

作者：申学峰

邮箱：research@fecr.com.cn

逆势扩张致大量项目积压，“三道红线”下再融资困难 ——蓝光发展债券违约案例分析

摘要

2021年7月12日，蓝光发展发行的“19MTN001”未能按时兑付本息，导致公司首次出现债券违约。随后，公司又有多只债券相继违约。截至8月12日，蓝光发展累计违约债券余额108.54亿元。

蓝光发展于2015年借壳上市，公司实际控制人为杨铿。蓝光发展主要经营住宅地产开发业务，最初经营项目主要分布在成都及周边城市，后逐步向全国多地布局。

蓝光发展债券违约的主要原因是：（1）公司在房地产政策收紧背景下激进扩张，导致大量土地项目积压，占用了大量资金；（2）2020年公司明显加快了存量项目开发进度，为此耗用了大量资金；（3）公司前期为规模扩张举借了大量债务，这些债务在2021年出现集中到期的情况；（4）公司货币资金规模大幅减少，且其中大部分为受限资金，不能自由动用以偿付到期债务；（5）公司负债指标触及了“三道红线”，难以进行债务再融资。

从蓝光发展的违约案例可以得到如下几点启示：（1）房地产行业受政策影响很大，如果房企在政策环境收紧的背景下盲目逆势扩张，就可能出现经营危机，进而引发债务危机；（2）管理层在流动资金方面的管理水平可能会影响公司的流动性风险，评级信用风险时需要关注管理因素；（3）房地产行业企业普遍采用高财务杠杆方式经营，需关注公司各种类型债务融资的规模、期限结构；（4）在分析货币资金对短期债务的偿付能力时，需要剔除受限的货币资金；（5）分析房地产企业信用风险时，需考虑“三道红线”规则对债务再融资能力的影响。

相关研究报告：

- 1.《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》，2021.07.16
- 2.《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》，2021.04.12
- 3.《“母弱子强”下母公司违约分析——华晨集团违约分析》，2020.11.16

一、违约事件简要回顾

2021年5月6日，穆迪将蓝光发展股份有限公司（简称“蓝光发展”或“公司”）主体评级由B1下调至B2，同日，标普将公司主体评级展望由稳定调整至负面。随后的6月份，大公、中诚信、东方金诚等评级机构也先后下调公司主体与债项评级。

7月8日，蓝光发展主动提示债券违约风险：“19 蓝光 MTN001”原计划于7月11日兑付本息，但由于公司流动资金不足，本期债券本息兑付存在不确定性。根据公司披露的逾期债务情况，截至7月8日，公司及下属子公司到期未能偿还的债务涉及本息金额为24.84亿元，包含银行贷款、信托贷款债务形式。而根据初步核算的中报数据，截至6月30日公司可自由动用资金仅有2.07亿元，规模远小于到期债务，公司流动性非常紧张。

7月12日，蓝光发展发行的“19 蓝光 MTN001”到期但未能兑付本息，公司首次出现债券违约。随后公司又有多只债项出现实质性违约或触发交叉违约。截至8月12日，蓝光发展在国内市场上累计违约债券13只，合计违约债券余额108.54亿元。

