作　者：陈心洁
邮　箱：research@fecr.com.cn

公司发展背离行业趋势，激进扩张终酿苦果

——泰禾集团违约分析

相关研究报告：

1.《季度主体违约率持续下行，行业倾向性不明显——2020 年第一季度信用债违约分析》，2020.04.17

2.《上市公司违约风险上升、低层次多元化风险显现——2019 年第四季度信用债违约分析》，2020.01.09

3.《国企光环再度破碎，民企违约率持续下行——第三季度违约分析》，2019.10.17

4.《冰淇淋引发的债券违约事件——天宝食品债券违约分析》，2019.06.05

5.《房地产板块资金占用规模大，大额商誉或反映资产质量欠佳——银亿股份债券违约分析》，2019.03.19

摘 要

2020 年 7 月 6 日，泰禾集团首只信用债“17 泰禾 MTN001”发生违约。随后，公司主体长期信用等级由 BB 下调为 C。截至 8 月 24 日，泰禾集团的债券违约金额已达 61.96 亿元。

泰禾集团主要从事住宅地产和商业地产的开发及运营，多年来房地产相关业务营收占比基本在 95%以上，公司主打布局一、二线城市的高端住宅产品和商业地产，2017 年全年销售额进入克尔瑞和中指排行榜 TOP20。

通过对泰禾集团进行深入分析，我们发现可能的违约原因包括：（1）激进扩张恰逢楼市结构性调整，自身盈利能力下降；（2）高端住宅+商业地产的业务模式影响运营效率；（3）财务杠杆和融资成本双高，再融资困难；（4）债务集中到期且短期债务占比较高；（5）受限资产规模大，股权频繁被冻结；（6）管理层频繁变动或暴露公司治理问题。

与之前违约的几家房企不同，泰禾集团专注房地产主业，是自身经营问题导致违约。我们从中得到的启示有：（1）公司发展战略应当随政策导向及行业趋势及时做出调整；（2）对再融资受限的企业要特别关注；（3）债务负担长期沉重且短期债务占比高的企业，更易陷入流动性危机。

目前，泰禾集团的控股股东泰禾投资已经与万科旗下公司签署了《股份转让框架协议》，拟转让泰禾集团 19.9%的股份。若万科成功入股，或许能为泰禾集团带来转机。

一、违约事件简要回顾

2020 年 7 月 6 日，泰禾集团股份有限公司（下称“泰禾集团”或“公司”）发布公告称：受地产整体环境下行、新冠肺炎疫情等叠加因素的影响，公司现有项目的去化率短期内有所下降，销售预期存在波动，同时由于公司自身债务规模庞大、融资成本高企、债务集中到付等问题使得公司短期流动性出现困难。截至 2020 年 7 月 6 日，公司未能按期兑付“17 泰禾 MTN001”本金及利息共计 16.125 亿元，已构成实质性违约。

泰禾集团首只信用债发生违约后，联合资信和东方金诚于 7 月 6 日发布公告，将公司主体长期信用等级由 BB 下调为 C。此前，联合资信和联合评级于 5 月 12 日、东方金诚于 6 月 18 日分别将公司主体长期信用等级由 AA+下调为 AA-，评级展望为负面；联合资信、联合评级和东方金诚于 7 月 3 日将公司主体长期信用等级由 AA-下调为 BB，评级展望为负面。截至 2020 年 8 月 24 日，泰禾集团的债券违约金额已达 61.96 亿元（表 1）。

表 1:违约债券基本情况（截至 2020 年 8 月 24 日）

代码	简称	起息日期	发行期限	发行方式	违约日期	违约金额	违约类型
101774002.IB	17 泰禾 MTN001	2017-07-05	3 年	公募	2020-07-06	16.125 亿元	未按时兑付本息
114357.SZ	18 泰禾 01	2018-08-02	3(2+1)年	私募	2020-08-03	15.545 亿元	未按时兑付回售款和利息
101774003.IB	17 泰禾 MTN002	2017-09-08	3 年	公募	2020-08-04	21.500 亿元	触发交叉违约，提前到期未兑付
114205.SZ	17 泰禾 01	2017-10-10	3(2+1)年	私募	2020-08-17	8.794 亿元	未按时兑付本息

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、发行人基本情况概述

泰禾集团是黄其森等人 20 世纪 90 年代在福建省创立的民营企业，2010 年借壳福建三明农药集团有限公司在深交所上市。公司第一大股东为泰禾投资集团有限公司（持股比例 48.97%），公司董事长兼总经理黄其森为实际控制人（间接持股 46.52%）。

