



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

债券典型 案例



案例1 C公司付息违约和终止上市风险处置案例

C公司主营业务为生产和销售单晶硅和多晶硅太阳能电池组件，注册地为S市，实际控制人为N。公司于2010年11月X日在交易所上市。2012年3月，公司发行了10亿元存续期为5年、附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权的公司债（以下简称“11C债”），发行利率为8.98%，每年的3月X日为债券付息日。2014年3月X日，公司发布公告，无法按期全额支付第二期债券利息已构成实质性违约，引发国内外市场、媒体的高度关注，打破了刚性兑付的预期。

一、风险事件成因

1、全球光伏行业陷入低谷，国内光伏企业内忧外患

2011年下半年至2013年，全球光伏行业均步入急速下行的状态，作为两头在外（设备、原料和市场在外）的中国光伏企业更是内忧外患，从曾经的辉煌跌入低谷。从外因来看，美国市场的“双反”已对中国光伏业形成巨大的冲击，欧洲市场此前的“双反”调查及萎靡经济下薄弱的需求更是给中国光伏业致命一击。从内因来看，国内光伏产业盲目扩张、产能过剩也是一个重要问题。随着赛维LDK、尚德等纷纷倒塌，中国光伏产业风光不再。

2、公司转型过于激进，未充分考虑流动性风险

在面临着产品价格不断下跌、毛利被大幅压缩的行业大背景，在经营业绩的压力下，2011年下半年，C公司开始率先尝试全面向电站投资建设转型：一方面自身大量进行电站项目投资，另一方面，组件销售也全面直接面向电站投资商。该转型虽然可能提高公司的组件获利水平，但也将公司的资金周转风险推向了极致。一般来说，电站项目投资需要在项目上网协议约定的时间内完成上网，方能取得约定的补贴，故电站项目建设的时效性非常强。另外，境外光伏电站投资采取自有资金20%、银行贷款80%的方案，故在电站投资建设过程中，银行的资金支持非常重要，如果未及时获得银行贷款，在电站建设的时效性要求下，公司必将大量投入自有资金，公司资金周转将被推入深渊。

3、欧债危机使公司资金陷入全面困境

C公司未预测到欧债危机以及欧洲经济衰退导致当地银行对电站建设贷款收紧银根，贷款比例缩减、放款速度拖延。于是，本应通过银行贷款融资支付的组件款和EPC商费用（两项大约各占电站总投资的60%-70%）只能通过自有资金解决，待电站建成并网发电三个月后才能够申请银行贷款融资。2011年下半年开始，由于已完成大规模的电站前期投资，因此C公司只能不断的向所投资电站销售自产组件，且短期内无法收回应收款。过于冒进的投资策略，导致C公司资金紧张。C公司外售组件的客户基本均锁定为光伏电站投资商（相对来说毛利较高）。这些客户同样需依赖银行贷款融资以支付组件款，在欧洲银行不断紧缩银根的趋势下，客户付款周期一拖再拖，进一步加剧了C公司资金链的紧张情况。

4、国内银行抽贷导致资金链断裂

光伏行业陷入困境后，国内银行将光伏列入重点关注行业，紧缩银根，加大贷款催收力度，公司融资渠道受到了极大限制。截至2012年三季度末，C公司已到期未成功办理续贷的银行贷款大约5亿元，但其余到期的银行贷款仍办理了续贷。到了10月份，银行对C公司的信贷紧缩进一步加剧。11月初开始，C公司到期银行贷款在偿还后，办理贷款的相关分行以审批权收归总行为由，拒绝为C公司续贷，当月金额达3.8亿元，C公司资金链基本断裂。

二、风险事件应对及处置

1、流动性风险化解方案执行情况不佳

为了应对流动性风险，C公司制定了化解流动性风险的方案，包括加速应收账款的催收工作、出让已具备变现条件的海外电站、尽快处置境内非核心资产、自主生产和代工模式相结合等措施。由于行业尚未摆脱低谷期，加之C公司内部运作紊乱，流动性风险化解方案未能得到有效执行，C公司未能摆脱流动性危机、资金高度紧张。经各方通力协调下，“11C债”第一期利息在2013年3月X日如期支付。

