

中资房企信用风险年鉴（2019 年）

联合资信 冯磊 支亚梅 杨野 杨哲 张琳 苏柏文

摘要：

2019 年，房地产行业延续了上年的调控思路并积极实施“一城一策”的手段，但调控政策呈现了由“需求端”向“供给端”转变的新特点，并对房企融资渠道进行全面管控、重点严控信托融资；销售金额增速虽有所回落但仍处于高峰，在一定程度上对冲了融资收紧的负面影响，销售回款依然能够为行业内企业提供信用支撑。头部房企规模及资金优势凸显，但中小房企信用风险持续发酵，行业竞争由增量竞争转为存量竞争；土地市场虽然“稳”字当头，但非理性拿地的房企仍为未来埋下了资金紧张及盈利下滑的双重隐患。在行业竞争加剧及资源可得性下降的双重挤压下，地产行业规模逻辑仍然适用，中小型房企延续了销售困难、资金链紧张的局面，同时 2019 年也是房企债券集中回售/到期的年份之一且单笔到期金额较大，违约事件频发，并开启了“大鱼吃大鱼”的元年。

2019 年，中小型民营房企违约常态化，信用债市场风险水平以及信用风险特征延续 2018 年态势：违约房企自身在经营管理（产品周转慢）、战略方向（过度多元投资）等方面存在的诸多问题逐步传导至资金流动性层面，在头部规模效应凸显的趋势下中小房企内生现金流吃紧；叠加行业融资政策收紧并严控信托融资、房企融资分化加速等因素，中小型房企再融资能力持续下降，外部现金流受限，流动性危机持续升级并未有改善迹象，弱资质、高杠杆、依赖非标融资的中小型房企进一步出清。同时，部分高杠杆的大型房企资产抛售力度也在不断加大，风险暴露初见端倪，为未来爆发违约事件埋下伏笔。

尽管违约房企通过变卖资产、股权转让、破产和解和破产重整等多种方式应对已到期债务，但受融资环境收紧、经营资质恶化、资产变现困难、历史包袱沉重等因素影响，房企违约债券回收情况差，违约处置进程缓慢。

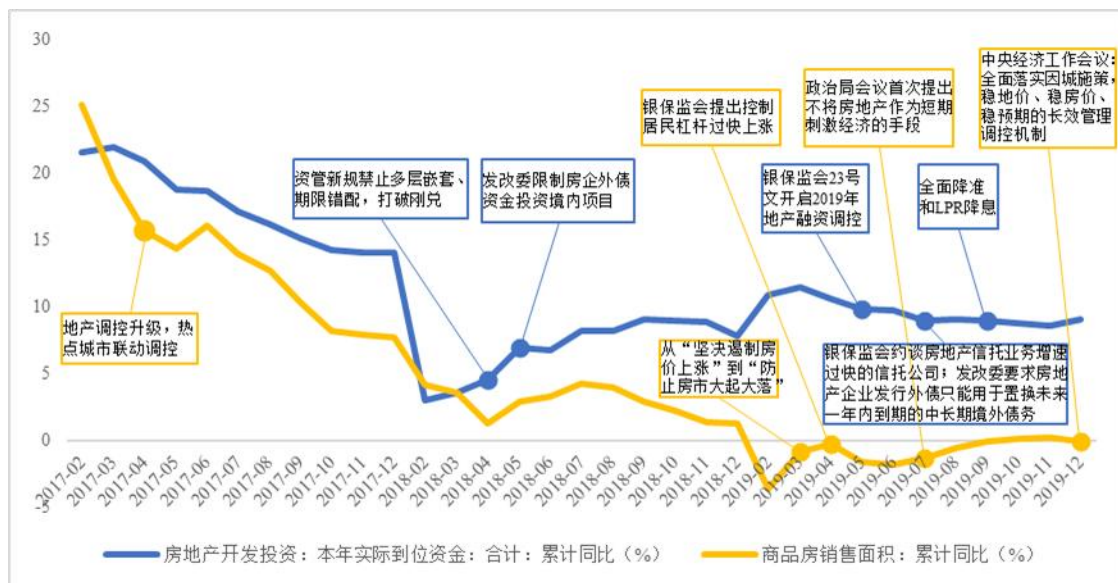
本文通过对 2019 年违约企业的违约共性和差异进行分析；同时，针对已违约的房地产债券处置进展进行拆解，以期对未来的回收和投资价值分析提供一定帮助。

一、宏观及市场环境分析

2019 年，政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控、尤其是重点严控信托融资，但销售回款依然能够为行业内企业提供信用支撑。同期，头部房企在规模及资金方面的优势愈发突出，并开启了“大鱼吃小鱼”的元年；土地市场虽然“稳”字当头，但非理性拿地的房企仍为未来埋下了资金紧张及盈利下滑的双重隐患。在行业竞争加剧及资源可得性下降的双重挤压下，地产行业规模逻辑仍然适用，多元化资金占用明显及去化困难的中小型企业信用危机持续发酵，高度依赖非标融资的中小型企业违约概率加大；同时，由于流动性危机进一步蔓延，部分高杠杆的大型房企资产抛售力度也在不断加大，风险暴露初见端倪。

自 2016 年首提“房住不炒”以来，2017 年调控升级，热点城市联动调控，2018 年资管新规打破刚兑，禁止多层嵌套以及期限错配。2019 年，商品房累计销售面积首次出现负增长，具体政策和行业走势对应如图 1 所示。

图 1 2017—2019 年调控政策与行业走势



资料来源：联合资信搜集整理

1. 关键词 1：政策基调—房住不炒、一城一策

2019 年以来，中央坚持“房住不炒”的政策总基调不变。从中央的调控思路看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险、居民杠杆率快速增长等问题表现出了极大的重视，是本轮房地产企业融资端调控政策的起点；6 月份以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2019 年 7 月，中央政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”；从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。具体内容如下表所示。