表 1：蓝光发展在国内市场违约债券基本情况（截至 2021 年 8 月 12 日）

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	发行期限 (年)	违约日期	违约类型	逾期本金 (亿元)
101900912.IB	19 蓝光 MTN001	一般中期票据	2019-07-11	2	2021-07-12	未按时兑付本息	9
155484.SH	19 蓝光 02	一般公司债	2019-07-23	2+1	2021-07-23	未按时兑付回售款 和利息	9.93
155592.SH	19 蓝光 04	一般公司债	2019-08-06	3	2021-07-28	提前到期未兑付	3
163275.SH	20 蓝光 02	一般公司债	2020-03-16	2+1	2021-07-28	提前到期未兑付	7.5
163788.SH	20 蓝光 04	一般公司债	2020-07-31	3	2021-07-28	提前到期未兑付	8
155163.SH	19 蓝光 01	一般公司债	2019-03-19	2+1	2021-07-28	提前到期未兑付	7.23
162505.SH	19 蓝光 07	私募债	2019-11-22	3	2021-07-28	提前到期未兑付	4
102000985.IB	20 蓝光 MTN001	一般中期票据	2020-05-11	3	2021-07-28	触发交叉违约	5
136700.SH	16 蓝光 01	一般公司债	2016-09-14	3+1+1	2021-07-28	提前到期未兑付	11.81
042000327.IB	20 蓝光 CP001	一般短期融资 券	2020-07-29	1	2021-07-29	未按时兑付本息	7
102001988.IB	20 蓝光 MTN003	一般中期票据	2020-10-26	2	2021-07-31	触发交叉违约	15
102100404.IB	21 蓝光 MTN001	一般中期票据	2021-03-11	2	2021-07-31	触发交叉违约	10
102001866.IB	20 蓝光 MTN002	一般中期票据	2020-09-29	2	2021-07-31	触发交叉违约	10

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

除债券外，公司还有银行贷款、信托贷款等其他债务出现违约。根据公司公告披露的信息，截至2021年8月2日，公司累计到期未能偿还的债务本息金额合计159.97亿元（包括银行贷款、信托贷款、债务融资工具等债务形式）。

二、发行人基本情况

蓝光发展的前身是四川迪康科技药业股份有限公司（简称“迪康药业”），主营业务为医药制造。2015年3月26日，迪康药业通过发行股份的方式购买了四川蓝光和骏实业股份有限公司100%股权，四川蓝光和骏实业有限公司是一家以住宅开发为主的房地产公司。此次重大资产重组完成后，公司主业转变为房地产开发，并正式更名为四川蓝光发展股份有限公司。

在蓝光发展首次出现债券违约前的2021年7月6日，蓝光发展的实际控制人为杨铿（图1），杨铿与其妻子张焕秀通过蓝光投资控股集团有限公司持有蓝光发展56.72%的股份。

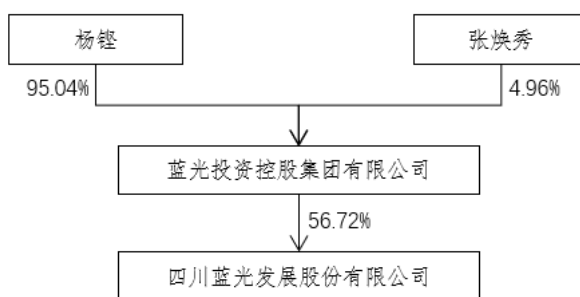


图1：蓝光发展债券违约前的股权结构（截至2021年7月6日）

资料来源：公司公告，远东资信整理

房地产开发业务是公司最主要的营收来源，此外公司还经营少量物业服务、医药等业务（图2）。在房地产开发业务中，住宅地产业务是核心且比例在不断上升，2015-2019年期间，住宅及配套产品在营业收入中的占比由61.59%上升至83%，除住宅外还有部分商业地产业务。

公司最初以四川（主要为成都及周边城市）、云南、重庆为主要经营地，从2016年开始全国化布局，逐步向华中、华东、华北、华南等其他地区拓展业务（图2）。2020年公司主营业务收入中，45.51%来自成都及周边城市，22.21%来自华东地区，其他区域占比相对较小。成都及周边区域的业务一直占有很高的比例，公司具有较明显的地方性房企特点。