泰禾集团属于房地产行业，主要从事住宅地产和商业地产的开发及运营，多年来房地产相关业务营收占比基本在 95%以上（2019 年占比 94.77%），其他业务占比极低（图 1）。住宅地产方面，公司有泰禾“院子”“大院”“小院”“园系”“府系”等系列高端产品；商业地产方面，公司有“泰禾广场”“泰禾新天地”“泰禾中央广场”等核心品牌。泰禾集团秉持“深耕核心一线，全面布局二线”的区域发展战略，全国性布局，主要布局北京区域（京津冀地区）、福建区域、华东区域（长三角地区）、广深区域（珠三角地区）和武汉区域（中部地区）（图 1）。

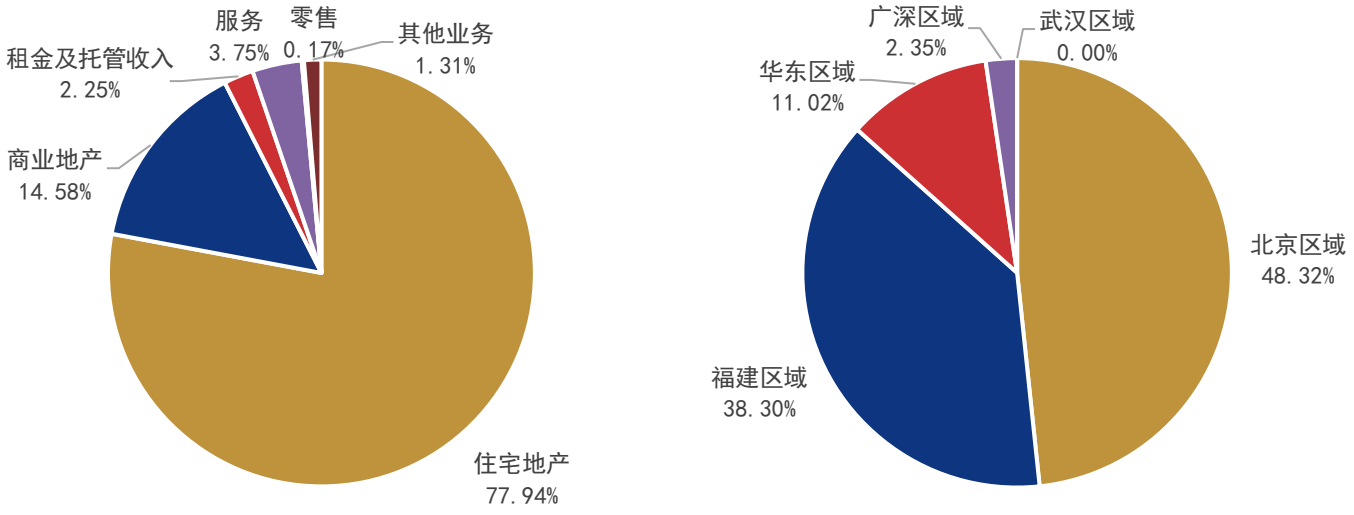

图 1：泰禾集团 2019 年营业收入构成（分产品、分区域）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2016 年，泰禾集团总资产突破千亿，2019 年，总资产虽较上年有所下降，仍高达 2243 亿元。2013 年开始，泰禾集团销售规模迅速扩大，2015 年全年销售额超过 300 亿元，2017 年全年销售额超过 1000 亿元，当年在克尔瑞和中指销售额排行榜中取得历史最高成绩，分别为第 17 名和第 15 名。随后，公司销售额增长乏力，2019 年甚至出现大幅下滑，销售榜排名跌至第 42 名（克尔瑞）和第 37 名（中指）。

三、债券违约原因分析

通过对泰禾集团进行深入分析，我们发现的债券违约原因可能包括以下几个方面。

（一）激进扩张恰逢楼市结构性调整，自身盈利能力下降

泰禾集团主打布局一、二线城市的高端住宅产品和商业地产，其中以面向高端别墅市场的泰禾院子系列最为著名。2017 年以来，公司整体销售均价均在 2 万元/平方米以上。横向对比来看，2019 年泰禾集团销售均价以 23330 元/平方米在中指销售榜 TOP40 房企中位列第 3（图 2）。

2013 年，国务院常务会议确定了五项加强房地产市场调控的政策措施（“国五条”），会议要求各直辖市、计划单列市和除拉萨外的省会城市要按照保持房价基本稳定的原则，制定并公布年度新建商品住房价格控制目标。其中，泰禾集团重点布局的北京区域也出台细则提高商业和高端住宅预售门槛，例如“新盘报价不能明显高于该楼盘此前成交价，也不能明显高于周边同类品质商品房价格”、“严格差别化住房信贷政策，严禁发放第三套及以上购房贷款”等，对高端住宅的需求产生一定程度抑制。在政策调控下，泰禾集团主要布局一、二线城市的高端住宅定价受限，2013-2016 年全年销售合同金额分别为 124.4 亿元、230 亿元、310 亿元、408 亿元，同比增速从 2013 年的 99.71% 持续下滑至 2016 年的 31.61%。2015 年底，泰禾集团进军深圳并以 57 亿元“地王”竞得两块土地（楼面价分别为 5.13 万元、7.99 万元，后者为全国最高），而 2016 年恰逢针对一线城市的新一轮调控政策升级，深圳等地限价力度增