表 1 2019 年中央有关房地产政策或重要会议汇总

时间	政策或会议	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	主要内容有四点，其一，从“坚决遏制房价上涨”到“防止房市大起大落”，侧面反映未来预期的转变；其二，平衡稳增长与防风险关系，调控强调地方主体责任，地方政府将有更多的政策自主权，可以根据市场实际情况，及时调整政策走向；其三，信贷政策适度纠偏，企业去杠杆居民稳杠杆；其四，稳步推进房地产税立法
2019 年 4 月	银保监会	银保监会提出继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	重申“房住不炒”的政策主基调，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，首次提出不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 11 月	央行	强调“因城施策”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 12 月	中央经济工作会议	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展

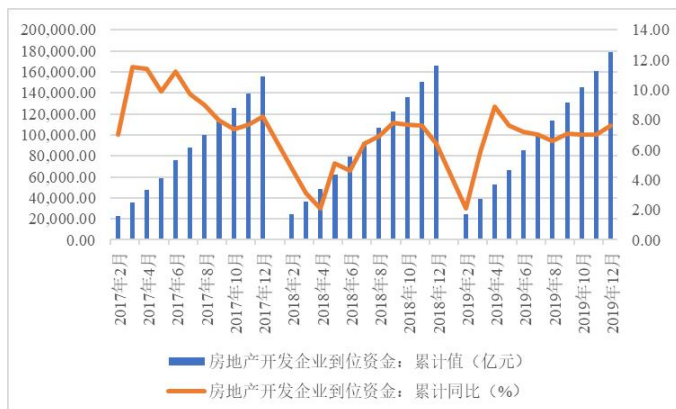
资料来源：联合资信根据公开资料整理

地方层面，“一城一策”的实施调控精准。2019 年初房地产市场预期有所放宽，多城调降人才落户门槛，呼和浩特、宁波等市更是出台人才购房补贴这类刺激性政策，部分热点城市房价快速上涨。自 2019 年 5 月开始，地方调控房价红线，热点城市纷纷调控加码，主要手段包括限购、限售和限价等，如苏州、西安等城市大力打压投资、投机性需求，维稳房价。但 2019 年下半年以来，房地产市场整体表现不佳，部分城市房价面临下行压力，自 8 月开始，上海、天津、南京等市仅限于部分区域放松限购，长沙、江门、三亚等市则在全市范围调降人才购房门槛。

2. 关键词 2：融资环境—先扬后抑、严控信托

宏观环境方面，2019 年以来，货币政策整体宽松，全年三次降准，LPR 的推行使得利率市场化更近一步，财政政策更为积极主动，大规模的减税降费政策降低企业负担，带动实体企业企稳回升。房企融资方面，2019 年整体呈现先扬后抑的态势，年初房企融资延续了 2018 年的回暖态势，出现了“小阳春”，但从二季度开始迎来了新一轮更加严峻的调控，针对房地产的融资政策更为严格，对房企融资端的监管进一步加强，意在遏制房地产泡沫化倾向、防范房地产金融风险。2019 年房地产开发到位资金同比增长 7.6%，比 2018 年增长 1.2 个百分点。

图 2 2017—2019 年房地产开发到位资金情况



资料来源：Choice，联合资信整理

具体来看，银行等金融机构方面，2019年5月，银保监会发布了23号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，明确要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资，由此开启了2019年房地产融资调控；7月，央行“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行合理控制房地产贷款投放，并加强对高杠杆经营的大型房企融资行为的监管和风险提示。在相关政策的影响下，主要金融机构对房地产的贷款虽保持增长，但增速逐渐放缓。

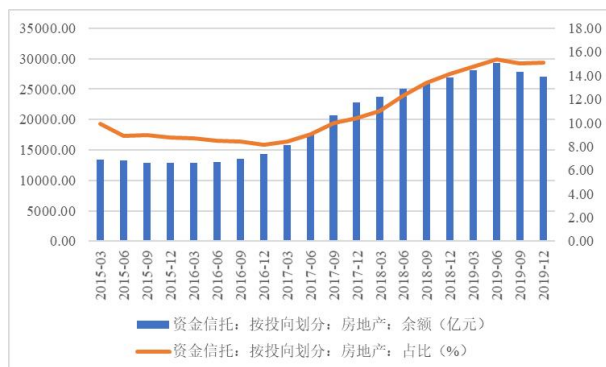
图3 2011—2019年主要金融机构房地产贷款情况



资料来源：Wind，联合资信整理

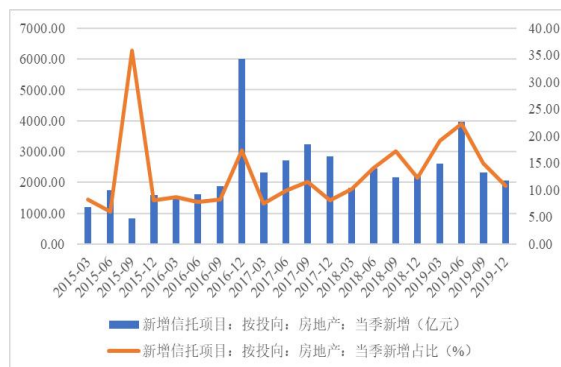
信托贷款方面，2019年7月银保监会先后约谈了部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，要求其控制业务增速，提高风险管控水平；同时要求信托公司的房地产信托业务需事前报告，监管部门将进行逐笔审核；事前业务报告仅接受符合“四三二”条件且交易结构为贷款模式，此外对于因合规原因被退回事前报告的房地产信托业务，将严肃追究合规审查责任。受此影响，自2019年3季度起，房地产信托新增金额及占比、投向房地产领域的资金信托余额及占比均出现下滑，且该下滑态势延续至今。

