

作者：陈浩川、霍亮  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 民企新增债券违约率下行，新增一家商业地产企业首次违约 ——2023年第二季度信用债违约分析

### 摘要

2023年第二季度共有8只债券新发生违约，违约时的债券余额合计50.81亿元，涉及的违约主体共有5家，其中仅1家为首次违约主体。2023年第二季度（简称“第二季度”）新增违约债券只数和相关债券余额较上一季度有所减少。第二季度违约主体仍集中在房地产行业。

第二季度新增主体违约率为0.02%，较上季度有所下降。其中，民营企业新增主体违约率下行，国企没有新增违约主体。从新增债券违约率看，民企新增债券违约率较上个季度下降0.68个百分点；国企新增债券违约率较上一季度变化不大。

2023年第二季度首次违约主体为上海世茂股份有限公司，属于房地产行业，是一家商业地产A股上市企业。

通过总结其违约原因，可以得到如下启示：

第一，关注企业主营业务表现。近年来，我国人口老龄化形势更加严峻，新冠疫情、行业调控政策以及国际局势等因素会对众多行业造成影响。在上海世茂的违约案例中，在疫情和行业政策的双重影响下，公司持续亏损，对企业主营业务的营收和盈利状况造成了较大的负面影响。

第二，关注企业短期债务占比过高的情况。从历年的主体违约分析中可发现，违约主体不合理的债务结构是几乎所有违约主体都存在的一个问题。以房地产行业为例，如果房地产企业短期债务占全部有息债务比重较大，那么企业将会面临较大的短期偿付压力，很容易发生违约事件。

第三，关注企业偿债资金来源。在主体违约分析中，如果一家企业的内生性现金流长期平均水平不足以覆盖其平均短期债务的偿还，这意味着其需要不断通过再融资来进行短期债务的清偿。在上海世茂的案例中，在其内生性现金流不足以覆盖其短期债务的情况下，股票又面临退市风险，叠加“三道红线”政策限制，公司股权、债权等再融资渠道受限，很容易发生违约事件。

第四，关注企业战略扩张过程中的宏观、行业环境变化。一家企业的发展战略能否成功实施和其所处的外部环境息息相关。在上海世茂的违约案例中，上海世茂在扩张过程中遭遇了新冠疫情和地产行业调控等外部负面因素，引发了其债务危机。

### 相关研究报告：

1. 《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》，2022.04.08
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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。

## 一、第二季度信用债违约整体情况

Wind 资讯统计显示，2023 年第二季度（下称“第二季度”）全国新增 8 只债券新发生违约，违约时的债券余额合计 58.01 亿元，涉及的违约主体共有 5 家，其中 1 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）。与上一季度相比，第二季度新增违约债券只数和相关债券余额较上一季度均有所减少。与去年同期相比，第二季度，新增违约债券只数和相关债券余额均明显下降（见图 1）。从过去 3 年的债券违约情况来看，2023 年第二季度新增违约债券只数和相关债券余额也相对较低。

