

作者：张妍

邮箱：research@fecr.com.cn

新增债券违约率上升，继续关注房企违约风险

——2021年第三季度信用债违约分析

摘要

2021年第三季度共有25只债券新发生违约，违约时的债券余额合计228.8亿元，涉及的违约主体共有9家，其中3家为首次违约主体。2021年第三季度（简称“第三季度”）新增违约债券只数和规模较上一季度均有所上升。第三季度违约主体地域和行业分布主要集中在河北省和房地产行业，发行时评级为AA+级的违约主体占比较高，为33.33%。

第三季度，新增主体违约率和新增债券违约率分别出现不同程度的回落和提高，其中，由于第三季度没有国企违约债券，故国企新增主体违约率和新增债券违约率均为0%；民企新增主体违约率和新增债券违约率较上个季度分别上升0.02个百分点和0.84个百分点。展望未来，需关注信用监管趋严背景下民营企业的违约风险；同时，仍需要房地产企业的违约风险。

第三季度3家首次违约主体没有明显的行业集中性。通过研究我们发现，近期债券违约的原因包括激进扩张、现金流承压，短期债务规模大且集中到期压力大以及再融资困难等。

我们从2家企业违约事件中得到的思考与启示有：（1）关注企业激进扩张可能引发的现金流压力。企业在转型或者业务扩张的过程中，应关注投资、并购的理性化，扩张过程中没有足够的现金流做支撑，易导致资金链断裂；（2）关注短期债务占比高且偿债压力集中的情况。有息债务的大幅提高会加大企业债务负担，短期债务占比过高对企业的资金流动性提出更高要求，因此需要关注企业债务结构的合理性。如果企业的短期债务占比过高，经营性现金流对短期债务不能进行长期、有效地覆盖，则需要特别关注企业的短期偿债压力；（3）关注企业财务杠杆过高、股权抵质押比例过高等带来的再融资困难情况。对于房地产企业，需要考虑“三道红线”对企业有息债务融资的限制。此外，还需要考虑公司近年来债券发行状况，如果债券实际发行规模与计划发行规模相差很大，可能侧面反映出企业再融资能力不被市场看好，企业再融资或面临困难。

相关研究报告：

1. 《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》，2021.08.17
2. 《首次违约主体数量下降，关注民营企业违约风险加大——2021年第二季度信用债违约分析》，2021.07.14
3. 《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
4. 《违约主体行业分散，国企违约超出预期——2020年第四季度信用债违约分析》，2021.02.02

一、第三季度信用债违约整体情况

本文中的违约是指未按时兑付本金和/或利息、未按时兑付回售款或未按时兑付回售款和利息、提前到期未兑付、触发交叉违约、担保违约，但不包括本息展期，相关统计均参考 Wind 资讯。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。

Wind 资讯统计显示，2021 年第三季度（下称“第三季度”）全国新增 25 只债券新发生违约，违约时的债券余额合计 228.8 亿元，涉及的违约主体共有 9 家，其中 3 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，第三季度，新增违约债券只数有小幅上升（见图 1），而当季违约主体个数、首次违约主体个数和新增债券违约规模有所下降。从过去 12 个季度的债券违约情况来看，2021 年第三季度新增违约债券只数和规模相对较低，但与上一季度相比有一定提高（见图 1）。近几个季度，连续有房地产企业违约，未来仍需关注房地产企业，尤其是民营房地产企业的违约风险。