图 4 2015—2019 年投向房地产的资金信托情况



资料来源：Choice，联合资信整理

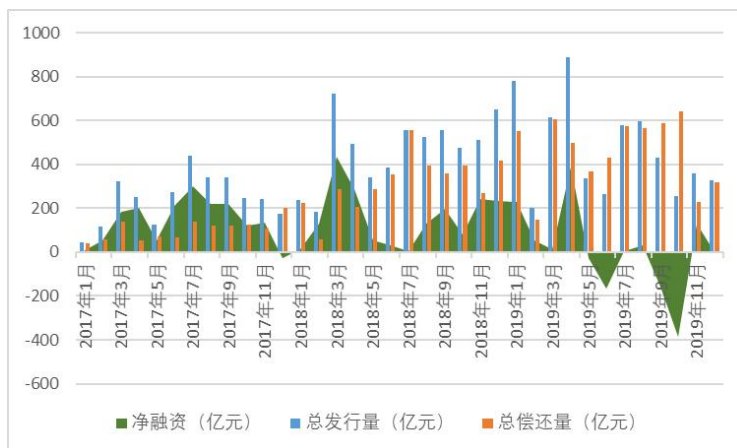
图 5 2015—2019 年新增房地产信托情况



资料来源：Choice，联合资信整理

信用债方面，2018 年 3 季度以来，在企业“借新还旧”需求增长以及整体资金面紧张缓解、交易所对房企发债有所放松的情况下，房企公司债发行开始逐步回暖；2019 年初房企信用债发行迎来小阳春，发行规模和净融资规模均大幅增长，但一季度后，随着银保监会等部门监管措施出台，房企信用债融资收紧，净融资规模小甚至为负。

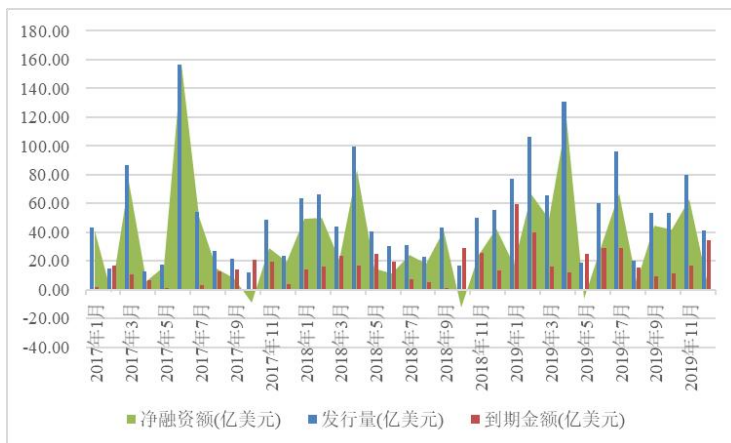
图 6 2017—2019 年房地产企业国内信用债融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

美元债方面，2019 年 7 月，发改委要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。此外，房地产企业在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息；房地产企业发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中明确资金用途等情况。自 8 月以来，房企美元债发行规模持续下滑，美元债再融资有所收紧但仍呈现净流入态势。

图 7 2017—2019 年房企美元债融资情况

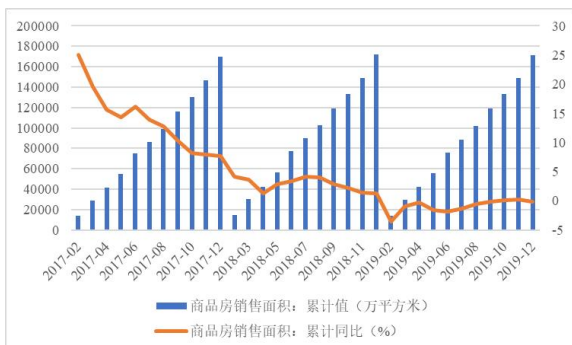


资料来源：Wind，联合资信整理

3. 关键词 3：企业表现—存量竞争、并购频现

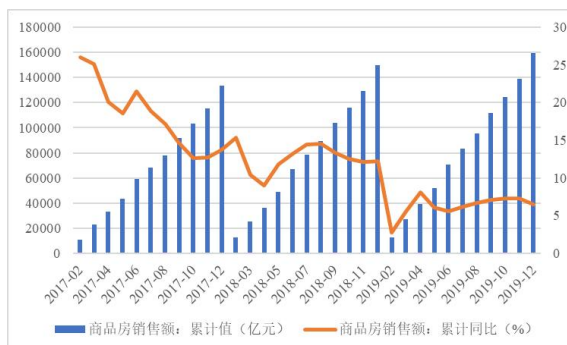
从市场表现看，2019 年初房地产行业经历了小阳春，但下半年很快迎来拐点。从数据看，2019 年，全国商品房销售面积 171.6 万亿平方米，同比下降 0.1%，销售面积略有回落；商品房销售额 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，虽然增速有所下滑，但全年销售额仍保持增长。

图 8 商品房销售面积及增速



资料来源：Choice，联合资信整理

图 9 商品房销售额及增速



资料来源：Choice，联合资信整理

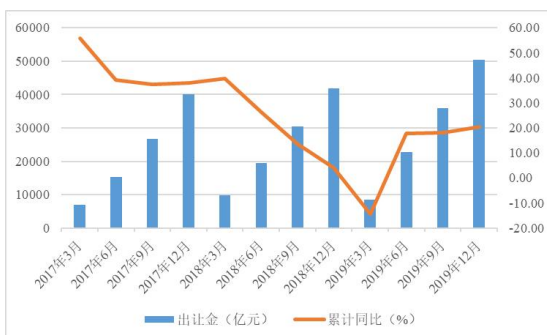
土地市场方面，2019 年土地市场整体平稳，“稳字当头”的调控政策明显。2019 年，全国 300 个城市共推出土地面积 12.98 亿平方米，同比增长 1%；成交面积 10.66 亿平方米，同比减少 1%；出让金总额 50294 亿元，同比增长 19%；土地溢价率 13.1%，与上年基本持平。但 2019 年下半年以来受房地产调控政策收紧，金融监管持续加强的影响，土地流拍率有所提高。

图 10 2017—2019 年全国 300 城成交面积及增速



资料来源：中指研究院，联合资信整理

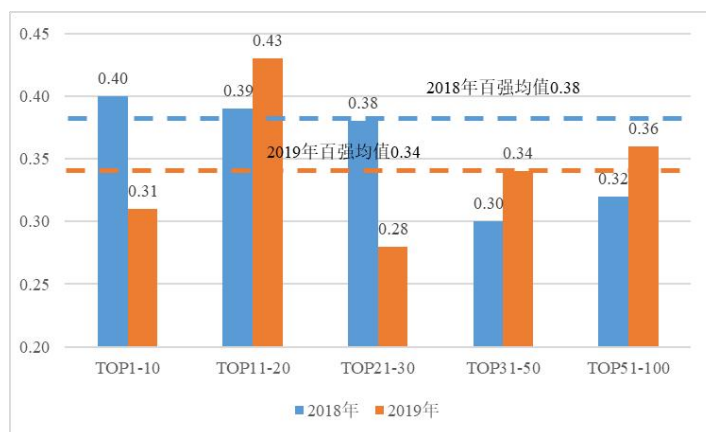
图 11 2017—2019 年全国 300 城土地出让金及增速



资料来源：中指研究院，联合资信整理

2019 年二季度，部分二线热点城市土地市场迎来小阳春，部分开发商获取的部分项目溢价率超过 100%，需关注未来上述项目的去化及盈利情况。2019 年，百强房企拿地销售比较 2018 年有所下降，但 TOP10~20 及 TOP30~50 冲规模意愿不减，将会影响其未来现金流的稳健性。