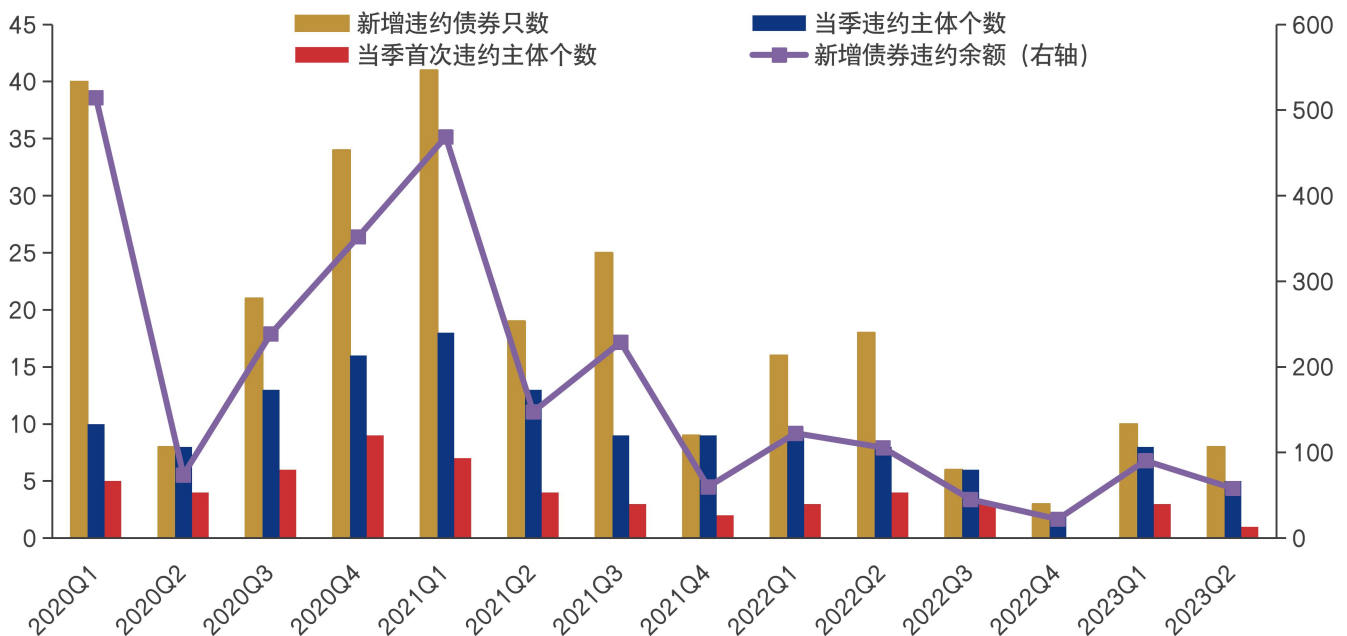
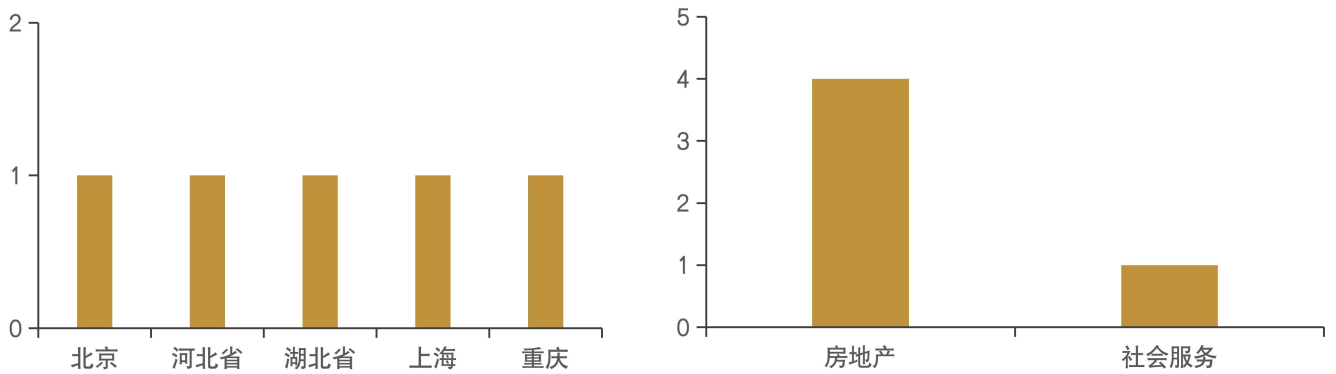


图 1：债券违约情况 (2020Q1-2023Q2, 单位：个数, 亿元)

注：违约债券余额统计时间截至 2023.6.30。

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，第二季度违约主体主要分布在北京、河北、湖北、上海、重庆等地，各地区各有 1 家违约主体；从第二季度违约主体所属行业来看，房地产行业违约主体依然最多（4 家），社会服务行业有 1 家违约主体（见图 2）。第二季度违约主体发行时评级为 AAA 的主体共有 3 家，另有发行时评级为 AA+级和 AA-级的违约主体各 1 家。


