

债券市场级别调整与信用风险事件月度分析报告（2017年3~4月）

研发部/武博夫 王衡 杜永康

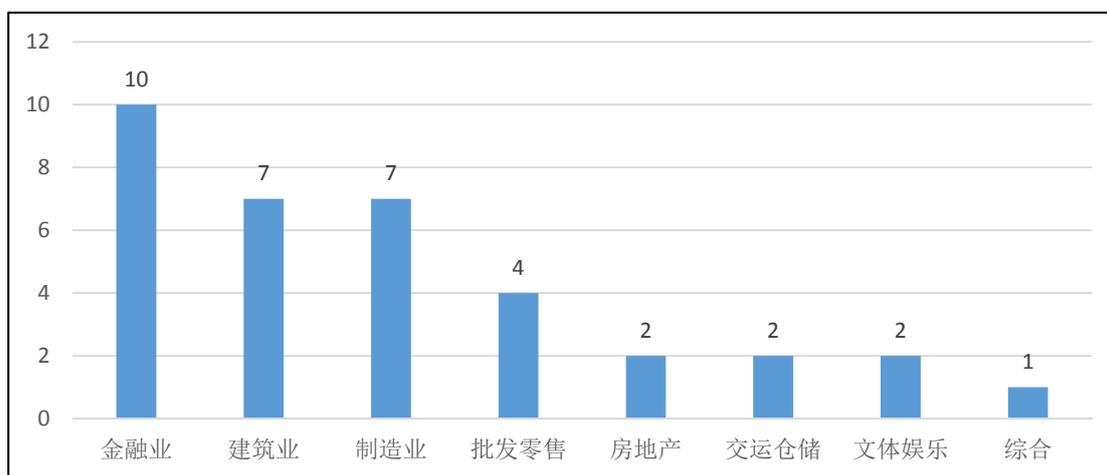
2017年3~4月，伴随债券发行人年报陆续披露，信用级别调整频率开始进入季节性高峰期。级别调整方面，3~4月债券市场级别调整以正面调整为主，共有35家发行人级别上调，1家展望调整正面，8家发行人展望由负面回调稳定；9家发行人级别下调。信用风险事件方面，则以已充分暴露风险的过往存量事件为主，债券市场信用风险状况整体保持平稳。3~4月债券市场共有5家发行人发生违约，除华盛江泉为首次违约企业外，其他违约发行人均为已发生违约案例，分别为中城建、珠海中富、东北特钢与春和集团。

一、级别调整情况

1. 正面调整

2017年3~4月，各评级机构级别调整以正面调整为主。在全部44家正面调整发行人中，共有35家发行人被上调主体信用级别，另有8家展望回调稳定。从行业分布来看，3~4月级别上调发行人集中于金融业、制造业与建筑业。

图表 1. 2017年3~4月级别上调发行人行业分布



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从本年累计正面调整情况来看，2017年1~4月债券市场共有50家发行人被上调主体信用级别，较上年减少29家；展望上调正面发行人共2家，与上年持平。同时，发行人级别展望由负面回调为稳定的数量有明显增加，1~4月共有14家，较上年增加8家，行业分布涉及城投、钢铁、房地产与煤炭开采等。

图表 2. 2017 年 3~4 月展望由负面调整为稳定的发行人

评级机构	主体级别	评级机构	调整日期	上次评级日期	行业
淮北矿业股份有限公司	AA+	大公	2017-03-02	2016-07-05	能源
福建省轻纺(控股)有限责任公司	AA-	大公	2017-03-02	2016-07-28	工业
马鞍山钢铁股份有限公司	AA+	中诚信国际	2017-03-07	2016-06-28	材料
绵阳市投资控股(集团)有限公司	AA	联合资信	2017-03-27	2016-07-25	工业
淮南市城市建设投资有限责任公司	AA	大公	2017-04-01	2016-06-27	工业
新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司	AA	新世纪	2017-04-07	2016-10-17	工业
安阳钢铁股份有限公司	AA-	中诚信证评	2017-04-14	2016-05-27	材料
中华企业股份有限公司	AA	中诚信国际	2017-04-20	2016-06-17	房地产

