

中资房企信用风险年鉴（2020 年）

联合资信 曹梦茹 朱一汀 于思远 王逸菲 于长花

摘要：

2020 年，受新冠疫情影响，国家采取宽松的调控政策，资金面整体流动性充裕，但“房住不炒”的政策总基调保持不变，短期内限购、限贷、限售等政策难以放松，国家对流入房地产市场的资金持谨慎态度，调控政策也在疫情得到控制后逐渐加码且调控政策发力点开始转向企业融资端（三道红线），房地产企业融资难度大幅增加。从销售数据来看，行业销售面积及销售金额创历史新高，销售端的资金快速回笼可以在一定程度上延缓地产风险的集中暴露，但在融资受限的背景下，违约房企由非典型房企向典型房企过渡、由中小型房企向大型房企过渡的特点越发明显，具有“高杠杆、慢回款”特点的房企年内受冲击最为明显、流动性危机凸显，并开启了千亿房企违约的序章。

不同于以往的中小型/非典型房企违约，2020 年违约房企以大中型/典型房企为主，开启了行业危机大爆发的前奏。资金沉淀及占用明显、多存在早期激进拿地且高债务杠杆经营特征的房企，在调控政策向企业融资端发力的背景下，再融资受阻，对销售回款的依赖程度进一步上升；具备慢回款特征的房企难以实现资金的快速回笼，内生现金流仍然紧张且未出现明显改善，债务危机持续蔓延。高杠杆、回款慢的房企抗风险能力相对较弱，大而不倒信仰崩塌。同时，年内激进拿地房企的未来销售去化情况值得关注，需警惕由销售下滑引起的资金链断裂风险。

经历了近两年中小型房企违约事件，多数房企在出现流动性紧张时采取多种措施进行自救，但最终能够真正缓解债务压力、度过违约难关的仍为少数。2020 年，国内房地产债券违约处置方式主要为破产重整、股权处置和破产和解等，多数房企仍有大量逾期债务待偿。同时，随着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，加上处置过程涉及多重权益人利益所导致的进程缓慢，行业违约债券回收率很差。

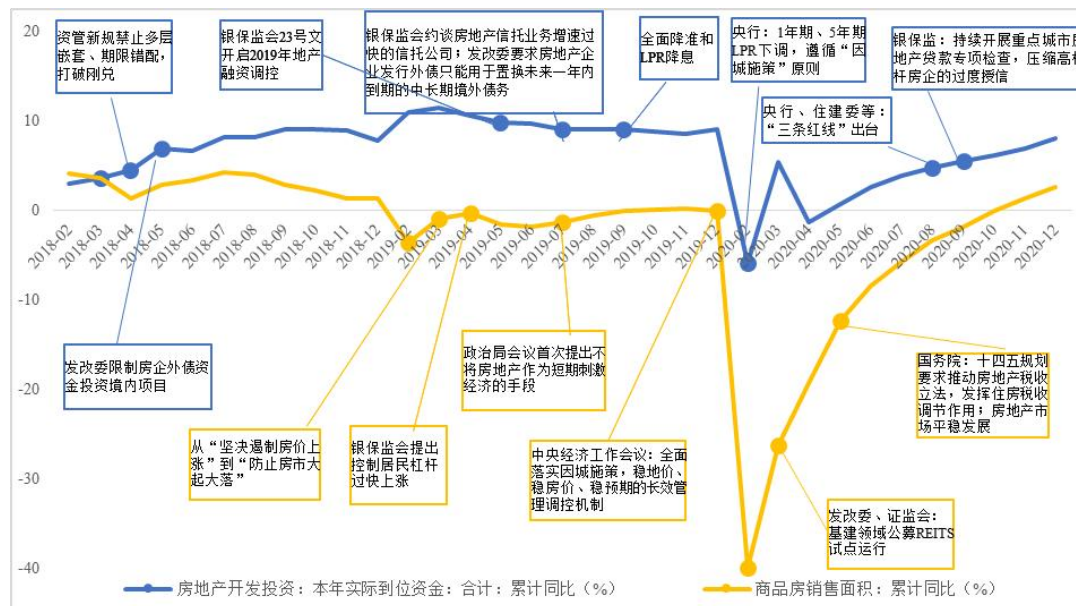
本文通过对 2020 年违约企业的违约共性和差异进行分析；同时，针对已违约的房地产企业债券回收及处置进行分析，以期对未来的投资价值分析提供一定帮助。

一、宏观及市场环境分析

2020年，国家仍对流入房地产市场的资金持谨慎态度，“房住不炒”的政策总基调保持不变，调控政策在新冠疫情得到控制后逐渐加码且调控政策发力点开始转向企业融资端，“借新还旧”的债务偿还模式难以为继。虽然行业销售金额再创历史新高，销售端的资金快速回笼在一定程度上延缓了地产风险的集中暴露时间，但在上述背景下，“高杠杆、慢回款”特征的房企成为了第一批迎来流动性危机的大中型典型房企，同时年内激进拿地的民营房企未来信用风险爆发的概率大幅上升。

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。2020年受房地产行业“三道红线”等政策影响，房地产行业累计实际到位资金低位增长，累计销售面积持续负增长，具体政策和行业走势对应如图1所示。

图1 2018—2020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—总体偏紧

2020年中央调控总基调为“房住不炒、因城施策”，根据市场情况调节调控力度。2020年调控分三个阶段，2020年1月，延续2019年底的收紧政策，继续加大调控力度；第二阶段为2月下旬至4月中上旬，受新冠疫情影响，经济下行压力较大，中央采取了较为宽松的调控政策，对房地产市场施行“一城一策”，管控力度有所放松；第三阶段是4月下旬到年底，经济运行逐渐平稳，房地产市场出现过热现象，中央对房地产调控力度逐渐增强，除加强各类资金进入房市的金融监管力度，“三道红线”等强监管政策也持续加码。

2020年伊始，房地产总体调控政策延续2019年偏紧的政策基调。2020年1月，中央出台的各项政策，继续强调“房住不炒”，加大资金流入房市的监管力度，严防信贷资金违规

流入房地产市场，采取趋紧的金融监管政策。

表 1 2020 年 1 月中央有关房地产政策或重要会议汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月 3 日	银保监会	发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，要求银行保险机构落实“房住不炒”的定位，严格执行房地产金融监管要求，防止资金违规流入房地产市场，抑制居民杠杆率过快增长，推动房地产市场健康稳定发展
2020 年 1 月 7 日	央行	2020 年工作会议：保持稳健的货币政策灵活适度，坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战，加快建立房地产金融长效机制
2020 年 1 月 13 日	银保监会	银保监会副主席国新办新闻发布会问答上表示，2020 年坚决落实“房住不炒”要求，严格执行授信集中度等监管规则，严防信贷资金违规流入房地产市场，持续遏制房地产金融化泡沫化

资料来源：联合资信根据公开资料整理

随着疫情的爆发，经济承压较大，中央指出积极的财政政策更加有为，稳健的货币政策更加灵活，通过减税降费、两次“降准降息”等手段，货币环境较为宽松，社会资本流动性增强。房地产市场在“房住不炒”定位下，因城施策，各地根据本区域情况出台了一系列扶持政策，需求端包括人才购房补贴、落户放松等，供给端包括允许延期缴纳土地价款、延长开工期限、放款预售审批、下调资金监管要求等，房地产市场相对宽松，一季度房地产市场融资规模小幅上升。

