

DOI:10.12361/2661-3263-05-08-115571

# 基于永煤违约债券违约的影响研究

刘煜

大华会计师事务所, 中国·江苏 南京 210019

**【摘要】**在宏观经济增长速度逐渐降低的情况下, 国企经营出现了越来越大的亏损, 并且没有良好的资金流动性, 当地方政府化债没有良好进展的情况下, 对于市场的各个方面来说, 均需要面对的一个现实就是国企违约。本文首先阐述永煤债券违约造成的后续影响, 分析永煤违约之前在财务方面有哪些特征以及是由于哪些方面的原因造成了其违约, 最后从不同的角度出发, 分析了企业应该采取什么样的措施来应对债券违约。

**【关键词】**永煤; 债券违约; 企业; 影响

## Based on the Impact of Yongmei Default Bond Default Research

Liu Yu

Dahua Accounting Firm, Nanjing, Jiangsu 210019

**[Abstract]** In the case of the gradual reduction of the macroeconomic growth rate, state-owned enterprises have suffered more and more losses, and there is no good liquidity, when the local government debt is not good progress, for all aspects of the market, all need to face a reality is that state-owned enterprises default. This paper first expounds the subsequent impact of yongcoal bond default, analyzes the financial characteristics of Yongmei bond default and the reasons that caused the default, and finally analyzes the measures that enterprises should take to deal with the bond default from different perspectives.

**[Keywords]** Yongcoal; Bond default; Enterprise; Impact

### 1 永煤债券违约的影响

2018年以来, 部分东北、西南、中部、西北省份由于GDP水平相对较低、债务率较高、地方政府债务压力较大、信用资产风险较大, 信用利差持续扩大, 当前仍有部分省份信用利差处在高位。从社会融资流向看, 2018年以来, 经济相对落后相关省份获得社融占比持续减少, 相关企业融资难度较大。受金融监管和实体经济去杠杆影响, 前期过度加杠杆扩规模的主体开始暴露风险, 部分民营企业流动性出现危机, 导致债务违约。而国企在上轮违约潮中凭借政府信用及资金支持, 整体依然表现较优的信用资质。

永煤违约则涉及信用评级较高的国企, 对债市产生了一定的冲击。从财务报告中显示, 9月末该公司货币资产达四百多亿, 所以谁能想到10亿的超短融无法兑付, 构成实质违约呢? 永煤违约事件在很大程度上影响到了债券市场, 短时间之内市场当中出现了比较大的反应, 我们需要深入的反思其所带来的影响。

首先影响到同行业、弱资质国企、同区域发行人的融资能力。统计显示, 受永煤违约影响, 同期同行业的山西煤炭进出口集团、兖矿集团、晋能集团等煤企取消了原本计划的债券发行; 一些若资质国企频繁取消发行债券计划, 乃至整个河南省的发行主体的信用债也惨遭殃及。

其次随着国企信仰受到冲击, 信用风险传导至流动性风险。由于对永煤控股的实质性违约预期不足, 导致信用债市场情绪较差, 债市恐慌情绪的爆发远远超出预期。

信用打破易、重建难, 信用债融资难以恢复至前期水平; 永煤控股未偿债券规模达到234.1亿, 其中半年以内到期规模达到120亿。信用债违约事件暴露我国部分国有企业高度依赖地方政府财政资金支持, 但财政支持仅仅能延缓风险爆发时间, 难以解决深层次经营问题, 未来地方国企仍存在一定出清风险。

### 2 永煤债券违约事件分析

#### 2.1 宏观层面分析

经济增速下降, 是近十年来我国宏观经济的基本运行状况, 标志着企业整体盈利水平的下滑, 这会引发社会投资意愿下降, 企业再融资遭遇困难, 增加企业债务到期时的违约概率。近几年, 我国推动以“三去一降一补”为重点的供给侧结构性改革, 与此同时的是货币政策趋紧、金融监管趋严等金融环境的收紧, 这导致了信用环境恶化, 金融环境收紧影响了企业的融资能力, 抬升企业信用风险。

#### 2.2 公司层面分析

永煤控股煤炭储量较大, 售价也较高, 煤炭业务的盈利能力尚可。财务报告可以看出, 永煤控股主业煤炭盈利能力尚可, 业务收入占比约50%, 贡献90%以上利润, 近年来毛利率保持在约40%, 处于行业中上水平。不过, 作为核心业务的煤炭在公司中的占比并不高, 而化工的占比比例反而较高, 非煤业务盈利能力差, 且一直未能剥离、出清, 吞噬利润。尤其公司的整个经营状况与财务状况并没有发生重大的变化。即便煤炭价格出现了很大程度的涨幅, 但公司的财务状况也没有得到明显改善。进入2019年, 其中化工业务近年毛利率快速下降, 从18.1%降至2.1%, 拖累集团经营对利润的贡献却较少, 但当时这些业务还没有对公司造成明显的拖累。受化工业务影响, 永煤控股2018年归母净利润亏损11亿, 2019年亏损扩大至13亿, 2020年前三季度亏损3.2亿。