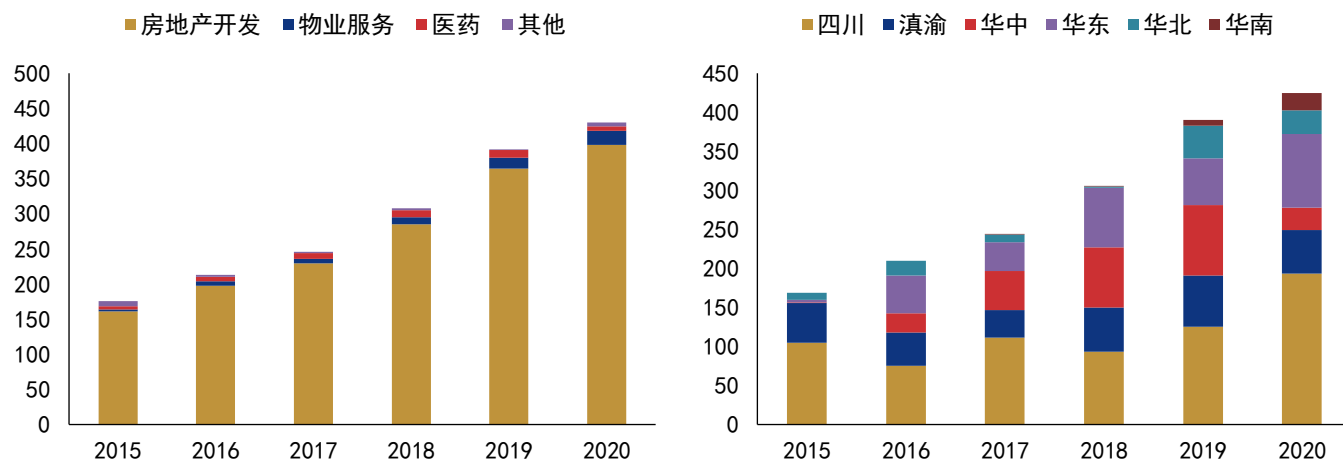


图2：蓝光发展业务结构与主营业务区域分布（2015-2020年，单位：亿元）

资料来源：公司公告，远东资信整理

2017-2019年期间，尽管房地产行业经历了不断升级的政策调控，但公司的净利润仍旧实现了较快增长（图3）。2020年由于疫情冲击，公司净利润下降了11.61%。

