

中国固定收益证券

债券点评报告

证券研究报告

分析师 胡泽利 S1080511020001
研究助理 周潜 S1080113080031
电话: 0755-23838255
邮件: zhouqian@fsc.com

不必战战兢兢，但也不可掉以轻心**——近期重点风险债券信用面跟踪****摘要:**

- ◆ 今年的信用事件仍在酝酿爆发。私募领域已有 12 东飞 01、12 蓝博 01 和 12 致富债的偿付相继出现问题。而公募领域也并非独善其身，目前 ST 湘鄂债、12 二重 MTN1、08 二重债、ST 蒙奈伦、ST 奈伦债都有相应的风险点出现。
- ◆ **ST 湘鄂债的回售偿付暂时寄希望于增信措施。**ST 湘鄂债发行额为 4.80 亿，根据偿付状态的不同可以分为三部分：第一部分为提前回购的本息，占比 12%，约为 6093 万（其中本金为 5760 万），目前已由中科云网出售“湘鄂情”系列商标所得的 6093 万首期交易款项支付；第二部分为已申请回售的 3.99 亿债券，有专项资金池和实际控制人兑付承诺增信担保。该部分债券有一定的风险，但是风险基本还可控；第三部分为没有申请回售，同时也没有进行回购的债券，约为 2340 万元。该部分债券的偿付取决于中科云网的业绩是否会反弹以及回售偿付的成本过大是否会影响到中科云网的后续经营，不确定极高，风险较大。
- ◆ **12 二重 MTN1、08 二重债债务偿还尚无明显进展。**单靠中国二重和*ST 二重自身的力量，债券的顺利偿付难度较大。一是，由于重机行业产能过剩较为严重，中国二重和*ST 二重的订单持续减少，亏损非常严重，2014 年负债率超过 100%是大概率事件。二是，两个公司目前的资金恶化非常严重，资金链处于极度紧张的状态。如截止 2015 年 1 月 27 日，中国二重累计逾期债务额已经达到 65.36 亿，现金流近乎枯竭。所以，还需要关注实际控制人国机集团的支持意愿。不过，虽然当前国机集团已对*ST 二重发出的收购要约，但主要目的只为引导*ST 动退市，未来的付息和偿付还没有更为明晰的方针对策。事实上，2014 年 3 月国机集团就确定了二重改革振兴的 12 项重点工作，但成效甚微。而且是年 8 月 13 日，*ST 二重公告显示的其拟向国机集团及其子公司申请新增 20 亿借款也没有最新进展，大股东的实质支持尚未明朗。未来还需关注实际控制人的进一步动向。
- ◆ **ST 蒙奈伦、ST 奈伦债发行人资金流动性状况堪忧。**两只债券先前经历了暴跌，原因主要在于发行人目前的经营业务困难和资金流动性受限等状况，导致投资者对其是否能够按期还本付息产生了极大的怀疑。从经营来看，奈伦集团的业务发展战略不强，新进的化肥板块和扩展的房地产板块效益都不高，且占用了大量资金，造成目前经营面临着较大困难。从资金状况来看，包括 ST 奈伦债在内的 50%有息负债将于 2015 年到期，债务负担非常重。更重要的是，一方面，由于经营困难，投资支出持续较大，导致奈伦集团的现金流紧张，截止至 2015 年 1 月 8 日，奈伦集团的银行欠息已有 3000 万元，信托计划及私募债都逐渐出现了逾期现象，试图依靠传统的借新还旧应对到期偿付的可能性已经很低，另一方面，奈伦集团的资产基本处于抵质押状态，后续融资能力也明显弱化，偿债能力堪忧。具体到个券，将于今年 5 月到期的 ST 奈伦债因为有增信措施，似乎会安全性高一点，但是一则原本应具备有的 3.5 亿偿债基金非但没有按期提取，反而之前已经提取的 2 亿元基金已经基本被挪用，账户内资金不足万元，二则抵押的 260 万平方米土地虽然当地政府可以以商住开发用地的用地性质进行收储，但是呼和浩特市楼市非常低迷，届时本息偿付还会有一定的不确定性。相比之下，ST 蒙奈伦募集说明书中未提及偿债基金一事，也无相应担保，保障度较之 ST 奈伦债会更差。



今年的信用事件仍在酝酿爆发。私募领域已有 12 东飞 01、12 蓝博 01 和 12 致富债的偿付相继出现问题。而**公募领域并非独善其身，目前 ST 湘鄂债、12 二重 MTN1、08 二重债、ST 蒙奈伦、ST 奈伦债都有相应的风险点出现**。虽然在风险意识逐渐增强的当下，个券的风险爆发导致市场大调整的可能性并不高，但是并不意味着风险事件的影响能够得到完全隔离，仍需留意。

