

债券市场违约与信用风险事件报告（2019 年 5 月）

信息研究部 武博夫 赵家楠

摘要:

2019 年 5 月债券市场仅金洲慈航 1 家发行人首次发生违约。除债券违约外，天房集团信托计划违约，青投集团披露债务逾期情况，大富配天可交换债“16 配投 01”延期兑付。

一、违约事件

2019 年 5 月债券市场仅金洲慈航 1 家发行人首次发生违约，该公司待偿付债券共 1 支，余额 5.2 亿元。值得注意的是，虽然按照 Wind 行业分类中金洲慈航为“服装、服饰与奢侈品”行业，但公司经营重心与主要利润来源为融资租赁业务，因此也成为融资租赁行业内首家发生债券违约的企业。

图表 1. 2019 年 5 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
金洲慈航集团股份有限公司	2019-05-15	1 支，5.2 亿元	黑龙江	服装、服饰与奢侈品	民营企业	金洲慈航 000587.SZ	延期回售后违约

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）金洲慈航

➤ 违约事件概况

5 月 15 日，金洲慈航集团股份有限公司（简称“金洲慈航”）公司债券“17 金洲 01”发生违约，发行人未能根据约定偿付回售与利息资金。“17 金洲 01”发行规模 5.2 亿元，发行期限 3 年附带第 2 年末回售与调整票面利率条款。“17 金洲 01”应于 2019 年 4 月 5 日回售，根据回售申报结果该公司债券 100%的持有人选择回售。在发行人与投资者协商之后，82.87%的投资者撤回了回售申请，同时回售日期后延至 5 月 15 日，但发行人仍发生实质性违约。

图表 2. 金洲慈航待偿付债券情况

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 金洲 01	公司债	2017-04-05	2019-04-05 （回售日）	5.20	6.90/回售前 9.00/回售后	回售延期后违约

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，主要业务涉及黄金珠宝加工、融资租赁。金洲慈航集团股份有限公司（简称“金洲慈航”）前身为 1996 年成立的深交所上市公司光明集团家具股份有限公司（简称“光明家具”）。2011 年深圳前海九五企业集团有限公司（简称“九五集团”）通过反向收购成为光明家具控股股东，同时光明家具更名为金叶珠宝股份有限公司，经营范围转为黄金珠宝加工等业务。2015 年公司收购丰汇租赁有限公司（简称“丰汇租赁”）后涉足融资租赁、委托贷款等金融业务并更为现名，此后金融业务成为公司主要利润来源。公司实际控制人朱要文通过九五集团对公司持股比例为 9.40%。

黄金加工业务毛利率较低，存在虚增利润的嫌疑；近年来存货账面规模攀升且真实性存疑。金洲慈航黄金业务以黄金类产品批发为主，毛利率较高的来料加工业务规模仅占黄金业务营业收入总额的 2%至 3%左右，整体毛利率长期维持在较低水平。总体来看，公司黄金业务盈利状况较弱，同时可能存在关联交易虚增利润的可能，实际并无相应的经营性现金流入。根据公司在深交所年报问询函回复中所披露信息，公司前五大客户占比较高且存在关联关系的可能。从存货来看，2017 年末公司存货规模由上年的 9.60 亿元大幅攀升至 22.98 亿元，2018 年末进一步增加至 37.36 亿元，主要为以黄金制品为主的库存商品。但由于“表示无法判断公司资产负债表日存货账面记录与实际数量及金额是否一致”，审计机构出具了持保留意见的审计报告，公司存货真实性存疑。

融资租赁业务客户集中度较高，风控能力较弱，多个项目出险，导致坏账损失剧增，经营业绩下滑。2015 年金洲慈航以 59.50 亿元的价格收购丰汇租赁 90%的股权（其中溢价 36.6 亿元形成商誉），此后融资租赁业务成为公司主要的利润来源，占金洲慈航利润总额的比例超过 80%以上。融资租赁业务资金要求较大，对风控水平要求较高，但丰汇租赁融资渠道以非标融资为主且融资成本较高，2017 年以来受资管新规影响融资难度持续攀升；同时丰汇租赁客户集中度较高，其中包括丹东港集团、大连特钢等违约企业，2017 年公司部分客户被列入失信被执行名单，涉及对公司长期应收款 12 亿元，且公司未对其计提坏账损失。2017 年以来丰汇租赁发生多笔逾期及展期项目，其中仅国中医药有限责任公司大额逾期款项便达 8.25 亿元，进一步暴露了公司融资租赁业务的风控问题和客户集中风险。