**图2: 2023年第二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

2023年第二季度首次违约主体共1家, 涉及违约债券共3只, 当季度应兑付而未兑付金额为3959.04万元。违约主体上海世茂股份有限公司位于上海, 为房地产行业民营企业, 同时为上市公司, 在违约前3个月的主体信用评级均为AAA级。

**表1: 2023年第二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 (万元)	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
上海世茂股份有限公司	2023/5/30	3	3959.04	AAA	AAA	房地产-房地产开发	上海市	民营企业	是	未按时兑付本息 (20沪世茂MTN001), 未按时兑付利息 (21沪世茂MTN002、21沪世茂MTN001)

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, 2023年第二季度新增主体违约率为0.02%, 较上个季度有所下降。其中, 民营企业新增主体违约率0.56%, 较上个季度下行; 国有企业本季度没有新增主体违约 (见图3)。

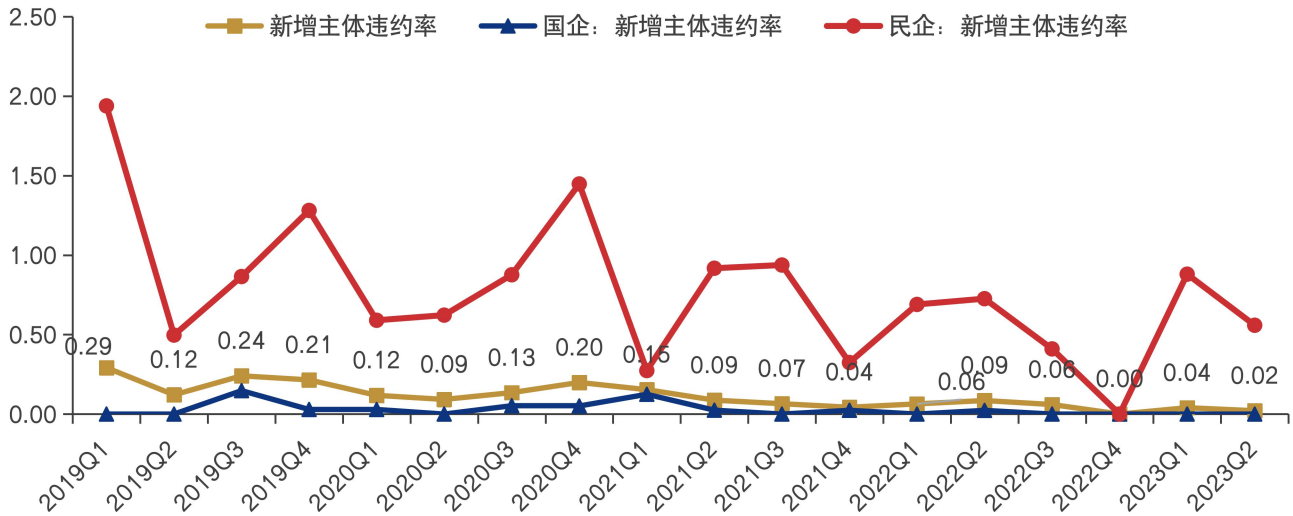


图3：季度（国企、民企）新增主体违约率（2019Q1-2023Q2，单位：%）

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，2023年第二季度新增债券违约率为0.02%，较上个季度下降0.02个百分点，其中民营企业新增债券违约率为0.69%，较上个季度下降0.68个百分点（图4）；国有企业新增债券违约率为0.001%，与上一季度相差不大（见图4）。