大，导致一旦建造将面临销售亏损。截至 2019 年末，这两个土地项目仍处于在建和代建状态，预计竣工时间至少在 2022 年，对大规模资金长时间占用，且严重影响回款进度。此外，泰禾集团在北京、杭州等地多次成为“地王”，拿地成本较高且风格激进，对资金链造成较大压力。2017 年，公司通过股权并购增加大量土地储备，但同时公司项目大多位于福州、北京、上海、杭州等调控热点城市，销售需求受到抑制，回款速度慢。今年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，各地售楼处暂停营业，房地产项目施工暂停，使得公司本就紧张的资金链“雪上加霜”，公司现金流明显恶化，第一季度经营性现金流入仅 32.5 亿元，而 2019 年同期为 211.42 亿元。

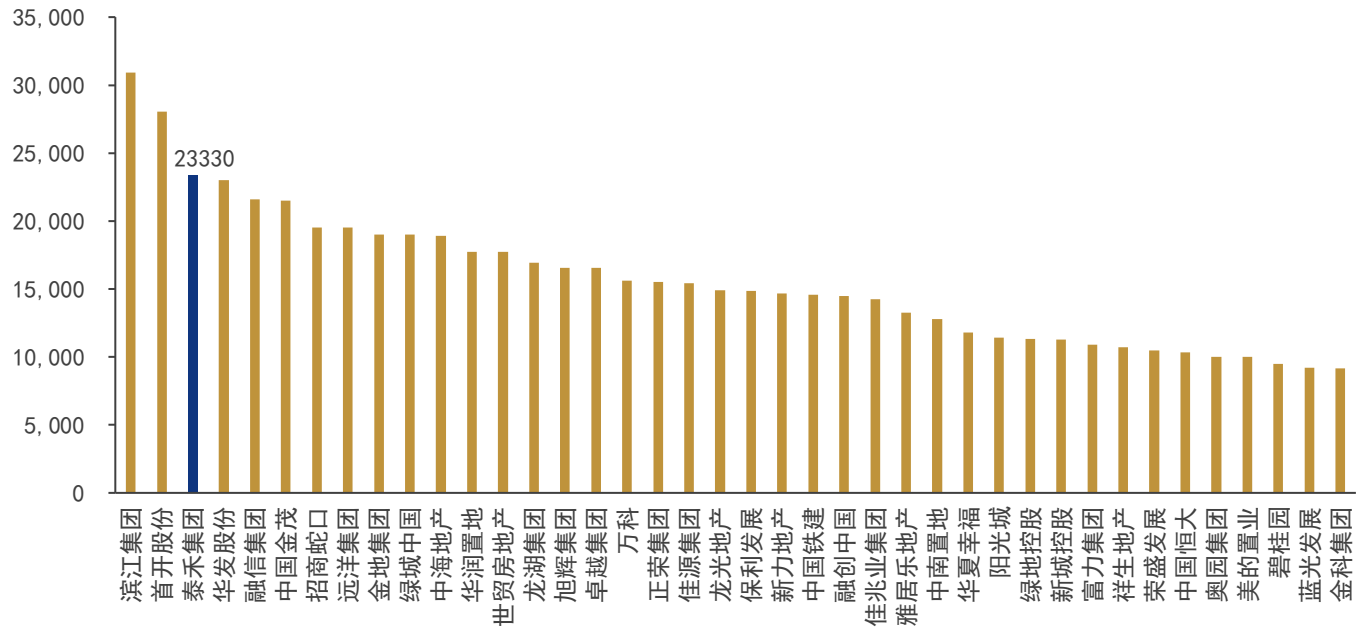

图 2：中指研究院 2019 年销售额 TOP 40 房企销售均价（单位：元/平方米）

资料来源：中指研究院，远东资信整理

房地产行业受政策调控影响大，而民企上市后往往会有扩张冲动，若企业发展战略与行业趋势相背离，比如调控收紧时还不断扩张，则将对自身经营产生严重负面影响。泰禾集团深耕一线和个别二线城市的发展战略导致拿地溢价率较高，先后几轮扩张都碰到楼市结构性收紧调控，公司盈利空间受到严重挤压，使得自身盈利能力下降。2019 年末，公司毛利率大幅下降至 16.16%（2018 年末为 30.36%），远低于行业平均水平。

（二）高端住宅+商业地产的业务模式影响运营效率

一般来说，高端住宅去化周期较慢，产品受众较少且面临严格的限购、限售等调控措施。此外，泰禾集团的房地产业务中商业地产占比较高，除 2019 年外其他年份占比都超过 20%，2013、2014 和 2018 年甚至超过 40%（图 3）。商业项目的回款通常比住宅项目晚一年至一年半，会降低公司资金周转速度，占用较多现金流。“商业地产开发风险敞口”一般是一个负面指标，商业地产开发销售额占比越高，敞口越大，信用风险可能越高。

