

作者：中学峰

邮箱：research@fecr.com.cn

## 商业、办公地产销售受阻致资金链断裂

——协信远创债券违约案例分析

### 摘要

2021年3月9日，协信远创发行的“18协信01”私募公司债未能兑付本金，导致公司首次出现债券违约。随后，“16协信03”“16协信05”“16协信06”也相继违约。截至7月14日，协信远创累计违约债券余额25.33亿元。

协信远创从重庆发展起家，采用商住一体化的开发模式，同时经营商业、办公和住宅地产。2020年期间公司股权发生重大变更，公司创始人吴旭出售了大部分股份，新加坡城市集团（CDL）入主成为控股股东。

协信远创债券违约的主要原因是：（1）占公司存量资产72%的商业、办公物业去化周期过长，叠加疫情影响导致销售严重受阻；（2）2017年公司储备了大量土地项目，但后续开发进度缓慢，竣工交付延迟；（3）公司的资产受限比例高，资产质量一般，很难再抵押资产融资；（4）公司负债指标触及了“三道红线”，难以再通过债券市场或银行融资；（5）公司管理层在经营决策上失去了控股股东CDL的支持，导致债务危机蔓延发展。

从协信远创的案例可以得到如下几点启示：（1）商业、办公地产的经营风险可能要高于纯住宅地产，分析房企风险时要区分公司所经营地产业务的具体类型；（2）房地产行业具有周期性，如果行业内企业违背周期趋势盲目扩张，就可能引发经营和债务危机；（3）需要关注公司是否存在资产受限、资产质量差或监管政策对再融资活动施加限制的情况；（4）股东方是否重视公司并积极支持安排偿债方案，会影响债务危机的解决效果。

### 相关研究报告：

- 1.《产业新城PPP项目回款期过长叠加疫情冲击引发违约——华夏幸福债券违约案例分析》，2021.04.23
- 2.《新增债券违约率继续扩大，“海航系”企业接连违约——2021年第一季度信用债违约分析》，2021.04.12
- 3.《中国违约债券处置运作现状及发展思考》，2020.12.24
- 4.《综合行业债券违约现象解析：来自微观的视角》，2020.11.19
- 5.《“母弱子强”下母公司违约分析——华晨集团违约分析》，2020.11.16

## 一、违约事件回顾

2021年2月8日，重庆协信远创实业有限公司（简称“协信远创”或“公司”）发行的18协信01、16协信05等5只债券被评级机构下调信用等级，级别由AA降至AA-，并被列入评级观察名单。3月5日，18协信01、16协信05等5只债券信用等级再次被下调，级别降至BB，同时公司主体长期信用等级也降至BB，评级展望为负面。

评级机构下调级别的主要理由有三个：一是公司项目储备构成中，办公、商业项目占比高，住宅项目占比较低，去化周期偏长；二是公司货币资金规模远小于短期债务，流动性紧张；三是公司拟通过项目转让、推动销售回款等方式筹措资金，但股东对偿债安排是否支持存在不确定性。

3月9日，协信远创发行的“18协信01”私募公司债到期，公司仅支付了债券利息而未能兑付本金，构成实质性违约。随后“16协信03”“16协信05”和“16协信06”这三只债券也相继发生违约。截至7月14日，公司已实质违约债券余额约25.33亿元。

表1：协信远创已违约的债券（截至2021.07.14）

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	发行期限	违约日期	违约类型	逾期本金 (亿元)	逾期利息 (亿元)
150164.SH	18协信01	私募债	2018-03-09	3年	2021-03-09	未按时兑付本金	4.82	0
136307.SH	16协信03	一般公司债	2016-03-17	5年	2021-03-17	未按时兑付本金	6.52	0
136432.SH	16协信05	一般公司债	2016-05-12	5年	2021-05-12	未按时兑付本息	5.61	0.48
136540.SH	16协信06	一般公司债	2016-07-14	5年	2021-07-14	未按时兑付本息	8.38	0.63

资料来源：Wind，远东资信整理

除违约债券外，公司还有其他多项逾期债务。根据公司2020年报披露的信息，截至2021年5月25日，公司及子公司发生债务逾期涉及本息金额88.41亿元，包括银行贷款、信托贷款、公司债券及关联方借款等。

目前已有债权人发起法律程序追偿逾期债券。7月5日，债权人北京易禾水星投资有限公司就已向重庆第五中院申请协信远创破产重整，后续可能还会有其他债权人通过法律途径追偿债务。

