

债券市场违约与信用风险事件报告（2019 年 3 月）

信息研究部 武博夫 赵家楠

摘要:

2019 年 3 月债券市场共有 6 家发行人首次违约，分别为秋林集团、东方金钰、东辰控股、山东胜通、三胞集团与天翔环境，上述发行人首次违约时待偿付债券共 27 支，余额共 127.41 亿元。违约发行人中，东辰控股、山东胜通为破产重整触发违约。除债券违约外，2019 年 3 月中信国安集团债权投资计划付息违约；刚泰控股私募公司债券延期兑付本息。

一、违约事件

2019 年 3 月，债券市场共有 6 家发行人首次违约，分别为秋林集团、东方金钰、东辰控股、山东胜通、三胞集团与天翔环境，上述发行人首次违约时待偿付债券共 27 支，余额共 127.41 亿元。违约发行人中，山东省东营市民营企业东辰控股、山东胜通为破产重整触发违约，当地民营企业互保问题对违约事件影响较大。

图表 1. 2019 年 3 月债券市场新增违约发行人情况

发行人	首次违约日期	首次违约时待偿付债券支数与余额（亿元）	省份	Wind 四级行业	公司属性	涉及的上市公司	备注
哈尔滨秋林集团股份有限公司	2019-03-01	3 支，11.08 亿元	黑龙江	百货商店	民营企业	秋林集团 600891.SH	回售违约，仅针对个人投资者兑付
东方金钰股份有限公司	2019-03-18	1 支，7.5 亿元	湖北	服装、服饰与奢侈品	民营企业	东方金钰 600086.SH	付息违约；公司已进入债务重整
东辰控股集团有限公司	2019-03-15	5 支，21.27 亿元	山东	基础化工	民营企业	—	破产重整触发提前到期违约
山东胜通集团股份有限公司	2019-03-19	9 支，55.5 亿元	山东	多元化工	民营企业	—	破产重整触发提前到期违约
三胞集团有限公司	2019-03-19	8 支，30.06 亿元	江苏	电脑与电子产品零售	民营企业	宏图高科 600122.SH 南京新百 600682.SH	仅针对个人投资者兑付
成都天翔环境股份有限公司	2019-03-25	1 支，2 亿元	四川	环境与设施服务	民营企业	天翔环境 300362.SZ	本息兑付违约

注：数据来源于 Wind，其中待偿付债券余额仅限本金金额，包括已违约的债券，不含利息、罚息与手续费；不含资产支持证券；不含境外债券。

（一）秋林集团

➤ 违约事件概况

3月1日，哈尔滨秋林集团股份有限公司（简称“秋林集团”）私募公司债“16秋林01”回售违约。“16秋林01”发行规模5.2亿元，2018年10月、12月曾先后两次回售。包括“16秋林01”在内，秋林集团共有3支待偿付债券，待偿付余额共11.08亿元。

图表2. 秋林集团待偿付债券情况

债券简称	债券类型	起息日	偿付日期	待偿付余额 (亿元)	票面利率 (%)	备注
16秋林01	私募公司债	2016-10-17	2019-10-17（到期日）	3.68	8.50	已违约
16秋林02	私募公司债	2016-11-07	2019-11-07（到期日）	2.40	8.50	
18秋林01	私募公司债	2018-11-27	2020-11-27（回售日）	5.00	8.00	

资料来源：Wind，新世纪评级整理

➤ 发行人基本信用情况

国有改制企业，实际控制关系复杂。秋林集团前身为哈尔滨著名老字号企业，1996年公司股票在上交所上市发行（600891.SH），但由于逐年亏损濒临退市。2004年秋林集团在剥离旗下秋林食品厂、秋林糖果厂等业务板块后改制为民营企业，此后公司股权结构经过多次变更。截至目前，由于公司股东颐和黄金制品有限公司（简称“颐和黄金”）与公司前两大股东黑龙江奔马实业集团有限公司（简称“奔马实业”）与天津嘉颐实业有限公司（简称“嘉颐实业”）构成一致行动人，因此公司实际控制人为颐和黄金的控股股东平贵杰。

