

作者：陈心洁

邮箱：research@fecr.com.cn

## 债券主体违约率触底反弹，房企违约潮来临？

——2020年第三季度信用债违约分析

## 摘要

2020年第三季度共有21只债券发生违约，违约时的债券余额合计238.51亿元，涉及的违约主体共有13家，其中6家为首次违约主体。从过去8个季度的债券违约情况来看，2020年第三季度各项指标数值较去年同期均有较大幅度地下降，但较上一季度均有所反弹。第三季度违约主体地域分布主要集中在广东地区和房地产行业，发行时评级为AA+和AA级的违约主体占比较高，均为38.46%。

从新增主体违约率和债券主体违约率来看，2020年第三季度都出现不同程度地反弹，其中民企升幅较大，民营企业新增主体违约率和债券主体违约率较上个季度分别上升0.25个百分点和0.95个百分点。展望未来，货币政策将逐步常态化，债券违约（尤其是民企债券违约）的压力或将增大。

2020年第三季度6家首次违约主体中有4家是房企，具有明显的行业倾向性。通过研究我们发现，近期房地产政策收紧或许只是一个诱因，主因还是企业自身盈利能力和营运能力下降。

房企违约非常值得关注，我们从中上述4家房企违约事件中得到的思考与启示有：（1）公司发展战略应随政策导向和行业趋势及时做出调整，并警惕外部环境变化；（2）要多关注房企的存货去化周期和财务杠杆；（3）对短期债务占比高且经营性现金流净额持续多年不能完全覆盖短期债务的企业要特别关注，要多作流动性和财务弹性分析。

## 相关研究报告：

1. 《新增主体违约率创新低，民企激进投资风险再显现——2020年第二季度信用债违约分析》，2020.07.07
2. 《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》，2020.08.24
3. 《民营卫星龙头因何陨落？——华讯科技债券违约分析》，2020.09.03
4. 《融资环境收紧，母公司无力履行担保代偿责任——天房信托债券违约分析》，2020.09.18
5. 《主营竞争力偏弱，“坠落”在行业低谷期——铁牛集团违约分析》，2020.09.23

## 一、第三季度信用债违约整体情况

2020年第三季度共有21只债券发生违约(本文的违约债券统计口径包括Wind二级债券分类中的一般公司债、私募债、一般企业债、超短期融资债券、一般短期融资券、一般中期票据和可交换债)，违约时的债券余额合计238.51亿元，涉及的违约主体共有13家，其中6家是首次违约主体(第一次出现旗下所发行信用债违约的主体)。与去年同期相比，2020年第三季度各项指标数值均有较大幅度地下降；但与上个季度相比，2020年第三季度各项指标数值均有不同程度地回升(图1)。从过去8个季度的债券违约情况来看，2020年第三季度新增违约债券只数仍处于相对低位，但当季违约主体个数和当季首次违约主体个数为今年前三季度最高(图1)。今年上半年，受疫情冲击，金融机构对实体经济支持力度加大，企业外部融资环境得到改善，但从第三季度数据来看，今年资金面最宽松的阶段似乎已经过去。展望未来，货币政策将逐步常态化，债券违约(尤其是民企债券违约)的压力或将增大。

