

勾结多家机构违规发债后或破产：河南最大国企永煤控股上演“旁氏骗局”？

且在永煤控股债券违约前，中诚信对永煤控股的评级始终为AAA，即认为其“偿还能力具备最大保障，违约风险极低”。

“直到永煤控股债券爆雷的那一刻，我们才知道蒙了。看上去不差的永煤控股财报，却布满地雷。”近期，一位持有永煤控股债券的北京某投资机构人士对《企业观察报》说，“比如，我们不知道永煤控股财报上的那470亿货币资产基本不能用，连10亿元债务都还不上。”

“事实上，如果仔细研究永煤控股及其母公司豫能化的财务报表，就会发现深藏其中的债务危机爆发只是早晚的事。”前述券商机构人士指出，从近年财报看，永煤控股及其母公司豫能化的盈利能力和偿债能力较差。

据官方信息，豫能化主要业务为能源、高端化工、现代物贸、金融服务、智能制造和合金新材料等，拥有煤炭产能8000多万吨、化工产品产能合计1000万吨，有大有能源、九天化工、濮阳绿宇泡绵3家上市公司。永煤控股是其核心子公司和煤炭业务运营主体。

永煤控股披露的财报显示，业务构成上，煤炭业务占其营业收入的50%，贡献了接近90%的利润，且盈利水平稳定，约40%的毛利率在行业中属中上水平；除了煤炭业务，非煤业务占比比较高，但盈利能力弱，其中化工业务拖累较大，毛利率自2018年约20%的峰值跌至目前仅2%的水平。

受化工板块拖累，永煤控股归母净利润在2018年出现亏损，2019年亏损扩大到13.17亿，今年一季度亏损4.04亿元；同时，永煤控股的资产负债率常年保持在高位。

对比近年财报不难发现，微薄的净利润和远高于同行业的资产负债率也是近年来豫能化的一大隐患。

盈利能力每况愈下之外，母公司与关联方占款严重，也是导致永煤控股触发债务违约的另一个关键原因。

如前述，永煤控股2020年三季度报显示，其货币资产为470亿元。“账上有470亿现金却无法兑付10亿债券？”投资者质疑强烈。

对此，永煤控股相关负责人事后向外界解释，“这部分资金基本都是被占用的受限资金，能用的资金不足以用来偿还债券。”

综合永煤控股发布的募集说明书等公开信息，下属亏损的化工子公司占用资金之外，永煤控股相当一部分资金被母公司豫能化内部关联方所占用。2019年末永煤控股应收关联方款项达104.46亿元。

值得注意的是，截至2020年3月末，豫能化的260亿元资金也被其内部关联方占用。而关于大量被占用资金的去向和用处，豫能化及永煤控股并未作出具体说明。

永煤控股恶性违约

多位投行人士认为，永煤控股债券毫无预期地爆雷，已经构成了恶性违约：“作为一家地方大型国有企业，永煤控股恶性违约对国企整体信用环境和形象造成了极大破坏。”

“从目前监管部门公布的信息看，永煤控股债券违约的源头，还涉嫌其利用国企身份和投资者的‘国企信仰’，在现金流枯竭的情况下，勾结多家中介机构暗箱操作、操纵市场，不停地发新债还旧债。”国内某大型期货公司能源化工分析师对《企业观察报》说。

“永煤控股前脚发债，后脚就宣布债务违约。”持有永煤控股债券的多家机构对此表达了不满。

据公开信息，11月10日永煤控股宣布“20永煤SCP003”违约不到一个月前，永煤控股在10月20日发行了2020年度第六期中期票据“20永煤MTN006”，发行总额为10亿元，发行期限为3年；公告称，募资金用途为归还发行人或子公司于10月30日到期的有息负债“17永煤MTN001”。

“永煤控股的债务偿付主要依赖于控股股东豫能化的支持协调以及借新债还旧债。”中诚信称，2020年以来，永煤控股共发行4次超短期融资券，全部用于偿还到期债券或有息负债，而其母公司豫能化的债务结构中，同样以短期流动负债为主。

另据《21世纪经济报道》，近日河南省某财经部门厅局级官员表示，“因为经济下行和疫情影响，实际上永煤控股从今年6、7月份就出现了流动性紧张的风险，直到11月份正式违约。永煤控股并不是突然违约，而是之前就有一些征兆。”

“永煤控股及豫能化是河南最大的国有企业，我们做了很多工作帮助它。但是它摊子铺得比较大，债务比较重，主要问题是债务期限结构不合理，即经营现金流、发债融资与债务期限不匹配。”该官员说。

综合公司披露的信息，目前豫能化有息债务规模约2000亿，其中银行贷款1200多亿；债券约500亿，20%-30%由银行持有，70%-80%由非银机构持有；其余为非标融资。

截至2020年6月末，豫能化从建行、交行、农行、中信银行等国有大行获得银行授信贷款2260亿元，其中已使用额度1288亿元；非标融资方面，据债券募集说明书，截至今年3月末，永煤控股211亿元主要有息债务中，来自信托、租赁的非标融资达到726亿，占比35%，这部分非标大多于2017年融入，其中，国控租赁、交银国际信托是其主要非标融资提供者。

