

中国固定收益

点评研究报告

第一创业宏观研究组

王皓宇 S1080209110061

胡泽利 S1080511020001

电话: 0755-25832570

邮件: huzeli@fcsc.cn

一叶或知秋，“好戏”在后头

---从晶科能源被列入观察名单说起

前言:

当海宁晶科能源的群体性事件被媒体曝光时，债券市场的投资者估计都是以公众的角度将其当做一则新闻来看待，涉及到债券市场的或许也就是觉得这家公司的名字有那么点儿耳熟。没有想到的是，事件发生后的第4天，中诚信就将晶科能源划入了信用评级观察名单，而且还是有可能被降级的观察名单，涉及11晶科CP01/02/03，总额10亿元。原来社会生活的方方面面与我们债券市场是这般的亲近。

一、对晶科短融的影响：高速增长中的阵痛

典型的民营企业，典型的竞争优势。以大家所熟知的力诺太阳和无锡尚德等来看，光伏行业的公司背景大多以民营为主，这家晶科能源也不例外。李仙德、陈康平、李仙华等人通过在开曼群岛注册晶科能源控股有限公司，再绕道在香港注册的柏嘉科技有限公司，最终控股晶科能源有限公司。其中，晶科能源控股有限公司已经于2010年5月在纽交所挂牌交易。

尽管在国内的光伏企业中，公司的综合排名在第十名出头，但是与很多其他新兴产业的高科技公司一样，公司还是有其特定的竞争优势的。比如，公司集研发、生产和销售于一身，具有较为完整的产业链；以中部地区的上饶市作为生产基地，能够有效节省生产成本；其硅片切割技术处于国内领先地位，在欧美市场也有一定市场占有率等。

新兴的产业背景，加上一定竞争优势，晶科能源在出事正在飞速发展的高速路上。公司的资产规模从2008年末的12.88亿元，到2011年中的96.65亿元，晶科能源仅仅花了不到三年时间；期间的营业收入虽然历经2009年金融危机略受影响，但是整体增速仍然不低，尤其是2011年上半年更是高达47.10亿元，超过2010年全年的水平，且因伴随有毛利率稳定在26%附近，盈利前景一片光明。在负债一方，虽然近期公司加大了投资的力度，但资产负债率尚且维持在59%处，也不算特别高。大家所熟悉的无锡尚德截至2010年末的资产负债率为64%，被特别处理的力诺太阳截至2011年6月末的负债率更是高达102%。

对股票投资者来说，高增长的态势或已不再。作为一家刚刚经历过高速增长的高技术产业企业，我们认为此次事件对公司的打击还是不容小觑的，短期内高速增长或许很难延续。这不仅是因为公司停产后，盈利能力将受到显著影响，由于欧洲的债务问题在短期内难以解决，依靠政府补贴的光伏产业的需求如果受到显著影响还有可能对下阶段的营收产生更大的影响，毕竟公司目前60%的产品都是外销（以德国和意大利为主），而且公司的净利润在金融危机期限曾大幅下滑超过50%还历历在目。

对债券投资者来说，偿债能力有影响，但应该还能HOLD住。光伏产业既是资金密集型制造业，又是对贸易融资依赖度很强的出口企业，因此对资金链要求向来较高，一旦资金链紧张，则不免有些让人难



安。不过从目前的财务分析来看,我们认为出现财务困境的概率可能并不大。一方面,尽管为了支撑上半年约 15 亿元的投资支出,公司向银行借了 28.59 亿元的款,再加上原来以短期借款为主的借款规模,公司在未来一年内需要偿还的债务可能接近 30 亿元,但是由于评级报告指出其在 2011 年需要偿还的银行贷款为 11.07 亿元,且三期短融均在 2012 年到期,再考虑到公司在今年上半年高达 47 亿元的营业收入来说,预计现金流在短期内应该能承受得住。另一方面,根据我们行业研究员的判断,公司的经营规模还算比较大,且有一定库存可供消化,短期的负面影响并不会改变其在经营方面的中长期优势。

