作者：张妍、刘慧敏
邮箱：research@fecr.com.cn

新增债券违约率小幅上升，关注房企违约风险
——2022 年第一季度信用债违约分析

相关研究报告：

1. 《新增债券违约率大幅下降，关注房企展期债券后续状态——2021 年第四季度信用债违约分析》，2022.01.13

2.《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》，2021.10.14

3.《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

4. 《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

5.《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

摘 要

2022 年第一季度共有 16 只债券新发生违约，违约时的债券余额合计 122.38 亿元，涉及的违约主体共有 9 家，其中 3 家为首次违约主体。2022 年第一季度（简称“第一季度”）新增违约债券只数和金额规模较上一季度均小幅上升。第一季度违约主体地域较分散，行业集中在房地产行业。

第一季度，新增违约债券只数和金额规模较低，但较 2021 年第四季度有所上升；第一季度没有新增国企主体违约债券，但民企新增主体违约率较上一季度有所上升（0.37 个百分点）。从新增债券违约率看，民企新增债券违约率较上个季度上升 0.92 个百分点，上升幅度较大；国企新增债券违约率较上一季度基本没有变化。

第一季度 3 家首次违约主体有明显的行业集中性且集中在房地产行业。第一季度债券违约的原因包括盈利能力大幅下降，债务压力大以及现金流承压明显等。

我们从阳光城违约事件中得到的思考与启示有：（1）关注外部环境压力下企业经营下行的情况。房地产行业监管趋严大背景下，整体房企盈利能力遭受打击。企业的盈利能力反映了企业的经营状况和经营性现金流情况，如果企业盈利能力长期、持续的下降，说明企业的自身“造血”能力不足，企业现金流将面临压力，偿债能力下降。（2）关注企业债务规模大、结构不合理以及可能存在“明股实债”问题。债务规模大、结构不合理以及 “明股实债”问题为公司经营带来巨大隐性风险，一旦遭受外部冲击，债务很可能会集体爆雷，挤兑公司现金流，导致企业违约。（3）关注企业流动性危机及短期偿债能力不足情况。发债主体如果出现拟通过出让子公司资产来补充流动性行为时，就需要警惕其流动性风险，因为在外部环境紧张的情况下处置资产效率与效果可能不及预期，会进一步增加违约风险。此外，对于房地产企业，需要特别关注企业踩中“三道红线”的情况对企业再融资的影响。

一、第一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，2022 年第一季度（下称“第一季度”）全国新增 16 只债券新发生违约，违约时的债券余额合计 122.38 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，第一季度，新增违约债券只数、违约债券金额规模均大幅下降（见图 1）。从过去 12 个季度的债券违约情况来看，2022 年第一季度新增违约债券只数和金额规模相对较低，当季违约主体个数较上一季度增加 1 家（见图 1）。2022 年第一季度信用债市场债券违约规模较上一季度有所下降，主要系房地产行业违约债券较多的原因。

