

华通路桥和江苏恒顺达债券兑付起风波

刚兑预期犹存 多维度甄别债市“黑天鹅”

□本报记者 张勤峰



IC图片

风险从未远去

今年以来,面对低等级债券市场乐观情绪发酵的现状,陆续发生的信用风险事件在提醒投资者:你可以选择淡定,但风险从未远去。

事实上,早在2013年底就有机构猜测2014年将成为中国债券市场打破“零违约”的元年。类似的观点猜中了开头,或许也猜中了结果,但今年信用债行情演绎的过程却在一定程度上出乎意料。

今年初,涉矿信托陷入兑付危机、集合债券频现代偿、盈利恶化与评级下调增多,各类负面信用事件纷至沓来,不仅给投资者来了个“下马威”,也强化了机构对于2014年信用风险暴露的判断。3月“11超日债”无

法按期全额付息,成为中国公募债券市场上首个实质违约案例。由于负面事件冲击,1月和3月信用市场出现两波明显调整,信用利差与等级间利差都有所扩大,倒是符合机构去年底的判断,但从4月开始,信用市场持续上涨,信用利差重新收窄,等级利差也阶段性缩窄,即便6月后国债等无风险债券出现调整,低等级信用债依旧表现抗跌,利差仍在收缩。从估值数据上看,作为高收益债的主力品种,当前中低等级的城投债及公司债无论是信用利差还是高低等级间利差均要显著小于年初,这与先前机构对于今年信用利差趋势性扩张的预判存在一定出入。

机构分析称,信用利差特别是等级利差收窄,反映出当前信用市场风险偏好正在提升。但信用基本面向未有本质反转,这使得市场乐观情绪发酵与发行人实际风险上升之间,存在不可调和的矛盾。中金公司报告多次提到,当前信用环境未见实质好转。从企业微观层面来看,上市公司一季报财务指标不及去年年报乐观,而其中上市的债券发行人的情况则更弱,体现为在上市公司整体盈利维持增长的情况下,债券发行人盈利出现同比下滑、亏损占比提升,资产负债率指标明显偏弱且仍在恶化,同时行业间和行业内部个体分化进一步加剧。中金公司

违约容忍度上升

当前之所以很难对类似风险事件的影响做出准确判断,原因在于刚性兑付预期的存在,使得债务实质违约与企业出现偿付困难之间仍有距离,且其中因素仅依靠对发行主体的信用分析很难判断。

例如,之前的海龙短融,在债券到期前半年左右,通过公开信息已经可以判断出企业基本丧失偿付能力,发行人最后破产重整,也证实了很多机构的判断,但当期短融仍如期获得兑付。去年以来,中小企业集合类债券领域已陆续爆出数起发行人未能按时偿付的事件,但在担保人代偿的支持下都一一化解。在非债券领域如信托方面,今年1月底发生的中诚信托“诚至金开1号”兑付危机,由于募集规模高,相关机构分歧大,一度被视为最后可能“打破刚

性兑付第一单”,但最终还是因第三方出面兜底过关。这也就不难理解,为何无担保的华通路桥短融出现偿付困难后,市场关注点迅速从最初的企业财务状况转向其可能得到的外部支持。有债券市场人士指出,考虑到监管层“不出系统性风险”的底线要求和相关利益方博弈的复杂性,彻底打破刚性兑付预期在短期内还难以实现。

但值得注意的是,尽管监管层对系统性风险仍然较为谨慎,但近年来对于个券违约的容忍度在提高。除了相关部门在不同场合对于打破刚性兑付的表态之外,明显的证据还在于:2013年以来,公募债券负面评级行为发生频率前所未有地提高;相关部门尝试推出信用风险管理工具;超日债打破公募债券违

约的神话;交易所债券不断加大杠杆交易和投资准入的限制,去年以来已数次收紧质押规则,并在今年进一步出台对高危债券“戴帽”、“限购”等措施。

一位券商研究员表示,今年交易所市场相继出台收紧措施蕴含深意。据介绍,由于银行间市场禁入,交易所债市是目前个人投资者进入场内市场的唯一通道,而散户风险识别能力相对不及机构投资者,违约导致个人投资者遭受损失也会引发较大的负面社会效应。限制不符合条件的个人投资者进入风险较高的债券市场有利于推进打破刚性兑付的进程。未来散户参与度降低导致债券违约对社会稳定的负面影响下降,打破刚性兑付的预期和实际风险都可能提升。

规避“黑天鹅”