同时，由于秋林集团在改制后股权关系经过多次复杂变动，债权债务关系混乱，外界长期质疑公司真实的实际控制人为颐和黄金原实际控制人、公司副董事长李建新。虽然证监会监管工作函中曾多次要求公司明确披露其股权结构中是否存在代持，但秋林集团并未作出深入的正面回答。

2015年被借壳后业务扩张激进，存在内控问题严重。颐和黄金入主后，秋林集团通过收购深圳市金桔莱黄金珠宝首饰有限公司（简称“深圳金桔莱”）涉足黄金珠宝首饰批发业务，完成业务转型，深圳金桔莱为公司控股股东颐和黄金的关联企业。在被借壳后，秋林集团在黄金珠宝首饰批发领域大幅扩张，加大展厅网点铺货力度并放宽下游回款以刺激销售业绩，从而形成较大的资金占用，经营获现能力下降的同时也推升了公司的债务负担。同时，秋林集团存在较为严重的内控问题，2016年公司被出具持保留意见的审计报告。

违约前后负面事件频发，已被监管部门处以纪律处分。2月13日和15日，秋林集团先后公告披露，控股股东嘉颐实业及其一致行动人的股权均遭冻结，且

公司董事长李亚、副董事长李建新双双失联，公司内部管理高度混乱；另一方面，秋林集团与募集资金账户托管银行产生纠纷，暴露出资金管理方面的重大漏洞。4月4日，由于公司存在“定期报告主要财务数据存在差错，募集资金管理和使用不合规，重大投资信息披露不准确、不完整，财务报告内部控制存在缺陷，多项信息披露不真实、不准确”等诸多问题，上交所对秋林集团及其相关责任人作出纪律处分。

信用评级方面，2016年首次发行私募公司债时联合信用曾给予秋林集团AA级的主体信用评级，展望稳定，此后公司未披露跟踪评级情况。

（二）东方金钰

➤ 违约事件概况

3月17日，东方金钰股份有限公司（简称“东方金钰”）所发行的公司债券“17金钰债”付息违约。“17金钰债”于2017年3月上市发行，发行规模7.5亿元，票面利率7%，发行期限5年附带第3年末回售与调整票面利率条款，尚未进入回售期。

图表3. 东方金钰待偿付债券情况

债券简称	债券类型	起息日	偿付日期	待偿付余额 (亿元)	票面利率 (%)	备注
17金钰债	公司债	2017-03-17	2020-03-17（回售日）	7.50	7.00	付息违约，未到期

资料来源：Wind，新世纪评级整理

➤ 发行人基本信用情况

民营上市公司，控股股东股权质押比例较高。东方金钰成立于1993年，主要经营以翡翠为主的珠宝首饰业务，1997年公司股票上市发行（600086.SH）。公司实际控制人赵宁通过云南兴龙实业有限公司（简称“兴龙实业”）对公司持股，截至2019年3月7日兴龙实业对公司持股比例为31.24%。长期以来兴龙实业多次对持有的东方金钰股票进行质押融资，2017年以来质押比例长期处于高位，截至2018年5月8日质押比例达98.91%。

存货周转效率低，经营获现能力弱，2018年以来流动性状况恶化，出现多笔债务逾期。作为珠宝首饰销售商，东方金钰存货占资产总额的比例一直处于较高水平，近年来长期处于接近80%左右，形成较大的资金占用。从现金流的角度来看，公司高存货策略导致经营性现金流净额长期呈现大幅净流出状态，资金周转压力较大。2018年以来公司流动性状况出现恶化，2018年5月由于债务纠纷公司控股股东持有的公司股权被冻结，2018年7月公司公告披露已有9.16亿元债务出现逾期，2019年1月逾期规模进一步增加至16.70亿元。

股东支持渠道枯竭，被控股股东申请债务司法重整。由于民营企业母子公司之间信用状况高度相关，东方金钰在违约事件的发展过程中无法继续获得控股股东的外部支持。2019年1月29日，东方金钰的东兴龙实业向法院申请破产重整并被受理；1月31日，兴龙实业又以东方金钰债权人身份，向法院申请对东方金钰进行债务司法重整。