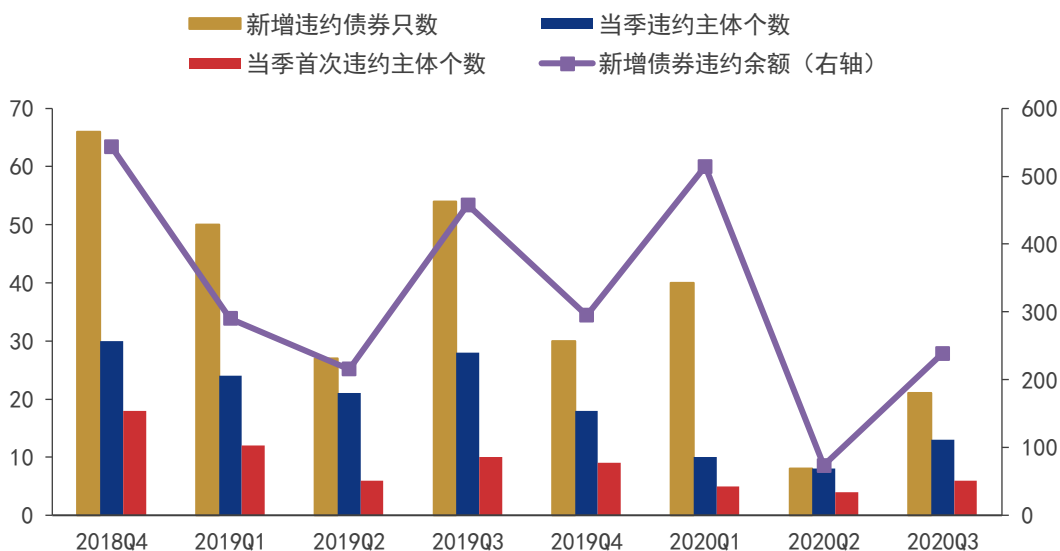


图1：债券违约情况（2018Q4-2020Q3，单位：个，亿元）

注：违约债券余额统计时间截至2020.10.1，不包含违约后已兑付的金额。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增违约债券对应违约主体的地域分布来看，第三季度广东地区违约主体数量最多(占30.77%)，其他省份均只有1-2家违约主体；从第三季度违约主体所属行业来看，房地产行业违约主体最多(占30.77%)，剩余其他行业均只有1-2家违约主体(图2)。第三季度违约主体发行时评级AAA、AA+和AA级分别有1家、5家和5家，AA-级和无评级主体各1家，发行时评级为AA+和AA级的违约主体占比较高，均为38.46%，违约主体发行时评级或有向中低等级迁移的趋势。

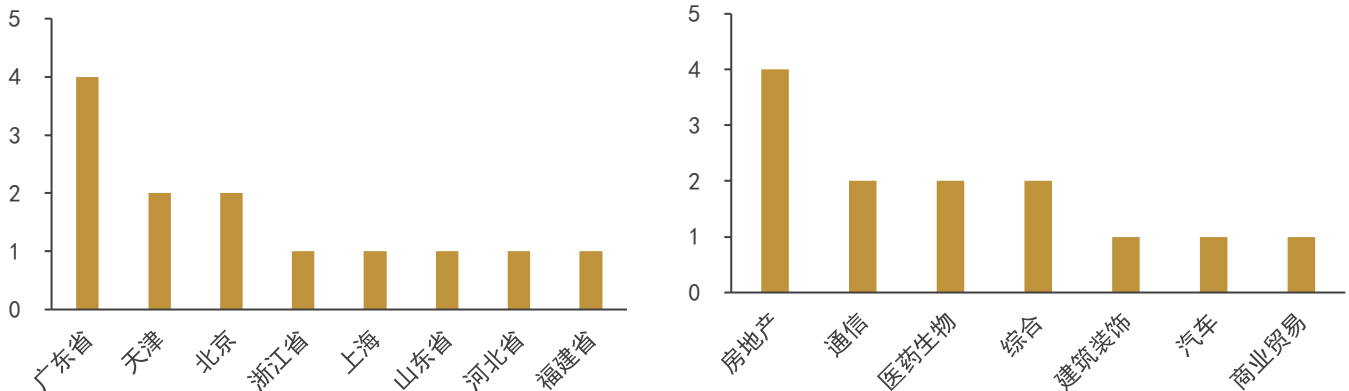


图 2: 2020 年第三季度违约主体地域和行业分布 (单位: 家)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2020 年第三季度首次违约主体共 6 家, 涉及违约债券共 13 只, 累计违约金额 109.58 亿元, 分布区域较分散, 业务范围涉及房地产、通信、汽车行业, 6 家首次违约主体中有 4 家是房企, 具有明显的行业倾向性 (表 1)。从公司属性来看, 本季度首次违约主体有 4 家民营企业和 2 家国有企业, 其中有 1 家上市公司 (表 1)。

