

鉴往可以昭来：复盘企业违约征兆

2020年3月23日

要点

- 我们按照违约金额统计发现，近几年贸易、建筑工程施工、综合性集团、采掘业和金属冶炼等行业的违约较多，而城投、制药、市场化燃气及发电、媒体娱乐等行业发行的违约则相对较少。
- 我们对五家典型违约或承受较大偿债压力的企业进行了案头分析，以展示违约前公司业务、财务风险的变化和各项事件对其潜在主体信用质量的影响。
- 我们认为，应该重视不同行业之间的行业风险差异对企业业务状况的影响，且不应过分高估“细分市场龙头”的业务状况和抗风险能力。
- 同时，为了识别违约风险，我们认为应以前瞻性的方式对财务风险进行预测，并更加关注母公司信用质量对企业信用质量的潜在影响，尤其是负面的影响。

2014年中国公开债券市场打破“刚性兑付”，出现了第一例违约。随后的几年，违约已成为常态并不断增多。到2019年末，累计违约债券余额达到3300亿元左右，涉及企业共计152家。在这样的背景下，投资人对企业违约风险的重视达到了前所未有的程度。

本文我们概括了近几年非金融企业债券违约的基本情况，同时应用我们的方法，对五家典型公司进行案头分析，以展示违约前公司业务、财务风险的变化和各项事件对其潜在主体信用质量的影响。

我们还总结了部分非金融企业违约之前发出的危险信号，并总结了标普信评是如何刻画违约风险的。需要说明的是，本文对典型公司的分析仅为案头分析。详见“阅读须知”一节。

主分析师

张任远
北京
+86 10 6516 6028
renyuan.zhang
@spgchinaratings.cn

其他分析师

钟晓玲
北京
+86 10 6516 6051
may.zhong
@spgchinaratings.cn

刘晓亮
北京
+86 10 6516 6040
Xiaoliang.liu
@spgchinaratings.cn

李丹
北京
+86 10 6516 6042
Dan.li
@spgchinaratings.cn

王雷
北京
+86 10 6516 6038
Lei.wang
@spgchinaratings.cn

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干已经违约或偿债压力较大的企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在地区的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于城投企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者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。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

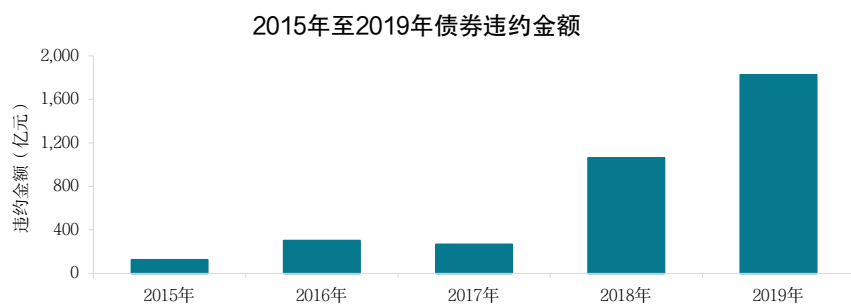
由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑机构获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

国内债券市场违约概况

随着市场高速发展和市场机制的逐步完善，中国公开债券市场原有的“刚性兑付”现象已被打破，且违约数量及金额都呈增长趋势。

2014年3月国内债券首次出现违约，此后的三年内基本保持每年300亿元左右的违约规模。但从2018年开始，违约数量及金额逐步增加。根据Wind统计，2018年违约债券共计125只，总金额约1000亿元，2019年增加至178只，总金额也上升至1800亿元左右。

