

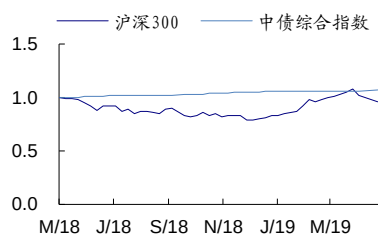
证券研究报告—深度报告

宏观固收

专题报告

2019 年 05 月 21 日

一年沪深 300 与中债指数走势比较



市场数据

中债综合指数	119
中债长/中短期指数	119/120
银行间国债收益(10Y)	3.73
企业/公司/转债规模(千亿)	27.36/70.70/3.12

相关研究报告:

《债市策略系列报告之七: 从长周期维度看利率》——2019-04-26
 《专题报告: 2019 年一季报&2018 年报管窥信用风险》——2019-05-14
 《专题报告: 2019 年债券违约事件全梳理》——2019-04-30
 《可转债复盘笔记系列之一: 1991 年-2000 年: 探索期与试点期》——2019-05-08
 《专题报告: 2018 年行业获现能力审视》——2019-05-07

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

证券分析师: 赵婧

电话: 0755-22940745

E-MAIL: zhaojing@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513080004

专题报告

哪些企业对外担保比率偏高?

主要结论

2019 年 3 月 19 日, 南京新港开发总公司发布《南京新港开发总公司关于部分资产被司法冻结的公告》称: 公司为南京东部路桥工程有限公司、南京建工产业集团有限公司向长安国际信托股份有限公司累计申请信托贷款 28.5 亿提供连带责任担保, 2019 年 3 月 11 日, 长安信托因东部路桥、南京建工未按照约定兑付本息, 向陕西省高级人民法院申请诉前财产保全, 经陕西省高级人民法院裁定, 公司持有的南京高科股份有限公司 249030500 股股权资产以及银行存款 16606 万元被冻结, 冻结期间为 2019 年 3 月 18 日至 2022 年 3 月 17 日。2019 年 5 月 9 日, 联合资信评估有限公司把南京新港开发总公司列入信用评级观察名单。对外担保带来的或有债务风险不容小觑。本文梳理了对外担保比率较高的上市公司债券发行人, 识别代偿风险。

截至 2019 年 5 月 13 日, 2018 年年报中存在对外担保情况的上市公司共 1182 家。另外 2018 年中报时, 有 2099 家公司存在对外担保情况。从上面两个时点的样本量来看, 对外担保率(对外担保总额/净资产*100)较高的主要是高杠杆率行业, 比如地产和建筑材料。

对于担保率较高的风险, 本文从两个角度考虑, 一方面是对外担保比率绝对水平偏高的企业, 另一方面是某一特定行业内, 对外担保比率排名前三, 且绝对水平超过 10% 的企业。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

对外担保比率偏高债券发行人列表.....	4
部分对外担保率偏高发债人信用风险分析.....	6
华胜天成信用风险分析.....	6
惠博普信用风险分析.....	7
国信证券投资评级.....	9
分析师承诺.....	9
风险提示.....	9
证券投资咨询业务的说明.....	9

图表目录

图 1: 主要行业对外担保比率.....	5
表 1: 各行业对外担保比率	4
表 2: 对外担保比率超过 20%的发债企业列表.....	5
表 3: 各个行业中对外担保率排名前三, 且绝对水平超过 10%的企业列表	5
表 4: 华胜天成主要财务数据	7
表 5: 华胜天成存量债券.....	7
表 6: 惠博普主要财务数据	8
表 7: 惠博普存量债券	8

2019年3月19日，南京新港开发总公司发布《南京新港开发总公司关于部分资产被司法冻结的公告》称：公司为南京东部路桥工程有限公司、南京建工产业集团有限公司向长安国际信托股份有限公司累计申请信托贷款28.5亿提供连带责任担保，2019年3月11日，长安信托因东部路桥、南京建工未按照约定兑付本息，向陕西省高级人民法院申请诉前财产保全，经陕西省高级人民法院裁定，公司持有的南京高科股份有限公司249030500股股权资产以及银行存款16606万元被冻结，冻结期间为2019年3月18日至2022年3月17日。2019年5月9日，联合资信评估有限公司把南京新港开发总公司列入信用评级观察名单。对外担保带来的或有债务风险不容小觑。本文梳理了对外担保比率较高的上市公司债券发行人，识别代偿风险。