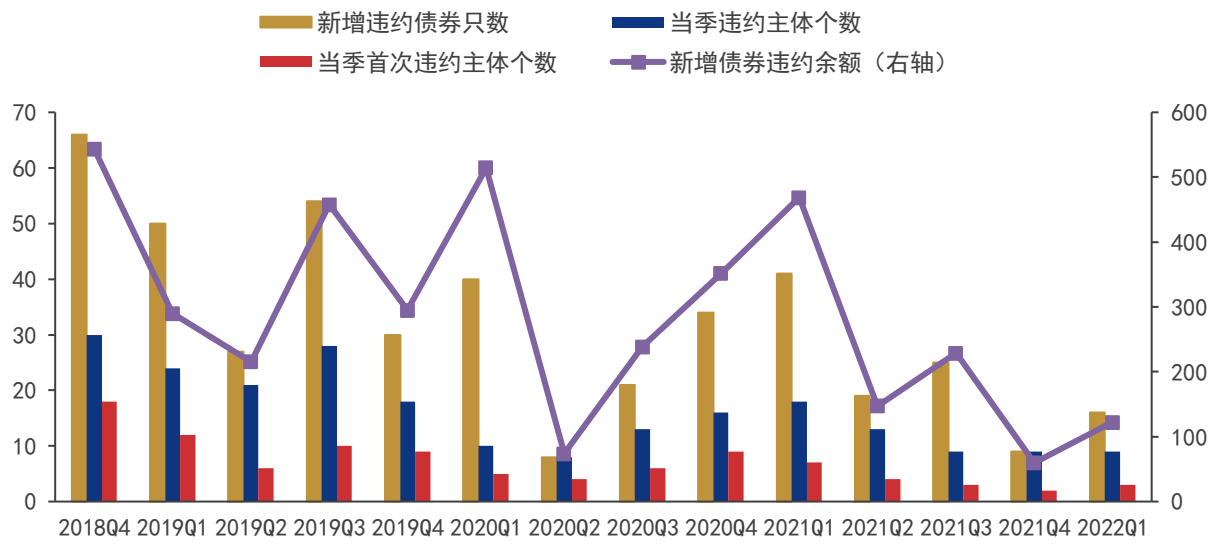
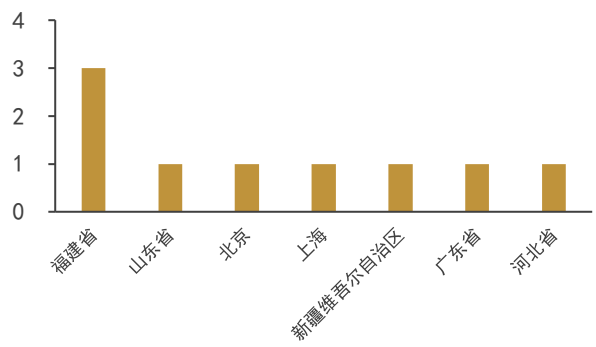


图 1：债券违约情况（2018Q4-2022Q1，单位：个数，亿元）

注：违约债券余额统计时间截至 2022.3.31。

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，第一季度违约主体地区分布较分散，除福建省违约主体数量有 3 家（占 33.33%），其他省份均只有 1 家违约主体；从第一季度违约主体所属行业来看，房地产行业违约主体最多（5 家），其他行业均只有 1 家违约主体（见图 2）。第一季度违约主体发行违约债项时评级 AAA、AA+和 AA 级分别有 3 家，发行时评级为 AAA 和 AA+级的违约主体占比较高，合计占比为 66.67%。



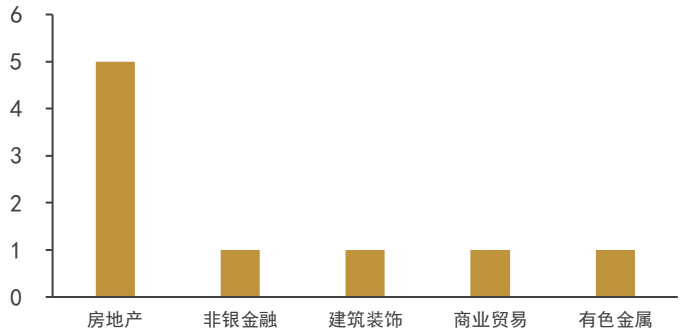


图 2：2022 年第一季度违约主体地域和申万行业分布（单位：家）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2022 年第一季度首次违约主体共 3 家，涉及违约债券共 9 只，当季度应兑付而未兑付金额为 78.21 亿元，分布区域涉及福建省和新疆维吾尔族自治区，行业范围涉及房地产和非银金融行业。从公司属性来看，第一季度 3 家首次违约主体中民营企业有 2 家，其他企业 1 家，且有一家为上市公司（见表 1）。

表 1：2022 年第一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
福建阳光集团有限公司	2022/2/24	2	9.62	AA	AA+	房地产—房地产开发	福建省	民营企业	否	未按时兑付本息（2只）
渤海租赁股份有限公司	2022/3/2	1	4.75	A-	AAA	非银金融	新疆维吾尔族自治区	其他企业	是	未按时兑付本息（1只）
阳光城集团股份有限公司	2022/3/15	1	63.84	AA+	AAA、AA+	房地产—房地产开发	福建省	民营企业	否	未按时兑付本息（5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，2022 年第一季度新增主体违约率为 0.06%，较上个季度上升 0.02 个百分点。**民营企业新增主体违约率（0.69%）较上个季度上升 0.37 个百分点，第一季度无新增国有企业主体违约**（见图 3）。