图1



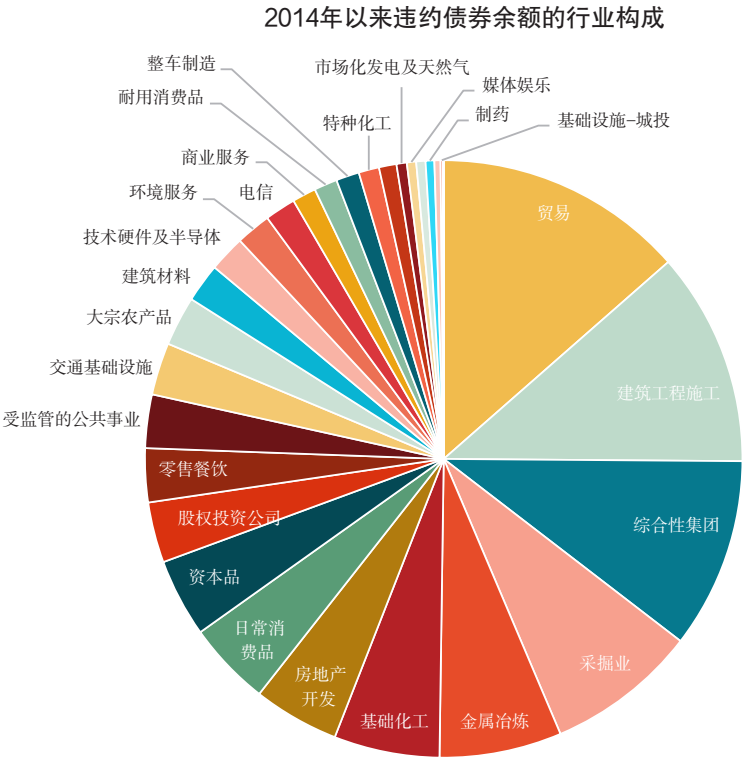
资料来源：Wind，标普信评整理。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

截至目前，违约债券余额累计已达约3300亿元，涉及违约企业共152家。按企业性质划分，国有企业违约债券余额占16.5%；按上市与否划分，上市公司违约债券余额占22.8%。

以违约债券余额衡量，各行业违约情况差异较大。贸易、建筑工程施工、综合性集团、采掘业、金属冶炼等违约较多，而城投、制药、市场化燃气及发电、媒体娱乐的违约则相对较少。

近年来中国债券违约逐步高发，违约金额逐步增加，截至目前违约债券余额累计已达约3300亿。

图2

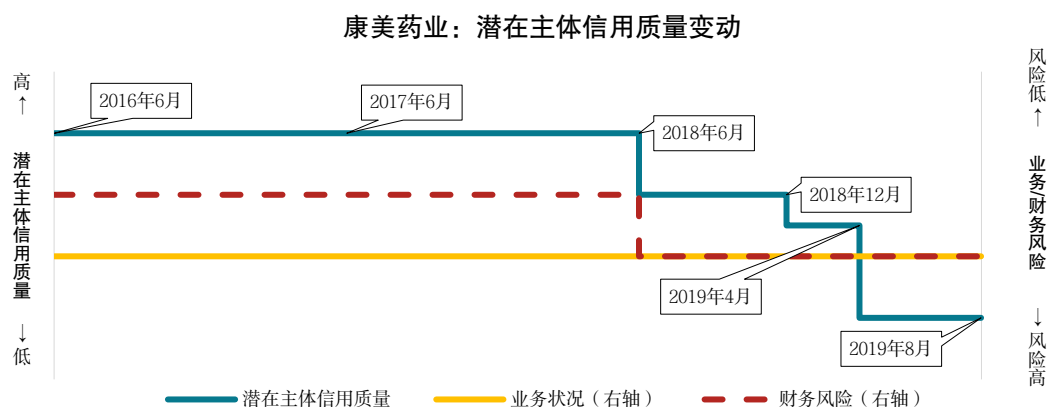


资料来源：Wind。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在主体信用质量变迁：案例分析

我们选已经违约的富贵鸟股份有限公司（富贵鸟）、凯迪生态环境科技股份有限公司（凯迪生态）、洛娃科技实业集团有限公司（洛娃科技）、新光控股集团有限公司（新光控股）和承受着较大偿债压力、市场高度关注的康美药业股份有限公司（康美药业）进行了案头分析。分析的时间起点为违约或发生其他重大风险事件之前2-3年左右，以展示期间企业业务、财务风险的变化和各种事件对其潜在主体信用质量的影响。

