

中资房企信用风险年鉴（2018 年）

联合资信¹ 冯磊 支亚梅 蒋旭 杨哲 王逸菲 张琳 于思远

摘要：

2016 年房地产调控政策周期开始，2017 年下半年房地产行业整体融资环境开始收紧；2018 年在金融财政政策定向“宽松”的同时，房地产调控政策仍然“从紧”，继续坚持“住房不炒”、逐步建立稳定房地产市场长效机制的调控思路，调控城市也逐步由一二线向三四线蔓延。2018 年，房地产市场销售仍继续攀升，土地市场溢价率得到显著改善，但仍有部分房企非理性拿地，为未来信用风险的爆发埋下伏笔；而 2015—2016 年作为地产债发行的井喷期，因其特殊的期限结构，使得 2018 和 2019 年成为房企进入回售/到期的集中阶段且房企单笔到期金额较大，在整个房地产行业宏观调控和金融去杠杆的大背景下房企呈现销售困难、资金链紧张的局面，进而迎来违约潮的开始。

2018 年违约房企以民营中小型企业为主，区域分布一般、资产快速变现能力相对较差，且多在业务扩张或内部管理或业务模式选择上存在一定问题，在行业调控持续收紧并逐步向三四线蔓延的背景下中小型房企内生现金流吃紧；叠加房地产行业集中度不断提升，分化速度不断加快的因素，中小型房企竞争优势减弱、再融资能力下降，外部现金流受限，流动性压力显著加剧。在内外共同因素的共同影响下，中小型房企成为行业寒潮来临中的首批违约房企。

房企违约后处置方式主要有变卖资产、股权转让、债务重组、破产和解和破产重整等，其中变卖资产、股权转让最为普遍，但由于违约房企市场信用已大幅下降，资产价值下跌，处置资产时通常伴随较大亏损；债务重组、破产和解和破产重整等处置方式虽可帮助企业避免破产清算，但通常需经历较长审批流程，且违约房企多身陷诸多法律诉讼问题，即便提交申请，能否通过仍有很大不确定性，最终只有少数房企真正实现了重组、和解或重整。

本文通过对 2018 年以来违约房企的违约共性和差异、债券处置进展进行分析，以期对未来的回收和投资价值分析提供一定帮助。

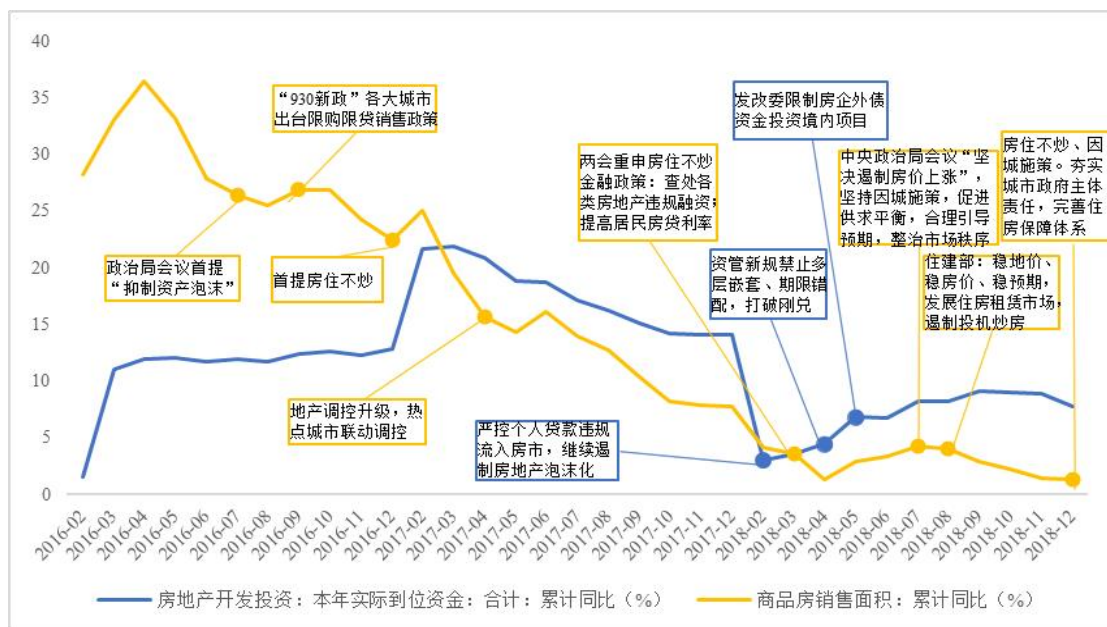
¹ 排名不分先后

一、宏观及市场环境分析

对房企而言，销售回款是重要的资金来源，但在 2018 年销售增速下滑、房价稳中有降的市场环境下，房企的资金压力加大；另外，在“严格管控各类资金违规进入房地产市场”的指示精神下，房企融资难度不断上升，融资成本明显提高。同时，中小型房企区域布局相对下沉且集中，考虑到三四线城市调控政策也在密集出台，中小型房企在销售回款、外部融资、品牌和规模上均处于劣势，受行业寒潮影响较大，易产生流动性危机。

自 2016 年下半年开始，房地产行业销售数据与需求端的调控政策紧密相关，随着调控的频繁出台销售数据呈明显下滑且自 2018 年开始持续地位徘徊；房地产开发投资本年实际到位资金与融资端/个人贷款端政策关联度高，2018 年初开始呈现断崖式下滑，具体政策时点与行业数据走势对应情况如图 1 所示，第一波行业加压正式来临。

图 1 2016—2018 年调控政策出台与行业数据走势对应情况



资料来源：联合资信搜集整理

1. 关键词 1：政策基调—持续从紧

中央层面，自 2016 年“十一”地产调控政策周期开始，2016 年 12 月的中央经济工作会议首提房住不炒，2017 年 3 月地产调控政策进一步升级，呈现了热点城市政策出台高频次、调控城市覆盖范围广、政策措施多维度等特征。2018 年，在金融财政政策定向“宽松”的同时，房地产调控政策仍然“从紧”，继续坚持“住房不炒”、逐步建立稳定房地产市场长效机制的调控思路，具体内容详见表 1。

表 1 2018 年以来中央有关房地产政策或重要会议汇总

时间	关键词	政策或事件
2018 年 3 月	房住不炒	两会重申“房住不炒”，一方面，支持居民自住购房需求，南京、西安等二线

		城市纷纷下调落户门槛，以便支持人才购房需求。另一方面，加强金融机构风险内控，着力抑制投资、投机性购房需求
2018 年 7 月	坚决遏制房价上涨	中央政治局会议直指房价上涨，从“遏制房价过快上涨”升级为“坚决遏制房价上涨”。具体调控手段还是坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序等四个方面
2018 年 8 月	稳地价、稳房价、稳预期	住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。住建部座谈会明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责
2018 年 12 月	房住不炒、因城施策	中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。另外，政策指挥权将由中央转向地方政府，各城市可以根据市场实际情况，针对性地调整未来政策走向