资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

2. 负面调整

2017 年 3~4 月各评级机构负面调整皆为级别下调, 共有 9 家发行人被下调主体信用级别, 其中华盛江泉、珠海中富于本月发生违约, 级别分别由 BB 级、CC 级下调至 C 级。其余 7 家不涉及违约事件, 但有 3 家下调至投机级, 分别为英利中国、弘昌燃汽与霍煤集团, 其中英利中国截至 4 月末已无债券存续。此外, 翔鹭石化被下调至 A-级; 沈阳机床、敦煌种业被下调至 A+级; 五洋集团被下调至 AA-级。

从行业分布来看, 级别下调发行人主要集中于钢铁、新能源、重型机械、煤炭开采与化工等行业; 从所有制结构上看, 除沈阳机床、霍煤集团与敦煌种业为地方国有企业外, 其他级别下调发行人皆为民营企业。

图表 3. 2017 年 3~4 月级别下调的发行人

发行人	评级机构	最新级别	最新展望	调整时间	原级别	原展望	行业	调整因素
华盛江泉集团有限公司	鹏元	C	稳定	2017-03-13	BB	负面	综合	钢铁业务 2015 年因环保整治停产, 复产后难以维持产能; 巨额亏损; “12 江泉债”无法按时足额完成回售。
珠海中富实业股份有限公司	中诚信国际	C	—	2017-03-14	CC	负面	制造业	2015 年以来公司业绩大幅下滑, 2016 年净利润大规模预亏; 资产负债率率较高, 流动性压力大; “12 珠中富 MTN1”本息兑付存在不确定性
英利能源(中国)有限公司	中诚信国际	CCC	—	2017-04-01	B	—	制造业	2016 年下半年营业收入环比大幅下降, 未来行业需求不及预期; 运营资金缺口大, 产能利用率低; 资产负债率极高, 短期债务规模大, 同时货币资金余额较小, 面临极大的流动性压力; 债务重组与战略投资者计划安排短期内难以落实
沈阳机床(集团)有限责任公司	中诚信国际	A+	—	2017-04-07	AA-	负面	制造业	上市公司昆明机床涉嫌财务违规, 已被证监会调查, 存在退市风险; 上市公司沈阳机床业绩大幅预亏; 即期偿债压力较大
信阳市弘昌管道燃气工程有	鹏元	BB	负面	2017-04-12	BBB+	负面	电力、热力、燃气	公司已发生债务欠息, 多次被列入失信被执行名单; 抵押林业资产集中变现能

发行人	评级机构	最新级别	最新展望	调整时间	原级别	原展望	行业	调整因素
限责任公司							及水生产和供应业	力较差；外部支持有效性存疑
内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司	鹏元	CC	负面	2017-04-14	BB	负面	采矿业	债券本金延期兑付
翔鹭石化股份有限公司	联合资信	A-	负面	2017-04-14	A+	负面	制造业	业务停产，且复产时间仍不明朗，财务压力有所加大，公司整体抗风险能力持续减弱
甘肃省敦煌种业股份有限公司	大公	A+	稳定	2017-04-21	AA-	负面	农林牧渔	自有品种竞争能力不强，合资公司敦种先锋亏损加大，短期内盈利能力难以改善，面临一定的短期债务偿还压力
五洋建设集团股份有限公司	大公	AA-	负面	2017-04-24	AA	稳定	建筑业	应收工程款规模扩大、回款周期延长；货币资金持续较大幅度降低，资金流动性较弱；募集资金使用管理不规范，存在较大管理及财务风险；外部融资受限；存在一定代偿风险；存在资金流出风险

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

二、违约事件

2017年3~4月，债券市场共有5家发行人发生违约，共涉及5支债券，其中江泉集团所发企业债券“12江泉债”为回售行权违约，并于3月22日足额兑付回售资金；其他4家皆为已发生违约案例。整体来看，2017年以来债券市场整体市场环境面临收紧，债券取消发行数量较多，但在信用风险状况与信用风险事件方面仍保持较大的可预期性。另一方面，考虑到目前金融去杠杆压力下部分企业融资成本与再融资压力上升，未来不排除部分信用质量较差的企业发生非预期性违约事件的可能。