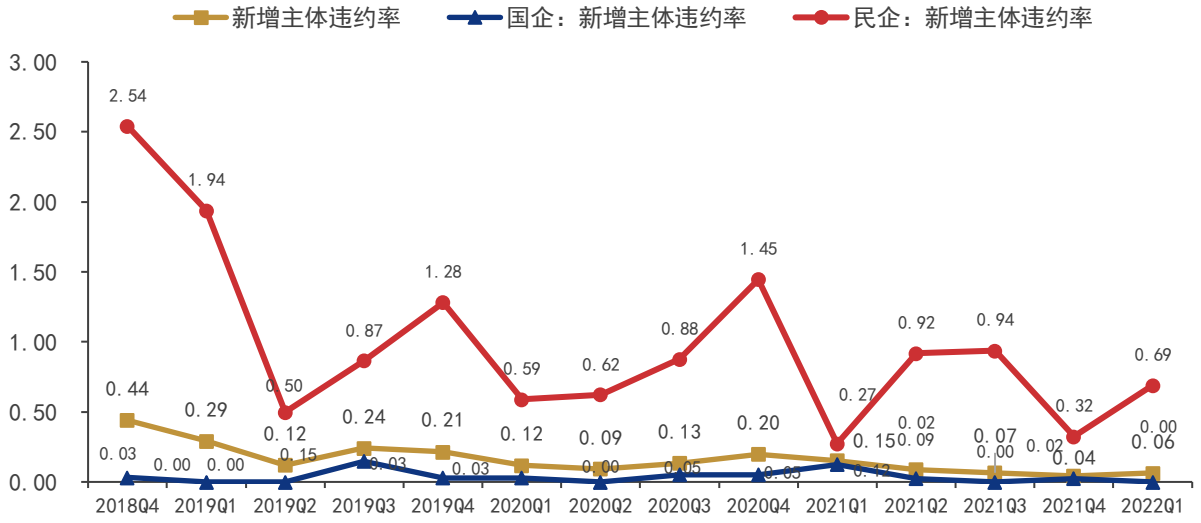


图 3：季度（国企、民企）新增主体违约率（2018Q4-2022Q1，单位：%）

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，2022 年第一季度新增债券违约率为 0.06%，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 1.36%，较上个季度上升 0.92 个百分点，上升幅度较大（图 4）；国有企业新增债券违约率为 0.002%，与上一季度相差不大**（见图 4）。

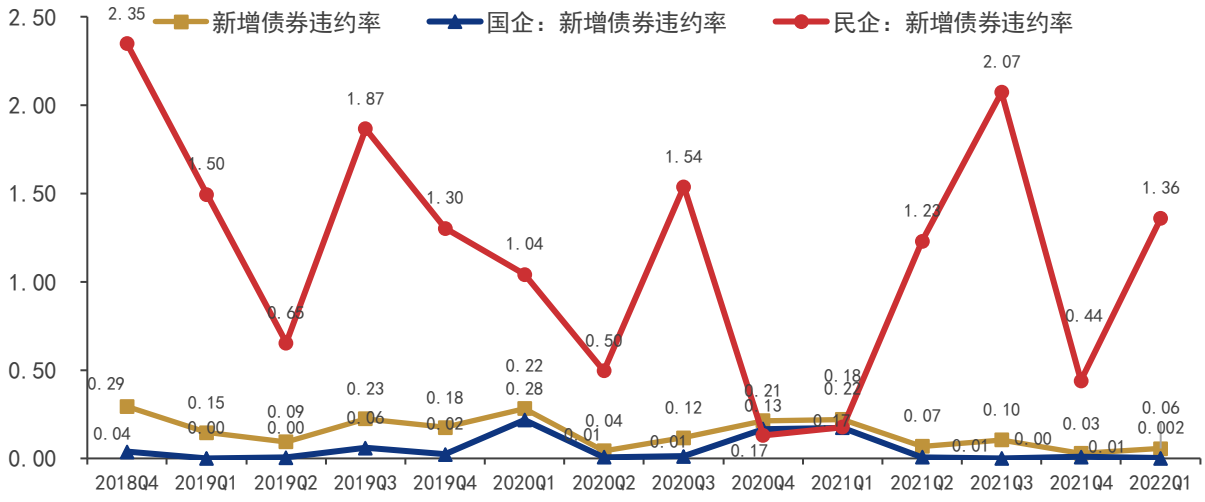


图 4：季度（国企、民企）新增债券违约率（2018Q4-2022Q1，单位：%）

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 2022 年第一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），现汇总梳理见下表 2，其后续的兑付进展值得进一步关注。