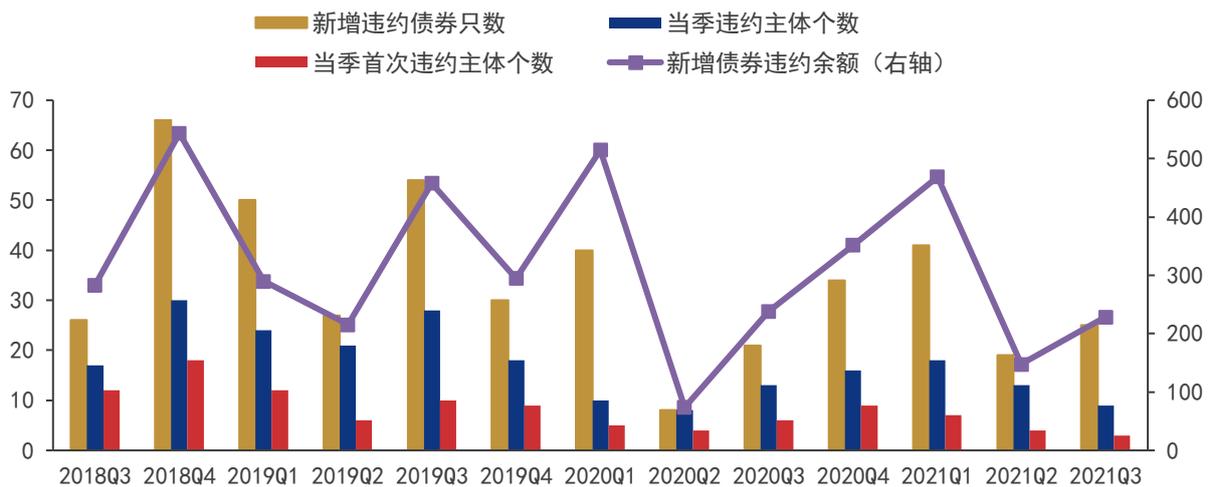
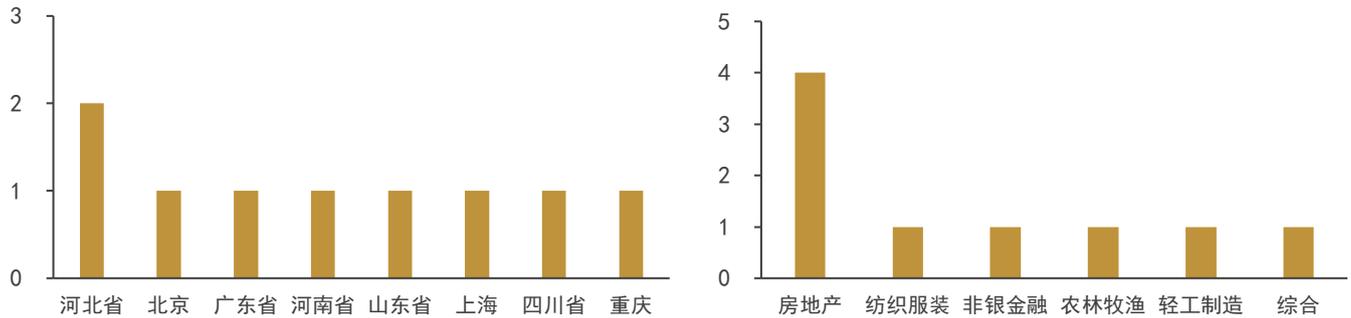


图 1：债券违约情况（2018Q1-2021Q3，单位：个，亿元）

注：违约债券余额统计时间截至 2021.09.30。

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，第三季度违约主体地区分布较分散，除河北省违约主体数量有 2 家（占 22.22%），其他省份均只有 1 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（4 家），其他行业均只有 1 家违约主体（见图 2）。第三季度违约主体发行时评级 AAA、AA+和 AA 级分别有 1 家、3 家和 2 家，发行时评级为 AA+级的违约主体占比较高，分别为 33.33%。


图2：2021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

2021年第三季度首次违约主体共3家，涉及违约债券共18只，当季度应兑付而未兑付金额为99.29亿元，分布区域较分散，业务范围涉及房地产、轻工制造、非银金融。从公司属性来看，第三季度3家首次违约主体均为民营企业，其中2家是上市公司（见表1）。

表1：2021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 | 当季度应兑付而未兑付金额（亿元） | 违约前3个月主体评级 | 发行时主体级别 | 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 |
|--------------|-----------|-----------|------------------|------------|---------|---------------|------|------|------|----------------------------------------------------|
| 四川蓝光发展股份有限公司 | 2021/7/12 | 14 | 73.14 | AA+ | AA+ | 房地产--房地产开发 | 四川省 | 民营企业 | 是 | 未按时兑付本息（4只）、未按时兑付回售款和利息（1只）、提前到期未兑付（6只）、触发交叉违约（3只） |
| 宜华生活科技股份有限公司 | 2021/7/16 | 2 | 18.74 | CCC | AA | 轻工制造--家用轻工 | 广东省 | 民营企业 | 否 | 未按时兑付本息（2只） |
| 泛海控股股份有限公司 | 2021/8/30 | 2 | 7.41 | AA- | AA+ | 非银金融--多元金融 | 北京 | 民营企业 | 是 | 未按时兑付回售款和利息（1只）、触发交叉违约（1只） |

