

国企违约更多源自自身信用状况较弱

2020 年 11 月 13 日

继近期多家国企发生债券违约之后，我们对导致国企违约的情况进行了深入的分析。我们认为，地方政府对国企的支持存在分化，国企是否具有竞争力是影响政府支持意愿的因素之一，即使政府帮助企业度过流动性难关，若企业在其盈利业务中缺乏竞争力，其长期生存能力的提升可能也具有挑战性。我们发现这些违约国企在行业中一般都处于弱势地位最终导致了违约，并且在违约前的一段时间里，其自身的信用状况也比较脆弱。

2019 年初，标普信评曾对数百家中国境内产业类发债企业进行了案头分析，其中包括三家后来发生违约的地方国企，分别是青海盐湖工业股份有限公司（下称“盐湖工业”）、华晨汽车集团控股有限公司（下称“华晨汽车”）和永城煤电控股集团有限公司（下称“永城煤电”）。

通过分析我们发现，盐湖工业在钾肥领域有较强的竞争力，但镁业和化工业务经营状况较差，并占用了公司大量的资金，对公司带来了明显的拖累；华晨汽车对核心子公司——华晨宝马汽车有限公司的控制力不强，而母公司自主品牌知名度较低，竞争力较弱，现金流产生能力较弱；永城煤电煤炭业务经营尚可，但非煤业务竞争力较弱，也占用了公司大量的资金，对母公司产生了较大的负面影响。上述因素是三家企业潜在业务状况处于相对较低水平的主要原因。

我们认为，较弱的业务状况不利于企业盈利能力的提升，财务风险也可能随之上升，这一点在盐湖工业和永城煤电体现的很明显，两家企业财务杠杆高企。对于华晨汽车，我们考虑到企业对子公司的控制力不强，如果只看母公司，其财务风险也较高。几家企业一旦再融资不顺畅，流动性就可能捉襟见肘。在我们看来，由于几家企业的潜在个体信用状况较弱，政府即使帮助企业解决流动性问题，也很难从根本上改善企业的业务状况或明显降低企业的财务风险，另外，由于企业的债务规模较大，一定程度上提升了政府对其救助的难度，甚至可能会降低政府对其救助的意愿，政府可能选择让企业重组，或者允许其破产，债权人可能因此蒙受损失。所以，在我们对产业类国企的信用分析当中，企业潜在个体信用状况也会影响我们对政府支持的判断，特别是在企业潜在个体信用状况较弱的情况下。

另外，我们也注意到，近年来债券市场上其他违约的国企主体，如四川省煤炭产业集团有限责任公司、东北特殊钢集团股份有限公司、沈阳机床（集团）有限责任公司等，其业务状况均较弱，财务风险很高，潜在个体信用状况较弱，政府没有选择帮助其债券的兑付，最终企业发生了违约。

在标普信评的工商企业分析框架当中，我们通常会先分析企业的业务状况、财务风险和其它因素，以得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，从而得出主体信用评级（ICR）。

本报告不构成评级行动。

分析师

王雷

北京

+86-10-6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。