图 12 2018—2019 年全国百强房企拿地销售比



资料来源：CRIC，联合资信整理

房地产行业经过高速扩张的野蛮生长期后，城镇化率的新水平、棚改的逐步退出、政策基调不动摇的环境背景决定了房地产企业不会再出现单边上涨的行情，随着存量时代的不断深入，房企生存的二八定律越发明显（即 20% 的房企掌握着 80% 的资源），第一梯队房企开始纷纷寻找第二增长极、第二梯队房企仍然在筑造规模的护城河、处在尾部的房企面临洗牌和出清。此外，在房地产行业下行压力下，行业竞争由增量竞争转为存量竞争，加之行业调控趋紧，行业集中度不断提升，排名靠后的房企获利能力及融资能力弱，行业孕育了较多的并购整合机会；同时，部分房企由于自身降杠杆的需要（如泰禾集团和新城控股），不得已抛售项目以寻求资金周转，资产包转让的行为也相对频繁。随着地产后开发时代的到来，2019 年末行业大并购事件频发，“大鱼吃大鱼”的局面开始展现，具体情况如下表所示。

表 2 2019 年以来房地产行业重大并购情况

时间	交易价款（亿元）	主要内容
2019 年 2 月	125.53	融创地产将以 125.53 亿元的价格收购武汉 CBD 持有的泛海建设 100%股权
2019 年 4 月	13.34	融创地产收购阳光 100 重庆项目 70%股权及相关债权
2019 年 3—5 月	77.19	世茂房地产陆续收购泰禾集团 10 个项目的部分股权/债权
2019 年 6 月	72.35	世茂房地产收购粤泰股份 7 个项目
2019 年 7 月	67.04	新湖中宝向融创地产转让瓯瓯实业 90.1%的股权及其对应的平阳隆恒、南通启仁的 100%权益，分步实施并最终完成转让玛宝公司 90.1%的股权
2019 年 7 月	41.54	新城控股转让 10 个项目公司的股权及债权
2019 年 11 月	55.00	新加坡城市发展以股权和贷款方式投资 55 亿元收购重庆协信 24%的股权
2019 年 11 月	153.00	融创地产以 153 亿元收购云南城投旗下的成都环球世纪和时代环球 51%的股权
2019 年 12 月	36.00	绿城称将以 36 亿元收购上海新湖 35%的股份

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

行业竞争从增量竞争转向存量竞争，中小型房企的竞争优势继续减弱，信用风险凸显，同时行业也开启了“大鱼吃小鱼”的元年，资产包抛售情况频发。整体看，2019 年，房地产行业洗牌过程加速，中小型房企生存空间进一步压缩，弱资质、高杠杆、依赖非标融资的主体进一步出清。

1. 2019 年违约房企异同点汇总

（1）行业因素

2019 年违约事件依旧集中在中小型房企。2019 年针对房企融资端调控进一步加强，涉房贷款增速放缓、境内外信用债融资收紧、尤其是重点严控信托融资；地方层面 5 月份开始逐步调控房价红线，热点城市纷纷调控加码，同时下半年市场端下行压力不断加大。处于融资链底端的中小型民营房企，再融资问题凸显、非标融资不畅，业务体量及布局劣势在市场下行中进一步放大。

（2）企业因素

2019 年违约房企仍以中小型民营为主，产品业态选择布局长周期项目，周转拉长，回款较慢；过度多元投资，增加债务负担，新业务无法实现稳定收益及有效现金流，反而进一步削弱主业竞争力，流动性压力不断加大。在行业下行、信用环境收紧、融资受限等因素影响下，违约企业自身在经营管理等方面存在的诸多问题凸显，之前盲目举债集中到期，资金链最终断裂。

表 3 2019 年违约房企特点汇总

违约特点	新昌集团	国购投资	正源地产
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	√	√	√

资料来源：联合资信整理

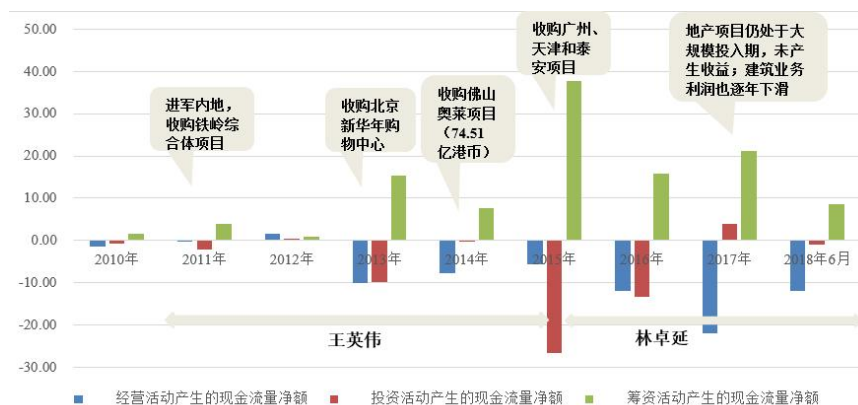
2. 新昌集团

(1) 企业概况

新昌集团控股有限公司（股份代号：0404.HK）最初成立于1939年，是亚洲历史最悠久的建造集团之一，也是香港最主要的工程承建商之一，提供全面建造、房地产及相关服务，业务涵盖楼宇建造、土木工程、机电工程、建造管理、室内装饰及特殊项目、铁路系统及房地产开发。