2、公司债第二期利息未能如期足额偿付，公司债终止上市

“11C债”第一期利息如期支付，但C公司2011年和2012年连续两年亏损，“11C债”也因此于2013年7月X日起暂停上市。尽管采取多种措施，公司的经营情况并未好转，偿债能力持续弱化，违约风险并未化解。2014年3月，“11C债”第二期8980万利息仅按期支付400万元，构成实质性违约。2014年5月X日，因公司连续三年亏损，“11C债”终止上市。

3、破产重整化解风险

2014年4月X日，债权人以C公司不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务、明显缺乏清偿能力为由，向S市第一中级人民法院提出关于对C公司进行破产重整的申请。2014年6月X日，法院受理债权人对C公司的重整申请，并指定专业机构担任C公司的管理人，管理人梳理公司债权债务、招标重组方、筹备债权人会议。2014年10月X日，C公司披露了重整计划，并开始执行包含清偿“11C债”债务的重整计划。2014年12月X日，公司披露《关于重整计划执行进展的公告》，“11C债”的本金、利息、复利、罚息等均已兑付完毕。至此，“11C债”本息偿付完成，违约风险化解。

三、案例启示

一是C公司危机的爆发离不开行业的剧烈下滑，若投资者在项目投资过程中能对行业的发展趋势进行准确的预判，预先采取行动规避风险，从而减少损失。二是大多数个人投资者认购公司债时并未对公司债的风险有充分的判断，认为公司债作为债权类产品等价于银行存款保本保息，从而在债券存在偿付风险时出现了部分过激的举动，“11C债”违约事件打破了刚性兑付的预期，揭示了债券投资天然信用风险的属性。

(资料来源：中国证监会投资者保护局、中国证监会公司债券监管部)

案例2 D公司债券回售风险及处置案例

D公司（以下简称“发行人”）2016年面向合格投资者公开发行公司债券（以下简称“16D债”）于2016年1月完成发行，发行规模10亿元。因发行人2015年亏损4.77亿元，导致“16D债”发行完成后不符合上市条件，并触发了投资者回售条款。经多方努力协作，发行人于2016年6月完成“16D债”本金10亿元和期间利息的全额回售，有效保护了投资者的合法权益。

一、案例概述

1、“16D债”发行阶段情况

发行人控股股东为Z公司，实际控制人为G省国资委，主要从事G省省内重点电力项目投资和电力生产。经中国证监会核准，本期债券于2016年1月完成发行，发行规模10亿元，7年期，票面利率3.5%。本期债券由Z公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。主体信用等级为AA+，债项信用等级为AAA。主承销商和受托管理人为C证券股份有限公司。债券持有人为10家机构投资者，不涉及个人投资者。

“16D债”发行阶段的报告期间为2012年-2015年6月，2012年-2014年发行人归属于母公司所有者净利润（以下简称“净利润”）分别为14,143.85万元、12,822.54万元和6,271.51万元，平均可分配利润为11,079.30万元，不少于“16D债”一年的利息，满足发行条件。

2、发行后不符合上市条件

2016年5月，受托管理人向交易所提交“16D债”的上市申请，更新报告期间为2013年-2015年，2013年-2015年发行人净利润分别为12,822.54万元、7,476.08万元（2015年审计时对2014年净利润进行追溯调整导致与发行阶段不符）和-47,664.08万元，平均可分配利润为-9,121.82万元。

由于受经济大环境影响，发行人火电项目限电严重，开工率不足，以及受发行人2015年投资收益大幅减少的影响，2015年发行人净利润为亏损-47,664.08万元。

根据《证券法》第五十七条规定，申请公司债券上市交易条件之一为“公司申请债券上市时仍符合法定的公司债券发行条件”；《证券法》第十六条规定，公开发行公司债券条件之一为“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”。由于发行人最近三年平均可分配利润为-9,121.82万元，无法覆盖本期债券一年的利息，“16D”已不符合《证券法》规定的上市条件。

3、“16D债”回售情况

因“16D债”不符合《证券法》规定的上市条件，触发募集说明书约定的回售选择权。2016年6月，发行人披露了《D公司关于“16D债”投资者回售实施办法的公告》，本期债券采取场外回售的方式。投资者于6月X日、6月X日进行回售选择申报，6月X日，发行人通过其募集资金账户，原路退回全部10家投资者共计25笔回售资金，本息合计1,013,005,464.45元，并于6月X日晚披露《D公司关于“16D债”投资者回售结果的公告》。至此，回售工作顺利完成，“16D债”风险得到有效化解。