1、ST 湘鄂债的回售偿付暂时寄希望于增信措施

ST 湘鄂债发行额为 4.80 亿，回售日为今年 4 月 7 日，主体和债项评级在 2014 年 12 月 29 日被鹏元下调为 BB 评级。

根据偿付状态的不同，该 4.80 亿分为三部分：

第一部分为提前回购的本金和利息，占比 12%，约为 6093 万（其中本金为 5760 万），目前已由中科云网出售“湘鄂情”系列商标所得的 6093 万首期交易款项支付。

第二部分为已申请回售的 3.99 亿债券。该部分有专项资金池和实际控制人兑付承诺增信担保。（1）偿债专项资金池包括三处房产和三项股权。三处房产的评估价值为 3.12 亿，三宗子公司的净资产为 -4594 万（截至 2014 年 10 月 31 日）。根据公司公告，ST 湘鄂债申报金额为 3.99 亿，据此推算，处置房产和子公司的资产后所获尚能覆盖部分本金和利息。只是因为距离回售日不足 1 个月的时间，将上述资产变现的难度非常大，依靠这一资金池全额偿付的可能性还是比较低；（2）实际控制人承诺在回售时，若公司不能够全部履行回售义务，其将受让对应的公司债券。但事实上实际控制人在之前承诺给公司 1500 万元的财务资助款项便一直没有兑现，其承诺的有效性还存在着较大的不确定性。**总之，由于有担保品，该部分债券风险基本还可控，但由于增信措施还是有不足的方面，有一些不确定性存在。**

第三部分为没有申请回售，同时也没有进行回购的债券，约为 2340 万。该部分债券的偿付取决于：首先是中科云网的业绩是否会反弹。中科云网在逐步剥离餐饮板块，并着手转让“湘鄂情”商标的同时，先后终止了对天焱生物、北京中视精彩影视文化等公司的收购，加之管理层经历了大换血，总体经营起色不大。而 2014 年预亏 5.62 亿，较之 2013 年的 5.64 亿没有明显缩窄，便是其经营依然陷于困顿中的反映。如果转型迟迟打不开局面，实际控制人会如何抉择，考验着市场的神经。其次是回售偿付的成本过大是否会影响到中科云网的后续经营。截止 2014 年三季度，中科云网的总资产仅为 16.32 亿，固定资产也仅为 3.78 亿，如果在应对回售的时候，将前文中提到的三处房产变卖，对中科云网的资产负债表也是一项重大的打击。是否能够修复应对回售后的资产负债表，又是一个问题。**总体来看，该部分债券不确定极高，风险较大。**

表 1：中科云网持续亏损，现金流也较差（亿）

2009	2010	2011	2012	2013	2014-09
------	------	------	------	------	---------



总资产	13.29	13.95	17.29	21.93	0.00	16.32
货币资金	9.01	6.20	2.88	2.82	0.82	0.99
总负债	1.60	2.25	5.00	9.51	10.78	10.65
短期借款	0.00	0.00	1.04	0.88	2.20	1.10
长期借款	0.00	0.00	0.80	0.00	0.00	1.10
资产负债率(%)	12.02	16.16	28.92	43.38	64.15	65.30
经营活动净现金流	1.42	1.20	2.88	1.59	-1.79	-0.58
投资活动净现金流	-1.27	-3.35	-8.00	-4.26	-0.86	1.15
筹资活动净现金流	8.21	-0.66	1.80	2.61	0.65	-0.41
自由现金流	-7.96	0.51	-0.17	-0.09	-2.62	-2.81
营业总收入	7.38	9.23	12.35	13.64	8.02	5.59
营业利润	1.12	0.90	1.34	1.08	-4.30	-0.96
净利润	0.81	0.62	0.94	0.81	-5.70	-0.81
主营业务利润率(%)	68.00	66.50	69.19	70.55	58.86	56.44
净资产收益率(%)	10.78	4.98	7.78	6.64	-61.37	-17.47
财务费用/营业收入	0.77	0.14	1.10	3.60	5.88	6.93
管理费用/营业收入	14.62	10.51	12.15	9.92	17.98	19.10
销售费用/营业收入	32.21	40.62	39.62	44.15	73.02	54.87

资料来源: Wind, 第一创业研究所整理

2、12 二重 MTN1、08 二重债债务偿还尚无明显进展

12 二重 MTN1 为中国二重发行的中票, 余额为 10 亿, 主体债项评级都为 B-, 到期日为 2017 年 9 月 26 日, 08 二重债为中国二重的子公司 *ST 二重发行的公司债, 余额为 3.10 亿, 主体评级为 CC, 债项评级为 B- (中国二重提供担保), 到期日为 2015 年 10 月 14 日。