我们将新昌集团进军内地房地产市场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2011年开始确立了以商业综合体的模式进军内地房地产市场的策略，首个项目为收购获取的铁岭项目，其后几年内斥资百亿元以上收购了6个地产项目，但除北京项目外均属于投资回报周期长且处于大规模投入未产生现金流的状态，高度依赖筹资活动；2016年以来核心的建筑业务利润也逐年下滑，具体情况如下图所示。

图13 新昌集团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

公司业态选择上以文旅、商业为主，具有回款慢的特点，且持续处于只投入不产出状态

公司投入数个项目进军内地房地产市场，但大部分项目都处于只投入不产出状态，仅北京商场项目出租率良好，其余项目仍处于发展中，且业态上以文旅、商业为主，存在回款慢的特征。部分项目因选址或业态等因素，项目变现能力弱。以公司首个项目铁岭星悦南岸项目为例，因项目选址位与老城空间距离过大、商业服务配套建设滞后、缺乏产业支撑的铁岭新城，区域市场需求低迷。

大规模收购加重了公司债务负担，且公司债务结构不合理、财务政策较为激进

从财务表现上看，公司筹资活动前净现金流持续表现为净流出。2015 年公司于内地加大了项目收购力度，据 2015 年公司年报披露，公司通过收购多个发展中物业项目（位于佛山、山东及天津，建筑面积逾 250 万平方米）及一项已落成待作投资的物业（位于一线城市广州，建筑面积 26306 平方米）扩充其物业组合。但进军内地市场以及收购项目带来了债务的显著上升，而短期债务占比一直在 50%以上；账面现金及现金等价物余额不足，对短期债务的保障倍数持续较低。

2011—2015 年间公司持续面临股权之争，实控人先后易主，管理层频繁变动也对公司经营稳定性造成不利影响

2011 年，时任集团主席朱树豪因身体原因辞任、其子朱鼎健继任后，操盘过“上海新天地”的王英伟（一直奉行“商业先行”的经营策略）开始谋划上位第一大股东；交易完成后，由王英伟及马炯控制的新峰持有了新昌营造约 28.8%股权，而原大股东朱树豪家族 55.5%的股权则被大幅摊薄至 10.4%。2014 年，在公司铁岭星悦南岸项目进展缓慢之际，公司第一大股东再次发生变动，朱鼎健通过引入天津物产集团有限公司使得王英伟成为第二大股东，而王英伟于 2015 年 9 月辞任离开公司。实际控制人较为激进的风格以及治理结构失衡等因素均对公司经营情况和信用水平造成不利影响，管理层频繁变动也对公司经营稳定性造成不利影响。

3. 国购投资

（1）企业概况

国购投资有限公司成立于 2010 年，是安徽省较大的区域性房地产开发企业之一，主营住宅地产、商业地产的开发与销售，商业物业管理及运营，实际控制人为自然人袁启宏。截至 2021 年 6 月底，公司共 10 只债券处于违约状态，具体情况如下表所示。

表 5 截至 2021 年 6 月底国购投资债券情况（单位：亿元）

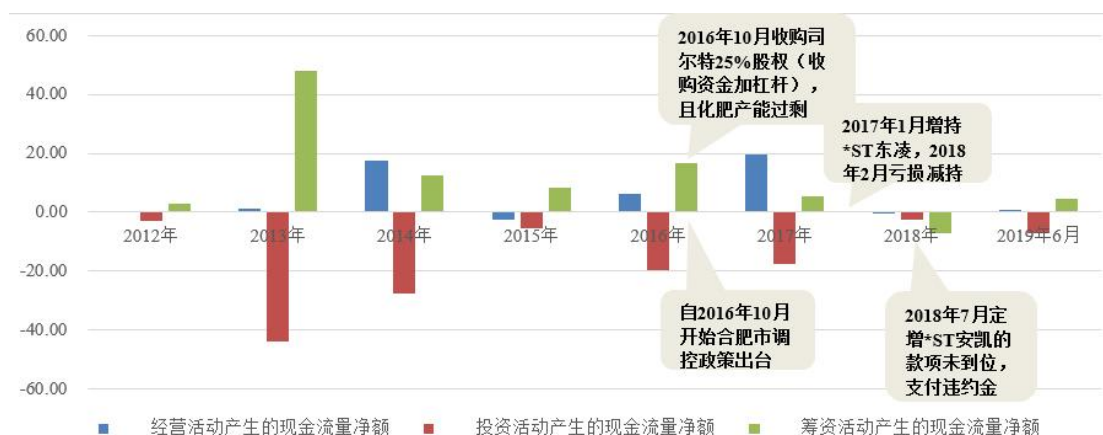
债券简称	当前状态	首次违约日	发行规模	当前余额
16 国购 01	实质违约	2019-02-01	5.00	5.00
16 国购 02	实质违约	2019-03-18	6.60	6.60
16 国购 03	实质违约	2019-07-25	8.40	8.40
16 国购债	触发交叉违约保护条款	--	10.00	5.00

17 国购 01	实质违约	2019-03-26	8.00	8.00
17 国购 03	实质违约	2019-03-26	3.00	3.00
18 国购 01	实质违约	2019-03-26	5.00	5.00
18 国购 02	实质违约	2019-03-26	4.78	4.78
18 国购 03	实质违约	2019-03-26	1.12	1.12
18 国购 04	实质违约	2019-03-26	1.00	1.00
合计	--	--	52.90	47.90

资料来源：Wind

我们将国购投资发展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：一方面，公司投资活动现金流持续多年呈现大规模流出状态，且明显偏爱加杠杆的资本市场运作以博取收益；另一方面，公司区域集中度高，在合肥市调控政策出台的情况下错误的预判了形势仍然多重加杠杆进行资本运作，公司于 2018 年 10 月出现资管计划逾期，具体情况如下图所示。

图 14 国购投资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

公司项目区域集中度高，受区域调控政策影响大

2016 年下半年以来，在“房住不炒”政策背景下，国家层面调控政策持续加码，合肥市出台了一系列限购限贷政策，由于公司业务布局以合肥市为主，区域商品房销售放缓对公司的经营与发展产生了不利影响。