表 2：2022 年第一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	公司属性	是否上市
20 恒大 01	恒大地产集团有限公司	2022-01-08	3.14	B	AAA	房地产--房地产开发	广东省	民营企业	否
19 阳集 01	福建阳光集团有限公司	2022-01-17	4.30	AA+	AA+	房地产--房地产开发	福建省	民营企业	否
20 鸿达 01	鸿达兴业集团有限公司	2022-01-17	0.33	-	-	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	2022-01-22	0.04	-	-	商业贸易--专业零售	广东省	民营企业	否
21 阳城 01	阳光城集团股份有限公司	2022-01-24	0.69	AAA	AAA	房地产--房地产开发	福建省	民营企业	是
H6 雏鹰 02	雏鹰农牧集团股份有限公司	2022-02-06	8.47	C	AA	-	河南省	民营企业	是
18 泛海 G1	中国泛海控股集团有限公司	2022-02-21	8.79	A	AA+	综合--综合 II	北京	民营企业	否
18 房信 01	天津市房地产信托集团有限公司	2022-03-08	0.22	-	AA+	综合--综合 II	天津	地方国有企业	否
18 龙控 02	深圳市龙光控股有限公司	2022-03-22	16.43	-	-	房地产--房地产开发	广东省	其他	否
19 南通三建 MTN001	江苏南通三建集团股份有限公司	2022-03-22	5.38	BB	AA+	-	江苏省	民营企业	否
21 新力 01	新力地产集团有限公司	2022-03-28	0.18	B	AA+	房地产--房地产开发	广东省	民营企业	否
20 深钜 D1	深圳市钜盛华股份有限公司	2022-03-30	17.01	-	-	-	广东省	民营企业	否

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、第一季度信用债违约案例分析

2022 年第一季度信用债首次违约对应主体分别为福建阳光集团有限公司（下称“福建阳光”）、渤海租赁股份有限公司（下称“渤海租赁”）和阳光城集团股份有限公司（下称“阳光城”）。

第一季度首次违约债券发行主体较少，涉及的行业分别为房地产开发和其他金融服务行业；由于阳光城违约债券金额较大，因此本文仅分析阳光城这一家公司的违约原因，具体可能涉及以下几个方面。

（一）营业收入大幅下降，盈利能力持续下滑

阳光城为阳光控股旗下综合性房地产开发企业，阳光控股成立于 1995 年，创始人为爱国侨商林腾蛟，持股 98%，吴洁持股 2%，林腾蛟、吴洁通过福建阳光集团、东方信隆、福州融星捷等公司间接持有阳光城 8.82%、13.96%的股份，吴洁为阳光城实际控制人。2002 年，公司前身福建阳光实业发展股份有限公司借壳石狮新发在深交所上市，2009 年将证券简称更名为“阳光城”。2009 年以来，福建阳光集团始终为第一大股东，直接或间接持股 30%以上，2012 年，福建康田实业入股成为第二大股东，持股 16.31%，2018 年，上海嘉闻出资 45 亿买入公司 73051.95 万股，超过福建康田实业成为公司第二大股东，并于 2020 年 9 月将所持股份转让给泰康系公司（泰康养老、泰康人寿），截至 2021 年三季度，公司前三大股东分别为福建阳光（34.78%）、泰康系公司（13.69%）、福建康田实业（10.16%），合计持股 58.63%。

阳光城属于房地产行业，业务涵盖地产开发、商业运营、物业服务三大领域。房地产行业近年来受到较大政策影响，2020 年下半年以来，在“房住不炒”的总调控基调下，在限购、限贷、限售、限价等既有的政策基础上，“三道红线”“房贷两集中”以及“集中供地”等重磅政策轮番出台，并结合经营贷、信用贷等违规资金的严查，各大政策不断加码，房地产行业遭遇寒冬，市场需求迅速下滑，行业销售整体下挫严重。克而瑞数据显示，2021 年下半年百城成交面积持续下行，同比跌幅扩至 30%以上，规模房企销售增速也出现罕见负增长，百强房企全年累积业绩同比下降 3.5%，成交面积同比下降 9.0%，平均目标完成率不及 90%，明显低于之前年度 105%以上的平均水平。2022 年一季度，房地产行业延续了 2021 年以来的下行压力，行业整体的供求和成交都没有明显转暖迹象，百强房企业绩远不及去年同期，1-2 月累计销售金额同比大幅下降 43.2%，近九成企业累计业绩同比降低。