图3



- 2016年6月：初始潜在主体信用质量[BB_{spc}+]*。该公司集中于中药饮片这一狭窄的细分市场，因此我们认为其业务状况一般。其自身负债率较低，但由于母公司债务水平较高，潜在主体信用质量受限。
- 2017年6月：年度跟踪，未发现公司情况存在重大变化。
- 2018年6月：下调至[BB_{spc}-]*。降级反映公司自身以及母公司杠杆率快速上升，同时“存贷双高”的情况也使我们对其现金是否可以用于偿付债务产生怀疑。
- 2018年12月：下调至[B_{spc}+]*。下调主要反映了我们对其“管理与治理”的负面观点。证监会开始调查该公司是否存在财务造假。
- 2019年4月：下调至[CCC_{spc}]*。降级反映了我们认为该公司再融资风险上升。审计师出具保留意见报告，且过去年度财务数据出现大幅重述。公司未来还面临债务到期需要偿还的压力。

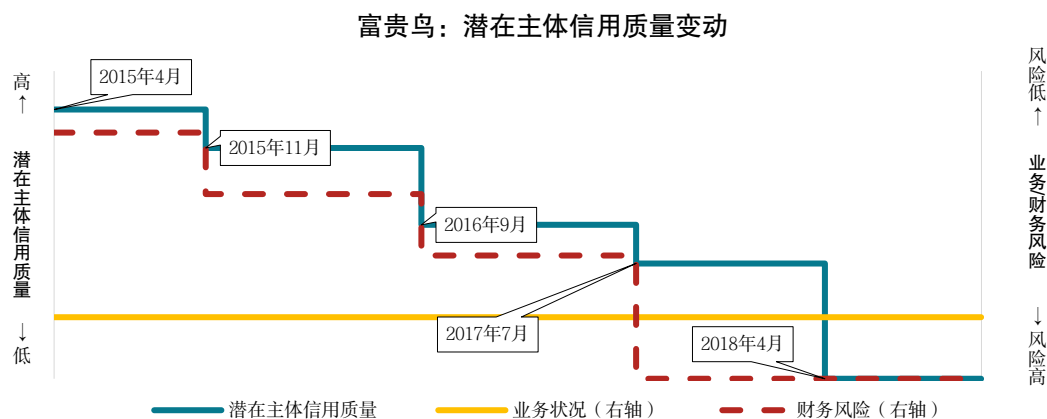
资料来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布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。详见“阅读须知”。