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增主体违约率（户数法）来看，2021年第三季度新增主体违约率为0.07%，较上个季度下降0.02个百分点。民营企业新增主体违约率（0.94%）较上个季度上升0.02个百分点，第三季度无新增国有企业主体违约，国有企业新增主体违约率为0%（见图3）。

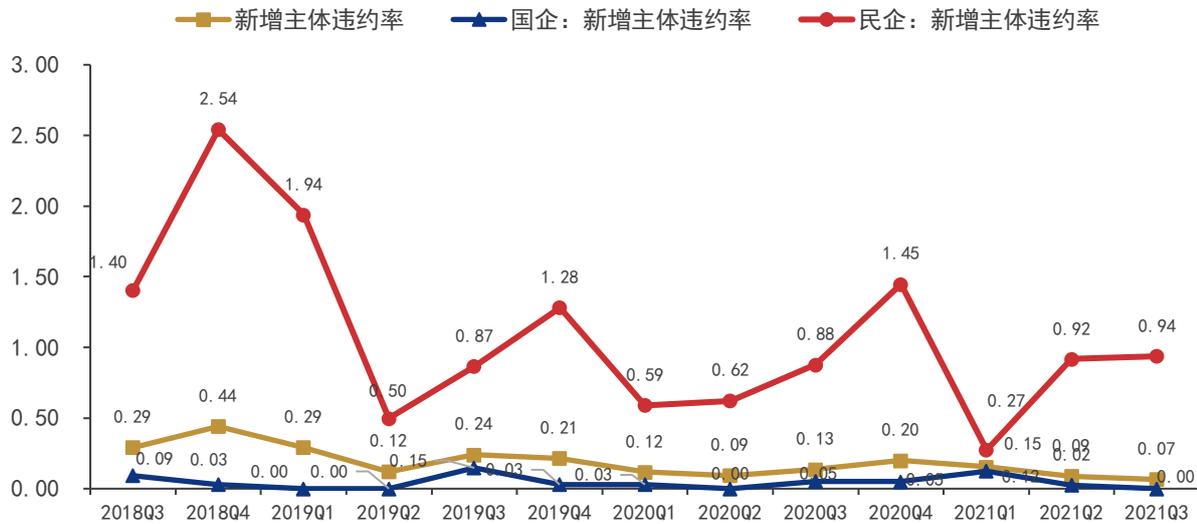


图3：季度（国企、民企）新增主体违约率（2018Q1-2021Q3，单位：%）

注：新增主体违约率（户数法）=某期限内首次违约主体数/期初期末存量债券主体数量的简单平均。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增债券违约率（余额法）来看，2021年第三季度新增债券违约率为0.1%，较上个季度上升0.03个百分点，其中民营企业新增债券违约率为2.07%，较上个季度上升0.84个百分点，上升幅度较大（图4）；国有企业新增债券违约率为0%，较上一季度下降0.01个百分点（见图4）。