表 1: 2020 年第三季度首次违约主体基本情况

发行人	首次违约时间	当季度违约债券只数	当季度未兑付金额	违约前 1 个月主体评级	所属申万行业 (一级-二级)	所属地区	公司属性	是否上市	违约情况概述
华讯方舟科技有限公司	2020-07-02	4	12.81 亿元	AA-	通信-通信设备	广东	民营企业	否	未按时兑付利息 (1 只)、提前到期未兑付 (4 只)
泰禾集团股份有限公司	2020-07-06	5	79.59 亿元	AA-	房地产-房地产开发	福建	民营企业	是	未按时兑付本息 (3 只)、未按时兑付回售款和利息 (1 只)、提前到期未兑付 (1 只)
天津市房地产信托集团有限公司	2020-08-24	1	2.16 亿元	无	房地产-房地产开发	天津	地方国有企业	否	未按时兑付回售款和利息
铁牛集团有限公司	2020-08-24	1	0.20 亿元	AA	汽车-汽车整车	浙江	民营企业	否	未按时兑付本金
天津房地产集团有限公司	2020-09-08	1	8.54 亿元	无	房地产-房地产开发	天津	地方国有企业	否	未按时兑付回售款和利息
上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	2020-09-22	1	6.28 亿元	AA	房地产-房地产开发	上海	民营企业	否	未按时兑付回售款和利息

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从新增主体违约率来看, 2020 年第三季度新增主体违约率为 0.13%, 较上个季度上升 0.04 个百分点, 结束了连续两个季度的下降趋势。民营企业新增主体违约率较上个季度上升 0.25 个百分点, 升幅较大, 国有企业新增主体违约率仍处于低位 (图 3)。

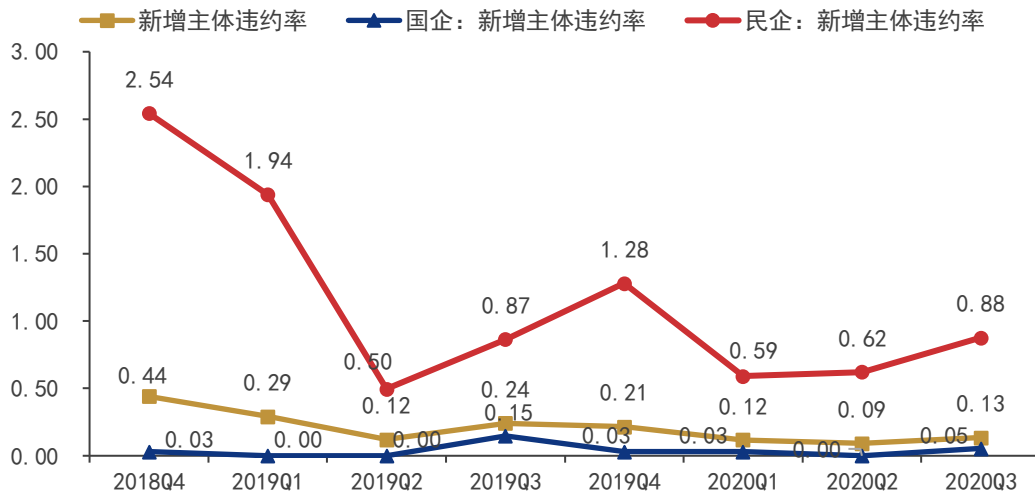


图3：季度（国企、民企）新增主体违约率（2018Q4-2020Q3，单位：%）

注：新增主体违约率=某期限内首次违约主体数/期初期末存量债券主体数量平均数。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从债券主体违约率来看，2020年第三季度债券主体违约率为0.29%，较上个季度上升0.11个百分点，其中民营企业债券主体违约率为2.19%，较上个季度上升0.95个百分点，升幅较大（图4）。