## 二、发行人基本情况

重庆协信远创实业有限公司的前身是“重庆机动车交易市场有限公司”。2004年，公司经营范围增加“房地产开发与销售”，随后协信控股集团（成立于1994年6月）陆续将旗下房地产业务转移至该公司。2008年，公司

名称更名为“重庆协信远创房地产开发有限公司”，主营业务变更为房地产开发。2017年，绿地控股集团有限公司投资入股，同时公司更名为“重庆协信远创实业有限公司”。

2019年度，国内房地产行业融资收紧，且“限购、限贷、限价、限售”政策组合持续加码，房地产行业步入新一轮的结构性调整期。随后的2020年4月15日，协信远创的创始人吴旭向新加坡城市发展集团(City Development Limited, 简称“CDL”)出售了所持有的大部分股权，CDL成为公司背后的实际控制人。截至2020年底，汉威重庆房地产开发(香港)有限公司(简称“汉威香港”)持有本公司80.01%的股权，是本公司的控股股东。CDL与吴旭分别持有汉威香港63.75%和36.25%的股权，并对其共同控制。根据公司章程等文件约定，协信远创由CDL与吴旭共同控制。

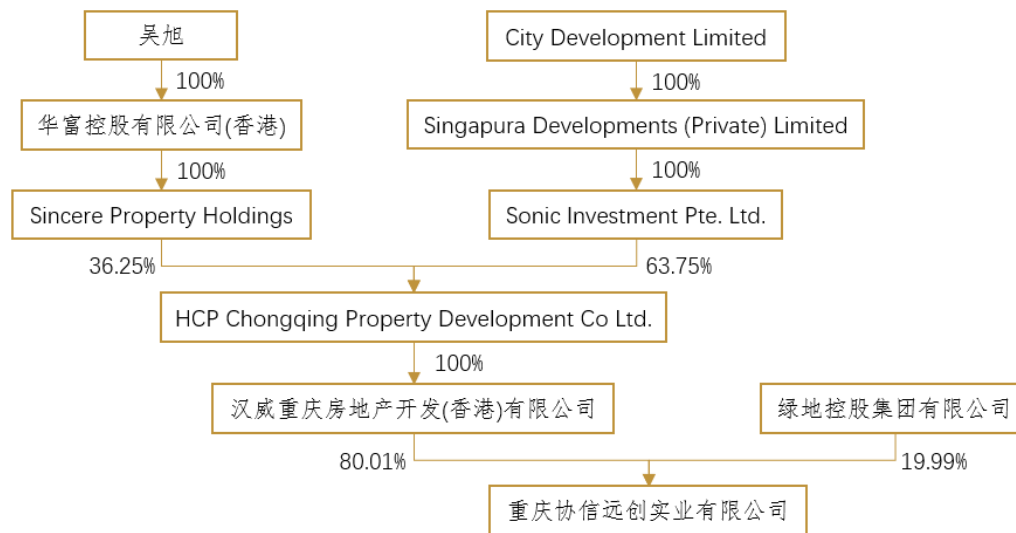


图 1: 协信远创违约前的股权结构 (2020.12.31)

资料来源: Wind, 远东资信整理

目前公司主要从事的业务为房地产开发与商业运营，主要产品为商品住宅、写字楼、商铺以及产业地产。公司采用商住产一体化的开发模式，在经营住宅、商业地产的同时，也开发高科技产业园区，现已建成“启迪协信重庆总部城”、“上海奉贤启迪协信智慧港”等多个产业园项目。2020年公司实现营业收入55.91亿元，其中房产销售业务占比约83.92%，租赁业务占比约5.14%，其他业务占比约10.94%，房产销售是公司营收的主要来源(图2)。2020年由于新冠肺炎疫情的影响，公司营收出现了大幅下滑。根据克而瑞地产研究的统计，2020年协信远创的房地产权益口径销售金额<sup>1</sup>为163亿元，在全国房企中排名第113位。