在债务规模高企和项目风险暴露的双重压力下，2018 年丰汇租赁业发生利息费用 11.91 亿元，计提资产减值损失 19.27 亿元，全年丰汇租赁净亏损 22.33 亿元，导致其母公司金洲慈航净亏损 30.73 亿元。资产减值损失中坏账损失 14.06

亿元，商誉减值 4.98 亿元，同时审计机构因未能获取计提减值相关审计证据，无法判断该资产减值是否合理，出具了保留意见的审计报告。

债务规模攀升，融资受限，可动用货币资金枯竭。公司无法通过资产处置获得流动性，最终出现违约。收购丰汇租赁后金洲慈航由于融资租赁业务资金需求较高，债务规模急剧攀升，2016 年末达到 234.46 亿元，较上年增加 139.07 亿元，此后长期处于高位。随着丰汇租赁经营状况恶化，公司融资渠道也面临收窄，货币资金枯竭，截至 2018 年末公司未使用授信额度仅剩 7.89 亿元，同期货币资金账面余额 16.7 亿元，其中可动用规模仅 1.85 亿元。2018 年末公司已出现债务逾期，同时公司关联交易曝光、管理层变动等负面事件进一步降低了公司的信用状况和融资能力。

为缓解流动性压力，金洲慈航拟转让丰汇租赁部分股权。2018 年 6 月，金洲慈航曾筹划以丰汇租赁部分股权，置入内蒙古庆华集团腾格里精细化工有限公司 100% 股权的等值部分，但这一资产置入最终终止。2019 年 2 月，金洲慈航公告称，拟将丰汇租赁股权转让给深圳深德泰资产管理有限公司，但截至公司发生违约前该重组始终未能获得实质性进展。

图表 3. 金洲慈航评级调整历史

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	2017-02-27
	AA	负面	展望调整负面	2017-06-28
	AA-	稳定	级别下调	2018-06-26
	A		级别下调	2019-03-11
	BB	负面	级别下调	2019-04-26
	C	/	级别下调	2019-05-17

资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 4. 丰汇租赁评级调整历史

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	2015-07-24
	AA	稳定	级别上调	2016-03-13
	AA	稳定	维持	2017-06-22
	AA	/	列入观察名单	2017-07-19
	AA	/	移出观察名单	2017-08-30
	AA-	/	评级下调	2018-06-25

资料来源：Wind，新世纪评级整理

二、信用风险事件

（一）天房集团子公司信托计划违约

➤ 信用风险事件概况

5月16日，天津房地产集团有限公司（简称“天房集团”）全资子公司天津天房投资有限公司（简称“天房投资”）所发行的信托计划“慧盈5号-天津天房集团集合资金信托计划”发生违约。该信托计划于2018年4月发行，发行本金规模1.25亿元，天房集团提供连带责任保证担保。根据发行条款，该信托计划应于2019年4月17日到期兑付，融资人与担保人向投资者申请延期至5月16日偿付，但仍发生违约。2018年天房集团已出现过信托计划违约风波，但最终按期偿付。

➤ 天房集团基本信用情况

天房集团为天津市属国有企业，1998年改制为有限责任公司，天津市国资委作为实际控制人对公司持股比例为100%。公司主要从事房地产开发、商品房销售、工程施工等业务，其中房地产开发业务经营主体为上市子公司天津市房地产发展（集团）股份有限公司（简称“天房发展”，600322.SH），经营区域范围集中于天津市。

