

基于永续债视角的恒大地产财报分析

——以恒大地产2013年年报为例

上官鸣, 周唯, 白猛猛

(陕西科技大学管理学院, 西安 710021)

【摘要】随着会计准则的修订和完善,地产永续债成为房地产企业重要的融资方式。本文以恒大地产2013年年报为例,首先通过财务报表分析永续债的发行对报表中主要财务数据变动的影响,然后从偿债能力、盈利能力、营运能力等多个角度分析永续债对其主要财务比率的影响。从企业资本扩张、现金流改善、资金利用效率以及财务风险四个方面分析了永续债对企业财务报表的具体影响,为投资者分析永续债发行方财务报表提供了有益启示。

【关键词】永续债; 恒大地产; 财务报表; 影响因素

近年来,由于政府政策调整、房地产市场疲软、银根收紧等原因,房地产行业普遍存在资金不足的问题,房企资金链断裂现象屡见不鲜。为突破融资困境,各大房企纷纷将目光投向金融市场,“永续债”成为房企的最佳融资选择之一。目前,已经有多家房地产上市公司尝试发行永续债,如恒大地产、雅居乐、长江实业、融创中国等。其中,恒大地产先后发行近250亿元永续债进行融资。

一、理论综述

1. 永续债的特点。永续债是指企业发行的没有明确到期日或者到期日非常长(30年以上)的债券,永续债持有者通常只能按期收取一定的利息费用,不能在某个明确的日期收回本金。根据最新修订的《企业会计准则》,企业发行的永续债在符合一定条件的情况下可以计入所有者权益。

与其他融资方式相比,永续债具有如下特征:其一,永续债的清偿顺序优先于普通股和优先股,在普通债券之后;其二,永续债通常没有明确到期期限或者到期期限很长,发行方通常会设置赎回条款;其三,永续债利率一般很高,在赎回期通常会设置利率重置条款;其四,发行方通常会设置延迟支付利息条款;其五,永续债的发行通常不设置担保条款。

2. 地产行业永续债问题的研究现状。国内学者对于永续债的研究还主要集中在永续债的国际经验借鉴(张继强等,2013)、对房地产为主的发行方的融资效应(胡挺等,2013)以及永续债的会计处理方式(周俊,2014)等方面。然而,对于投资者而言,他们关注的主要方面是永续债究竟会对企业的财务报表产生怎样的影响,如何通过财务报表评价永续债所带来的诸如财务风险等方面的问题,这些问题在现有的研究中并不能得到解答。本文从恒

大地产财务报表入手,深入分析永续债的发行对其财务报表产生的影响,剖析永续债所带来的财务风险,为投资者评价永续债发行方财务报表提供借鉴。

二、恒大地产2013年财务报表分析

恒大地产是一家在香港联交所上市,集房地产开发、物业管理于一体的现代化国际企业集团。2013年初,为缓解资金压力,恒大地产率先试水永续债融资,全年合计发行250亿元永续债,是地产永续债融资的领军企业。因此,本文选择恒大地产作为案例,分析永续债对企业财务报表的影响。

1. 财务报表分析。恒大地产在2013年开始发行永续债,故本文选取2012年和2013年恒大地产中期以及年度财务报表进行对比分析。下面将分别对资产负债表、利润表、现金流量表相关项目进行分析。

(1)资产负债表项目分析。在资产负债表中,永续债反映在股东权益其他项目中,全年共发行约250亿元永续债。在资产方面,企业所持有的现金总额(包括限制性存款)大幅度增加,2013年全年共计增加421亿元,涨幅高达201%;2013年末存货成本增加364亿元,与2012年数据相比有大幅增长。在债务方面,一方面,2013年恒大地产短期借款金额高达358亿元,涨幅达到88%;另一方面,长期借款年度共计增长318亿元,涨幅高达77%。由以上分析可以看出,恒大地产资产负债表项目的变动是与其债务和权益资本的增加息息相关的。

(2)利润表项目分析。通过分析财务报表可知,2013年恒大地产营业收入有较大幅度增长;由于营业收入的增加,恒大地产2013年年报中净利润也有49%的增长率。虽然从利润表来看,恒大地产营业业绩相比之前一年有很大的改观,但是,就其利润规模来看,并不足以解释资