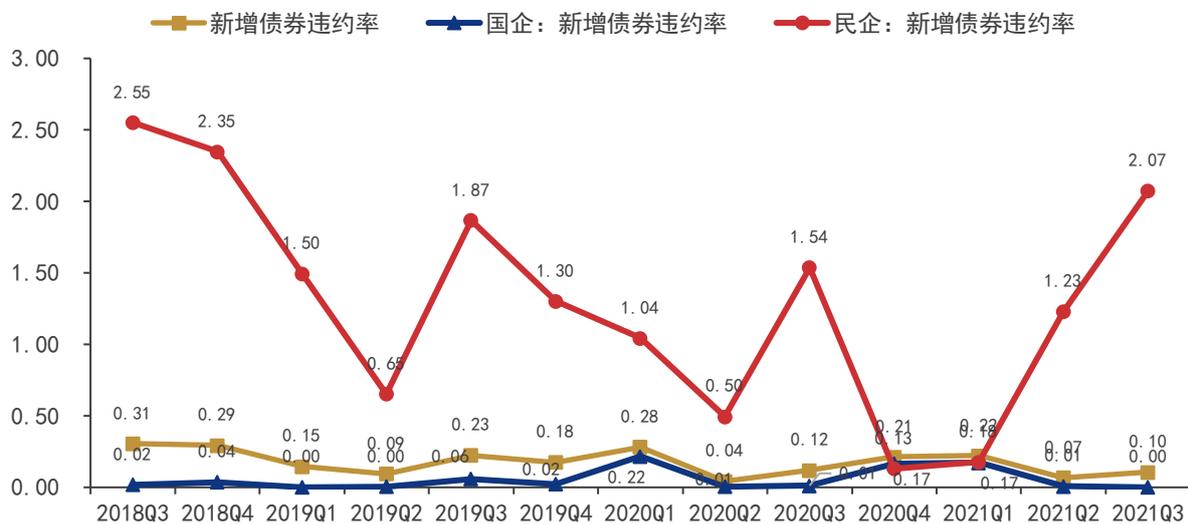


图4：季度（国企、民企）新增债券违约率（2018Q1-2021Q3，单位：%）

注：新增债券违约率（余额法）=某期限内新增违约债券余额/期初期末存量债券余额的简单平均。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

对于未纳入上述2021年第三季度新增违约债券统计，但发生了首次本息展期的债券（即在本季度内该债券第一次发生本息展期情况），现汇总梳理如下表2，其后续的兑付进展值得进一步关注。

表 2：2021 年第三季度首次本息展期债券基本情况

| 债券简称 | 发行人 | 首次本息展期时间 | 当季度未兑付金额(亿元) | 本息展期前三个月债项级别 | 发行时债项级别 | 所属申万行业(一级-二级) | 所属地区 | 公司性质 | 是否上市 |
|---------------|-----------------|------------|--------------|--------------|---------|---------------|----------|--------|------|
| 19 泛控 01 | 泛海控股股份有限公司 | 2021-07-09 | 3.00 | AA+ | AA+ | 非银行金融--多元金融 | 北京 | 民营企业 | 是 |
| 16 晟晏 02 | 宁夏晟晏实业集团有限公司 | 2021-07-12 | 56.11 | BBB+ | AA | 采掘--其他采掘 | 宁夏回族自治区 | 民营企业 | 否 |
| 20 鸿达 01 | 鸿达兴业集团有限公司 | 2021-07-19 | 3295.00 | - | - | 商业贸易--专业零售 | 广东省 | 民营企业 | 否 |
| 20 鸿达 02 | 鸿达兴业集团有限公司 | 2021-07-22 | 400.00 | - | - | 商业贸易--专业零售 | 广东省 | 民营企业 | 否 |
| 18 西藏租赁债 01 | 西藏金融租赁有限公司 | 2021-08-03 | 30.00 | BBB | AA+ | 0 | 西藏自治区 | 民营企业 | 否 |
| 16 文化 01 | 上海新文化传媒集团股份有限公司 | 2021-08-05 | 1729.59 | AA- | AA | 传媒--营销传媒 | 上海 | 民营企业 | 是 |
| 18 晟晏 01 | 宁夏晟晏实业集团有限公司 | 2021-08-06 | 459.54 | BBB- | AA | 采掘--其他采掘 | 宁夏回族自治区 | 民营企业 | 否 |
| 17 九通 01 | 九通基业投资有限公司 | 2021-08-17 | 6210.00 | CC | AAA | 综合--综合 II | 河北省 | 民营企业 | 否 |
| 18 泛海 G1 | 中国泛海控股集团有限公司 | 2021-08-20 | 8.83 | AA+ | AA+ | 综合--综合 II | 北京 | 民营企业 | 否 |
| 18 豫能化 MTN001 | 河南能源化工集团有限公司 | 2021-09-01 | 5.00 | BB | AAA | 商业贸易--专业零售 | 河南省 | 地方国有企业 | 否 |
| 18 豫能化 MTN002 | 河南能源化工集团有限公司 | 2021-09-02 | 5.00 | BB | AAA | 商业贸易--专业零售 | 河南省 | 地方国有企业 | 否 |
| 18 海控 01 | 泛海控股股份有限公司 | 2021-09-10 | 9080.33 | A | AA+ | 非银行金融--多元金融 | 北京 | 民营企业 | 是 |
| 18 渤海 02 | 渤海租赁股份有限公司 | 2021-09-10 | 11.08 | AAA | AAA | 非银行金融--多元金融 | 新疆维吾尔自治区 | 其他 | 是 |
| 18 华夏 04 | 华夏幸福基业股份有限公司 | 2021-09-10 | 7293.00 | - | - | 房地产--房地产开发 | 河北省 | 民营企业 | 是 |
| 18 三星 MTN001 | 山东三星集团有限公司 | 2021-09-13 | 6.00 | AA | AA | 食品饮料--食品加工 | 山东省 | 民营企业 | 否 |
| 18 晟晏 02 | 宁夏晟晏实业集团有限公司 | 2021-09-22 | 170.20 | BB | AA | 采掘--其他采掘 | 宁夏回族自治区 | 民营企业 | 否 |

