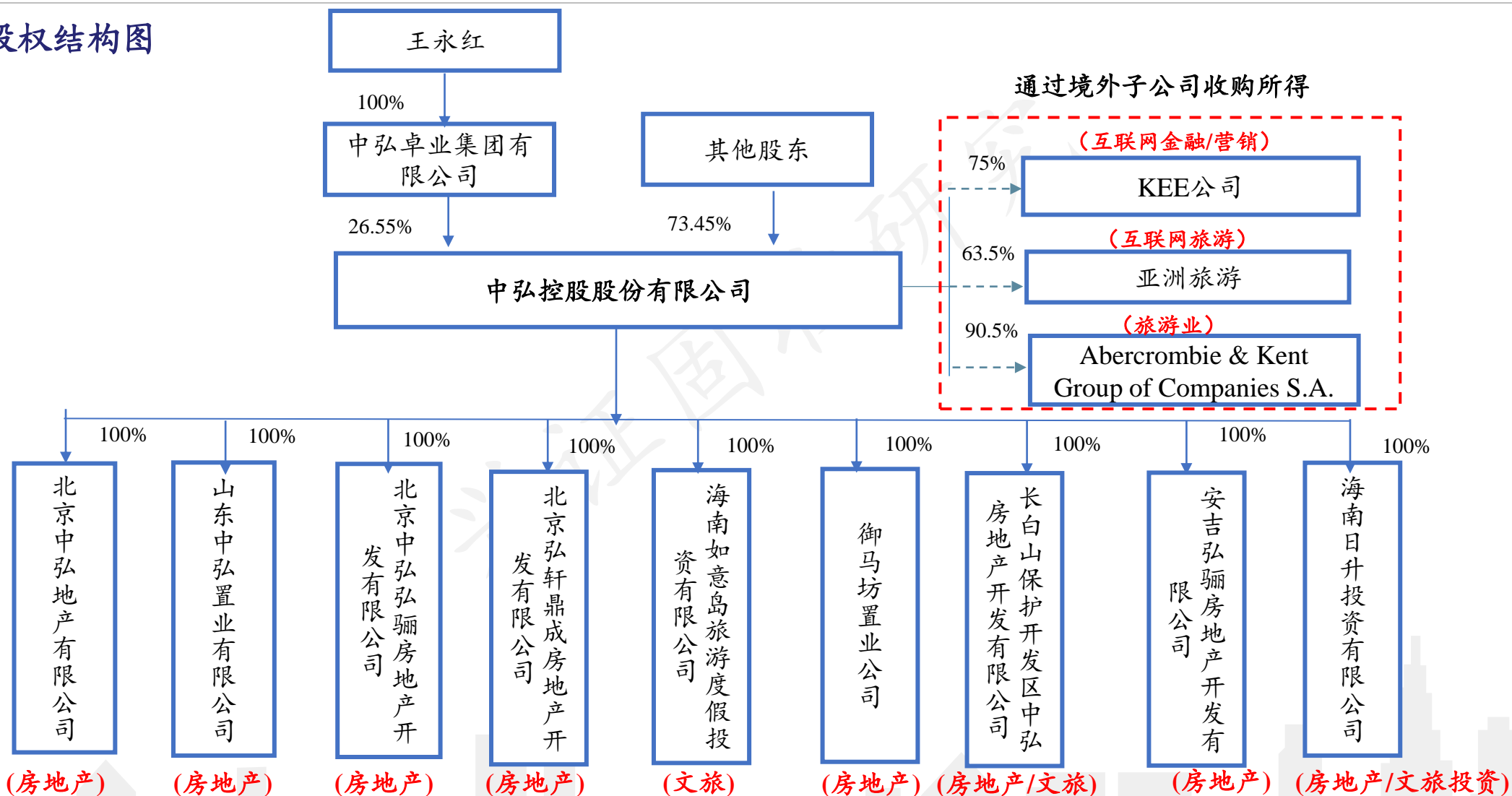
2018/12/28:公司股票终止上市并摘牌

2018年3月以来:公司试图向多方寻求重组以图自救，但皆无果而终

2018年10月至12月:“16弘债02”等4只债券接连违约，截至当前累计违约债券余额24.9亿元

3、转型违约篇——中弘股份：转型文旅遇阻

中弘控股股权结构图



3、转型违约篇——中弘股份：转型文旅遇阻

- 公司的转型效果不佳，2017年以来各种“碰壁”：“A+3”战略下收购的3家海外企业，2017年的业绩却表现为“亏损”；2018年1月，海口市宣布对辖区内的所有填围海项目实施“双暂停”，如意岛项目也在其中；此外计划接手的三亚半山半岛项目也收购失败；
- 2017年底，公司的信用风险开始暴露。

中弘股份：转型文旅的失意者

2012年：中弘股份参与矿业投资，同时设立子公司海南如意岛公司，14年开启海南如意岛项目（一期）

2013年：中弘股份投资1亿元与唐杭生团队合作，进军手游行业

2014年：中弘股份联合上影集团，投资170亿元打造浙江安吉影视产业园

2015年：中弘股份开启“A+3”战略，转型进军文旅地产，同时拟收购海南三亚半山半岛项目

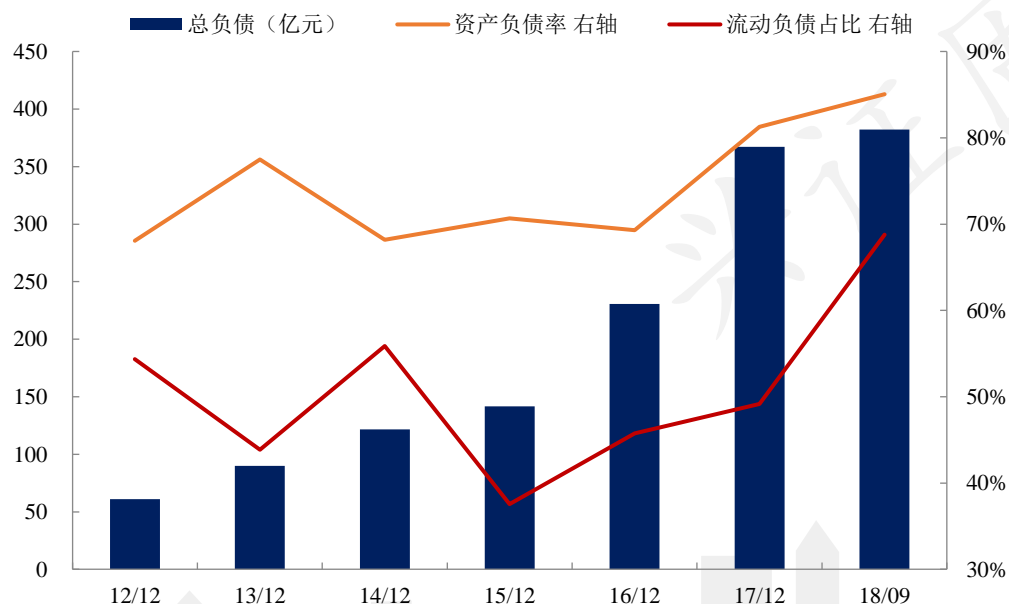
2015年至2016年：中弘股份先后收购中玺国际、KEE公司及新加坡上市公司亚洲旅游等

2017年10月：公司受让Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.90.5%股权，作价4.12亿美元

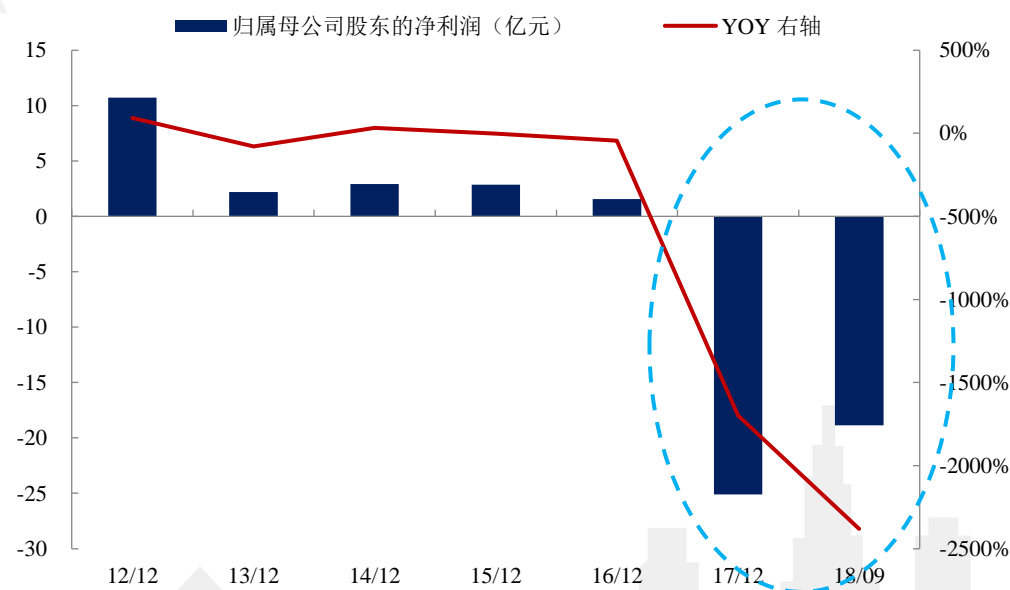
3、转型违约篇——中弘股份：转型文旅遇阻

- 公司转型文旅的过程中，危机已经在逐渐积累，偿债压力不断增大；16、17年公司负债大幅增加，17年底公司的资产负债率攀升到81.3%，且公司的流动负债占比攀升到49.2%，18年9月更是高达68.8%；
- 同时公司的盈利在急速恶化，17年公司的归母净利润更是大幅转负。

