



评级视角下从历史违约情况 看贸易企业风险

联合资信 工商评级二部 | 郭察理 | 李林洁

从 2014 年“11 超日债”违约以来，我国信用债市场债券违约事件陆续爆发，信用债违约规模和支数呈现快速增长态势。从违约行业分布来看，违约债券余额较高的行业以周期性、过剩产能行业为主。贸易行业企业具有轻资产、高杠杆和低附加值等特点，在商品价格波动加剧、金融严监管、企业去杠杆背景下，贸易企业信用风险迅速累积。本文从评级视角，通过研究近年来违约和信用等级发生负面调整的贸易企业，对其外部环境、经营管理和财务表现等方面进行分析，探寻并总结这类企业在流动性趋紧及市场需求增速放缓等外部环境影响下表现出来的共性特征，为未来判断企业风险提供参考。



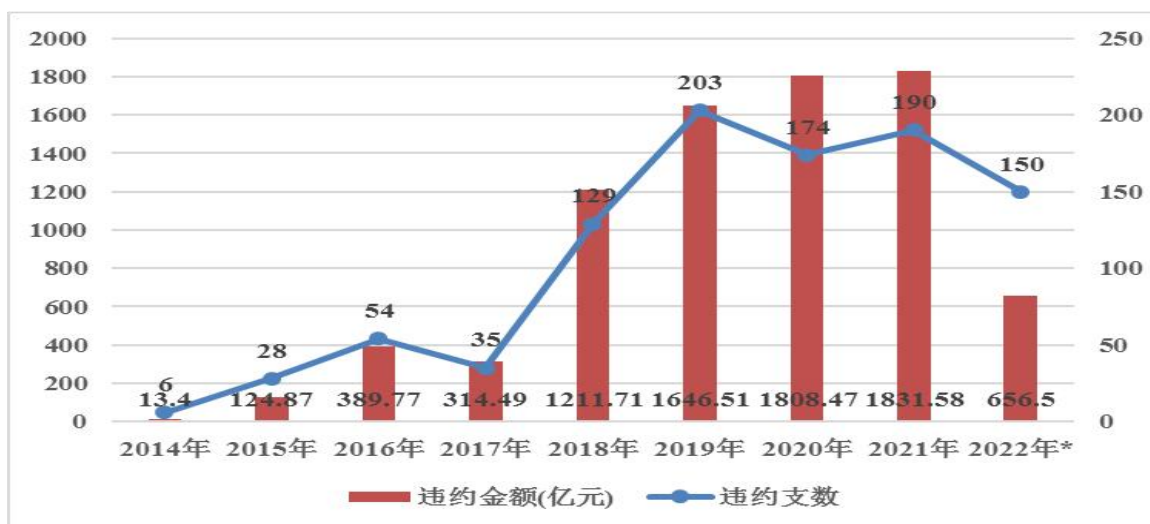
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、信用债市场违约现状

自 2014 年我国发生首支信用债违约以来，信用债市场违约事件陆续爆发，债券违约规模呈现快速增长态势。从违约企业行业分布来看，房地产行业、制造业、批发和零售贸易行业的违约债券规模居于前三位。截至 2022 年 9 月 28 日，房地产行业违约债券余额为 1475.95 亿元，违约债券数量为 120 支，涉及发行人 33 家；制造业违约债券余额为 1228.31 亿元，违约债券支数为 181 支，涉及发行人 59 家；批发和零售贸易行业违约债券余额为 749.09 亿元，违约债券支数为 71 支，涉及发行人 15 家。