图表 4. 东方金钰评级调整历史

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	评级日期
联合信用	AA	稳定	首次	2017-01-11
	AA	稳定	维持	2018-06-20
	AA-	负面	级别下调	2018-07-18
	A	观察名单	级别下调	2018-08-08
	BBB+	观察名单	级别下调	2018-12-29
	BB	观察名单	级别下调	2019-01-16
	B	负面	级别下调	2019-01-22
	CC	负面	级别下调	2019-03-13
	C	/	级别下调	2019-03-18

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（三）东辰控股

➤ 违约事件概况

3月15日，东辰控股集团有限公司（简称“东辰控股”）破产重整申请被法院受理，从而触发公司5支待偿付债券违约，余额共21.27亿元。

图表 5. 东辰控股待偿付债券情况

债券简称	债券类型	起息日	偿付日期	待偿付余额 (亿元)	票面利率 (%)	备注
16 东辰 01	公司债	2016-06-02	2019-06-02（到期日）	6.77	7.50	破产重整触发违约
17 东辰 01	公司债	2017-10-31	2019-10-31（回售日）	2.00	7.30	破产重整触发违约
16 东辰 04	私募公司债	2016-12-29	2019-12-30（回售日）	5.00	5.80	破产重整触发违约
18 东辰 01	公司债	2018-03-06	2020-03-06（回售日）	3.00	7.30	破产重整触发违约
16 东辰 03	私募公司债	2016-11-23	2020-11-23（到期日）	4.50	7.10	破产重整触发违约

资料来源：Wind，新世纪评级整理

➤ 发行人基本信用情况

东营市大型民营企业，区域互保问题严重，代偿风险引发流动性恶化，多笔资产被冻结。东辰控股1997年成立于山东省东营市，2006年改制后由集体企业转为民营企业，截至目前实际控制人张振武对公司持股48.15%。东营市多家大型民营企业长期存在互保现象，东辰控股处于较为核心的位置。公司担保对象中，山东胜通集团股份有限公司、山东大海集团有限公司、山东金茂纺织化工集团有限公司、山东金信新材料有限公司等已破产重整，导致公司自2018年5月以来与上述被担保企业发生多起担保代偿纠纷，债务关系涉诉引发公司流动性状况的

恶化。2018 年 6 月公司持有的 13 家子公司的股权遭到司法冻结，涉及资产账面价值 11.6 亿元，占上年末净资产的 23.92%。

流动性危机对生产经营产生负面冲击。从业务运营来看，东辰控股主要从事石油化工业务，化工产品包括轻芳烃、中芳烃、液化气、丙烯等。近年来公司多个化工项目陆续投入生产运营，产能有所扩张，但在互保问题引起的流动性危机影响下，2018 年 5 月以来公司生产经营情况出现恶化，开工率下降。2018 年前三季度公司营业收入、净利润分别同比下降 8.64%、18.37%，经营性现金流由上年同期的净流入 13.85 亿元转为净流出 19.12 亿元，盈利状况与流动性状况呈现明显紧张状态。

债务逾期被列入失信被执行人名单，违约前已资不抵债。11 月 23 日公司债券“16 东辰 03”未按时完成 1.5 亿元回售本金与 0.426 亿元利息的偿付（迟至 11 月 28 日偿付），同时公司一度由于债务逾期被法院列入失信被执行人名单。根据东辰控股破产重整的法院裁定书，截至 2018 年 11 月末，东辰控股资产总额为 59.19 亿元，较经审计的 2017 年末资产总额下降超过三分之二；资产负债率 167%，已大幅资不抵债。

图表 6. 东辰控股评级调整历史

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	评级日期
大公	AA-	稳定	首次	2013-06-14
	AA-	稳定	维持	2014-08-05
	AA	稳定	级别上调	2015-07-24
	AA	稳定	维持	2018-06-26
	AA	/	列入评级观察名单	2018-07-25
	A+	级别下调	级别下调	2018-12-13
	CC	级别下调	级别下调	2019-03-22