中弘股份偿债压力15, 16年以来持续攀升



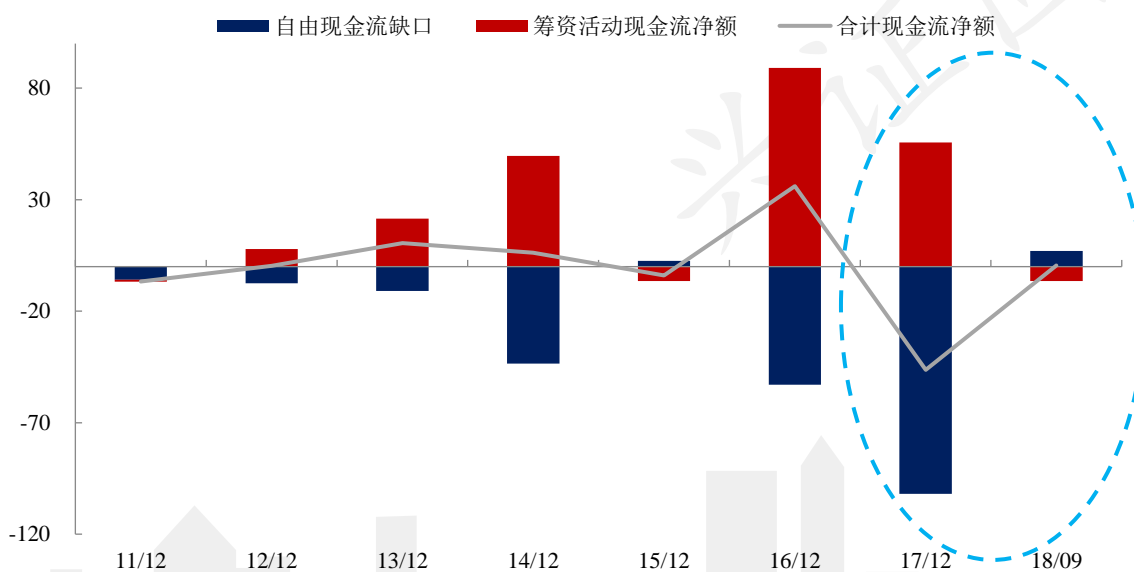
中弘股份17年以来的盈利能力恶化



3、转型违约篇——中弘股份：转型文旅遇阻

- 公司对外部融资的依赖极大，但17年开始公司的外部融资能力开始恶化；
- 此外公司还存在严重的公司治理问题，2017年12月，公司实际控制人王永红以签订的股权收购框架协议为由，通过公司旗下全资子公司预付了海南新佳旅业开发61.5亿元股权收购款，该款项并未经董事会审批、股东大会审批；
- 19年12月的监管调查结果，揭露了公司“财务造假”、关联方非经营性占用资金及违规担保等风险事项。

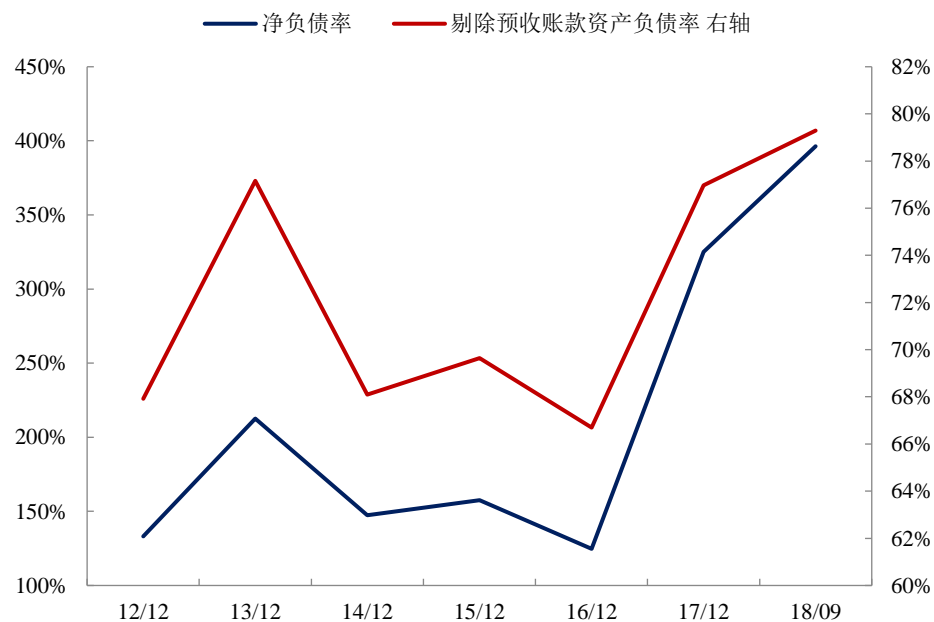
中弘股份的外部融资能力在17年迅速恶化（亿元）



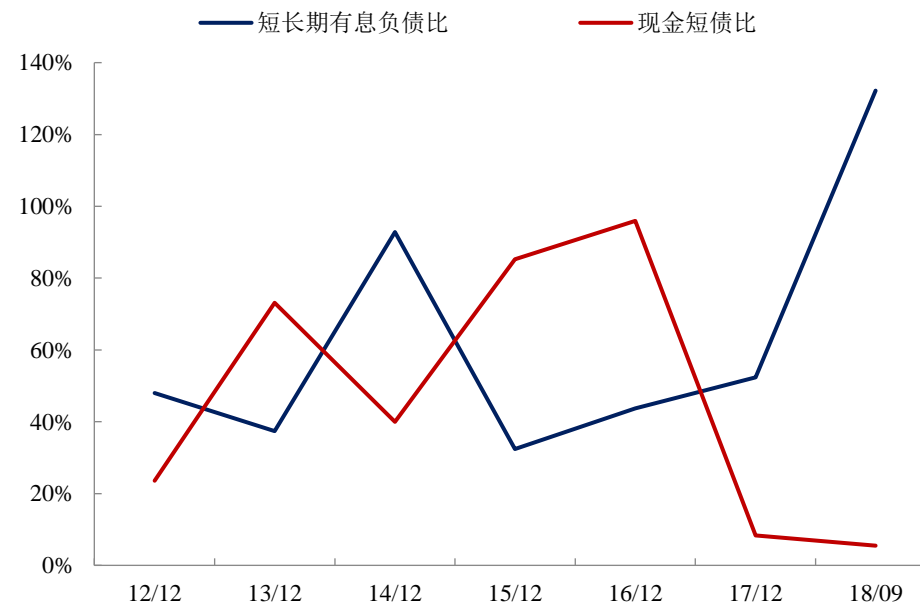
3、转型违约篇——中弘股份：转型文旅遇阻

- **地产业务的落寞**
- ✓ 从杠杆率来看，公司偿债压力巨大；
- ✓ 17年底公司货币资金对短期有息负债的覆盖度17年底已经下跌到8.32%。

中弘股份的负债压力急剧攀升



中弘股份的短期偿债压力大



- 地产业务的落寞
- ✓ 受转型与17年北京出台的商办项目（商住房）调控政策影响，公司的地产业务表现不佳。

北京市住建委等5部门联合发布《关于进一步加强商业、办公类项目管理的公告》

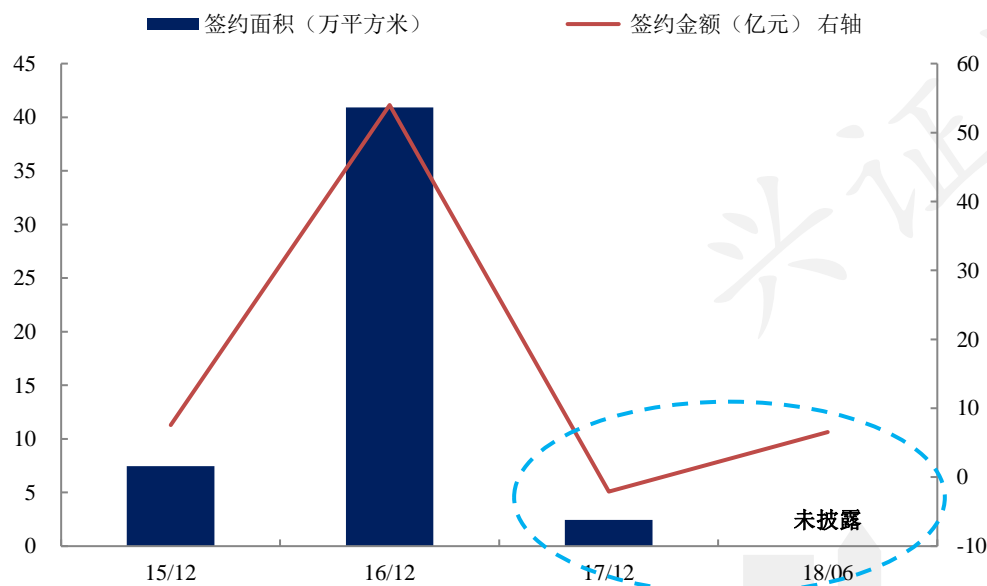
发布时间	主要内容
2017/3/26	<p>1、商业、办公类项目应当严格按照规划用途开发、建设、销售、使用，未经批准，不得擅自改变为居住等用途；</p> <p>2、开发企业新报建商办类项目，最小分割单元不得低于500平米；不符合要求的，规划部门不予批准。</p> <p>3、开发企业新建的商办类项目，应当按照批准的规划用途建设、销售，违反规定的，规划国土、住建部门依法处理；</p> <p>4、开发企业在建(含在售)商办类项目，销售对象应当是合法登记的企事业单位、社会组织；</p> <p>5、对规划用途为商办类的房屋，中介机构不得以任何方式宣传房屋可以用于居住；</p> <p>6、商业银行暂停对个人购买商办类项目的个人购房贷款；</p> <p>7、本公告发布之日起，开发企业将新开工的商办类项目违规改为居住用途的，一经查实，规划国土部门依法收回土地，商业银行对该企业在本市所有项目暂停授信。</p>