与珠海华发实业股份有限公司（下称“华发股份”）和荣盛房地产发展股份有限公司（下称“荣盛发展”）这两家总资产和营业收入规模接近的房企进行对比，最近 4 年（2016-2019 年）泰禾集团存货去化周期较慢，分别为 5.83

年、6.25 年、4.64 年、2.96 年（图 4）。高端住宅+商业地产的业务模式，导致泰禾集团现金回款速度较慢，资金链经常处于紧张状态，一旦融资出现问题，极易发生信用风险问题。

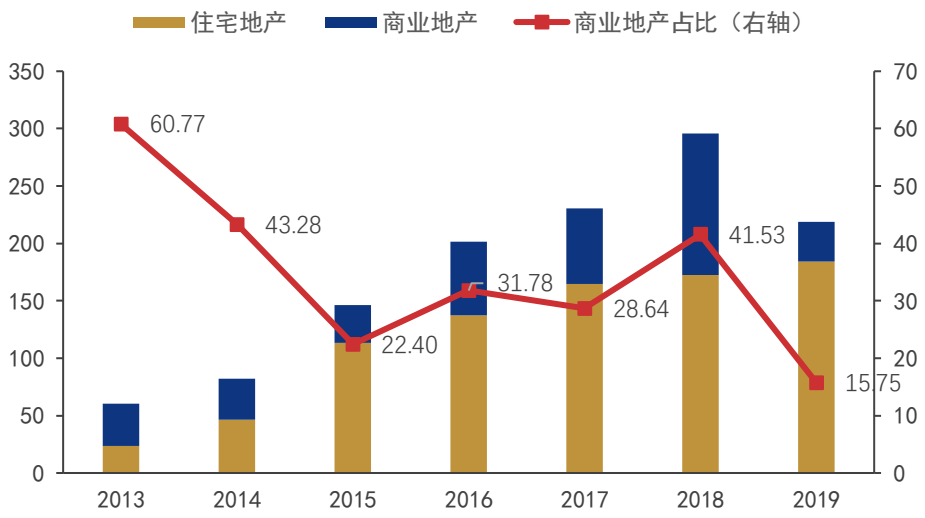

图 3：泰禾集团商业地产销售收入占比情况（2013-2019，单位：亿元，%）

资料来源：公司年报，远东资信整理

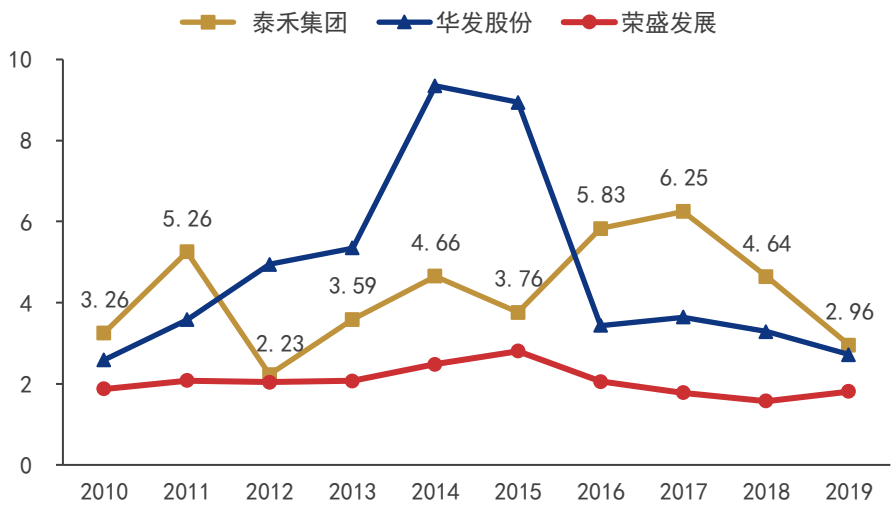

图 4：泰禾集团、华发股份、荣盛发展存货/(预收账款+合同负债)（2010-2020H1，单位：年）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）财务杠杆和融资成本双高，再融资困难

根据中指研究院的统计，2016-2017 年，泰禾集团权益拿地金额分别为 244.78 亿元、393.13 亿元，同比增长 69.5%、61%。拿地激进直接导致公司有息债务快速扩张，2015-2017 年，公司有息债务规模分别为 449.08 亿元、755.08 亿元、1358.10 亿元，同比增长 15.16%、68.14%、79.86%。有息债务快速扩张，导致公司 2015-2017 年调整后的资产负债率和净负债率直线上升（图 5）。泰禾集团超高的财务杠杆一直广受关注，尽管公司自 2017 年起开始