图表 4. 2017 年 3~4 月债券市场违约事件情况

发行人	本月违约债项	债券类型	违约日期	违约规模(亿元)	截至月末存续债券	备注
中国城市建设控股集团有限公司	16中城建MTN001	中期票据	2017-03-01	0.7146	14中城建PPN002 12中城建MTN1 14中城建PPN003 12中城建MTN2 14中城建PPN004 15中城建MTN001 15中城建MTN002 16中城建MTN001	付息违约
华盛江泉集团有限公司	12江泉债	企业债	2017-03-13	1.77 ¹	12江泉债 13江泉债	本金回售违约，于3月22日逾期兑付回售资金

¹公司未披露该企业债券在银行间市场的回售情况，1.77亿元为交易所市场的回售规模。

发行人	本月违约债项	债券类型	违约日期	违约规模 (亿元)	截至月末存续债券	备注
珠海中富实业股份有限公司	12 珠中富 MTN1	中期票据	2017-03-28	5.90+0.39	无	本息到期兑付违约，于4月18日偿还利息3894万元，本金仍未兑付
东北特殊钢集团有限责任公司	13 东特钢 MTN2	中期票据	2017-04-12	0.45	15 东特钢 PPN002 13 东特钢 MTN1 13 东特钢 MTN2	付息违约
春和集团有限公司	12 春和债	企业债	2017-04-24	0.42	12 春和债	付息违约

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

1. 华盛江泉

3月13日，华盛江泉集团有限公司（简称“华盛江泉”）所发行的企业债券“12 江泉债”应按约定付息并部分回售，但华盛江泉仅完成利息兑付，未能按时拨付回售资金，造成违约²。3月21日，公司公告称，公司已备妥回售资金，并将于3月22日向投资者派发。

4月12日，华盛江泉发布了关于更换审计机构的公告，审计机构由山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）更改为中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）。4月27日，公司发布了《关于延期披露2016年年度报告的公告》。目前公司最新披露经营与财务数据截止至2016年上半年。根据公司1月23日发布的业绩预亏公告，公司所发行企业债券“12 江泉债”、“13 江泉债”面临暂停交易风险。

2. 珠海中富

图表 1. 珠海中富主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额[亿元]	59.43	45.54	37.20	26.17
刚性债务[亿元]	28.82	28.34	20.87	14.11
所有者权益[亿元]	26.64	11.22	11.28	4.70
营业收入[亿元]	31.14	27.96	23.71	16.20
净利润[亿元]	-2.04	-11.87	0.38	-5.88
经营性现金净流入量[亿元]	6.23	3.03	5.95	2.60
EBITDA（反推法）[亿元]	3.94	-6.04	4.88	-2.12
资产负债率[%]	55.18	75.35	69.67	82.06
所有者权益与刚性债务比率[%]	92.43	39.60	54.06	33.28
流动比率[倍]	1.35	1.09	0.60	0.34
现金比率[倍]	0.72	0.50	0.24	0.05
利息保障倍数[倍]	0.18	-4.79	1.35	-3.67

²对公司该次回售违约的具体分析可以参考新世纪评级信用违约案例分析之《“12 江泉债”回售违约点评》。

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年
净资产收益率[%]	-8.18	-69.47	3.81	-74.97
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.19	0.09	0.23	0.12
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.45	1.02	23.61	4.67
EBITDA/利息支出[倍]	2.07	-3.03	2.91	-1.73
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	-0.21	0.23	-0.15

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

信用风险事件

在公司债券“12中富01”发生违约的两年之后，珠海中富实业股份有限公司（简称“珠海中富”）存续债券“12珠中富MTN1”于到期日3月28日违约。该中期票据发行总额为5.9亿元，票面利率6.6%，由珠海中富母公司深圳市捷安德实业有限公司（简称“捷安德实业”）提供担保。此前，珠海中富已于3月10日、3月24日发布风险提示公告。

发行人信用状况

珠海中富前身为珠海市香洲区中富瓶厂，1990年改制为股份公司并于1996年12月在深交所上市发行。公司主营饮料包装制品和饮料加工业务，主要产品为碳酸饮料、热灌装饮料、饮用水和啤酒包装用PET瓶、PET瓶胚、标签、外包装薄膜、胶罐和纸杯等。2013年以来，由于饮料消费结构多元化导致碳酸饮料产量增速明显放缓，公司主要客户外部需求减弱，导致公司营业收入下降。公司客户比较集中，2014年、2015年公司前5大客户的销售额占年度总销售额的比例分别是29.15%、29.09%。虽然公司积极拓展新增客户，但整体来看客户结构调整仍未及预期。

