

复盘华晨集团和永城煤电违约事件 ——标普信评视角

2020年11月

王 雷

工商企业部评级总监

李 丹

工商企业部评级总监

高 语 泽

工商企业部评级高级分析师

标普信用评级(中国)有限公司



标普信评

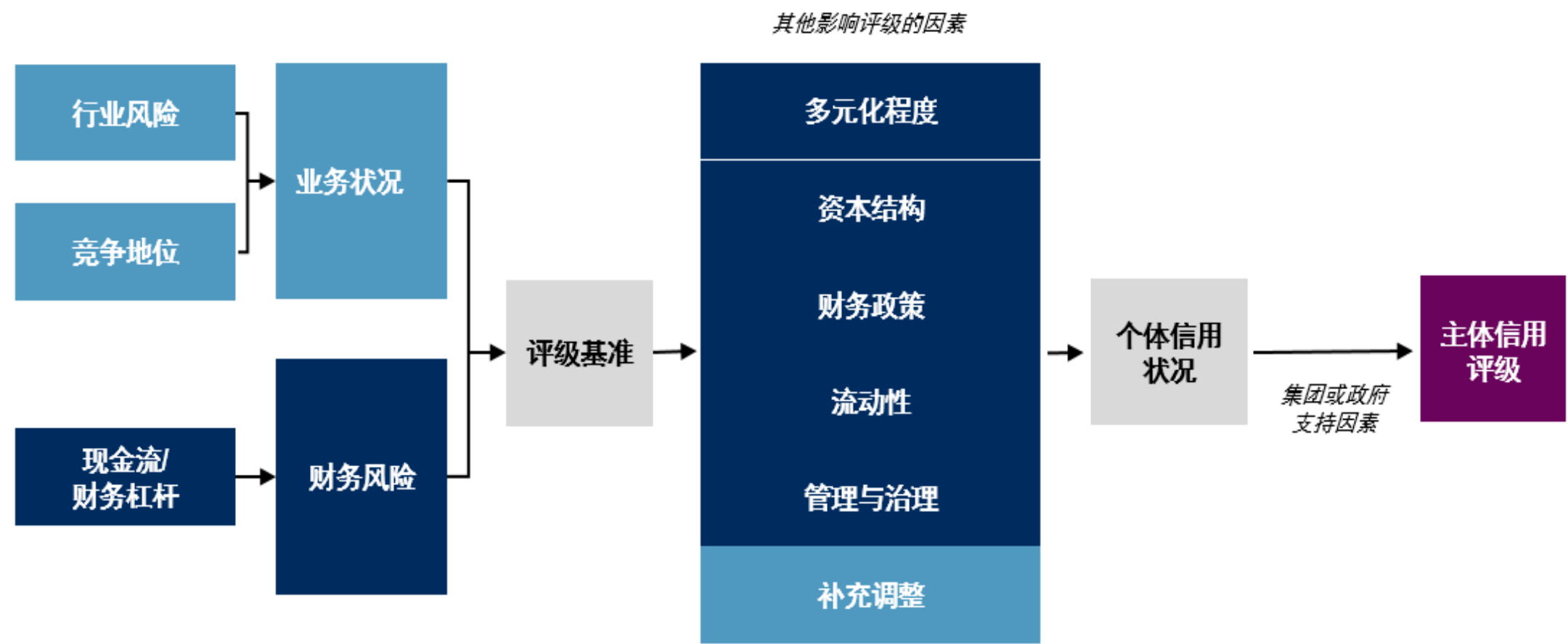
S&P Global

China Ratings

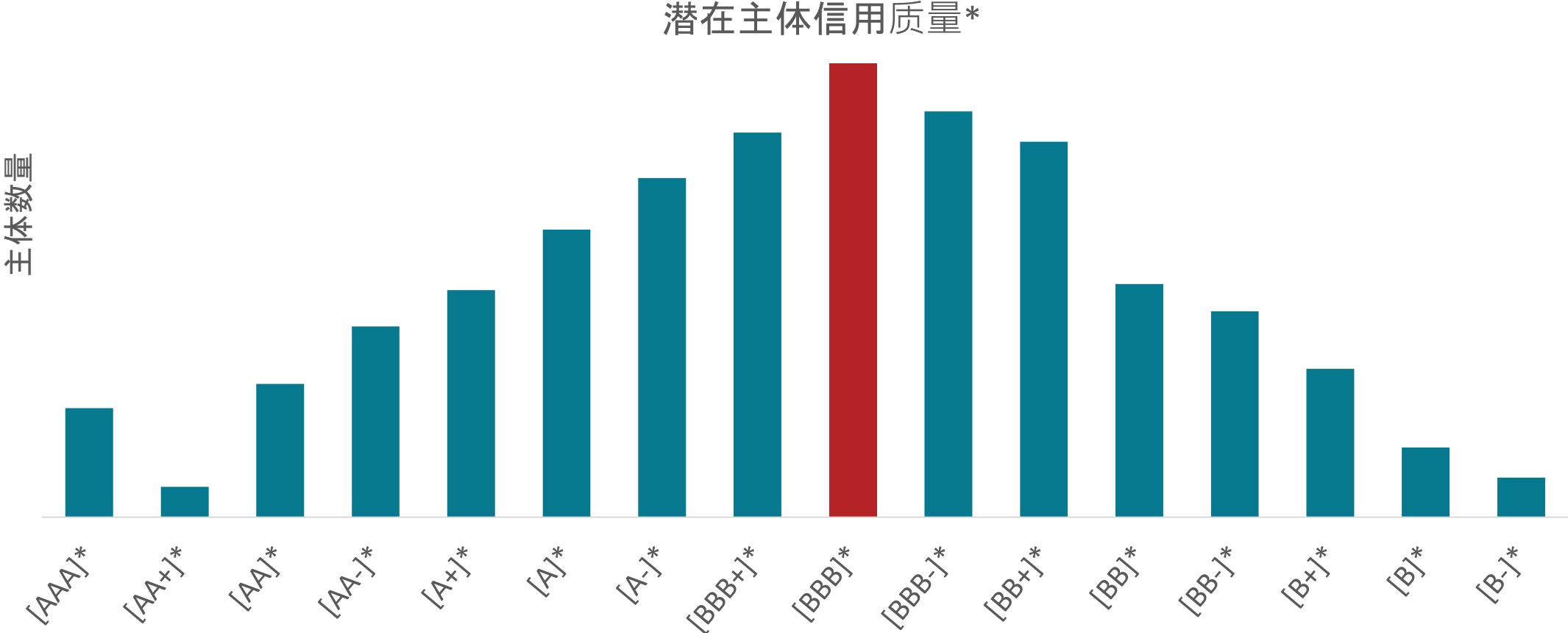
主要内容

1. 标普信评工商企业评级一般方法论框架
2. 华晨集团违约分析
3. 永城煤电违约分析
4. 对近期违约事件的几点思考

1.1 标普信评工商企业评级一般方法框架



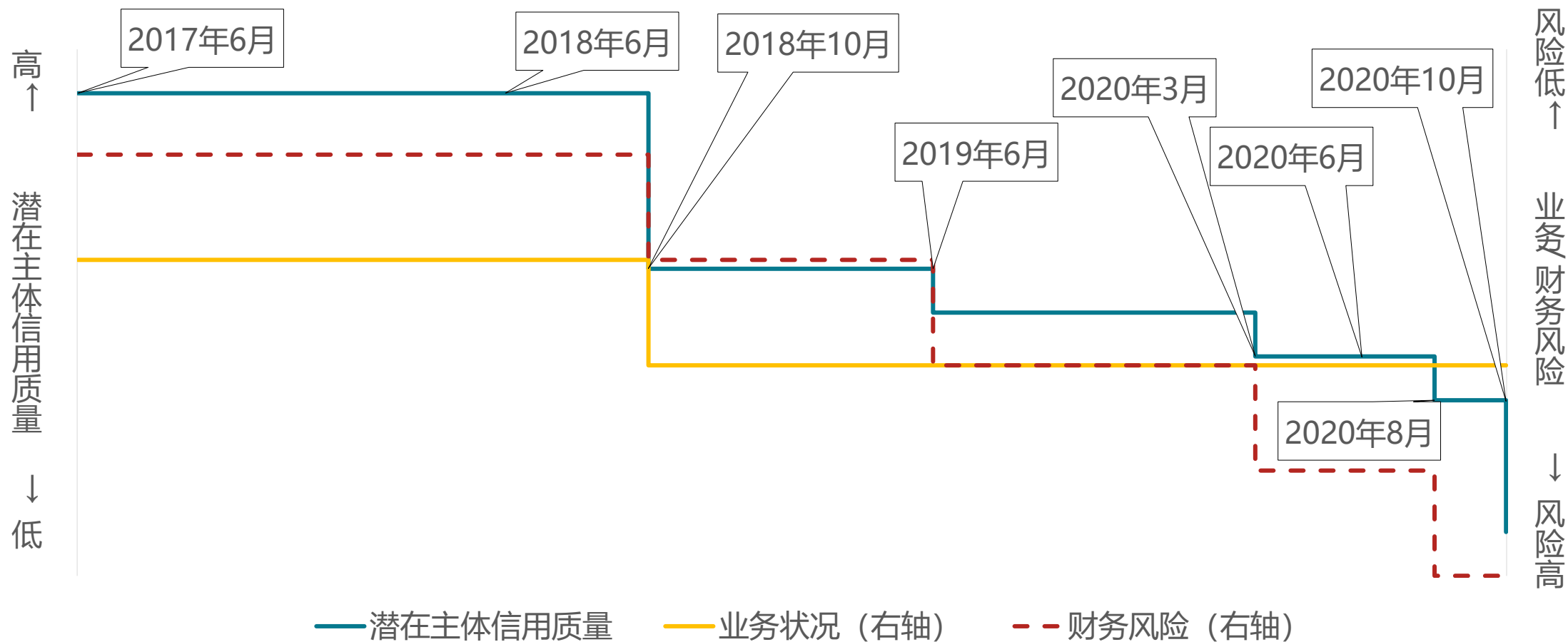
1.2 1200家中国资产规模最大发债企业潜在主体信用质量分布



注*: *本报告中所呈现的潜在信用质量是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点
资料来源: 标普信评