作为天津市属国有房地产企业，天房集团在土地市场表现突出，土地储备较为充分，但同时公司经营能力弱，2016年、2017年公司分别净亏损3.98亿元、22.06亿元，形成鲜明对比。与盈利状况不佳相伴的是公司债务规模与杠杆水平长期处于极高水平，截至2018年6月末刚性债务总额为1214.52亿元，占负债总额的61.54%；资产负债率97.36%。2018年以来伴随资管新规出台后非标融资环境收紧，公司面临极大的债务滚动压力，出现多笔逾期。2018年12月公司因未能按时出具年报收到天津市证监局出具的警示函。公司作为天津市国资委直属企业，融资渠道较为畅通，但由于债务规模过高且自身信用资质较弱，导致公司融资能力边际弱化，在资金市场环境发生变化时出现较大债务偿付困境。目前，天房集团的上市子公司天房发展计划参与混合所有制改革，以提高经营效率、降低债务负担。

图表 5. 天房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
境内一般债券:						
16 天房 04	私募公司债	2016-09-07	2019-09-09 (回售日)	20.00	5.40	
16 天房 01	私募公司债	2016-02-01	2020-02-01 (回售日)	10.96	7.70	
16 天房 02	私募公司债	2016-03-15	2020-03-16 (回售日)	62.55	7.70	
16 天房 03	私募公司债	2016-04-26	2020-04-26 (回售日)	7.00	7.70	
15 天房 PPN001	定向工具	2015-09-17	2020-09-21 (到期日)	31.50	5.95	
境内资产支持证券:						
18 天房 1A	证监会 ABS	2018-04-17	2021-04-16	7.00	6.70	
18 天房 1B	证监会 ABS	2018-04-17	2021-04-16	5.60	8.70	
18 天房 1C	证监会 ABS	2018-04-17	2023-04-16	1.40	0	
境外债券:						
天房集团 4.5% B2020	港交所公司债	2017-09-29	2020-09-29	USD1.00	4.50	

资料来源: Wind, 新世纪评级整理

(二) 青投集团披露债务逾期

➤ 信用风险事件概况

5 月 22 日, 青海省投资集团有限公司 (简称“青投集团”) 在年报中披露, 截至 2018 年末公司累计逾期债务规模已达 28.10 亿元。

此前, 青投集团在 2019 年 2 月曾有 2 支债券延期偿付, 分别为 1 支境外美元债 (延期付息, 付息日 2 月 22 日, 应偿付利息资金 1087.5 万美元) 和 1 支定向工具 “18 青投 PPN001” (发行规模 0.2 亿元, 票面利率 7%, 到期偿付日 2 月 24 日)。截至目前青投集团有待偿付境内债券 2 支, 余额共 10.08 亿元; 待偿付境外债券 3 支, 余额共 8.5 亿美元。

图表 6. 青海省投待偿付债券情况

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
境内债券						
17 青投债	私募公司债	2017-12-20	2020-12-20 (回售日)	10.00	7.20	未进入回售期
12 青投债	企业债	2012-10-08	2022-10-08 (到期日)	0.08	7.08	已大部分回售
境外债券						
青投集团 7.25% B2020	港交所美元债	2017-02-22	2020-02-22	\$3.00	7.25	每年付息 2 次
青投集团 6.4% N2021	新加坡证券交易 所美元债	2017-07-10	2021-07-10	\$3.00	6.40	每年付息 2 次
青投集团 7.785% B2021	港交所美元债美 元债	2018-03-22	2021-03-22	\$2.50	7.785	每年付息 2 次

资料来源: Wind, 新世纪评级整理

➤ 发行人基本信用情况

青海省级地方国企，主要从事铝加工行业。青投集团成立于 1993 年，主要从事电解铝、铝材加工和电力等业务，实际控制人为青海省国资委。公司下辖上市子公司青海金瑞矿业发展股份有限公司（金瑞矿业，600714.SH）。