根据阳光城历年年报数据，阳光城的主营业务收入主要来源于房地产业务，2014 年以来该业务营业收入占总营业收入的比重一直维持在 95%左右。受行业大环境影响，去年以来公司营收增速放缓，盈利能力下降，特别是 2021 前三季度业绩断崖式下滑。公司财务报告数据显示（见图 5），2018 年以来公司营业收入同比增速不断放缓；2021 年前三季度，公司拟实现净利润 9.56 亿元，同比下降 23.96%，实现扣非后归属母公司股东净利润-17.52 亿元，同比下降 274.27%。公司于今年 1 月底披露了业绩预告，表示因业务结算规模下降和计提存货跌价准备，预计 2021 年亏损 45 亿至 58 亿元，剔除资产收益后，预计扣非亏损将达到 73 至 86 亿元。本文认为，短期内看不到公司明显的业绩拐点，中指研究院房企销售业绩统计数据显示，2022 年 1~2 月份阳光城的总销售额合计为 100.60 亿元，同比减少 64.9%，未来盈利能力有待观察。

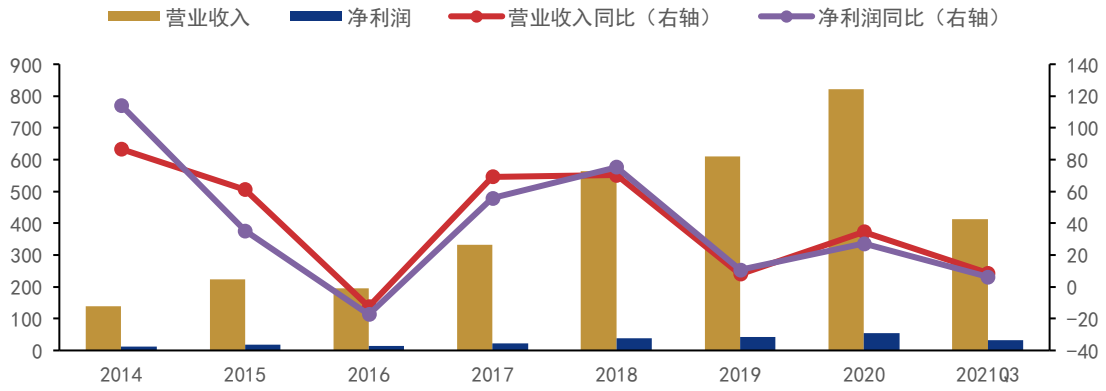


图 5：2014 年-2021 年前三季度阳光城营业收入与净利润情况（单位：亿元，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）高杠杆扩张，债务压力大且结构不合理

作为闽系房企的代表者，阳光城的扩张伴随着债务的迅速扩张，截至 2021 年 9 月末，阳光城的总负债高达 3160.48 亿元（见图 6），创历史新高。与多数房企一样，公司采用高财务杠杆方式运营，资产负债率始终高位运行，2018 年-2021 前三季度持续维持在 83%-84%，长期的高杠杆扩张也导致公司财务弹性差，抵御风险能力弱。从负债结构看，流动负债占总负债比重多位于 65%~70%（见图 7），2021 前三季度更是超过 80%。相对非流动负债，流动负债要求债务人在一年内或超过一年的一个营业周期内偿还，流动负债比重过高给公司带来较大的短期偿债压力和更高的现金流要求。

此外，公司短期有息债务负担过大。截至 2021 前三季度，公司有息债务合计 849 亿元，融资成本最高达到 12.5%，其中 1 年内到期的有息债务为 247.98 亿元、占比为 29%，1-2 年内到期的有息债务为 365.67 亿元、占比为 43%，2-3 年到期的有息债务为 171.48 亿元、占比为 20%，3 年以上到期的有息债务为 64.25 亿元、占比为 7.6%。公司有息债务在 1 年以内及 1-2 年到期的占比较高，存在一定集中兑付压力。