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2.1 复盘华晨集团违约前潜在信用质量变动——采用标普信评评级方法

华晨集团：潜在主体信用质量变动



标晋信评
S&P Global
China Ratings

资料来源: 标普信评
版权©2020标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

2.2 复盘华晨集团违约——关键时点调整

- 2017年6月：初始潜在主体信用质量[BBBspc]序列*。该公司凭借合资品牌华晨宝马在豪华车市场的较高品牌认可度和销量而获得一定业务竞争力，同时华晨宝马对公司的现金流贡献较为充沛、稳定，公司整体财务风险相对偏低。但我们注意到，公司对合资品牌控制较弱，自主品牌市场竞争力相对较弱，债务结构以短债为主，债务结构不甚合理。
- 2018年6月：年度跟踪，未发现公司情况存在重大变化。
- 2018年10月：信用恶化至[BBspc]*，反映了公司将其所持有的华晨宝马25%股权出售予宝马集团事宜，将对公司业务状况和财务风险均产生较大的负面影响，加之自主品牌竞争力相对较弱，我们将降低对其潜在业务状况和财务风险的评价。
- 2019年6月：年度跟踪。信用恶化至[BBspc-]*，反映了2019年汽车市场的景气度持续下滑，随着资本支出的增加及营运现金缺口的扩大，公司债务压力增大，我们降低对其潜在财务风险的评价。

标普信评

S&P Global
China Ratings

注*：*本报告中呈现的潜在信用质量是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。

2.2 复盘华晨集团违约——关键时点调整（续）

- 2020年3月：信用恶化至[Bspc+]*，反映了我们认为该公司受疫情影响，销量下滑，现金流恶化，短期难以恢复，财务风险上升，我们继续降低对其潜在财务风险的评价。
- 2020年6月：年度跟踪。维持[Bspc+]*。
- 2020年8月：信用恶化至[Bspc]*，反映了公司流动性紧张并成立债委会，二级市场债券价格大幅下跌，并伴随多家子公司的股权划转，负面舆情增加，企业面临较大的再融资压力。
- 2020年10月：公司信用状况持续恶化，并发生公开债务违约。