尽管公司持续实现了盈利，但经营性现金流状况却并不理想。2015年至今经营活动现金多次出现净流出，与此同时投资活动净现金流持续为负，公司主要通过筹资来补充现金。

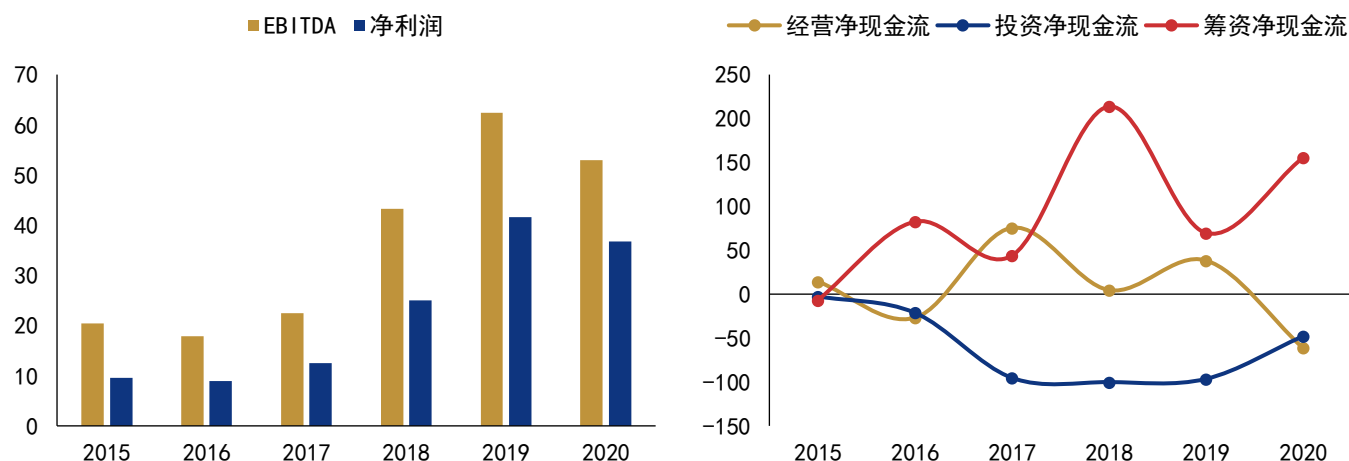


图3：蓝光发展净利润与现金流（2015-2020年，单位：亿元）

资料来源：公司公告，远东资信整理

三、债券违约原因分析

（一）房地产政策收紧背景下激进扩张，大量土地项目积压

2015-2017年国内房地产市场出现了快速增长，全国商品房销售面积增幅分别为6.50%、22.46%和7.66%。但从2017年开始，国家对房地产的政策开始显著收紧。据不完全统计，2017年92个地级以上城市（约202项政策）和36个县市（约42项政策）出台调控政策。“限购、限价、限贷、限建、限商”五限调控政策贯穿全年。

在政策环境收紧的背景下，蓝光发展反而逆势大幅扩张。2018年，公司新进入福州、南宁、宁波、湖州、扬州、洛阳、宝鸡等城市，在全国布局的城市扩张到了50余个。2018年公司共计新增土地储备共85块，总建筑面积约1,496万平方米（图4），拿地规模创历史新高。

但是公司大规模拿地后，土地项目并没有能够及时完成开发销售。按照一般住宅地产的开发进度，房企在拿地后可以在2年内竣工。而2018年后公司竣工面积并没有出现显著增长，开发进度较慢，导致存量的待开发和在建项目不断积压（图4），占用了公司大量资金。

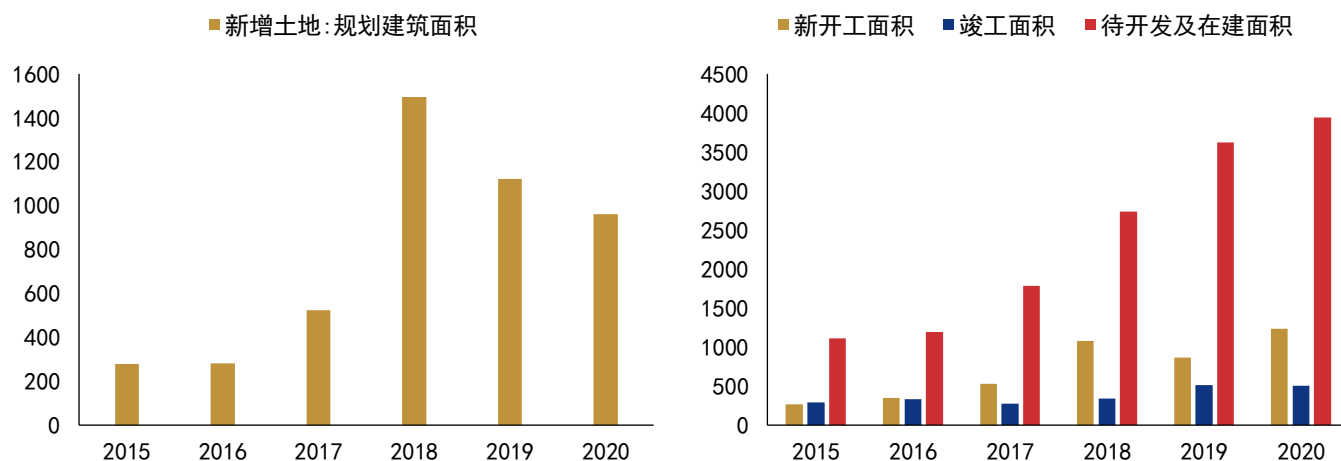


图4：蓝光发展的土地项目储备与开发情况（2015-2020年，单位：万平方米）

注：2015-2016年的待开发土地规划建筑面积未披露，由存量土地面积估算得出。

资料来源：公司公告，远东资信整理

（二）2020年加快了项目开发进度，为此耗用了大量资金

为了尽快回笼积压在土地项目上的资金，2020年蓝光发展开始加快项目开发进度，新开工面积同比大幅增长了42.58%（图4）。加快项目开发意味着蓝光发展需向建筑承包商、材料供应商支付的现金将大幅增长。从公司现金流量表就可以看出，2020年度蓝光发展为购买商品、接收劳务支出的现金为607.60亿元（图5），较上年度大幅增加212.98亿元。