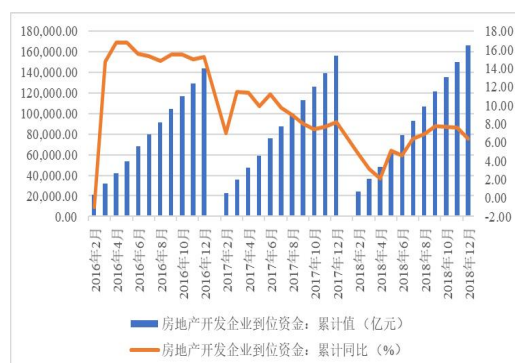
资料来源：联合资信根据公开资料整理

地方层面，自 2016 年地产调控政策起，2018 年地方政府延续了 2016 年和 2017 年因城施策的调控风格，在需求端继续深化调控的同时，更加注重强化市场监管，遏制投机炒房，保障合理住房需求。2018 年以来，除一线城市出台严格的调控政策外，三四线城市的房地产调控政策也密集出台，统计显示，2018 年约有 23 个城市出台限购政策、29 个城市出台限售政策，同时多个城市住房公积金政策收紧，异地购房提取难度加大，以北京为典型，开始“认房认贷”，并将贷款额度与借款申请人住房公积金缴存年限挂钩。

2. 关键词 2：融资环境—分水岭

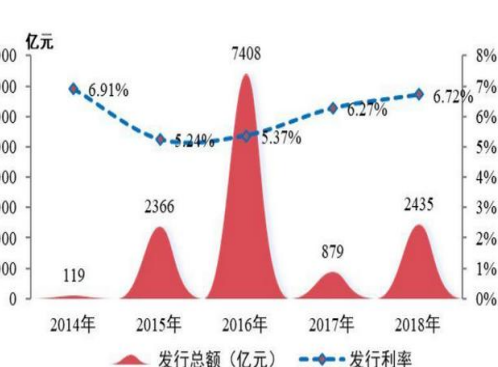
融资环境方面，地产行业调控由需求端蔓延至融资端，由地方层次转向中央层次，调控思路的转变成为房企融资冷暖的分水岭，融资环境持续收紧，融资难度和融资成本均有所提升。2018 年，房地产开发到位资金同比增长 6.4%，比 1—11 月份减少 1.2 个百分点，行业资金面压力仍然较大。

图 2 2016—2018 年房地产开发到位资金情况



资料来源：Choice，联合资信整理

图 3 2014—2018 年房企公司债发行规模及利率



资料来源：Wind，公开资料

具体来看，银行方面，延续了 2017 年四季度资金强监管的态势，加大专项检查，规范银信类业务。《全国银行业监督管理工作会议》提出继续防控金融风险，严格控制高负债企

业融资的同时，控制居民杠杆率的过快增长，打击挪用消费贷款等行为，严控个人贷款违规流入房市，继续遏制房地产泡沫化。在相关政策的影响下，银行流向房地产行业的资金普遍降至低位，对房企授信持续收紧，银行在按揭贷执行层面上持续趋严，对按揭额度的审批趋紧，按揭贷利率持续上调，放款速度放缓，使得房地产销售现金回流难度加大、时间延长。

图 4 2016—2018 年房地产开发投资到位资金中银行贷款情况

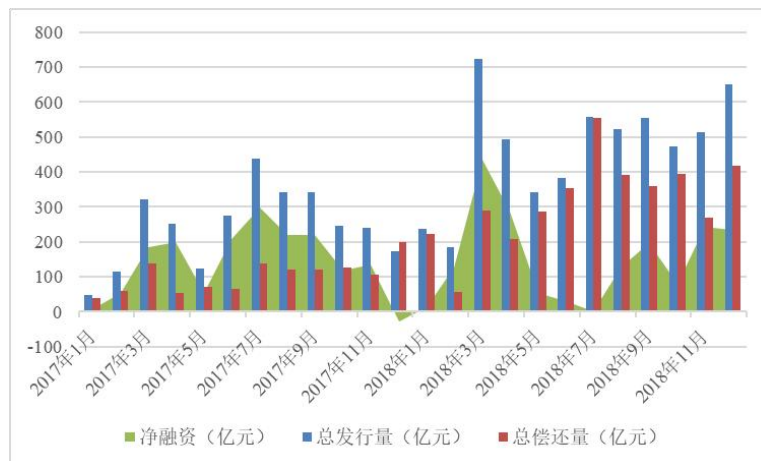


注：个别数据缺失

资料来源：Choice，联合资信整理

信用债方面，4 月，央行正式发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，禁止多层嵌套、期限错配、明股实债、非标资产池业务，并打破刚性兑付；6 月银保监会发布《银行业金融机构联合授信管理办法（试行）》要求建立健全银行业金融机构对企业信用风险整体管控机制，遏制多头融资，过度融资行为。上述监管政策使得房企表外融资规模及占比快速萎缩，受此影响，房企发债受到限制，多笔公司债终止发行，监管机构不断加强对募项目资金用途的监督，房企新发行债券规模大幅缩减，融资成本提升，到位资金增速持续下降。

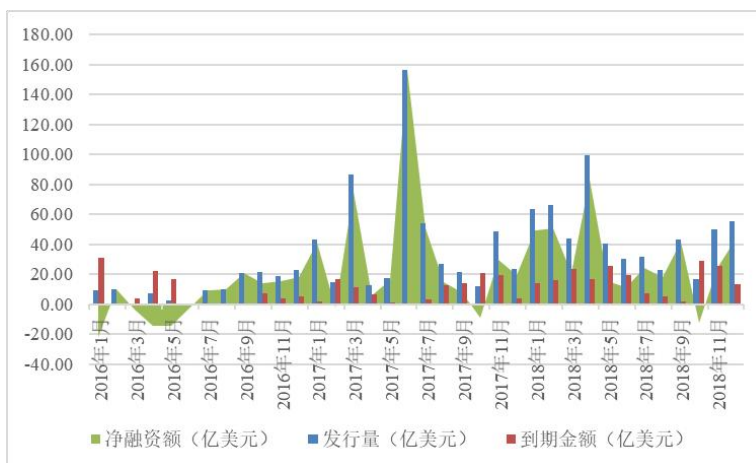
图 5 2017—2018 年房地产企业国内信用债融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

美元债方面，2018年5月，国家发改委和财政部联合发布《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，其中针对引导规范房企境外发债资金投向问题提出，房企境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房企外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金，并要求企业提交资金用途承诺；此外，由于境内债券市场融资受限，房企纷纷转向境外美元债市场寻求融资，净融资额自2017年开始大幅攀升、集中放量，类似于2015年及2016年境内信用债市场爆发、2017年美元债市场也埋下了隐忧。

图6 2016—2018年房企美元债融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

股权融资方面，2018年，内地有12家房企在香港上市，其中包括正荣地产、弘阳集团和美的置业等，然而，很多上市房企出现认购不足和上市当天破发的情况，上市融资情况不容乐观。