永煤控股的母公司河南能源化工集团是对外融资主体, 财务报告也看到母公司和关联方占款严重。在2019年年底, 其他应收关联方款项为104.5亿元, 占全部其他应收款的64.1%。五个非煤子公司成为了母公司其他应收款的前五大欠款方, 关联方存在规模较大的资金占用现象。

#### 2.3 公司财务状况

在2018年1月至2020年10月期间, 永煤控股累计发行银行间债务融资工具21期, 私募债3期。截至2020年三季度, 永煤控股流动负债占比72.9%。借短还长, 恶性循环之下, 公

司短期兑付压力逐步抬升, 导致现金流紧张。2020年、2021年分别有50亿、80亿以上的债务偿还压力。2015-2019年短期有息负债占比由20%升至36.5%, 长期有息负债占比由42.5%降至23.8%, 有息债务整体占比稳定但整个财务结构逐渐恶化。永煤控股流动负债逐年上升, 但伴随债券融资难度加大, 永煤债券融资在融资总额当中有19.3%的占比, 而在2018-2020年已经出现了39.1%的占比。

2020年11月3日永煤控股发布公告, 将其持有5亿股中原银行股权无偿划转给河南机械集团, 6.5亿股划转给河南投资集团。同时, 也将资不抵债的龙宇煤化工等多家资不抵债的煤化工子公司划出, 并无偿划入鑫龙煤业等企业。与此同时, 注入的资产为安阳鑫龙煤业、鹤壁市福祥工贸等四家公司的股权。根据公告, 本次划出的净资产为-5.5亿元, 占永煤控股资产负债表的-1.46%, 划转资产2019年实现净利润-7亿元。仅从数据看, 这是个剥离亏损业务。但中原银行的股权是流动性很好的资产, 这一转化几乎把永煤控股可以快速变现的资产均划走, 注入的都是缺乏流动性的资产。截至2020年9月份, 重组后的永煤控股负债为1343亿, 其中短期负债高达979亿, 包括短期借款206亿, 应付票据244亿, 1年内到期非流动性贷款214亿, 长期借款112亿。

### 3 永煤违约原因分析

#### 3.1 企业经营过于多元化

在特许经营的助力下, 永煤控股所拥有的矿产资源是十分优质的, 主营板块有着良好的业绩。但是受到创新变革意识和市场竞争能力的限制, 在随后对多元化业务进行拓展的过程中, 大多数都成为了对主营业绩和公司资源造成吞噬的黑洞。在2017-2019年这几年时间当中, 永煤的非煤板块在应收当中均占据了超过50%的占比, 旗下的非煤子公司的亏损已经持续了较长的时间, 例如开封控分和中美铝业等, 已经有资不抵债的情况出现, 对母公司的输血续命形成了严重的以来。另外, 在多元化经营的过程中也出现了另外一个附属产物就是冗员。在2015年, 永煤应该对18.4亿元的薪酬进行支付, 而去年, 永煤需要对33.8亿元的薪酬进行支付, 出现了83.3%的增长幅度。永煤大约有8万名员工, 其母公司豫能化约有17万名员工, 内部存在着十分严重的冗员和欠薪的问题。但是在未分配净利润方面, 永煤却出现了大幅度的下跌, 导致这一现象出现的主要原因就是非煤板块的拖累, 导致无法实现提质增效的目标。

#### 3.2 产业结构调整失衡

从供给侧改革实施至今, 有阶段性的改善出现在了传统行业的经营绩效和投资回报当中, 但是2020年初开始, 新冠肺炎疫情开始在我国肆虐, 在此冲击下, 在此出现了产能过剩的情况下, 行业效益逐渐的降低, 高负债领域聚集的风险, 也正是这些方面的因素导致了永煤等国企的违约。去年全国煤炭开采和洗选业产能利用率相比较于前一年分别出现了2.2%和0.3%的下降。永煤控股违约暴露出随着供给侧改革红利的减弱, 煤价高点已过并已处在震荡行情之中, 投资者降低对煤企的预期, 加之打破了刚性兑付和隐形担保伞, 原本熊市债券融资难, 导致的面临非常集中的兑付压力。