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、第三季度信用债违约案例分析

2021年第三季度信用债首次违约对应主体分别为四川蓝光发展股份有限公司（下称“蓝光发展”）、宜华生活科技股份有限公司（下称“宜华生活”）和泛海控股股份有限公司（下称“泛海控股”）。

第三季度违约债券发行主体行业分布集中，主要为房地产行业。宜华生活科技股份有限公司的控股公司宜华企业（集团）有限公司（持有宜华生活 29.02% 股份）在 2020 年 5 月已发生违约，故本季度仅分析蓝光发展和泛海控股两家公司的违约原因，具体可能涉及以下几个方面。

（一）激进扩张，现金流承压

1. 蓝光发展

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，四川蓝光和骏实业股份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。蓝光发展的实际控制人为杨铿，杨铿与其妻子张焕秀通过 100% 持股蓝光投资控股集团有限公司持有蓝光发展 56.72% 的股份。公司的主营业务为房地产开发业务，此外公司还经营少量物业服务、医药等业务。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。

2017 年以来，国家对房地产调控政策逐渐收紧，多个城市收紧房地产调控政策。而蓝光发展却积极拿地，积极拓展并购、合作开发、产业拿地、代工代建等多元化土地资源获取模式；2018 年公司新增土地储备 85 块，总建筑面积 1496 万平方米，2019、2020 年，公司新增土地储备分别为 48 块和 60 块。但是，公司积极拿地之后，土地项目并没有很快开展和竣工，2018-2020 年，公司的竣工面积分别为 336.98 万平方米、515.82 万平方米和 507.32 万平方米，竣工面积远低于待开发及在建面积。

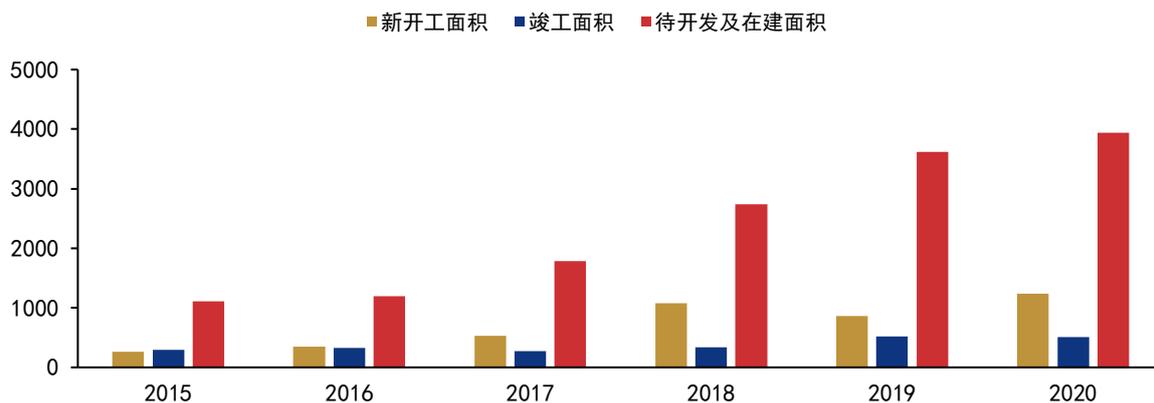


图 5：蓝光发展的土地项目开发情况（2015 年-2020 年，单位：万平方米）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 泛海控股

泛海控股成立于 1989 年，1994 年在深交所挂牌上市，是一家民营企业。2014 年，公司重新规划发展方向，由单一的房地产上市公司向涵盖金融、房地产等业务的综合性控股上市公司转型。近年来，公司金融业务占比逐