表 2 2020 年 2—4 月中央有关房地产政策或重要会议汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月 21 日	央行	2 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期贷款市场报价利率（LPR）为 4.05%，5 年期以上 LPR 为 4.75%。1 年期和 5 年期 LPR 较 1 月 20 日分别下调 10 个基点和 5 个基点
2020 年 2 月 22 日	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020 年 2 月 25 日	银保监会	银保监会媒体通气会上表示，房地产金融政策没有调整和改变，房地产金融政策遵循“一城一策”的原则，各地方可根据其疫情和自己地区的情况进行安排
2020 年 2 月 26 日	住建部	发布《关于加强新冠肺炎疫情防控有序推动企业开复工工作的通知》，在资金方面要加快推动银企合作，鼓励商业银行对信用评定优良的企业，在授信额度、质押融资、贷款利率等方面给予支持，有效降低企业融资成本
2020 年 3 月 16 日	央行	实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，此外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款
2020 年 4 月 3 日	央行	农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点

资料来源：联合资信根据公开资料整理

随着新冠疫情得到控制，复工复产稳步推进，出现房地产土地市场过热、热点城市房价上涨明显的情况，4 月召开中央政治局会议，再次强调“房住不炒”，房地产调控政策逐渐加码，房企融资环境收紧，房地产市场融资规模持续下降。

表 3 2020 年 4 月下旬至 12 月中央有关房地产政策或重要会议汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 4 月 17 日	中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 4 月 22 日	银保监会	国新办发布会，银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月 8 日	银保监会	《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，办法坚持从紧从严的监管导向，

		控制具有影子银行特征的信托融资规模，严格限制通道类业务，要求信托公司加强资金信托风险管理，限制杠杆比例和嵌套层级，实现风险匹配、期限匹配，防范风险向信托公司不当转移或向金融体外溢
2020 年 5 月 10 日	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2021 年 5 月 22 日	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 6 月 2 日	央行、银保监会、发改委、财政部等八部委	发布《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》，强调商业银行要提高政治站位，把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域
2020 年 7 月 17 日	银保监会	发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，贷款资金不得用于购房及偿还住房抵押贷款、股票、债券、期货、金融衍生产品和资产管理产品等投资，不得用于固定资产和股本权益性投资等
2020 年 8 月 20 日	央行、住建部等	房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 9 月 14 日	央行	国务院政策吹风会，重点房企资金监测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 9 月 15 日	银保监会	新闻通气会上表示，将持续开展 30 多个重点城市房地产贷款专项检查，压缩对杠杆率过高、财务负担过重房企的过度授信，加大对“首付贷”、消费贷资金流入房市的查处力度
2020 年 11 月 3 日	央行、银保监会	发布《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》，意见提出，网络小额贷款不得用于从事债券、股票、金融衍生品、资产管理产品等投资；购房及偿还住房抵押贷款
2020 年 12 月 31 日	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2. 关键词 2：融资环境—先松后紧

融资环境方面，虽然国家加大对经济下行的宽松货币政策，提供充裕的流动性，但仍控制进入房地产市场的各类资金，2020 年房市资金仍趋于紧张。2020 年初融资环境持续收紧，2020 年 2—4 月融资环境有所放松，叠加各地扶持政策，房地产市场融资难度和融资成本有所下降。2020 年 4 月下旬至年终，由于房地产调控政策不断加码，融资难度和融资成本逐渐上升。2020 年，房地产开发投资实际到位资金同比增长 8.12%，房地产行业债券发行规模达 6748.11 亿元，同比增长 23.33%。

图 2 2018—2020 年房地产开发投资实际到位资金情况



资料来源：Choice，联合资信整理

具体来看，银行方面，2020 年出台的各项政策加大对信贷资金流入房地产市场的监管力度，央行、住建部召开的房企座谈会提出了重点房企资金监测和融资管理规则(三条红线)，限制房企有息负债规模。《商业银行互联网贷款管理暂行办法》规定，贷款资金不得用于购房及偿还住房抵押贷款，2020 年 9 月，银保监会在新闻通气会上表示，将持续开展 30 多个重点城市房地产贷款专项检查，压缩对杠杆率过高、财务负担过重房企的过度授信，加大对“首付贷”、消费贷资金流入房市的查处力度。在相关政策的影响下，银行对房地产企业的授信额度趋紧，银行流向房地产行业的资金普遍降至低位。2020 年房地产贷款余额增长缓慢，同比增速持续下降。

图 3 2018—2020 年房地产贷款余额

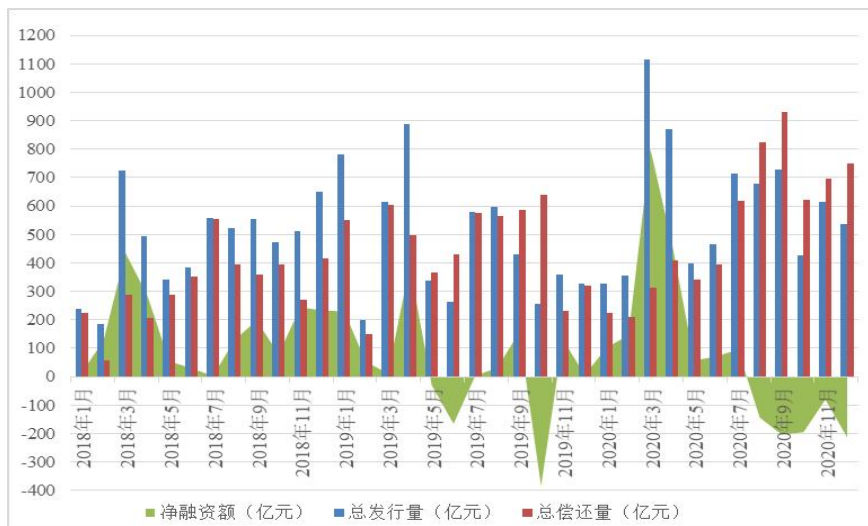


注：个别数据缺失

资料来源：Choice，联合资信整理

信用债方面，《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，强调坚持从紧从严的监管导向，控制具有影子银行特征的信托融资规模，严格限制通道类业务，要求信托公司加强资金信托风险管理，限制杠杆比例和嵌套层级，实现风险匹配、期限匹配。央行、银保监会等八部委发布《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》，强调商业银行要把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域。虽然相关政策监管力度加大，但信托资金监管的政策尚未实施，2020 年到期债券规模较高，信用债总偿还量为 6325.68 亿元，同比增长 14.70%，总发行量为 7224.50 亿元，同比增长 28.24%，2020 年债券净融资规模大幅增长。其中，2020 年上半年受宽松政策及到期债务较少的影响，净融资额大幅上升；2020 年下半年，随着“三道红线”等政策持续加码，叠加房地产市场到期债券总规模大幅攀升，净融资额为负。

