



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

简评

固定收益研究报告

2011 年 6 月 24 日

信用

固定收益研究组

姬江帆¹

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511030008
jjf@cicc.com.cn

徐小庆

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511030009
xuxq@cicc.com.cn

沈阳机床获债务豁免或反映流动性紧张

事件

沈阳机床（集团）有限责任公司（“沈机床集团”）多次发行短融，目前余额 5 亿元，3 月份发行时中诚信将公司主体评级由 AA-上调至 AA，中金主体评分在 10 年发行时已由 4 下调至 4-。近期该发行人的上市子公司沈阳机床股份有限公司（000410，“沈机床股份”）发布公告称：本年度 1-5 月份，公司及下属分子公司分别陆续与 101 家供应商签署了《债务豁免协议》，涉及重组债务本金 14,129.09 万元，平均债务缩水率为 10.05%，形成利得合计 1,420.12 万元。

点评

- 豁免率高，但总规模不大，利得较小，重组后支付压力加大。公司此前亦有类似的债务豁免先例。
- 债务豁免或反映公司流动性紧张、短期资金周转压力持续加大的财务特征。
- 短融发行人沈机床集团流动性紧张、短期资金周转压力大的特征与沈机床股份类似，高度依赖外部融资周转，如信贷收缩，流动性风险会加大。
- 投资者需特别关注外部融资收缩环境下此类流动性指标较弱的发行人的偿债风险。

¹ 报告贡献人：张莉（zhangli3@cicc.com.cn）

豁免率高，但总规模不大，利得较小，重组后支付压力加大。公司此前亦有类似的债务豁免先例。公司本次涉及重组的应付账款豁免比例达到 10.05% 的较高水平，但本金只有 14,129.09 万元，平均债务缩水率为 10.05%，形成利得合计只有 1,420.12 万元。根据与各供应商的协议约定，公司及下属分子公司将在本年内分期向各供应商支付货款。我们注意到沈机床股份之前也有类似的债务豁免，如 10 年 6 月公告与 59 家供应商签署债务豁免协议，涉及重组债务本金 4,071.96 万元，平均债务缩水率为 13.38%，形成利得合计 544.79 万元。

债务豁免或反映公司流动性紧张、短期资金周转压力持续加大的财务特征。如表 1，沈机床股份年 EBITDA 最高不足 7 亿元，而近年实际经营净现金流均为负，没有增量偿债资金来源。一季度末公司账面货币资金只有 4.2 亿元，加上应收票据后短期流动性合计也仅 7.5 亿元，而对应短期债务达到 43.6 亿元（含 0.8 亿元应付票据），账面流动性只能覆盖短期刚性债务的 17.2%，周转压力非常大。而且，除刚性债务外，公司账面应付账款余额也高达 34.8 亿元（应收账款余额 25.0 亿元），存在支付压力。从近年货币资金/短期债务比率变化看，公司的短期债务周转压力呈持续上升趋势。我们倾向于认为，公司能够持续获得 10% 以上折扣率的应付账款豁免，可能与企业付款不及时、供货商被迫牺牲利益换取受偿有关（公司 10 年年报披露 1 年以上应付账款余额 4.5 亿元，占比 14.4%），反映的是企业资金周转困难，而并非经营垄断带来的占压上游供应商资金能力强。

短融发行人沈机床集团流动性紧张、短期资金周转压力大的特征与沈机床股份类似，高度依赖外部融资周转，如果信贷收缩，流动性风险会加大。沈机床集团是沈机床股份的控股股东，短期资金周转压力大的特征与沈机床股份非常类似：公司经营活动同样没有净现金流贡献，近年货币资金/短期债务比率呈持续下降趋势，3 月末货币资金与应收票据余额合计 16.0 亿元，而短期借款与应付票据余额合计 60.9 亿元，面临很大的周转压力，同时公司应付账款余额也达 44.3 亿元（超过 31.1 亿元应收账款余额）。公司近两期发行短融时，我们强调其短期偿债压力持续加大，主要依赖外部授信周转，下调了评分。如果银行信贷收缩，公司自身经营现金流不足以补充偿债资金来源，流动性风险会显著加大。