3、转型违约篇——中弘股份：转型文旅遇阻

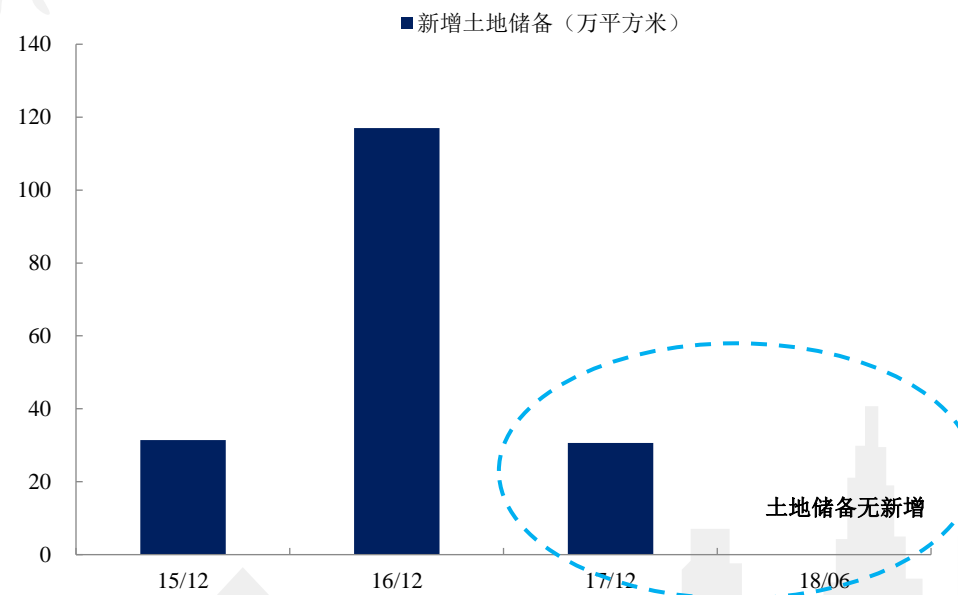
● 地产业务的落寞

- ✓ 2017年公司的御马坊项目和夏各庄项目（商业部分）销售停滞，且2016年度已销售的御马坊项目在2017年和2018年一季度大量退房，导致公司2017年房产销售大幅下滑，房地产业务签约销售金额为负。
- ✓ 17年以来，公司的拿地动作也明显趋弱。

中弘股份的房地产签约销售情况



中弘股份17年开始，拿地势头明显减弱

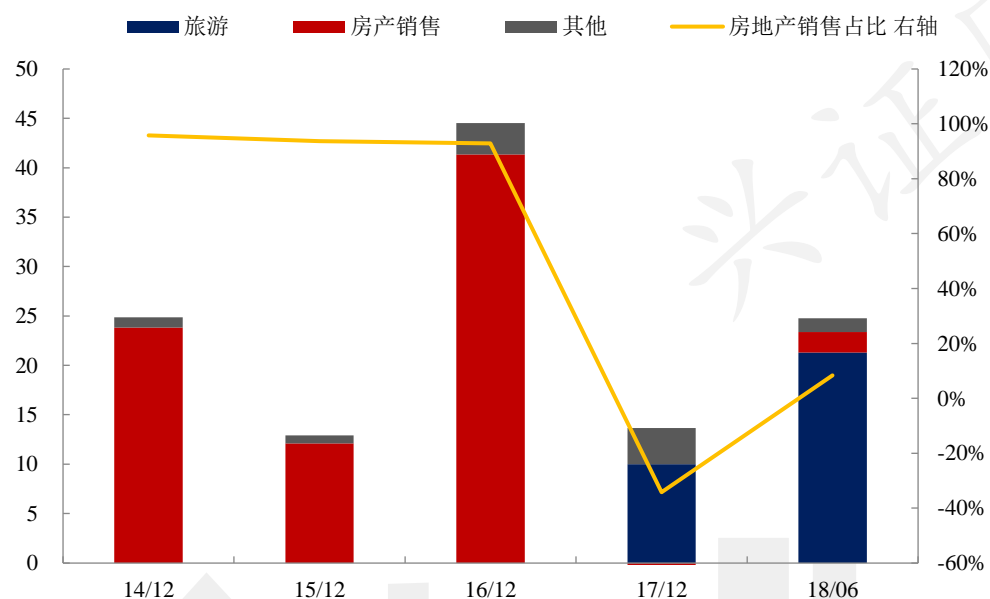


3、转型违约篇——中弘股份：转型文旅遇阻

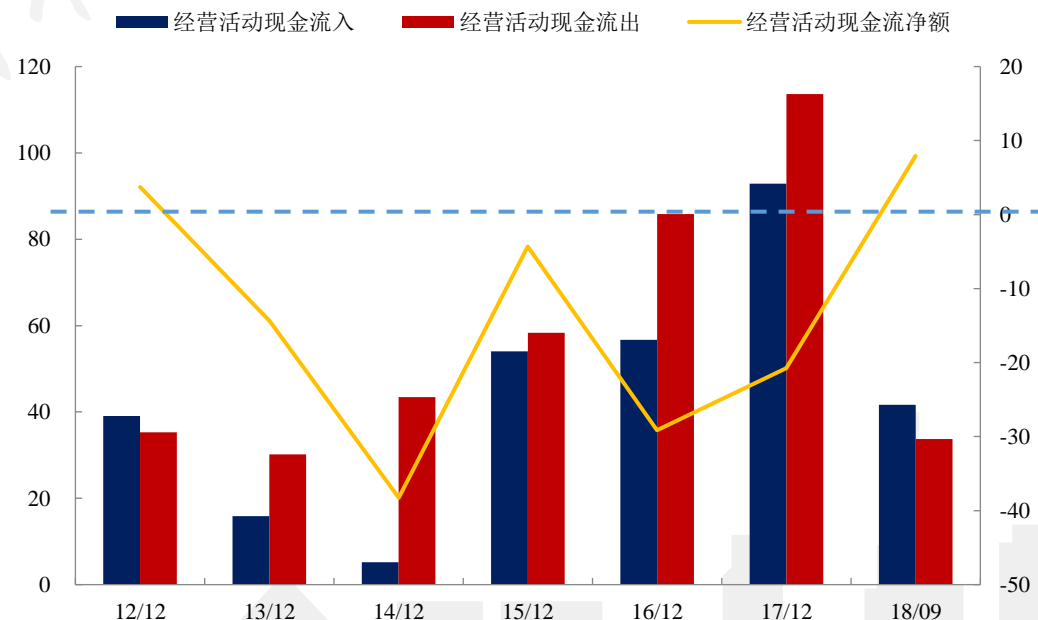
● 地产业务的落寞

- ✓ 根据公司的主营构成，2017年以后，房产销售在公司营业收入中的占比已经明显下行。地产业务的衰落叠加转型效益不佳，公司的经营活动现金流净额常年表现为负值。

公司地产业务收入占比17年大幅下降（亿元）



公司经营活动现金流净额常年为负值（亿元）



4、房企债违约启示录

- 有一个“通病”：不专注主营地产业务
- ✓ 5家民营房企最终走向违约，最主要的原因是其不专注主营地产业务，过于“进取”，进行多元化扩张或者业务转型所致。

5家民营违约房企有一个“通病”：不专注主营地产业务

企业名称	是否上市公司	省份	2018年末总资产 (亿元)	2018年末净资产 (亿元)	经营业务
新华联集团	否	北京	1305.86	399.49	涵盖 文旅与地产、矿业、石油、化工、新能源、投资、金融、陶瓷、酒业 等多个产业领域
国购投资	否	安徽	435.70	81.84	涵盖 健康医疗、智能制造、产业地产、现代农业 四大产业
华业资本	是	北京	121.40	1.96	涵盖 房地产、医疗健康、金融和矿业 四大业务
中弘股份	是	安徽	449.41	67.11	积极 转型文旅 业务，2015年宣布“A+3”战略
银亿股份	是	甘肃	367.81	150.66	16年开始实施“ 房地产业+高端制造业 ”双轮驱动

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台，中弘股份未披露18年年报，其总资产和净资产规模采用18Q3数据代替

4、房企债违约启示录

- 有一个“通病”：不专注主营地产业务
- ✓ 从财务表现上来看，5家房企的负债总额在违约前迅速扩张。

违约房企：积极“进取”的同时负债也在迅速积累（亿元）

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018Q3	2018年	2019Q3
新华联集团	120.4	174.4	282.9	402.0	498.7	720.1	835.3	899.8	906.4	932.0
国购投资	-	55.4	185.9	250.4	260.3	315.0	333.1	-	353.9	-
华业资本	56.2	71.2	102.9	130.4	156.7	138.3	140.5	105.1	119.4	139.1
中弘股份	37.4	61.1	90.0	121.5	141.7	230.5	367.1	382.3	-	-
银亿股份	129.6	148.3	195.6	215.1	192.9	186.2	254.1	240.9	217.1	208.6