“非标融资成本高，将加重企业债务负担。在国内金融去杠杆的环境下，非标规模整体缩减，非标到期接续的风险增加。”上海某大型券商固收分析师指出。

“如果再加上债转股的资金，永煤控股及豫能化的负债率将更高。”该分析师称，截至2020年3月末，豫能化与工行、建行、兴业银行及多个投资主体签订的债转股框架协议涉及金额475亿元。这其中，不少债转股是有回购条款的明股实债。

长期以来，永煤控股在资本市场上大量发债融资，而这其中另一个关键的问题在于，其是否合规。近日，中国银行间市场交易商协会的公告令市场哗然。

11月12日和11月18日，中国银行间市场交易商协会分别发布公告，因永煤控股继2020年10月20日发行“20永煤MTN006”后迅速发生实质性违约，协会对其债券发行链条启动全流程自律调查，并发现海通证券、兴业银行、光大银行、中原银行、中诚信国际信用评级公司、希格玛会计师事务所存在涉嫌违反银行间债券市场自律管理规则的行为。

据公开信息，光大银行和中原银行为永煤控股违约债券“20永煤SCP003”的主承销商，兴业银行是“20永煤MTN006”的主承销商。

多位资本市场人士指出，在央行、



长期以来，永煤控股在资本市场上大量发债融资，而这其中另一个关键的问题在于，其是否合规。近日，中国银行间市场交易商协会的公告令市场哗然。

证监会和银保监会“敬畏市场、保护投资者”的主旋律下，监管部门对债券市场的监管愈加严格。“这次对永煤控股违规发债的调查，可以看成是一个标志性事件，从发行人到主承销商，乃至评级机构和会计师事务所，涉事机构无一幸免。永煤控股债券违约事件所引发的监管风暴，会令国企违规举债行为浮出水面。”

中国银行间市场交易商协会日前发布通知：要求发行人不得直接认购或者实际由发行人出资，但通过关联机构、资管产品等方式间接认购自己发行的债务融资工具。

多家投资机构人士据此认为，上述涉及永煤控股发债中介机构的调查，大概率是针对其“结构化发债”行为。

“结构化发债属于债券市场上的一种灰色操作，之前监管部门没有明令禁止，所以很多企业和中介机构一直在做。”能源分析师邱美丹向《企业观察报》解释，结构化发债，是指信用等级低的发行人在公开市场发债难度较大，便通过直接或间接认购自己发行的债券，或者承诺债券上市后购回等方式，推动债券的发行。这种做法掩盖了发行人债券容易违约和爆雷的实质风险。

错失改革良机

永煤控股和豫能化还有多少时间

永煤控股债券违约，引发了国内信用债券市场的地震和信任危机。WIND数据显示，从11月10日“2020永煤SCP003”宣布违约之后的一周，有超过28只、规模达226亿元的公开发行业债券取消或者推迟发行，主要原因大多为“近期市场波动大”；其中，地方城投债和煤炭等能源类债券占比最大。

同时，煤炭类企业信用债及部分AAA国企债券出现暴跌，阳泉煤业、山西煤炭进出口集团等取消债券发行，多只基金净值出现大幅下跌；新疆国资、四川能投、山东高速、中航资本、国电投资等数十家发行人被连累，宣布债券延长募集时间。

“国企信仰在投资机构眼中已经岌岌可危。”多家投资机构人士指出，“更重要的是，长期来看，信用环境恶化会影响企业债券发行人在资本市场的再融资，最终会影响实体经济发展。”

发行人和投资机构风声鹤唳，11月21日，国务院金融委针对近期债券市场情况召开会议，强调“近期债券市场违约个案有所增加，是周期性、体制性、

行为性因素相互叠加的结果。要坚持稳中求进工作总基调，按照市场化、法制化、国际化原则，处理好促发展与防风险的关系，推动债券市场持续健康发展。”

河南地方政府也在释放维稳信号。据《21世纪经济报道》，近日河南省某财经部门厅局级官员说，“豫能化、永煤控股为什么出现债务问题，主要是我们按市场化的方式操作。要是以前干脆通过借款给它还债。但现在我们更自信了，不会因为企业债务违约就无原则地救助，而是要倒逼企业去改革。”

近日，央行行长易纲撰文称：“要稳步打破刚性兑付，该谁承担的风险就由谁承担，逐步改变部分金融资产风险名义和实际承担者错位的情况。”

综合上述，也就是说从以前的政府兜底国企，到如今的打破刚性兑付，在国家政府层面这一态度的转变下，永煤控股的债务走向失控。

“从公开信息可以看到，永煤控股近期开启了改革，但大量债务违约摆在眼前，现在留给永煤控股和豫能化改革成功、避免破产的时间还有多少？”不少能源行业人士表达了这样的质疑。