#### 3.3 中介机构丧失职业操守, 职业底线一再失准

职业判断不合理, 形成的专业意见背离执业基本准则; 风险识别与评估程序存在严重缺陷, 未针对重大错报风险设计和实施进一步审计程序; 国企信仰存在于信用评级机构与部分承销商和交易机构之间。

#### 3.4 政府支持力度受质疑

据媒体报道, 对永煤集团的调研中, 相关负责人表示, 此前曾对还债提出4项方案, 分别为发债、卖股权、政府协调资金、股权质押融资, 但四项方案均未落实到位, 资金紧张导致违约。政府不会支持企业逃废债, 这不符合市场规律, 但政府的归政府, 市场的归市场, 不会无原则地帮。这种债务处置思路反映出政府

还款意愿不足, 动摇了债市投资者对地方政府的信任根基。

### 4 对抗债券违约风险对策

永煤控股的债券违约事件将债券市场缺少完善的监管机制这一现象暴露出来, 这就需要债券市场监管机制将相应的调整做出来。

#### 4.1 监管角度

在中国债券市场规模大举扩张、债券品种越来越多样、债券衍生品日益复杂的市场环境下, 建立统一的监管体制、严格的功能监管机制刻不容缓。因此, 主要监管部门应从当前的加大统一执法力度, 逐步过渡到统一债券市场监管体制。为了能够对债券违约事件的发生进行有效的预防, 监管者需要在正确政策导向和严格的监管措施的帮助下, 对市场行为做出引导和规范。

#### 4.2 评级角度

我国的评级机构对于高信用评级的债券市场的治理, 正如永煤控股违约及之前的多起AAA债券违约所显示的, 是失灵的。这其中既有认知问题, 也有市场化的评级机构自身存在的问题。在市场压力之下, 评级被迫放低标准, 致使评级结果渐渐失去公信力。

#### 4.3 行业角度

随着经济社会的发展, 一些原本市场需求旺盛的行业慢慢出现需求不振, 行业景气度下降, 整个煤炭行业不景气是导致永煤控股出现债券违约的一个主要原因。一旦有市场不景气的情况出现, 就会严重威胁到整个煤炭行业的发展。立足于行业角度, 在对债券违约事件的出现进行应对的过程中, 就需要对行业的供需关系平衡做出正确的引导, 这样才能够对行业的健康发展起到有力推动。

行业组织及时跟踪行业产量产能数据; 作为煤炭行业的一家企业, 也很难对整个行业的产能和产量的状况做出准确的估量, 在这样的情况下就需要行业组织来有效的引导整个行业当中的企业, 行业组织可以定期的对企业的生产数据和市场数据进行收集和整理, 并且将其公示出来, 这对于企业的合理生产和对行业产能过剩的预防来说, 具有非常重大的意义。

完善行业产业链; 目前我国并没有形成十分完善的煤炭行业产业链, 所以需要更多的功夫放在产业链的完善上。另外, 目前我国对于煤炭行业当中的一些关键技术病没有全方位的掌握, 需要将技术攻关的力度不断加大, 这样才能够突破关键技术。

完善产业政策; 国家应该将具有可操作性的产业政策和指导性计划制定出来并且予以发布, 国家应该通过产业政策来对行业当中优秀的大企业进行引导, 使其合并重组那些具有较差资质和较低效率的小公司, 这样才能够对产业的集中化进行有力促进, 这样才能够对产能过剩的问题进行有效预防。

### 5 结束语

近些年来, 在我国不断完善和发展市场经济的情况下, 债券市场的发展速度也在不断提升, 全国债券存量出现了大幅度的增长, 但是虽然其发展速度不断提升, 依然无法将存在于债券市场当中的一些问题彻底掩盖住。国外债券市场如此发达的情况下, 依然时常会出现违约事件, 但是在我国, 在各方博弈的情况下债券风险事件最终都能完全兑付, 出于刚性兑付的预期, 发行人、投资人对于债券的偿还问题都不会太过担心, 债券收益无法匹配器风险, 导致各个市场主体对高收益展开了盲目的追求, 而将信用风险的差异忽略掉了, 对我国债券市场的健康发展忽略掉了。因此本文以永煤控股为例, 分析了其出现债券违约的原因, 并且提出了解决对策, 希望能够助力于我国债券市场的发展。

#### 参考文献:

[1] 夏昱. 上市公司债券违约影响因素文献综述[J]. 中国经贸导刊, 2019(32): 2.

[2] 郭少强. 我国上市民营企业债券违约成因分析[D]. 中央财经大学, 2019.

#### 作者简介:

刘煜(1972-)男, 江苏苏州人, 注册会计师, 长期于会计师事务所从事财务审计工作和研究。