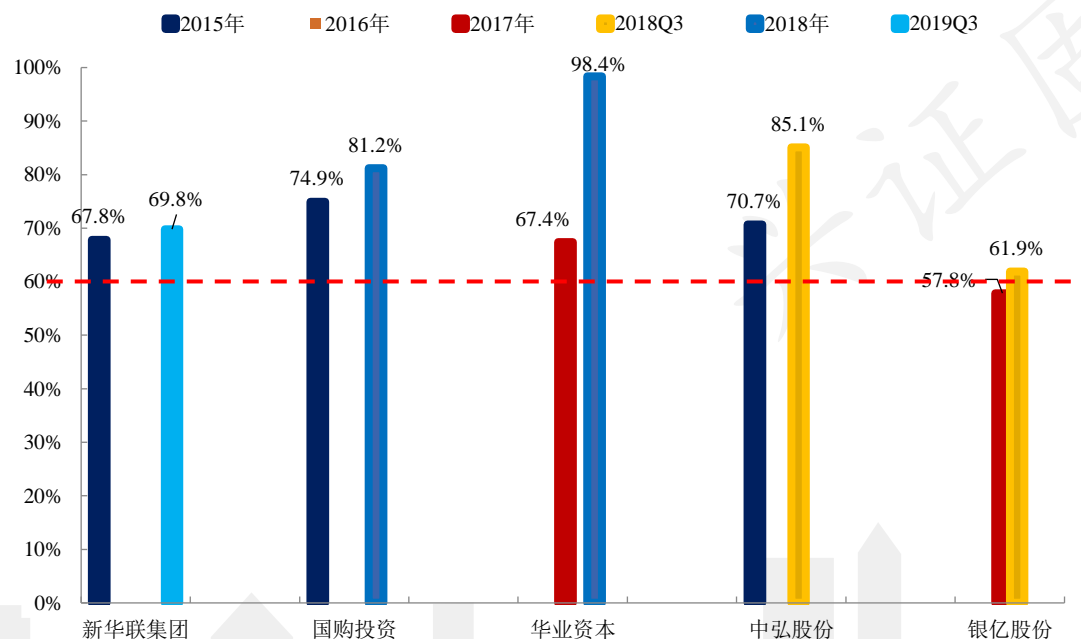
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

4、房企债违约启示录

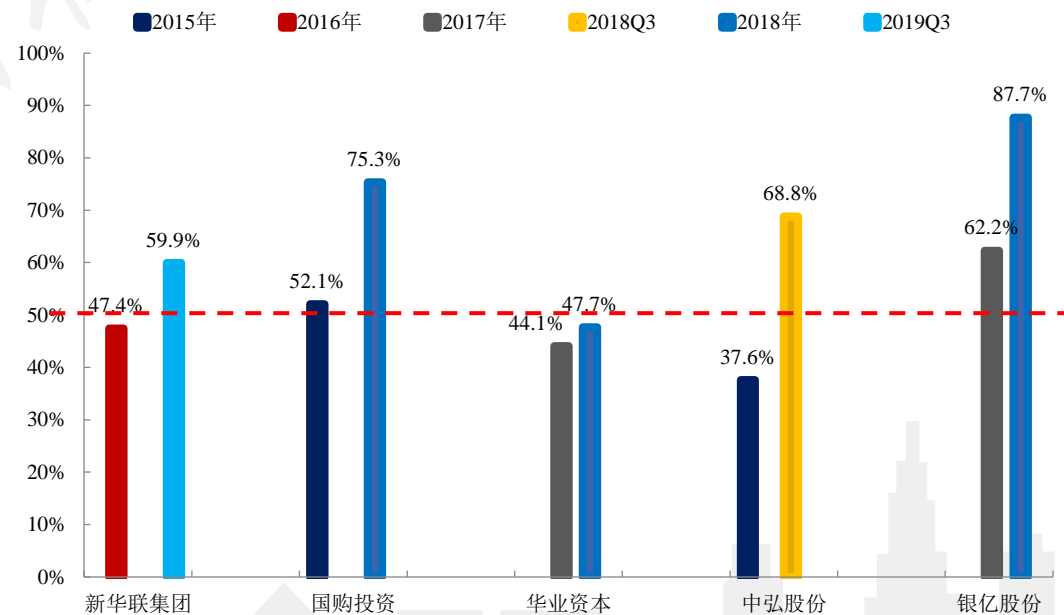
● 有一个“通病”：不专注主营地产业务

- ✓ 从财务表现上来看，5家房企资产负债率处于高位，流动负债占比也有不同程度的提升，债务偿还压力持续加剧。

违约房企：违约前资产负债率都在60%以上



违约房企：违约前流动负债占比有所提升



4、房企债违约启示录

- 有一个“通病”：不专注主营地产业务
- ✓ 同时，5家房企自身的盈利能力有所下滑。

5家房企在违约前，往往伴随盈利能力的下降

发债主体	归属母公司股东的净利润（亿元）						净利率（%）					
	2015年	2016年	2017年	2018Q3	2018年	2019Q3	2015年	2016年	2017年	2018Q3	2018年	2019Q3
新华联集团	15.8	11.8	12.7	4.3	9.8	2.7	9.0	4.2	7.3	6.4	6.3	4.2
国购投资	5.6	3.1	4.2	-	-27.4	-	7.7	5.8	6.1	-	-37.1	-
华业资本	8.8	12.2	10.0	-1.4	-64.4	-50.5	18.8	23.3	25.8	-2.9	-132.3	-3293.6
中弘股份	2.9	1.6	-25.1	-18.8	-	-	22.7	3.3	-249.7	-60.4	-	-
银亿股份	5.3	5.1	16.0	8.5	-5.7	-6.6	5.1	8.9	13.1	15.9	-5.3	-11.5

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

4、房企债违约启示录

- 有一个“通病”：不专注主营地产业务
- ✓ 同时，5家房企外部融资能力也在违约前迅速恶化。
- ✓ 在内外交困下，多元化扩张/转型的5家房企被不断高企的债务负担和短缺的现金流所“压垮”。

5家房企在违约前，往往伴随着外部融资能力的恶化和现金流短缺

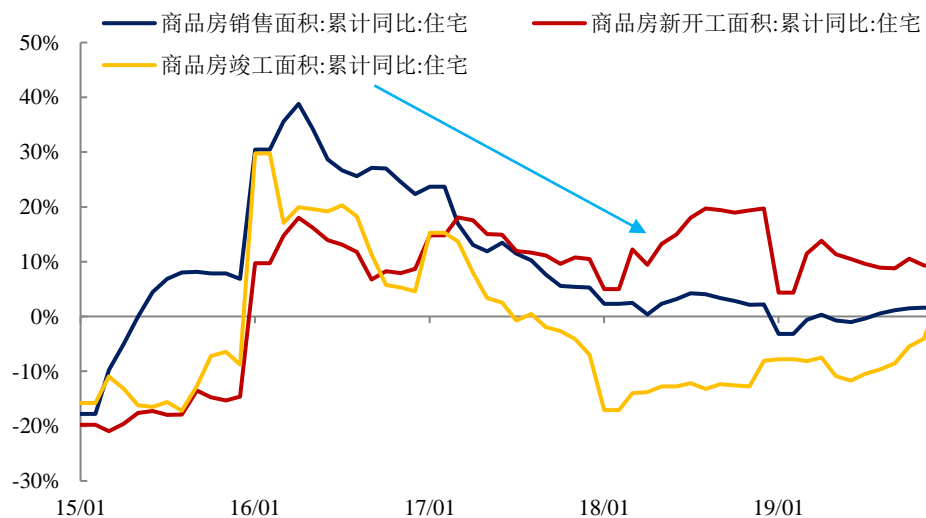
发债主体	筹资活动产生的现金流净额（亿元）						合计现金流净额（亿元）					
	2015年	2016年	2017年	2018Q3	2018年	2019Q3	2015年	2016年	2017年	2018Q3	2018年	2019Q3
新华联集团	106.7	164.0	12.6	-24.4	-66.4	-36.1	9.2	0.5	-23.9	-31.5	-30.7	-1.1
国购投资	8.3	16.8	5.3	-	-7.3	-	0.2	3.6	7.2	-	-10.1	-
华业资本	-0.9	-10.7	-0.1	-9.8	-10.9	-1.4	5.9	-1.4	-13.1	-11.0	-11.0	0.3
中弘股份	-6.6	89.1	55.6	-6.5	-	-	4.0	36.1	-46.3	0.5	-	-
银亿股份	-23.6	8.0	9.3	-33.9	-45.0	-7.0	1.6	12.5	10.2	-28.5	-31.5	1.1