3. 关键词3：企业表现—内生变革

从市场表现看，2018年全年，商品房销售面积17.17亿平方米，同比增长1.3%，商品房销售额15.00万亿元，同比增长12.2%，销售面积和销售额均创新高，但全年增速创新低。



图7 商品房销售面积及增速

资料来源：Choice，联合资信整理

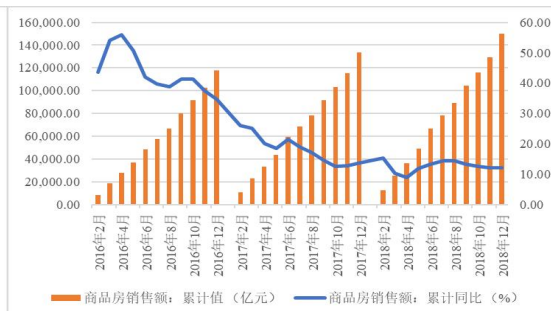


图8 商品房销售额及增速

资料来源：Choice，联合资信整理

土地市场方面，随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。据中指研究院数据，2018 年全国 300 个城市共推出各类用地 12.84 亿平方米，同比增长 20%；土地成交量 10.55 亿平方米，同比增长 14%。进入 2018 年以来，土地出让政策频出，部分城市限房价、限地价、竞自持、竞配建等土地出让条件严苛，房企的利润空间被压缩；同时，限购、限贷款等调控城市范围增大，部份购房需求被抑制，销售增速放缓，房企回款压力较大；加之房企融资渠道持续收紧，拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较 2017 年明显增加。价格方面，2018 年，全国土地成交价款 1.61 万亿元，同比增长 18.00%，增速同比减少 31.40 个百分点；300 个城市成交楼面均价为 2156 元/平方米，同比下跌 11%；平均溢价率为 13%，同比下降 16 个百分点。但部分房企为冲规模，依然高溢价拿地，部分高溢价项目楼面地价接近政府限价。

图 9 2016—2018 年全国土地成交价款及增速



资料来源: Choice, 联合资信整理

受增速放缓影响，房地产企业竞争加剧。部分房地产开发商通过“以价换量”措施来缓解自身紧张的资金链压力，大型房企在不同程度上通过降价销售楼盘或者出售项目公司方式来快速回笼资金。此外，各大房企负面新闻增加，包括房企大规模裁员、高管离职频频，也反映出房企资金链紧张以及在严峻的市场环境下尝试变革的问题。与此同时，部分房企寻求转型，多家房企更名，尝试多元化布局以及跨领域布局，主要体现在分拆商业和物业业务增加其抗风险能力以及通过布局新能源、科技和金融等领域拟增加其盈利能力，但这一过程尚处于探索阶段，后期不确定性较大。

表 2 2018 年更名的房地产企业汇总

时间	原名称	变更后名称	多元化业务
2018 年 1 月	力高地产	力高集团	商业运营、酒店管理、物业服务
2018 年 2 月	时代地产控股有限公司	时代中国控股有限公司	商业运营、产业地产、家居、物业服务
2018 年 2 月	朗诗绿色地产有限公司	朗诗绿色集团有限公司	长租公寓、养老、金融等
2018 年 3 月	大连万达商业地产	大连万达商业管理集团股份有限公司	不再进行房地产开发，成为纯粹的商业管理运营企业
2018 年 4 月	中航地产股份有限公司	中航善达股份有限公司	物业资产管理
2018 年 5 月	美的地产	美的置业集团	智慧住宅、智慧文旅、智慧商业、智慧产

			业等
2018 年 6 月	龙湖地产有限公司	龙湖集团控股有限公司	联合办公、长租公寓、物业服务
2018 年 6 月	合景泰富地产	合景泰富集团	物业管理、酒店运营、长租公寓
2018 年 7 月	中骏置业控股有限公司	中骏集团控股有限公司	长租公寓、联合办公、大健康产业
2018 年 9 月	保利地产	保利发展	建筑、商业、公寓、康养、教育、文旅、金控、科创等
2018 年 10 月	奥园地产	奥园集团	商业运营、物业管理、健康养生、文化旅游、跨境电商

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、具体违约企业分析

相较于资金、土地资源等均向其倾斜的大型房企，中小型房企的竞争优势在不断减弱，生存空间也在压缩，信用风险凸显。整体看，2018 年，房地产行业进入“优胜劣汰”的加速洗牌过程，中小型房企信用水平下滑明显，抗风险及穿越周期能力弱，导致年内房企信用债首次出现违约。

1. 2018 年违约房企异同点汇总

(1) 行业因素

2018 年违约事件集中在中小型企业，从行业环境来看，主要原因是，中小型房企在土地储备、区域布局和融资能力等方面与行业内龙头企业差距较大，在宏观经济下行、信用环境收紧、融资受限等多重不利因素叠加情况下，企业自身在经营管理等方面存在的诸多问题逐渐暴露。

(2) 企业因素

2018 年违约房企的发展战略较为激进，对外投资规模大。其去地产化转型幅度大，且主要靠收购兼并，而杠杆收购导致资金链断裂，同时地产业务快速缩减规模甚至停滞，违约房企在面对主业切换时新晋业务板块处于大规模投入阶段，无法带来相应经营性现金流以缓解本就沉重的流动性压力，现金短债比很低，且资产可变现能力一般；外加融资环境收紧等综合因素导致这些房企最终发生违约。

表 3 2018 年违约房企特点汇总

违约特点	中弘股份	五洲国际	银亿股份
对外投资规模大，投资地产以外的业务	√	--	√
项目停售、停工、销售缓慢、销售额下降	√	√	√
收并购规模大	√	--	√
实控人风格激进	√	√	√
内控漏洞、治理结构存在缺陷	√	--	--
股权质押比例高	√	--	√
控股股东质押比例高	--	√	--
项目布局、区域经济发展一般	--	√	--
融资紧张、再融资难度加大	--	√	√

应收账款规模大	--	--	√
短期偿债压力大	--	--	--
现金短债比低并快速下滑	√	√	√
关联方资金占用	√	--	--
合并口径连环违约	--	√	--
经营活动现金流持续净流出	√	--	--
增信措施失效	√	√	--
发行期数较多且单笔发行金额较大	√	√	√

注：“√”表示存在该特点，“--”表示不存在该特点

资料来源：联合资信整理

2. 中弘股份

(1) 企业概况

中弘控股股份有限公司（以下简称“中弘股份”）成立于 2001 年，为 A 股上市企业，旗下拥有三家境外上市公司，实际控制人为王永红，主营业务为商业地产、文化旅游地产等核心物业开发与运营业务。中弘股份共发行 5 期债券，其中 2 期为公募债，3 期为私募债，债券总额 31.70 亿元。除 2018 年 1 月 6 日到期的“14 中弘债”和 2018 年 1 月 29 日到回售日的“16 弘债 01”的回售金额兑付外，其余均违约，首个违约债券为 2018 年 7 月 4 日到回售日的“16 弘债 02”，截至 2021 年 6 月底，中弘股份违约债券本金余额 24.90 亿元。