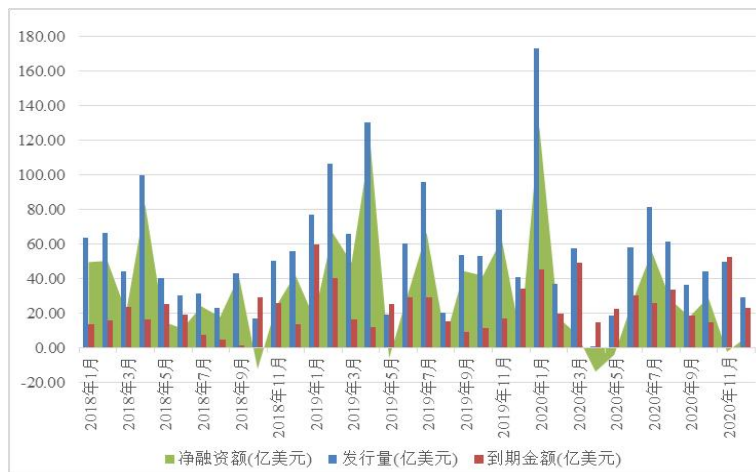
图 4 2018—2020 年房地产企业国内信用债融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

美元债方面，2020年中资美元债发行市场呈现V形走势，3月份新冠疫情全球暴发导致一级市场发行困难，上半年发行规模下滑较大，其中第二季度发行规模同比下滑42%；2020年下半年，随着国内经济复苏，美元债发行量上升较大。在融资成本方面，2020年由于全球性宽松货币政策环境、市场风险偏好及美国国债票息走低带来的低息环境，房地产企业发行成本小幅下降。美元债发行量同比下降19.42%，美元债到期金额同比增长16.69%，净融资额大幅下降，同比减少40.84%，2020年美元债融资仍是净流入状态。

图5 2018—2020年房企美元债融资情况



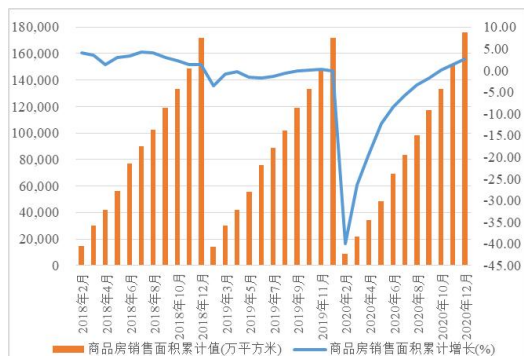
资料来源：Wind，联合资信整理

3. 关键词3：市场交易—先抑后扬

从市场表现看，受新冠疫情影响，2020年一季度商品房交易量大幅缩减，房企售楼部等传统销售手段遇阻，在融资受限及面临债务大额到期的背景下，各大房企均采取打折促销、直播、在线看房等方式力保销量。随着复工复产的推进，叠加中央宽松货币政策及地方各项

扶持政策，房企加大推盘以保障回款，二季度商品房销售面积和销售额恢复至疫情前水平，下半年商品房交易量高于2019年。2020年，商品房销售面积17.61亿平方米，同比增长2.6%，商品房销售额17.36万亿元，同比增长8.7%，销售面积和销售额均创新高，全年增速高于上年。

图6 商品房销售面积及增速



资料来源：国家统计局，联合资信整理

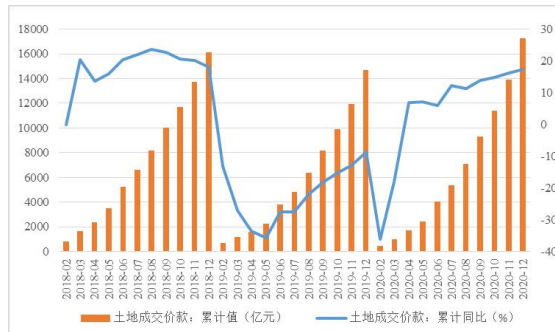
图7 商品房销售额及增速



资料来源：国家统计局，联合资信整理

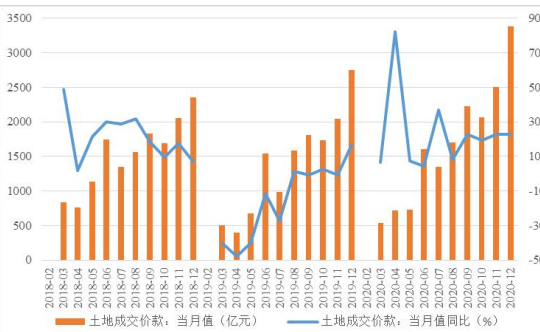
土地购置方面，新冠疫情导致2020年第一季度房企拿地规模较小，进入第二季度后，为满足补库存需求，房企拿地规模迅速增长，2020年下半年拿地增速保持平稳，2020年土地成交价款累计值达到17269亿元，同比增长17.4%，增长幅度较大。

图8 房地产投资：土地累计成交款及增速



资料来源：国家统计局，联合资信整理

图9 房地产投资：土地累计成交款及增速



资料来源：国家统计局，联合资信整理

从企业角度来看，2020年，在全国经济下行的背景下，房企发展趋势下行压力明显增加。在房地产行业整体规模放缓和“三条红线”的标准下，“高杠杆”式扩张已无法持续，部分房企为了加快周转回现金流缓解流动性压力，大规模进行降价促销，通过“以价换量”的方式实现业绩的增长。同时伴随着大规模债务集中回售或到期，再融资受限的情况下，部分房企通过对业务部门进行合并重组，对人员进行优化的方式降低成本，对企业自身经营的稳定性亦造成了不利影响。

从房企拿地销售比来看，2020年拿地金额TOP100房企拿地总金额为32337亿元，同比增长14%，约五分之二房企拿地销售比高于40%。2020年，销售TOP50房企拿地销售比均高于2019年，拿地支出增加将对房企的债务偿还能力造成不利影响。

表 4 销售 TOP100 企业各梯队连续 3 年拿地销售比

拿地销售比	2020 年	2019 年	2018 年	较 2019 年变化情况
TOP1—10	0.32	0.31	0.40	持平
TOP11—20	0.46	0.43	0.39	上升
TOP21—30	0.44	0.28	0.38	上升
TOP31—50	0.35	0.34	0.30	持平
TOP51—100	0.33	0.36	0.32	下降
百强平均	0.37	0.34	0.38	上升

数据来源：企业公告，CRIC，数据截止至 2020 年 11 月末

二、具体违约企业分析

地产行业“马太效应”突显，破产清算不再只是抗风险能力弱的小型/非典型房企需要面对的难关，生存危机已逐步蔓延至中大型/典型房企。整体看，2020 年，随着企业融资端的收紧，加之资产处置难度上升，房企债务危机持续蔓延。以高杠杆且慢回款为经营特征的房企首当其中，信用水平下滑明显，年内首次出现千亿规模房企违约，“大而不倒”的信仰崩塌。

1. 2020 年违约房企异同点汇总

（1）行业因素

与往年不同的是 2020 年房企违约事件不再局限在民营中小型企业，首次出现了“千亿房企”及国有房企，在宏观经济下行、行业景气度低迷的背景下，债务危机开始向中大型房企蔓延，信用环境持续收紧，融资受限导致“大而不倒”的信仰遭受冲击。地产债多采用“3+2”或“2+1”的期限结构设计，这批债券的回售高峰集中在 2018—2020 年，2019 年进入回售期的信用债金额更是巨大，达 1.8 万亿元，为 2017 年回售总额的 4 倍。如此大金额的还款加之融资端受限，以往依赖再融资的模式难以为继，流动性紧张的房企最终债务违约。

（2）企业因素

2020 年违约房企仍采用较传统的发展模式，即高杠杆模式，在融资宽松时激进举债扩张造成企业负债不断攀升，融资端收紧后企业流动性压力暴增，在债务集中到期时，企业流动性紧张加剧，从而不得不选择变卖资产换取现金，但随着资产处置难度提升，最终债务违约。