二、对短融市场的影响:“好戏”还在后头

虽然晶科能源的短期偿债能力尚且不会出现大的恶化,但是我们认为,需要关注的应该不仅仅是事件本身,以管中窥豹的研究态度,做一些深入思考,我们可以得到更为宏观的结论。

首先,小事件也会引起大波澜。通过观察最近两年以来被列入信用观察名单的事件起因(附表 3),可以发现,虽然大部分起因均以突发性事件为主,比如瓦斯爆炸、伪造金融票据骗取资金、实际控制人携款潜逃等,但是反过来回顾债券市场的评级过程,也不是每次事件都会引来评级公司的降级举动。看得到的比如今年上半年炒得沸沸扬扬的四川高速的转移资产,就没有引起评级公司的重视,那还有不少我们还没有看到的突发事件呢。于是,此次晶科能源的污染事件,在以往来看,评级机构是完全可以睁一只眼闭一只眼的,但是此次评级机构选择站出来选择列入观察名单,说明其对信用事件已经给予了高度重视。

不仅仅是重视程度有所提高,在反应速度上,此次评级公司也是大有进步的。自群体性事件于 9 月 15 日晚间开始,到 9 月 19 日中诚信将其列入信用评级观察名单,时隔仅仅 4 天。而在以往,比如 2010 年末义马煤业集团被列入信用评级观察名单,是发生在巨源煤业瓦斯爆炸发生后的第 10 天;又比如 2011 年 6 月大连市中小企业集合票据被列入观察评级名单,则是在肇事企业大连第二耐酸泵厂的法定代表人被立案调查后的两个月后。我们认为,评级公司之所以在目前环境下愿意既主动又快速地做出反应,是因为在紧缩政策的持续很可能会导致部分企业的出现信用事件的情况下,通过不断的跟踪评级能够有效提高评级公司自身的市场关注度,并向社会公众树立自己良好的尽职尽责形象,扩大市场影响力。

其次,今年以来的评级动态已经显示负面评级正在加速。伴随着近年来我国债券市场的蓬勃发展,以及经济增长的欣欣向荣,无论是债市投资者还是评级机构,都似乎已经习惯了不断上调的评级,评级被下调的似乎已经销声匿迹,被列入信用观察名单的更是凤毛麟角。不过这种态势,在晶科能源被列入信用观察名单之后,可能会有所改变。本报告的附表列示了自 2009 年以来所有被评级公司列入信用观察名单的列表。表中数据显示,2009 年和 2010 年的列入名单事件均为三起,而自今年初以来,已经发生了 5 起,显示在经济增速有下滑迹象的情况下,负面评级已经有在加速的迹象了。

再次,直接通过紧信贷传导的事件暂未出现,“好戏”或许还在后头。依我们对宏观大环境的判断,我们坚信在如此紧张的信贷环境下,以很大的概率会有企业出现流动性困难。但是,此次山东海龙和晶科能源这两个被列入信用观察名单的事件,一个是因为公司治理问题导致的经营不善,一个则是因为污染事件导致的被勒令停产,主导因素均不是发行企业所在行业的经营环境有多么恶劣。因此,事态的发展可能还只是刚刚开始,真正具有代表性意义的非城投的负面事件可能还没有真正出现。

总的来看,以如上的分析顺势而下,则结论是非常悲观的,即不管城投债是否会有企稳的信号,至少非城投的调整可能还正在半山腰中。再从债券市场的反应来看,事实可能正在朝着这种悲观预期发展——当晶科能源被列入信用评级观察名单之后,交易所的城投债再一次迎来了暴跌。自本周二开始,数十只城投债一天就能跌去 2-4 元,而且这种暴跌至少已经持续了 2-3 天,使得部分城投债的收益率攀升到 10%-11%以上,在债券市场不长的历史上极为少见。无独有偶的是,在从近期的新闻消息面来看,似乎实体经济也在印证我们的判