大量增加的采购支出导致公司2020全年的经营活动净现金流由正转负，经营净现金流由2019年的33.83亿元转为-61.27亿元，相当于公司边际损失了约100亿元的现金流入。在缺少经营现金流支撑的情况下，公司流动性开始快速恶化。

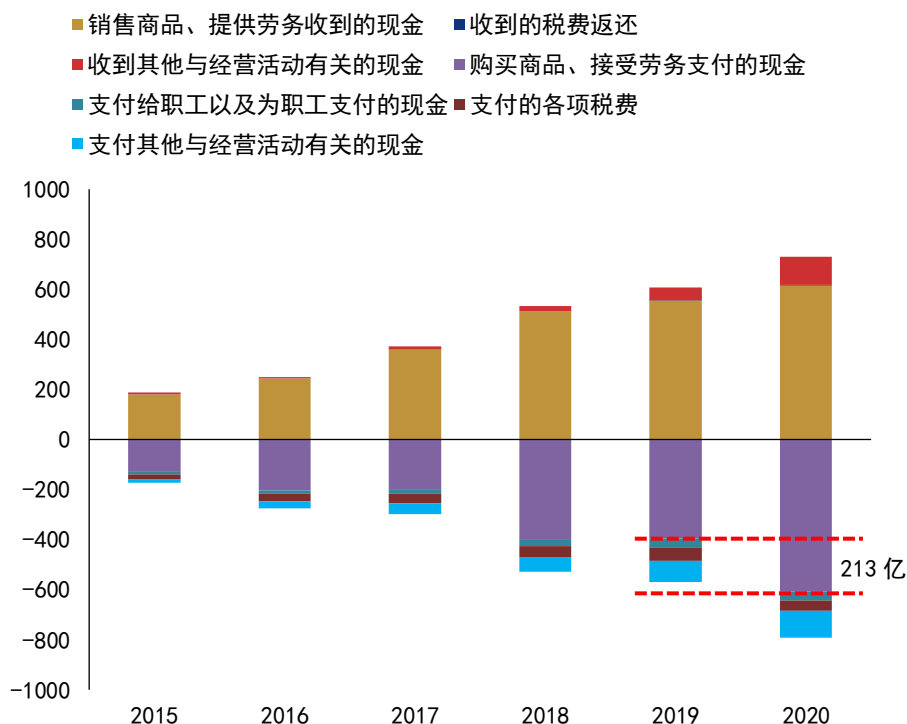


图 5：蓝光发展经营性现金流情况（2015-2020，单位：亿元）

资料来源：公司公告，远东资信整理

（三）大量负债集中到期

房地产企业普遍采用高财务杠杆的方式经营，在支付购地资金、开发费用时通常使用大量债务融资。蓝光发展在前期的项目扩张过程中，就通过银行贷款、信托贷款、债券等方式筹集了大量长期债务资金。从 2019 年开始，这些长期债务开始陆续进入偿还期，导致公司短期偿债压力陡增。

根据公司披露的表内短期债务数据，2019-2020 年公司 1 年内到期的长期借款和应付债券规模大幅增长(图 6)。截至 2020 年底，1 年内到期的长期借款规模达到 120.80 亿元，1 年内到期的应付债券规模达到 95.79 亿元。而这部分债务中又有很大一部分是在 2021 年上半年到期，在偿付过程中消耗了公司大量现金。