总的来看,近期实体经济虽然有所企稳,但是微观主体经营状况并未显著改善,信用基本面向未见底,局部风险仍需警惕。与此同时,市场主体对于打破刚性兑付怪圈已存在一定的预期,监管层对于个体信用风险的容忍度在提升。因此,未来一段时间继续出现实质违约事件的可能性并未降低,甚至还在增加。有鉴于此,投资者对债券信用风险需加强甄别,对于个券的精选细选才是王道。

那么,如何规避“黑天鹅”?观察华通路桥与江苏恒顺达的案例,或许会有所启发。华通路桥与江苏恒顺达最显著的共同点在于发行人均为中小民营企业。

中金公司研究报告指出,一般而言,与同评级的国企相比,民营企业发行人具有资产规模较小、融资渠道较窄、外部支持较弱、股东风险较大等风险特征。当企业内部现金流枯竭时,融资渠道和外部支持这两个因素是有可能帮助企业度过信用危机的唯一手段。整体而言,民营企业相比国企确实具有不可否认的劣势,因此对于民营企业整体保持足够的谨慎是非常必要的。

海通证券研究了今年上半年的评级调整情况。从涉及主体的企业属性来看,评级上调的主要是地方国有企业,占向上评级调整总数的70%。民营企业 and 外资、合资企业向上调整较少,仅分别占15%和3%;而评级下调的主体中,民营企业、外资和合资企业明显增多,占调整总数的45%。此外,从现券定价来看,以公司债为例,目前到期收益率超过9%的公司债共有32只,其中发行为非国企的有19只,占比约60%,远高于民营企业在公司债全部发行人中的比例。在经济形势不甚乐观的情况下,民营企业抵御风险的能力更差,其债券更易沦为高收益债券。

进一步看,非上市的中小民营企业抵御风险的能力更差。江苏恒顺达所涉集合票据债务若最终由担保人代偿,将是公开发行的中小集合类债券发生的第七次代偿事件,足以说明规模较小、缺乏核心竞争力、外部融资渠道狭窄的中小企业爆发信用风险的可能性更大。因此,粗略分析,从企业属性上看,民企信用风险相对较大,尤其是非上市的中小企业。

国企并非就高枕无忧。海龙、新中基短融发行人就是国企。尽管虽然

认为,即使微刺激政策显效,宏观经济企稳反弹可持续,相关需求端和流动性的改善传到企业资产负债表也需要较长时间,特别是在非标监管清理和不良贷款加速上升的背景下,银行风险偏好降低,广义信用供给收缩的情况尚未根本扭转,局部领域的风险暴露仍不能轻视。

目前来看,江苏恒顺达所涉债券由于存在担保,最终不能按期偿付的风险相对较小,而华通路桥也因为承销商和地方政府的介入,“刚兑”的希望尚未完全破灭,两事件会否彻底扭转低等级债券行情,还是未知之数。可以肯定的是,信用违约风险逐步暴露已从预期变为现实。

从长期来看,无论是监管层还是主要的市场参与机构,都比较认同打破刚性兑付对于市场长期健康发展的积极作用。上述研究员表示,打破刚性兑付体系,完善相关违约和风险防范制度,对于中国信用债市场的长期健康发展是有利的。在由真正的违约风险推动的透明定价中,与风险一起到来的将是更大的机会。在信用债的天日趋分化中,简单粗放的高票息高收益策略将越来越难以适应时代需要,市场对于择时和择券的要求将越来越高,具有更强的信用分析能力和稳定资金实力的投资者将有更大的机会获得超额收益。

光大证券认为,华通路桥短融如果出现本金违约的话则可能强化投资者对于风险的认识,从而有利于债券市场长期信用建设。

需要具体分析。例如,今年出现的一些民企相互担保,或者大股东为主要子公司提供担保,由于担保人自身担保能力较差或者担保人与发行人紧密关联一损俱损,实际担保效果可能大打折扣。中金公司认为,优质第三方担保整体优于资产抵质押,但同时需注意,近年来随着信用事件多发,担保公司的风险正在积聚。

除此以外,华通路桥案例表明,对发行人主要股东或关联企业的风险需要保持足够警惕。此外,今年“济南历城城建事件”提示,投资者还需关注对外担保比例较高的一些发行人面临的债务风险。

综合来看,从评级特征上,AA-级及以下等级信用债风险相对较大;从企业属性上看,民企债券风险总体高于同评级国企;从行业属性上看,鉴于房地产行业景气确定性下行,可能使地产链上的众多企业承受较大的经营压力从而增大信用风险。华通路桥与江苏恒顺达的例子还表明,有增信措施的债券对投资者的保护更大。一般而言,担保可以降低债券的违约概率;抵押可以降低债券的违约损失率。不过,具体情况也