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（四）山东胜通

➤ 违约事件概况

3 月 9 日，山东胜通集团股份有限公司（简称“山东胜通”）向法院提出破产重整申请，并于 3 月 15 日获准进入重整程序，从而触发其 9 支存续债券违约，存续债券待偿付余额共 55.5 亿元。

图表 7. 山东胜通待偿付债券情况

债券简称	债券类型	起息日	偿付日期	待偿付余额 (亿元)	票面利率 (%)	备注
16 胜通 01	公司债	2016-05-30	2019-05-30（回售日）	11.7	6.20	破产重整触发违约
16 胜通 MTN001	中期票据	2016-08-05	2019-08-05（到期日）	4.50	6.09	破产重整触发违约
16 胜通 03	公司债	2016-09-08	2019-09-09（回售日）	9.60	5.18	破产重整触发违约
17 鲁胜 01	私募公司债	2017-10-16	2019-10-16（回售日）	7.00	7.20	破产重整触发违约
18 鲁胜 01	私募公司债	2018-01-18	2020-01-18（回售日）	2.00	7.50	破产重整触发违约

债券简称	债券类型	起息日	偿付日期	待偿付余额 (亿元)	票面利率 (%)	备注
18 鲁胜 02	私募公司债	2018-03-30	2020-03-30 (回售日)	2.00	7.50	破产重整触发违约
17 胜通 MTN001	中期票据	2017-07-14	2020-07-14 (到期日)	5.00	6.76	破产重整触发违约
17 胜通 01	公司债	2017-08-28	2020-08-28 (回售日)	8.70	7.00	破产重整触发违约
17 胜通 MTN002	中期票据	2017-11-06	2020-11-06 (到期日)	5.00	7.20	破产重整触发违约

资料来源：Wind，新世纪评级整理

➤ 发行人基本信用情况

东营市大型民营企业，经营获现能力较弱。山东胜通前身为东营市集体企业，1997 年完成股份制改革，2006 年股权改制后变更为民营企业，实际控制人为公司董事长王秀生。公司主要产品包括钢帘线、化工产品、BOPEF 光学膜等，其中钢帘线业务占营业总收入的 50%以上。近年来伴随经营规模扩大和业务板块拓展，公司收入规模与盈利能力呈现稳步增长态势，但同时公司应收账款周转率也显著下降，2017 年经营性现金净流出规模同比明显扩大。

短期债务压力攀升，2018 年以来多笔借款逾期。从债务的角度来看，山东胜通债务期限结构趋于短期，短债长投问题较为严重；伴随业务规模扩张，公司自由现金流缺口扩大，偿债来源主要依靠债务滚动。2018 年 8 月以来公司出现多笔债务逾期，截至 2018 年 12 月 24 日银行借款逾期规模 3.98 亿元。另一方面，公司短期债务规模较大且多支债券面临回售，流动性压力下短期偿债压力急剧上升。

互保现象严重，区域信用风险突出。山东胜通在东营市民营企业互保圈中处于核心位置，截至 2018 年 3 月末公司对外担保余额 39.62 亿元，其中公司担保对象东辰控股已进入破产重整。另一方面，公司主要业务经营与互保企业依赖较高，2018 年以来由于受下游企业订单减少影响，公司开工率显著下降，经营状况明显下滑，信用风险出现向生产经营蔓延的趋势。

图表 8. 山东胜通评级调整历史

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	评级日期
大公	AA-	稳定	首次	2011-07-04
	AA	稳定	级别上调	2013-06-25
	AA+	稳定	级别上调	2016-04-13
	AA+	稳定	维持	2018-06-25
	A	负面	级别下调	2018-12-25
	C	/	级别下调	2019-03-22

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（五）三胞集团

➤ 违约事件概况

3月19日，三胞集团有限公司所发行的企业债券“12三胞债”到期兑付违约，违约本金5.5亿元（回售后，发行总额8亿元），利息0.4554亿元。3月20日，公司向“12三胞债”个人投资者偿付本息兑付资金，偿付金额共约1.86亿元。包括“12三胞债”在内，三胞集团待偿偿付的一般类债券余额共30.06亿元，资产支持证券余额29.69亿元。