投资者需特别关注外部融资收缩环境下此类流动性指标较弱的发行人的偿债风险。表 3 列出了部分短期流动性指标相对较弱的发行人情况，供投资者参考。

表 1. 沈机床股份主要财务指标

人民币亿元	2008	2009	2010	2011.3
总资产	93.28	89.56	104.83	111.77
货币资金	7.91	6.24	4.63	4.17
净资产	13.85	14.18	15.49	16.09
总债务	29.33	38.09	49.22	49.56
短期债务	28.93	29.49	42.22	42.76
净短期债务	21.02	23.25	37.59	38.59
经营活动现金流	(7.78)	(11.09)	(2.59)	0.33
投资活动现金流	(1.97)	(5.76)	(4.38)	(0.34)
筹资活动现金流	9.86	18.42	8.47	(0.24)
主营业务收入	65.45	59.78	80.47	23.99
主营业务利润	9.85	12.54	16.97	4.90
EBITDA	-1.03	5.97	6.68	NA
净利润	0.42	0.53	1.40	0.44
主营业务利润率	15.04%	20.98%	21.09%	20.44%
主营业务收入增长率	NA	-8.67%	34.62%	NA
总资产回报率	NA	0.30%	1.46%	NA
净资产收益率	NA	3.75%	9.40%	NA
现金收入比	106.14%	101.85%	125.65%	102.95%
经营现金流/EBITDA	754.51%	-185.82%	-38.78%	NA
流动比率	0.92	1.02	1.00	1.00
速动比率	0.53	0.62	0.52	0.55
应收账款周转率	NA	3.64	3.82	NA
存货周转率	NA	1.66	1.95	NA
资产负债率	85.15%	84.16%	85.22%	85.60%
短期债务/总债务	98.64%	77.42%	85.78%	86.28%
总债务/总资本	67.93%	72.87%	76.06%	75.49%
货币资金/短期债务	27.35%	21.15%	10.96%	9.75%
货币资金/总债务	26.97%	16.37%	9.40%	8.41%
经营现金流/总债务	-26.51%	-29.11%	-5.27%	0.67%
EBITDA/利息支出	-0.61	2.42	2.54	NA
EBITDA/总债务	-0.04	0.16	0.14	NA

资料来源：财汇资讯，中金公司研究

表 2. 沈机床集团主要财务指标

人民币亿元	2008	2009	2010	2011.3
总资产	159.76	153.01	181.51	187.45
货币资金	13.32	11.27	14.54	10.07
净资产	39.31	40.96	37.40	37.38
总债务	48.12	53.41	85.94	82.77
短期债务	39.69	39.90	73.09	69.64
净短期债务	26.37	28.63	58.55	59.57
经营活动现金流	(12.47)	(6.17)	(4.65)	0.34
投资活动现金流	(6.93)	(8.47)	(5.51)	(0.62)
筹资活动现金流	17.37	15.85	15.24	(4.19)
主营业务收入	89.48	81.41	110.56	31.84
主营业务利润	16.71	17.94	24.35	6.86
EBITDA	2.66	7.65	9.86	NA
净利润	2.80	1.70	2.34	0.46
主营业务利润率	18.68%	22.04%	22.02%	21.55%
主营业务收入增长率	7.64%	-9.01%	35.81%	NA
总资产回报率	0.36%	0.03%	0.09%	NA
净资产收益率	7.26%	4.24%	5.96%	NA
现金收入比	111.47%	98.39%	117.39%	105.95%
经营现金流/EBITDA	-468.39%	-80.70%	-47.15%	NA
流动比率	1.01	1.05	0.98	0.97
速动比率	0.53	0.61	0.50	0.50
应收账款周转率	6.27	3.95	4.26	NA
存货周转率	1.53	1.32	1.63	NA
资产负债率	75.39%	73.23%	79.39%	80.06%
短期债务/总债务	82.49%	74.70%	85.04%	84.14%
总债务/总资本	55.04%	56.60%	69.68%	68.89%
货币资金/短期债务	33.55%	28.24%	19.89%	14.46%
货币资金/总债务	27.67%	21.10%	16.91%	12.17%
经营现金流/总债务	-25.91%	-11.55%	-5.41%	0.42%
EBITDA/利息支出	0.91	2.56	2.49	NA
EBITDA/总债务	0.06	0.14	0.11	NA