渐扩大，截至2020年末，公司金融业务占比达到84.52%。2020年1月，经中国证监会核准，泛海控股所属行业分类由“房地产”变更为“金融业-其他金融业”。

2014年，泛海控股开始在金融领域大肆并购，4月，公司以32.74亿元成功收购了大股东旗下优质资产——民生证券72.99%股权，并控股民生证券；5月，泛海控股以20亿元参与增资大股东旗下信托平台——民生信托，间接持有民生信托25%股权；公司还以32.74亿元从控股股东手中受让民生证券72.99%的股份。2015年，公司董事会进一步调整优化发展战略，明确提出打造“以金融为主体、以产业为基础、以互联网为平台的产融一体化的国际化企业集团”的战略发展目标，大力发展证券行业投资。2015年初，公司继续扩展金融版图，3月，收购香港上市公司时富金融服务集团有限公司40.71%股权；8月，以出资不高于17.85亿元收购民安财产保险有限公司部分股权，成功进军保险业领域；11月，公司进一步以自有资金向民生证券增资，加大民生证券资本金至约45.81亿元，公司对民生证券的持股比例增至87.645%（考虑2015年内通过司法拍卖获取的部分股权）。为了加快转型，加快“去地产化”进程，2014-2015年期间，泛海控股在金融领域激进并购，但是公司大规模收购金融机构并没有足够的营业收入和净利润作为支撑（2014、2015年，公司的营业收入分别为60.62亿元和90.4亿元，净利润分别为16.64亿元和23.66亿元），因此，公司大量举债，2014、2015年的筹资资金净流出达到218.02亿元和243.01亿元，对外投资占用公司大量资金。

（二）短期债务规模大且集中到期

1. 蓝光发展

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。根据公司财务报表，2018年，公司短期债务占总债务的比重为28%，但是到2020年，这一指标上升至44%，截至2021年半年报数据，短期债务占总债务的比重已经上升至62%。此外，公司短期债务集中到期。2019年以来，蓝光发展的1年内到期的非流动负债大幅增加，2019、2020年的该指标分别为143.56亿元和216.59亿元，到2021年上半年，公司的1年内到期的非流动负债已经达到259.35亿元，占短期债务的61%，占总债务的38%。从公司发行的债券上看，公司很大一部分债券是在2021年上半年到期，债券集中到期偿付，增加了公司资金压力。

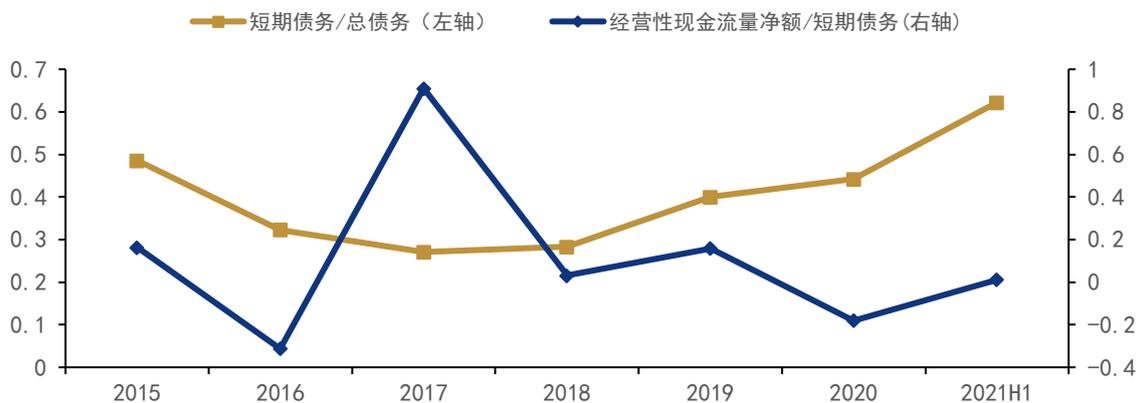


图6：蓝光发展短期债务/总债务与经营性现金流净额/短期债务（2015年-2021年H1）

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

2. 泛海控股

从债务结构看，泛海控股的短期债务占比较大，且呈现逐年上升态势。从公司年报数据看，2015年，公司“短期债务/总债务”为22%，之后5年，这一指标逐渐上升，截至2020年末，这一指标已经超过50%，达到63%。此外，公司也面临较大的短期偿债压力；泛海控股一年内到期的非流动负债占比较高，2020年末，一年内到期的非流动负债占流动负债的比重超过60%，短期偿债压力较大。