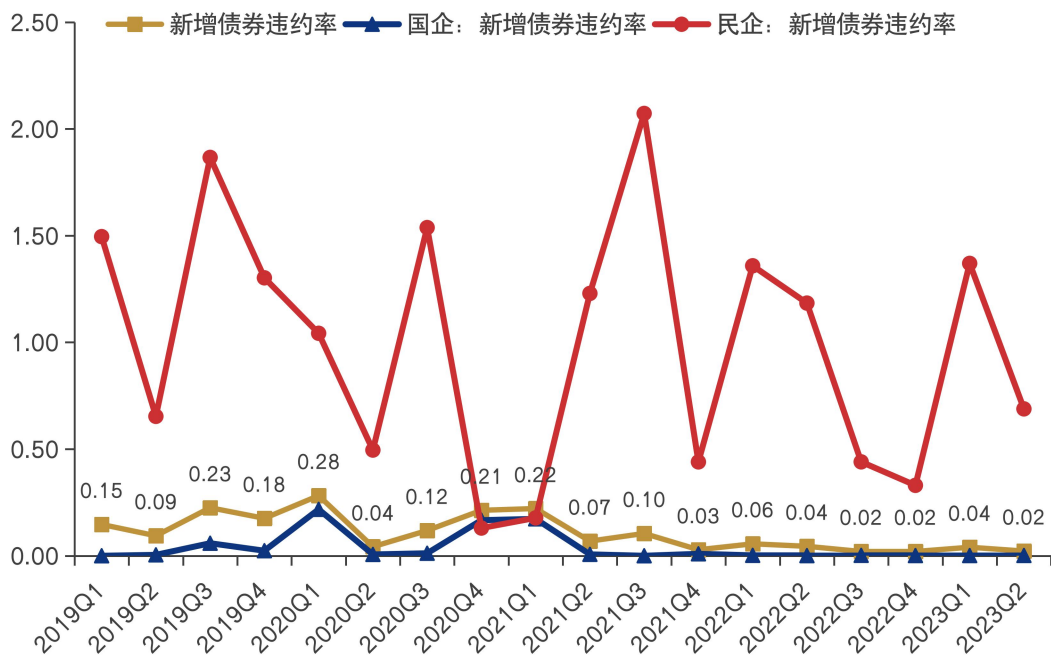


图4：季度（国企、民企）新增债券违约率（2019Q1-2023Q2，单位：%）

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2023年第二季度新增违约债券统计，但在2023年第二季度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），共有14只，涉及主体12家，涉及债券余额合计共114.93亿元。其中，最近一次发行人委托主体评级级别为AAA的有2家，AA+的有3家，AA的有4家。

从2023年第二季度发生首次展期的发行人所属行业来看，12家发行人中有7家为房地产企业，3家为非银金融企业（表2），如果后续企业的经营及外部融资情况无法得到改善，其面临的偿债风险将无法获得根本性解决，展期债券的兑付风险仍然较大，不确定性较高，其后续的债务风险值得进一步关注。

表2：2023年第二季度首次本息展期债券基本情况

序号	发行人	首次本息展期时间	所属申万行业	最近一次发行人委托主体评级级别与评级时间	公司属性	是否上市
1	融侨集团股份有限公司	2023-06-30	房地产	AA+(2022-06-27)	中外合资企业	否
2	永城煤电控股集团有限公司	2023-06-28	煤炭	B(2022-06-22)	地方国有企业	否
3	远洋资本有限公司	2023-06-12	非银金融	A+(2023-06-30)	外商独资企业	否
4	武汉天盈投资集团有限公司	2023-06-09	非银金融	BB(2022-05-07)	民营企业	否
5	上海宝龙实业发展(集团)有限公司	2023-06-07	房地产	AAA(2023-06-26)	外商独资企业	否
6	佳源创盛控股集团有限公司	2023-06-06	房地产	AA+(2022-07-13)	民营企业	否
7	景瑞地产(集团)有限公司	2023-05-31	房地产	AA(2021-05-31)	外商独资企业	否
8	旭辉集团股份有限公司	2023-05-29	房地产	AAA(2022-06-27)	民营企业	否
9	湖北天乾资产管理有限公司	2023-05-08	非银金融	AA(2018-12-31)	民营企业	否
10	鹏博士电信传媒集团股份有限公司	2023-04-25	通信	BBB(2022-03-17)	民营企业	是
11	广州富力地产股份有限公司	2023-04-07	房地产	AA+(2023-06-27)	外资企业	是
12	鑫苑(中国)置业有限公司	2023-04-03	房地产	AA(2022-06-28)	外商独资企业	否

