

## 国企转债违约，可转债还安全吗

2024 年 8 月 22 日

2024 年 8 月 15 日，岭南生态文旅股份有限公司（以下简称“岭南股份”或“公司”）发布公告称，无法按时兑付“岭南转债”剩余 48,953.50 万元本金及利息，发生实质性违约。

### 较弱的主体信用质量是“岭南转债”发生违约的根本原因

我们认为，以岭南股份过去三年的经营表现为分析基准，该公司主体信用质量仅位于标普信评非公开信用分析（PCA）评估结果的 bb 序列。这主要体现在公司较弱的业务状况，很高的财务风险和偏低的外部支持。

业务状况方面，我们认为公司的业务状况较弱。这主要体现在公司项目经营区域下沉，项目所在地的财政水平相对偏弱导致公司回款严重滞后，过去三年资金入不敷出，资金紧张致使工程停工、延期，进而导致公司毛利率大幅下降至负值，盈利能力很弱。具体来看，公司环境治理和修复业务的模式多以 EPC 和 PPP 为主，项目业主方主要为各地方国有企业和事业单位，项目主要位于界首、淮北、保定、泗阳、开封、崇左等地，大部分项目所在地经济财政实力相对较弱，债务水平较高，导致公司的回款周期很长，对资金形成了较大规模的占用。2021-2023 年，公司应收账款周转天数和存货周转天数逐年上升，分别达到 443 天和 1,117 天，远高于行业平均水平。同时，公司的经营实力处于业内较弱水平。截至 2023 年末，公司资产规模 158.4 亿元，全年营业收入 21.3 亿元，均低于环境服务行业平均水平。

此外，由于业务状况孱弱，公司的财务风险很高，经营性现金流持续流出，无法覆盖利息，流动性持续承压。自 2020 年以来，公司的营业利润和 EBITDA 均呈亏损状态，经营性现金流根本无法满足每年利息的支付需求，库存现金持续消耗，在手货币资金从 2020 年末的 26 亿元大幅萎缩至 2024 年一季度末的 2.47 亿元，最终无法承担到期的可转债本息。

最后，我们认为中山市政府对公司的外部支持整体偏低，特别是支持的及时性欠缺，对公司整体信用质量的提升效果偏弱。这主要体现在公司股权层级较低，业务公益属性较弱且遍布全国，与中山市区域直接的国计民生相关性较低，市场化竞争程度较高。2022 年公司控股股东变更为华盈产业投资，实控人变更为中山市火炬区管委会，华盈产业投资持股 5.02%，拥有 22.4% 的表决权。我们认为考量企业所获得的外部支持既需要满足足额性，又需要满足及时性，即强调在违约前介入帮助企业度过难关。“岭南转债”违约后，中山市人才创新创业生态园服务有限公司发布公告称，将以 100.127 元/张的价格，以每位投资者 1,000 张为上限收购部分可转债，即向每位投资者收购的余额不超过 100,127 元。

### 债性与股性，哪面主导可转债的安全性？

我们认为，“岭南转债”的违约事件说明了可转债的债性不容忽视。

首先，各项条款均不能必然免除可转债发行人的到期偿付义务。通过分析可转债的常规设置条款可知，虽然可转债具备转股条款及诸多投资人保护措施，但其转股并非是必然会发生。可转债转股受到正股

分析师

张任远

北京

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王子天

北京

zitian.wang@spgchinaratings.cn

价格的极大影响，且选择权在于投资者而非发行人。“岭南转债”最终走向违约即是对可转债债性的明确体现。

其次，发行人信用质量较弱会使得可转债的“股性”消失。一方面，信用质量较弱体现了发行人的持续经营能力很差，这将拖累公司股价持续下行，最终导致可转债的股性消失，债性凸显。以岭南股份为例，其股价在“岭南转债”违约前已较 2018 年该可转债发行时缩水 90%，股价的大幅下行使得公司的可转债转股困难。另一方面，转股价格调整也受到发行人信用质量的极大约束。发行人信用质量疲软导致股价过低，进而导致发行人在下修转股价格时很可能迫于“保持控制权”而无法将其下调到足够低的水平以鼓励投资者转股。以岭南股份为例，公司自 2018 年 12 月开始至 2024 年 7 月先后 8 次将转股价格自 10.63 元/股下修至 1.4 元/股，但这仍远高于其正股价格，从而导致投资者放弃转股。同时在 2024 年 7 月 20 日，公司决定不再进一步下修转股价格。我们认为此举很可能是受到了保持控制权的制约，以 1.4 元/股的转股价格计算，若 4.89 亿元的可转债余额全部转股，则转股数量在 3.5 亿股左右，此规模将超过公司实控人所控制的表决权数量。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。