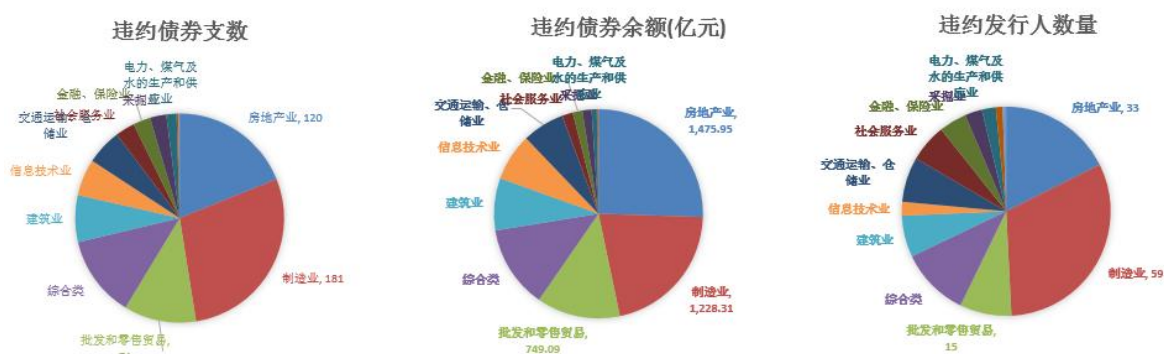
图 1.1 我国信用债市场债券违约金额和违约支数



注：2022 年违约金额为截至 9 月 28 日金额，违约金额指违约日债券余额；违约类型包含未按期兑付本息/回售本息和展期

资料来源：Wind、联合资信整理

图 1.2 我国信用债市场违约债券及发行人行业分布



注：数据时间节点为 2022 年 9 月 28 日，行业分类使用证监会行业

资料来源：Wind，联合资信整理

本文重点研究贸易企业信用风险，所指贸易企业主要是作为中间商，依托业务资

源、销售渠道赚取购销差价，同时在贸易活动中进行资源整合，提供信息服务、资金融通、供应链整合等服务的企业。从证监会行业分类来看，贸易行业属批发和零售贸易子行业。从违约时点来看，批发零售企业信用债违约始于 2015 年，平均每年有 2~3 家批发零售企业违约。从违约后续处理来看，企业不能按期偿债或者资不抵债的一般采用和解、重整或破产清算三种形式，贸易企业因具有轻资产、高杠杆的特征，信用债投资人较难通过诉讼方式冻结回收有价值的资产来弥补投资损失，部分企业在违约后几年内因无重整价值而进入破产清算状态。

表 1.1 Wind 批发零售行业发债企业历年违约情况

首次违约年份	发行人名称	违约日债券余额/亿元	违约后续处理形式
2015 年	吉林粮食集团收储经销有限公司	3.00	破产重整
2016 年	河南佳源乳业股份有限公司	1.50	展期自筹兑付
	上海云峰(集团)有限公司	66.00	无信息
	中恒通(福建)机械制造有限公司	0.50	破产清算
2017 年	无	--	--
2018 年	大连金玛商城企业集团有限公司	17.15	无信息
	上海华信国际集团有限公司	296.00	无信息
	中国华阳经贸集团有限公司	94.33	破产清算
2019 年	三胞集团有限公司	27.08	债务重组
	腾邦集团有限公司	17.00	破产重整 (预重整阶段)
	天津融诚物产能源资源发展有限公司	20.00	无信息
	天津市浩通物产有限公司	12.10	债务重组
	天津物产集团有限公司	USD5.36	债务重组
2020 年	鸿达兴业集团有限公司	38.55	无信息
	中融新大集团有限公司	77.30	无信息
2021 年	河南能源集团有限公司	40.00	部分兑付&展期
	苏宁电器集团有限公司	40.31	无信息
2022 年至今	无	--	--

注：数据时间节点为 2022 年 9 月 28 日，行业分类使用证监会行业，违约后续处理形式使用 DM 最新可得信息
 资料来源：Wind、DM、全国企业破产重整案件信息网，联合资信整理

本文研究对象为 2015 年至今违约或主体评级发生负面调整（含级别或展望调整）、财务数据公开可得的 9 家贸易企业。本文基于联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对贸易企业使用的评级方法，选取了宏观和行业因素作为违约企业的外部因素进行分析，同时选取了上述企业首次违约/评级负面调整前的三个完整财务年度的财务指标，结合贸易行业全样本发债企业近年来的财务变化趋势，从盈

利能力和经营获现能力、周转速度、债务负担三个层面分析其在信用水平恶化前的财务指标变化趋势，试图找出贸易企业信用水平恶化前的财务特征。

二、贸易企业违约原因分析

联合资信贸易行业评价方法对经营风险的考量主要围绕贸易企业所处的宏观和外部环境以及企业自身竞争力水平，通常情况下，贸易企业业务所涉的区域经济实力越强、涉及产品行业景气度越高、企业经营规模越大、产品种类多样化程度越高、企业风控能力越强、企业上下游渠道资源把控能力越好的企业，其经营风险越低。对财务风险的考量以企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖能力为核心。联合资信认为，贸易企业偿还债务的来源包括自有资产变现、经营性现金回流和外部融资三个层面，通常情况下，应收款及存货等资产质量高、经营周转效率高、资本实力强、融资渠道畅通便利且成本稳定的企业，其财务风险越低。