图表9. 三胞集团待偿付债券情况

债券简称	债券类型	起息日	偿付日期	待偿付余额 (亿元)	票面利率 (%)	备注
一般类债券						
12三胞债	企业债	2012-03-19	2019-03-19（到期日）	3.78	8.28	已违约，仅针对个人投资者兑付
16三胞01	私募公司债	2016-05-30	2019-05-30（到期日）	0.70	8.00	
16三胞02 （深交所）	私募公司债	2016-06-22	2019-06-22（到期日）	3.70	8.50	
16三胞02 （上交所）	公司债	2016-06-29	2019-07-01（回售日）	7.30	6.60	
16三胞03	私募公司债	2016-07-07	2019-07-07（到期日）	2.30	8.50	
17三胞02	私募公司债	2017-09-12	2019-09-12（回售日）	0.58	8.50	
16三胞05	公司债	2016-11-17	2019-11-18（回售日）	7.70	6.30	
17三胞03	私募公司债	2017-11-28	2019-11-28（回售日）	4.00	7.50	
资产支持证券						
PR三胞A	企业ABS	2016-11-28	2040-11-27（到期日）	14.91	3.80	偿付顺序A1
16三胞B	企业ABS	2016-11-28	2020-11-27（到期日）	14.78	6.95	偿付顺序B1

资料来源：Wind，新世纪评级整理

➤ 发行人基本信用情况

江苏省大型民营控股集团企业，收购合并涉足多个业务板块，对外投资规模较大。三胞集团前身南京三胞高科技发展中心成立于1995年，2002年改制为有限责任公司，公司自改制以来实际控制人一直为自然人袁亚非，对公司直接持股97.50%。作为控股集团企业，三胞集团母公司层并不涉及业务经营，经营主体为下属子公司，尤其是两家上市公司江苏宏图高科技股份有限公司（简称“宏图高科”，600122.SH，2005年5月收购合并）与南京新街口百货商店股份有限公司（简称“南京新百”，600682.SH，2011年6月收购合并）。近年来公司进行多笔大规模并购，导致商誉规模大幅攀升的同时也导致公司投资性现金流大幅净流出，推高了公司的债务负担和融资压力。

2018年7月以来多笔债务逾期，持有的上市公司股权被冻结。2018年7月三胞集团5580万元资管计划逾期，突显出公司流动性紧张状况。三胞集团持有

2 家上市公司的股权质押比例较高，因此当公司发生债务纠纷后不久，公司持有的上市公司股权被悉数冻结。

省政府牵头成立债务委员会，但公司所获得的实际外部支持力度存疑。2018 年 9 月 5 日，江苏省政府牵头成立三胞集团债务委员会，成员包括江苏省与南京市两级政府、主管部门与三胞集团债权人。但由于三胞集团存续债务规模高、短期偿债压力大，公司债务处置主要以展期为主，并未获得直接的外部支持。2018 年 11 月，上市子公司宏图高科在中期票据到期时单方面宣布展期，从而构成三胞集团合并范围内首支债券违约。

图表 10. 三胞集团评级调整历史

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	评级日期
鹏元	AA	稳定	首次	2011-05-19
	AA	稳定	维持	2018-06-20
	AA-	负面	级别下调	2018-07-25
	A	负面	级别下调	2018-09-06
	BB	负面	级别下调	2018-12-13
	C	稳定	级别下调	2019-03-19
中诚信证评	AA	稳定	首次	2016-06-22
	AA	稳定	维持	2018-06-27
	AA-	观察名单	级别下调	2018-07-20
	A	观察名单	级别下调	2018-08-31
	BBB-	观察名单	级别下调	2018-11-29
	CC	观察名单	级别下调	2019-03-19
中诚信国际	AA	稳定	首次	2017-09-11
	AA-	观察名单	级别下调	2018-07-26
	A	观察名单	级别下调	2018-09-03