*如果我们认为潜在主体信用质量降低至[B_{spc}-]以下，一般情况下我们会用[CCC_{spc}]表示。

图4

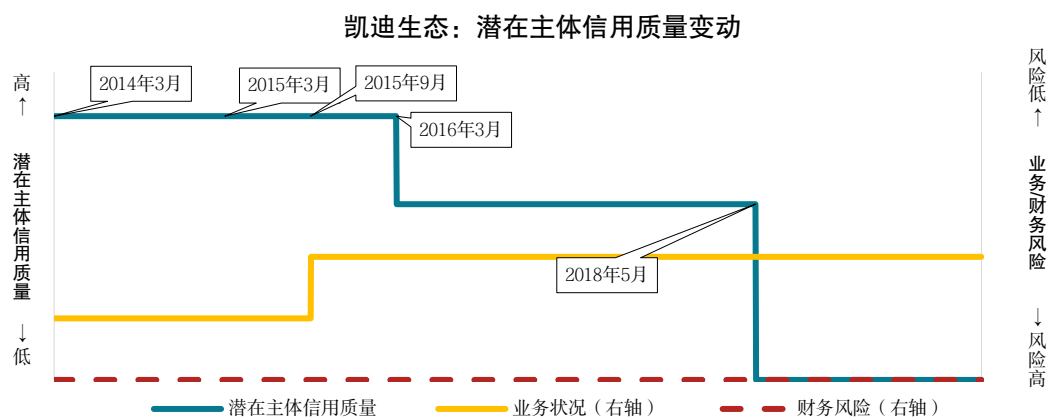


- 2015年4月：初始潜在主体信用质量[BB_{spc}]*，我们认为公司所处市场环境竞争十分激烈，业务状况脆弱。同时，公司为了弥补主营业务的压力寻求激进扩张，我们对其财务政策持负面看法。但公司杠杆率低，一定程度上弥补了业务状况的弱势。
- 2015年11月：下调至[BB_{spc}-]*。下调反映了公司外部融资大规模增长造成财务风险不断上升。且公司多元化尝试并未成功但占用了较多资金，营运资金恶化。
- 2016年9月：下调至[B_{spc}]*。下调反映了公司外部融资规模进一步增加，财务风险进一步上升，且面临大量债务集中到期。同时由于公司大量未披露违规担保被曝光，我们对其“管理与治理”持负面观点。
- 2017年7月：下调至[B_{spc}-]*。下调反映了公司外部融资进一步增加，财务风险进一步增加。
- 2018年4月：违约，下调至[D_{spc}]*。

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。

图5



- 2014年3月：潜在主体信用质量[BB_{spc}-]*。此级别反映其较小的煤炭产量和储量所导致的脆弱的业务状况，和极高的财务杠杆。
- 2015年3月：公司计划与母公司的重大资产重组，我们将其列入信用观察名单。
- 2015年9月：公司完成资产重组，主营业务改变为行业风险较低的发电业务，业务状况小幅改善。但重组消耗了大量资金，造成公司流动性进一步紧张。最终潜在主体信用质量未发生改变。
- 2016年3月：下调至[CCC_{spc}]*。下调反映了我们对公司“管理与治理”持负面观点。公司被审计机构提示财务内控存在重大缺陷。
- 2018年5月：违约，下调至[D_{spc}]*。

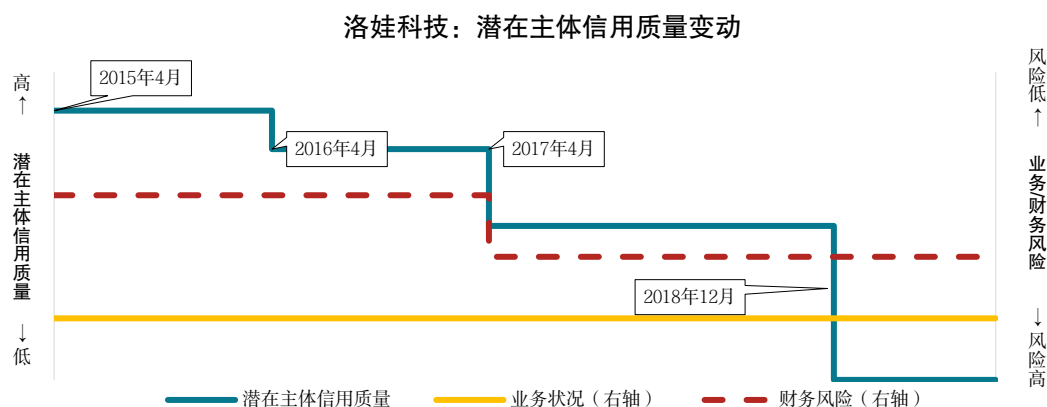
资料来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