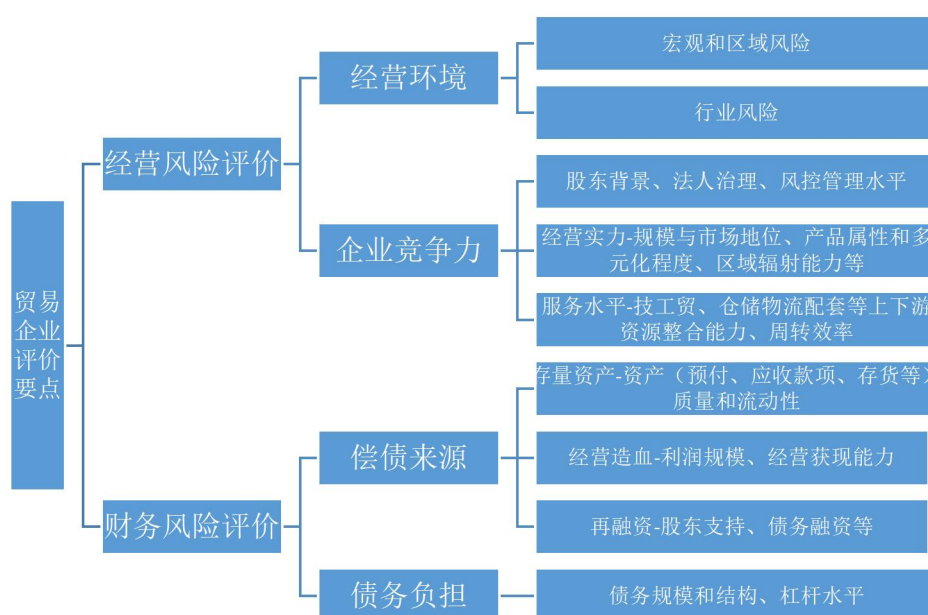


图 2.1 贸易行业企业评价方法考察要点

从历史违约情况来看，贸易行业企业的违约/负面调整原因一般涉及区域经济或行业景气度下行等非企业可控的外部原因，也有企业治理管理和经营财务等方面的内部问题，在一个或多个原因的综合作用下最终发生风险暴露。从违约根本原因的演化来看，早期贸易违约企业一般经营规模相对较小、贸易品种单一，在宏观与行业景气度下行等非企业可控的外部冲击下流动性紧张导致违约；中期贸易违约企业一般是股

东性质存疑甚至无实控人的企业，在企业治理或管理层面存在瑕疵，贸易真实性或盈利能力存疑；近期违约或评级负面调整的贸易企业一般在企业自身或者所属集团企业层面存在高杠杆激进扩张，但相关投资并未与原有贸易主业形成协同效应，反而形成低效无效资产，在外部融资收紧的环境下发生流动性枯竭最终导致风险暴露。

1. 早期贸易企业产品覆盖种类/区域相对单一，上下游行业/区域景气度波动对客户履约能力和存货价值产生冲击，或业务扩张激进而风控措施运行失效，影响企业应收款项与存货价值的安全性。

贸易行业企业经营形成的资产主要包括应收、预付、存货科目，涉及贸易企业日常经营中的采购策略、物流配送、库存管理、应收账款回笼等风控措施制定与运行有效性，是贸易企业长久运营的重点。因此，对贸易企业核心风险的分析也通常包含在上述三项科目里。

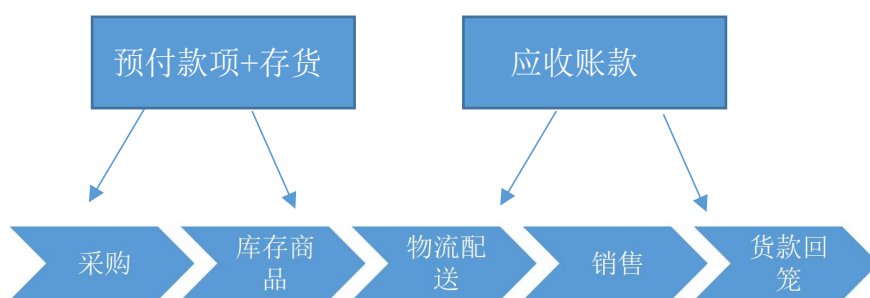


图 2.2 传统贸易企业交易流程图

贸易行业作为流通行业，具有轻资产、高杠杆和低附加值等特点。从宏观层面来讲，贸易企业依附于产业链，其景气度与所处行业景气度高度相关，并伴随行业周期性波动而产生周期性特征。在行业景气度上行、供需旺盛时，贸易企业可受益于客户需求旺盛、回款加快，经营规模、效率和盈利质量均随之提升；相反，在行业景气度遇冷、产品价格下跌时期，贸易企业可能面临业务规模收缩，客户或供应商经营质量下降、账款回笼放慢导致的资金占用增加和运营效率下降，极端情况下客户弃货或供应商无法履约，直接影响公司存货和应收/预付账款安全性。

以周期性最强的大宗商品为例，从 2010 年以来的大宗商品价格指数变化趋势来看，2015~2016 年为多种大宗商品价格的低点：由于上游行业产能过剩，煤炭、钢铁等周期性行业进入景气度低点，商品价格大幅下跌导致利润空间萎缩，中国中钢、天津渤钢出现债务违约、贷款逾期；同期，商品市场低迷传导至远洋运输市场，影响国际物流、船舶制造和租赁公司，引发江苏、福建、广东的上百家船厂破产，多家船舶

代理贸易企业发生损失；农产品方面，供应端因前期农产品价格上涨带来的国内种植和海外进口增加，叠加需求端政策性粮食仓储达到高位和养殖业饲养需求下滑，2015年农产品价格大幅下降，同年曾经是中国最大的玉米贸易商的老牌、超大型农业龙头企业吉林粮食集团收储经销有限公司发生债务违约，并于2018年申请破产重整。