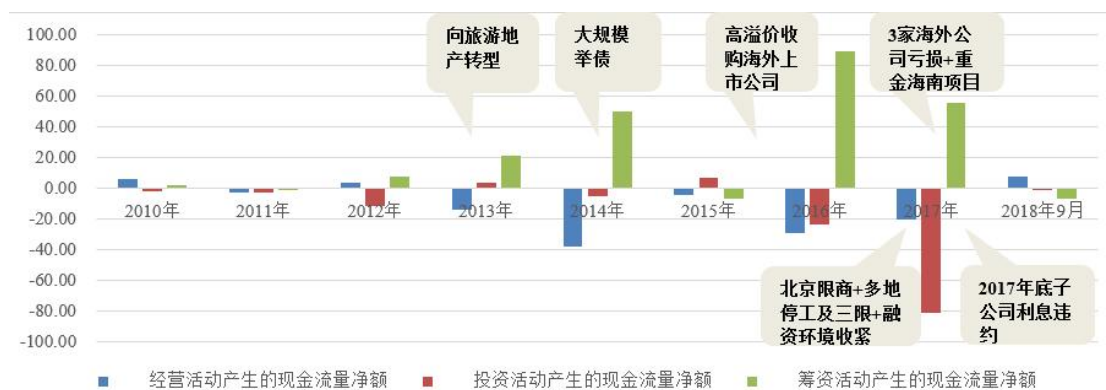
表 4 截至 2021 年 6 月底中弘股份债券情况（单位：亿元）

证券名称	发行日期	到期日期	回售日	发行方式	是否兑付	总额	余额
16 弘债 03	2016-10-21	2019-10-21	2018-10-21	非公开	否	13.20	13.20
16 弘债 02	2016-06-30	2019-07-04	2018-07-04	非公开	否	8.00	7.20
16 弘债 01	2016-01-28	2019-01-28	2018-01-29	非公开	回售 3 亿元	5.00	2.00
16 中弘 01	2016-01-22	2021-01-25	2019-01-25	公开	否	2.50	2.50
14 中弘债	2015-01-06	2018-01-06	2017-01-06	公开	是	3.00	--
合计	--	--	--	--	--	31.70	24.90

资料来源：联合资信根据公开资料整理

我们将中弘股份战略转型的时间节点和现金流情况进行对比，回顾其发展历程我们可以发现：公司一直采取了较为激进的发展战略，经营活动现金流持续净流出并高度依赖外部筹资活动；2017 年行业外部环境快速收紧对公司销售及融资造成了巨大的冲击，举债扩张的模式难以维继，具体情况如下图所示。

图 10 中弘股份发展历程及现金流情况回顾（单位：亿元）



资料来源: Wind, 联合资信搜集整理

(2) 违约原因

中弘股份违约主要系自身经营管理不善及房地产政策变化致使多个项目停工及停售, 销售回款大幅下滑; 战略激进及内控制度混乱致使无序投资, 大额资金流出所致。根据安徽证监局给中弘股份出具的警示函, 中弘股份早在2017年10月底就存在非债券类债务逾期情况, 但中弘股份并未披露, 直至2018年3月中旬才正式公告债务逾期情况, 随后中弘股份银行借款及债券相继违约。

政策收紧, 大量项目停售或停工, 销售回款大幅下滑

中弘股份在建及拟建项目主要为商住及文旅项目, 去化速度较慢且受政策影响较大, 受北京商办类项目及海口填围海项目政策收紧影响, 中弘股份京内商住项目及海南如意岛等项目销售停滞; 叠加中弘股份因经营不善致使山东及浙江等地的多个项目处于停工状态, 2017年以来销售额大幅下滑, 经营性现金流对业务支撑不足。受销售大幅下降影响, 中弘股份现金类资产大幅下滑且现金短期债务比处于极低水平, 中弘股份的资金链已经极其紧张。

表 5 中弘股份偿债类财务数据情况 (单位: 亿元、倍)

项目	2015 年	2016 年	2017 年 一季度	2017 年 半年度	2017 年 前三季度	2017 年
现金类资产	26.17	64.93	58.20	55.28	68.00	16.34
短期债务	28.74	54.63	62.08	54.12	94.36	98.76
长期债务	88.47	125.05	125.00	146.94	105.71	186.03
全部债务	117.21	179.68	187.08	201.06	200.07	284.79
短期债务占比	24.52	30.40	33.18	26.92	47.16	34.68
现金短期债务比	0.91	1.19	0.94	1.02	0.72	0.17
EBITDA 利息倍数	0.01	0.02	--	0.01	--	-0.54
EBITDA 全部债务比	2.44	3.24	--	2.82	-	-0.03
经营性净现金流	-4.31	-29.11	-9.86	-12.71	7.86	-20.75
投资性净现金流	6.85	-23.91	0.47	-14.75	-26.78	-81.20

筹资性净现金流	-6.55	89.09	3.53	14.07	15.06	55.64
现金及现金等价物净增加额	-3.91	36.11	-5.86	-13.44	-3.88	-45.82

资料来源：联合资信根据公开资料整理

战略激进，大幅举债无序扩张，文旅投资大额流出

中弘股份发展战略激进，主业旅游地产投资规模大且培育周期长，受政策影响，销售停滞，无法及时获现；同时大幅举债对外收购，致使其有息债务持续增加，短期债务规模逐年大幅增长。

表 6 中弘股份投资及收购情况（单位：亿元）

时间	投资或收购对象	主营业务	投资或收购成本	方式
2017.04	深华腾基金	股权投资及其相关咨询服务	11.00	现金
2017.08	青岛中商研如意岛投资中心（有限合伙）	资产管理	15.00	现金
2017.10	Abercrombie & Kent Egypt for Tourism Company	国际豪华探险旅游	27.84	现金
2017.10	Asiatravel.com Holdings Ltd	在线旅游平台	0.12	现金
2017.11	天津世隆资产管理合伙企业（有限合伙）	管理咨询	10.00	现金
2017.12	三亚鹿回头旅游区开发有限公司及海南新佳旅业开发有限公司下属公司	房地产	61.50	现金
合计	--	--	125.46	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

内控失灵，实控人风格激进，凌驾于内部控制之上

中弘股份内控管理存在较大漏洞，实控人对中弘股份日常经营及重大投融资决策能够产生直接影响，未经过董事会和股东大会审批紧张局面进一步直接对外进行重大投资，且实控人风格激进。受支付大额预付收购款影响，中弘股份资金链紧张情况加剧。

负面舆情持续发酵，股权质押比例很高

2017 年底开始，中弘股份先后出具了主要管理人员辞职、债务逾期及被出具具有强调事项审计报告等公告，反映中弘股份经营已有问题，偿债能力急剧下降。同时，控股股东将持有的中弘股份的股权全部质押且存在司法冻结，自身流动性紧张，作为同一实际控制人控制下的企业，中弘股份的资金链情况也不容乐观。