断：一是以温州最大的眼镜生产商之一信泰集团的老板可能因资金链断裂而失踪，多少跟 2008 年 10 月东莞最大的玩具厂倒闭时有些相似，二是绿城集团的信托业务被银监会调查后，引来海内外地产股的暴跌，再加之近期房地产商的集体打折促销活动，多少也能让人联想到 2008 年下半年的地产冬天。

因此，尽管结论比较悲观，但是我们还是认为，接下来，在信用调级的示范效应以及收益率的攀比效应的综合影响下，继城投债之外，下一个债券的重灾区很可能向非城投蔓延。“好戏”或许还在后头……

附表 1：晶科能源有限公司所发行的三只短融的发行要素

短融代码	短融名称	发行日期	到期日期	期限	规模	评级	评级机构	票面利率
1181014.IB	11 晶科 CP01	2011-01-13	2012-01-14	1 年	3 亿元	AA-	中诚信	5.28%
1181120.IB	11 晶科 CP02	2011-03-22	2012-03-23	1 年	3 亿元	AA-	中诚信	5.60 %
1181316.IB	11 晶科 CP03	2011-07-08	2012-07-11	1 年	4 亿元	AA-	中诚信	6.50 %

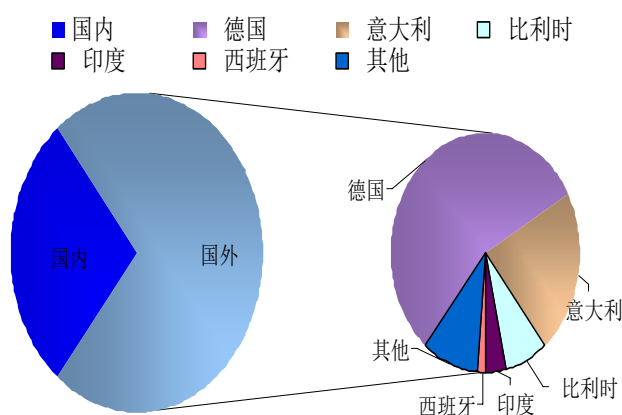
资料来源：中国债券信息网，第一创业研究所整理

附表 2：晶科能源有限公司的部分财务数据

财务指标	2009.12	2010.12	2011.06	财务指标	2009.12	2010.12	2011.06
资产总额（亿）	12.88	22.33	96.65	主营业务收入（亿）	22.10	16.01	47.10
负债总额（亿）	4.63	12.60	57.05	净利润（亿）	1.28	8.91	7.97
应收账款/流动资产(%)	20.03	19.69	34.76	主营业务利润率（%）	13.66	13.90	26.25
货币资金/流动资产(%)	4.82	22.32	27.16	净资产收益率（%）	57.66	13.84	24.81
流动资产/资产总额(%)	54.51	58.76	60.29	经营活动现金流净额（亿）	1.18	5.78	-0.36
短期借款/长期借款	1.36	3.93	5.75	经营活动净现金流/流动负债(%)	-32.60	13.43	-0.69
流动负债/总负债(%)	97.57	69.85	92.65	货币资金/流动负债(%)	7.96	30.86	29.94
资产负债率（%）	35.95	56.44	59.02	应收账款周转天数	9.26	40.20	51.54
流动比率（%）	165.08	138.29	110.25	存货周转天数	23.73	63.25	39.09