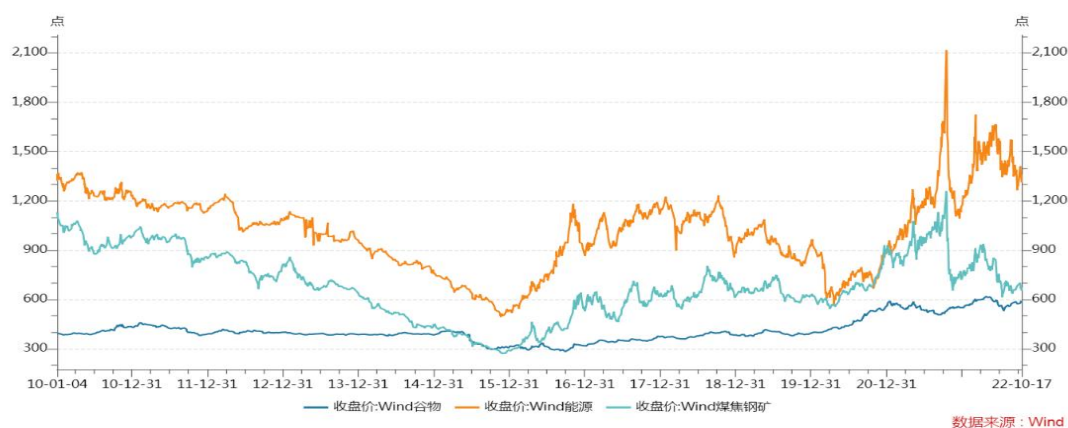


图 2.3 2010 年以来大宗商品价格指数变化趋势

此外，贸易企业易受交易对手所处区域经济景气度的影响。考虑到区域内基础设施建设、民生保障相关的物资供应任务通常由区域内的贸易企业（尤其是国有背景的贸易企业）承担，在区域政府债务负担加重、经济增速放缓的背景下，贸易企业可能面临垫资压力加大、回款速度变慢的局面，叠加市场投资人对区域信用环境的担忧使得融资环境紧张，融资成本上升、授信条件趋严甚至抽贷、断贷，对企业资金链形成冲击甚至导致违约。举例来说，天津物产集团有限公司（以下简称“天津物产集团”）是天津市市属大型国有贸易集团企业，多元化开展大宗商品贸易（金属、矿产、化工等）、现代物流（物流园区、仓储设施建设和配送服务）以及房地产、金融等业务，业务开展所处区域/交易对手部分涉及天津市内的物资供应。由于多年累积的经济转型困难和增长乏力，天津市财政收入在2018年出现负增长，同期债务余额和债务负担水平达到高位，在区域经济增速放缓和债务持续增长的背景下，2019年下半年，天津物产集团及下属两家贸易子公司天津融诚物产能源资源发展有限公司和天津市浩通物产有限公司未按期兑付本息发生债务违约，而后天津市房地产信托集团有限公司和天津房地产集团有限公司等国有企业陆续发生违约，违约主体范围逐步扩大，至2021年天津市召开债券市场投资人恳谈会，区域信用逐步实现恢复和修复。

近年来，为了追求更高的利润、平抑产品/客户/区域集中导致的风险和提升议价权，贸易企业努力追求业务规模扩张，同时很多国有城投平台为提升收入规模也积极

开展贸易业务，过程中部分企业经验不足、风控措施不够完善或运行失效可能会导致贸易业务相关资产的大额损失。以 2021 年“上海电气”案为例，隋天力通过注册多家壳公司（实际为关联公司）、设计 10%预付款接受订单和 100%款项采购原料垫资生产“专网通信设备”的业务模式，实际形成的存货与应收账款无变现能力，累计波及包括上海电气在内的多家上市公司合计可能损失高达 240 亿元。在开展贸易业务过程中，企业需对供应商、客户均设有入库资质审核和风险敞口的管理，限制单一或关联客户、区域、产品的占比并对其经营财务情况实时跟踪，在经营过程中不断总结完善风控机制的有效性。

2. 企业股东性质存疑，法人治理或管理层面存在瑕疵。

从违约企业性质来看，贸易业违约企业实控人以民营企业为主，部分违约企业无实际控制人。实控人因素主要从四个层面影响贸易行业发债企业的偿债能力：首先，民营及无实控人的贸易企业融资成本一般高于国有企业，授信审批条件（保证金、抵押物）等也更为苛刻，导致企业运营成本升高；其次，相对较高的资金成本一定程度倒逼企业在业务产品种类和客户选择上更为激进和下沉，抗风险和抗周期能力相对弱化；再次，民营及无实控人企业经营更为灵活，在法人治理、业务管理与风控体系建设的规范性和运行有效性方面可能存在瑕疵，其中，股东结构较为多元甚至无实控人的企业，在经营决策方面可能受到股东经营战略不统一的影响；最后，民营企业以及无实控人企业相对于中央或地方国有企业而言，可获取的外部支持相对较少。综合来看，民营及无实控人的贸易企业往往更容易受到外部环境变化的冲击。举例来说，吉林粮食集团收储经销有限公司违约后，对其唯一股东吉林粮食集团的专项巡视结果显示其涉及国有股失去相对控股地位、个别基层干部及亲属围绕企业牟利，售粮款未入账而用于体外循环等违规违纪现象；此外，部分早期贸易行业违约企业（上海云峰(集团)有限公司、中国华阳经贸集团有限公司）也存在股东分散、企业性质和第一大股东/实际控制人性质不一致，治理管理存疑的问题。

3. 激进的上下游投资或无序的多元化业务扩张，并未与主业形成协同效应反而形成低效无效资产或长期资金占用，推升债务规模和财务成本。

贸易企业在传统的信息差/时间差/区域差中赚取的价差逐渐收窄，企业逐步从物资流通向供应链整合方向发展，盈利模式也从单纯的购销差价向资源整合、信息服务、物流仓储配套等多种附加服务方式转变，因此具备较强上下游资源整合能力的企业在行业中通常竞争力、市场地位及客户粘性更强。贸易企业上下游资源整合的方向一般包括建设物流仓储配套、参股或拥有优质上游产业资源、技工贸一体化等；多元化拓展的方向一般包括地产、金融或类金融投资等。