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（六）天翔环境

➤ 违约事件概况

3 月 24 日，成都天翔环境股份有限公司（简称“天翔环境”）所发行的私募公司债“16 天翔 01”到期兑付违约，公司无其他债券存续。

图表 11. 天翔环境待偿付债券情况

债券简称	债券类型	起息日	偿付日期	待偿付余额 (亿元)	票面利率 (%)	备注
16 天翔 01	私募公司债	2016-03-24	2019-03-24（到期日）	2.00	6.50	每年回售 1 次，前 2 次回售日未回售

资料来源：Wind，新世纪评级整理

➤ 发行人基本信用情况

创业板上市公司，2016 年进入环保行业后业务规模大幅扩张。天翔环境原名成都天保重型装备股份有限公司，2014 年 1 月公司股票在创业板上市发行

(300362.SZ)。公司自成立以来实际控制人为控股股东邓亲华。2016 年 1 月，天翔环境通过美国圣骑士公司进入综合环保服务领域，并在转型进入环保行业后积极推进海外并购，业务规模大幅扩张，但另一方面公司经营获现能力较弱，同时也形成较大的资金占用。

2018 年以来融资渠道受限，多笔债务逾期，盈利状况大幅下滑。2018 年以来天翔环境融资能力受市场环境的影响大幅下滑，现金流状况恶化并出现多笔债务逾期。截至 2018 年 10 月 8 日公司逾期债务规模 3.81 亿元，占经审计后净资产规模的 21.09%；2019 年 3 月 2 日进一步增加至 16.33 亿元。在流动性压力下，公司环保项目难以按时交付导致订单减少，业绩大幅下滑；同时公司无法继续履行经营合同，对应收账款、存货、特许经营权等资产计提减值准备。根据公司业绩预告，2018 年公司预计亏损约 15 亿元。

信用评级方面，在 2011 年公司作为“11 成都 SMECN1”联合发行人之一发行中小企业集合票据，大公曾给予公司 BBB 级的主体信用评级，展望稳定，此后截至债券存续期末进行调整；2016 年 11 月联合信用曾给予公司 AA-级的主体评级，展望稳定，此后公司未披露跟踪评级情况。

二、信用风险事件

（一）中信国安集团非标债务违约

3 月 18 日，由于债权投资计划付息违约，联合资信将中信国安集团有限公司（简称“中信国安集团”）主体信用等级由 AA+级下调至 AA-级，并列入评级观察名单。

中信国安集团前身成立于 1987 年，2014 年公司完成混改。中国中信集团有限公司对公司持股比例 20.945%，但由于公司股东较多且股权结构较为分散，公司无控股股东，同时也无实际控制人。作为多元控股集团，中信国安集团下辖 4 家上市公司，分别为中信国安（000839.SZ）、白银有色（601212.SH）、中葡股份（600084.SH）与国安国际（0143.HK）。2018 年末以来中信国安集团出现债务偿付危机后，公司所持有的上市公司股份已几乎被全部冻结。截至目前中信国安集团待偿付债券共 8 支，余额共 150 亿元。

（二）刚泰控股私募公司债延期偿付

3 月 25 日，甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司（简称“刚泰控股”）与投资者达成协议，私募公司债“16 刚泰 02”延期至不晚于 11 月 25 日兑付到期本息。“16 刚泰 02”待偿付余额 4.6 亿元，票面利率 8%。此外公司另一支公司债

券“17 刚股 01”（发行规模 5 亿元、票面利率 7.2%）将于 2019 年 11 月付息，2020 年 11 月面临回售。

刚泰控股成立于 1992 年，1993 年公司股票上市发行（600687.SH），2008 年刚泰集团有限公司（简称“刚泰集团”）成为公司控股股东。2018 年以来刚泰集团出现流动性危机，并于 2018 年 9 月发生债券违约。受控股股东债务危机影响，刚泰控股流动性状况相应出现恶化，同时盈利状况亦出现下滑。公司曾于 2018 年 12 月计划通过出售转让所持有股权的方式应对债务偿付压力。

新世纪评级版权所有

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、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本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。