对外担保比率偏高债券发行人列表

截至2019年5月13日，2018年年报中存在对外担保情况的上市公司共1182家。另外2018年中报时，有2099家公司存在对外担保情况。

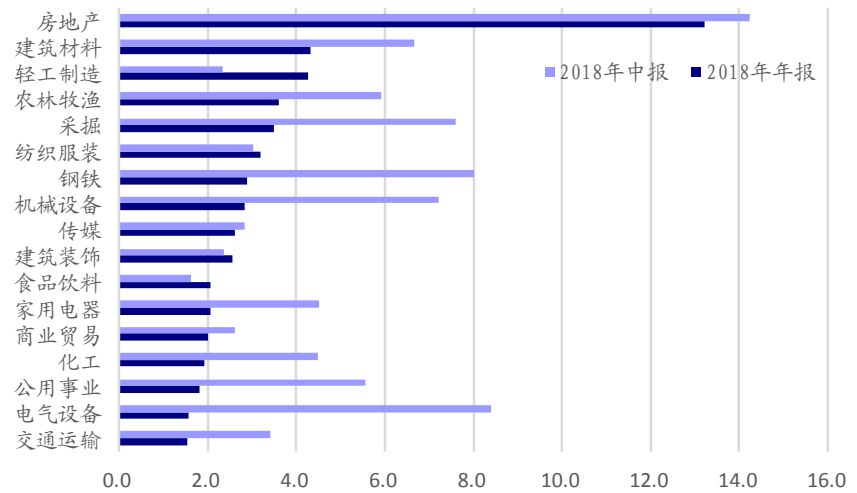
从上面两个时点的样本量来看，对外担保率（对外担保总额/净资产*100）较高的主要是高杠杆率行业，比如地产和建筑材料。

表 1: 各行业对外担保比率

申万行业	2018 年年报		2018 年中报	
	非子公司担保均值	样本个数	非子公司担保均值	样本个数
采掘	3.5	27	7.6	44
传媒	2.6	23	2.8	79
电气设备	1.6	49	8.4	121
电子	0.3	78	1.9	134
房地产	13.2	63	14.2	107
纺织服装	3.2	26	3.0	47
非银金融	0.6	32	0.3	38
钢铁	2.9	15	8.0	16
公用事业	1.8	71	5.5	118
国防军工	0.8	21	0.7	27
化工	1.9	126	4.5	196
机械设备	2.8	97	7.2	178
计算机	1.3	50	1.6	96
家用电器	2.1	13	4.5	39
建筑材料	4.3	34	6.7	53
建筑装饰	2.5	47	2.4	78
交通运输	1.5	55	3.4	69
农林牧渔	3.6	38	5.9	61
汽车	1.5	44	9.4	85
轻工制造	4.3	38	2.3	65
商业贸易	2.0	43	2.6	67
食品饮料	2.1	27	1.6	42
通信	1.0	19	4.4	50
休闲服务	0.3	6	3.9	20
医药生物	1.5	72	1.1	145
有色金属	0.4	45	4.1	78
综合	1.0	15	21.2	32

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理; 注: 上述计算中, 2018 年年报剔除了异常值*ST 康达、ST 天业、ST 安泰、ST 宜化、*ST 东电、金杯汽车、ST 双环、ST 慧球, 2018 年中报剔除了部分异常值, 包括*ST 工新、*ST 海润、*ST 厦工、*ST 富控、*ST 众和、千山药机、*ST 猛狮、*ST 龙力等

图 1: 主要行业对外担保比率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理; 注: 上述计算中, 2017 年年报剔除了异常值 ST 嘉陵, 2017 年中报剔除了异常值沈阳机床、黑牛食品、*ST 南风、亚星化学、ST 慧球、*ST 云网