*本报告中呈现的潜在信用质量分布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。详见“阅读须知”。

*如果我们认为潜在主体信用质量降低至[B_{spc}-]以下，一般情况下我们会用[CCC_{spc}]表示。

图6

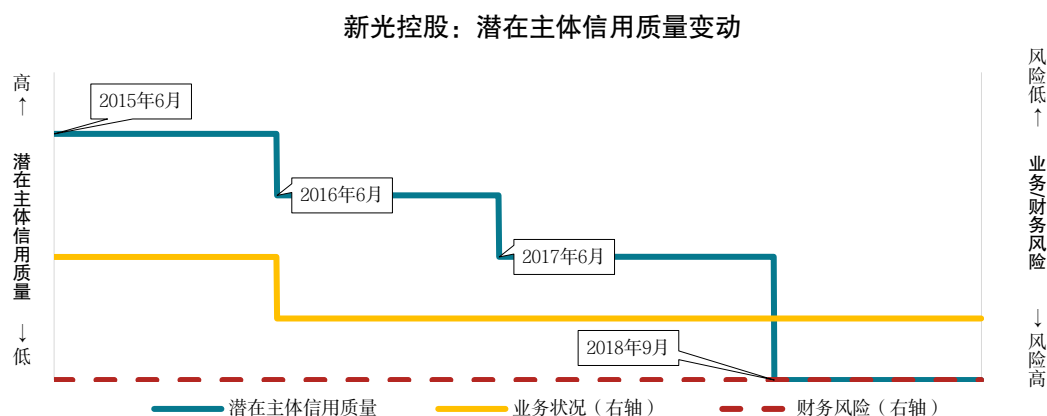


- 2015年4月：初始潜在主体信用质量[BB_{spc}]*。公司业务集中在竞争十分激烈的细分市场，因此我们认为其业务状况脆弱。但公司杠杆率较低，对业务状况有一定弥补作用。
- 2016年4月：下调至[BB_{spc}-]*。下调反映我们对其“财务政策”的负面观点。公司大量海外并购并未改善业务状况和盈利能力。
- 2017年4月：下调至[B_{spc}]*。下调反映其债务进一步增加，财务风险上升。同时其财务报表出现较多的违规披露事项，因此我们对其“管理与治理”持负面观点。
- 2018年12月：违约，下调至[D_{spc}]*。

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。

图7



- 2015年6月：初始潜在主体信用质量[B_{spc}]*。我们认为公司饰品业务较强，房地产业务较弱。同时公司杠杆率极高，财务风险极高。
- 2016年6月：下调至[B_{spc}-]*。下调反映公司大量开展贸易业务，业务状况恶化。
- 2017年6月：下调至[CCC_{spc}]*。下调反映我们对其“流动性”的负面观点。公司面临大量债务集中到期。
- 2018年9月：违约，下调至[D_{spc}]*。

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。

*本报告中所呈现的潜在信用质量分布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。详见“阅读须知”。

*如果我们认为潜在主体信用质量降低至[B_{spc}-]以下，一般情况下我们会用[CCC_{spc}]表示。

重大风险预警信号

事实上，大部分企业在违约之前，已经出现了一些重大异常或值得注意的警示信号。包括但不限于：

表1

企业违约预警信号

内部控制及公司治理类：

股东设置的经营目标与考核目标过高，经营者存在重大的盈利压力；

与投资人缔约的过高的业绩对赌；

上市公司连续两年亏损面临退市，第三年需要扭亏为盈方可确保上市公司地位；

公司治理制度不健全；

股东之间矛盾深重，股东争斗无暇顾及经营；

内部控制失效，被审计师出具内控失效报告。内部控制失效的风险远高于单纯的财务造假和经营异常，因为其体现为公司的系统性风险；

大量尚未办理法律手续的资产或交易；

频繁变更会计师事务所；

高级管理人员在短期内频繁更换；

新颁布的法规对财务状况或经营造成重大负面影响。

生产经营类：

商业模式异常复杂，产品或资金流转盘根错节；

销售高度依赖关联方交易；

销售规模超出行业平均水平，却没有相应的竞争优势与之匹配；

与同业相比增长过快，但不具备合理的技术优势或市场地位；

受到高额的产业政策补贴的吸引进入市场，但技术能力不足以支持企业在补贴退坡之后持续经营。

财务状况类：

审计师出具非标准意见审计报告。

虚增收入，如大量无真实交易实质的贸易业务；非常激进的销售策略大量赊销；虚构客户、合同等虚假销售；

虚增收入可体现为：为与产品竞争力无法匹配的高于行业平均的盈利能力；存款贷款双高；存货波动剧烈，收入规模和存货中的产成品双高；跨期确认收入和成本；

大股东重大资金占用。大股东占用资金可能包括：其他应收/其他应付款科目常年大额且关联方频繁进出资金；与大股东关联交易导致的不合理账期；与大股东开展的不符合商业实质的关联交易；购买股东无效资产注入上市公司等；