产负债表大幅度的变动。因此,经营业绩的改善并不是资产负债表变动的主要影响因素。

(3)现金流量表项目分析。经营活动现金流量这两年均处于净流出状态,而且2013年经营活动现金支出明显增加,经营现金增幅达到579%;其中,仅下半年经营活动现金支出就达到311亿元,在2013年下半年出现集中大额的营业资金投入。投资活动现金流量这两年均处于净流出状态,而且2013年现金流出增幅明显;与此相对应的是融资活动现金净流入的激增,2013年全年融资现金净流入额高达634亿元,正是融资的现金流入为经营活动和投资活动的现金支出提供了资金保障。在现金净流量方面,恒大地产在2012年现金流量净额处于净流出状态,这种状态也正体现了地产行业普遍存在的资金不足问题,但在2013年由于融资现金的激增,现金流量净额出现224亿元的结余。因此,恒大地产的现金流量状况得到极大改善,但是,融资所获得的资金多数用于清理应付款项目,经营扩张所用资金比例下降明显,资金利用效率问题存在疑问。

2. 偿债能力分析。偿债能力关系到公司的可持续发展,影响一个企业的可持续经营能力。恒大地产在2013年偿债能力的变动情况如表1所示:

财务比率	2012(中)	2012	2013(中)	2013	行业平均
短期偿债能力:					
流动比率	1.41	1.33	1.40	1.53	1.72
速动比率	0.33	0.35	0.45	0.55	0.43
现金比率	0.16	0.12	0.20	0.21	0.23
长期偿债能力:					
资产负债率	0.85	0.84	0.81	0.77	0.71
产权比率	4.78	4.73	3.73	3.38	3.25

(1)短期偿债能力分析。恒大地产流动比率在同行业中处于偏低的水平,但是在2013年流动比率明显提升,有较大的改善;相比之下,恒大地产速动比率变动最为明显,从2013年中期开始呈台阶式上升趋势;现金比率在2013年也有明显提升。总体来说,恒大地产2013年短期偿债能力得到极大提升,各项指标均处于行业较高水平。

(2)长期偿债能力分析。恒大地产在2013年却通过短期借款取得资金358亿元,长期借款更是新增318亿元,与此同时资产负债率不升反降,这其中的关键就是发行了250亿元计入权益资本的永续债,同时产权比率也降低至3.38,接近于行业平均水平。因此,正是通过发行250亿元永续债,使恒大地产在2013年年报中做到了资产总规模增加近千亿元,债务规模增加数百亿元,资产负债率却在下降。

总体来看,恒大地产短期和长期偿债能力都得到极

大改善,最主要推动因素就是永续债的发行,这一切又是建立在永续债计入权益资本的前提下。但是,如前文所述,由于“2+N”的利息重置条款和回购条款的存在,永续债的稳定性远不如股权资本。因此,永续债在提高偿债能力的同时,也存在着极大的潜在风险因素。

3. 盈利能力分析。盈利能力是企业得以生存和发展的动力,是投资者获取收益、债权人实现债权的保障。恒大地产在2013年的盈利能力评价指标变动情况如表2所示:

财务比率	2012(中)	2012	2013(中)	2013	行业平均
营业毛利率	0.29	0.28	0.27	0.30	0.38
资产收益率	0.03	0.042	0.025	0.044	0.03
净资产收益率	0.15	0.22	0.11	0.17	0.16
经营指数	-0.88	-0.61	-1.22	-2.84	-1.12

恒大地产2013年取得较好的盈利水平,各项盈利能力指标在行业中处于较高水平。营业毛利率和资产收益率相比2012年变动不大,始终保持较高水平。净资产收益率有所下降,主要是由于所发行的永续债计入权益资本,使所有者权益基数增大所引起的。其中,盈利能力指标中变动最大的是经营指数,恒大地产营运资金的投入远远高于行业平均水平。如前文所分析,经营指数的变动主要是由于恒大地产在2013年下半年有大额集中的资金投入所导致的。

4. 营运能力分析。营运能力反映了企业资产的利用效率,即单位资产所取得的收益,下文将分别分析企业的短期和长期资产营运能力。恒大地产2013年营运能力评价指标变动情况如表3所示:

营运能力指标	2011	2012	2013
现金周转率	3.08	3.67	2.33
存货周转率	0.62	0.44	0.51
应收账款周转率	2.47	2.54	1.91
总资产周转率	0.38	0.30	0.30

(1)现金周转率分析。由表3可知,恒大地产在2013年现金周转率明显下降。虽然在2013年营业收入有较大比例上涨,但由于在2013年下半年融资活动取得大量现金,现金持有量大比例增加,故其现金周转率明显下降。由该比率可以看出,恒大地产在2013年虽然融资改善了企业财务状况,但资金的使用效率却比较低,融资规模大于其真实的资金需求。

(2)存货周转率分析。恒大地产在2012年存货积压比较严重,存货周转率达到最低值,在2013年存货周转率有所回升。但是,这并不能说明存货周转状况真正好转,根

据资产负债表数据,2013年存货依然有较大幅度的增加,商品房滞销状况并没有得到太多改善。

(3)应收账款周转率分析。由表3数据可知,恒大地产在2013年应收账款周转率有较大幅度下降。这主要是由于营业收入的增加可能是建立在赊销的基础之上。由此可以看出,虽然2013年恒大地产营业收入有显著增长,但是,这并不是其2013年财务报表各项数据普遍好转的主要原因,尤其财务状况的改善更是如此。