资料来源：财汇资讯，中金公司研究

表 3. 部分发行人短期流动性指标

发行人	2008			2009			2010			2011.3			中金评分	行业
	(现金+短投+应收票)/短期债务	短期债务/总债务	现金来源/现金支出	(现金+短投+应收票)/短期债务	短期债务/总债务	现金来源/现金支出	(现金+短投+应收票)/短期债务	短期债务/总债务	现金来源/现金支出	(现金+短投+应收票)/短期债务	短期债务/总债务	现金来源/现金支出		
浙江景兴纸业股份有限公司	0.7	0.7	0.5	0.4	0.8	0.4	0.3	0.9	0.4	0.5	0.9	4-	消费品	造纸
湖南海利化工股份有限公司	0.2	1.0	0.2	0.4	0.9	0.4	0.3	0.9	0.3	0.4	0.9	SME	基础工业	化工
广西农垦集团有限责任公司	0.2	0.7	0.2	0.3	0.7	0.2	0.4	0.8	0.2	0.4	0.7	4	农业	农业
华泰集团有限公司	0.2	0.8	0.2	0.3	0.9	0.3	0.3	0.7	0.3	0.4	0.6	4	基础工业	造纸
河南新野纺织股份有限公司	0.2	0.8	0.3	0.3	0.7	0.4	0.3	0.8	0.4	0.3	0.8	5	消费品	纺织服装
江西稀有稀土金属钨业集团有限公司	0.5	1.0	0.4	0.2	0.9	0.3	0.4	0.8	0.3	0.3	0.6	5+	基础工业	有色金属
大连集装箱码头有限公司	0.0	0.9	0.3	0.2	0.8	0.1	0.2	0.9	0.4	0.3	0.9	4	公用事业	港口
沈阳机床（集团）有限责任公司	0.6	0.8	0.7	0.3	0.8	0.4	0.3	0.8	0.4	0.3	0.8	4-	基础工业	机械设备
富通集团有限公司	0.2	0.8	0.2	0.3	0.7	0.3	0.2	0.7	0.3	0.2	0.7	4-	信息技术	通讯设备
北新集团建材股份有限公司	0.3	0.8	0.3	0.5	0.8	0.5	0.4	0.8	0.4	0.2	0.8	4	基础工业	建筑建材
山西三维集团股份有限公司	0.2	0.8	0.1	0.2	0.7	0.2	0.2	0.8	0.3	0.2	0.9	4-	基础工业	化工
中国中纺集团公司	1.1	1.0	0.6	0.3	1.0	0.5	0.2	1.0	0.3	0.2	0.9	3-	基础工业	贸易
雅戈尔集团股份有限公司	0.5	0.8	0.4	0.3	0.7	0.6	0.4	0.8	0.4	0.2	0.8	4+	消费品	纺织服装
新疆中基实业股份有限公司	0.4	0.8	0.4	0.2	0.7	0.3	0.2	0.8	0.1	0.2	0.8	4-	消费品	食品饮料
云南铜业股份有限公司	0.5	0.7	0.0	0.3	0.7	0.2	0.2	0.8	0.2	0.2	0.8	4-	基础工业	有色金属
宁波市电力开发公司	0.5	0.8	0.6	0.2	0.9	0.3	0.2	0.7	0.2	0.2	0.7	4-	基础工业	贸易
中粮生物化学（安徽）股份有限公司	0.2	0.8	0.2	0.2	0.8	0.4	0.2	0.9	0.3	0.2	0.9	4	农业	农业
国电英力特能源化工集团股份有限公司	0.4	0.5	0.4	0.2	0.5	0.2	0.2	0.7	0.2	0.2	0.4	4	基础工业	化工
北京顺鑫农业股份有限公司	0.4	0.9	0.4	0.2	0.8	0.1	0.3	0.8	0.2	0.2	0.9	5+	农业	农业
南通天生港发电有限公司	0.1	0.9	0.1	0.2	0.9	0.3	0.1	1.0	0.3	0.1	0.7	4	公用事业	电力
江苏镇江发电有限公司	0.0	0.7	(0.0)	0.3	0.5	0.3	0.1	0.9	0.1	0.1	0.7	4+	公用事业	电力
内蒙古岱海发电有限责任公司	0.0	0.3	0.2	0.0	0.5	0.2	0.0	0.7	0.2	0.1	0.7	4+	公用事业	电力
上海巴士公交（集团）有限公司	0.3	1.0	0.3	0.3	1.0	0.2	0.1	1.0	(0.1)	0.1	1.0	4	公用事业	公交

资料来源：财汇资讯，中金公司研究

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