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

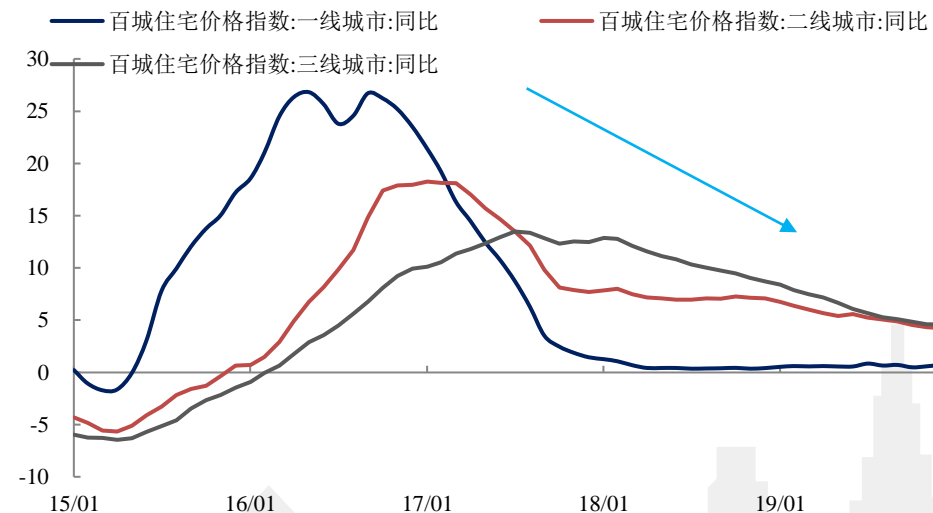
4、房企债违约启示录

- 违约房企在多元化扩张/转型的同时，地产业务经营不善
- ✓ 在房地产市场过热情形下，房地产调控政策16年下半年开始整体趋严，行业的基本面受到明显冲击。

房地产销售、新开工、竣工面积累计同比



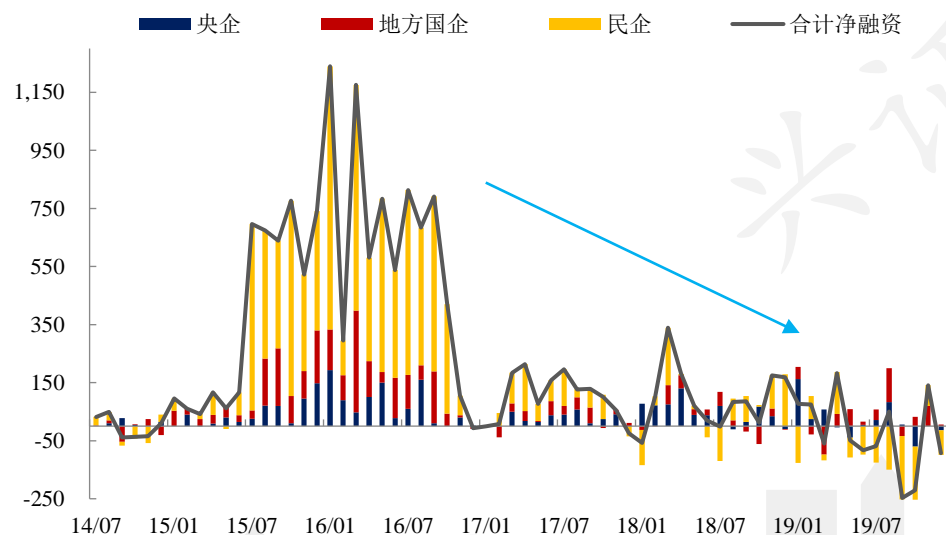
“因城施策”下，各地区房价也分化下行(%)



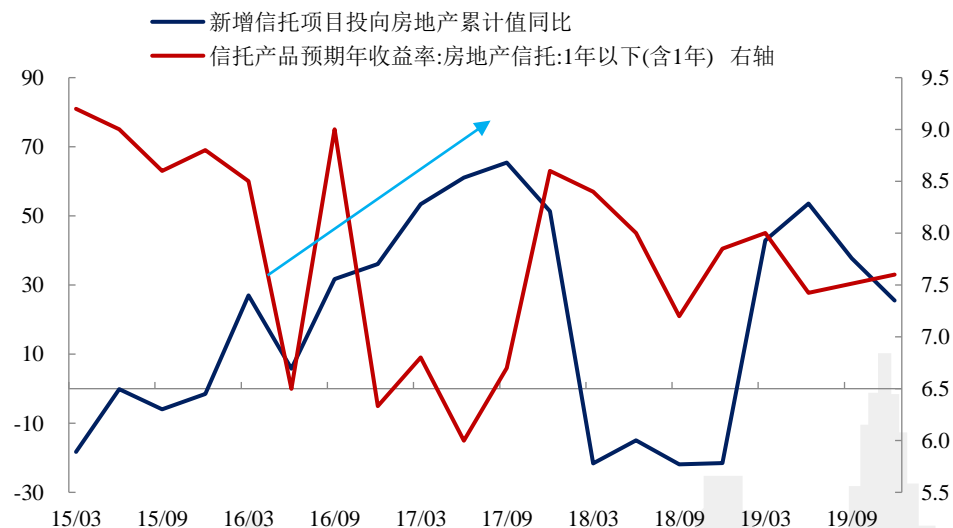
4、房企债违约启示录

- 违约房企在多元化扩张/转型的同时，地产业务经营不善
- ✓ 地产调控政策趋紧下，房企的外部融资能力边际恶化，尤其是民营房企最为受伤。
- ✓ 低成本融资渠道受阻下，由于现金流短缺，许多民企不惜通过非标等高成本方式融资（违约房企国购投资甚至拆借了高利率的民间资金），反而进一步加剧了企业的债务压力。

政策调控下，地产债净融资大幅萎缩（亿元）



16年下半年房地产信托融资加速增长（%）



4、房企债违约启示录

- 违约房企在多元化扩张/转型的同时，地产业务经营不善
- ✓ 受地产调控政策趋紧冲击+公司自身因素，5家房企的地产业务逐渐走向“衰落”，销售情况趋弱。

5家房企地产业务的合同/签约销售金额（亿元）

房企名称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1	趋势
新华联	48.2	109.8	103.3	107.0	29.5	
国购投资	47.9	47.4	104.7	38.6	2.8	
华业资本	40.4	45.6	28.2	4.0		
中弘股份	7.6	54.0	-2.1			
银亿股份	79.8	69.6	36.4	28.5	10.0	

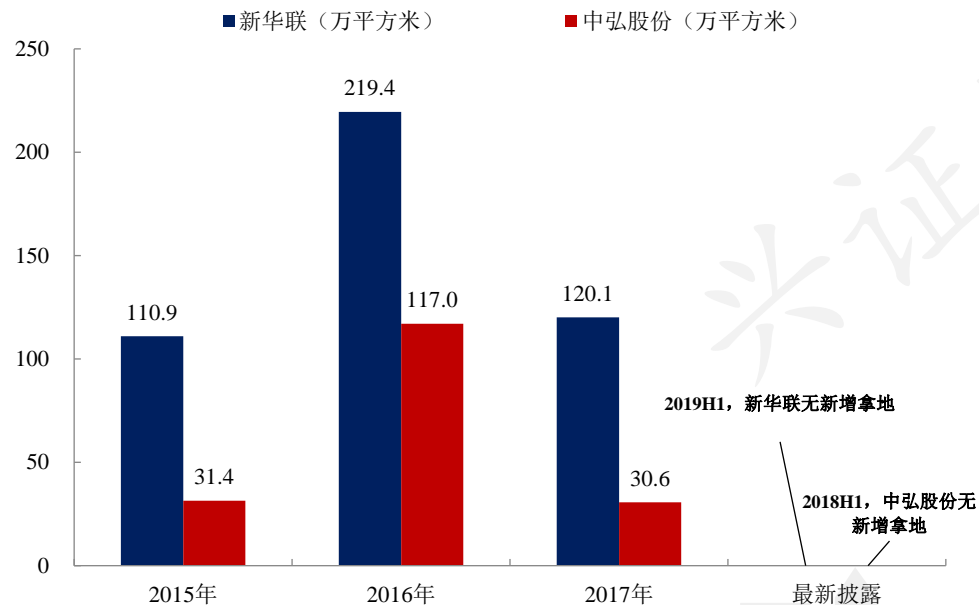
数据来源：WIND，公司2019年三季报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：银亿股份的销售数据为财报披露的主营业务收入中的房产销售收入数据，并非当期的合同/签约销售数据，特此说明。此外，由于新华联集团的房地产业务主要由上市子公司新华联经营，因此此处的分析采用新华联的相关指标。

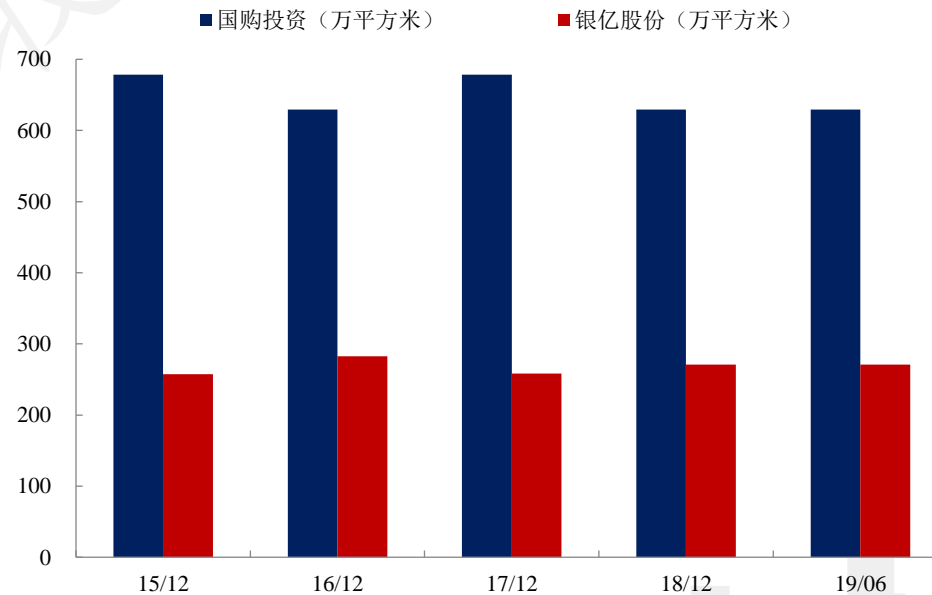
4、房企债违约启示录

- 违约房企在多元化扩张/转型的同时，地产业务经营不善
- ✓ 受地产调控政策趋紧冲击+公司自身因素，5家房企的地产业务逐渐走向“衰落”，土地储备情况趋弱。

新华联和中弘股份的新增拿地情况



国购投资和银亿股份历年规划建筑面积情况



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台 业务主要由上市子公司新华联经营，因此此处的分析采用新华联的相关指标；华业资本无通过招拍挂取得土地的情况。