表 5 2020 年违约房企特点汇总

违约特点	三盛宏业	泰禾集团	福建福晟	天房集团	重庆爱普
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	√	√	√	√	--
高杠杆、债务规模大	--	√	√	√	√
销售回款慢	--	√	√	√	--
合作开发比例高	--	√	√	--	--

资料来源：联合资信整理

2. 重庆爱普

(1) 企业概况

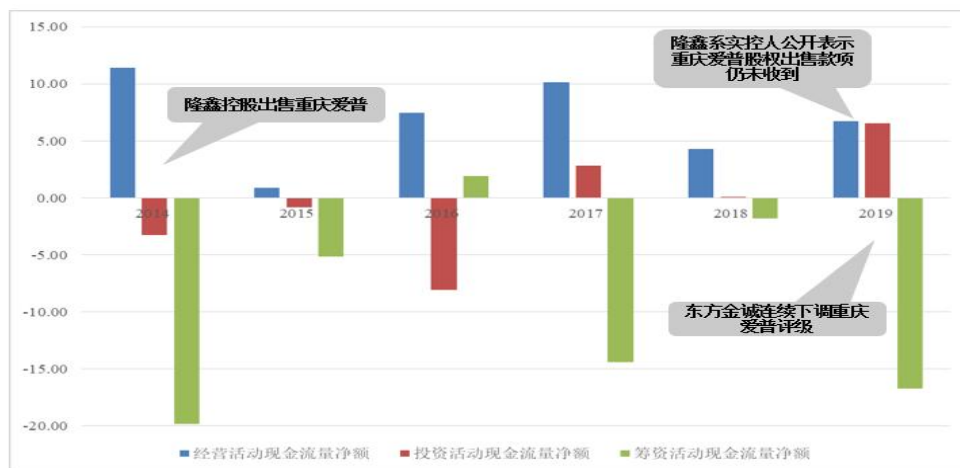
重庆爱普地产（集团）有限公司（以下简称“重庆爱普”），于 1996 年成立，业务涵盖房地产开发销售、酒店管理、物业管理等，主要发展区域为重庆、四川、云南、海南等地区。

重庆爱普曾经为隆鑫控股有限公司（以下简称“隆鑫控股”）的地产运营板块，后股权发生多次变动。隆鑫控股旗下有 4 家上市公司，一家上市银行（参股）及其他多个产业板块，涵盖工业、环保、汽车贸易、金融投资等，隆鑫系实控人为涂建华。2019 年 4 月开始，涂建华持有的隆鑫通用动力股份有限公司（603766.SH，以下简称“隆鑫通用”）股权被司法冻结，截至 2021 年 11 月底，隆鑫控股持有的隆鑫通用 50.07% 股权仍处于司法冻结和轮候冻结状态。除此之外，涂建华间接持股的上海丰华（集团）股份有限公司（600615.SH，以下简称“丰华股份”）和重庆农村商业银行股份有限公司（601077.SH）也全部被司法冻结和轮候司法冻结。

截至 2021 年 11 月底，重庆爱普控股股东为重庆新上邦实业有限责任公司，法定代表人何才有，实控人为福嘉国际有限公司。

我们将重庆爱普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：重庆爱普自 2011 年起转型发展旅游及商业地产，2014 年隆鑫控股出售重庆爱普股权。受重庆爱普战略转型影响，其经营活动现金净流入波动较大，筹资活动现金流大多呈净流出状态。2014—2019 年，重庆爱普每年偿还利息支出约 8 亿元，债务负担重，住宅销售回款大多用于偿付债务及利息。

图 10 重庆爱普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

重庆爱普战略转型，偏向易沉淀大量资金的商业和旅游地产，并较多使用非标融资，财务政策激进。在发展初期，重庆爱普主要开发周期较短、资金沉淀压力小的住宅产品，并集中在购买力相对强的重庆主城区。2011年4月，重庆爱普启动全国战略，开发方向大多是占用资金量大且回款周期慢的商业地产、旅游地产。旅游地产方面，重庆爱普共有6个旅游地产项目，最大单体投资额100亿元。商业地产方面，在重庆房价涨幅缓慢，写字楼空置率高企的背景下，重庆爱普获取数个大体量商业项目，最大单体项目总投资额达80亿元，隆鑫控股曾因为重庆爱普商业地产项目提供担保而被信托方追责。此外，自2017年起，重庆爱普多次将股权质押给中诚信托。

重庆爱普债务负担重，现金流状况恶化，融资渠道受阻。2018年，重庆爱普债务水平登项，表内债务75.91亿元。重庆爱普其他应收款和其他应付款规模庞大，截至2019年底分别为78.91亿元（占总资产的39.16%）和58.28亿元（占总负债的33.52%），或存在较多隐藏债务，结合利息支出看，重庆爱普债务负担重。2019年重庆爱普取得借款收到的现金仅为5.01亿元，较2018年下降87.07%，且为其唯一的融资来源，导致其筹资活动现金净流出16.72亿元。2017—2019年末，重庆爱普现金类资产保持极低金额，仅为个位数，在不考虑大额关联方往来中隐藏的有息债务的情况下，其现金短期债务比在0.22~0.05倍之间波动。重庆爱普历史上股权出质次数较多，2017—2019年达到高峰，股权出质方多为金融机构，侧面反映出其融资渠道狭窄，已无以为继。

重庆爱普涉及复杂股权运作，或降低其经营效率及经营稳定性。根据隆鑫通用招股说明书及重庆上市房企渝开发股份有限公司定增预案显示，重庆爱普股权多次在隆鑫控股及其关联方之间变动，持续处于复杂股权运作中，或对其经营造成不利影响。

3. 泰禾集团

(1) 企业概况

泰禾集团股份有限公司（以下简称“泰禾集团”）成立于1992年，泰禾集团项目主要围

绕着以北京为中心的京津冀、以上海为中心的长三角、以广深为中心的珠三角以及福建的福州、厦门等主要经济发达区域，并辐射二线省会及核心城市。泰禾集团主营住宅地产、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黄其森。

截至 2021 年 11 月底，泰禾集团共 8 只债券处于违约状态。

我们追溯泰禾集团的发展历程与现金流情况并进行对比，回顾其发展历程我们可以发现：一方面，泰禾集团自 2011 年以来，采取较为激进的财务策略，以持续加杠杆（信托等非银融资占比逐年加大）的方式加速发展扩大规模，经营活动现金流持续多年呈现大规模流出状态；另一方面，泰禾集团在获取土地时，逐年加大了收并购方式获取项目的比例，采取收并购获取的项目成本上具备一定的优势，但却存在较多表外债务以及管理隐患等风险。具体情况如下图所示。

图 11 泰禾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

泰禾集团项目主要位于一二线核心城市且住宅以中高端为主，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，一二线城市相继出台了一系列限购限贷政策，由于泰禾集团业务布局以北京、福建以及其他一二线城市为主，且产品以中高端住宅为主，受区域房地产市场限购、限价等调控政策的影响，存在去化速度慢等不利因素，上述原因导致泰禾集团现金回笼较慢，对其内生现金流影响较大。