标普信评

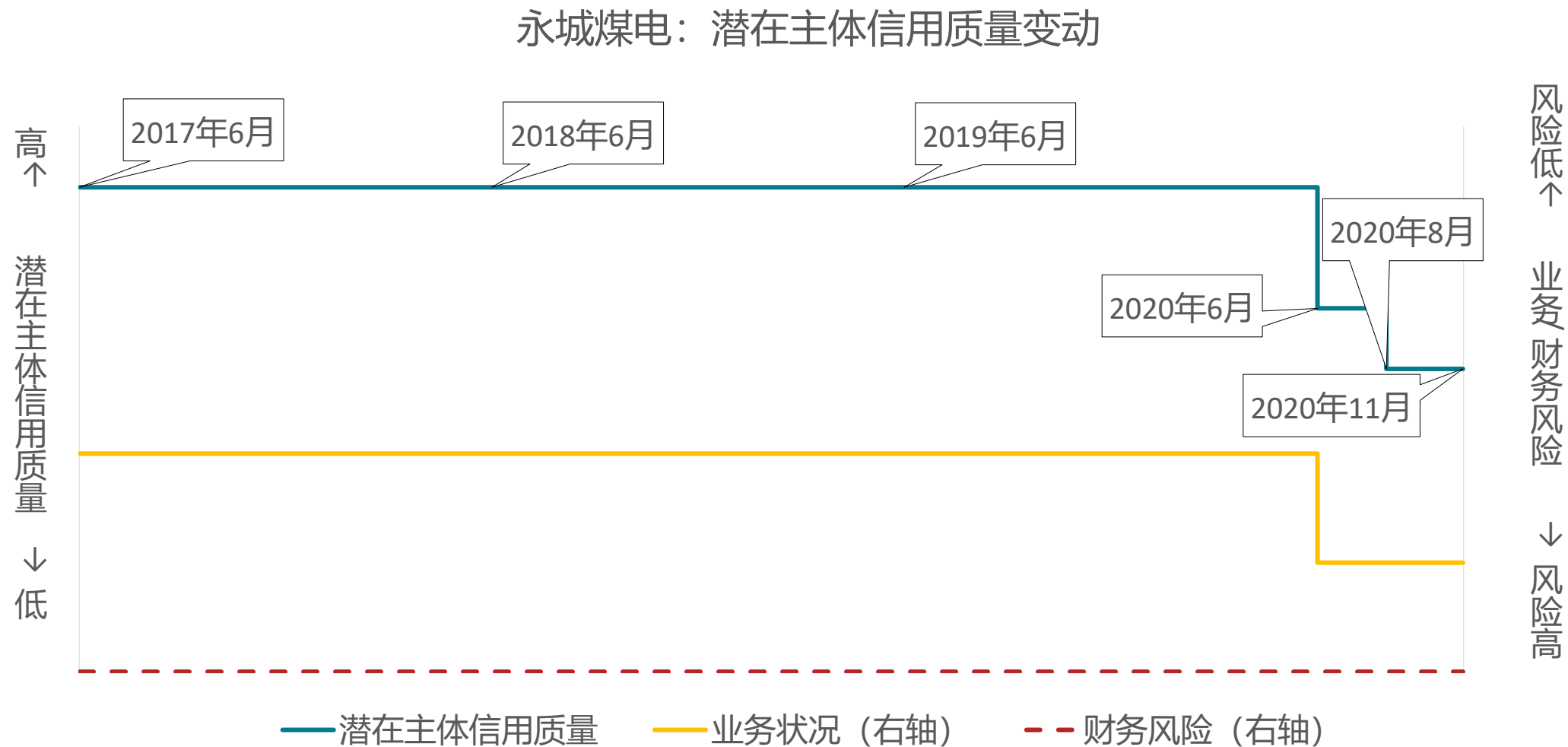
S&P Global
China Ratings

注*：*本报告中所呈现的潜在信用质量是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。

2.3 华晨集团违约点评

- 一. 经营层面，公司盈利能力及获现能力过于依赖单一合资品牌分红，自主品牌影响力较弱，市占率较低，技术实力较弱，对收入和利润的贡献不足，拖累现金流表现。
- 二. 公司对合资厂商的控制力度相对较弱，子公司华晨宝马无法对公司形成强有力的支持，拆分报表分析更有意义。
- 三. 股权转让事宜，令公司对华晨宝马的控制力在未来将进一步下降，公司自主竞争力进一步下滑，同时，公司可支配现金大幅减少，财务风险增大，也导致资本市场对公司的预期悲观，从而影响再融资，该事宜也说明了辽宁省政府对其支持意愿可能较为有限。
- 四. 汽车市场景气度呈下行趋势，不断抬升公司的财务风险。
- 五. 公司短期债务占比较高，债务结构存在问题。

3.1复盘永城煤电违约前潜在信用质量变动——采用标普信评评级方法



3.2 复盘永城煤电违约——关键时点调整

- 2017年6月：初始潜在主体信用质量[BB_{spc}]*序列。该公司煤炭储量较大，煤种较好，售价较高，煤炭业务盈利能力尚可，但我们也注意到，收入中贸易和化工业务占比较高，对利润贡献较小，尚未形成明显的拖累。公司财务杠杆很高，财务风险很高，潜在个体信用状况较低，对政府潜在重要性中等，政府支持一般。2016年开始的供给侧改革提升了煤炭价格，公司面临的经营环境在改善。
- 2018年6月：年度跟踪，未发现公司情况存在重大变化，公司债务情况未得到改善。
- 2019年6月：年度跟踪，未发现公司情况存在重大变化，公司债务情况未得到改善。
- 2020年6月：信用恶化至[BB_{spc}-]*，反映了公司化工业务持续亏损，拖累主营业务，我们降低对其潜在业务状况的评价，从而降低了潜在个体信用状况、政府支持和最终的潜在主体信用质量。
- 2020年8月：信用恶化至[B_{spc}+]*，反映了我们认为该公司再融资风险上升，债券发行后收益率迅速上升，再融资环境恶化。
- 2020年11月：公司信用状况持续恶化，并发生公开债务违约。