从经营性现金流净额和投资性现金流净额之和对短期债务覆盖情况来看，泛海控股的经营性现金流净额和投资性现金流净额之和多年来均不能持续覆盖短期债务（经营性现金流净额和投资性现金流净额之和/短期债务均未超过0.5），2014-2017年，公司经营性现金流净额和投资性现金流净额之和常年为负值，高度依赖于外部融资。现金流与债务的匹配程度在很大程度上影响公司偿还债务的能力，泛海控股激进扩张金融版图的过程中带来了大量债务堆积，但没有持续、可靠的现金流作为后盾，公司很难不面临信用风险。

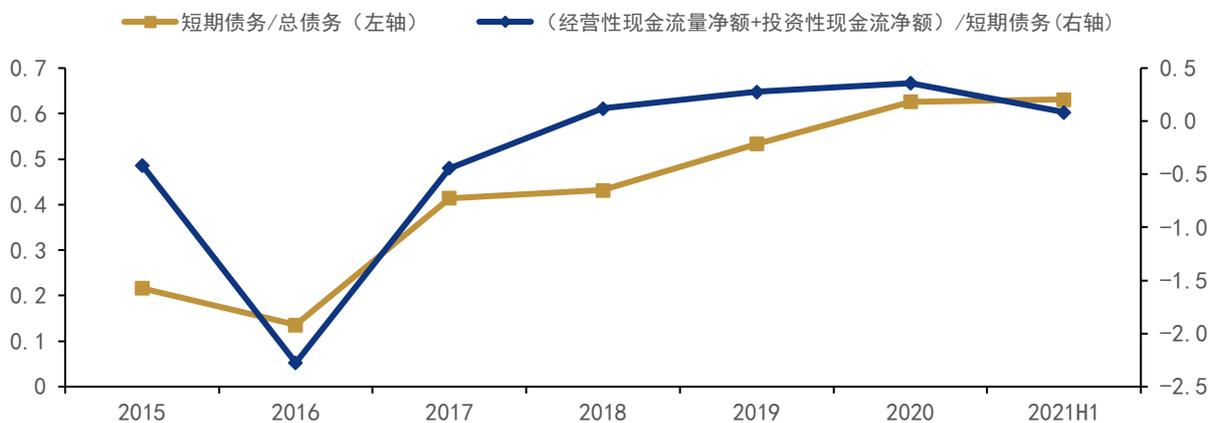


图7：泛海控股短期债务/总债务与经营性现金流净额/短期债务（2015年-2021年H1）

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

（三）再融资困难

1. 蓝光发展

2020年8月份，住建部提出房地产企业融资“三道红线”，旨在降低房企高负债式扩张。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发行新债进行置换。