<sup>1</sup> 权益口径销售金额：是指房企在所有的房地产开发项目中所占股权对应的销售业绩。

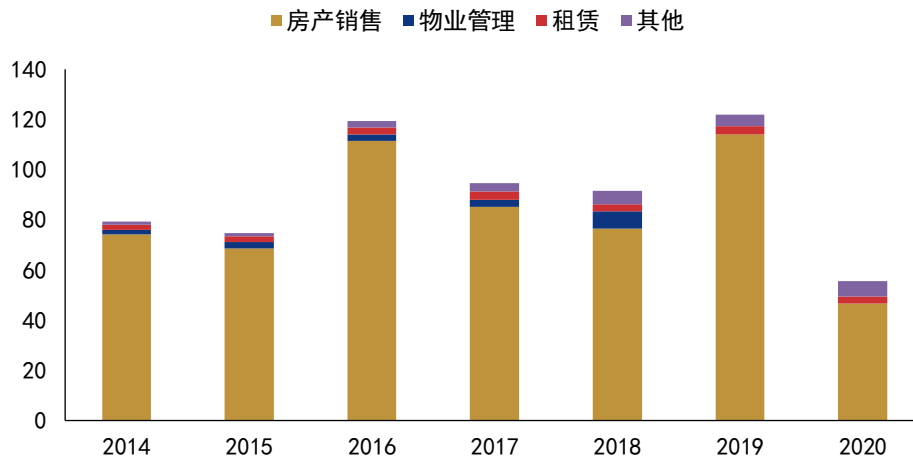


图2：协信远创的营业收入结构（2014-2020年，单位：亿元）

资料来源：Wind，远东资信整理

盈利方面（图3），公司的历史净利润呈现波动性变化，表现出房地产行业的周期性特点。2020年在疫情冲击下，公司出现了高达72.77亿元的大幅亏损，全年亏损额远超之前5年的累计净利润。现金流方面（图4），公司从2018年起的筹资性现金净流量持续下滑，而投资性现金净流量出现了较大增长，公司投融资活动导致整体的现金流状况不断恶化，近三年公司整体净现金流持续为负。

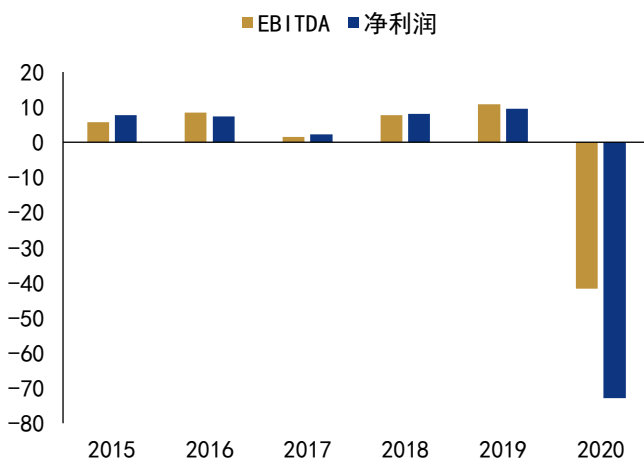


图3：协信远创的盈利（2015-2020年，单位：亿元）

资料来源：Wind，远东资信整理

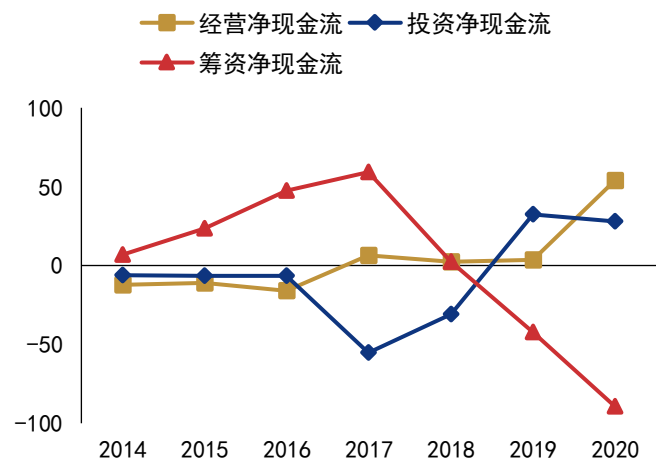


图4：协信远创的现金流（2014-2020年，单位：亿元）

### 三、违约原因分析

#### （一）公司主营的商业与办公物业去化受阻

协信远创在房地产领域采用多元化经营策略，既开发传统的住宅项目，也开发经营商业地产、城市综合体、产业园区、酒店、商住公寓等项目。根据公司网站披露的信息，目前协信远创已开发 20 余座城市综合体、40 余个产业园区项目、5 个酒店式公寓。而且公司的很多项目采用商住一体化的开发方式，以公司开发的“启迪协信重庆总部城”为例，这个项目以产业地产为核心，同时提供企业商务独栋精品写字楼、商务公寓、品质住宅、购物中心等多元业态。