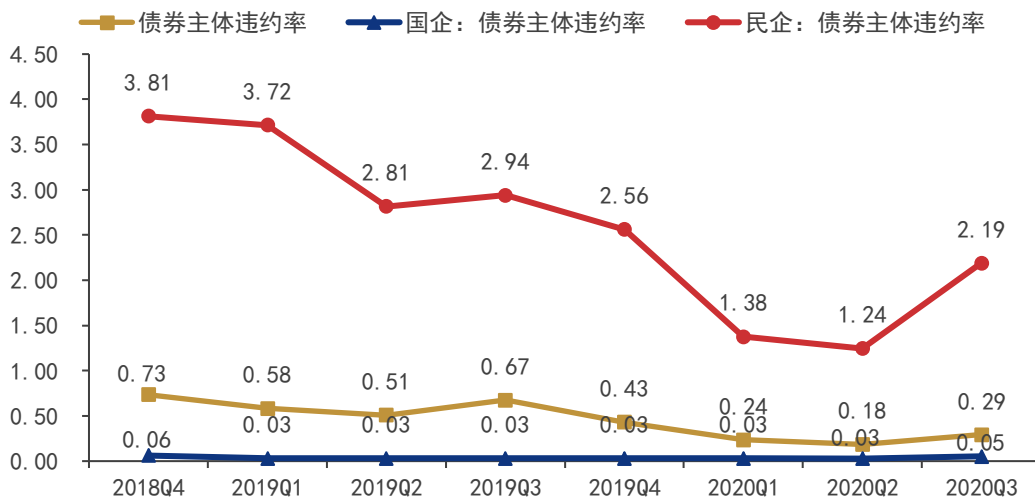


图4：季度（国企、民企）债券主体违约率（2018Q4-2020Q3，单位：%）

注：债券主体违约率=某期限内新出现的违约债券对应的主体数/期初期末存量债券主体数量平均数。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 二、第三季度信用债违约分析

2020年第三季度信用债首次违约对应主体分别为华讯方舟科技有限公司（下称“华讯科技”）、泰禾集团股份有限公司（下称“泰禾集团”）、天津市房地产信托集团有限公司（下称“天房信托”）、铁牛集团有限公司（下

称“铁牛集团”)、天津房地产集团有限公司(下称“天房集团”)和上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司(下称“三盛宏业”)。后4家企业违约债券类型均为私募债,公开信息较少,天房信托和天房集团甚至一年多无主体评级且无2018-2019年年报,故我们只能试图探究它们可能的违约原因。

以往的违约通常没有明显的行业倾向性,而第三季度首次违约主体中66.67%为房企。本文重点对这四家房企进行分析,试图总结出房企违约原因的相同与不同之处。

## (一) 外部环境不佳背景下自身盈利能力下降

### 1. 泰禾集团

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,实际控制人为公司董事长兼总经理黄其森。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。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,布局全国(京津冀、长三角、珠三角、中部)。

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。今年第一季度,受新冠肺炎疫情疫情影响,各地售楼处暂停营业,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。2020年半年报显示,泰禾集团今年上半年净利润为-15.69亿元,而去年同期为15.66亿元。

### 2. 天房信托和天房集团

天房信托成立于1993年,为天房集团全资子公司,公司实际控制人为天津市国资委。从2015-2017年年报来看(因公司未披露2018-2019年年报,诸多信息和数据无法公开获得),公司形成以房地产开发为主业,工程施工和建筑材料批发零售业务为两翼的格局。公司为天津市内区域性的房地产开发企业,房地产开发业务分为保障房开发和商品房开发。受到保障房利润空间较小的影响,公司房地产业务板块盈利空间小于行业平均水平。

天房集团成立于1999年,实际控制人为天津市国资委,是天房信托的母公司。从公司主营业务收入构成来看,房地产开发业务是公司主要收入来源,土地整理、酒店、物业服务、建筑智能化工程设计与施工等其他板块收入占比较小。天房集团房地产开发业务区域主要集中在天津市,以商业住宅类为主。

天房信托和天房集团的房地产开发业务区域主要集中在天津地区,而天津市近年来经济实力偏弱,导致产业集聚和发展相对不足,对人口吸引力弱,在较大程度上影响房地产行业的发展。2020年上半年天津GDP为6309.28亿元(全国第24位),同比下降3.9%(全国第28位)。天津市在2016年9月、2016年11月、2017年3月相继出台限购、限贷以及限制融资等政策,也对天津地区商品房销售和房企融资产生不利影响。今年以来,房地产政策偏紧且天津经济情况不佳,天津市房地产市场量价齐跌,料将使得天房信托和天房集团收入大幅下滑。在此之前,两家公司已出现亏损情况。根据2018年半年报(最新可获数据),天房信托2018年上半年净利润为-0.58亿元;天房集团净利润自2016年起持续下滑且由正转负,2016年、2017年、2018年上半年净利润分别为-3.98亿元、-22.06亿元、-9.70亿元。

此外，自2013年以来，天房集团多次创下天津拿地单价新高，在2017年房地产政策明显收紧的情况下，当年9月还以溢价率33.6%拍下天津市南开区迎水道北侧土地使用权。这一点与泰禾集团极为相似，公司发展与行业趋势相背离，在行业下行期还频频扩张，直接导致后续资金供应不足，之后随着融资渠道收紧最终导致违约。