公司项目布局以商业地产为主，现金回笼较慢

公司项目布局以商业地产为主，去化和回款速度面临较大不确定性。截至 2017 年底，公司可售项目（包含在建项目和已竣工项目）的总规划可售面积 1027.00 万平方米，剩余可售面积 239.31 万平方米，其中剩余可售面积较大的京商商贸城（143 万平方米）业态以高层办公、底商为主，且区位较为偏远。

资本市场操作激进，且收购公司与地产主业无协同效应

2016 年 10 月 21 日，公司子公司国购产业控股有限公司与安徽省宁国市农业生产资料有限公司签署了《股份转让协议》，以 15.80 亿元受让司尔特 1.80 亿股流通股股份，占司尔

特已发行总股本的 25%，成为该公司控股股东。司尔特业务以化肥生产为主，对公司跨界经营和业务整合能力形成挑战，且与公司主业缺乏协同效应，在现金流本就不充裕且外部融资空间有限的情况下，多元扩张加速了公司资金消耗和风险积累。

财务政策激进，高度依赖借新还旧

短期偿债能力指标持续处于低位，流动性不充裕，现金类资产对短期债务覆盖度不足。从长期偿债能力看，公司债务负担重且财务紧绷，再融资空间受限，债务难以滚续。2015~2017 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.64 倍、0.54 倍和 1.02 倍，EBITDA 勉强覆盖利息。截至 2017 年底，公司因抵/质押等原因使用权受到限制的资产共 181.50 亿元，占资产总额的 40.52%，受限比例高，进一步制约了公司融资空间。

宏观去杠杆导致公司融资渠道收缩，在融资受限和债务集中到期的背景下资金链断裂

2018 年以来，受“去杠杆”影响，公司获得融资难度加大，融资渠道收窄，部分金融机构采取只收不贷的策略，导致公司流动性非常紧张；同时公司融资结构中非标资金占比较高，2017 年底以来，伴随银监会规范银信业务以及资管新规的出台，地产行业信托融资规模增长有所放缓，非标资金来源受限。另一方面公司在建项目面临持续资金压力，公司货币资金中较大比例使用用途受限，需用于项目工程建设等用途。公司较为紧张的资金链条在融资环境收紧和持续的集中兑付压力下最终出现断裂。

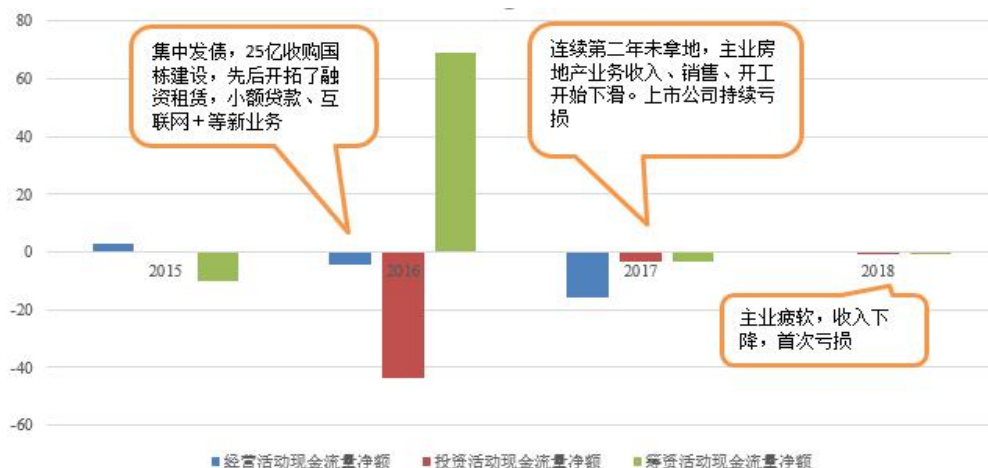
4. 正源地产

(1) 企业概况

正源地产开发有限公司（以下简称“公司”或“正源地产”）成立于 1992 年，主营业务包括住宅、商业地产、酒店和工业地产的开发与销售。2016 年，正源地产发行“16 正源 01”“16 正源 02”“16 正源 03”三笔合计 60 亿元公司债券，期限均为 2+1 年，均于 2019 年回售。同年，正源地产杠杆收购上市公司“国栋建设”23.7%股份，成为其实控人，后将其更名为“正源股份”，拟将地产业务注入上市公司借壳上市，但因政策变化而落空。2019 年 9 月，“16 正源 03”回售资金未全额支付，公司实质性违约。

我们将正源地产近年发展时间节点和现金流情况进行对比，回顾其发展历程可以发现：2016 年，正源地产推出“守正出新，房地产+”的企业发展战略，大举发债，杠杆收购国栋建设，进军建材业务，同时先后设立了融资租赁、小额贷款等新兴产业，并开拓“互联网+”等新兴业务。2017 年开始，市场调控趋严，主业承压下滑，上市子公司持续亏损，通过盲目举债的多元投资未实现预期收益，公司逐步失去造血能力，在融资收紧、债券集中到期的背景下，最终爆发债务危机，具体情况如下图所示。

图 15 正源地产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

主营业务不突出，项目周转速度较慢，业绩下滑，储备不足

公司房地产业务包括住宅开发、商业地产、酒店以及工业地产，主营业务不突出，项目开发周转速度较慢，项目变现能力相对较弱。2017年，公司协议销售面积同比下降35.32%，协议销售金额同比下降44.19%。截至2018年3月底，公司可售面积仅够支撑其一年的销售需求。

盲目多元投资且回报不及预期，主业造血能力逐步削弱

正源地产早期开发的“幸福e家”项目有一定的区域竞争力，口碑形象较佳，但2016年开始，正源地产盲目聚焦金融投资热点，借助于宽松的融资环境，大举发债，杠杆收购上市平台，进军建材、融资租赁，小额贷款、“互联网+”等新兴业务。2017年，公司房地产业务下滑，上市公司持续亏损，投资回报不及预期，筹资活动前现金流持续净流出，造血能力逐步削弱，并走向债务危机。