在饮料行业竞争加剧、运行成本上升的背景下，公司经营战略未及时做出调整，仍在继续扩大规模，最终投资收益大幅下降，再加上对子公司股权的收购进一步使公司流动性紧张。2010年公司非公开发行股票募集资金净额4.69亿元，主要用于瓶胚线、吹瓶线及灌装线扩建项目，生产规模虽然有了进一步的扩大。但由于市场情况不佳，多个项目销量未达预期，实际实现效益较预期大幅下降，其中福州嘉富包装有限公司2012年亏损733.18万，大幅低于预计效益。

2013年珠海中富与Bererage Packaging Investment Limited（简称“BPIL”）签订协议，拟以5.90亿元收购BPIL持有的珠海中富控股的子(孙)公司全部股权，后续经公司上交定金以及BPI自愿进行补偿，公司仍有3540.37万美元及逾期付款利息损失未结清，2017年1月4日珠海中富收到华南国际经济贸易仲裁委员会仲裁裁决书，要求限期45天履行支付。2017年4月6日，珠海中富公告称已将1.6亿元资金存入偿债专户，并将加快筹集资金，尽快全部清偿“12珠中富

MTN1”本息。另外公司就与 BPIL 的股权纠纷仲裁签署《和解协议》，同意向 BPIL 支付等值于人民币 1.5 亿美元作为和解金。

从财务状况来看，在珠海中富营业收入持续萎缩的同时，公司管理费用与财务费用居高不下，对公司营业利润形成了较大的侵蚀。2014~2016 年，公司营业收入分别为 23.71 亿元、18.75 亿元与 16.20 亿元，期间费用分别为 4.45 亿元、3.87 亿元与 4.90 亿元，此外由于 2016 年公司收缩经营规模、关停生产线，当年计提资产减值损失 2.88 亿元。2014~2016 年，公司净利润分别为-11.87 亿元、0.38 亿元与-5.88 亿元。

从现金流的角度，珠海中富经营性现金流保持净流入状态，但受经营情况影响近年来净流入额呈下降趋势，同时投资性现金流与筹资性现金流陷入枯竭。从债务负担的角度来看，伴随公司业务规模的萎缩，2016 年公司负债规模与刚性债务规模均较上年有大幅下降，但短期偿债压力急剧增加。从期限结构的角度，由于在“12 中富 01”发生违约之后外部融资渠道匮乏，负债期限结构集中于短期，导致资产与负债在期限结构上发生错配。截至 2016 年末，公司刚性债务规模为 14.11 亿元，其中短期借款为 7.62 亿元，包括 5.93 亿元的银团借款与 1.44 亿元的抵押借款；一年内到期的非流动负债 5.89 亿元，为“12 珠中富 MTN1”应付账面余额。

级别调整历史与债券存续情况

在“12 珠中富 MTN1”到期违约之后，珠海中富已无其他债券存续。从评级历史来看，中诚信国际、中诚信证评曾先后给予公司 AA 级主体信用级别，此后经过多次下调。在“12 中富 01”发生违约后，中诚信国际、中诚信证评分别给予公司主体信用级别 CC 级。

图表 1. 珠海中富信用级别历史情况

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	发布日期
中诚信国际	AA	稳定	首次	2011-12-26
中诚信证评	AA	稳定	首次	2012-05-20
中诚信证评	AA-	稳定	调低	2013-06-26
中诚信国际	AA-	稳定	调低	2013-07-25
中诚信证评	A+	稳定	调低	2014-06-25
中诚信国际	A+	—	调低	2014-07-22
中诚信国际	A	—	调低	2015-05-05
中诚信国际	BB	—	调低	2015-05-22
中诚信证评	BB	—	调低	2015-05-22
中诚信国际	CC	—	调低	2015-05-26
中诚信证评	CC	—	调低	2015-05-26
中诚信国际	C	—	调低	2017-03-14