信用债“托底机制”走向台前

□本报记者 王辉 上海报道

随着华通路桥集团即将于本周三(7月23日)到期的短期融资券面临重大兑付风险,市场各方对于高风险信用债发生违约之后“托底机制”的关注正在急速升温。分析人士表示,发债主体发行的各类信用债一旦濒临“违约死亡”,其外部第三方担保、内部资产担保、破产重整等“保险机制”,将是保护债券持有人的最后一道防线。随着信用债市场相关违约事件未来可能步入常态化,投资者更需仔细梳理应对或规避其中的投资风险。

有效担保成为“定心丸”

回顾近年来我国信用债市场多次发生的重大违约事件,相关多只债券在濒临违约时或已经发生实质性违约之后,还存在硬性担保的保险机制解决兑付问题。比较有代表性的2012年初地杰通信违约事件和今年年初的永泰丰化工违约事件,最终在发债主体实质性违约之后,幸运地迎来了债券担保人的担保履约。

2012年1月,北京地杰通信设备股份有限公司公告称,由于公司目前经营状况恶化、自主偿债能力较低,已向债券担保人中关村科技担保有限公司申请,请其履行担保责任,确保本金及利息按时全额兑付。随后,中关村担保在地杰通信公告当日称,已提前全额提存资金(包含了地杰通信违约事件中相关担保方均履行的担保责任,但并不是所有的信用债违约担保条款,都能够实现全额有效担保“托底”。

今年3月下旬,徐州中森通浩新型板材有限公司表示,由该公司2013年发行的私募债——13中森债出现了利息违约,而该笔债券发行时的担保方——中海信达担保有限公司,随后表示拒绝为该笔债券承担代偿责任。有消息人士称,中海信达称该私募债由其江苏分公司私自担保,总部并不知情,且担保行为系在分公司注销后发生,因此担保无效。尽管

中小房企违约风险或上升

□本报记者 赵静扬

业内人士认为,随着银行信贷收紧和去库存影响,房地产行业出现更多债务违约行为。和大型房企相比,中小房企资金面压力较大。未来中小房企违约风险可能上升,相关企业发行的信用债产品也可能出现结构性分化。

华通路桥近期发布风险提示公告称,由于董事长王国瑞仍在协助有关部门进行调查尚未返回企业主持工作,该公司将于7月23日到期偿付本息的短期融资券兑付存在不确定性。企业现在正在通过多种途径筹集偿债资金。根据华通路桥的网站,该公司的业务包括道路桥梁、房地产、煤炭资源、环保建材等。业内人士指出,随着监管力度加强,影子银行业务未来可能大幅收紧,可能令中国房地产行业出现更多债务违约。

海通证券指出,信用违约事件频发表明民营企业抵御风险的能力较

该债券的当期利息随后在“一番踢皮球”之后最终还是获得了兑付,但其担保条款是否真正有效仍未可知。这也意味着,13中森债后续存续时间内的还本付息仍然是一颗悬在投资者头顶的定时炸弹。

破产重整或为最后退路

分析人士表示,在宏观经济较为疲弱以及地方债务风险积累的背景下,相关产业债、城投债的信用风险已经开始快速累积。虽然相当多的高风险信用债在发行时曾约定有担保条款,但对于那些担保条款有效性存疑和无担保的债券而言,相关发债主体经营基本面和现金流状况一旦严重恶化,破产重整或成为投资者最后的退路。

今年6月27日,在超日债违约事件进一步恶化之后,上市公司*ST超日发布公告称,26日公司收到上海市第一中级人民法院《民事裁定书》及《决定书》,裁定受理申请人上海毅华金属材料有限公司对超日公司的重整申请。上述公告特别提示,即使公司的破产重整计划得到通过并执行完毕,11超日债持有人也存在不能全额受偿的可能。根据《企业破产法》第四十六条的规定,11超日债从自法院受理破产重整申请之日起,11超日债被视为到期,并同时停止计息。而在此之前,11超日债主承销商发布公告称,经与发行人及其相关子公司核实,个别作为担保物的机器设备因被发行人擅自作为实物出资正在追回中、部分担保物因涉及发行人与其他债权人的法律纠纷而被采取查封等司法保全措施。在本次破产重整的裁定之后,相关债券持有人将不得不面对对发行人资产担保可能无效、企业所有资产债务面临破产清算的恶劣局面。