逐步通过出售资产、减少拿地等措施降杠杆，但整体杠杆水平仍在房企中位居前列。2015 年和 2017 年，泰禾集团净负债率达到两次峰值，分别为 530.18%和 473.39%，远高于同时期其他房企，2020 年第一季度末，泰禾集团净负债率为 272.38%，在房企中排名第五。房地产行业具有高杠杆的特点，且受政策调控影响大，企业发展战略必须针对大环境不断进行调整，这样才能使企业“活下去”。

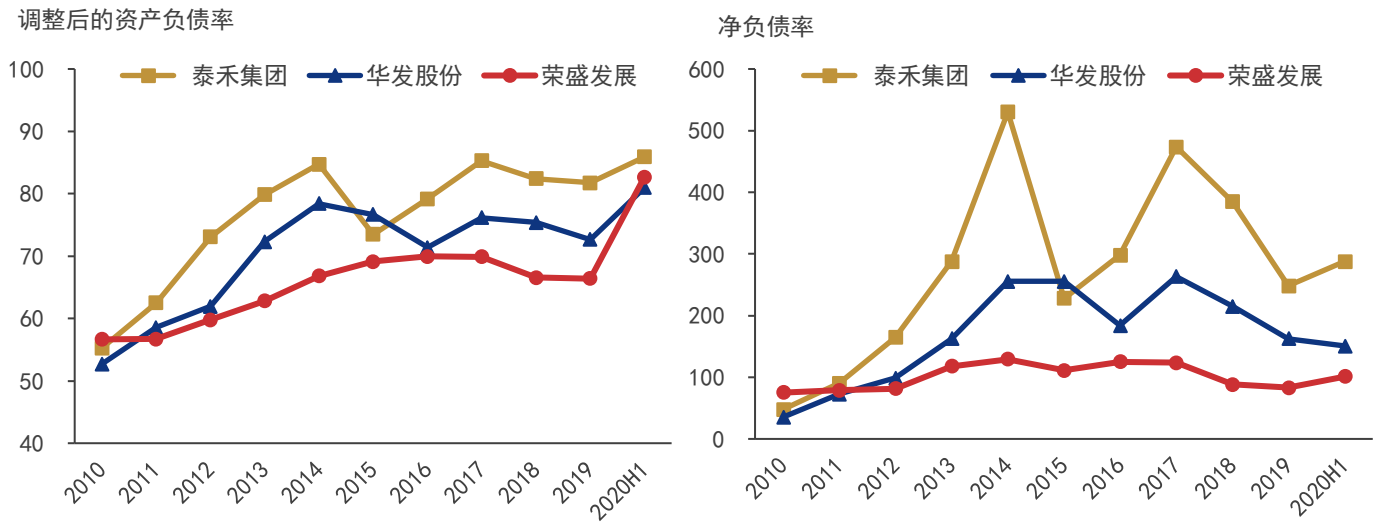

图 5：泰禾集团、华发股份、荣盛发展资产负债率和净负债率（2016-2020H1，单位：%）

注：针对房企调整后的资产负债率=（负债总额-预收账款）/（资产总额-预收账款*营业成本/营业收入），净负债率=（有息债务-货币资金）/所有者权益。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