天房信托截至2018年3月末仅有2块商住用地待开发，预计2018-2020年公司房地产开发项目数量或减少，而2017年末公司主要在建房地产项目投资需求逾80亿元，预计2018-2020年公司资本支出规模较大，在收入大幅下滑的情况下，公司资金链极为紧张。天房集团作为担保方，无力履行代偿责任（天房集团未披露2018-2019年年报），随后也出现违约。

### 3. 三盛宏业

三盛宏业成立于2002年，为上海市民营企业，实际控制人为陈建铭。公司主要房地产项目位于上海、浙江、广东、安徽、辽宁等地。与前几家房企专注房地产主业不同，自2016年起，三盛宏业进行多元化业务转型，以25亿元并购3家公司，开始涉足大数据、数字化营销、客户管理、海洋投资、金融投资、城市建设、文旅健康等领域。旗下的中昌数据为A股上市公司，中昌国际为香港H股上市公司，钰景园林为新三板挂牌公司。

2017年以来，房地产市场全面调控，三盛宏业主业盈利能力下降，而副业还处在投资阶段，无法对主业提供支撑。2017-2018年，公司营业总收入由88.06亿元增长至108.77亿元，净利润却从4.97亿元小幅下降至4.75亿元；根据最新披露的2019年半年报，公司2019年上半年出现亏损，净利润为-7.66亿元。三盛宏业对外投资过于多元化，且没有与房地产主业形成协同效应，主业产生的现金流无法覆盖副业投资及发展，受房地产政策收紧等影响，导致公司流动性非常紧张。

#### （二）存货去化周期较慢，影响回款速度

从公司营运效率来看，这4家房企的存货去化周期（计算公式为存货/(预收账款+合同负债)）多年来一直较慢，全部超过2年（图5）。其中，天房集团2014-2015年的存货去化周期甚至达到38.58年和25.93年的惊人数字；天房信托2012年的存货去化周期也超过10年；泰禾集团和三盛宏业情况相对较好，2014年以来的存货去化周期也保持在3-7年。

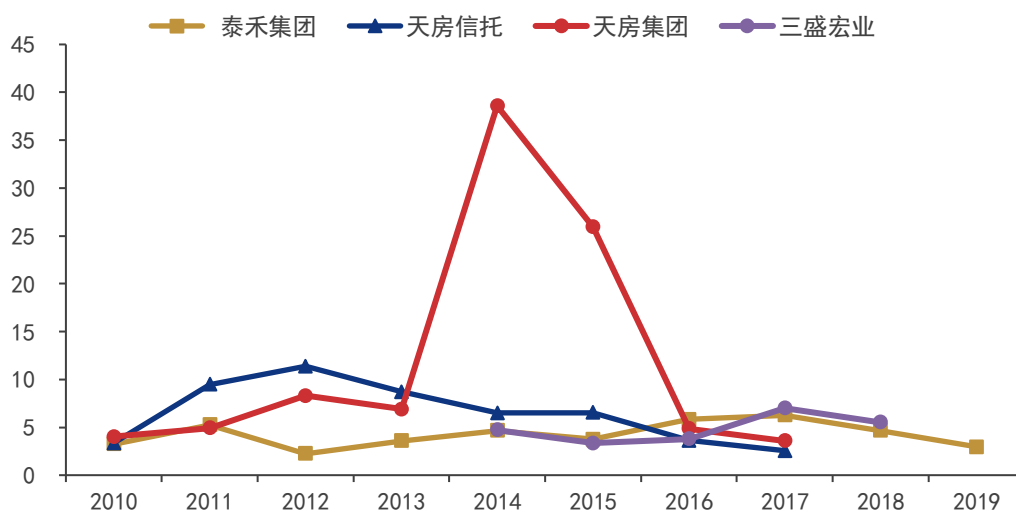


图5：4家房企存货/(预收账款+合同负债) (2010-2019, 单位：年)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

受公司业务模式或外部环境影响，近年来4家房企存货去化周期一直维持高位，导致公司营运效率较低，现金回款速度较慢，资金链长期承压，流动性紧张。以泰禾集团为例，“高端住宅+商业地产”的业务模式严重影响运营效率。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；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。这种业务模式导致现金回款速度较慢，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。天房信托和天房集团布局集中在天津地区，极易受到当地经济和房地产政策影响，居民购房需求降低也会导致存货去化周期较慢的问题。