有资深市场人士指出,一旦发债主体进入破产重整,公司破产重整流程耗时将至少在半年以上。而投资者在面临长期消耗战的同时,本息大概率不会得到全额兑付。对于相关持有人而言,破产重整将是最后的退路。

分析人士指出,综合近年多个信用债违约事件的持续涌现,保荐人、评级机构、债券市场监管机构未来仍需进一步强化履行自身责任,有效提升相关高风险信用债的违约风险。而另一方面,投资者也需仔细分析甄别所持有债券的担保条款、发行主体的主业经营和财务状况,及时规避可能出现兑付风险。

证券代码:002102 证券简称:冠福家用 编号:2014-058

福建冠福现代家用股份有限公司 重大资产重组进展及继续停牌的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

福建冠福现代家用股份有限公司(以下简称“公司”)因筹划重大资产重组事项,公司股票(证券简称:冠福家用,证券代码:002102)于2014年5月5日开市起停牌。2014年6月19日公司发布了《关于筹划重大资产重组的停牌公告》,公司股票已经按有关规定自2014年5月19日开市起按重大资产重组事项继续停牌。公司分别于2014年5月26日、2014年6月3日、2014年6月9日、2014年6月23日、2014年6月30日、2014年7月7日、2014年7月14日披露了《重大资产重组进展及继续停牌的公告》,并于2014年6月16日发布了《重大资产重组进展及延期复牌公告》,内容详见《证券时报》、《中国证券报》、《上海证券报》、《证券日报》和巨潮资讯网(www.cninfo.com.cn)。

截至本公告日,公司与有关各方仍在积极推动各项工作,审计、评估机

构正在积极有序地对涉及重组事项的相关资产进行审计和评估。根据《上市公司重大资产重组管理办法》及深圳证券交易所关于上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录的有关规定,公司股票将继续停牌。停牌期间,公司将充分关注本次重大资产重组事项的进展情况并及时履行信息披露义务,至少每五个交易日发布一次上述资产重组事项进展情况公告。

公司发布的信息以在指定信息披露媒体《证券时报》、《中国证券报》、《上海证券报》、《证券日报》和巨潮资讯网(http://www.cninfo.com.cn)刊登的公告为准。敬请广大投资者关注公司后续公告。

本次重大资产重组事项仍存在不确定性,敬请广大投资者注意投资风险。

福建冠福现代家用股份有限公司

董 事 会

二〇一四年七月二十一日

股票简称:桐君阁 股票代码:000591 公告编号:2014-28

重庆桐君阁股份有限公司 关于终止筹划重大事项暨复牌公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

重庆桐君阁股份有限公司(以下简称“公司”)于2014年6月24日发布公告(公告编号:2014-24):接公司第一大股东重庆太极实业(集团)股份有限公司(以下简称“太极集团”)通知,正在筹划重大事项,公司股票于2014年6月24日起停牌。按照规定,公司每五个交易日披露了公司重大事项进展公告。

鉴于目前推进该重大事项的条件尚不成熟,经太极集团审慎考虑,决定终止筹划本次重大事项,现将具体情况公告如下:

一、本次筹划重大事项的基本情况

为整合集团内部医药产业资产,第一大股东太极集团拟转让公司部分股权,并与多个交易对象进行了反复磋商和论证。

二、上市公司在停牌期间所做的工作

停牌期间,公司密切关注、积极问询第一大股东太极集团关于此次重大事项的进展情况,严格按照信息披露规则,每五个交易日披露一次进展情况公告(公告编号:2014-25、2014-26、2014-27),切实履行信息披露义务。

三、终止本次重大事项的原因

由于相关各方对股权转让方案未达成一致意见,鉴于目前推进该重大事项条件尚不成熟,从保护全体股东利益的角度出发,经审慎考虑,太极集团决定终止筹划本次重大事项。

四、公司承诺

公司承诺:自本公告之日起3个月内不再商议、讨论前述重大事项。

五、公司股票复牌安排

经向深圳证券交易所申请,公司股票于2014年7月21日开市时复牌。

公司董事会对于本次筹划重大资产重组导致公司股票连续停牌给各位投资者造成的不便之处深表歉意,并感谢广大投资者长期以来对公司的关注和支持。

公司指定的信息披露媒体是《证券时报》、《证券日报》、《中国证券报》和巨潮资讯(http://www.cninfo.com.cn),敬请投资者关注相关公告并注意投资风险。

特此公告。

重庆桐君阁股份有限公司董事会
2014年7月19日