泰禾集团采取收并购的方式加速扩张，或有负债风险较大。2016 年下半年前，泰禾集团土地获取方式主要为直接参与土地竞拍，此后为降低成本同时加速扩张，泰禾集团减少了在公开市场拿地，加大了项目并购力度。收并购项目流程复杂，项目周期长且存在或有负债风险较大。2018 年 10 月，泰禾集团因子公司未支付收并购项目股权转让款涉诉。

宏观去杠杆导致泰禾集团融资渠道收缩，且泰禾集团债务负担重，在融资环境收紧和债务持续集中到期背景下资金链最终断裂。从偿债能力来看，2016—2018 年，泰禾集团现金短期债务比分别为 0.39 倍、0.26 倍和 0.44 倍。泰禾集团现金类资产不足，对短期债务

覆盖程度弱，致使其短期偿债能力指标持续处于低位，债务偿还高度依赖借新还旧；长期偿债能力方面，泰禾集团 EBITDA 利息倍数分别为 0.48 倍、0.46 倍和 0.46 倍，EBITDA 无法覆盖利息，激进的财务政策导致其财务持续紧绷。

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，非标资金来源亦受限。泰禾集团融资结构中非标资金占比较高，受宏观“去杠杆”影响，泰禾集团获得融资难度加大，融资渠道收窄。同时，泰禾集团资产受限程度高且股权质押比例始终维持在较高水平，进一步融资空间有限。自身再融资空间有限，叠加宏观去杠杆融资渠道收紧，泰禾集团债务难以滚动。另一方面泰禾集团在建项目规模较大，面临持续资金压力。最终，泰禾集团较为紧张的资金链在融资环境收紧和持续的集中兑付压力下出现断裂。

泰禾集团高级管理人员频繁变动，对其经营的稳定性产生不利影响。2018 年以来，泰禾集团高级管理人员频繁变更。2018 年 1 月—2020 年 3 月，泰禾集团近 2 年半内，更换数名总经理及 3 名财务总监，对其经营的稳定性产生了不利的影响。

4. 天房集团

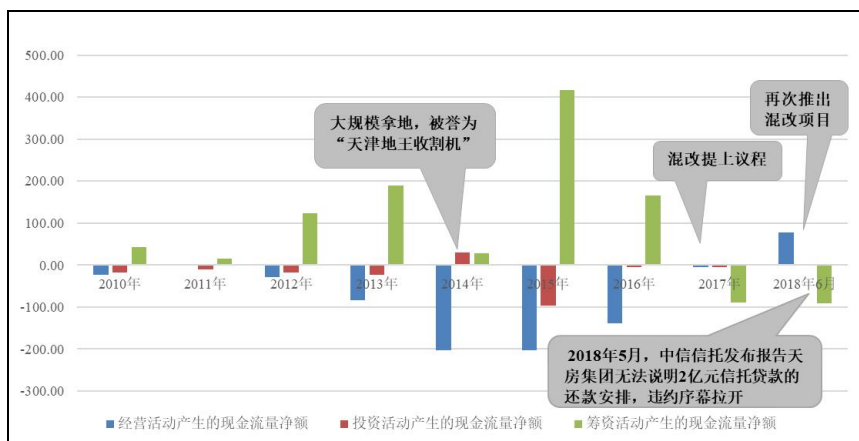
(1) 企业概况

天津房地产集团有限公司（以下简称“天房集团”）是天津市最大的国有房企，前身是 1981 年成立的天津市建设开发公司，后于 2014 年由原天津市房地产开发经营集团有限公司和天津市房地产信托集团有限公司（以下简称“天津房信”）资产重组而成。天房集团自 2014 年以来耗资千亿元拿地，在全国范围内激进扩张，其盈利能力却逐年下降，近年来甚至陷入连年亏损的境地，其经营问题积重难返，在宽松融资政策的浪潮退去后，成为了曝晒在巨额债务沙滩上的裸泳者。

2020 年 8 月 24 日，天房集团子公司天津房信债券“16 房信 01”发生实质违约。

回顾天房集团的发展历程我们可以发现，天房集团一直采取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；天房集团“多出少进”，2017 年起行业外部环境快速收紧对天房集团销售及融资造成了冲击，举债扩张的模式难以维继，具体情况如下图所示。

图 12 天房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

连年亏损，主业盈利能力差。天房集团盈利能力差，净利润连续三年维持亏损状态，2016年、2017年和2018年上半年净利润分别为-3.98亿元、-22.06亿元和-9.70亿元。天房集团盈利状况无法提供足够的现金支持。

不计成本激进拿地，形成财务高杠杆，债券集中到期压力大。天房集团近年来持续高价拿地，在高杠杆的资金压力下，其激进的拿地策略进一步压缩了利润空间，同时其融资成本高于行业，毛利率连年下降。截至2018年6月，天房集团资产负债率为97.36%，经营负债程度高，融资弹性较小，偿债能力较弱，依赖于借新还旧；截至2018年6月底，天房集团累计在56家金融机构的负债超过千亿元；首次违约前夕，公司有9支债券将在未来一年内到期，金额超190亿元。大规模的到期债务、疲软的经营情况加上不断收紧的融资端，天房集团债务危机一触即发。

过度担保，连环违约。天房集团曾对其子公司天津房信进行了大规模的担保，天津房信对其担保依赖度高；而截至2020年6月30日，天房集团子公司天津市房地产发展（集团）股份有限公司（以下简称“天房发展”）对外担保余额约19.96亿元，对子公司担保余额约为32.29亿元，担保总额达52.15亿元，占天房集团净资产比例的111.9%，其一己之力带动多家子公司资金周转显得吃力。天津房信首支违约债券“16房信01”由天房集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2020年8月25日天津房信违约后仅时隔半年，天房集团便实质违约，天房集团资金链实在捉襟见肘。

负面新闻集中爆发，进一步加大后续融资难度。2019年以来，天房集团因为债务纠纷，被渤海国际信托股份有限公司、中信信托有限责任公司、北京国资融资租赁股份有限公司、平安银行股份有限公司郑州分行等多家机构发起诉讼。从2020年3月份起，天津房信被法院列入7条被执行人名单，执行标的总金额为2.8亿元；2018年以来，国民信托有限公司、天津渤海国有资产经营管理有限公司、上海国际信托有限公司等多家公司质押了天津房信的股权。

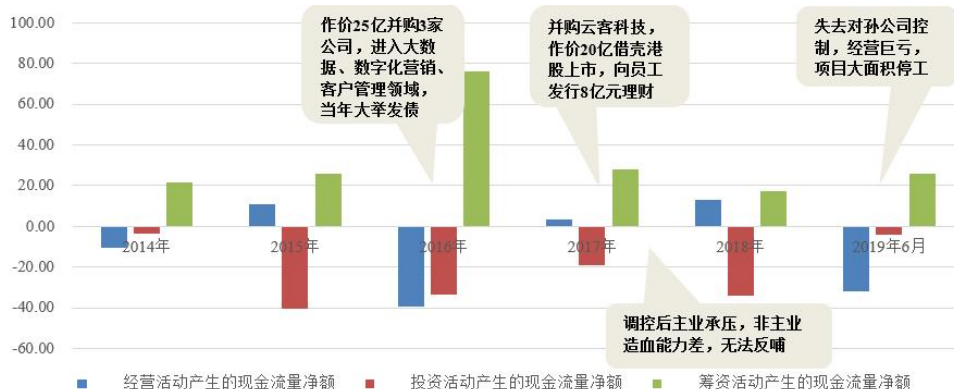
5. 三盛宏业

(1) 企业概况

上海三盛宏业投资（集团）有限责任公司（以下简称“三盛宏业”）为民营企业，原为一家房地产开发企业，主要房地产项目位于上海、浙江、广东、安徽、辽宁等地。自 2016 年起，三盛宏业进行多元化业务转型，以 25 亿并购三家公司，进入大数据、数字化营销、客户管理领域；2017 年，以 20 亿港元借壳港股上市，进入科创及大数据、海洋投资、金融投资、城市建设、文旅健康、特色小镇等领域。旗下拥有中昌数据（600242.SH）、中昌国际控股集团（0859.HK）及钰景园林（新三板挂牌）等上市公司。