上市公司股票被大量质押，大股东外部融资繁重，大股东债务违约会导致企业生产经营陷入停滞。

特定会计科目中的风险：某些特定会计科目可能蕴含较大的风险。包括1）生物性资产：此类资产的确认复杂、盘点困难，造假相对容易且很难核实；2）矿产资源类科目：储量高度依赖计算和评估，评估增值会虚增资产；3）减值风险：包括激进赊销造成的应收账款、商誉、大量购支的专用设备；4）三项费用比例不符合行业特征。

如何更好地识别违约风险？

我们认为，标普信评分析方法的以下几个特点，可以帮助我们及时、恰当地发现企业违约风险的上升。

1. 重视行业风险对企业信用质量的影响

重视不同行业的风险差异，可以使防范违约风险从单一企业的个体控制，提前至更广泛宏观的整体控制。为此，我们利用“行业风险”这一指标作为分析企业业务状况的起点和重要基础，然后再结合企业在行业中的竞争地位，得出我们对企业业务状况的整体评价。

表2

标普信评行业风险评价，截至2020年3月23日

行业名称	行业风险评价		行业名称	行业风险评价	
贸易	高	5	资本品	一般	3
光伏制造	高	5	耐用消费品	一般	3
金属冶炼	较高	4	商业服务	一般	3
采掘业	较高	4	科技软件及服务	一般	3
基础化工	较高	4	包装业	一般	3
技术硬件及半导体	较高	4	媒体娱乐	一般	3
石油天然气炼化及销售	较高	4	零售餐饮	一般	3
建筑工程施工	较高	4	交通工具租赁	一般	3
林业及造纸	较高	4	铁路货运包裹物流	一般	3
油气钻探及油田服务	较高	4	医疗服务	一般	3
周期性运输	较高	4	医疗器械	一般	3
汽车零配件	较高	4	日常消费品	一般	3
房地产开发	较高	4	电信	低	2
整车制造	一般	3	交通基础设施	低	2
制药	一般	3	油气管输储运	低	2
市场化发电及天然气	一般	3	房地产信托投资基金 (REITs)	低	2
大宗农产品	一般	3	特种化工	低	2
建筑材料	一般	3	环境服务	低	2
油气开采	一般	3	航空航天与国防	低	2
休闲体育	一般	3	受监管的公用事业	非常低	1

注：1代表最低的行业风险，6代表最高的行业风险。

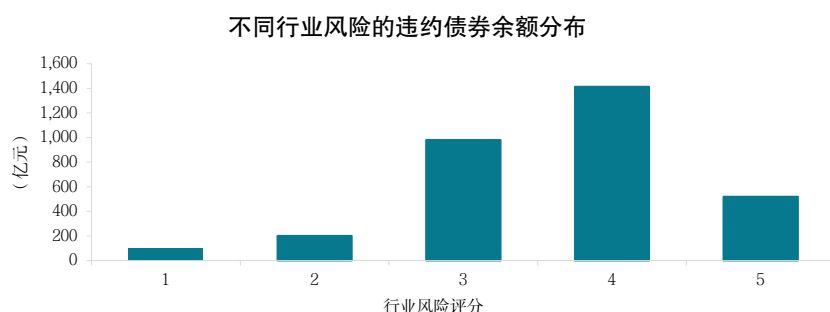
我们重视不同行业之间的行业风险差异对企业业务状的影响。不是所有行业的龙头企业都具备相同的业务状况，在各自行业中竞争地位相仿的企业，也有可能因为行业风险的高低而获得我们不同的业务状况评价。

比如，同样是在各自行业中居于较强竞争地位的两个不同企业，我们很有可能认为从事受监管公用事业（行业风险为1）企业的业务状况好于从事光伏制造（行业风险为5）的企业。换句话说，我们认为处于风险较高行业中的企业，需要具备更好的竞争地位，才能和处于风险较低行业中的企业在业务状况上一争高下。