- 公司治理问题，投资者需要保持高度关注
- ✓ 5家违约房企不专注主营地产业务，“激进”地进行多元化扩张或业务转型本身就是公司治理问题的体现；
- ✓ 中弘股份的实控人凌驾于公司内部控制之上，干预公司经营管理，监管调查结果还揭露了公司涉嫌“财务造假”、关联方非经营性占用资金及违规担保等风险事项；
- ✓ 银亿股份存在大股东及其附属企业对公司资金巨额占用的情况，同时大股东对公司股权的质押比例极高，有“掏空”公司的嫌疑；
- ✓ 对华业资本造成打击的“应收账款被骗事件”也在一定程度上反映了公司在投前尽调方面的失职。
- 总结来看，对于不专注主营地产业务、进行多元化经营的房地产企业需要保持一定警惕，尤其是杠杆率偏高、债务结构不合理、短期偿债压力较大，同时盈利能力和外部融资能力表现不佳的民营房企需要保持高度关注；对于股权质押比例过高的房企，可能存在被大股东“掏空”的风险，投资者也需要保持警惕。

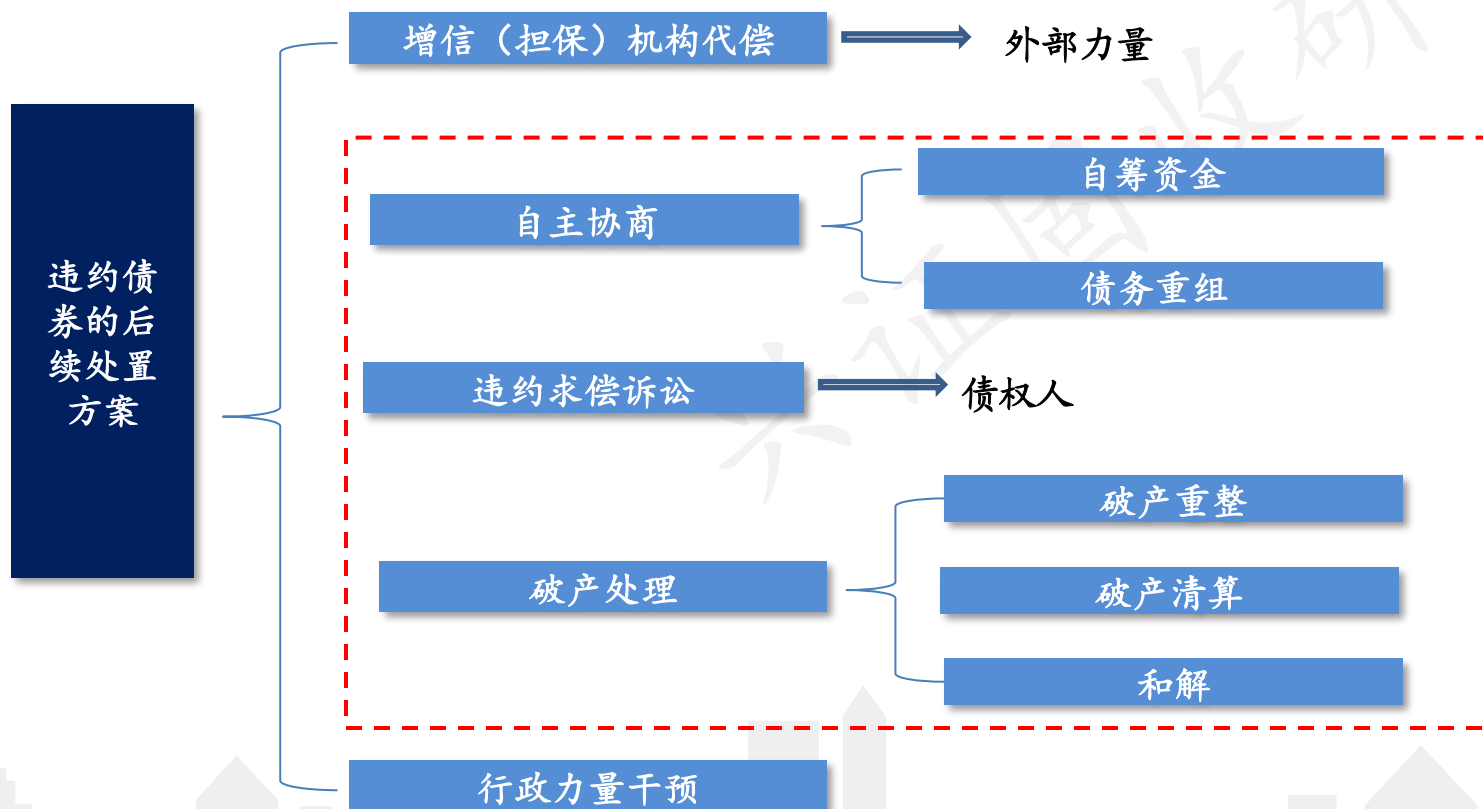
- 根据我们的梳理，5家民营房企最终走向违约，最主要的原因是其进行多元化扩张或者业务转型所致，地产业务下滑但不是最主要的原因：其中新华联集团、国购投资、华业资本等3家房企违约主要源于多元化扩张；中弘股份和银亿股份则主要是其进行业务转型所致。同时，5家违约房企的房地产业务也在地产调控政策趋紧+公司多元化扩张/转型之路上逐渐走向“衰落”。
- 5家违约房企的共性：1) 有一个通病：不专注主营地产业务。2) 违约房企在多元化扩张/转型的同时，地产业务经营不善。在16年以来的房地产调控政策趋紧冲击及公司自身因素影响下，地产业务逐渐走向“衰落”。3) 公司治理问题，投资者需要保持高度关注。
- 总结来看，对于不专注主营地产业务、进行多元化经营的房地产企业需要保持一定警惕，尤其是杠杆率偏高、债务结构不合理、短期偿债压力较大，同时盈利能力和外部融资能力表现不佳的民营房企需要保持高度关注；对于股权质押比例过高的房企，可能存在被大股东“掏空”的风险，投资者也需要保持警惕。

➤ 第四部分：除了违约，后续的违约回收进展也值得关注

1、信用债违约的处置方式

- 债券出现违约后，主要有以下几种后续的处置方案：（1）通过增信（担保）机构代偿；（2）债权人与债务人自主协商（包括自筹资金和债务重组）；（3）债权人进行违约求偿诉讼；（4）破产处理（包括破产重整、破产清算与和解）。此外，行政力量干预也是过去比较常见的一种债券违约处置推动力量。

违约债券的后续处置方案



1、信用债违约的处置方式

- 债券出现违约后，主要有以下几种后续的处置方案：（1）通过增信（担保）机构代偿；（2）债权人与债务人自主协商（包括自筹资金和债务重组）；（3）债权人进行违约求偿诉讼；（4）破产处理（包括破产重整、破产清算与和解）。此外，行政力量干预进行也是过去比较常见的一种债券违约处置推动力量。

违约债券的后续处置方案

处理方式	方式解读	经典案例
行政力量干预	债券违约风险暴露时，当地政府积极干预，努力化解风险，是过去我国比较常见的一种债券违约处置的推动力量。（1）违约发生可能对该地区其他企业债券发行造成不利影响，提高融资成本；（2）地方政府担心若债券违约会影响当地就业和稳定，降低财政收入。	13 弘燃气、15 亚邦 CP004、10 中钢债、15 川煤炭 CP001 等
增信机构代偿	一旦发生信用风险事件，增信（担保）机构需要为相关企业代偿。以担保为例，我们发现实际案例中存在大量的担保方拒绝代偿的情况。	公募债中暂无增信机构代偿的案例
自主协商	一般以下情形下，债务人与债权人会采取自主协商的方式：（1）债权人预期债务人企业只是暂时出现问题、基本面并未出现恶化，最终偿债可能性较高；（2）通过法律手段的成本相对较高。 自主协商可以根据债务人的处理方式分为自筹资金和债务重组两种。 其中债务重组方案主要有：（1）通过抵质押或追加抵质押资产进行再融资；（2）通过减少债务本金等方式降低债务人偿债压力；（3）寻求战略投资者等帮助，进行债务转移等	自筹资金的案例有 10 川煤债、15 亚邦 CP001 等；债务重组的案例有 17 洛娃科技 CP001、11 蒙奈伦债等
违约求偿诉讼	债权人预期债务人企业基本面出现恶化，但债务人不满足资不抵债等破产申请条件。依据《合同法》和《民事诉讼法》，债权人可以通过提起违约求偿诉讼，要求债务人在限期内偿付，还可要求债务人承担违约金、逾期利息等。	12 湘鄂债、15 山水 SCP001 等

1、信用债违约的处置方式

- 债券出现违约后，主要有以下几种后续的处置方案：（1）通过增信（担保）机构代偿；（2）债权人与债务人自主协商（包括自筹资金和债务重组）；（3）债权人进行违约求偿诉讼；（4）破产处理（包括破产重整、破产清算与和解）。此外，行政力量干预进行也是过去比较常见的一种债券违约处置推动力量。

违约债券的后续处置方案

处理方式	方式解读	经典案例
破产重整	如果企业已资不抵债，可通过法院诉讼进入破产程序。申请破产重整可以让担保权暂时停止使用、解除一切保全措施、归拢资产从而形成大的资产池，对各类债务分别制定还债方案。破产重整的方式比较多，比较常见的是引入外部投资者或大股东接盘。重整更适合于债务人经营仍有好转可能，只是财务负担过重导致违约，如甩掉一部分包袱后经营状况可能出现实质性好转的情形。	12宁上陵、11超日债、12二重集MTN1等
破产清算	破产清算适用于债务人自身经营出现不可逆转的恶化，资不抵债，如不立即清算，偿债能力将继续下降的情形。执行破产清算时，企业所有资产被出售，清算所得根据法律规定的绝对优先原则来分配。首先是担保债务，然后是各种优先要求权、无担保债务、次优债务，最后才是股东权益。	公募债中暂无破产清算的案例