根据公司财务报告，近年来公司取得的长期股权投资金额较大，2018-2021 年前三季度，公司长期股权投资分别为 93 亿元、148.48 亿元、301.14 亿元以及 290.72 亿元；归属于少数股东权益分别为 180.51 亿元、241.54 亿元、285.64 亿元和 273.24 亿元；但是，归属于少数股东的综合收益却偏低，2018 年-2021 年前三季度分别为 8.9 亿元、3.01 亿元、2.71 亿元和 3.02 亿元，占总综合收益的比重从 2018 年的 22%下降至 2021 年前三季度的 9%。长期股权投资和归属于少数股东的综合收益不匹配、相差过大或反映出公司的少数股东参与的分红很低，公司可能存在“明股实债”的问题。

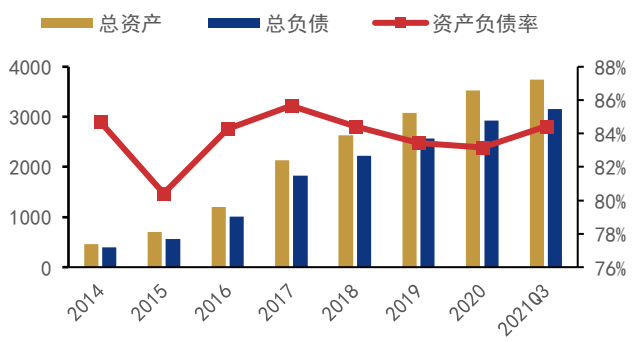


图 6：阳光城资产负债情况（单位：亿元）

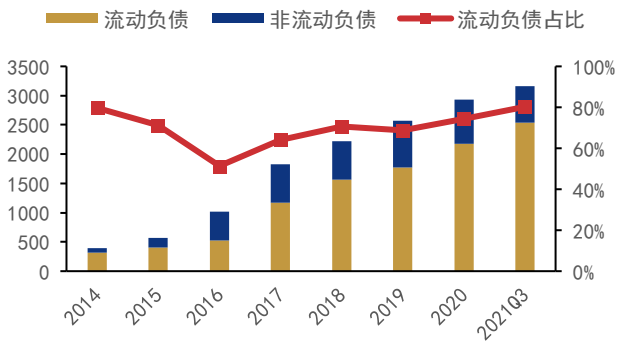


图 7：阳光城流动与非流动负债情况（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）现金流承压明显，短期偿债能力不足

根据住建部与央行对重点房企负债指标划定“三道红线”的要求：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%。从

[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。

阳光城历年数据看，近年来，公司的剔除预收款后的资产负债率和净负债率均踩中“两条红线”；截至 2021 年第三季度末，阳光城剔除预收款后的资产负债率为 79.45%，净负债率高达 123%，现金与短期债务比为 0.69（见图 8）。公司同时触及了“两道红线”，按照监管规定有息负债规模年增速不得超过 5%，对公司通过发行新债置换旧债或通过银行贷款等债务途径获取现金带来一定压力。

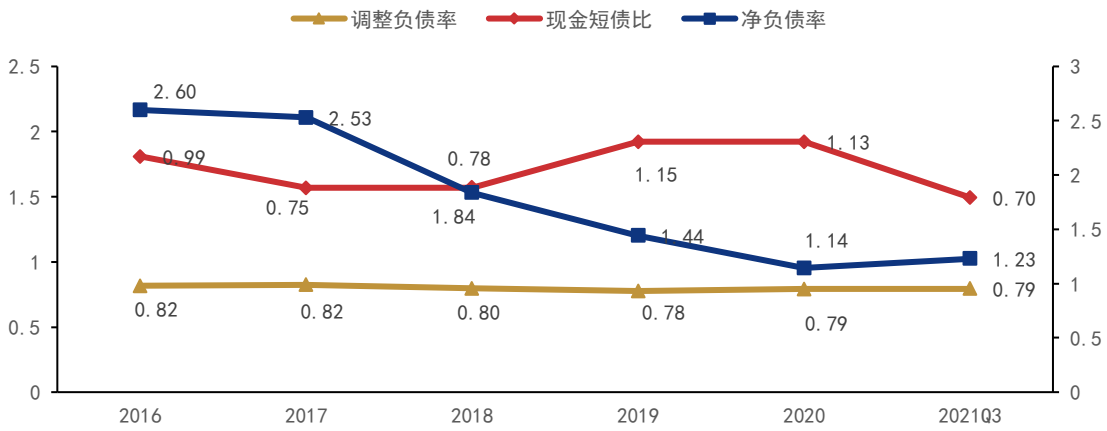


图 8：阳光城负债指标情况（2016 年-2021 年第三季度）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