债券市场违约债券余额的分布，印证了我们对行业风险的评估。通常行业风险评分越高，违约债券余额相对越高。行业风险为5的违约债券余额相对较少，主要是由于目前仅有贸易和光伏制造两个行业的风险为5。

我们重视不同行业之间的行业风险差异对业务状的影响。不是所有行业的龙头企业都具备相同的业务状况。

图8



注：行业风险评分数值越高，代表标普信评认为的行业风险越高。

资料来源：Wind，标普信评整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

通常行业风险越高的行业，累计违约金额也相对越高。

我们认为，不应过分高估“细分市场龙头”的业务状况和抗风险能力。在评估企业的业务状况时，我们会适度拓宽同业比较范围，而不会局限于受评主体主营业务所属的单一细分行业。

举例来说，对于一家以风力发电为主营业务的企业，我们在评价其竞争地位时，不仅会在风力发电企业中进行比较，还会将其与水电、光伏发电、垃圾发电、供水供气等企业进行比较。这些细分行业被我们归为“受监管的公用事业”行业。

这样做的原因有二。第一，中国具备完善的产业结构，只要行业划分够细，便有可能识别出在极其细分市场下众多“龙头”企业。但若这些企业产品过于单一、需求过于狭窄，那么一旦下游行业发生变化，这类公司可能会面临更大的冲击。这类企业与更大范围行业的龙头企业相比，竞争地位不可同日而语。

第二，业务过于狭窄可能会造成再融资压力，因为金融资源的争夺存在于更为广泛的行业，而非细分市场。金融机构配置资产时，可能会对大行业进行总体额度管控。在这种情况下，大行业下的细分行业能够获得的金融资源便构成此消彼长的关系。

2. 以前瞻性的财务预测作为评判财务风险的基础

标普信评的财务风险判断，通常是以过去两年历史结果和未来三年的预测结果相结合综合判断而得出。相比于历史结果，我们更侧重对未来财务状况的预测。

我们的财务指标预测注重“穿越周期”。比如在预测一家上游行业企业的主要产品价格并以此作为评价其未来财务状况的基础时，我们既要避免在产品价格高峰期高估企业盈利能力，也要避免在价格处于低谷时夸大企业的财务风险。

3. 重视母公司对企业信用状况的影响

评价企业的主体信用质量时，除了关注其自身情况，我们还会重点关注母公司（如有）信用状况对受评主体信用质量的影响。若母公司的信用质量较好，对于子公司信用质量则可能是一个提升。但如果“子强母弱”，即我们认为母公司信用质量比子公司差，那么母公司可能会对子公司信用质量产生拖累。

这是因为，如果母公司面临偿债压力，则可能使用子公司的资源以度过危机，从而弱化子公司的信用质量。母公司对子公司资源占用的方式多种多样，包括但不限于：内部资金拆借、将子公司资产剥离注入其他公司、以不合理价格收购母公司资产等等。同时，覆巢之下无完卵，集团整体的经营动荡也可能会严重影响子公司的正常生产经营，从而导致子公司信用质量恶化。

“子强母弱”的情况普遍存在，尤其是上市公司中。中国对企业上市要求严格，因此大部分集团公司都会将体系内最优质的资产打包上市。集团范围内，上市公司通常盈利能力最强、资产质量最好、债务负担最低。对于以上类型的上市公司，若母公司债务负担较重，或业务状况严重差于子公司，那么我们可能会认为母公司信用状况对上市公司构成负面影响。但如果上市公司完全独立于母公司，母公司无法对上市公司的经营或财务施加重大影响，那么我们可能认为母公司的信用质量对受评主体没有影响。

若发生“子强母弱”的情况，则母公司可能会对子公司信用质量产生拖累，除非子公司生产经营和财务完全独立于母公司。

本报告不构成评级行动。

©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（包括但不限于收入损失、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。