二、案例风险启示

在经济新常态下，公司经营面临的不确定性因素增多，经营业绩受市场环境影响较大，容易出现大幅波动，“16D债”案例具有一定的代表性。

“16D债”发行后不满足上市条件，究其原因，是发行人所处的火力发电行业受宏观经济和政策影响较大，加之发行人所在地区上网电价较低，用电需求有限，导致2015年经营业绩出现了巨额亏损。因此，投资者应提高识别行业风险的能力，投资对受宏观经济影响较大的周期性行业的项目应有充分的研判，从而尽可能的降低投资受损的风险。

(资料来源：中国证监会投资者保护局、中国证监会公司债券监管部)

案例3 E公司公募债券违约及处置案例

E公司2012年4月发行了4.8亿元的公司债（以下简称“12E债”），存续期为5年、附第3年末投资者回售选择权，发行利率为6.78%，每年的4月X日为债券付息日。2015年4月，因公司无法按时、足额筹集资金用于偿付“12E债”本期债券应付利息及回售款项，构成对本期债券的实质违约。

一、发行人及债券基本情况

E公司于2009年11月在交易所上市，实际控制人为M。公司原主营业务为高档餐饮业，是国内第一家在A股上市的民营餐饮企业，后经多次转型，主营业务涉及餐饮服务与管理、环保科技、网络新媒体及大数据处理。

2012年4月，公司发行了4.8亿元存续期为5年、附第3年（2015年4月）末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权的公司债，发行利率为6.78%，每年的4月X日为债券付息日。

二、风险暴露过程

公司2013年全年亏损5.64亿元，2014年上半年亏损659万元，经营风险增大，业务转型困难，并存在业绩真实性等质疑。

2014年10月，P资信公司披露对“12E债”的不定期跟踪评级报告，将其主体及债项评级均由A下调至BBB，触发交易所风险警示条件。交易所于10月X日对债券进行停牌处理，并于复牌后实行风险警示处理，债券更名为“STE债”。

2015年4月，因公司无法按时、足额筹集资金用于偿付“12E债”本期债券应付利息及回售款项，构成对本期债券的实质违约。

因公司2013年、2014年净利润分别为-5.6亿元、-6.8亿元，连续两年亏损，“STE债”于2015年6月暂停上市。

三、违约风险事件处置情况

“12E债”违约处置难度大。从经营角度看，一是传统餐饮业务业绩继续亏损，且公司转型的新业务发展停滞；二是公司前期形成的大额应收及预付款项约1.5亿元无法收回；三是因涉及房屋合同纠纷等情况，公司7个银行帐号被冻结，日常经营无法正常进行。从重组角度看，一是公司市值约为60亿元，估值较高，增加了借壳重组的难度；二是公司被证监会立案调查未有明确结论，重组存在障碍；三是实际控制人2014年国庆期间出国后迄今未归，更为重组增添难度。

鉴于上述原因，公司于2015年6月启动债务重组有关事项。因涉及相关利益方较多，涉及相关法律法规复杂，公司需同相关各方多次沟通协调。通过2015年下半年公司重大资产出售和债务重组，公司完成“12E债”债券兑付资金的筹集工作，2016年3月X日，偿债资金划入结算公司分公司的指定银行账户，结算公司已于2016年3月X日完成派发工作。其中，本金为2.92亿元，利息为353万元，违约金为1,722.95万元，合计3.13亿元。至此，“12E债”违约事件处置完毕。

四、案例启示

一是“12E债”的违约风险爆发离不开上市公司主营业务经营环境的巨大变化以及转型新业务的不顺利，若投资者在项目投资过程中能对行业的发展趋势进行准确的预判，预先采取行动规避风险，从而减少损失。二是“12E债”违约事件为我国资本市场首例公募债券本金违约案例，是“11C债”违约事件后的又一案例，再次打破了刚性兑付的预期，揭示了债券投资天然信用风险的属性。

(资料来源：中国证监会投资者保护局、中国证监会公司债券监管部)



(资料来源：中国证监会投资者保护局、中国证监会公司债券监管部)