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

三、其他信用风险事件

1. 弘昌燃气

图表 1. 弘昌燃气主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年上半年
资产总额[亿元]	60.12	67.42	71.78	70.44
刚性债务[亿元]	23.50	23.14	22.01	20.56
所有者权益[亿元]	24.39	34.59	36.70	37.55
营业收入[亿元]	4.04	4.94	5.50	2.13
净利润[亿元]	1.49	2.69	2.10	0.85
经营性现金净流入量[亿元]	5.76	5.89	6.04	1.64
EBITDA（反推法）[亿元]	2.40	3.96	2.53	—
资产负债率[%]	59.43	48.69	48.87	46.69
所有者权益与刚性债务比率[%]	103.79	149.5	166.76	182.64
流动比率[倍]	2.45	2.88	3.44	4.67
现金比率[%倍]	0.06	0.08	0.09	0.07
利息保障倍数[倍]	—	9.95	—	—
净资产收益率[%]	6.5	8.87	5.66	2.34
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.16	0.18	0.17	0.05
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-33.55	1.71	-8.65	2.91
EBITDA/利息支出[倍]	2.6	4.01	2.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.17	0.11	—

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

信用风险事件

“13 弘昌燃气债”是信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司（简称“弘昌燃气”）于 2013 年 6 月 20 日发行的 7 年期企业债，债券余额为 7 亿元，附第 4 年末即 2017 年 6 月 20 日投资者回售选择权，河南信阳毛尖集团有限公司（简称“毛尖集团”）以其拥有的 5 万亩林地使用权及林木资产为本期债券提供抵押担保。从信用级别来看，发行时鹏元评定该公司主体等级为 AA-级，本期债券为 AA 级，此后多次对级别进行下调。2017 年 4 月 12 日，鹏元将公司主体级别由 BBB+级进一步下调至 BB 级，债项评级 BB+级，评级展望负面。

发行人信用状况

弘昌燃气为民营企业，母公司信阳弘昌房地产开发有限责任公司（简称“弘昌地产”），公司治理结构较复杂。根据公开信息披露，截至 2016 年 6 月末，公司实际控制人为陈四强；2016 年 8 月，弘昌地产母公司信阳市杉杉木业制品有限责任公司（简称“杉杉木业”）发生股权变更，公司实际控制人也随之发生变动。

弘昌燃气主要从事信阳市城市燃气管道建设和燃气供应业务，营业收入主要来源于天然气销售和管道安装。2015 年公司营业收入共计 5.50 亿元，其中天然气销售收入为 3.28 亿元。整体来看，公司净利润保持稳定，但规模相对较小。2013 年以来，公司启动多项工程建设投资，资本性支出长期维持在较高水平。根据公司 2015 年年报披露显示，截至 2015 年末公司在建工程余额 34.49 亿元，占公司资产总额的 48.05%，其中资本化利息金额 1.81 亿元。伴随资本性支出的增加，公司刚性债务规模自 2013 年以来大幅增加，此后长期维持高位。2013~2015 年末与 2016 年 6 月末，公司刚性债务分别为 23.50 亿元、23.14 亿元、22.01 亿元与 20.56 亿元，占负债总额的 65.77%、70.48%、62.74%与 62.51%。公司利润规模较小，债务覆盖能力较差。2013~2015 年末公司 EBTIDA/利息支出分别为 2.60 倍、4.01 倍与 2.71 倍，呈现出较大波动。

从资金平衡的角度，弘昌燃气货币资金存量余额持续处于低位，融资能力又偏弱，较易出现资金周转紧张情况。2013~2015 年，经营活动实现的现金净流入量分别为 5.76 亿元、5.89 亿元和 6.04 亿元，而相应货币资金余额分别仅为 0.66 亿元、0.70 亿元和 0.60 亿元，主要因为公司大量购建固定资产、无形资产和其他长期资产造成投资性现金净流出，与此同时，公司对外筹资能力较差，2016 上半年筹资活动现金流量净额为-1.13 亿元。在债务压力与流动性压力之下，公司资金周转面临较大困难，出现债务逾期与违约。根据人民银行征信报告（截至 2016 年 8 月 30 日），公司在国家开发银行借款未按期偿还，贷款余额 4918.36 万元，利息 154.65 万元；在中原银行有 4000.00 万元被划分为关注类，另有欠息 56.66 万元。