单靠两个公司自身的力量, 顺利偿付的难度较大, 主要在于:

一是由于重机行业产能过剩较为严重, 中国二重和 *ST 二重的订单持续减少, 亏损非常严重。根据中国二重发布的业绩预告, 2014 年度该公司预计实现净利润-82 亿元。截止 2014 年 9 月, 公司的净资产仅为 5.27 亿。据此推算, 2014 年中国二重的净资产很可能为负, 导致负债率超过 100%, 资不抵债是大概率事件。同时, *ST 二重发布 2014 年业绩预告, 称 2014 年实现归属于上市公司股东的净利润为-78 亿, 同样会面临资不抵债的情况。

二是两个公司目前的资金恶化非常严重, 资金链处于极度紧张的状态, 偿债的能力极低。截止 2015 年 1 月 27 日, 中国二重累计逾期债务额已经达到 65.36 亿, 其中包括 58.04 亿银行贷款本息, 7.03 亿商业承兑汇票等。同时, 截止至 2014 年三季度, 中国二重尚有 74.52 亿的短期借款, 9.17 亿的应付票据和 24.68 亿的一年内到期的非流动性负债, 以及可能被要求提前偿还的 35.27 亿的长期借款, 短期偿付压力非常大。作为主要子公司的 *ST 二重情况类似。



所以还是得依靠其实际控制人国机集团的偿债支持。不过，虽然当前实际控制人国机集团已对*ST 二重发出的收购要约，但主要目的只为引导*ST 二重主动退市，未来的付息和偿付还没有更为明晰的方针对策。事实上，2014年3月国机集团就确定了二重改革振兴的12项重点工作，但成效甚微。而且是年8月13日，*ST 二重公告显示的其拟向国机集团及其子公司申请新增20亿借款也没有最新进展，大股东的实质支持尚未明朗，未来还需关注实际控制人的进一步动向。

表 2: 中国二重资不抵债的可能性较高 (亿)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014-09
总资产	188.79	227.94	263.92	252.57	0.00	237.92
货币资金	36.38	43.05	44.39	28.48	12.47	5.63
总负债	155.16	167.43	194.13	201.06	221.96	232.65
短期借款	31.81	18.65	29.62	49.80	62.63	74.52
长期借款	37.84	53.79	56.88	58.79	48.40	35.27
资产负债率 (%)	82.19	73.46	73.56	79.60	91.99	97.79
经营活动净现金流	-0.57	-2.32	-15.13	-25.47	-7.55	-3.79
投资活动净现金流	-23.43	-18.96	-19.57	-8.83	-3.78	-1.65
筹资活动净现金流	24.31	28.69	37.86	18.81	-4.66	-1.14
自由现金流	-17.27	-42.24	-6.76	-7.87	30.02	12.47
营业总收入	80.80	68.67	70.06	46.32	55.00	34.05
营业利润	2.77	1.60	-5.26	-27.55	-30.96	-14.60
净利润	4.56	2.00	-2.47	-28.14	-32.48	-14.42
主营业务利润率 (%)	0.18	0.19	0.15	-0.16	-0.12	-0.07
净资产收益率 (%)	0.15	0.03	-0.04	-0.40	-0.91	-1.14
财务费用/营业收入	3.69	3.45	5.13	13.05	13.14	15.94
管理费用/营业收入	7.80	9.23	12.78	19.76	17.36	15.04
销售费用/营业收入	1.73	2.06	2.45	2.84	2.16	1.96

资料来源: Wind, 第一创业研究所整理

3、ST 蒙奈伦、ST 奈伦债发行人资金流动性状况堪忧

ST 蒙奈伦和 ST 奈伦债均为内蒙古奈伦集团发行的债券，其中 ST 蒙奈伦余额为 8 亿，将于今年 5 月 5 日付息，并于 2016 年进行回售，ST 奈伦债余额为 5 亿，将于今年 5 月 20 日进行到期兑付。

两只债券在被评级机构下调评级（联合资信将奈伦集团评级下调为 BBB+，鹏元则下调为 A+）并被冠以“ST”后，经历了一轮暴跌，其中 ST 蒙奈伦的行权收益率一度达到 58.55%，ST 奈伦债的到期收益率也达到了 79.10% 的高点。