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 二、第二季度信用债违约案例分析

2023年第二季度首次违约主体为上海世茂股份有限公司（下称“上海世茂”），是世茂集团下属的集综合商业地产开发与销售、商业经营与管理、多元投资于一体的综合地产上市公司，是A股上市企业中为数不多的商业地产企业。

上海世茂成立于1992年，总部位于上海市，主要经营范围包括实业投资，房地产综合开发经营，酒店管理，物业管理，货物进出口及技术进出口等，是世茂集团布局生态住宅、商业地产及旅游地产的三大业务板块之一，多年来立足于中国房地产高端市场，先后成功开发了上海世茂湖滨花园、福州世茂外滩花园、绍兴世茂广场、福州世茂百货和苏州世茂国际影城等项目。

从股权结构看，世茂股份的控股股东为峰盈国际有限公司，持股比例43.73%，间接股东为港股上市公司世茂集团，公司实际控制人为许荣茂。



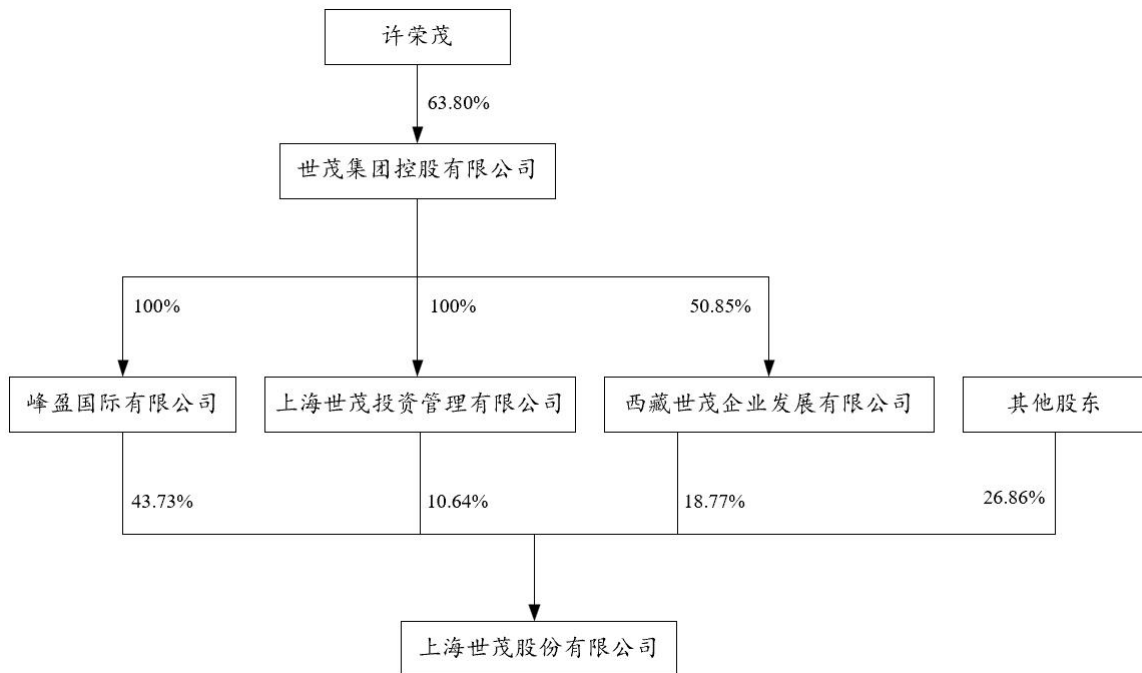


图5：上海世茂股份股权结构

5月30日，世茂股份（600823.SH）发布关于“20沪世茂MTN001”“21沪世茂MTN001”以及“21沪世茂MTN002”未按期足额支付利息的公告。公告显示，“20沪世茂MTN001”应偿付本期债券本金0.25亿元及该部分本金自2023年1月9日至2023年5月30日期间利息。“21沪世茂MTN001”应偿付自2022年3月16日至2023年3月15日计息期间六分之一的利息832万元，债项利率为5.15%。“21沪世茂MTN002”应偿付自2022年5月6日至2023年5月5日计息期间六分之一的利息587万元，债项利率为5.5%。