3. 五洲国际（私募）

（1）企业概况

无锡五洲国际装饰城有限公司（以下简称“五洲国际”）是江苏省的一家外商独资企业，

为五洲国际控股有限公司（股票代码：01369.HK，以下简称“五洲控股”）的全资孙公司。五洲国际主营业务为商业地产项目的开发和运营，分布区域较广。截至 2021 年 6 月底，五洲国际共发行债券 3 只，均为私募债，债券总额为 30 亿元，均由控股股东五洲控股提供担保。

表 7 截至 2021 年 6 月底五洲国际债券情况（单位：亿元）

证券名称	发行日期	到期日期	回售日	发行方式	是否兑付	总额	余额
16 锡洲 01	2016-08-19	2019-08-19	2017-08-19 2018-08-19	非公开	第一次回售 1.20 亿元；第二次回售未兑付；到期未兑付	5.00	3.80
16 锡洲 02	2016-09-19	2019-09-19	2018-09-19	非公开	是	15.00	15.00
17 锡洲 01	2017-01-09	2020-01-10	2019-01-10	非公开	否	10.00	10.00
合计	--	--	--	--	--	30.00	28.80

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）违约原因

五洲国际以商业地产开发为主业，电商的快速发展对商贸城业务模式形成明显冲击、房地产行业政策持续收紧亦使其外部环境恶化；项目区域分布较差及项目自身开发周期长使得去化放缓，经营性现金流持续为净流出；叠加承债式发展使得债务规模持续增长且短期债务规模较大，资金链紧张，最终导致债务违约。“16 锡洲 01”未于 2018 年 8 月 19 日偿付回售的本金和利息，五洲国际构成了实质性违约，其后 15 亿元的“16 锡洲 02”和 10 亿元“17 锡洲 01”相继违约，截至 2021 年 6 月底，五洲国际违约金额共计 28.80 亿元。

电商冲击及政策收紧，经营状况及外部环境逐步恶化

受电子商务持续发展及居民消费习惯的改变，五洲国际主营的商贸城模式已经衰败，2017 年以来，房地产行业政策收紧，在多重因素影响下，五洲国际主营业务盈利能力下滑。

区域不佳及承债投资，叠加融资收紧其资金链日渐紧张

五洲国际开发项目主要为商贸中心和商业综合体，项目所需资金量较大，回报及去化周期长，且项目主要分布于四五线城市，整体去化较慢。承债投资致使债务规模持续增加，但受 2018 年房地产融资收紧，融资难度加大影响，五洲国际以债务支持主业发展及借新还旧的模式已无以为继，资金链紧张。现金类资产及现金短期债务比大幅减少至较低水平。

控股股东债务逾期已无担保能力

2018 年 7 月 5 日，五洲控股已发生债务违约，控股股东虽然为五洲国际债务提供担保，但自身收入下滑，盈利亏损，经营活动现金流量净额持续为负，自身偿债能力不足，对五洲国际债务已无担保能力。

表 8 五洲国际违约前现金类资产及债务情况（单位：亿元、倍、%）

项目	2015 年	2016 年	2016 年	2017 年
----	--------	--------	--------	--------

		半年度		半年度
现金类资产	15.96	16.70	22.16	9.13
短期债务	36.76	31.21	31.59	29.79
长期债务	18.85	24.02	36.32	54.11
全部债务	55.61	55.23	67.91	83.90
短期债务占比	66.10	56.51	46.52	35.51
现金短期债务比	0.43	0.54	0.70	0.31
EBITDA 利息倍数	--	--	2.96	--
EBITDA 全部债务比	--	--	0.19	--
自有现金流	-2.22	5.93	0.59	-26.95
现金及现金等价物净增加额	-1.35	1.96	6.45	-12.77

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表 9 控股股东五洲控股现金类资产及债务情况（单位：亿元、倍、%）

项目	2015 年	2016 年 半年度	2016 年	2017 年 半年度	2017 年
现金及现金等价物	10.06	13.38	16.86	4.99	3.46
短期借贷及长期借贷 当期到期部分	33.67	41.42	46.88	42.31	77.84
长期借贷	41.42	46.68	59.27	74.97	34.23
全部债务	75.09	88.1	106.15	117.28	112.07
短期债务占比	44.84	47.01	44.16	36.08	69.46
现金短期债务比	0.30	0.32	0.36	0.12	0.04
EBIT 利息倍数	0.07	2.28	1.88	1.55	0.65
自有现金流	-16.14	-3.23	-15.06	-25.79	-17.86
现金及现金等价物净 增加额	-1.73	3.32	6.80	-11.87	-13.22

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 银亿股份

(1) 企业概况

银亿股份（A 股上市公司，股票代码：000981.SZ）原为一家布局宁波、上海、沈阳等区域的房地产开发企业，后于 2016 年逐步通过大举收并购境外汽车零部件制造企业，转型为“汽车零部件制造+房地产”的业务布局。

截至 2021 年 6 月底，银亿股份存续 4 只债券均已发生实质性违约，累计金额 18.00 亿元。债券均设有回售条款，其中“H5 银亿 01”在回售日（2018 年 12 月 24 日）因无法按时兑付本息发生实质性违约，后其他存量债券相继发生违约。

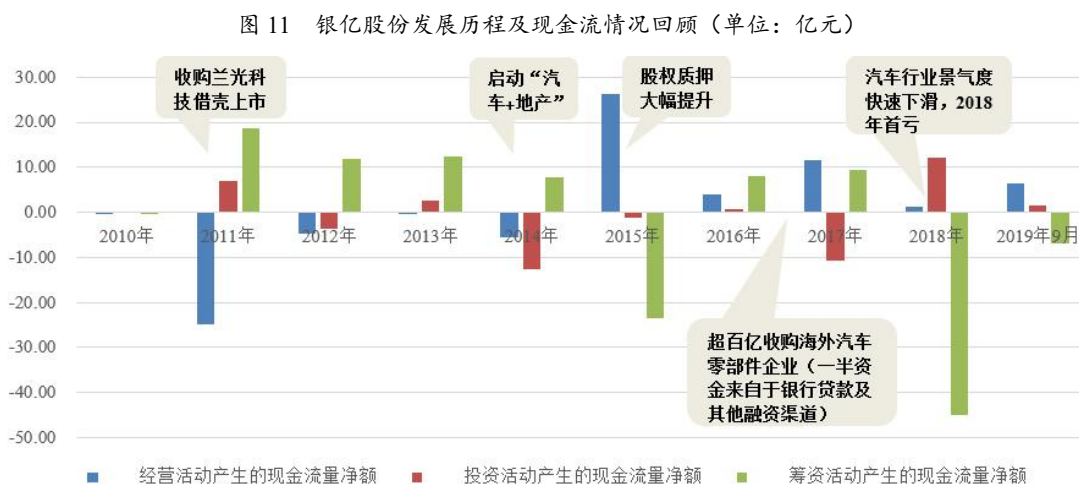
表 10 截至 2021 年 6 月底银亿股份违约债券情况（单位：亿元、年）

证券名称	证券类别	发行日期	到期日期	发行期限	发行规模	当前余额
------	------	------	------	------	------	------