融资激进，债务集中到期，资金流动性承压

2016年，正源地产集中发行“16正源01”“16正源02”“16正源03”三笔合计60亿元公司债券，均于2019年进入回售期，集中兑付压力很大，为公司后续债务危机埋下伏笔。同年，公司支付25亿元以杠杆收购国栋建设，但入主国栋建设后正源地产便将全部股权质押给了渤海银行，其流动性压力初步显现。2017年开始，公司主营业务下滑，现金类资产不足，在建项目面临持续资金压力，母公司账面货币资金大幅下降，同时，在信用收缩背景下，融资难度加大，再融资空间收窄，在公司债券集中到期的情况下最终发生实质性违约。

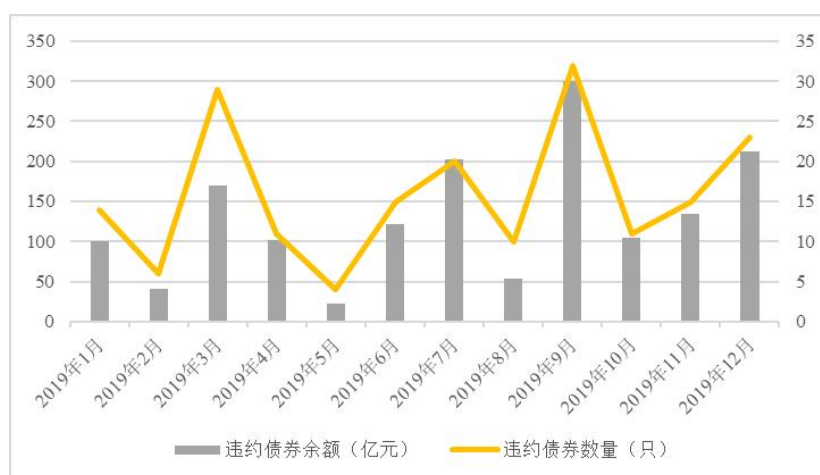
三、违约回收及处置分析

2019年，信用债到期规模高企并进入回售爆发期，信用收缩背景下债券市场信用风险持续暴露，违约主体仍以民企为主并向中高级主体蔓延。尽管违约房企通过多种方式应对已到期债务，但多数违约房企仍有大量逾期债务待偿，受融资环境收紧、经营资质恶化、资产变现困难、历史包袱沉重等因素影响，房企违约债券回收情况差，违约处置进程缓慢。

1. 违约概况

2019 年，信用债到期规模高企，进入回售期的信用债规模同比大幅增长，叠加经济增速换挡及金融去杠杆带来的信用收缩，弱资质高杠杆企业偿债压力依然很大，债券市场延期 2018 年态势，信用风险整体维持在较高水平，交易所和银行间市场共计 73 个主体违约，涉及 190 只债券。

图 16 2019 年债券市场违约时间分布（单位：只、亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 公开资料整理

从违约前债券级别来看，2019 年违约债券级别集中于 AA 及以下，但存在向中高级评级蔓延趋势，AAA 债券违约数量开始大幅增加；从违约类型来看，违约类型以未按时兑付本息和未按时兑付利息为主，但技术性违约、本息展期、场外兑付、要求撤销回售以及永续债展期或利息递延等“非违约”的“花式违约”形式频频出现。

表 10 2019 年违约债券级别和违约类型统计

违约债券发行时债券级别	未按时兑付本息	未按时兑付利息	未按时兑付回售款和利息	提前到期未兑付	未按时兑付本金	未按时兑付回售款	总计
无级别	23	3	7	6	--	--	39
A-1	8	--	--	--	--	--	8
AA	31	18	22	14	1	4	90
AA+	3	1	--	--	--	--	4
AA-	6	17	5	10	--	--	38
AAA	2	6	--	3	--	--	11
总计	73	45	34	33	1	4	190

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

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，银行间市场除一般中期票据大幅增长外，其他违约债券呈现多种类均衡态势，整体违约数量低于交易所市场。

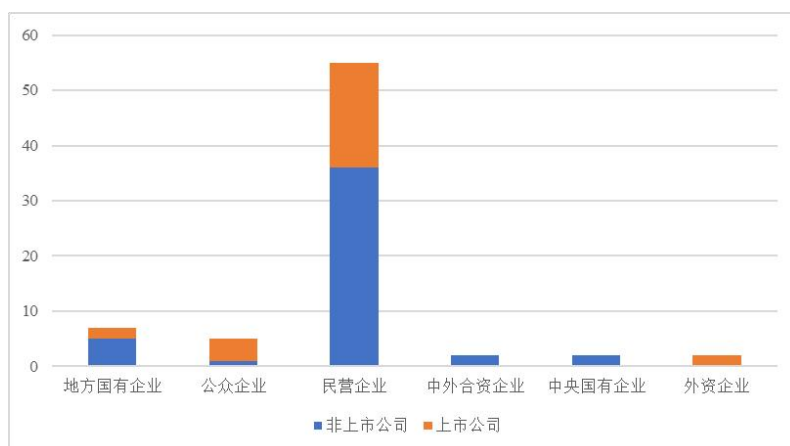
表 11 2019 年违约债券类型和交易市场统计

	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	总计
银行间	--	--	43	8	8	8	2	--	69
交易所	60	55	--	--	--	--	--	6	121
总计	60	55	43	8	8	8	2	6	190

资料来源：联合资信根据 Wind 公开资料整理

从违约主体类型来看，2019 年，民企依旧为主要违约主体，一方面，经济增速换挡，传统业务为主的民企盈利能力趋弱，供给侧改革使得民企聚集的中下游行业盈利再度受挤压；另一方面，信用收缩周期，叠加包商银行事件，中小银行信用供给进一步下降，对民营企业融资造成不利影响，主业不强、融资激进、业务过于多元的企业信用风险逐步暴露。此外，地方国有企业违约数量开始增加，主要分布在青海、辽宁、内蒙古等经济实力较弱，可调配金融资源有限的区域。

图 17 2019 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 2019 年房地产行业债券违约事件，违约企业共三家，均为中小型企业，具体信息如下：

表 12 2019 年违约房企基础信息

企业名称	新昌集团	国购投资	正源地产
企业性质	香港企业	民营企业	中外合资
所属行业	建筑与工程业	房地产业	房地产业
是否上市	是	否	否
发行时主体评级	--	AA	AA
评级机构	--	联合评级	联合评级
担保方	无	国购产业控股有限公司、合肥华源物业发展有限责任公司	无
违约市场	香港联交所	交易所	交易所
违约债券支数	2 支	9 支	2 支
违约金额	4.5 亿美元	47.90 亿元	33.54 亿元