从外部支持的角度，目前公司部分业务收费权及子公司股权已用于质押，银行授信额度已使用完毕，且发行人涉及多起诉讼事项，已被列入全国法院被执行人名单，受此影响，本期债券专项偿债账户已被司法冻结。在担保人增信方面，本期债券抵押资产集中变现存在不确定性，且担保资金的到位时间及金额同样存在不确定性。河南信阳毛尖集团有限公司以其拥有的 50045 亩林地使用权及林木资产为本期债券提供抵押担保，2016 年 2 月，发行人子公司河南源能企业管理咨询有限公司为本期债券追加了无条件不可撤销的连带责任保证担保，承诺不超过 5 亿元保证金，于 2016 年 3 月 11 日到位 5000 万元，保证金尚有不超过 4.5 亿元缺口。

级别调整历史与债券存续情况

2013 年 4 月，鹏元给予弘昌燃气首次主体信用评级 AA-级，此后分别于 2016 年 7 月与 2017 年 4 月将公司主体信用级别下调至 BBB+级与 BB 级，评级展望负面。除“13 弘昌燃气债”外，公司无存续债券。

图表 2. 弘昌燃气信用级别历史情况

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	发布日期
鹏元	AA-	稳定	首次	2013-04-18
鹏元	BBB+	负面	下调	2016-07-11
鹏元	BB	负面	下调	2017-04-12

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 霍煤集团

图表 3. 霍煤集团主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额[亿元]	88.06	83.99	81.59
刚性债务[亿元]	39.93	45.14	40.69
所有者权益[亿元]	39.63	32.46	30.78
营业收入[亿元]	29.38	24.10	24.27
净利润[亿元]	-5.16	-6.59	-1.70
经营性现金净流入量[亿元]	2.10	0.72	1.90
EBITDA（反推法）[亿元]	-0.92	-2.35	2.60
资产负债率[%]	55.00	61.36	62.27
所有者权益与刚性债务比率[%]	99.24	71.90	75.65
流动比率[倍]	0.68	0.67	0.57
现金比率[%倍]	0.12	0.14	0.09
利息保障倍数[倍]	-1.19	-1.60	0.34
净资产收益率[%]	-11.34	-16.91	-3.61
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.04	0.01	0.04
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.17	-0.87	5.50
EBITDA/利息支出[倍]	-0.40	-0.93	1.02
EBITDA/刚性债务[倍]	-0.02	-0.05	0.06

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

信用风险事件

4月11日，内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司（简称“霍煤集团”）发布《关于“11霍煤债01”及“11霍煤债02”2017年兑付情况的公告》。公告称，经全体持有人同意，根据《“11霍煤债01”（证券代码：1180078）“11霍煤债02”（证券代码：1180079）2017年第一次债券持有人临时会议决议》（下称“决议”），因企业融资未能及时完成的客观原因存在，上述2支企业债券2017年本金分期兑付将延期进行，延期后兑付日2018年4月12日（根据决议设提前偿还条款）。“11霍煤债01”及“11霍煤债02”发行总额共10亿元，期限8年，附带第5年末回售条款，原定兑付日2017年4月12日。

发行人信用状况

霍煤集团位于内蒙古自治区通辽市，内蒙古矿业集团有限责任公司与通辽市国资委分别持有公司股份比例为 70%与 30%。公司是全国 94 家国有重点局矿之一，主要从事碳素产品、铝产品的生产和销售等。公司收入主要来自铝产品和碳素产品，2015 年铝产品和碳素产品占营业收入总额的 98.30%。近年来，伴随行业环境的恶化，公司主营业务受到较大的负面冲击。截至 2015 年末，公司铝扁锭产品全面停产，铝板带产品、电子铝箔产品、精铝产品相继停产，铝产品停产范围扩大；同时由于碳素产品客户集中度高，伴随下游需求骤减，公司碳素业务亏损加剧。公司经营持续亏损，且不断扩大，2014~2016 年霍煤集团净利润分别为 -5.16 亿元、-6.59 亿元与 -1.70 亿元。整体上，公司投资的企业均与煤电铝产业相关，该产业链目前景气度低，公司投资亏损的局面短期内或难以改善。

