

从蓝光违约看房企如何自救

2021 年 7 月 13 日

2021 年 7 月 12 日，四川蓝光发展股份有限公司发布公告称，公司“19 蓝光 MTN001”不能按期足额偿付本息，已构成实质性违约。这是近年来继泰禾集团、华夏幸福之后又一起销售超千亿的主流房地产开发企业出现信用风险事件。标普信评观察到，随着行业监管趋严和融资环境收紧，房地产开发企业的再融资普遍变得较为艰难。因此，我们需要特别关注开发企业的流动性问题，尤其是危急情况下开发企业对资金调动和归集的能力。

一般而言，房地产开发企业在危急情况下的资金来源有以下几个方面：自有资金，如对项目公司的资金调动和归集；出售项目资产或引入其他投资人等。标普信评认为，虽然企业积极采取这些方式来度过流动性危机，这些策略都存在一定程度的不确定性。

首先，对项目公司的资金归集和调动需要满足两个条件。一方面，房地产行政主管部门会同银行对商品房预售资金实施第三方监管，房地产开发企业须将预售资金存入银行专用监管账户，只能用作本项目建设，不得随意支取、使用，只有在项目建设进度满足一定条件后，开发企业才能够按照比例调用和归集监管账户内的资金。另一方面，一般而言，房地产开发项目公司的资金调用须由项目公司所有股东共同同意，按股权比例对等划拨。因此，即便开发企业对项目公司持有控股权且合并报表，也不能随意归集项目公司资金。

我们相信，在正常的经营状态下，上述条件并不会对开发企业归集项目公司资金形成实质障碍。但对于销售情况恶化、财务风险较高的企业，这些条件则可能导致其无法及时有效地调用项目资金，从而使得其账面资金实际上处于受限状态，不能用于缓解流动性压力。这主要是由于项目销售回款缓慢很可能导致后续工程进度无法达到监管要求，进而限制企业调用预售资金。同时，财务风险较高的开发企业很可能引发项目合作方以及银行的担忧，进而为了保证项目公司资金安全和自身的利益而阻挠开发企业调用项目公司资金。

以华夏幸福为例，该公司在 2021 年 2 月 2 日发布的其及下属子公司部分债务未能如期偿还的公告中称：“截至 2021 年 1 月 31 日，公司货币资金余额为 236 亿元，其中：可动用资金为 8 亿元，各类受限资金为 228 亿元，主要为住宅预售监管资金等各类受限资金，受限资金无法用于偿付金融机构负债。”标普信评认为，在过往行业快速发展的过程中，开发企业普遍使用项目合作方式提升自身的规模和行业地位。这一方面固然提升了企业可以调用资源的总量，但另一方面也对企业调用项目公司资源形成了限制。

对于出售项目资产或引入其他投资人等缓解流动性压力的策略，我们认为执行这些策略的时机至关重要。如果开发企业能够在流动性压力凸显之前提前布局，将会有效缓解企业的流动性问题，但如果流动性压力迫在眉睫才开始处置资产和引入投资人，则很有可能出现资产处置价格不如预期或者需要更长时间的谈判才能获得流动性，从而错过了解决问题的时机。

标普信评认为，在行业外部环境趋紧的情况下，流动性的分析非常重要。对于销售增速下降、财务杠杆较高的开发企业，应予以密切关注，因其在紧急状况下可调用的流动性资源很可能与财务报表显示的情况有较大差距。

本报告不构成评级行动。

分析师

刘晓亮

北京

+86-10-6516 6040

Xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

黄臻

北京

+86-10-6516 6032

Zhen.huang@spgchinaratings.cn

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2021 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。