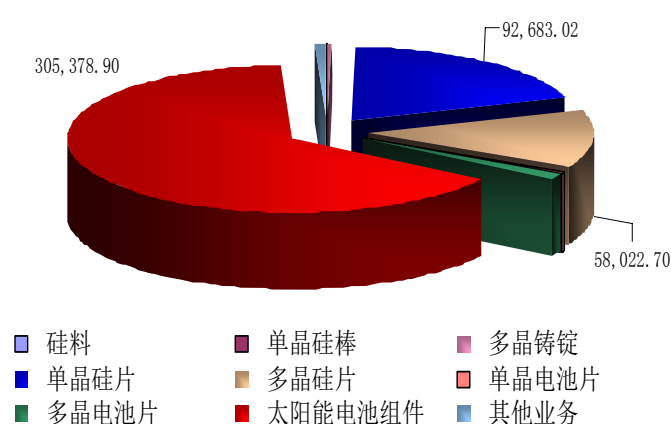
资料来源：Wind，第一创业研究所整理

附图 1：晶科能源的产品出口结构



资料来源：募集说明书，第一创业研究所整理。

附图 2：晶科能源 2010 年营业收入结构（单位：万元）



资料来源：募集说明书，第一创业研究所整理。



附表 3: 2009 年以来, 被评级公司列入信用评级观察名单的公告汇总

2011.06.27	联合《关于将山东海龙股份有限公司列入信用评级观察名单的公告》 经营业绩显著下滑、多为高管辞职、被证监会立案调查
2011.06.27	联合《关于将大连第二耐酸泵厂列入信用评级观察名单的公告》 大连第二耐酸泵厂的控制人张志勤因挪用资金于 2011 年 4 月 21 日被立案调查, 且张志勤刑拘在逃, 大连二耐厂于 6 月 15 日在中债网进行重大事项公告。
2011.01.21	联合《关于将东北特殊钢集团有限公司列入信用评级观察名单的公告》 抚顺特钢集团于 1 月初宣布破产, 其持有东北特钢集团 22.68% 的股权以及东北特钢子公司抚顺特钢抚顺特钢 13.10% 的股权。
2011.01.05	大公《关于将齐鲁银行列入信用评级观察名单的公告》 伪造金融票据骗取资金可能会对齐鲁银行的信用质量产生较大影响。
2011.01.05	联合《关于将广州市建设投资发展有限公司列入信用评级观察名单的公告》 所属年票制项目将从公司划出, 该年费制项目的营业收入占公司当年总营业收入的 89.56%, 划转资产合计 296.03 亿元。
2010.12.29	联合《关于将潍坊市投资公司列入信用评级观察名单的公告》 部分股权质押的手续尚未办理好。
2010.12.17	联合《关于将义马煤业集团股份有限公司列入信用评级观察名单的公告》 12 月 7 日, 河南省三门峡市渑池县巨源煤业有限公司发生瓦斯爆炸, 共造成 26 人遇难, 该煤矿属于义马煤业集团。
2010.02.04	中诚信《关于将辽宁忠旺集团有限公司评级列入观察名单的公告》 辽宁中旺的控股股东中国忠旺控股有限公司聘请安永就部分销售交易和所得税申报记录进行独立审阅, 中国忠旺股票暂停交易, 以待敏感信息的披露。
2009.09.02	联合《关于将广州汽车集团股份有限公司列入信用评级观察名单的公告》 丰田汽车要召回 407.503 万辆汽车, 当时凯美瑞和雅力士这两款车型的产量合计占广汽集团乘用车产量的 29.32%。
2009.06.19	联合《关于将湖南泰格林纸集团有限责任公司和岳阳纸业股份有限公司列入信用评级观察名单的公告》 1、泰格林纸集团和岳阳纸业的原董事长和部分现任高管因经济问题正在接受调查; 2、两家公司存在资产不实的问题
2009.04.28	联合《关于将广州汽车集团股份有限公司列入信用评级观察名单的公告》 广汽丰田 4 月 24 日决定召回 25.91 万辆凯美瑞汽车。2007 年和 2008 年 1-9 月, 广汽丰田生产的凯美瑞汽车分别才 17.03 万辆和 11.27 万辆。

资料来源: 中国债券信息网, 第一创业研究所整理

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120