### （三）财务杠杆高企，外部融资环境恶化

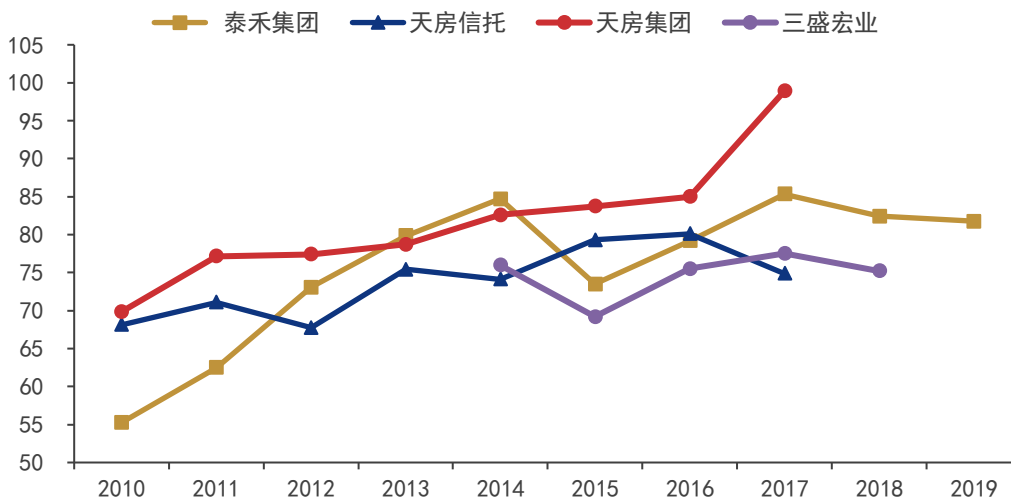


图6: 4家房企调整后的资产负债率 (2010-2019, 单位: %)

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)。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

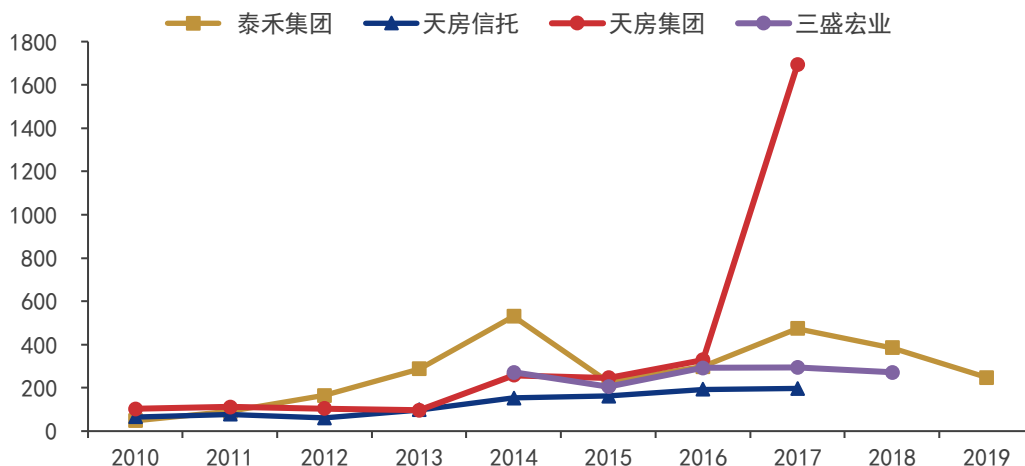


图7: 4家房企净负债率 (2010-2019, 单位: %)

注: 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

房企经营对融资的依赖度较高，普遍具有高杠杆的特点。自2016年以来，这4家房企调整后的资产负债率都达到75%。2017年，天房集团调整后的资产负债率竟然接近99%；泰禾集团调整后的资产负债率也达到85%（图6）。从净负债率的角度来看，4家房企杠杆更是高得惊人。2014年以来，各家房企净负债率均超过150%，且2015-2017年呈不断上升趋势（图7）。若用央行对房企融资划出的“三道红线”进行对照，这4家房企相关指标也远远超出规定临界值。

泰禾集团和三盛宏业融资成本较高，也侧面反映出企业再融资难度大。2017-2019年，泰禾集团非标融资（非银行贷款非债券融资的部分）占比超过60%，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（从2017年的8.10%升至2019年的9.94%）。2016-2019年，三盛宏业在上交所发行债券9只，发行利率在7-8.4%之间；2017年起，公司多次向员工发行理财产品，涉及资金超8亿元，牵涉上千名员工及家属，这些信托理财收益率普遍高于8%。2019年10月，三盛宏业相关的信托理财暴雷，构成债务违约。