其违约原因可能涉及以下三个方面。

### （一）营收大幅下行，盈利能力恶化

截至2022年底，上海世茂土地储备1747.28万平方米，主要为商业及综合体项目，区域分布以二线城市为主，三四线城市也有较高的占比。2020年以来，我国实体商业受到冲击较大，同时，多重因素导致国内经济下行压力加大，短期居民消费意愿及写字楼租赁需求也受到影响，叠加房地产行业进入深度调整期，上海世茂营收和盈利情况显著恶化。

营收方面，2015年至2020年间，上海世茂营业收入不断增长，但增速呈放缓趋势；2021年，上海世茂共实现193.92亿元营业收入，呈现下行趋势；2022年，上海世茂营业收入大幅下降，仅实现营业收入57.47亿元，同比大幅下降约70%，远超过行业平均水平。盈利情况方面，自2019年开始，上海世茂净利润开始逐年下行，2022年上海世茂公司由盈转亏，并出现较大规模的亏损，共实现净利润和归属于母公司股东的净利润-73.04亿元和-45.31亿元。

2022年至今，上海世茂通过拓宽销售渠道、精准定位客群等方式，多措并举促销售，但销售情况仍大幅度下滑。销售及盈利状况的迅速恶化是上海世茂发生违约的主要原因之一。

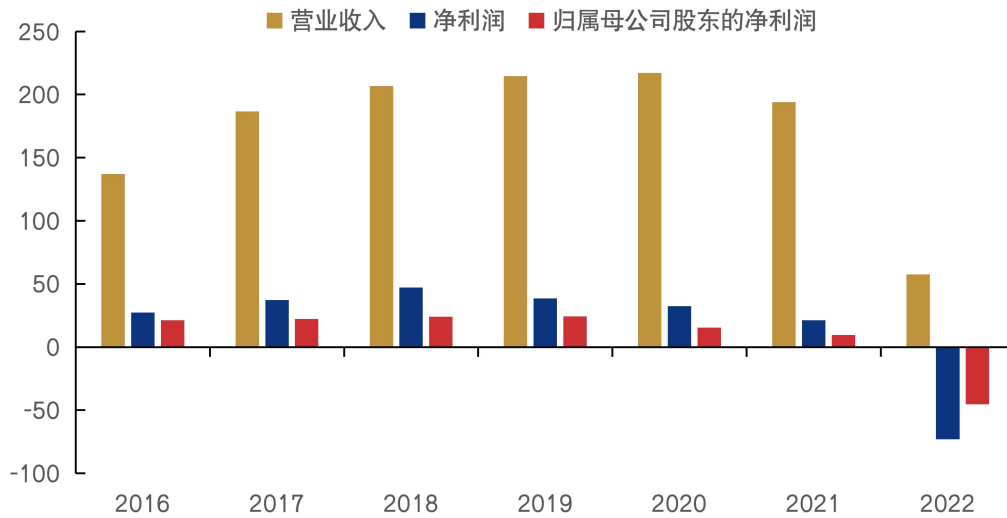


图6：2016年-2022年上海世茂营业收入、净利润和归属母公司股东的净利润情况（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## （二）短期债务占比高，内生现金流对短期债务覆盖能力差

截至2022年底，公司有息债务为328.81亿元，其中，短期债务为193.11亿元，短期债务占总债务的比重为59%，短期债务占比较高，公司面临很大的短期偿债压力。