究其原因，主要还是内蒙古奈伦集团目前正在经历的经营业务困难和资金流动性受限等状况，导致了投资者对其是否能够按期还本付息产生了极大的怀疑。



从经营来看，奈伦集团年收入在 10-15 亿之间，利润在 2-3 亿之间，主营业务包括农牧产品生产、化肥生产和房地产销售业务。农牧产品是其传统板块，年收入占比 50%左右，增长也较为稳定。但尿素板块因为是 2013 年下半年才新进的项目，刚开工便面临着产能过剩导致的价格急剧下滑，评级公司披露其生产已经出现价格倒挂现象。房地产板块由于已有项目存量较少（集中于呼和浩特），收入有限，在建项目后续投入较大（集中于天津、海南等地），还不能有及时盈利。**整体而言，奈伦集团的业务发展战略性不强，新进的化肥板块和扩展的房地产板块效益都不高，且占用了大量资金，造成目前经营面临着较大困难。**

而且根据鹏元资信提供的材料，奈伦集团的核心子公司天润化肥 3 月 3 日因安全事故，已停产检查。目前复产时间不确定，对奈伦集团整体的营收造成了较大影响，已被列入信用评级观察名单。在当前出现如此问题，无异于雪上加霜，公司的经营堪忧。

从资金状况来看，其资金周转也出现了相应问题。根据评级公司的数据，截止至 2015 年 1 月 15 日，公司有息负债达 77.91 亿，占到 2014 年 9 月所有者权益的 137.41%，其中包括 ST 奈伦债在内的 50%有息负债将于 2015 年到期，债务负担非常重。更重要的是，一方面，由于经营困难，投资支出持续较大，导致奈伦集团的现金流紧张，截止至 2015 年 1 月 8 日，奈伦集团的银行欠息已有 3000 万元，信托计划及私募债都逐渐出现了逾期现象，试图依靠传统的借新还旧应对到期偿付的可能性已经很低，另一方面，奈伦集团的资产基本处于抵质押状态，后续融资能力也明显弱化，偿债能力堪忧。

具体到个券，将于今年 5 月到期的 ST 奈伦债因为有增信措施，似乎会安全性高一点，但是一则原本应具备有的 3.5 亿偿债基金非但没有按期提取，反而之前已经提取的 2 亿元基金已经基本被挪用，账户内资金不足万元，二则抵押的 260 万平方米土地虽然当地政府可以以商住开发用地的用地性质进行收储，但是呼和浩特市的楼市非常低迷，2014 年商品房销售面积同比减少 13.45%，住宅价格指数也以 4-6%的同比速度在下滑，不仅政府的收储能力受限，而且政府的收储价格也会有所折扣，届时本息偿付还会有一定的不确定性。相比之下，ST 蒙奈伦募集说明书中未提及偿债基金一事，也无相应担保，保障度较之 ST 奈伦债会更差。

此外，在之前的报告中，我们便数次强调，未上市公司发行的产业债由于信息披露的原因，潜在信用风险会较之上市公司的公司债高。**此次奈伦集团出现偿债困难便是因为其信息较少，投资者了解有限，导致评级公司披露出其有欠息现象时，市场出现大幅波动。**建议对于低等级的产业债，需更进一步谨慎。

表 3: 内蒙古奈伦集团正在经历经营业务困难和资金流动性受限的状况 (亿)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014-06
总资产	73.98	86.20	100.07	118.47	134.16	134.65
货币资金	6.45	7.53	7.75	6.32	5.46	4.94



总负债	44.49	49.47	52.53	58.48	74.97	74.43
短期借款	5.96	9.48	11.60	10.05	15.68	18.40
长期借款	17.16	16.42	14.77	15.76	15.69	14.03
资产负债率(%)	60.14	57.39	52.50	49.36	55.88	55.28
经营活动净现金流	5.58	3.76	1.27	1.86	8.80	1.52
投资活动净现金流	-9.93	-5.17	-13.21	-17.08	-8.10	-0.18
筹资活动净现金流	10.04	2.48	12.16	13.80	-1.56	-1.86
自由现金流	-23.68	-2.94	-9.27	-17.92	23.48	2.80
营业总收入	7.03	10.09	11.87	12.21	13.31	9.41
营业利润	1.16	1.92	2.46	2.39	3.17	1.17
净利润	1.20	1.79	2.24	2.56	2.84	1.07
主营业务利润率(%)	42.38	41.53	39.80	44.66	45.64	33.02
净资产收益率(%)	4.31	5.56	5.64	5.23	5.08	1.78
财务费用/营业收入	8.64	6.82	3.83	6.70	7.06	9.51
管理费用/营业收入	7.74	6.94	7.15	8.34	7.58	5.83
销售费用/营业收入	4.60	3.32	2.03	4.29	2.54	4.82

资料来源: Wind, 第一创业研究所整理

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135