在扩张过程中，如果盲目选择与原有业务不具备协同效应的行业进行多元化扩张，一旦这些业务的经营效益不及预期，公司债务和财务成本不断攀升，叠加刚性投资压力、经济下行或融资收缩，就可能发生流动性风险。

以雪松实业集团有限公司（以下简称“雪松实业”）为例，其主营业务涉及化工及铜、锌、铝等有色金属贸易及供应链管理，所属的雪松控股集团有限公司（以下简称“雪松控股”）虽发端于房地产开发，但收入主要来源于雪松实业。雪松控股自 2016 年开始激进的扩张，陆续收购上市公司山东齐翔腾达（化工业务）和希努尔（后更名为雪松发展，从事供应链、服装业务），并大力布局金融板块，收购开源证券、中江信托（后更名为雪松信托）、大连金交所等标的，主营业务拓展至供应链、化工、文旅、地产、社区生态、金融等六大产业。2020 年起，雪松控股下属基金和信托发行的理财产品和信托计划陆续暴雷，至目前雪松控股持有的两家上市公司及主要的非上市公司股权质押率极高、部分被债权人司法冻结；雪松实业方面，2020 年营业收入、净利润出现负增长，延期出具 2021 年审计报告，2021 年底出现评级负面调整。

以腾邦集团有限公司（以下简称“腾邦集团”）为例，其主要业务板块为以葡萄酒和 3C 产品为主的商品贸易业务、商旅服务及金融服务业务，2015~2017 年间腾邦集团原有商品贸易主业及商旅机票代理业务毛利率持续下降，而面向下游机票代理商和物流贸易上下游企业开展的小额贷款业务发放金额和业务余额持续增长并成为重要的利润来源，而后跨界金融领域的流动危机逐步显现：一方面，扩张需求使得腾邦集团多次质押下属上市公司腾邦控股股票；另一方面，2017 年年中其下属上市公司发布公告显示应收独立第三方贷款不能按期收回、发生减值亏损，2019 年腾邦集团流动性紧张导致债务违约。

此外，中国华阳经贸集团有限公司主营业务为贸易（医疗器械代理、煤炭等）和化工（工业清洗剂、石化产品）生产销售，其在 2018 年违约前也存在石化深加工与贸易园长期建设而未投入运营的情况。

三、贸易企业财务指标分析

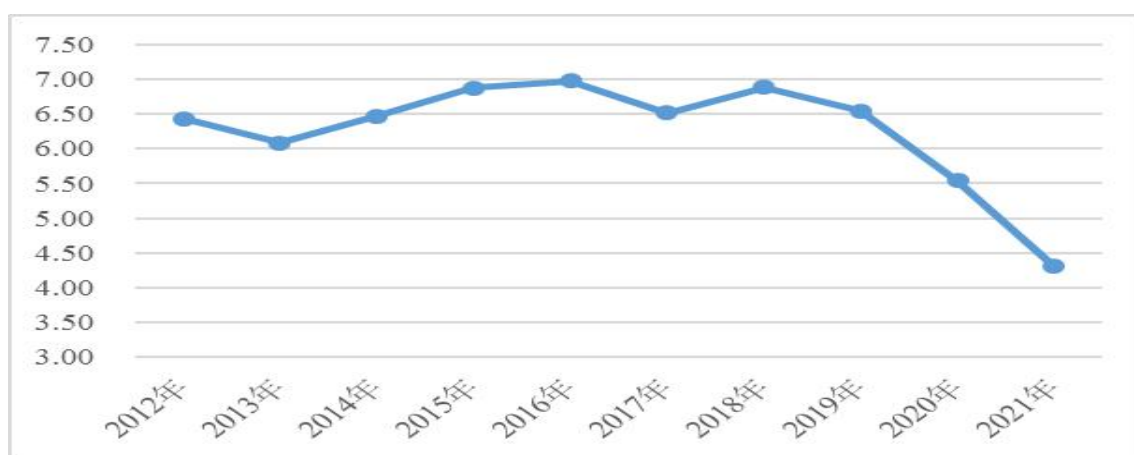
企业的财务特征直接反映了企业信用风险的变化。从财务指标来看，贸易行业大部分违约/评级负面调整企业的利润规模与经营获现能力处于行业下游，且在风险暴露前均出现了盈利能力指标下降、风险敞口加大、经营周转效率下滑、偿债指标弱化中的一个或多个问题。

1. 盈利能力和现金流指标

$$\text{净资产收益率(ROE)} = \frac{\text{净利润}}{\text{权益}} = \frac{\text{净利润}}{\text{收入}} \times \frac{\text{收入}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{权益}}$$