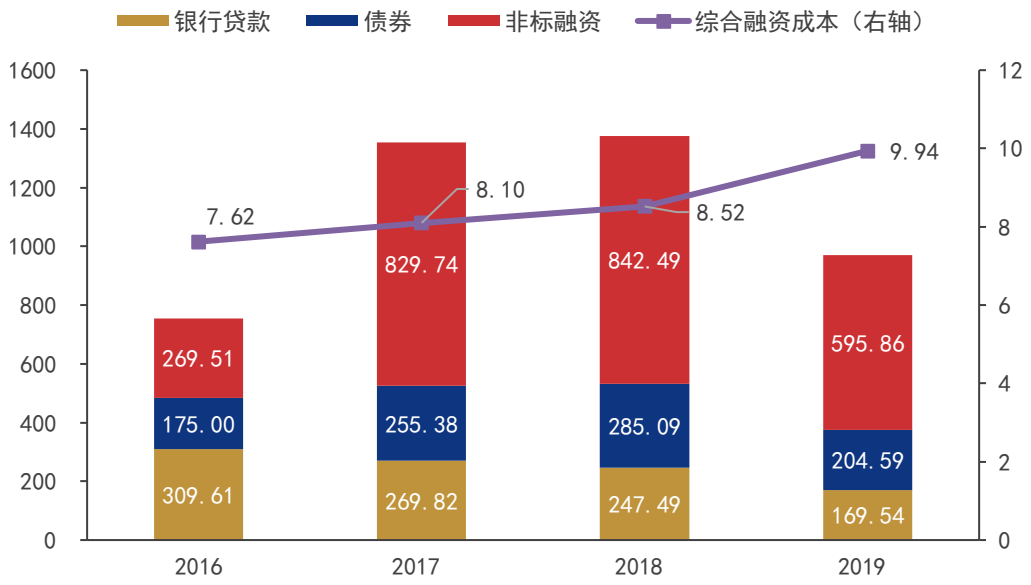

图 6：泰禾集团融资情况（2016-2019，单位：亿元，%）

资料来源：公司年报，远东资信整理

公司年报显示，2016-2019 年，泰禾集团非标融资（非银行贷款非债券融资的部分）占比一路攀升，分别为 35.74%、61.24%、61.27%、61.43%，同时，综合融资成本也从 7.62%升至 9.94%（图 6）。泰禾集团的非标融资规模在行业中处于较高水平，明显高于一般房企 20-30%的水平；非标融资成本较高，直接抬高了企业综合融资成本，而 TOP40 房企融资成本通常在 6-7%，远低于泰禾集团的 9.94%。泰禾集团异常高的非标融资，侧面反映出企业融资难度较大，通过银行和债券融资较困难（自 2018 年 10 月起，泰禾集团无新发行债券）。2017-2018 年，泰禾集团总融资额均超过 1300 亿元，如此大规模的融资额也反映出企业资金链紧张，必须借助融资来维持正常经营。作为一家年度销售额过亿的房企，融资规模（尤其是非标融资）和融资成本高企，不得不令人深思，这也加重了企业的财务负担。

（四）债务集中到期且短期债务占比较高

Wind 数据显示，泰禾集团共发行 18 只债券，债券类型包括公司债、中期票据和证监会主管 ABS，其中，最后一只债券发行日为 2018 年 9 月 19 日，有 4 只债券（发行规模共 80 亿元）集中在 2020 年 7-8 月到期（表 2）。2020 年 8 月 15 日，泰禾集团公布的 2020 年度半年度报告中披露，截至报告披露日，公司已到期未归还借款金额为 349 亿元，尚未支付的利息为 43.32 亿元。

表 2：泰禾集团发行债券基本情况

债券简称	发行规模（亿元）	起息日	到期日	发行方式	当前状态
15 泰禾债	20	2015-08-07	2018-08-07	私募	正常
15 泰禾 02	20	2015-09-25	2018-09-25	私募	正常
15 泰禾 03	10	2015-10-16	2018-10-16	私募	正常
15 泰禾 04	15	2015-12-23	2019-12-23	私募	正常
15 泰禾 05	15	2015-12-23	2018-12-24	私募	正常
16 泰禾 01	30	2016-03-28	2019-03-28	私募	正常
16 泰禾 MTN001	20	2016-05-05	2019-05-05	公募	正常
16 泰禾 02	30	2016-05-25	2021-05-25	公募	正常
16 泰禾 03	15	2016-05-25	2021-05-25	公募	正常
17 泰禾 MTN001	15	2017-07-05	2020-07-06	公募	实质违约
PR 泰优 A	7.2	2017-08-04	2019-08-05	私募	正常
泰禾优 B	7.8	2017-08-04	2019-08-05	私募	正常
泰禾次	0.79	2017-08-04	2019-08-05	私募	正常
17 泰禾 01	30	2017-08-15	2020-08-17	公募	实质违约
17 泰禾 MTN002	20	2017-09-08	2020-08-04	公募	实质违约
17 泰禾 02	30	2017-10-10	2020-10-12	私募	正常
18 泰禾 01	15	2018-08-02	2020-08-03	私募	实质违约
18 泰禾 02	15	2018-09-19	2021-09-19	私募	正常

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从短期债务占比来看，泰禾集团“短期债务/总债务”自 2016 年起不断攀升，2019 年末和 2020 年上半年末分别达到 57.40%和 73.65%，尤其是 2020 年上半年末，短期债务占比大幅高于可比公司华发股份和荣盛发展（图 7）。从有息债务规模来看，2017-2018 年，泰禾集团总债务规模分别为 1358.10 亿元和 1381.34 亿元，大幅高于另外两家可比公司（图 7）。2019 年 3-9 月，公司为缓解现金流压力，先后出售 16 个项目，交易总对价为 125.87 亿元，2019 年末泰禾集团总债务规模有所下降，但仍接近 1000 亿元。从经营性现金流净额对短期债务的覆盖情况来看，2011-2017 年公司经营性现金流净额一直为负，2018-2019 年才转正，但“经营性现金流净额/短期债务”仅为 0.15 和 0.24，经营性现金流净额完全不能覆盖短期债务。在融资受阻的情况下，近 600 亿元的短期债务加重了公司资金链负担，最终导致资金链断裂。事实上，在公司首只债券违约之前就已经出现大规模违约，根据 2019 年年度报告披露，截至报告日，公司存在的已到期未付借款金额为 235.58 亿元，尚未支付的罚息为 6.40 亿元。