由于近年来房地产行业政策调控力度明显加强以及“三道红线”对公司有息债务规模的限制，阳光城长期以来的“高杠杆、高周转”运行模式难以为继，公司流动性出现阶段性紧张。公司财务报告显示（见图 9），2018 年至 2021 前三季度，公司经营性活动产生的现金流量净流入变化不大，投资活动产生的现金流量净流出大幅下降，2018 年开始，公司筹资活动现金一直呈净流出，2018 年至 2021 前三季度筹资活动净现金量为分别为-62.91 亿元，-48.61 亿元、6.23 亿元、-319.07 亿元。其主要原因是 2018 年之后公司用于偿还债务支付的现金大幅上升，2021 年由于行业大环境影响，融资受限，公司取得借款现金大幅下降，又有大量债务需要偿还，陷入流动性危机。

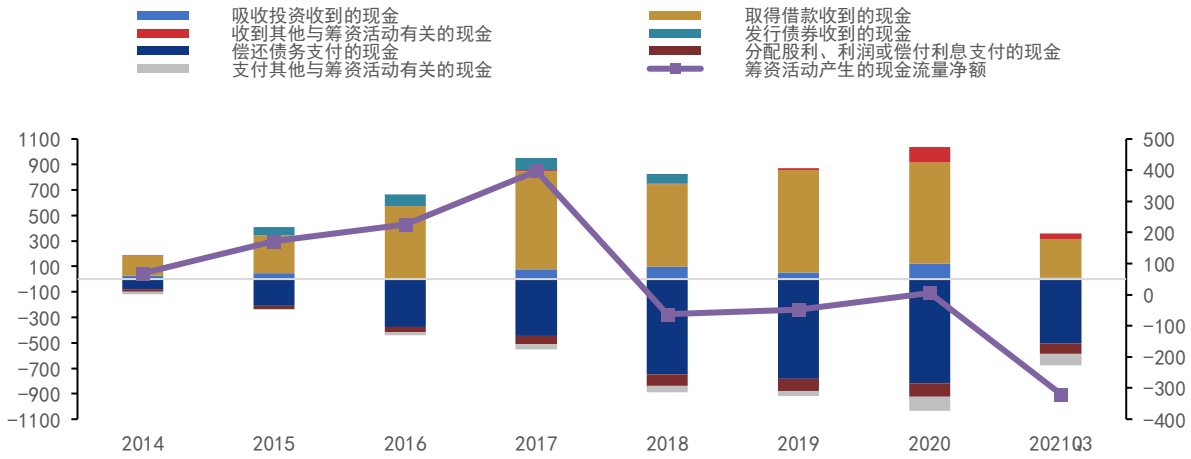


图 9：阳光城筹资活动产生的现金流明细（2014 年-2021 年第三季度）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

截至 2021 前三季度，阳光城在手货币资金较年初大幅下降，仅为 271.8 亿元（见图 11），同比下降 42.94%。除预售资金受限及融资受限因素外，因整体环境严峻，金融机构及项目合作方股东对项目公司资金回拨非常谨慎，在实操过程中，对项目资金监管加强，所以动用项目资金极为困难，实际可灵活动用资金占账面资金比例不足 1%，公司可自由动用货币资金基本枯竭。为缓解流动性，阳光城采取了一系列积极措施，2021 前三季度公司回收投资现金和处置相关资产高达 73.33 亿元（见图 10），同比增长 1672.80%，处置兴业银行、正心谷旗舰基金等股份，并转让希尔顿酒店、四川宜宾、上海梓光等多处优质资产。