根据杜邦分析法，一般来说，企业经营决策者在追求权益回报率（ROE）最大化的过程中，主要通从提升利润率水平、加快周转以及加大杠杆三个维度发力。传统流通行业企业由于准入门槛低、附加值低、产品和服务同质性强，一般毛利率处于较低水平。近十年来，随着行业竞争激烈，贸易行业盈利空间受到挤压，毛利率水平呈现加速下滑趋势。同时，在激烈的行业竞争中，马太效益显现，贸易行业业务资源愈发向资本实力强、供应链服务能力强的头部企业集中，尾部企业业务资源获取难度加大而运营成本高企，逐渐淘汰出清。

图 3.1 贸易行业发债企业销售毛利率情况（%）



注：贸易行业 65 家发债企业中 2012~2021 年数据可得的企业共 49 家；销售毛利率取行业中位数
资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.2 贸易行业发债企业收入集中度情况

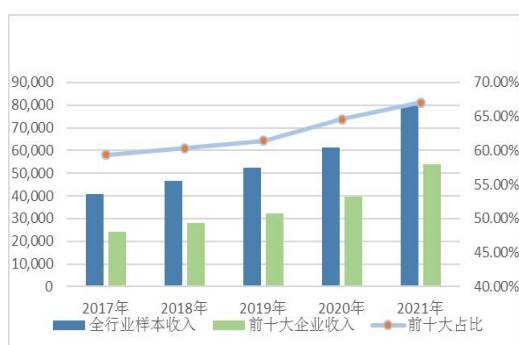
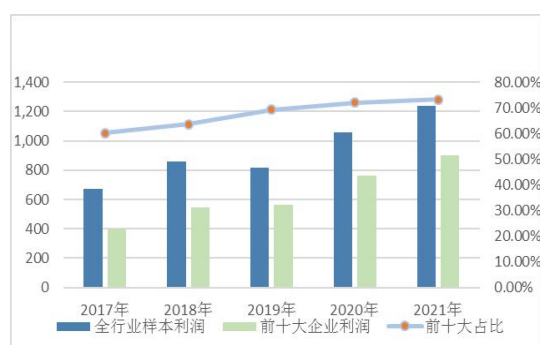


图 3.3 贸易行业发债企业利润集中度情况



注：贸易行业 65 家发债企业中 2017~2021 年数据可得的企业共 53 家，收入取营业总收入（亿元），利润取净利润（亿元），下同
资料来源：Wind，联合资信整理

表 3.1 贸易企业违约/评级负面调整前三年经营活动净现金流与净利润情况

发行人名称	违约或评级负面调整时间	会计期间	经营活动净现金流（亿元）			净利润（亿元）		
			2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
吉林粮食集团收储经销有限公司	2015 年	2011~2013 年	3.11	2.21	2.10	0.07	0.49	0.47

上海华信国际集团有限公司	2018 年	2014~2016 年	26.35	2.90	83.77	31.44	32.44	44.66
中国华阳经贸集团有限公司	2018 年	2015~2017 年	0.94	2.75	4.17	10.00	9.28	12.48
天津融诚物产能源资源发展有限公司	2019 年	2016~2018 年	13.05	6.55	1.90	0.86	0.89	0.75
天津市浩通物产有限公司	2019 年	2016~2018 年	-12.09	-14.04	-6.60	2.65	2.70	2.15
搜于特集团股份有限公司	2021 年	2018~2020 年	-5.91	1.00	-16.26	4.58	2.19	-18.15
郑州中瑞实业集团有限公司	2022 年	2019~2021 年	103.87	56.30	-1.24	9.16	5.51	5.25
雪松实业集团有限公司	2021 年	2018~2020 年	3.17	7.28	26.74	20.46	23.58	20.52
样本平均数			16.56	8.12	11.82	9.90	9.63	8.51
行业平均数			24.82	19.28	16.62	15.12	19.57	22.92
样本中位数			3.14	2.82	2.00	6.87	4.11	3.70
行业中位数			11.35	11.66	6.16	5.49	5.87	5.77

注：吉林粮食集团、上海华信集团违约前最新一年财务数据不可得，向前追溯至违约前二至四年共三个财务年度数据，下同；行业平均数及中位数选取 2019—2021 年贸易行业发债企业中数据可得的企业数据，下同

资料来源：Wind，联合资信整理

盈利指标方面，本文主要选取调整后销售毛利率和净资产收益率两项指标来反映贸易企业的盈利情况。从调整后销售毛利率来看，违约/评级负面调整企业在风险暴露前三年毛利率波动较大，部分企业毛利率持续下降，且整体中位数和平均数均低于全行业水平，表现出其在激烈的行业竞争当中处于相对弱势地位。从净资产收益率来看，违约/评级负面调整企业净资产收益率在违约前三年的中位数呈持续下降趋势，盈利指标持续弱化。