近年来，国家对房地产金融风险高度重视，房地产行业融资渠道不断收紧。央行和银保监会多次表示，对于违规把贷款流入到房地产市场的行为要坚决予以纠正。2020年8月，央行提出房企融资“三道红线”这一透明化的融资规则。根据央行《2020年二季度金融机构贷款投向统计报告》，2020年上半年，中国房地产贷款增加2.99万亿元，仅占同期各项贷款增量的24.7%，较上年降低9.3个百分点。随着《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》的出台，金融机构逐步压降信托贷款、委托贷款、债权融资计划等非标资产规模，弱资质房企重要融资渠道受限，资金链断裂导致债券违约。

#### （四）短期债务占比高，经营性现金流净额覆盖短期债务情况多年较差

从短期债务占比来看，4家房企“短期债务/总债务”自2016年起均呈上升态势，泰禾集团、天房信托和三盛宏业“短期债务/总债务”的最新可获数据均接近或超过50%（图8）。天房集团虽然短期债务占比相对较低（30%左右），但2017年有息债务规模超过1200亿元，因此短期债务规模也很高。从有息债务规模来看，泰禾集团2017-2018年总债务规模分别为1358.10亿元和1381.34亿元，天房集团2016-2017年总债务规模分别为1211.20亿元和1231.78亿元，均大幅高于同行业可比公司。此外，这4家房企一年内均有多只债券到期。以泰禾集团为例，仅在2020年7-8月，就有4只债券（发行规模共80亿元）集中到期。

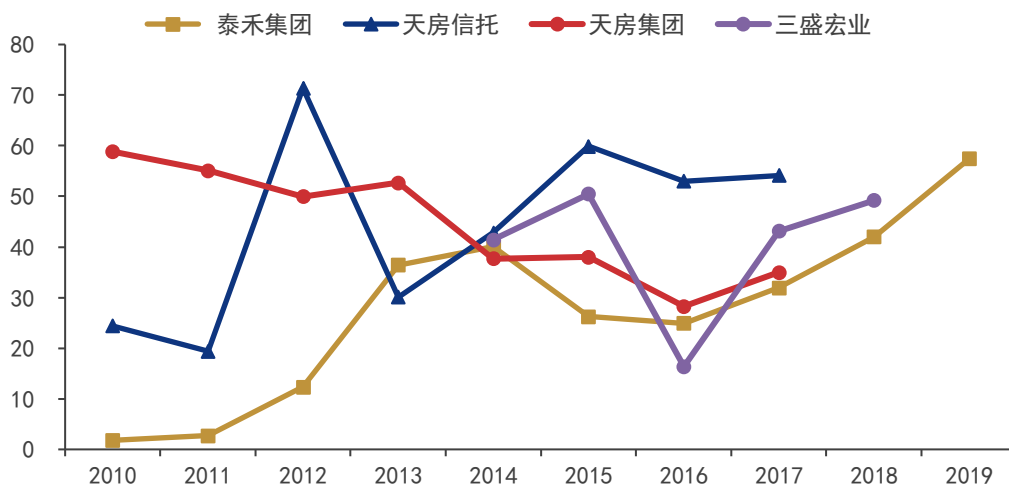


图8: 4家房企短期债务/总债务 (2010-2019, 单位: %)



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

从经营性现金流净额对短期债务覆盖情况来看，这 4 家房企的经营性现金流净额多年来均不能覆盖短期债务（经营性现金流净额/短期债务均未超过 0.5），泰禾集团（2014-2017 年）、天房信托（2014-2015 年）、天房集团（2014-2017 年）、三盛宏业（2014、2016 年）甚至还出现经营性现金流净额为负的情况（图 9）。