从公司房地产资产的结构来看，商业、办公物业是公司存量物业的主要类型。截至 2019 年底，公司待售面积中，车位、办公、公寓商业和酒店等合计占比约 72%，住宅占比约为 28%（图 5）。但是商业和办公地产的去化周期较普通的住宅地产更长，导致存量物业长时间地占用资金，削弱公司的流动性。评级机构在 2020 年协信远创信用评级报告中就指出，从过往公司销售情况来看，公司待售面积需通过 6~8 年去化，而一般房企的待售住宅物业只需要不到 2 年就可以实现去化。

此外 2020 年又爆发了新冠肺炎疫情，导致公司的销售受阻，存量物业去化慢的问题更加严重。在疫情期间，住宅物业销售受到的冲击相对较小，2020 年全国住宅销售面积依旧实现了 3.2% 的正增长，而办公楼、商业营业用房销售面积全年的增速分别是 -10.40%、-8.70%。协信远创以商业、办公物业为主的结构导致公司业务受疫情的冲击更大。

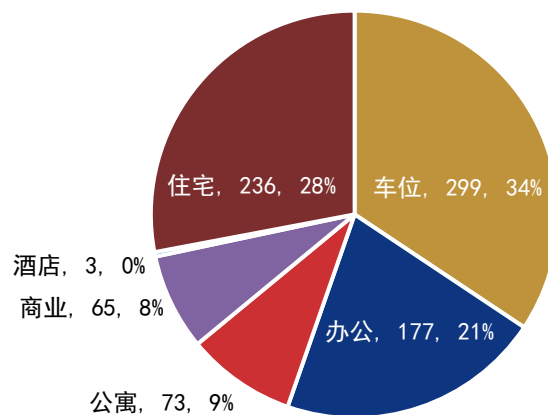


图 5：2019 年末协信远创待售物业的构成（单位：万平方米）

资料来源：Wind，远东资信整理

公司在 2020 年报中解释其流动性危机时说，“协信现阶段资产结构偏重，项目储备构成中商业、办公型物业占比较高，住宅类产品占比较低，去化周期偏长，叠加 2020 年疫情影响，商办项目销售回款未达预期，造成公司现阶段出现流动性困难”。可以看出，存量项目储备中占比较高的商业、办公型物业的去化受阻，是公司流动性恶化进而引发违约的主要原因之一。

## （二）2017年激进拿地后项目开发进度缓慢，竣工交付延迟

在2015年下半年至2016年期间，全国平均房价止跌并出现了快速上涨，新房销售面积也出现了大幅上涨，房地产行业景气度明显上升。在看到房地产行业出现增长后，2017年，公司加大了拿地力度，为后续加快推盘速度做准备。2017年，公司获取土地占地面积合计303.73万平方米，同比增长53.24倍；规划建筑面积714.82万平方米，同比增长19.31倍（图6）。在激进拿地的背景下，公司当年的购地支出大幅增长至206.72亿元，投资活动现金净流出55.30亿元。为了满足当年的资金支出需求，公司同时增加了债务融资，流动负债规模大幅上升。