对于担保率较高的风险, 本文从两个角度考虑, 一方面是对外担保比率绝对水平偏高的企业, 另一方面是某一特定行业内, 对外担保比率排名前三, 且绝对水平超过 10% 的企业。

根据 2018 年年报筛选, 对外担保比率超过 20% 的发债企业列表见表 2。从企业属性来看, 民企和地方国企各占一半左右。

表 2: 对外担保比率超过 20% 的发债企业列表

公司名称	代表债券	所属行业	对外担保比率 (%)	公司属性
金杯汽车	17 金杯 01	汽车	511.2	地方国企
ST 宜化	09 宜化债	化工	300.9	地方国企
中交地产	15 中房债	房地产	89.2	地方国企
新城控股	16 新城 03	房地产	82.7	民企
阳光城	15 阳房 01	房地产	47.0	民企
金科股份	15 金科 01	房地产	44.0	民企
凌钢股份	11 凌钢债	钢铁	38.8	地方国企
华胜天成	18 华胜 01	计算机	33.4	公众企业
大悦城	15 中粮 01	房地产	30.2	央企
珠江实业	16 珠实 01	房地产	29.0	地方国企
起步股份	19 起步 01	纺织服装	25.8	外资企业
惠博普	16 华油 01	采掘	22.1	民企
上海建工	18 沪建 Y3	建筑装饰	21.5	地方国企

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

另外各个行业中的前三, 且绝对水平超过 10% 的企业列表如下:

表 3: 各个行业中对外担保率排名前三, 且绝对水平超过 10% 的企业列表

公司名称	代表债券	所属行业	对外担保比率	公司属性
惠博普	16 华油 01	采掘	22.1	民企
中交地产	15 中房债	房地产	89.2	央企
新城控股	16 新城 03	房地产	82.7	民企
阳光城	15 阳房 01	房地产	47.0	民企
起步股份	19 起步 01	纺织服装	25.8	外资企业
新野纺织	16 新野 02	纺织服装	15.0	地方国企

中航资本	19 航控 02	非银金融	10.7	央企
凌钢股份	11 凌钢债	钢铁	38.8	地方国企
ST 宜化	09 宜化债	化工	300.9	地方国企
中材科技	18 中材 Y1	化工	10.4	央企
华胜天成	18 华胜 01	计算机	33.4	公众企业
上海建工	18 沪建 Y3	建筑装饰	21.5	地方国企
岭南股份	15 岭南债	建筑装饰	16.2	民企
金杯汽车	17 金杯 01	汽车	511.2	地方国企
金一文化	17 金一 02	轻工制造	17.1	地方国企
洛阳钼业	16 栾川钼业 MTN001	有色金属	11.7	民企

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

部分对外担保率偏高发债人信用风险分析

华胜天成信用风险分析

整体来看,近年来公司债务规模增长较快,EBITDA 对债务的保障程度一般。而且,公司债务结构以短期债务为主,债务结构有待改善。另外公司发起设立的物联网并购基金,公司除了认购部分份额外,还对平安证券股份有限公司的份额和应得收益担保,存在一定的或有债务风险。

基本情况: 公司核心业务包括企业 IT 系统解决方案和云计算产品及服务。2018 年营收占比分别为 75.8%和 23.05%,毛利占比为 44%和 50.4%。2018 年,公司实现营业收入 52.24 亿元,同比-3.81%。公司目前无实际控制人。

盈利能力: 公司毛利率相对稳定,2016-2018 年综合毛利率分别为 17.6%、17.05%和 15.7%。三费方面,2018 年公司财务费用占比明显提升,财务费用占营业收入比重提高至 4.64%。

现金流: 2016-2018 年,公司经营活动现金流净额分别为 1.3 亿元、-8.95 亿元和 7.88 亿元,经营活动现金流净额波动较大。2018 年经营现金流净额转正,主要是应收账款大量减少。