表 3.2 贸易企业违约/评级负面调整前三年盈利指标情况

发行人名称	违约或评级负面调整时间	会计期间	调整后销售毛利率 (%)			净资产收益率 (%)		
吉林粮食集团收储经销有限公司	2015 年	2011~2013 年	2.90	9.00	11.51	5.25	30.41	22.55
上海华信国际集团有限公司	2018 年	2014~2016 年	2.68	2.74	3.27	29.08	17.55	12.36
中国华阳经贸集团有限公司	2018 年	2015~2017 年	8.20	7.43	7.61	17.32	12.10	11.41
天津融诚物产能源资源发展有限公司	2019 年	2016~2018 年	3.54	1.69	3.35	2.67	2.37	2.07
天津市浩通物产有限公司	2019 年	2016~2018 年	0.99	1.07	2.82	8.80	6.61	4.13
搜于特集团股份有限公司	2021 年	2018~2020 年	7.85	7.99	-4.73	6.60	3.88	-38.43
郑州中瑞实业集团有限公司	2022 年	2019~2021 年	7.99	4.88	4.11	4.80	2.72	3.17
雪松实业集团有限公司	2021 年	2018~2020 年	2.19	2.21	2.98	9.77	8.67	5.56
样本平均数			4.54	4.63	3.86	10.54	10.54	2.85
行业平均数			8.34	7.49	6.92	4.97	6.25	4.45
样本中位数			3.22	3.81	3.31	7.70	7.64	4.84
行业中位数			6.88	5.59	4.57	5.21	4.36	5.98

资料来源：Wind，联合资信整理

2. 风险敞口和周转效率指标

本文主要选取经营性资金（=存货+应收账款及应收票据+预付款项）占总资产的比例、经营性+非经营性资金（=存货+应收账款及应收票据+预付款项+其他应收款）占总资产的比例反映贸易企业的风险敞口情况，用总资产周转天数和净营业天数反映贸易企业经营效率情况。整体来看，大部分违约/评级负面调整的贸易企业在风险暴露前均出现了风险敞口加大、经营效率下降等问题。

贸易企业资产构成通常以经营性及非经营性资金占用为主，随着资金占用加大，贸易企业预付款质量、库存管理和应收款质量的管理难度相对加大，面临行业下行风险冲击造成损失的可能性也加大。从贸易企业风险敞口情况来看，违约/评级负面调整企业在风险暴露前三年一般表现为资金占用额度提升、风险敞口加大、控制难度提升。其中，搜于特集团、郑州中瑞集团考虑其他应收款后的经营及非经营性资金占用长期占总资产的 0.60 倍左右，而行业平均值和中位数一般稳定在 0.45 倍左右。

表 3.3 贸易企业违约/评级负面调整前三年资金占用情况

发行人名称	违约或评级调整时间	会计期间	（存货+应收账款及应收票据+预付款项）/总资产（倍）			（存货+应收账款及应收票据+预付款项+其他应收款）/总资产（倍）		
吉林粮食集团收储经销有限公司	2015 年	2011~2013 年	0.03	0.07	0.83	0.73	0.79	0.91
上海华信国际集团有限公司	2018 年	2014~2016 年	0.61	0.50	0.45	0.62	0.51	0.46
中国华阳经贸集团有限公司	2018 年	2015~2017 年	0.44	0.35	0.31	0.48	0.39	0.38
天津融诚物产能源资源发展有限公司	2019 年	2016~2018 年	0.39	0.36	0.51	0.42	0.39	0.54
天津市浩通物产有限公司	2019 年	2016~2018 年	0.35	0.34	0.37	0.36	0.35	0.40
搜于特集团股份有限公司	2021 年	2018~2020 年	0.62	0.62	0.57	0.63	0.62	0.58
郑州中瑞实业集团有限公司	2022 年	2019~2021 年	0.37	0.38	0.33	0.61	0.62	0.52
雪松实业集团有限公司	2021 年	2018~2020 年	0.37	0.36	0.34	0.42	0.40	0.39
样本平均数			0.40	0.37	0.46	0.53	0.51	0.52
行业平均数			0.39	0.38	0.38	0.44	0.44	0.44
样本中位数			0.38	0.36	0.41	0.55	0.46	0.49
行业中位数			0.40	0.38	0.40	0.45	0.45	0.46

资料来源：Wind，联合资信整理

从经营效率指标来看，违约/评级负面调整企业在风险暴露前三年的总资产周转天数的中位数与平均数均呈快速上升趋势，与全行业的变化趋势一致，且样本企业中位数与行业中位数接近。净营业天数方面，违约/评级负面调整企业在风险暴露前三年内呈快速上升趋势且中位数、平均数均显著高于全行业水平。

表 3.4 贸易企业违约/评级负面调整前三年周转效率情况

发行人名称	违约或 评级调 整时间	会计期间	总资产周转天数（天）			净营业天数（天）		
吉林粮食集团收储经销有限公司	2015 年	2011~2013 年	664.24	610.16	524.27	9.02	29.92	208.63
上海华信国际集团有限公司	2018 年	2014~2016 年	75.30	116.39	179.13	32.70	48.44	65.14
中国华阳经贸集团有限公司	2018 年	2015~2017 年	270.91	285.51	359.57	67.17	65.28	73.42
天津融诚物产能源资源发展有限公司	2019 年	2016~2018 年	188.59	180.31	202.06	--	--	--
天津市浩通物产有限公司	2019 年	2016~2018 年	78.47	88.79	133.67	--	--	--
搜于特集团股份有限公司	2021 年	2018~2020 年	201.62	302.43	462.44	79.50	144.41	192.96
郑州中瑞实业集团有限公司	2022 年	2019~2021 年	445.34	480.33	368.72	120.50	97.93	46.37
雪松实业集团有限公司	2021 年	2018~2020 年	96.28	92.02	141.71	17.91	21.17	32.75
样本平均数			252.59	269.49	296.45	54.47	67.86	103.21
行业平均数			201.14	226.91	267.97	30.92	36.95	63.83
样本中位数			195.11	232.91	280.81	49.93	56.86	69.28
行业中位数			201.38	248.20	282.21	21.17	25.20	42.97