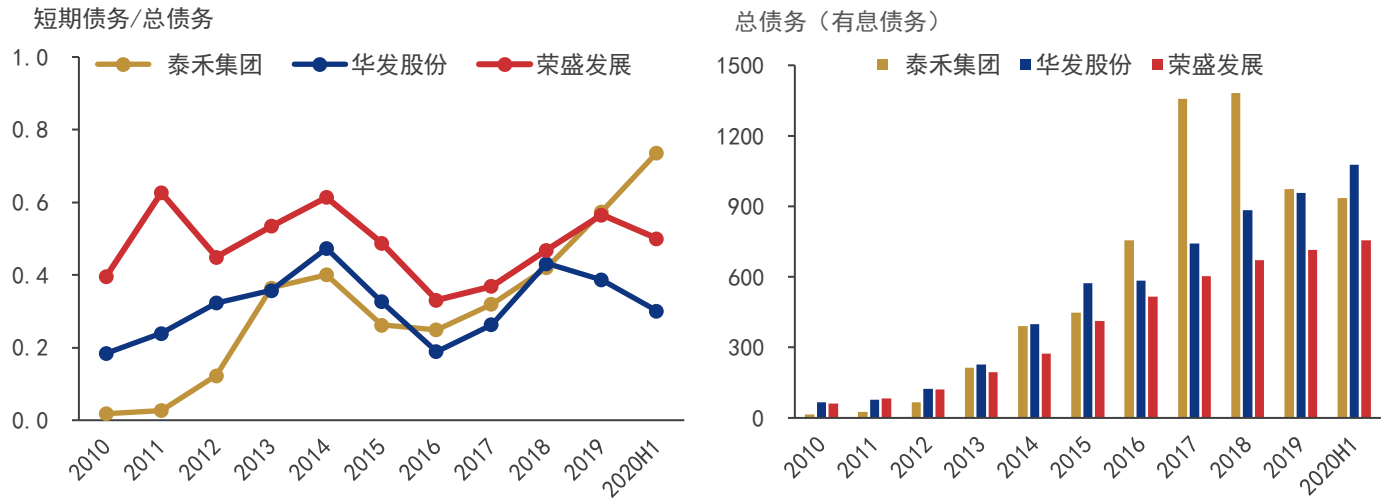

图 7：泰禾集团、华发股份、荣盛发展短期债务占比和有息债务规模（2016-2020H1，单位：-，亿元）

注：短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他短期有息债务，总债务=短期债务+长期借款+应付债券+其他长期有息债务。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（五）受限资产规模大，股权频繁被冻结

根据公司年报披露的数据，泰禾集团受限资产规模庞大，近年来一直在 630 亿元以上。2018 年至 2020 年上半年，公司受限资产规模从 683.14 亿元不断上升至 887.63 亿元，占总资产的比重也由 28.10%上升至 39.36%（图 8）。从受限资产结构来看，存货占比最高（超过 60%），其次是投资性房地产，其余为货币资金、固定资产、在建工程、无形资产等。除货币资金外，其他受限资产都是由于借款抵押形成的。受限资产占比较高，意味着公司出现流动性问题时，可变卖的资产不多，而且 2019 年泰禾集团已经转让了 16 个优质项目的股权来获取资金，剩余能变卖的资产已十分有限。

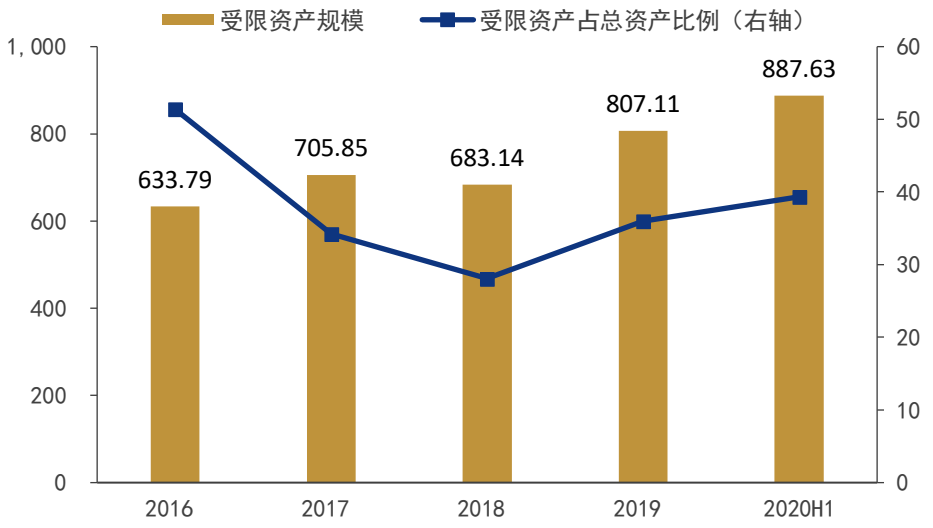

图 8：泰禾集团资产受限情况（2016-2020H1，单位：亿元，%）

资料来源：公司年报，远东资信整理

除此之外，泰禾集团的股权频繁被冻结。2020 年 5 月 27 日，公司发布公告称其控股股东泰禾投资所持有的公司部分股份（71076.71 万股，占其所持股份的 58.32%，占公司总股本的 28.56%）被司法冻结，冻结时间为 2020 年 5 月 21 日至 2023 年 5 月 20 日。据统计，自 2019 年以来，公司控股股东泰禾投资所持有的股份已被多次冻结。