H6 银亿 07	一般公司债	2016-08-18	2021-08-19	3+2	4.00	4.00
H6 银亿 05	一般公司债	2016-07-08	2021-07-11	3+2	4.00	4.00
H6 银亿 04	一般公司债	2016-06-20	2021-06-21	3+2	7.00	7.00
H5 银亿 01	一般公司债	2015-12-23	2020-12-24	3+2	3.00	3.00

资料来源：Wind

我们将银亿股份战略转型的时间节点和现金流情况进行对比，回顾其发展历程我们可以发现：公司自 2014 年开始启动“汽车+地产”的多元化策略，2015 年开始进行大量股权质押以应对 2016 年开始的大额海外汽车零部件企业收并购举动；但公司错过了地产的快速发展期，并在大额投入后迎来了汽车行业的快速下滑，并于 2018 年出现首亏，当年融资能力快速下滑，爆发债务违约危机，具体情况如下图所示。



资料来源：Wind，联合资信搜集整理

（2）违约原因

错选转型时机，去地产速度过快，主业切换缺少现金支持

银亿股份于 2014 年决定启动多元发展战略转型，并在 2016 年正式全面战略转型，并确定了“房地产+汽车”的战略布局。2016—2017 年，银亿股份先后完成收购美国 ARC 集团和比利时邦奇动力集团。值得注意的是，2013—2016 年正值我国汽车销量快速增长期，其中 2013 年和 2016 年汽车销量分别同比增长 13.87%和 13.95%，但 2017—2018 年，我国汽车销量增速分别下降至 3.04%和-2.76%，银亿股份完成转型后汽车行业景气度大幅下滑。同时，银亿股份采取快速“去地产”的模式以求快速完成汽车行业布局，并自 2014 年起大幅缩小拿地规模，地产收入占比从 2014 年的 89.53%快速下降至 2017 年的 28.67%，加之银亿股份存量项目开发缓慢，银亿股份 2016 年末预收款项 22.89 亿元，较年初大幅下降 43.79%。银亿股份完成布局汽车板块后行业景气度大幅下滑，而快速去地产、存量项目开发缓慢使其战略转型缺乏资金支持。

控股股东以“收购-定增股票装入上市公司-股权质押融资”模式大举收购资产

2016年起，控股股东银亿集团累计斥资121.17亿元收购境外汽车零部件制造企业，其中银亿股份以定向增发股票的形式将美国ARC集团（34.27亿元）和比利时邦奇动力集团（71.10亿元）装入上市公司，2018年，银亿股份拟通过“非公开发行股票+现金”形式将日本艾礼富（15.80亿元）装入上市公司，但遭深交所发问询函，后于2019年2月宣告终止。

银亿集团为多元化布局企业，业务范围涵盖房地产、能源类工业、国内外贸易等板块，但为筹资收购资产转型汽车零部件制造行业，银亿集团自2016年起频繁将持有的银亿股份股权进行质押，2016—2018年，分别净增质押股份4.02亿股、15.38亿股和3.36亿股。截至2018年6月底，银亿股份股权质押比例已达78.65%。

控股股东违规占用资金，且大额分红加剧了银亿股份资金链压力

根据银亿股份2019年发布的公告，2018年，银亿集团（含关联方）多次违规占用银亿股份资金，截至2019年4月30日，银亿集团仍占用银亿股份22.47亿元资金未归还。同时，2018年6月，银亿股份现金分红28.19亿元，分别占2017年末货币资金和未分配利润的68.11%和46.21%。截至2018年6月底，银亿股份货币资金17.27亿元，较年初大幅下降55.08%；截至2018年底，银亿股份货币资金8.35亿元，较年初大幅下降79.81%。通过违规占用资金和大额现金分红，银亿集团将自身流动性紧张传导至银亿股份。

表11 银亿股份违约前财务情况（单位：亿元、倍、%）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年半年度	2018年
经营活动产生的现金流量净额	-1.11	0.59	-10.71	-0.49	12.20
投资活动产生的现金流量净额	-23.58	8.00	9.33	-36.37	-44.98
现金及现金等价物净增加额	1.62	12.55	10.10	-23.32	-31.01
现金类资产	22.76	33.62	42.09	18.80	9.55
短期债务	38.69	46.47	56.09	65.76	91.55
全部债务	111.09	116.59	145.25	139.24	112.29
短期债务占比	34.83	39.86	38.62	47.23	81.53
资产负债率	78.06	73.92	57.84	61.89	59.04
全部债务资本化比率	67.19	63.96	43.95	46.02	42.70
流动比率	176.03	183.84	169.08	131.18	92.35
现金短期债务比	0.59	0.72	0.75	0.29	0.10
EBITDA 利息倍数	6.62	3.25	6.69	4.68	1.29
全部债务/EBITDA	11.61	5.91	5.49	8.46	11.32

资料来源：联合资信根据公开资料整理

控股股东股票质押遭平仓，银亿股份融资环境恶化

2018年12月，因银亿股份股票价格持续下跌，银亿集团股票质押遭强制平仓，控股股东流动性紧张致使银亿股份融资环境恶化。同时，银亿股份子公司1.80亿元银行借款到期无力偿还，且银亿集团及银亿股份均未履行担保责任。2018年12月24日，银亿股份发行的“H5银亿01”构成实质性违约。此后，银亿股份发行的“H6银亿04”“H6银亿07”和“H6银亿07”相继违约。

三、违约回收及处置分析

截至 2021 年 10 月底，房企平均回收率与 2018 年违约企业平均债券回收率相比，债券回收情况差，主要原因系违约房企资产质量下降且在后续处置过程中变现难度较大，处置过程涉及多重权益人利益导致进程缓慢。

1. 违约概况

自 2014 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，交易所和银行间市场共计 109 个主体违约，涉及 256 只债券，违约主体数量和违约日债券余额整体呈波动增长态势，其中 2017 年由于产能过剩、行业盈利和融资环境好转，新增违约情况有所下降，2018 年由于外部信用环境收缩，债券市场违约数量和涉及的债券规模远超往年，且单个违约发行人涉及的债券规模高。

图 12 2014—2018 年债券市场新增违约时间分布（单位：个、亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 公开资料整理

表 12 2014—2018 年新增违约情况统计（单位：个、亿元）

时间	主体违约数量	违约债券数量	违约日债券余额
2014 年	5	6	13
2015 年	26	29	126
2016 年	23	54	383
2017 年	11	35	273
2018 年	44	132	1225
合计	109	256	2020

注：以首次违约时间计

资料来源：联合资信根据 Wind 公开资料整理

从违约前主体评级和违约类型来看，债券发行时的债项评级为 AA 级，和发行时无级别债券违约情况较为突出；从违约类型来看，未按时兑付本息和未按时兑付利息情况较多，本息能够得到展期的情况少。而违约的短期融资券，发行时其债项级别均为 A-1。

表 13 2014—2018 年新增违约债券级别和违约类型统计（单位：个）

新增违约债	未按	未按	未按时兑	触发	提前	未按	技术	未按时	本	总
-------	----	----	------	----	----	----	----	-----	---	---