1、信用债违约的处置方式

- 我们以“12中富 01”与“12湘鄂债”为例，梳理了两只债券违约后期回收的来龙去脉。其中“12中富 01”主要是通过债务人与债权人自主协商并追加抵押进行债务重组的方式完成了兑付；“12湘鄂债”则是在债权人进行违约求偿诉讼后，债务人与债权人达成和解，最终通过债务重组完成了违约本息的兑付。

“12中富 01”的违约后续处理进展

日期	事态进展	详细阐述
2015/5/26	“12中富01”预计不能足额兑付	鉴于公司短期流动资金出现问题，虽采取了与多家银行洽谈融资贷款、追收应收账款等措施，但因种种原因资金到账情况不甚理想，进而导致公司将无法按时足额支付本期债券本金。截至目前公司已向监管户存入全部利息及部分本金合计 17,915.2 万元，也已紧急向控股股东进行了求助
2015/5/29	“12中富01”债券本期本金将无法按期全额支付	目前仅能够按期支付人民币 20,650 万元,仅占本期债券应付本金的 35%。根据公司与7家银行 2012 年签订的银团贷款协议，公司将大部分公司资产抵押给银团以获取 20 亿元的流动资金贷款额度。公司拟为“12 中富 01”追加以现在持有的未抵押给现有银团的五块土地和厂房作为偿债担保
2015/9/28	公司向鞍山银行借款	公司已与鞍山银行股份有限公司签署《流动资金借款合同》。贷款额度为2亿元人民币，贷款用途为偿还公司“12中富01”债，收到上述贷款首期发放款14400万元
2015/10/23	公司向广东长洲投资借款	公司拟向广东长洲投资有限公司借款1.85亿元。以拥有的部分土地使用权及地上建筑物设定抵押
2015/10/27	公司对违约本息完成兑付	公司兑付全部逾期本金 38,350 万元及 2015 年 5 月 28 日至 10 月 27 日期间利息 1,438.13 万元

1、信用债违约的处置方式

- 我们以“12中富 01”与“12湘鄂债”为例，梳理了两只债券违约后期回收的来龙去脉。其中“12中富 01”主要是通过债务人与债权人自主协商并追加抵押进行债务重组的方式完成了兑付；“12湘鄂债”则是在债权人进行违约求偿诉讼后，债务人与债权人达成和解，最终通过债务重组完成了违约本息的兑付。

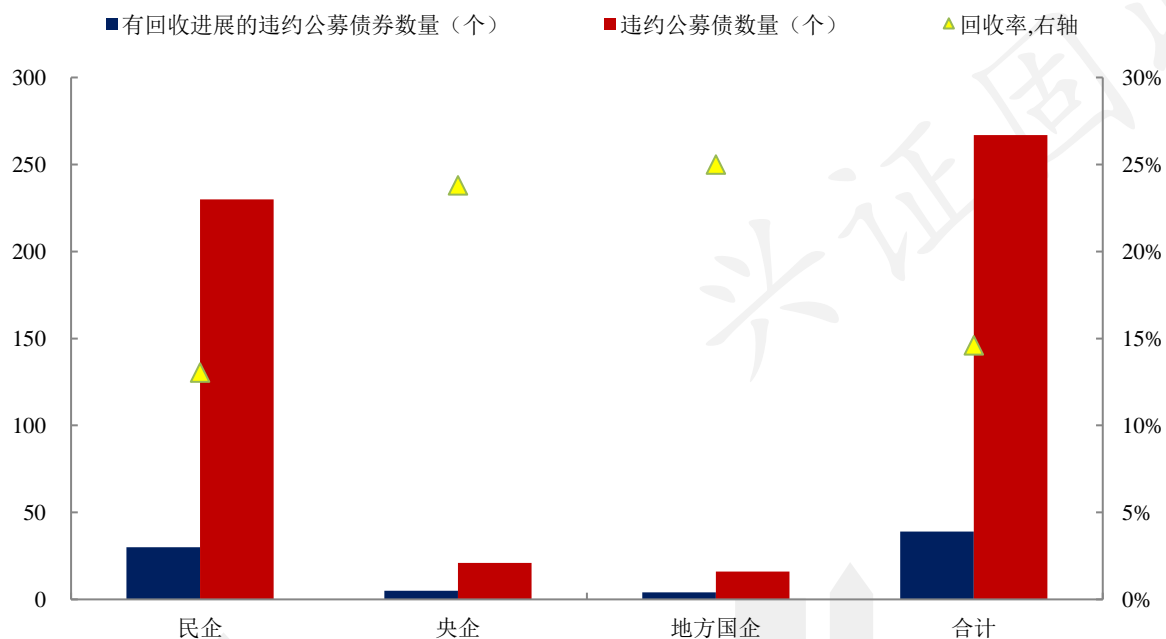
“12湘鄂债”的违约后续处理进展

日期	事态进展	详细阐述
2015/4/3	公司发布公告称无法足额偿付即将到期的债券	“12湘鄂债”付息日及回售资金到账日为 2015年4月7日,公司通过大股东财务资助、处置资产、回收应收账款等方式已收到偿债资金16,140.33万元,但尚有 24,063.10万元资金缺口。公司将无法在4月7日之前筹集到足额资金用于支付利息及回售款项
2015/4/30	兑付利息、违约金与部分回售本金	公司公告称向“ST 湘鄂债”全体投资者全额支付 2015 年应付利息以及延迟支付期间的违约金,向已登记回售部分债券持有人按照35%的比例部分偿付其到期应付本金以及延迟支付期间违约金
2015/10/13	受托管理人向北京市第一中级人民法院提起了诉讼程序	受托管理人向北京市第一中级人民法院(简称“北京一中院”) 提起了针对发行人、发行人实际控制人及本期债券其他担保方的诉讼程序,并对发行人及其实际控制人资产申请诉讼保全。北京一中院受理了该债券纠纷案件及保全申请。2015年10月13日,该案件在北京一中院第三审判区进行了第一次公开开庭审理,法院未当庭作出判决
2015/11/14	根据法院的指引,公司与受托管理人开展了庭后协商和解	为争取实现债务和解维护债券持有人利益,公司向法院申请提出为期两个月的和解期限(截至2015年12月14日)。公司债务重组的各方面工作都在紧张推进过程中,并取得了一定进展,公司与广发证券的协商谈判也正在进行中
2015/11/25	中科云网发布公告称采用调解的方式解决偿付问题。	在资金安排方面,根据公司公告,通过引入第三方,由中湘实业完成剩余未兑付债券(包括本金和违约金,共计3.08亿)的偿还。在途径方面,该举旨在通过调解的途径解决与ST湘鄂债持有人之间的债务纠纷
2016/3/9	公司完成债券兑付资金的筹集与偿付工作	2016年3月7日,偿债资金划入中国登记结算有限公司深圳分公司的指定银行账户,结算公司已于2016年3月9日完成派发工作。其中本金为2.92亿元,利息为353万元,违约金为1722.95万元,合计3.13亿元

2、违约公募债的偿债进展

- 整体上看，违约信用债的回收率处于相对较低的水平（以公募债为例，剔除技术性违约）。
- 当前国内违约信用债的回收率（=取得兑付进展的违约债券数/违约债券总数）整体偏低，尤其是民企债违约回收率仅为13.0%，央企和地方国企违约回收率分别为23.8%和25.0%。

违约公募债的后续回收情况（分企业性质）



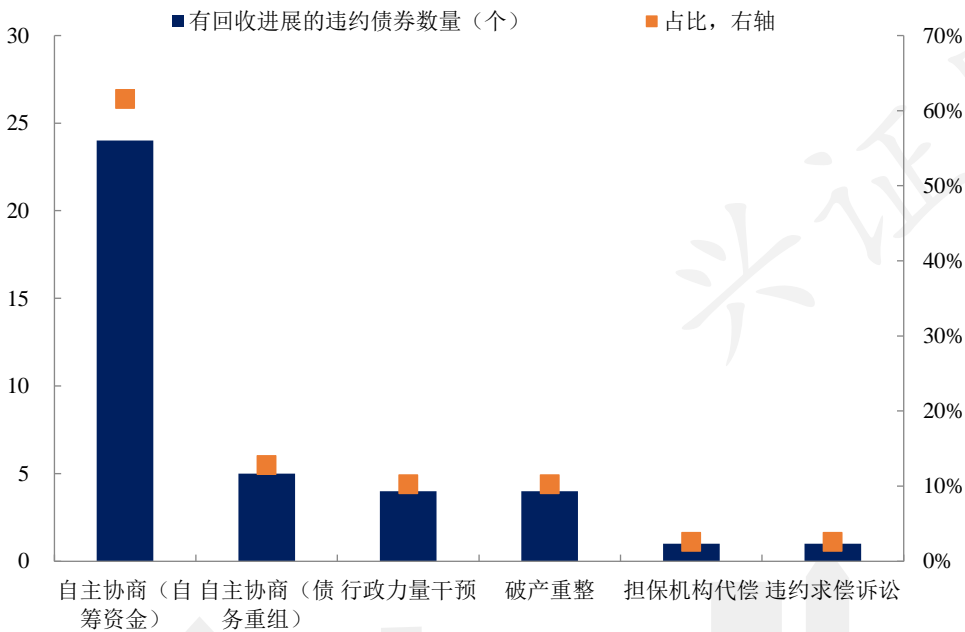
数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台 违约债券数/违约债券总数，统计仅包含公募债券（不含技术性违约）