受限资产规模大、股权频繁被冻结将严重影响公司的资产变现能力和再融资能力，这一点从公司引入战略投资者困难重重也能看出一些端倪。2019 年 3 月，公司现金流压力加大，拟引入战略投资者缓解资金压力。据经济观察报报道，从 2019 年的华侨城、世贸，到 2020 年的中国金茂、厦门建发、厦门国贸，再到最新的万科、中国建筑和保利地产，战投名单不断拉长，但直至公司首只债券违约时引入战投仍未成功，这也说明目前公司剩余的土储和项目质量并不高，现有资产对战投吸引力不高。

（六）管理层频繁变动或暴露公司治理问题

从 2016 年起，公司先后有 14 名副总裁、副总经理、财务总监、董事会秘书等高管离职，仅 2018-2019 年就有 7 人离职，这些人中任职时间最短的只有 8 个月。管理层频繁变动或暴露公司治理问题，公司财务政策的一致性也无法得到有效保障。保持管理团队的稳定对房企实现销售目标至关重要，高管频繁变动可能会对企业经营产生负面影响。

四、总结

之前违约的几家房企或多或少都存在过度多元化的问题，而泰禾集团是首家专注房地产主业，完全是自身经营问题导致违约的房企。作为资产超过两千亿元的大型房企，泰禾集团的违约原因涉及了房企经营过程中可能遇到的各种问题，比如业务模式问题（高端住宅和商业地产去化慢）、拿地激进、非标融资规模大且占比高、融资成本高、

财务杠杆高、债务集中到期且短期债务占比高、资产受限、公司治理问题等。从这些可能的违约原因中，我们得到以下几点启示。

第一，公司发展战略应当随政策导向及行业趋势及时做出调整。泰禾集团深耕一线和个别二线城市高端住宅和商业地产的发展战略导致拿地溢价率较高、销售单价较高且需求有限，先后几轮扩张都碰到楼市结构性收紧调控，公司盈利空间受到严重挤压，从而导致自身盈利能力下降。当前，房地产对中国经济已经从拉动效应转变为挤出效应，房价过高会挤压消费，并导致企业“脱实向虚”等问题，我们绝对不能忽视国家对楼市调控的决心。泰禾集团拿地激进，对行业趋势预判失误，产品定位高端导致去化慢且资金占用大，再加上疫情冲击销售和回款，直接导致资金链断裂。

第二，对再融资受限的企业要特别关注。当企业自身陷入困难，可靠的外部现金流来源是其最后一道屏障，融资渠道的可获性与畅通性，是分析企业再融资能力的重要方面。泰禾集团资产受限占比高、股权频繁被冻结，都将严重影响企业的再融资能力。此外，泰禾集团过高的非标融资规模，以及较高的融资成本，也侧面反映出企业融资困难，这些方面都需要重点关注。

第三，债务负担长期沉重且短期债务占比高的企业，更易陷入流动性危机。总债务的大幅增加会进一步加大公司债务负担，而短期债务占比过高则会加重公司短期偿债压力，因此需要对债务结构的合理性多加关注。若公司经营状况不佳，盈利能力下滑，融资渠道不畅通，则会加速流动性危机的爆发。泰禾集团经营活动的现金流长期为负值，根本无法覆盖短期债务。在融资受阻的情况下，近 600 亿元的短期债务加重了公司资金链负担，最终在疫情的推动下导致公司走向违约。

2020 年 7 月 30 日，泰禾集团的控股股东泰禾投资与万科集团旗下海南万益管理服务有限公司（下称“海南万益”）签署了《股份转让框架协议》。根据协议约定，泰禾投资拟将其持有的泰禾集团 19.9%的股份协议转让给海南万益，转让价款合计为 24.26 亿元，支付方式为现金支付。转让完成后，泰禾投资仍是泰禾集团控股股东。按照万科和泰禾集团签署的补充协议，此次交易落地还必须达到两个条件，若条件达成万科成功入股，泰禾集团或迎来转机。

【作者简介】

陈心洁，中国科学院管理科学与工程博士，研究部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于 1988 年 2 月 15 日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业 30 余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。

远东资信评估有限公司 网址： www.sfecr.com

北京总部
地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部
地址：上海市杨浦区大连路 990 号海上海新城 9 层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。