我们将三盛宏业发展战略和现金流情况进行对比，回顾其发展历程我们可以发现：自 2016 年开始三盛宏业制定多元化战略进入大数据、管理咨询等领域；2017 年开始房地产市场全面调控，主业承压，但子公司造血能力不足，无法支持主业；同时，三盛宏业连续多年筹资前现金流为负，高度依赖外部融资，盲目多元化导致大量举债，甚至向员工发理财产品，在融资收紧、主业承压、非主业无法反哺的情况下，三盛宏业出现了债务危机，具体情况如下图所示。

图 13 三盛宏业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

主业盈利能力不强、副业造血能力不足。近几年，受房地产市场调控影响，三盛宏业主业承压，在进行多元化转型过程中，三盛宏业进入行业跨度较广，同时进入大数据、数字化营销、客户管理、海洋投资、金融投资、城市建设、文旅健康、特色小镇等多个行业，拓展副业行业与主业在业务上无协同效应，且副业尚处于融合投资阶段，自身造血能力不足，收入及现金流方面亦无法对主业提供支撑。

连续并购、盲目多元化，流动性压力较大。三盛宏业于 2016 年进行多元化转型并加大对外投资力度，且转型投资主要依靠持续加杠杆、融资进行，盲目的多元化扩张加速了三盛宏业资金消耗。虽然三盛宏业拥有两家上市平台，但由于业务方向和规模限制等原因，三盛宏业无法动用两家上市平台账上资金。在主业业绩下滑及宏观去杠杆的背景下，三盛宏业流

动性压力大。

高息借债投资，负债高企，结构失衡。2016年以来，借助宽松的融资环境，三盛宏业频频在上交所发行债券，2016—2019年，其在上交所共发行债券9次，涉及资金达到93.80亿元，发行利率在7%~8.4%之间；2017年以来，三盛宏业开始向员工发行理财产品；信托融资方面，三盛宏业的合作方包括大业信托、爱建信托、光大信托、中诚信托和华澳信托等，上述信托理财的收益率普遍也高于8%。三盛宏业融资成本高企亦反映出其融资难度大。

三盛宏业多元化扩展导致债务规模随之持续扩大，全部债务资本化率较高、债务负担重，现金类资产对短期债务覆盖不足。截至2019年6月底，三盛宏业短期债务高达138.4亿元，占全部债务比例为51.30%，短期偿债压力很大。同时，三盛宏业子公司股权质押比例持续较高，进一步制约了公司融资空间。在融资环境持续收紧的背景下，三盛宏业依托借新还旧的方式无以为继，叠加大额债务到期，流动性压力持续增加。2019年10月底，三盛宏业因未按时兑付员工理财产品本息，最终债务违约。

6. 福建福晟

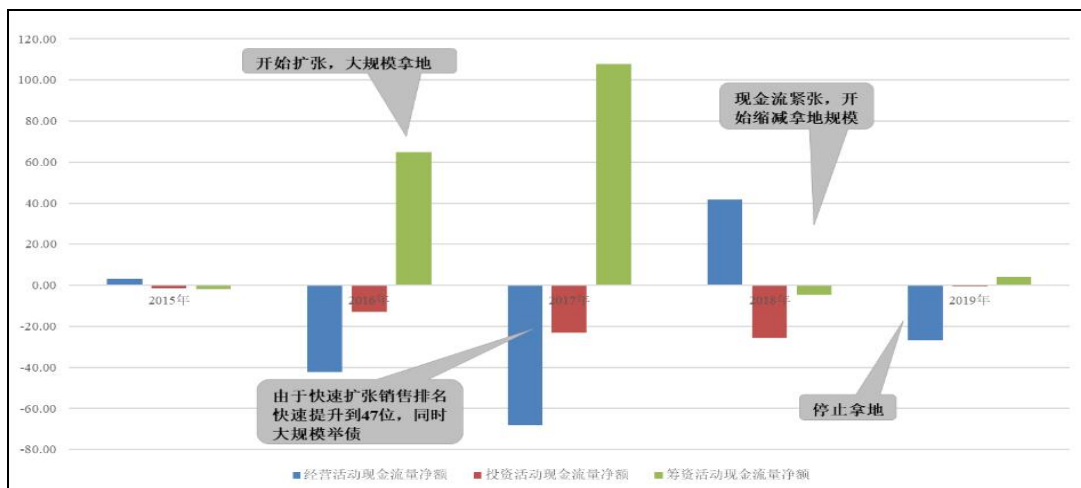
（1）企业概况

福建福晟集团有限公司（以下简称“福建福晟”），成立于2006年，主要从事房地产开发、建筑施工和批发贸易业务，其中建筑施工业务为福建福晟收入的主要来源，但房地产板块毛利率较高，是利润的主要来源。2015—2017年，福建福晟开始在全国高价拿地，销售区域激进扩张，并于2017年借壳佑威国际控股有限公司正式登陆了香港市场；2018年，受行业景气度下滑影响，福建福晟销售增长乏力，开始缩减拿地力度；2019年起，福建福晟房地产业务无新增拿地，控股股东持股比例多次发生变化，同时高管人员变动大，其治理结构上的变化对经营产生较大不利影响；2020年以来，福建福晟多次转让下属子公司，不断收缩经营规模。福建福晟法人代表为自然人许幼农，实际控制人为自然人潘伟明。

随着福建福晟前期扩张债务到期，而其自身销售回款和再融资均无力支撑，2020年11月19日及12月17日，“18福晟02”和“18福晟03”分别实质违约。

追溯福建福晟的发展历程与现金流情况并进行对比，2016—2017年，在国家“房住不炒”的政策之下，福建福晟仍采取激进的发展战略，经营活动现金流大额净流出，自由现金流缺口大并高度依赖外部筹资活动。在经济增速下行、融资收紧且自身销售回款远不能覆盖后续发展的情况下，出现债务危机，具体情况如下图所示。

图14 福建福晟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

大举借债维持扩张，债务集中偿付压力大，流动性持续紧张。自2015年起，福建福晟追求规模扩张，债务规模持续大幅提升。截至2019年底，福建福晟全部债务达303.97亿元，净负债率131.26%，且短期债务75.08亿元，有25.00亿元债券将于2020年进入回售期，而福建福晟账面货币资金仅有31.84亿元（其中13.21亿元受限），现金短债比仅为0.45倍，剔除受限后的净短债缺口为92.65亿元，流动性压力很大。尽管2020年初起，福建福晟开始变卖多个子公司并股权引入世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”）进行自救，但依旧于事无补。

旧改项目占比高，现金回笼较慢。2015—2017年，福建福晟拿地支出远高于当期销售额，而其拿地扩张以收并购和旧改项目居多。截至2018年底福建福晟的土储中56%为旧改项目，其余收并购项目占比达26%，旧改项目回款较慢。