当前逾期本息	--	44.73 亿元	36.95 亿元
当前债券余额	0	47.90 亿元	33.54 亿元
首次违约时间	2019 年 1 月	2019 年 3 月	2019 年 9 月

注：“违约金额”包含触发交叉违约保护条款导致违约情况

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从债券违约回收率¹来看，截至 2021 年 11 月 25 日，2019 年全行业债券平均违约回收率为 37.15%。2019 年房地产行业违约债券中，除“16 国购 01”“16 国购 02”和“16 国购 03”已兑付部分逾期本金外，其余违约债券均尚未兑付逾期本息，2019 年房地产行业债券平均违约回收率仅 2.25%，回收率极低。

3. 处置情况

2019 年，国内房地产债券违约处置方式主要有**破产重整**、**出售资产**和**抵押物处置**等，尽管违约房企能够积极采取措施自救，**但最终能够成功完成重整或重组的仍为少数，多数违约房企仍有大量逾期债务待偿**。下文主要从违约处置方式角度分析违约处置情况（正源地产公开资料有限，后续违约处置难以获取）：

（1）违约处置方式一：破产重整——国购投资

违约后，国购投资采取破产重整等多种方式偿债，目前公司已与中航信托等多家国有资管公司磋商，并制订重整计划草案，与债权人广泛沟通，并提交至第二次债权人会议表决。国购集团及其下属公司因流动性问题陷入债务危机，导致大量诉讼和执行案件集中爆发，多家公司银行账户和资产被冻结和查封，公司生产经营受到严重影响，财产面临被强制执行的风险。国购投资违约处置过程梳理如下：

表 13 国购投资违约处置过程梳理

时间	关键词	事件	结果
2019 年 9 月	破产重整	安徽省合肥市中级人民法院依法准许安徽国购科技股份有限公司等 32 家公司与国购投资等十一家公司实施合并重整	破产重整管理人于 2019 年 9 月进驻国购投资，公司在破产重整管理人的监督下自行管理财产和营业事务
2021 年 1 月	诉讼	安徽省高级人民法院判决安徽国商股权投资有限公司于判决生效之日起 10 日内支付中国华融资产管理股份有限公司安徽省分公司重组债务本金 18000 万元和重组宽限补偿金 2775 万元	已判决，未执行

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总结：违约后，国购投资与破产重整管理人积极引进重整投资人并参与谈判，采取公司自营模式重整，旗下部分项目陆续复工交付，但公司目前大部分在建项目仍处于停工状态，销售回款受到严重影响，最终能否重整成功仍存在不确定性。

¹ 注：债券违约回收率反映违约债券后续偿付情况，公式：债券违约回收率=已兑付本金/违约日债券余额，统计数据取自 wind，行业划分依据 wind 行业分类标准

（2）违约处置方式二：出售资产——新昌集团

违约后，新昌集团通过低价出售旗下核心资产改善流动性，但仍深陷债务危机，面临破产清算风险。

表 14 新昌集团违约处置过程梳理

时间	关键词	事件	结果
2018 年 9 月	引入战投	北控城市开发同意以包括北京中基信和置业有限公司、高慧国际有限公司等 11 家项目公司估值为基础，以注资及股份认购方式持有项目公司 51% 权益，以共同开发项目公司于北京、广州、佛山、铁岭、天津及泰安的物业项目	已完成注资，并为项目公司提供借款
2018 年 12 月	抵押物处置	VMSInvestment Group Limited 作为贷款人及承押记人把其在或有关贷款、贷款协议、股份押记一及股份押记二中的所有权利、所有权及权益转让给 UltimateAchieve。 随后，UltimateAchieve 作为新的贷款人及承押记人可以在不另行通知或授权的情况下出售、处置或变现新昌亚仕达屋宇设备有限公司及新昌亚仕达屋宇设备（亚洲）有限公司之全部或任何部分股份	对价 6000 万港元出售成功
2019 年 1 月	临时清盘	该公司委任德勤关黄陈方会计师行的杨磊明及何国樑以及 Deloitte Ltd. 的 Rachelle Ann Frisby 为该公司的共同临时清盘人的申请	2019 年 2 月 19 日，法院对申请变更共同临时清盘人或 VMS 针对公司于 2019 年 1 月 17 日提交之清盘呈请书进行聆讯，以委任新任共同临时清盘人。法院已作出 VMS 呈请书内寻求命令，且新任共同临时清盘人已获委任并将即时生效

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总结：2019 年公司已委任临时清盘人对公司资产进行处理，用以偿还公司债务，但偿债进程并不乐观。同年年底，联交所宣布取消新昌集团控股（股票代码：0404.HK）的上市地位。

四、启示

2019 年，中小民营房企违约常态化，信用债市场风险水平以及信用风险特征延续 2018 年态势：去杠杆的大背景下，房企融资边际收紧，地方调控因城施策，行业基本面受到一定冲击，但销售回款依然能够为行业内企业提供信用支撑，坚持主业的房企风险开始暴露尚且可控，但去化困难和多元化占用资金的中小房企风险持续发酵，该类企业自身在经营管理、

战略方向等方面存在的诸多问题也逐步传导至资金流动性层面，并面临 2016 年前后盲目举债造成的集中兑付回售压力。预计若未来融资端继续收紧或销售端明显下滑，则行业流动性危机将大爆发。

2019 年中高评级债券违约数量增长，因此需警惕流动性风险向中大型、高评级房企蔓延，需关注已在违约房企中普遍暴露的存货质量、区域布局及去化周转问题。2019 年，中央首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，显示监管层面对房地产强监管，以时间换空间的政策定力及方向，可通过在融资端及销售端逐步加压测试，以判断中大型房企的流动性情况及债务的偿还能力。另外，从债务安全角度看，不管是房企多元化扩张还是业务转型，都伴随着大量的资金需求，步伐太快容易形成新业务尚未带来稳定收益和现金流而债务却快速积累的局面，会削弱其整体偿债能力。