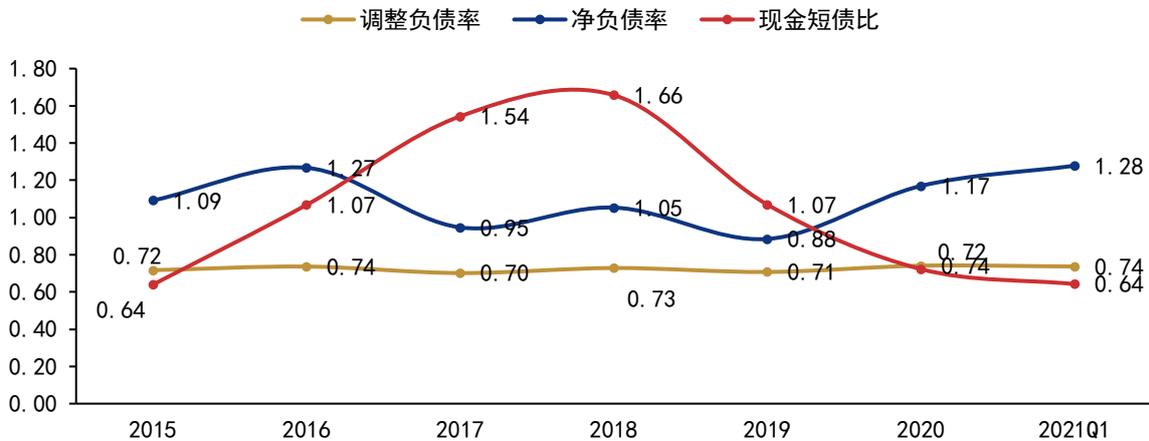


图 8：蓝光发展的负债指标情况（2015年-2021年第一季度）

资料来源：公司公告，远东资信整理

2. 泛海控股

泛海控股筹资性现金流净额自 2017 年起不断减少。2018-2020 年，泛海控股筹资性现金流均为负值（-97.54 亿元、-126.57 亿元和-159.33 亿元），且不断上升。2016-2018 年，公司的应付债券金额在 300 亿元左右；2019 年 4 月，公司获批发行 50 亿元公司债；但之后公司发行的债券规模逐渐缩水，均未达到计划发行规模，2019 年，公司发行的 2019 年第一、二期公司债，原计划共计发行 35 亿元，但最终共计只发了 10 亿元；2020 年 1 月份，泛海控股发行 2020 年第一期公司债，原计划发行 17 亿元，但实际只发行了 12 亿元；在 2020 年第二期的公司债中，公司计划发行 5 亿元，最终发行了 4 亿元。公司实际发行债券规模与计划规模差别较大，侧面反映出公司再融资能力被市场认可度不高。

根据泛海控股 2021 年 4 月 20 日发布的公告显示，由于债务纠纷，公司的控股股东中国泛海所持有泛海控股的 803,242,700 股股份被冻结，占其所持公司股份数（71.23%）的 29.65%。此外，泛海控股的子公司和附属公司接连涉及诉讼，对公司声誉造成一定影响，加大公司再融资的难度。

三、总结与展望

2021 年第三季度共有 25 只债券新发生违约，违约时的债券余额合计 228.8 亿元，涉及的违约主体共 9 家，其中 3 家为首次违约主体。从过去 12 个季度的债券违约情况来看，2021 年第三季度新增违约债券只数和规模较 2021 年第二季度有一定提高，但新增违约债券只数和规模处于过去 12 个季度较低水平。第三季度违约主体地域、行业分布相对分散，行业涉及房地产、纺织服装、轻工制造、非银金融等行业，发行时评级为 AA+ 级的违约主体占比较高。第三季度，新增主体违约率和新增债券违约率分别出现不同程度的回落和提高，其中，第三季度没有新增国企违约债券，因此国企新增主体和新增债券违约率均为 0%，相反，民企新增主体和新增债券违约率升幅较大。近期，房企违约有所增加，未来仍需关注；同时，仍需关注信用监管趋严背景下民营企业的违约风险。

2021 年第三季度 3 家首次违约主体的行业分布没有明显的集中性。通过研究我们发现，这些企业违约原因主要包括激进扩张、现金流承压，短期债务规模大且集中到期压力大以及再融资困难等。

通过总结以上2家企业的违约原因，得到如下思考和启示：

第一，关注企业激进扩张可能引发的现金流压力。企业在转型或者业务扩张的过程中，应关注投资、并购的理性与否，且需要考虑企业现金流情况。对于蓝光发展来说，在房地产政策趋严的大背景下，企业逆势而为、积极拿地，而房地产行业的回款周期长，激进扩张，很容易导致债务高筑，进而导致资金链断裂。对于泛海控股来说，从房地产业务转变为金融业务也不应该过于迅速，公司仅用2年时间就将主营转变为金融业务，对外投资、收购金融机构对资金需求很大，加大公司资金压力。

第二，关注短期债务占比高且偿债压力集中的情况。有息债务的大幅提高会加大企业债务负担，短期债务占比过高对企业的资金流动性提出更高要求，因此需要关注企业债务结构的合理性。以蓝光发展、泛海控股为例，这两家企业的短期债务占总债务的比重均较高，债务结构不合理。如果企业的短期债务占比过高，经营性和投资性现金流对短期债务不能进行长期、有效地覆盖，则需要关注企业的短期偿债压力；如果企业的再融资能力受限、未使用的银行授信额度较低，则会加剧企业流动性危机，导致企业最终走向违约。

第三，关注企业财务杠杆过高、股权抵质押比例过高等带来的再融资困难情况。对于房地产企业，需要考虑“三道红线”对企业有息债务融资的限制。此外，还需要考虑公司近年来债券发行状况，如果债券实际发行规模与计划发行规模相差很大，可能侧面反映出企业再融资能力被市场认可度不高，再融资或面临困难。

【作者简介】

张妍，伦敦国王学院金融学硕士，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：010-57277666

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：021-65100651

【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。