项目区域集中度高，受区域调控政策影响大。自2018年起福建福晟高度集中于福建及周边三四线城市，受行业景气度下滑影响大，项目整体去化不佳，对内生现金流影响较大。

三、违约回收及处置分析

2020年，新增违约主体数量小幅增加，信用债到期及回售继续承压。受年初新冠疫情影响，加速了部分企业违约事件爆发，违约主体向中高评级和地方国有企业蔓延。受资产变现难度较大、处置过程涉及多重权益人利益导致进程较慢等因素影响，房企违约回收情况仍较差。

1. 违约概况

2020年，信用债到期及回售继续承压，叠加年初新冠疫情对经济的冲击，部分经营不善、资金链脆弱的企业首先触发债务危机，3月出现集中违约事件；新冠疫情得到有效控制后，国家出台一系列纾困措施，及时缓解了企业的经营压力，4月以来违约数量增速放缓。2020年共新增46个违约主体，涉及160只债券，违约日债券余额389.69亿元。

图 15 2020 年债券市场新增违约时间分布



资料来源：联合资信根据 Wind 公开资料整理

2020 年债券违约“花样”依旧较多，但主要为提前到期未兑付和展期。从发行时债券级别来看，违约债券中高评级数量增长较快，AA⁺及 AAA 占 45.63%。

表 6 2020 年违约债券级别和违约类型统计（单位：只）

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	触发交叉违约	提前到期未兑付	未按时兑付本金	技术性违约	未按时兑付回售款	展期	总计
无评级	5	2	4	4	17	1	1	0	12	46
A-1	0	0	0	0	1	0	0	0	3	4
AA	7	3	6	2	7	1	0	1	10	37
AA ⁺	6	8	7	1	3	0	1	0	11	37
AAA	1	2	2	0	27	0	0	0	4	36
总计	19	15	19	7	55	2	2	1	40	160

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，银行间市场违约债券仍以一般中期票据为主，但超短期融资债券和一般企业债新增违约数量有所增加；交易所市场违约债券以私募债和一般公司债为主，整体看，交易所市场债券的违约数量和金额均高于银行间市场。

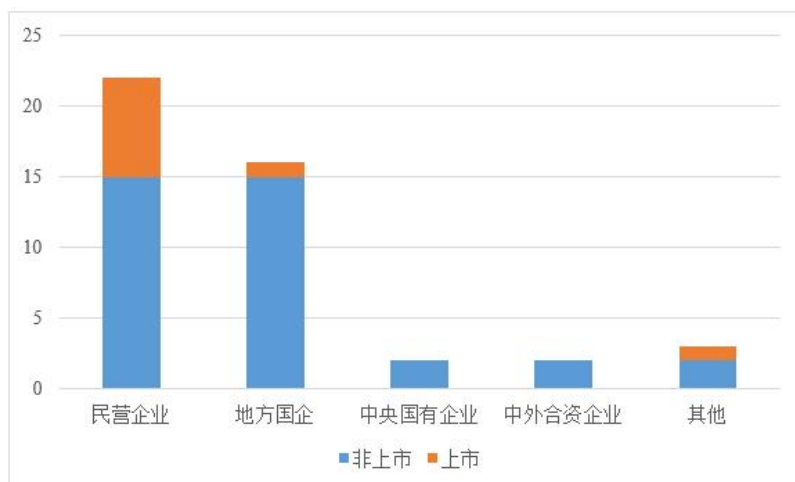
表 7 2020 年违约债券类型和交易市场统计（单位：只）

交易场所	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	超短期融资券	一般企业债	可交换债	可转债	证监会主管 ABS	其他产品	总计
银行间	0	0	25	10	4	15	11	0	0	0	1	67
交易所	39	40	0	0	0	0	10	4	0	0	0	93
总计	39	40	25	10	4	15	21	4	0	0	1	160

资料来源：联合资信根据 Wind 公开资料整理

2020 年，新增违约主体 46 家，仍以民营非上市企业为主。随着“刚兑信仰”的打破，2020 年地方国企违约数量同比大幅增长 1.29 倍，永煤和华晨等国企爆发的风险事件对市场信心带来了较大打击，同时也预示着过往对于国企信用风险识别有待进一步加强。

图 16 2020 年债券市场新增违约主体性质（单位：个）



资料来源：联合资信根据 Wind 公开资料整理

2. 违约回收

回顾 2020 年房地产行业债券违约事件，新增 5 家违约企业，主要为民营房企，具体信息如下：

表 8 2020 年违约房企基础信息

企业名称	重庆爱普	泰禾集团	天房集团	三盛宏业	福建福晟
企业性质	民营企业	民营企业	地方国企	民营企业	民营企业
所属行业	房地产开发	房地产开发	多样化房地产活动	房地产开发	建筑与工程
是否上市	否	是	否	否	否
发行时主体级别	AA	AA ⁺	AA ⁺	AA	AA ⁺
评级机构	东方金诚	联合资信	无	无	大公国际
担保方	无	无	无	无	无
违约市场	深交所	银行间、深交所	上交所	上交所	上交所
违约债券数量（只）	1	6	2	1	2
违约日债券金额（亿元）	8.00	89.16	27.00	6.64	25.00
逾期本息（亿元）	0.50	69.37	8.67	6.28	22.21
违约原因	展期	触发交叉违约、未按时兑付本息、未按时兑付回售款和利息、提前到期未兑付	未按时兑付回售款和利息、未按时兑付利息	未按时兑付回售款和利息	未按时兑付回售款和利息
截至 2021 年 11 月 22 日债券余额（亿元）	8.00	89.16	27.00	6.64	25.00

元)					
首次违约时间	2020/06/08	2020/07/06	2020/09/08	2020/09/22	2020/11/19

注：数据存在四舍五入的差异

资料来源：Wind

从债券违约回收率¹来看，截至 2021 年 11 月 22 日，2020 年全行业平均回收率为 9.27%。其中房地产行业违约主体均未完成兑付工作，房地产行业回收率持续处于较低水平；相比于其他行业，地产企业回收率很差，主要系违约后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。

3. 处置情况

2020 年，国内房地产企业在出现流动性紧张的情况下，采取股权出售、引进战略投资者等方式进行自救，但顺利度过违约难关的少之又少，部分房企在高额债务集中到期的压力下最终发生违约。2020 年，国内房地产债券违约处置方式主要有**破产重整**、**股权处置**和**破产和解**等，目前多数违约房企仍有大量逾期债务待偿。下文对破产重整、股权处置、破产和解典型的房地产债券违约处置方式进行分析：

（1）破产重整——重庆爱普

重庆爱普曾提交破产重整申请，但因未知原因撤回这一申请，随后有债权人向法院提交破产清算申请。重庆爱普自 2020 年 6 月至今，未披露任何财务报告或公告。天眼查数据显示，截至 2021 年 11 月底，重庆爱普被执行总金额 32.41 亿元，作为被告的涉诉金额 1.93 亿元，终本案件未履行总金额 4.49 亿元，破产清算风险很大。