标普信评

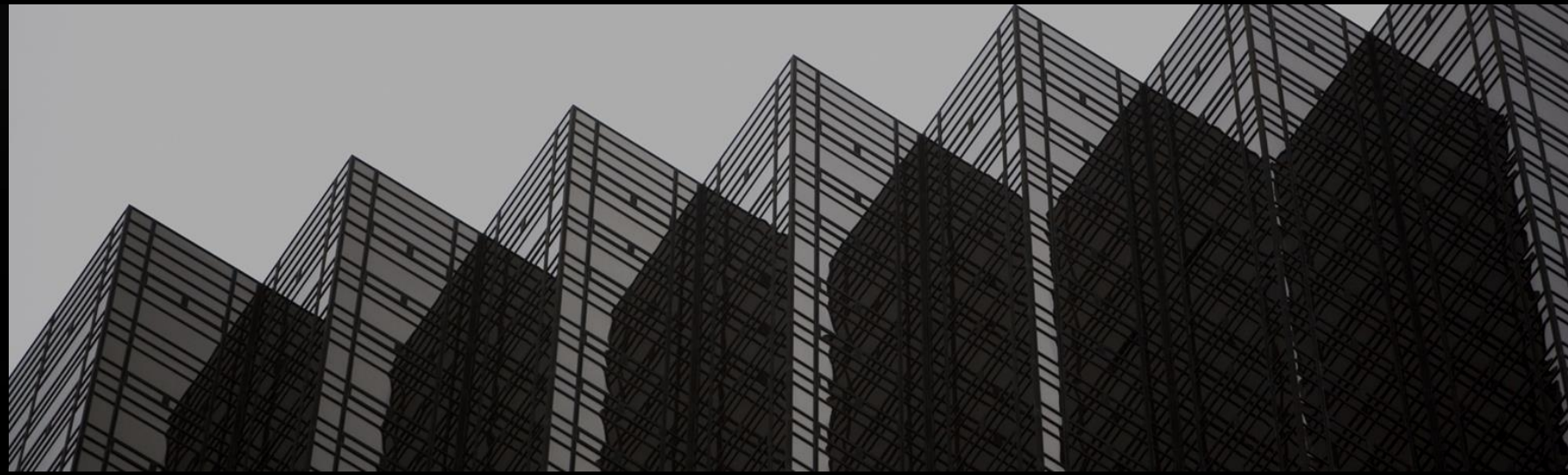
3.3 永城煤电违约点评

- 一. 经营层面，煤炭业务较好，非煤业务的拖累越来越明显。
- 二. 财务杠杆一直非常高，供给侧改革后未能有效改善。
- 三. 债务结构不合理，短期债务偏高，增加流动性压力。
- 四. 关联方占用资金现象较明显，母公司成为融资工具，此时分析母公司报表可能更有意义。
- 五. 对于潜在业务状况较弱、债务规模较大、财务风险较高的企业而言，政府支持意愿下降，同时，我们也需要考虑地方政府支持的能力和政府对区域企业流动性管理的能力。

4 对近期违约事件的几点思考

- 一. 评级是信用的相对排序，不是违约率的预测，也不是二元判断。
- 二. 评级需要提供区分度与前瞻性，更好的反映发债主体的信用状况，当评级序列的区分度足够大的时候，投资者根据自己的偏好选择某种级别进行研究。
- 三. 政府对企业的支持，可能会根据企业自身的竞争力不同而产生变化，缺乏核心竞争力可能会降低政府对企业支持的意愿。
- 四. 合并报表反映的信息可能存在一定偏差，对子公司控制力弱的时候，或者针对债项评级时，拆分报表分析能更接近实际情况。

谢谢！



1. 请扫描二维码, 关注我们的微信公众号“标普信评”
2. 后台发送关键词“1117”, 即可获取相关会议资料。



谢谢！



©版权所有2019 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、特殊或后续的损失、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，除非其注册为该类机构。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）的联属企业。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。