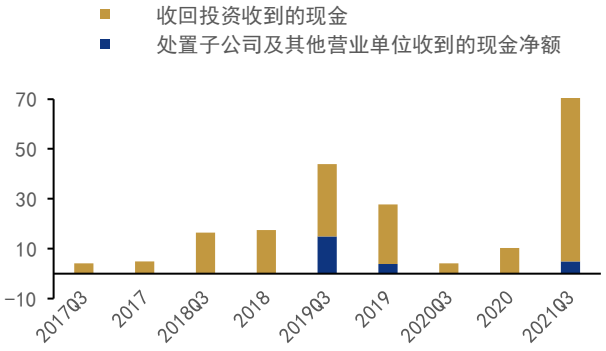


图 10：阳光城处置资产情况（单位：亿元）

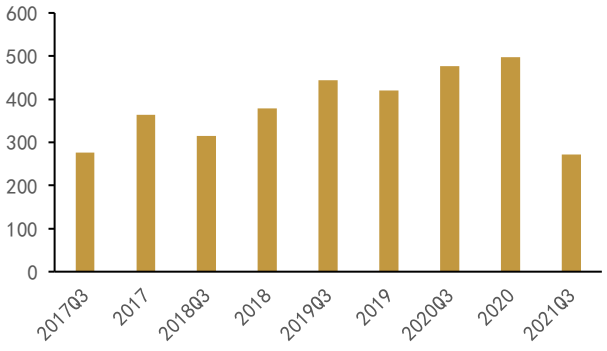


图 11：阳光城货币资金情况（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2021 年第三季度报告发布后，由于利润下降且自有现金流不足，境内外评级机构接连下调公司评级，融资渠道进一步受到冲击，在回款流动性同样受限的情况下，流动性承压明显，短期偿债压力大。从 2021 年 11 月开始，阳光城及其控股股东福建阳光集团多只境内债券已发生展期，对公司后续在市场尚融资产生一定负面影响。

三、总结与展望

2022 年第一季度，债券市场共有 16 只债券新发生违约，违约时的债券余额合计 122.38 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，2022 年第一季度新增违约债券只数和金额规模相对较低，当季违约主体个数较上一季度增加 1 家。第一季度违约主体地域相对分散，行业分布相对集中，集中在房地产等行业，发行时评级为 AAA 和 AA+级的违约主体占比较高。第一季度，新增主体违约率和新增债券违约率分别出现不同程度的上升，由于第一季度没有新增国企违约债券，因此，第一季度违约国企新增主体有所下降。2022 年第一季度新增违约主体主要为房地产行业企业，且涉及的违约债券规模占比大，因此较上季度违约率有所提升。

2022 年第一季度 3 家首次违约主体的行业分布有明显的集中性。通过研究我们发现，这些企业违约原因主要包括盈利能力大幅下降，债务压力大以及现金流承压明显等。

通过总结阳光城的违约原因，其违约原因可以得到如下启示：

第一，关注外部环境压力下企业经营下行的情况。房地产行业监管趋严大背景下，整体房企盈利能力遭受打击。企业的盈利能力反映了企业的经营状况和经营性现金流情况，如果企业盈利能力长期、持续的下降，说明企业的自

身“造血”能力不足，企业现金流将面临压力。如上述阳光城案例中，其营业收入在近年出现了大幅下降，净利润也处于较低水平，导致其现金流流入缓慢，偿债能力下降。

第二，关注企业债务规模大、结构不合理以及可能存在“明股实债”问题。以阳光城为例，长期“高杠杆、高周转”经营模式下，公司债台高筑，资产负债率长期高居 80%以上，且多为需短期偿付的流动负债。“明股实债”问题会使得企业的资产负债率不再有效反映企业真实情况，为公司经营带来巨大隐性风险；公司业务一旦遭受外部冲击，大规模债务叠加结构不合理，债务很可能会集体爆雷，挤兑公司流动性，导致企业违约。

第三，关注企业流动性危机及短期偿债能力不足情况。如果发债主体出现拟通过出让子公司资产来补充流动性行为时，就需要警惕其流动性风险，因为在外部环境紧张的情况下处置资产效率与效果可能不及预期，会进一步增加违约风险。以阳光城为例，近几年还债压力大叠加融资受限，公司陷入流动性危机，虽然公司在面临流动性危机时积极推进资产处置自救措施，但是效果较为有限。此外，对于房地产企业，需要特别关注企业踩中“三道红线”的情况对企业再融资的影响。

【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；
刘慧敏，中国人民大学农业经济管理硕士，远东资信研究与发展部助理研究员（实习生）。

【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。