如前述，永煤控股和豫能化的主要亏损原因是化工等非煤业务的巨额亏损。今年3月24日，豫能化集团召开化工板块亏损源治理动员视频会，豫能化集团党委书记、董事长刘银志在讲话中指出，企业不消灭亏损，亏损就消灭企业，这是市场经济的基本原理。并提出：三年内仍然不能实现扭亏的，就要毫不犹豫地关闭退出、挂牌出让，彻底从源头上止住“失血点”。

近期河南省国资委批复豫能化对非主业化工资产进行剥离、并以现金形式增资57.99亿元。11月2日，永煤控股发布《关于永煤煤电控股集团有限公司资产无偿划转事项的公告》称，为集中统一管理煤炭资源、整合煤炭产业链条、提升资源效益和市场竞争能力，公司陆续进行一系列资产无偿划转。

但在多位能源行业专家看来，没有趁之前国内供给侧结构性改革的最佳窗口期剥离亏损的非煤业务，永煤控股和豫能化的改革已经错失了良机。

永煤集团是永煤控股的煤炭业务运营主体，在中国加入世界贸易组织和随后的国内煤炭黄金期，凭借精煤品牌“永煤洗选无烟煤”崛起，打开了在国内国际销路。2005年，永煤集团净利润突破20亿元，连续两年位列中国煤炭行业企业效益前三强。

鼎盛时期的永煤集团开启了一系列扩张和资产整合，包括买煤矿、建化工厂、买铝矿和机械制造。

2008年爆发的全球金融危机和国内实行的“四万亿计划”，令全国煤炭行业跌入谷底后，又要面临产能过剩。对于永煤集团而言，既要面临煤炭价格的下跌，又要承受化工品价格的下跌，企业开始走上了亏损之路。

“把一些与煤炭不相干的资产和业务并入煤企，这种做法加重了永煤集团的负担。”中央财经大学煤炭上市公司研究中心主任邢雷指出，很多煤企为了延长产业链、提高产品利润率，搞起了化工业务，包括煤制烯烃、煤制油、煤制甲醇等。需要注意的一个问题是，煤化工的投资大、回报期长，且与国际油价挂钩。“国际油价走低的时候，企业就会亏损严重。这对企业自身的资金实力要求极高，一旦资金链断裂，整个企业可能都无法支撑下去。”

另有熟悉永煤集团的业内人士对《企

业观察报》表示，在地方，做大的国企难免要帮政府承担更多社会责任，比如吸收亏损企业，提供稳定就业等，而往往就是这样的资产整合把企业搞垮了。”

比如2008年底，在煤炭行业受到金融危机冲击的背景下，经河南省委、省政府批准，由永煤集团、焦煤集团、鹤煤集团、中原大化集团、省煤气集团等5家单位战略重组形成河南煤化集团。“这里面除了永煤集团，其他几家企业均处于亏损边缘，这些企业最终把永煤集团拉着一同走向衰落。”

“怎样扩大优势、降低劣势是国企决策层应该履行的职责和义务。可现实中，往往因为相关制度不健全，以及各种利益诉求无法达成一致，合理合法退出经营不善的僵尸企业，始终是横亘在国企改革门前的一道大山。”

■ 红盾之窗



北京消费者一周申诉情况分析

消费提示

进入供暖季，干燥的空气特别容易引起人们口干唇裂等症状，许多家庭都会在此时通过购买加湿器，来改善室内环境。目前市场上的加湿器品牌众多，质量参差不齐，在此提示广大消费者选购加湿器时要注意以下几点：

一要了解相关知识。加湿器的加湿方式有多种，市场上主要销售的有超声波式、蒸发式。超声波式加湿器具有噪声小、体积小、功耗低、价格低等特点，但是对水质要求较高。蒸发式加湿器对水质要求不高，但需要定期更换过滤芯，消费者购买时要仔细了解产品类型和加湿原理，根据自己的需求进行选择。

二要选择放心品牌。市面上加湿器的品牌繁多，价格从几十元到几千元不等，建议消费者尽量到有信誉的大型商超或电商企业购买正规厂家生产的加湿器，要注意查看产品标识是否齐全，产品的加湿量、功率、噪音等指标是否标注清楚。目前我国对加湿器没有明确的三包规定，消费者购买时要向商家了解产品的保修期限，并索取发票和保修凭证。

三要适合房间面积。选购加湿器还要根据自己房间的实际情况，空气太干或太湿对身体都不好。按照我国室内空气相关标准，冬季室内湿度应控制在30%-40%，对于老人、儿童和患有呼吸系统疾病的人，室内湿度则控制在40%-50%为宜。因此，购买前要有一个合理的认识，需充分考虑到房屋面积、使用习惯、放置地点等因素。

四要注意水质要求。一些加湿器在使用时对水质是有要求的，如果使用普通自来水，容易产生白粉和水垢，建议消费者尽量使用纯净水或蒸馏水。还应注意对加湿器进行定期清理，如果加湿器内的存水长时间存放，特别容易繁殖细菌，从而引发呼吸道疾病。