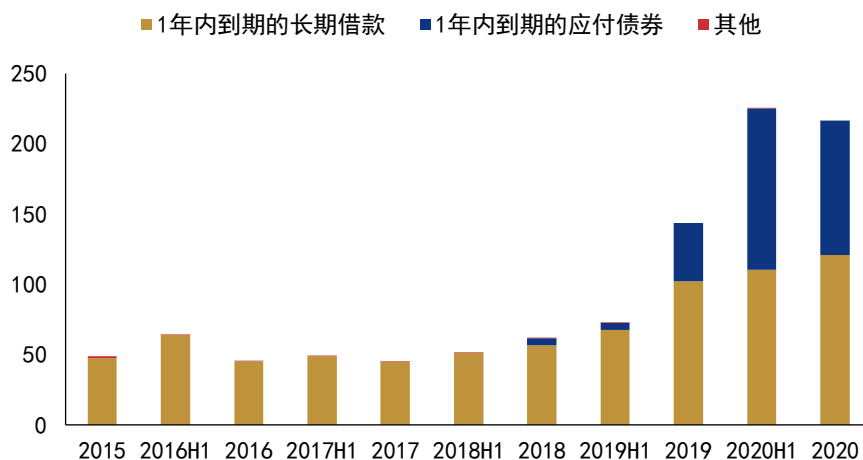


图6：蓝光发展的表内短期债务情况（2015-2020，单位：亿元）

资料来源：公司公告，远东资信整理

（四）货币资金大幅减少，且受限资金占比高

根据公司公告披露的信息，截至2021年6月30日，公司货币资金余额为110.16亿元，较2020年底大幅减少。而且资金余额中大部分为受限资金，可自由动用资金仅有2.07亿元（图7）。

受限的资金主要包括有专有用途的项目预售监管资金64.27亿元（优先用于项目建设及经营支出），合作项目资金34.64亿元（公司无法单方面使用），项目开发履约保证金、按揭保证金、银行冻结资金等其他受限资金9.18亿元，公司无法自由调用上述资金偿付其对金融机构的负债。

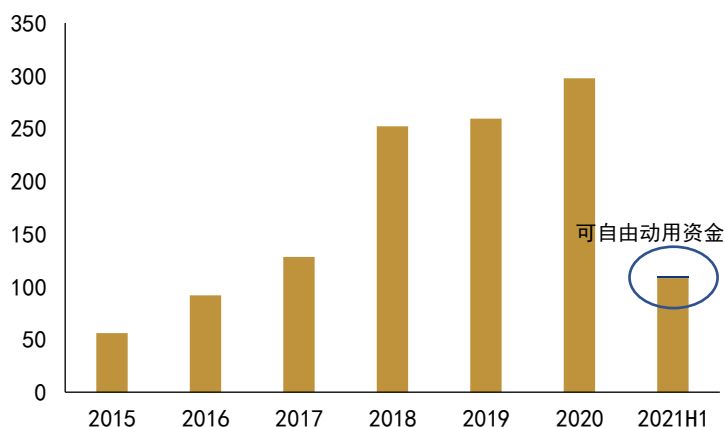


图7：蓝光发展的货币资金规模（2015-2021H1，单位：亿元）

资料来源：公司公告，远东资信整理

为缓解资金压力，公司一度出售部分资产以回笼资金。例如 2021 年 4 月 20 日，蓝光发展将其持有的四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司 65.04% 的股份转让给了碧桂园物业香港控股有限公司，转让价款为 49.6428 亿元。但这部分资金相对于公司庞大的到期债务规模来说作用有限，公司的现金在偿债过程中逐步枯竭。

（五）“三道红线”致债务再融资困难

2020 年 8 月份，住建部和央行对重点房企负债指标划定“三道红线”：①剔除预收款后的资产负债率¹大于 70%；②净负债率²大于 100%；③现金与短期债务比³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 2021 年一季末，蓝光发展剔除预收款后的资产负债率为 74%，净负债率高达 128%，现金与短期债务比只有 0.64（图 8）。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，导致到期旧债无法通过新债进行置换。