从债务负担来看，霍煤集团刚性债务主要集中于短期，截至 2016 年末短期刚性债务占比达 67.34%，面临较大的即期偿债压力。公司债务规模总体保持稳定，但 2015 年公司为弥补流动资金不足，增加流动资金借款以及委托贷款，从而导致资产负债率增加，并在 2016 年保持较高水平。2014~2016 年末公司资产负债率分别为 55.00%、61.36%与 62.27%。从现金流来看，近年来公司经营性现金流净额虽呈现净流入状态，但受营运资本大幅减少的影响，净流入规模表现出较大波动，2014~2016 年经营性现金流入净额分别为 2.10 亿元、0.72 亿元与 1.90 亿元。同时，公司投资性现金流净额规模较小、筹资性现金流成净流出状态，公司难以通过自身经营维持资金平衡。

在增信措施方面，2011 年霍煤集团以部分其持有的上市子公司内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司（简称“露天煤业”，股票代码：002128.SZ）股权（3500 万股）、内蒙古霍煤通顺碳素有限责任公司（简称“通顺碳素”）（共计 25544 万股）的股权为“11 霍煤债 01”提供质押担保；2016 年公司又增补多项股权、土地、应收账款、定期存单抵/质押资产为本期债券（“11 霍煤债 01”和“11 霍煤债 02”）提供质押担保，为本期债券提供了一定的保障。公司银行借款以抵质押借款为主，截至 2015 年末公司用于银行借款抵质押的资产占资产总额的比例为 43.45%，未来融资渠道面临进一步的收窄。2016 年公司为本期债券增补资产抵/质押后，资产使用进一步受限，公司增信效力较弱。

级别调整历史与债券存续情况

鹏元在“11 霍煤债 01”发行时对公司出具主体级别 AA 级，“11 霍煤债 01”债券级别 AA+级，展望皆为稳定。在 2014 年的跟踪评级中，鹏元将公司主体级别展望调整负面，此后伴随公司信用状况的恶化，鹏元多次下调公司主体信用等级。2017 年 4 月 14 日，在霍林河煤业发布本金延期兑付公告后，鹏元将公司主体信用等级由 BB 级下调至 CC 级，展望维持负面。此外，2013 年公司发行短期

融资券，新世纪评级给予公司主体信用级别 AA-级，在该期短期融资券存续期内未进行调整。

图表 1. 霍煤集团信用级别历史情况

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	发布日期
鹏元	AA	稳定	首次	2010-10-29
新世纪	AA-	稳定	首次	2013-01-05
鹏元	AA	负面	维持	2014-08-15
鹏元	AA-	稳定	调低	2015-08-10
鹏元	BB	负面	调低	2016-04-10
鹏元	CC	负面	调低	2017-04-14

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

3. 齐星集团托管事件

图表 1. 西王集团主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额[亿元]	315.18	343.07	379.82	477.72
刚性债务[亿元]	124.39	139.83	137.82	243.52
所有者权益[亿元]	121.28	132.68	145.03	166.97
营业收入[亿元]	241.81	267.77	272.59	305.05
净利润[亿元]	5.05	10.24	4.21	3.63
经营性现金净流入量[亿元]	8.87	26.54	13.04	10.29
EBITDA（反推法）[亿元]	19.05	29.38	21.97	24.08
资产负债率[%]	61.52	61.33	61.82	65.05
所有者权益与刚性债务比率[%]	97.51	94.89	105.23	68.57
流动比率[倍]	0.58	0.59	0.71	1.00
现金比率[%倍]	0.16	0.16	0.31	0.45
利息保障倍数[倍]	2.10	2.60	1.73	1.64
净资产收益率[%]	3.27	7.90	2.47	1.51
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.05	0.13	0.06	0.03
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.97	5.01	-2.66	-14.63
EBITDA/利息支出[倍]	2.96	3.69	3.04	2.54
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.21	0.16	0.10

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

信用风险事件

3 月 31 日，由于受齐星集团有限公司（简称“齐星集团”）债务危机导致的担保代偿风险影响，大公将西王集团有限公司（简称“西王集团”）列入评级观察名单。

西王集团与齐星集团皆为山东省邹平县境内民营企业，长期存在互保关系。2017 年 3 月末，根据鲁网财经报道，齐星集团有限公司日前因资金链断裂，大

量银行贷款到期无法偿还，目前齐星集团主营业务已由于缺乏流动性停产。同样根据上述报道，邹平县有关部门已于3月27日组织召开了齐星集团债权人会议，商讨成立齐星集团银行业债委会，并草拟了《齐星集团有限公司银行业债委会合作公约》。鲁网财经称，该委员会涉及债权机构达36家，其中齐星集团信贷敞口合计达71.5691亿元。