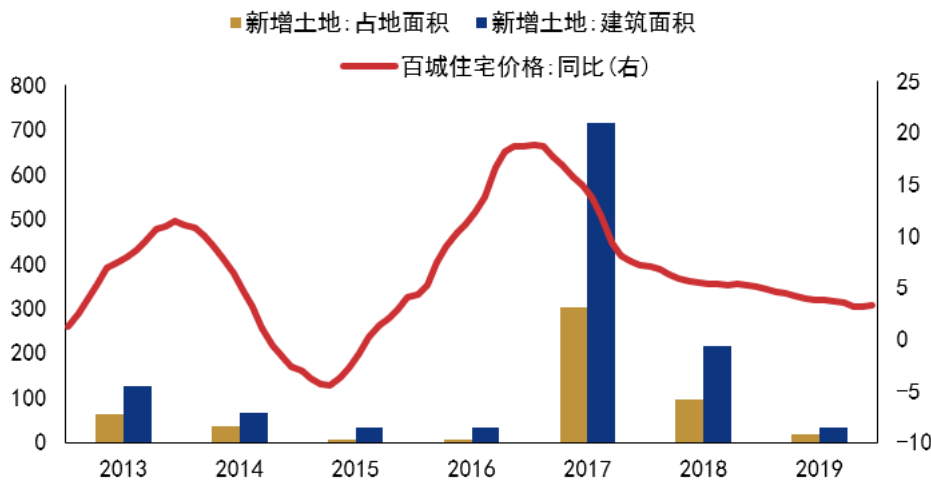


图6：协信远创土地获取情况及国内房价涨幅（2013-2019年，单位：万平方米，%）

资料来源：Wind，远东资信整理

公司大量拿地后存量项目大幅增加，2017-2019年公司项目在建面积大幅增长。如果项目进展顺利的话，公司可以陆续将这些项目竣工以回收现金流。但是2017年以后房地产调控政策升级，房价上涨速度显著放缓，房地产销量也出现降温，公司存量项目预期可以获得的收益下降，开发进度也受到了影响。从竣工面积上就可以看出，拿地后公司的开发进度缓慢，竣工面积甚至出现下降，2018、2019两年竣工面积同比分别下降了5.89%、5.84%（图7），这极大地影响了公司的现金流回收。

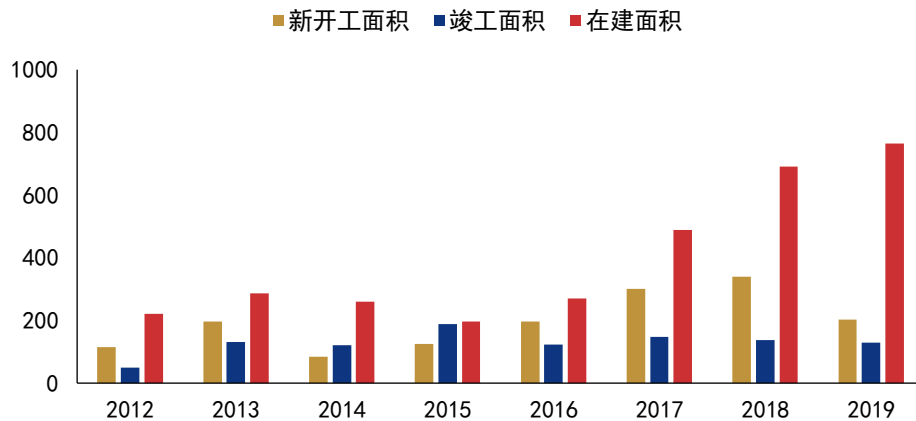


图7：协信远创项目开发情况（2012-2019年，单位：万平方米）

资料来源：Wind，远东资信整理

在公司项目开发进度缓慢的情况下，2020年疫情的冲击让情况愈加恶化。公司2020年报中就披露，“房产销售收入较上年同期下降59.07%，房产销售成本较上年同期下降43.93%，主要是受疫情期间停工影响，星澜汇、星麓原、敬澜山、天骄星城等9个项目竣工交付延迟导致收入成本结转规模减少”。

### （三）公司受限资产比例高，资产质量一般

从2017年开始，协信远创的受限资产规模就已超过400亿元，近两年来一直维持在460亿元以上。根据企业年报，截至2020年12月31日，公司合并报表口径下75.74%的资产属于受限资产，其中存货、固定资产、投资性房地产几乎已全部被用于抵押融资（表2）。如此高比例的资产处于受限状态，导致公司再通过资产抵押融资的空间已非常小，出售资产变现也会受到限制，不利于债务危机的解决。

表2：协信远创各类资产受限情况（截至2020.12.31）

受限资产	受限金额 (账面价值, 亿元)	受限比例	占总资产的比例	受限原因
货币资金	8.74	44.50%	——	按揭保证金、预售监管资金、定期存单、司法冻结等
存货	323.48	88.04%	——	借款抵押、对外担保抵押
固定资产	14.32	99.58%	——	借款抵押
投资性房地产	242.06	90.18%	——	借款抵押
长期股权投资	10.06	48.39%	——	担保质押
合计	599.20	——	75.74%	——

资料来源：Wind，远东资信整理

从资产结构来看，截至2020年底，公司的其他应收款、存货、投资性房地产合计占总资产的87.86%，货币资金仅占2.48%，货币资金的比例非常低（图8），存在很大的流动性风险。而且公司账面上规模庞大的存货、投资性房地产主要是办公、商业物业，如果对外出售变现会存在跌价风险。例如公司旗下的上海虹桥协信中心、镇江协信太古城等项目空置率较高，并不容易出售变现来获得现金流动性。