注：天津融诚物产能源资源发展有限公司、天津市浩通物产有限公司净营业天数因缺少部分科目不能计算

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 杠杆水平和偿债指标

本文主要选取资产负债率作为反映企业风险敞口的指标。同时，考虑到贸易企业债务结构以短期为主，将货币资金对短期债务的覆盖能力作为短期偿债能力的考察指标。整体来看，贸易企业通常处于高杠杆运行状态，大部分违约/评级负面调整的贸易企业在风险暴露前杠杆水平的中位数/平均数与全行业样本接近，一般处于 60~80% 之间。从货币资金/短期债务保障倍数来看，大部分违约/评级负面调整的贸易企业在风险暴露前的货币资金对短期债务的保障倍数处于低位，三年中位数分别为 0.35 倍、0.49 倍和 0.50 倍，均低于行业中位数水平。需关注的是，结合前面对资产风险敞口和周转效率的分析，违约/评级负面调整企业可能在前期经营过程中存在周转效率相对偏低的问题，导致紧急情况下资金回收困难。整体来看，贸易企业在违约/评级负面调整前通常杠杆水平居于高位而流动性储备不足，短期偿债压力很大。

表 3.5 贸易企业违约/评级调整前三年杠杆水平与偿债压力情况

发行人名称	违约或 评级调 整时间	会计期间	资产负债率（%）			货币资金/短期债务（倍）		
吉林粮食集团收储经销有限公司	2015 年	2011~2013 年	87.56	89.96	81.58	0.28	0.30	0.10
上海华信国际集团有限公司	2018 年	2014~2016 年	68.88	68.91	69.75	0.20	0.42	0.50
中国华阳经贸集团有限公司	2018 年	2015~2017 年	59.73	59.37	54.07	0.87	1.65	0.87

天津融诚物产能源资源发展有限公司	2019 年	2016~2018 年	69.69	70.55	75.18	0.93	0.87	0.66
天津市浩通物产有限公司	2019 年	2016~2018 年	73.48	65.65	75.31	0.33	0.59	0.62
搜于特集团股份有限公司	2021 年	2018~2020 年	45.07	49.05	61.57	0.24	0.37	0.24
郑州中瑞实业集团有限公司	2022 年	2019~2021 年	72.08	73.11	68.27	0.46	0.56	0.50
雪松实业集团有限公司	2021 年	2018~2020 年	57.13	53.26	56.21	0.36	0.40	0.29
样本平均数			66.70	66.23	67.74	0.46	0.64	0.47
行业平均数			66.47	67.06	67.13	0.65	0.77	0.82
样本中位数			69.29	67.28	69.01	0.35	0.49	0.50
行业中位数			69.93	69.33	69.70	0.50	0.55	0.55

资料来源：Wind，联合资信整理

四、结论与展望

从历史违约情况来看，贸易企业作为中间流通环节，其经营情况与所处行业景气度高度相关，外部行业或区域经济环境的恶化引发内部治理管理或经营策略问题的加速暴露。同时，在激烈的行业竞争中，贸易行业马太效应显现，业务资源逐渐向资本实力雄厚、供应链综合服务能力强的头部企业集聚，而尾部企业逐渐淘汰出清。近年违约或评级负面调整的贸易企业一般在企业自身或者所属集团企业层面存在激进业务扩张，相关投资并未与原有贸易主业形成协同效应反而形成低效无效资产或长期资金占用并快速推升债务规模，在外部融资收紧的环境下不能及时收回资金，最终导致风险暴露。从财务指标来看，贸易行业大部分违约/评级负面调整的企业利润规模与经营获现能力处于行业下游，且在风险暴露前均出现了盈利能力指标下降、风险敞口加大、经营周转效率下滑中的一个或多个问题。

2020 年初新冠疫情爆发以来，中国大宗商品价格指数降幅明显，而后随着全球范围内各个国家展开经济刺激计划，大宗商品的需求上升而海外供给端尚未充分恢复，中国铁矿石、天然气、原油等基础大宗商品价格猛涨，2022 年俄乌冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，多重因素影响下我国大宗商品指数呈现先升后降、震荡回落的变化趋势。展望未来，面对全球经济发展不确定性加大，传统贸易商的盈利空间日益收窄，加之 2020 年以来房地产企业信用风险逐渐暴露、疫情影响下中小企业生存环境恶化，贸易企业风险控制能力将面临更严峻的考验。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

相关研究

[【违约处置系列研究】国际三大评级机构债券回收率统计研究](#)

[【违约处置系列研究】我国公募债券市场主要违约处置方式之破产诉讼](#)

[【违约处置系列研究】我国债券违约处置制度建设与现阶段存在的问题](#)

[【违约处置系列研究】债券违约处置制度的国际经验](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。