表 9 重庆爱普违约处置过程梳理

时间	关键词	事件	结果
未知	申请破产重整	重庆爱普以其不能清偿到期债务，资产不足以清偿全部债务或明显缺乏清偿能力，但存在重整价值和重整可行性为由，向重庆市第五中级人民法院申请进行破产重整	--
2021 年 10 月	撤回破产重整申请	重庆爱普在破产重整申请被受理前撤回申请	--
2021 年 11 月	债权人申请破产清算	罗海芬以重庆爱普无法清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力为由，向本院申请对公司进行破产清算	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）股权处置——泰禾集团

违约前，泰禾集团通过出售部分子公司项目回收部分资金，但公司债务整体规模较大且集中到期金额较大，未能化解债务危机。违约后，泰禾集团**主要以变卖股权方式**获取偿债资金，但**进展缓慢**。截至 2021 年 9 月 30 日，泰禾集团已逾期未归还借款金额为 490.65 亿元，

¹违约回收率=（兑付本金+兑付利息）/（违约本金+违约利息）。

尚未支付的利息为 126.93 亿元。

表 10 泰禾集团违约处置过程梳理

时间	关键词	事件	结果
2020 年 7 月 31 日	股权转让	泰禾投资将公司 19.9%股份转让给海南万益管理服务有限公司	推进缓慢且该事项设置前置条件，存在一定不确定性

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（3）破产重整——天房集团

天房集团自 2019 年起至今仍未按时披露财务报告，在 2020 年爆雷后直至 2021 年年初仍接二连三债券违约，目前 4 支违约债券无一偿付。另其所持天房发展 100%股份多次被第三次冻结，冻结期限为三年。总体来看其状态不容乐观，仍存在破产清算风险。截至目前，天房集团仍未足额偿付逾期债务，其违约处置过程梳理如下：

表 11 天房集团违约处置过程梳理

时间	关键词	事件	结果
2017 年 4 月	混合所有制改革	天津市国资委第一次在天津产权交易中心，公布天房集团混改方案，均拟引入战略投资者，持有天房集团 40%-65%股权	多家意向房企均持观望态度，混改迟迟未推进
2018 年 4 月	混合所有制改革	天津市国资委第二次在天津产权交易中心，公布天房集团混改方案，均拟引入战略投资者，持有天房集团 40%-65%股权	进展缓慢，与多家意向房企均未能达成共识，不了了之
2019 年	高管降薪	公司缩减内部开支，部分高管月薪甚至不足 3000 元	公司成本支出减少
2020 年 9 月	半价甩卖资产	经过两次法拍，天房集团位于天津市南开区迎水道北侧的土地使用权成功拍出，成交价为 15.7 亿元，比三年前拿到项目时的 30.72 亿元打了半价	完成拍卖出售

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）破产重整——三盛宏业

违约后，三盛宏业成立金融机构债权人委员会进行债务重组，但未有实质性进展，公司仍有大量逾期债务待偿。随后三盛宏业申请破产重整并于三个月后撤回，目前，三盛宏业实际控制人被悬赏征集其藏匿、转移财产的线索。三盛宏业违约处置过程梳理如下：

表 12 三盛宏业违约处置过程梳理

时间	关键词	事件	结果
2019 年 11 月	债务重组	上海东兴投资等公司的主要债权人已成立金融机构债权人委员会，集体研究协助公司开展债务重组相关工作，化解企业债务风险	进展缓慢
2021 年 1 月	破产重整	三盛宏业向上海市第三中级人民法院申请破产重整	华农财险 2750 万股股份被杭州市上城区人民法院公开拍卖
2021 年 4 月	撤回破产重整	三盛宏业向申请撤回破产重整	山东省青岛市中级人民法院发布的悬赏通告显示，

	申请		上海三盛宏业投资（集团）有限责任公司等因为拒不履行一亿元人民币及利息、违约金，被法院发布执行悬赏公告以悬赏征集被执行人藏匿、转移的财产线索
--	----	--	---

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总结：违约后，三盛宏业虽开展债务重组工作，但无实质进展，随着债务违约规模增加，诉讼规模随之扩大，三盛宏业旗下子公司控制权逐步丧失，资产被拍卖，实控人被悬赏。

（5）破产和解——福建福晟

违约后，福建福晟及其董事长潘伟明仍屡屡新增被执行人信息，并未查询到福建福晟有积极筹集资金还款的举动或措施。福建福晟自 2020 年 7 月至今，未披露任何财务报告或公告。福建福晟至今仍被出具披露不及时警示函，其违约两只债券也仍未偿付，除此之外福建福晟面对着 50 亿元债务将在一年内到期的重压，其状况不容乐观。建福晟违约处置过程梳理如下：

表 13 福建福晟违约处置过程梳理

时间	关键词	事件	结果
2020 年 1 月	引入新股东，与世茂集团“联姻”	与世茂集团达成战略合作伙伴关系，并推出“世茂福晟”合作平台，其中包括 1000 亿元可售资源、3000 亿元~4000 亿元旧改货值等，世茂集团预计投入 50 亿到 60 亿元。福建福晟 49%的股权和福建六建 19%的股权让给世茂集团	公开资料显示，截至目前，世茂系对世茂福晟的总出资额为 9 亿元，总持股比例约 8%，对于福建福晟的巨额债务杯水车薪
2020 年 6 月	发行新债	当月发行私募债“20 福晟 01”，发行金额 10 亿元	筹得资金 10 亿元
2020 年 7 月	发行新债	当月发行私募债“20 福晟 02”，发行金额 20 亿元	筹得资金 20 亿元
2021 年 10 月	实控人再次被列入被执行人名单	截至 2021 年 10 月 12 日，实控人潘伟明再次新增被执行人信息，潘伟明涉司法案件近百起，有被执行人记录 24 条，累计被执行总金额 68.52 亿元；有失信执行人记录 1 条，限制高消费记录 17 条	--
2021 年 11 月	福建福晟再次新增被执行人信息	2021 年 11 月 18 日，福建福晟再次新增被执行人信息，截至当日，福晟集团所涉司法案件 461 起，有失信记录 1 条未履行；被执行人记录 69 条，被执行总金额 52.96 亿元；有限制高消费记录 28 条	--
2021 年 11 月	被移出失信被执行人名单	根据中国执行信息公开网披露：福建福晟集团有限公司于 11 月 28 日被杭州市中级人民法院移出失信被执行人名单	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、启示

2020 年，房地产行业信用债市场风险水平以及信用风险特征不同于往年，房企违约不再局限于中小型/非典型民营房企，违约企业主要为“高杠杆、回款慢”的财务特征，或“弱经营、强投资”的现金流特征，主要违约原因可归纳为：连续并购加速扩张或投资规模大导致流动性压力陡增、自身周转慢或经营盈利能力不强、内生造血能力不足；高息借债投资，负债高企且结构失衡；宏观去杠杆导致融资渠道收缩，再融资受阻。2020 年，仍为房企信用债回售/到期高峰期，在债务集中爆发的情况下，无法依靠“借新还旧”的方式偿还巨额债务，流动性持续紧张的房企出现资金链断裂。

2020 年，房企在应对“三道红线”政策措施及自身债务压力方面，采取加大销售力度抓回款以增加货币资金充裕度，盘活资产以改善资产流动性、灵活调整融资等模式。在“房住不炒”和融资环境收紧的背景下，“去杠杆、降负债”还需房企回归自身的发展策略，提高盈利能力、控制好债务规模的增长、增强自身的造血能力。2020 年，流动性风险蔓延至中大型、高评级房企，需重点关注经营及投资依赖融资且自身经营出现恶化、去化及周转存在压力以及激进拿地的房企。