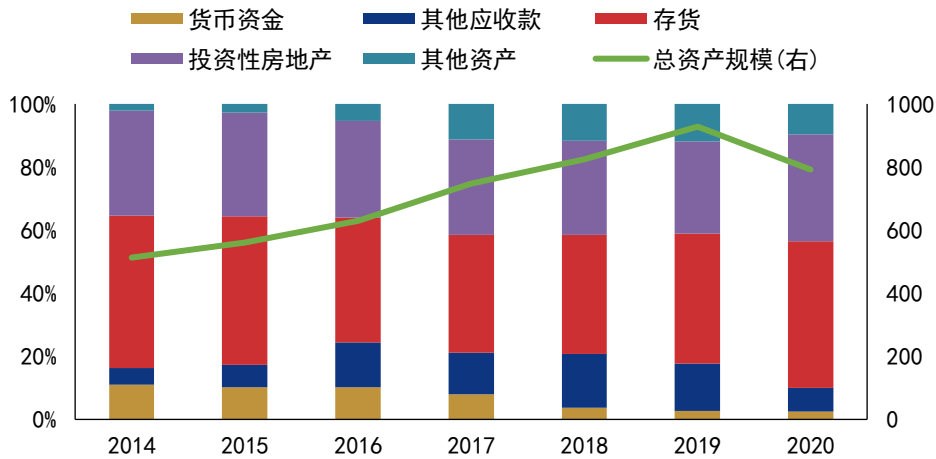


图8：协信远创的资产结构（2014-2020年，单位：%、亿元）

资料来源：Wind，远东资信整理

#### （四）负债指标触及“三道红线”，债务再融资困难

2020年8月份，住建部和央行对房地产企业负债指标划定“三道红线”：①剔除预收款后的资产负债率<sup>2</sup>大于70%；②净负债率<sup>3</sup>大于100%；③现金与短期债务比<sup>4</sup>小于1倍。房企如果“三道红线”全部踩中，有息负债将不能再增加；踩中两道，有息负债规模年增速不得超过5%；踩中一道，增速不得超过10%；一道未中，增速不得超过15%。

截至2020年末，协信远创剔除预收款后的资产负债率为83%，净负债率高达249%，现金与短期债务比只有0.15（图9）。公司同时触及了“三道红线”，按照监管规定负债规模不得再增加。在房地产债务融资监管趋严的情况下，公司难以再通过发行债券或银行借款等债务途径获取现金。而2020年底公司的货币资金仅有19.64亿元，还需要通过出售资产或经营性回款回收资金来偿还债务。