偿债能力: 长期偿债能力方面,2016-2018 年,公司 EBITDA 利息倍数下降,三年分别为 3.1 倍、4 倍和 0.6 倍;EBITDA/债务总额分别为 0.1 倍、0.13 倍和 0.03 倍。总体看,公司 EBITDA 对债务的覆盖度较差,长期偿债能力偏弱。短期偿债能力方面,2016-2018 年,公司流动比率分别为 2.02 倍、1.23 倍和 1.14 倍;速动比率分别为 1.69 倍、1.11 倍和 0.98 倍。公司近三年流动比率和速动比率均呈下降趋势,短期偿债能力弱化。总体来看,公司偿债压力较大。

担保情况: 截至 2018 年 12 月 31 日,公司本部为参股股东王维航、参股公司 1 和参股公司 2 共担保 15.56 亿,占当期净资产的 33.4%;公司及其子公司对子公司的担保余额 4.79 亿,占当期净资产的 10.3%。公司对外担保规模较大,主要是为物联网并购基金有限合伙人平安证券股份有限公司的份额担保。公司及王维航先生均同意无条件远期受让物联网并购基金有限合伙人平安证券股份有限公司的合伙份额。该份额估值=平安证券作为有限合伙人的实际出资 13.86 亿元+平安证券在投资期内应得但并购基金尚未支付的固定收益(第 1-4 年为 6.5%年化收益率,第 5 年为 7%年化收益率)。公司与王维航先生对此互相提供无条件的连带责任保证担保,担保期限至公司或王维航履行对平安证券所持有的企业份额的受让义务到期之日,且最长不超过 5 年。

表 4: 华胜天成主要财务数据

	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
营业收入 (亿元)	47.9	31.2	54.3	52.2
毛利率(%)	17.0	17.6	17.1	15.7
净利润 (亿元)	1.1	0.4	2.4	-2.9
经营性净现金流 (亿元)	3.3	1.3	-9.0	7.9
EBITDA (亿元)	2.6	2.5	5.4	0.9
长期债务 (亿元)	9.0	9.0	3.3	3.3
全部债务 (亿元)	18.2	23.6	40.5	26.7
EBITDA/债务总额	0.14	0.10	0.13	0.03
EBITDA 利息倍数(倍)	3.5	3.1	4.0	0.6
资产负债率 (%)	58.1	47.7	54.6	48.1
全部债务资本化比率 (%)	43.6	33.1	45.4	36.4
短期刚性债务占比 (%)	50.8	62.0	92.0	87.8
货币资金/短期债务	1.7	1.6	0.5	0.5

资料来源: WIND、评级报告、国信证券经济研究所整理

表 5: 华胜天成存量债券

债券代码	债券简称	债券类型	主体评级	债项评级	余额	剩余期限	票面利率	收益率 (考虑回售)
143596.SH	18 华胜 01	公司债	AA	AA	1.00	0.94+2+1Y	8.0%	8.8%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

惠博普信用风险分析

整体来看, 公司应收账款和其他应收款规模较大, 对资金占用较明显。公司债务规模不小, 且短期有息债务占比较高, 偿债压力较大。另外 2018 年公司对外担保增加较多, 面临一定的或有负债风险。

基本情况: 公司主要经营油气田装备及工程、石化环保装备及服务 and 油气资源开发及利用业务, 2018 年营业收入占比分别为 64.8%、9.14%和 26.02%, 毛利占比为 65.8%、14.3%和 19.9%。油气田装备及工程为公司核心业务。2018 年公司实现营业收入 16.6 亿元, 同比增加 11.9%。同期, 公司利润总额-4.6 亿元, 净利润-4.98 亿元。公司控股股东和实际控制人为黄松、白明垠和肖荣。2019 年 4 月 30 日, 公司发布《重大事项停牌公告》, 公司共同控股股东及实际控制人黄松、白明垠和肖荣三人正在策划股权转让事项, 拟联合部分非控股股东向国有背景战略投资者转让股权, 转让比例为总股本 7%-10%, 同时公司拟向该战略投资者非公开发行股票, 上述事项将导致公司控股股东及实际控制人胡变更。该事项尚处于进展阶段。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12420