作为齐星集团主要互保企业，西王集团于3月29日发布公告称，西王集团对齐星集团提供担保余额共29.073亿元，所有担保已全部追加风险缓释措施，整体风险可控。根据上述公告，在上述担保中有10.275亿元由邹平县供电公司与西王集团作为共同担保人，同时齐星集团已追加子公司股权质押和机器设备、房产、土地等资产抵押，齐星集团亦与西王集团签订反担保合同，包括资产抵押与股权追偿权等。

但是，上述公告仍有多处有待进一步解释：首先，邹平县供电公司是全面所有制企业，并未披露其资产负债规模与经营情况，根据公开信息无法确认其与邹平县下属地方融资平台的关系，作为共同担保人的担保能力存疑。同时，根据西王集团2016年半年报披露，截至2016年6月末西王集团对邹平县供电公司担保余额6.24亿元，因此风险缓释作用有限；其次，齐星集团对其债务追加大量股权质押与资产抵押，但并未明确其中是否存在重复抵质押，同时在目前齐星集团陷入停产的情况下，从公开信息无法确认是否存在资产减值风险，追加抵质押的增信效力有限。

2017年4月14日，滨州市政府牵头召开了关于“齐星集团金融债权人（暨西王集团托管重组）”会议，成立金融机构债权人委员会，以推动地方政府、金融机构与当事企业合力处置风险。会议决定，西王集团在托管过程中只按照基准利率为齐星集团债务垫付利息、发放职工工资及按规定缴纳保险以及支付托管目标的生产经营资金，并明确西王集团“不对齐星集团债务提供额外担保，不会发生代偿行为，不会形成大额资金的流出，不会对公司自身生产经营及现金流产生重大不利影响，不应影响公司整体偿债能力”等“五个不会”的原则。

发行人信用状况

西王集团主要从事玉米深加工、钢铁加工与贸易，其中贸易营业收入规模较大，但公司利润主要来自于玉米深加工与钢铁加工。公司玉米深加工业务营业收入与毛利率较为稳定，钢铁业务则受行业环境影响，近年来波动较大。公司钢铁加工产品包括普钢与特钢，其中普钢产品占营业收入的60%至70%左右，产能与国内大型钢铁厂有较大差距，但在产能利用率与原材料成本方面具有一定的优势。2016年公司营业总收入保持稳步增长，但净利润有所下降，2016年营业收

入为 305.05 亿元，同比增长 11.91%；净利润 3.63 亿元，同比下降 13.77%。

从财务状况来看，西王集团近年来负债规模持续增加，债务负担较重。2016 年末公司负债总额为 310.75 亿元，较上年增加 75.96 亿元。从期限结构来看，公司 2016 年发行中长期债券较多，短期偿债压力有所缓解，但同时也导致刚性债务规模大幅增加。其中刚性债务规模为 243.52 亿元，较上年增加 105.70 亿元。伴随刚性债务的大规模增加，公司盈利对利息的覆盖水平下降，2014~2016 年公司 EBITDA/利息支出分别为 3.69 倍、3.04 倍与 2.54 倍。截至 2016 年末，公司对外担保余额为 37.51 亿元，主要是对齐星集团的担保。

级别调整历史与债券存续情况

截至 2017 年 4 月末，西王集团存量债券本金余额共 177.60 亿元。2010 年 6 月大公给予西王集团首次信用评级 AA-级，并先后于 2011 年 12 月、2015 年 6 月提升至 AA 级、AA+级。2017 年 3 月 31 日，在齐星集团托管事件发生之后，大公将西王集团纳入评级观察名单，截至目前尚未对其级别状况进行更新。

图表 1. 西王集团信用评级历史情况

评级机构	主体级别	评级展望	变动方向	发布日期
大公	AA-	稳定	首次	2010-06-09
大公	AA	稳定	调高	2011-12-28
大公	AA+	稳定	调高	2015-06-30
大公	AA+	观察名单	—	2017-03-31

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理