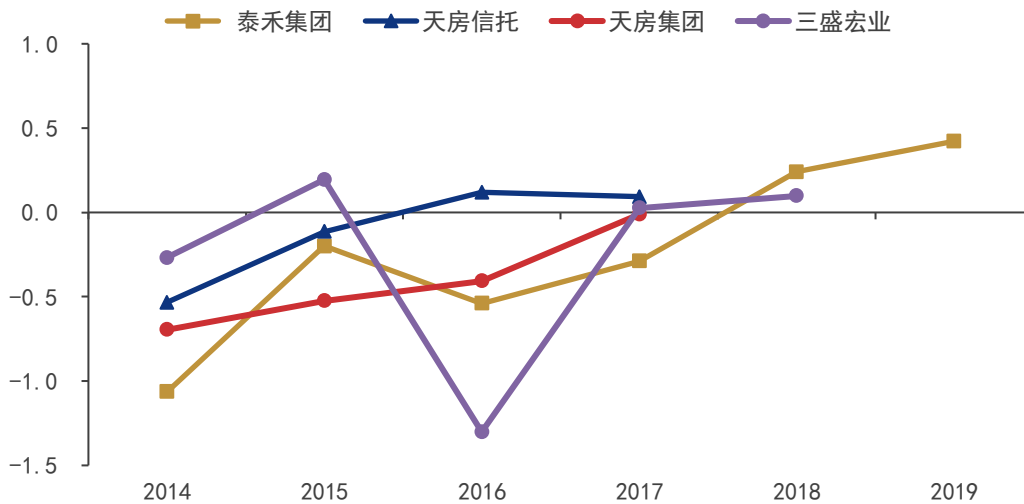


图 9: 4 家房企经营性现金流净额/短期债务 (2014-2019, 单位: %)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

现金流与债务的期限结构是否匹配将对企业的信用风险产生影响，当债务在短期内较为集中或者偿债高峰来临，而企业流动性无法充足覆盖且财务缺乏弹性，会更容易发生违约事件。尤其对于房企而言，更需要特别关注短期债务占总债务比重、经营性现金流净额/短期债务等指标，分析时要考察过去多年的数据。

### （五）其他原因

除以上违约原因外，还有诸如公司治理问题、资产受限或冻结、应收账款过大、信息披露不全等其他违约原因。有关这些违约原因的分析可以参见远东资信官网发布的违约专题研究文章，这里就不再展开分析。

## 三、总结与展望

2020 年第三季度共有 21 只债券发生违约，违约时的债券余额合计 238.51 亿元，涉及的违约主体共有 13 家，其中 6 家为首次违约主体。从过去 8 个季度的债券违约情况来看，2020 年第三季度各项指标数值较去年同期均有较大幅度地下降，但较上一季度均有所反弹。第三季度违约主体地域分布主要集中在广东地区，房地产行业相对较多，发行时评级为 AA+ 和 AA 级的违约主体占比较高。从新增主体违约率和债券主体违约率来看，2020 年第三季度都出现不同程度地反弹，其中民企主体违约率升幅较大。展望未来，货币政策将逐步常态化，债券违约（尤其是民企债券违约）的压力或将增大。

2020年第三季度6家首次违约主体中有4家是房企，具有明显的行业倾向性。通过研究我们发现，这些房企在经营过程中早就或多或少地出现问题。近期房地产政策收紧或许只是一个诱因，主要原因还是企业自身盈利能力和营运能力下降。

通过总结这4家房企违约原因，得到如下思考和启示：

**第一，公司发展战略应随政策导向和行业趋势及时做出调整，并警惕外部环境变化。**房地产行业受政策调控影响大，且房企经营普遍对融资的依赖度较高，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。此外，当外部环境出现变化（如新冠肺炎疫情暴发或所布局区域经济不景气）时，会对企业盈利能力产生直接影响，因此，需要对未来可能的负面外部环境变化做适度预判，并为未来可能的不利情景预留出一定空间。

**第二，要多关注房企的存货去化周期和财务杠杆。**不论是何种原因导致的存货去化周期缓慢，都会影响现金回款速度和资金利用效率，从而导致企业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。房地产是资金密集型行业，从房地产开发到销售都严重依赖外部金融杠杆，当行业或金融政策收紧时，极易遭受资金链断裂的流动性风险。

**第三，对短期债务占比高且经营性现金流净额持续多年不能完全覆盖短期债务的企业要特别关注，多作流动性和财务弹性分析。**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。若公司经营性现金流净额多年不能完全覆盖短期债务，说明自身“造血”功能丧失，同时融资渠道又不畅通，再融资空间极度被压缩，则会加速流动性危机的爆发，最终导致公司走向违约。

### 【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](http://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：010-57277666

#### 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。