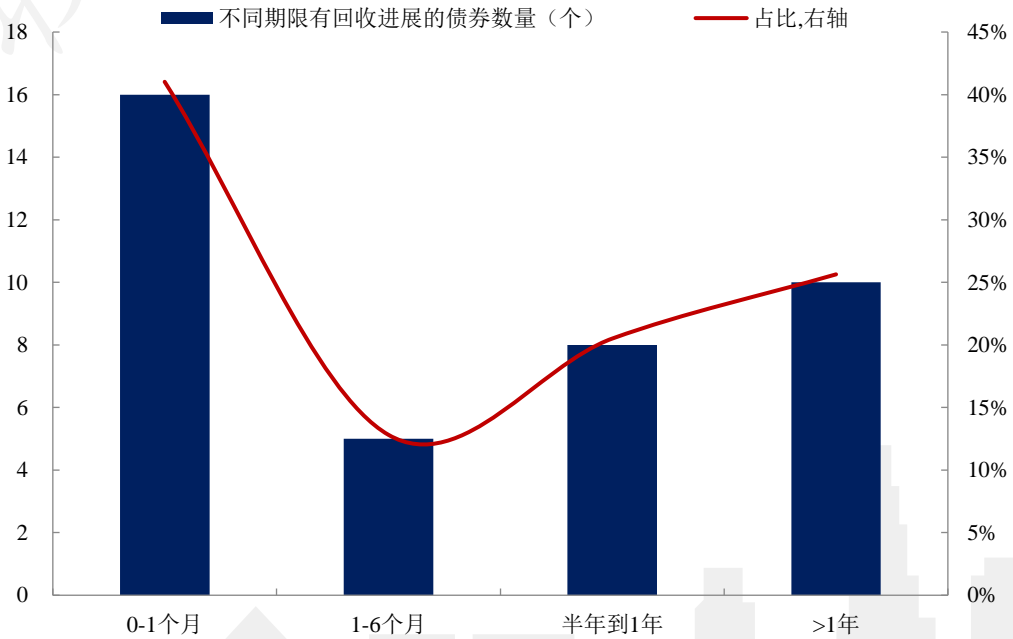
2、违约公募债的偿债进展

- 从回收方式来看，我国取得回收进展的债券，主要是通过自主协商（包括自筹资金和债务重组）的方式进行兑付，两者占比超70%；
- 从回收期限来看，剔除技术性违约，取得回收进展的违约债券多在违约后1年内有所进展（占比74.4%）。

违约公募债的后续回收情况（分回收方式）



取得回收进展的违约债券回收期限分布



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台 违约债券数/违约债券总数，统计仅包含公募债券（不含技术性违约）

3、政策“呵护”，“投资者保护”在路上

- 投资者保护：政策在积极完善信用债违约处置等各项制度，以更好地保护投资者权益。
- 7月1日，央行、发改委、证监会等三部门发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，通知提到要建立多元化的债券违约处置机制，有利于债券违约后续求偿工作的开展，更好地维护投资者权益。

《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》

主要条款	相关内容
充分发挥受托管理人和债券持有人会议制度在债券违约处置中的核心作用	建立健全受托管理人制度，完善债券持有人会议制度。发行人应当在债券募集文件中约定债券持有人会议的表决事项、召集、召开、决议生效条件与决策程序、决议效力范围等事项。
依法保障债券持有人合法权益，加大投资者保护力度	充分利用集体行动机制参与债券违约处置；保障债券持有人合法权益。 在债券发行文件中明确违约处置机制。支持在债券募集文件中约定发行人违约后的处置机制；债券发行文件中应当根据投资者适当性原则和债券信用风险情况，设置适当的投资者保护条款，强化债券存续期间的投资者保护措施。
建立健全多元化的债券违约处置机制，提高处置效率	发挥违约债券交易机制作用。支持各类债券市场参与主体通过合格交易平台参与违约债券转让活动，鼓励具有专业资产处置经验的机构参与债券违约处置，促进市场有效出清。 丰富市场化债券违约处置机制。市场参与主体在坚持市场化、法治化的前提下选择合理的债券违约处置方式和方案。发行人与债券持有人双方可以在平等协商、自愿的基础上通过债券置换、展期等方式进行债务重组。 完善金融基础设施配套措施；推动信用衍生品市场发展。
严格中介机构履职，强化中介机构问责	强化担保和增信机构履职责任。提供担保和信用增进服务的机构要按照约定，及时落实增信措施，履行代偿、流动性支持等担保或增信责任，杜绝“担而不保”等行为。
加强监管协调，加大债券市场统一执法力度	加大对恶意逃废债行为惩戒力度；加快培育市场合格机构投资者，培育市场中长期机构投资者，推动形成风险偏好多元化的合格投资者群体

3、政策“呵护”，“投资者保护”在路上

- 投资者保护：政策在积极完善信用债违约处置等各项制度，以更好地保护投资者权益。
- 7月15日，经发改委、中国人民银行、证监会等相关部门同意，最高人民法院研究制定的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》正式发布，对于提升债券风险处置机制的市场化、法治化水平等有重大意义。

《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》

内容

主要内容	全文共34条，从债券纠纷案件审理的基本原则、诉讼主体资格的认定、案件的受理管辖与诉讼方式、债券持有人权利保护的特别规定、发行人的民事责任、其他责任主体的责任、发行人破产管理人的责任等七个方面，就债券纠纷案件审理中的法律适用问题作出了全面规定。
纪要意义	纪要是我国第一部审理债券纠纷案件的系统性司法文件，纪要的发布有利于畅通债券纠纷司法救济渠道，统一债券纠纷案件裁判思路，增强债券审判的公开性、透明度以及可预期性，对于完善债券市场基础制度、提升债券风险处置机制的市场化法治化水平、全面落实对资本市场违法违规“零容忍”工作要求、全力维护资本市场健康稳定 and 良好生态均具有重要意义。
适用范围	从债券种类来说，限于三类债券，即发行人根据《证券法》《企业债券管理条例》《非金融企业债务融资工具管理办法》《公司债券发行与交易管理办法》等法律、行政法规和部门规章发行和交易的企业债券、非金融企业债务融资工具、公司债券。 从案件类型来说，也包括三类案件，即因债券违约引发的合同纠纷案件、因发行人欺诈发行、虚假陈述而引发的侵权纠纷案件、因发行人资不抵债等原因引发的破产案件。
审理债券纠纷案件坚持原则	一是要坚持保障国家金融安全原则。 二是要坚持依法公正原则。 三是要坚持“卖者尽责、买者自负”原则。 四是要坚持纠纷多元化解原则。

3、政策“呵护”，“投资者保护”在路上

- **投资者保护：政策在积极完善信用债违约处置等各项制度，以更好地保护投资者权益。**
- 7月30日，上交所、深交所分别发布了《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》，对债券置换类业务作出规范指导。债券置换相对于债券展期来说更加市场化，投资者可以结合自身风险偏好和综合判断风险收益比后，自主选择是否进行债券置换。

《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》

	内容
定义	本通知所称公司债券置换业务是指公司债券发行人发行公司债券置换本所上市或挂牌的公司债券， 对现有债券进行主动管理，优化债务期限结构和财务成本的行为。
发行人	<p>发行人开展债券置换业务应当坚持市场化、法治化原则，在平等、自愿基础上与标的债券持有人积极沟通、协商，科学合理制定债券置换方案，按照规定和约定的程序予以实施，并及时履行信息披露等义务。（本次债券置换目的、标的债券、要约对象、置换比例、置换债券已获注册或确认情况、置换债券基本要素、要约期限、标的债券持有人申报方式、申报撤销条件、超额认购后的配售安排、置换后标的债券注销安排、置换债券的上市/转让安排等相关信息）；</p> <p>发行人开展债券置换业务应当采用要约方式，以公告形式向标的债券全部持有人发出要约，并明确置换方案。</p> <p>债券置换完成后，发行人应当履行以下职责：（1）对于债券持有人未接受要约的标的债券，发行人应当继续按照标的债券募集说明书等相关约定履行偿付义务；（2）对于债券持有人接受要约的标的债券，发行人应当于约定日期申请注销；标的债券全部置换的，发行人应当及时申请标的债券摘牌及退出登记；（3）发行人应当及时申请置换债券上市交易或挂牌转让。</p>
持有人	<p>持有人应确保接受债券置换要约的标的债券不存在质押或冻结等其他权利受限情形，如存在相关情形的，持有人所持标的债券不得接受要约。</p> <p>标的债券持有人接受要约后，应根据要约内容办理置换债券的认购等事宜。标的债券持有人接受要约后，对应的标的债券不得交易或转让。</p>

- 债券出现违约后，主要有以下几种后续的处置方案：（1）通过增信（担保）机构代偿；（2）债权人与债务人自主协商（包括自筹资金和债务重组）；（3）债权人进行违约求偿诉讼；（4）破产处理（包括破产重整、破产清算与和解）。此外，行政力量干预也是过去比较常见的一种债券违约处置推动力量。
- 整体上看，违约信用债的回收率处于相对较低的水平。（以公募债为例，剔除技术性违约）
- 当前国内违约信用债的回收率（=取得兑付进展的违约债券数/违约债券总数）整体偏低，尤其是民企债违约回收率仅为13.0%，央企和地方国企违约回收率分别为23.8%和25.0%。
- 投资者保护方面，2020年7月《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》、《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》以及《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》等政策发布，有利于完善我国债券违约的处置机制，更好地保护投资者权益。

风险提示：货币政策放松不达预期；政策落地不达预期；信用违约大规模爆发。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
材料中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为本材料引用的相关研究报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

使用本材料的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本材料中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本材料观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本材料视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

联系方式

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn



THANKS

欢迎交流！ 兴业证券固定收益团队