盈利能力弱，在建项目资金压力大，债务负债沉重。青投集团电解铝、铝材加工等业务为典型产能过剩行业，行业整体毛利率水平相对较低。2012~2015 年，由于受行业整体景气度下滑的影响，公司盈利状况出现恶化，2015 年扣非后净利润出现大额亏损；2016 年以来，改善受益于供给侧改革的持续推进盈利状况有所改善，但由于债务负担过重，财务费用对利润形成较大侵蚀，2015~2017 年公司利润总额仅分别为 0.77 亿元、1.60 亿元和 1.62 亿元。2018 年公司财务费用大幅攀升至为 10.48 亿元（其中利息支出 6.52 亿元、汇兑损失 3.94 亿元），导致当年出现巨额亏损。

➤ 信用评级情况

2019 年 2 月 25 日，标普在公司延期付息之后将公司的长期信用评级下调至 CCC+级并继续列入评级观察名单，但同时标普也在评级调整公告中表示，由于标普认为公司可以在该延期偿付事件发生的 5 个工作日之内完成偿付，所以标普并不认为青海省投集团违约。

图表 7. 青海省投评级调整历史

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	评级日期
联合资信	AA-	稳定	首次	2010-09-25
	AA-	稳定	维持	2013-06-28
	AA	稳定	级别上调	2013-11-15
	AA	稳定	维持	2014-12-16
	AA	负面	展望负面	2015-06-09
	AA	负面	维持	2016-07-27
	/	/	撤销	2016-08-27
鹏元	AA	稳定	首次	2012-03-21
	AA	稳定	维持	2018-06-25
大公	AA	稳定	首次	2014-08-14
	AA	稳定	维持	2017-07-25
	/	/	撤销	2018-04-03
S&P	BB-	Stable	首次	2017-02-07
	BB-	CreditWatch	列入观察名单	2018-06-21
	B+	CreditWatchNeg	级别下调	2018-09-06
	B+	Stalbe	撤出观察名单	2018-12-13
	CCC+	CreditWatchNeg	级别下调	2019-02-26
	CCC+	CreditWatchNeg	维持	2019-02-28

资料来源：Wind，CapitalIQ，新世纪评级整理

（三）大富配天可交换债“16 配投 01”延期兑付

➤ 信用风险事件概况

5 月 30 日，深圳市大富配天投资有限公司（简称“大富配天”）在与投资者达成一致后，其可交换债“16 配投 01”申请延期至 2019 年 6 月 30 日偿付。

➤ 发行人基本信用情况

大富配天为创业板上市公司深圳市大富科技股份有限公司（简称“大富科技”，股票代码 300134.SZ）的母公司，后者为大富配天核心子公司，2018 年其资产总额占配天的 87%，营业收入占比超过 95%。大富科技主要从事射频产品、智能终端结构件等产品的研制、生产与销售工作，2017 年以来大富科技经营业务出现大幅下滑，2017 年营业收入同比下滑 26.09%，净亏损 5.24 亿元；2018 年随着公司 5G 产品逐渐投入生产和销售，公司营业收入同比小幅增长 2.37%，但依然处于净亏损状态。

受核心子公司经营业绩下滑影响，大富配天陷入债务危机。虽然大富配天并未披露详细的财务情况，但根据公司财务报表显示，截至 2018 年末公司刚性债务全部集中于短期，主要为短期借款 16.73 亿元和一年内到期的非流动负债 15.72 亿元，短期偿债压力极大，同时也反映了公司已丧失融资能力。2018 年大富配天被出具带强调事项的审计报告。目前大富配天持有的大富科技股权已全部被司法冻结。

图表 8. 大富配天待偿付债券情况

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 配投 01	可交换债	2016-05-30	2019-05-30（到期日）	4.54	8.00	
16 配投 02	可交换债	2016-08-12	2019-08-12（到期日）	2.03	8.00	
16 配投 03	可交换债	2016-07-14	2019-07-14（到期日）	8.14	8.00	

资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 9. 大富配天评级调整历史

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	2015-12-03
	AA-	稳定	维持	2017-06-26
	BBB	观察名单	级别下调	2018-06-26
	B	观察名单	级别下调	2018-07-25
	CCC	负面	级别下调	2019-04-19

资料来源：Wind，新世纪评级整理

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。