券发行时债 券级别	时兑 付本 息	时兑 付利 息	付回售款 和利息	交叉 违约	到期 未兑 付	时兑 付本 金	性违 约	兑付回 售款	息 展 期	计
AA	19	25	23	3	13	6	4	5	2	100
无评级	49	11	12	8	3	6	3	2	1	95
A-1	20	--	--	9	--	1	2	--	--	32
AA+	7	8	--	3	1	--	--	--	--	19
AA-	2	1	--	--	--	--	1	--	2	6
AAA	1	2	--	--	1	--	--	--	--	4
总计	98	47	35	23	18	13	10	7	5	256

注：无债项评级债券包括定向工具、超短期融资券及部分可交换债、私募债

资料来源：联合资信根据 Wind 公开资料整理

各年份违约主体违约前信用评级呈现明显的迁移态势，2014 年违约主体的信用评级较低，或无信用评级，随后违约主体信用级别逐渐升高和分散化，直至 2017 年，级别最高的违约债券违约前主体信用评级提高至 AA+，2018 年，几乎各个级别都出现了违约情况。

表 14 2014—2018 年新增违约债券类型和交易市场统计（单位：个）

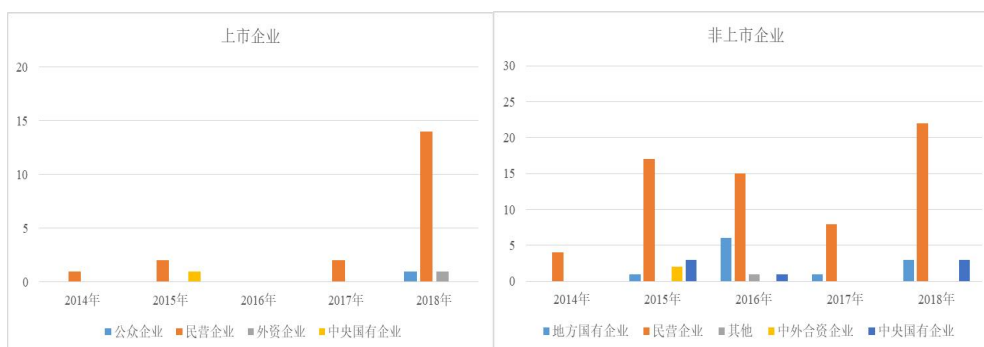
	私募 债	一般 公司 债	一般 中期 票据	定向 工具	一般 短期 融资 券	超短 期融 资债 券	一般 企业 债	可交 换债	可转 债	证监 会主 管 ABS	总计
银行间	--	--	39	32	31	23	12	--	--	--	137
交易所	55	43	--	--	--	--	8	11	1	1	119
总计	55	43	39	32	31	23	20	11	1	1	256

资料来源：联合资信根据 Wind 公开资料整理

从违约债券类型来看，交易所市场违约债券以私募债和一般公司债为主，私募债违约数量较高，但违约金额较低，违约金额仅为一般公司债的 43.99%；银行间市场违约债券呈现多种类均衡态势，中期票据、短期融资券、定向融资工具和超短期融资券的违约数量均较多。整体看，银行间市场债券的违约数量和金额均高于交易所市场。

2014—2018 年，非上市违约主体共 87 家，以民营企业为主，地方国有企业和中央国有企业也存在违约现象；上市主体的违约数量远低于非上市主体，其中 2018 年上市主体违约数量 16 家，远超以前年度，主要系 2018 年 A 股市场大幅下跌，且部分上市公司股票质押比例过高，面临爆仓风险，影响再融资能力所致。

图 13 2014—2018 年债券市场新增违约主体性质



资料来源：联合资信根据 Wind 公开资料整理

2. 违约回收

回顾 2018 年房地产行业违约事件均集中于行业内中小型企业，违约企业共三家，主要以民营企业为主且单笔金额较大，三家违约企业合计违约债券余额 71.70 亿元，截至 2021 年 6 月底，三家违约企业均仍未全部兑付本息。

表 15 2018 年违约房企基础信息

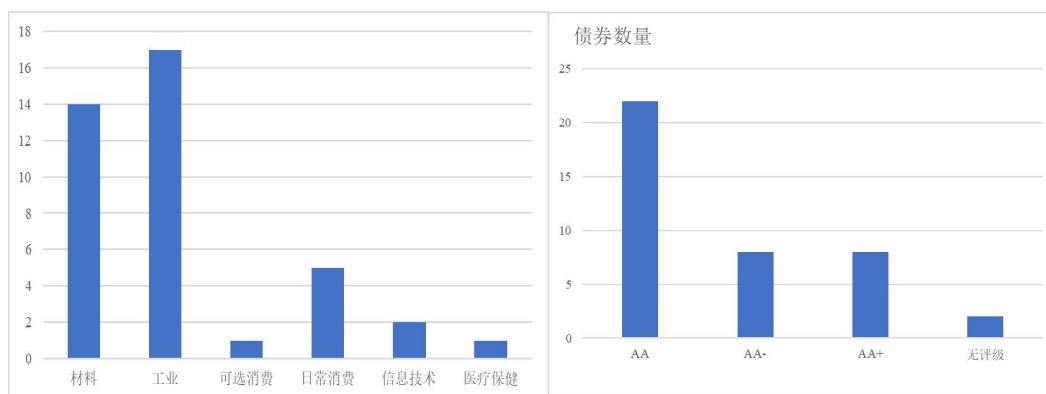
企业名称	中弘股份	五洲国际	银亿股份
企业性质	民营企业	民营企业	民营企业
证监会行业（明细）	房地产业-房地产业	建筑业-建筑装饰和其他建筑业	制造业-汽车制造业
是否上市	是	否	是
发行时主体评级	AA	AA	AA
评级机构	大公国际	联合信用、鹏元	中诚信
担保方	中弘卓业集团有限公司	五洲国际控股有限公司	宁波银亿房地产开发有限公司、宁波银亿房地产开发有限公司
违约市场	交易所	私募债	交易所
违约债券支数	4 支	3 支	4 支
违约金额	25.70 亿元	28.80 亿元	18.00 亿元
当前债券余额	24.90 亿元	28.80 亿元	18.00 亿元
首次违约时间	2018 年 10 月	2018 年 8 月	2018 年 12 月

资料来源：联合资信整理

从债券违约回收率来看，指债券首次违约之后的偿付情况，具体公式：违约回收率=（兑付本金+兑付利息）/（违约本金+违约利息）。截至 2021 年 10 月底，2018 年违约的 256 只债券，平均违约回收率为 16.70%，其中 40 只债券违约回收率为 100%，这 40 家企业行业较为分散，但所处行业为工业和材料行业且发行时主体级别为 AA 的企业债券回收情况较好。从企业性质来看，债券回收率为 100%的企业中，30 家为民营企业，10 家为地方国有企业和中央国有企业。