从经营性现金流净额对短期债务覆盖情况来看（见图7），公司的经营性现金流净额近两年均不能有效覆盖相应年份短期债务（经营性现金流净额/短期债务均未超过0.5）。2021年和2022年公司经营性现金流净额/短期债务为-1.02和0.03，其靠内生性现金流覆盖短期债务的能力很差。

在这种情况下，上海世茂的偿债资金来源主要依赖于外部融资。从筹资性现金流来看，2021年公司为弥补经营性现金流的短缺，融入大量资金用于偿还借款，但2022年融资减少，短期借款却有所增长，导致公司现金流较为紧张，资金压力较大。

同时，除了债务危机外，上海世茂还有股票面临退市风险。5月30日，ST世茂股价一度跌至1元。按照面值退市规则，股票连续20个交易日收盘价低于面值1元，那么交易所可以强制股票退市。

总的来说，上海世茂的经营性现金流无法有效覆盖短期债务，偿债资金主要依赖外部融资，而当前上海世茂融资渠道收窄、受限（上海世茂“三道红线”踩中一道，有息负债增速不能超过10%，同时，公司股票面临退市风险），公司违约风险不断上升。

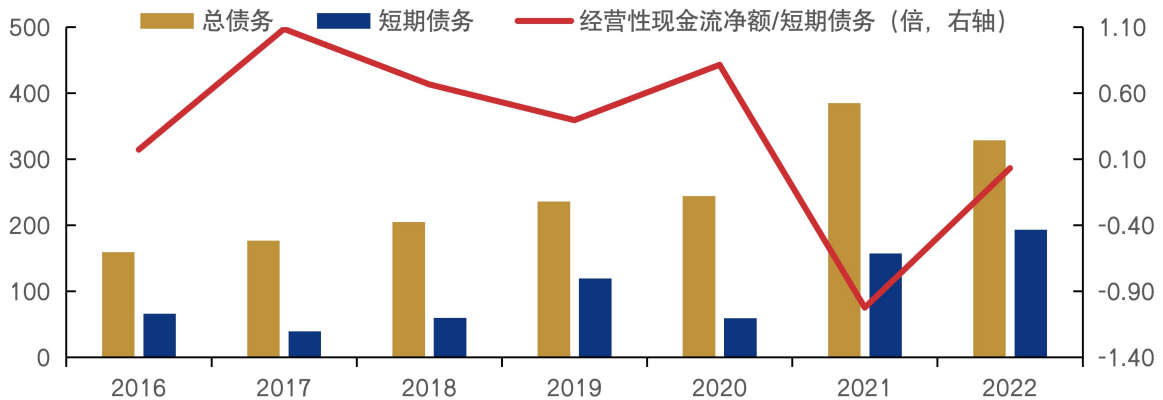


图7：上海世茂总债务、短期债务和经营性现金流净额/短期债务 (2016年至2022年, 单位: 亿元)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