<sup>2</sup>剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收）/（总资产-预收）。

<sup>3</sup>净负债率=（有息负债-货币资金）/合并权益，合并权益指合并报表的总权益，包括永续债与少数股东权益。

<sup>4</sup>现金与短期债务比=货币资金/短期有息债务。



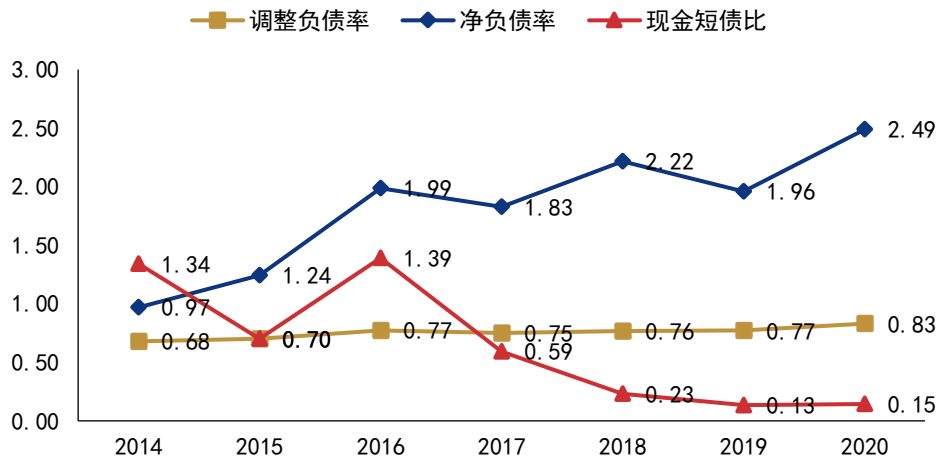


图9：协信远创的负债指标（2014-2020年，单位：%）

资料来源：Wind，远东资信整理

#### （五）公司管理层在经营决策上失去了控股股东 CDL 的支持，导致债务危机蔓延发展

2020年4月15日，新加坡城市发展集团（CDL）在中国新冠肺炎疫情还在持续的情况下，收购了协信远创大部分股权。但是在疫情逐步得到控制后，公司业绩下滑的情况未能实现扭转，2020全年仍出现巨额亏损。随后 CDL 与协信远创管理层在公司投资事宜上发生严重分歧，CDL 派出的三名董事相继辞职，协信远创的日常经营管理也因为股东 CDL 不支持而出现决策迟延。

根据协信远创在公司官网发布的公告，CDL 控股后，公司治理结构及审批程序发生了重大变化。协信远创的重大事项本应由公司董事会决策，日常经营管理本应由管理层组织实施，但 CDL 在审批节点上仍将相关事项报送 CDL 新加坡总部审批。在 CDL 新加坡总部不审批的情况下，公司董事会的决策和管理层的日常经营管理工作无法顺利实施。

控股股东 CDL 的决策迟延，影响了融资、处置资产等改善公司经营和现金流行为的及时实施。公司管理层原拟通过项目转让、推动销售回款等方式筹措资金，但相关项目转让计划没有得到控股股东 CDL 的支持。控股股东的不支持导致公司无法有效应对流动性问题，最终导致危机蔓延发展。目前 CDL 已经将所持协信远创股份全额计提损失，预计未来也很难在逾期债务偿付上给予支持。

### 四、总结与启示

协信远创以重庆为起点发展，原本是一家有着较强实力的地方性房企，并一度进入全国 50 强的行列。但是公司常年专注于商业和办公产品，产品去化周期长，同时又在房地产行业增速放缓的时候盲目扩张，导致公司积累了大量风险。最终在疫情的冲击下，公司资金链断裂出现债券违约。从协信远创的债券违约案例中，我们可以得到以下几点启示。

**第一，商业、办公地产的经营风险可能要高于纯住宅地产，在分析房企风险的时候需要注意区分公司所经营地产业务的具体类型。**商办地产风险更高的主要原因是其去化周期比住宅地产更长。根据国家统计局公布的全国房地产开发销售数据，办公楼和商业营业用房的去化周期通常是住宅的2~3倍，办公楼和商业营业用房相比住宅通常要花更长的时间才能销售完毕。对于开发商来说，要根据商办地产的特点安排相对长期的资金，融资的难度和融资成本也会更高。

**第二，房地产行业具有周期性，如果行业内企业在行业景气度好的时候过于激进地扩张，一旦遇到行业景气度下降，就可能出现经营危机，进而引发债务危机。**尽管中国房地产市场受到国家政策的严格管控，但整个行业仍具有较明显的周期性特点。例如在2015-2019年期间，房地产价格就先后经历了止跌企稳、加速上涨、上涨放缓、上涨速度企稳这几个阶段。房地产企业要根据行业周期阶段合理安排经营，即使行业景气度好也要适度调整储备项目规模，避免行业下行时因存量项目过多占用资金而引发流动性危机。

**第三，需要关注公司的再融资能力对偿债能力的影响，识别是否存在资产受限、资产质量差或监管政策对再融资活动施加限制的情况。**如果公司的大部分资产都已经被抵押，就很难再以资产为担保来获得借款。如果公司资产质量较差，债券人可能不认可资产的价值，公司也很难获得抵押融资。特别地对房地产企业来说，由于监管部门出台了“三道红线”限制高负债房企新增债务，部分房企无法再通过发行债券或向银行借款来获取资金。

**第四，当公司陷入债务危机时，股东方是否重视公司并积极支持安排偿债方案，会影响债务问题最后的解决效果。**如果一家公司经营不善，股东方又已经从战略上放弃了公司，可能就不会在乎公司在债券或信贷市场的信誉，放任债务危机的发展蔓延。而如果股东方仍旧将公司视为重要业务板块，并给予偿债支持，可能就有助于化解债务危机。

### 【作者简介】

中学峰，中央财经大学金融学硕士，远东资信研究发展部助理研究员。

### 【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：021-61428000

### 【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。