图 14 截至 2021 年 10 月底 2018 年违约债券已兑付情况

（左：Wind 一级行业统计、右：发行时主体级别）



资料来源：Wind，联合资信整理

2018年违约房企共11支债券，除16弘债02、H6银亿07和H6银亿05存在利息兑付的情况以外，其余债券回收率均0.00%，平均回收率仅有3.41%，债券回收率极低。

3. 处置情况

2018年，国内房地产债券违约处置方式主要有**债务重组、变卖资产和破产重整**等，多数违约房企能够积极自救，采取多种措施偿还逾期债务，**但最终能够真正达成重组、和解或重整的为少数**，多数房企仍有大量逾期债务待偿。下文对债务重组、变卖资产和破产重整这三种典型的房地产债券违约处置方式进行分析：

(1) 违约处置方式一：债务重组——中弘股份

违约后，中弘股份采取**债务重组**等多种方式偿债，但截至目前**正式重组协议尚未签署**，公司仍有大量逾期债务待偿。中弘股份2021年半年报显示：“公司持续发生巨额亏损，财务状况严重恶化，主业已基本处于停顿状态，所有楼盘项目已停止销售、停止建设，员工大量离职”。截至2021年6月30日，中弘股份及控股子公司累计逾期债务本息合计186.07亿元，其中违约债券余额24.90亿元。中弘股份违约处置过程梳理如下：

表16 中弘股份违约处置过程梳理

时间	关键词	事件	结果
2018年2月	债务重组	与深圳港桥股权投资基金管理有限公司签署债务重组协议	因双方未能协商一致而终止
2018年6月	股权转让	拟将中弘股份26.55%股权转让给新疆佳龙旅游发展股份有限公司	因中弘股份正处涉嫌证券期货违法犯罪被立案调查期间，大股东不能减持股份而终止
2018年8月	债务重组、经营托管	发布与加多宝（中国）饮料有限公司签署债务重组及经营托管协议的公告	加多宝方否认协议的存在，追究中弘股份法律责任
2019年6月	债务重组	与中国华融海外投资控股有限公司及中金资本运营有限公司签署《重组合作框架意向书》	正式协议尚未正式签署，进展缓慢
2019年6月	变卖资产	将济南、浙江等地多个项目放到网上司法拍卖	大多以流拍告终

2020 年 4 月	变卖资产	拍卖重要资产——烂尾的北京中弘大厦	中植系企业以超 33.12 亿元买下
------------	------	-------------------	--------------------

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总结：违约后，中弘股份虽积极采取债务重组等多种方式自救，但重组进度极为缓慢，最终能否成功仍存在较大不确定性。目前中弘股份在建房地产项目均处于停工状态，仍有大量债务本息逾期和诉讼、仲裁事项未能解决，最终能否顺利解除债务危机仍无定论。

（2）违约处置方式二：变卖资产——五洲国际

违约后，五洲国际主要以变卖资产方式获取偿债资金，多为亏本出售。截至 2021 年 6 月 30 日，五洲国际及控股子公司累计逾期债务本息合计金额仍高达 186.07 亿元。五洲国际违约处置过程梳理如下：

表 17 五洲国际违约处置过程梳理

时间	关键词	事件	结果
2018 年 8 月	股权转让	转让盱眙五洲国际置业有限公司项目 100%股权	2018 年 12 月，双方解除买卖协议
2019 年 2 月	股权转让	转让所持抚顺中合市场开发有限公司 49.5%股权	作价 3400 万元转让
2019 年 5 月	转让房地产项目	将一处位于无锡的房地产作价 4000 万元转让给上海棕筑管理咨询有限公司	亏损 1220 万元
2019 年 6 月	转让商业单位	将 111 个商业单位作价 1630 万元转让给浙江省东阳市超前装饰有限公司	亏损 140 万元
2020 年 4 月	出售投资基金权益	分别按 1210 万元、2000 万元出售投资基金的若干权益	完成出售

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总结：五洲国际由盛转衰原因分析：其一，公司项目多布局于江阴、襄阳、大理等三四线城市，近年来这些地区房地产市场疲软，住宅和商业项目运转较为困难；其二，近几年电商崛起及人们消费习惯的改变，对主打商业地产的五洲国际造成较大冲击。违约后，五洲国际多通过变卖资产的方式获得现金流，但因其信誉受损较大且资产质量欠佳，变现难度大；大量逾期债务最终能否顺利偿还仍存在较大不确定性。

（3）违约处置方式四：破产重整——银亿股份

违约后，银亿股份采取破产重整等多种方式偿债。但截至目前，公司仍未足额偿付逾期债务。银亿股份违约处置过程梳理如下：

表 18 银亿股份违约处置过程梳理

时间	关键词	事件	结果
2018 年 12 月	股权转让	公司控股股东及其一致行动人转让公司股份（占股本的 5.13%）	已转让给宁波开发投资集团有限公司

2019 年 3 月	为债券增信	公司及关联方拟为“16 银亿 05”提供增信措施	为债券提供股权及债权质押担保
2019 年 6 月	申请重整	向浙江省宁波市中级人民法院（以下简称“宁波中院”）申请重整	被裁定受理
2019 年 12 月	处置质押物	对“H6 银亿 05”和“H6 银亿 07”进行质押物处置	已完成处置
2020 年 12 月	重整计划被批准	宁波中院裁定批准银亿股份重整计划之出资人权益调整方案	进入《重整计划》执行阶段
2021 年 10 月	重整投资人严重违约	截至 2021 年 9 月 30 日，重整投资人嘉兴梓禾瑾芯股权投资合伙企业（有限合伙）未能按时支付投资款，已构成严重违约	重整进度十分缓慢，能否重组成功尚无定论

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总结：银亿股份若能成功达成破产重整而非破产清算则可最大程度化解债务危机，但重整投资人的严重违约对其重整计划的执行造成严重阻碍，公司仍存在破产清算风险。

四、启示

2018 年，国内房企首次在公开债券市场出现违约，且集中在中小型房企，主要原因可总结为三点：外部融资环境收紧、中小型房企再融资能力受阻；中小型房企自身抗风险能力较弱、盈利能力与大型龙头企业仍有较大差距，加上自身战略激进，多以收并购方式进行主营业务的业务扩张，导致短期内资金周转不灵；2018—2019 年作为房企信用债的回售/到期高峰期且单笔发行金额较大。

从上述违约房企后续处置进程，不难看出：房地产企业核心资产是在建项目、土地或持有的房产，其所以区域及经济发展涉及到处置价值；在行业融资受限的情况下，债务需要提供足额资产抵质押担保，债券作为纯信用类债券，具有一定的滞后性；进入破产程序后，大量出资人权益的调整，可能导致实际回收时间大大拉长或进展缓慢；结合 2018 年违约房企的违约回收率，我们看到房企虽采取多种措施尽可能自救，但由于违约房企市场信用已大幅下降，伴随资产价值的下跌，处置时通常有较大亏损且处置时间较长，叠加违约房企多深陷多重法律诉讼问题导致违约房企的债务偿还及偿还周期仍具有较大的不确定性。