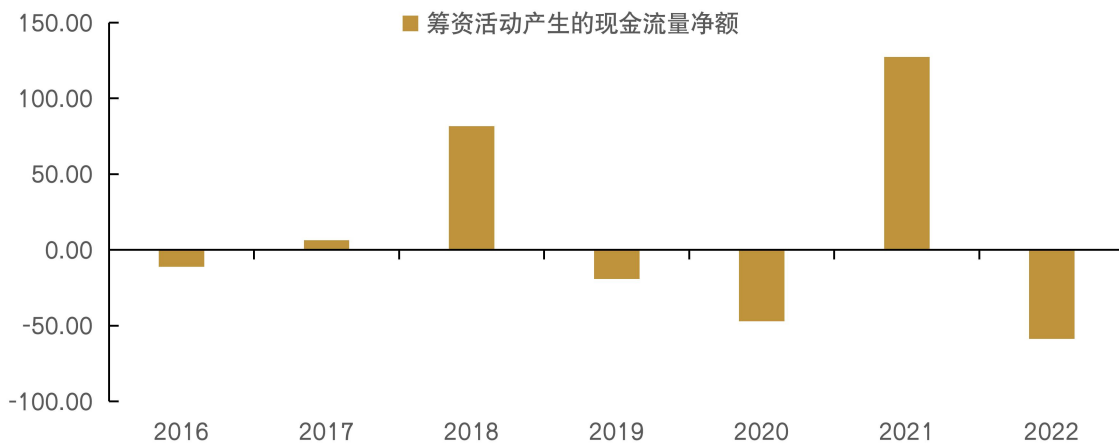


图8：上海世茂筹资活动产生的现金流量净额 (2016年至2022年, 单位: 亿元)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

### （三）激进扩张恰逢外部环境恶化

回顾上海世茂的发展和扩张历程，其债券违约的本质原因可能在于“不合时宜”的激进扩张。2018年，上海世茂多年蛰伏之后实现大跃进，实现合约销售额1761.5亿元，同比增加74.8%，业内排名上升至第11位。2019年，许荣茂儿子许世坛正式出任集团总裁一职，设定年度销售目标2100亿元，并要进入全国销榜前10。此后，世茂集团开始了大规模的攻城略地，先后斥资近200亿，收购粤泰、泰禾、明发等同行手头项目，这些导致其财务杠杆不断上升。不幸的是，次年便遭遇新冠疫情爆发，叠加房地产行业调控等因素影响，需求端大幅萎缩，营收和盈利情况持续恶化（前文已讨论），拉开了上海世茂债务危机的序幕。

## 三、总结与展望

2023年第二季度，债券市场共有8只债券新发生违约，违约时的债券余额合计58.01亿元，涉及的违约主体共5家，其中1家为首次违约主体。与去年同期相比，第二季度新增违约债券只数和相关债券余额均明显下降。从过去3年的债券违约情况来看，2023年第二季度新增违约债券只数和相关债券余额相对较低。从主体所属行业来看，



依然是房地产行业违约主体最多。第二季度，新增主体违约率有所上升；其中，民营企业新增主体违约率有所下降，国有企业没有新增违约主体；民营企业新增债券违约率明显下降。

2023年第二季度首次违约主体为上海世茂股份有限公司，属于房地产行业，是一家商业地产A股上市企业。

通过总结其违约原因，可以得到如下启示：

**第一，关注企业主营业务表现。**近年来，我国人口老龄化形势更加严峻，新冠疫情、行业调控政策以及国际局势等因素会对众多行业造成影响。在上海世茂的违约案例中，在疫情和行业政策的双重影响下，公司持续亏损，对企业的营收和盈利状况造成了较大的负面影响。

**第二，关注企业短期债务占比过高的情况。**从历年的主体违约分析中可发现，违约主体不合理的债务结构是几乎所有违约主体都存在的一个问题。以房地产行业为例，如果房地产企业短期债务占全部有息债务比重较大，那么企业将会面临较大的短期偿付压力，很容易发生违约事件。

**第三，关注企业偿债资金来源。**在主体违约分析中，如果一家企业的内生性现金流长期平均水平不足以覆盖其平均短期债务的偿还，这意味着其需要不断通过再融资来进行短期债务的清偿。在上海世茂的案例中，在其内生性现金流不足以覆盖其短期债务的情况下，股票又面临退市风险，叠加“三道红线”政策限制，公司股权、债权等再融资渠道受限，很容易发生违约事件。

**第四，关注企业战略扩张过程中的宏观、行业环境变化。**一家企业的发展战略能否成功实施和其所处的外部环境息息相关。在上海世茂的违约案例中，上海世茂在扩张过程中遭遇了新冠疫情和地产行业调控等外部负面因素，引发了其债务危机。

### 【作者简介】

陈浩川，北京化工大学材料科学与工程硕士、麦考瑞大学银行金融硕士，研究与发展部研究员；  
霍亮，对外经济贸易大学金融硕士，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](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：021-65100651

### 【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。