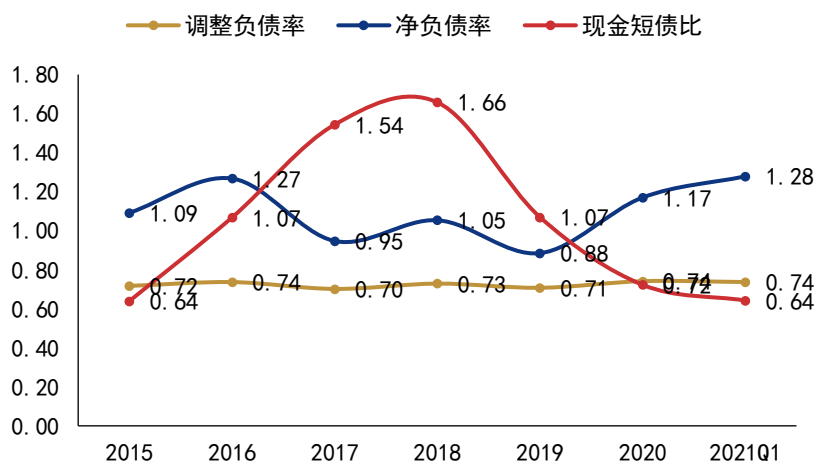


图 8：蓝光发展的负债指标情况（2015-2021Q1）

资料来源：公司公告，远东资信整理

四、总结与启示

蓝光发展作为一家中型房企，自 2015 年借壳上市以来，一直在谋求规模的扩张。从 2017 年开始，公司大幅增加购地规模，仅 2018 年的新增土地规划建筑面积就达 1496 万平方米，同比增长了近两倍。但是房地产调控政策从 2017 年已开始明显收紧，蓝光发展不顾政策环境变化而激进扩张，积压了大量土地项目。

¹剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收）/（总资产-预收）。

²净负债率=（有息负债-货币资金）/权益。

³现金与短期债务比=货币资金/短期有息负债。

此外，随着房地产调控政策的收紧，A股房企的股权再融资受到诸多限制，2017年以后成功实施增发的房企数量下降到个位数。因此蓝光发展被迫选择发行债券等债务途径为规模扩张融资，导致公司财务风险加大。“三道红线”规则出台后，公司的债务再融资也受阻，导致到期债务无法置换，最终引发违约。

从蓝光发展的债券违约案例中，我们可以得到以下几点启示。

第一，房地产是一个受政策影响很大的行业，如果房企在政策环境收紧的背景下逆势扩张，就可能出现经营危机，进而引发债务危机。例如从2017年至今房地产调控政策一直在收紧，百城住宅价格指数同比涨幅也由2017年初的18.86%下降至2021年的4%左右，行业整体实际上处于下行周期。房地产企业需要根据行业的发展阶段合理安排经营，适时调整经营项目储备规模，避免因存量项目过多占用资金而引发流动性危机。

第二，管理层在流动资金方面的管理水平可能会影响公司的流动性风险，评价信用风险时需要关注管理因素。以蓝光发展为例，公司在自身流动性并不充裕的情况下，从2020年开始加快项目开发进度，耗用了大量现金，引发流动性危机。如果公司放缓开发进度，或积极转让部分项目以补充流动性，可能就可以避免危机的发生。

第三，房地产行业企业普遍采用高财务杠杆方式经营，需关注公司各种类型债务融资的规模、期限结构。企业通过债务方式大规模融资后，尽管债务短期内可能还不构成偿付压力，但是未来可能会出现集中到期。因此就需要分析在债务集中到期时点上，公司是否有足够的经营回款、再融资来接续债务。

第四，在分析货币资金对短期债务的偿付能力时，需要剔除受限的货币资金。部分企业账面上的资金中可能有很大部分是保证金、银行冻结资金或受监管而无法自由动用的资金，这些资金并不能直接用于偿债。因此分析短期偿债能力时不能仅看现金资产的绝对规模。

第五，分析房地产信用风险时，需考虑“三道红线”规则对债务再融资能力的影响。“三道红线”限制了高负债房企的债务再融资，如果房企负债水平高的同时又面临大规模债务集中到期，就有债务无法接续的风险。

【作者简介】

申学峰，中央财经大学金融学硕士，远东资信研究与发展部助理研究员。

【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

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: 010-5727 7666

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: 021-6142 0651

【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。