(4)总资产周转率分析。由表3数据可知,恒大地产三年来总资产周转率始终维持在较低的水平,最近两年的总资产周转率均为0.3,说明营业收入的增长率与企业总资产增长率持平,即总资产的增长金额是营业收入增长金额的3.3倍。以上数据表明,以发行永续债为主的融资活动是企业资产总额增长的主要因素。

总体来看,恒大地产2013年营运能力的变动和永续债的发行有很大的相关性。资金持有量的大幅度增加直接导致了现金周转率的大幅度下降;总资产周转率的保持也得益于融资取得资金的增加;应收账款周转率和存货周转率也从侧面证明了永续债对财务报表的影响。

三、永续债对恒大地产财务报表的影响

通过前文对恒大地产2013年财务报表进行分析可知,永续债的发行对其财务报表产生重大影响,具体包括以下几个方面:

1. 永续债推动了企业的资本扩张。2013年恒大地产资产总额净增长1 091亿元,对此永续债是主要的推动力。如前文所述,恒大地产所发行的永续债作为权益资本计入所有者权益项目,在降低资产负债率的同时也就提升了企业的融资能力。正是由于250亿元权益资本作为保障,恒大地产仅2013年通过债务融资额就高达485亿元,为企业的资本扩张打下了坚实的资金基础。恒大地产充分利用了永续债计入权益资本这一优势,发挥权益资本的乘数效应,从而实现了企业资本规模的扩张。

2. 企业现金流状况得到改善,掩饰了自身获现能力不足的问题。永续债融资对恒大地产最直接的影响就是2013年末企业现金净额增加359亿元,这也在很大程度上缓解了恒大地产在2012年现金流偏紧的状况,为企业经营运作提供了资金保障。但是,企业资金流的改善不能掩饰恒大地产自身获现能力的不足。现金流是企业的生命线,企业单纯地依靠融资获得现金只能解决一时的资金需求,企业只有源源不断地通过经营活动创造现金流才能保障企业的正常运转。恒大地产过低的应收账款周转率显示了其自身获现能力的不足,在企业快速扩张的大背景下,这种获现能力的缺陷会带来潜在的财务风险。

3. 企业资金利用效率下降,存在过度融资嫌疑。永续债的发行恒大地产带来了数百亿元的现金流,但是,在企业的发展中并没有充分利用这些现金,同时其融资规

模也超出了对资金的需求。恒大地产2013年现金周转率显著下降,资金利用效率下降明显。分析现金流量表及其附注可知,在2013年作为主要的现金流向——经营活动现金支出中,大多数资金用于经营应付款项目的减少和经营应收项目的增加,而在经营扩张方面利用的资金比例明显低于前两者,由此可见,高额的现金并没有为企业经营业务发展做出太多的贡献,以及在年末企业现金持有量的大比例上升,这些因素都昭示着恒大地产存在过度融资嫌疑。

2014年初,恒大地产的资金流向问题也能够佐证其存在过度融资的嫌疑。在2014年初,根据恒大地产相关披露事项显示,企业向股东现金分红62.7亿元,此外,有40亿元现金用于回购股东股份。结合2013年报表中,恒大2013年净利润137亿元、经营活动现金净支出388亿元来看,后期的资金流动无疑是在将债务融资以及永续债融资所得现金转移给股东,这与其最初的资金需求并不相符。

4. 财务报表掩饰了企业发行永续债潜在的财务风险。虽然永续债按照规定计入权益资本,但是与股权资本相比存在很大的不稳定性,潜在的财务风险因素在财务报表中被掩饰了。根据相关专家所判断的恒大地产发行永续债的相关条款,条款中应该包含“2+N”的利率提升条款和回购条款。这种条款结构下,恒大地产将会在第三年开始面临每年高达45亿元的债务利息。高额的债务利息下可能会迫使企业行使回购条款,提前赎回永续债,如此永续债所美化的财务报表将会瞬间被打回原形,财务风险也会随之而来。

四、总结

永续债是一把双刃剑,企业受益的同时也蕴含着巨大的风险。一方面,永续债解决了企业的融资困境问题,为企业带来巨额的现金流入,也能够起到粉饰财务报表的作用,使其财务数据能够在表面上满足投资者的要求。另一方面,永续债融资的相对不稳定性也会给企业带来潜在的财务风险,会掩饰企业财务方面的缺陷,同时也会存在操纵现金流、过度融资等道德风险。

对于投资者而言,在分析永续债发行方财务报表时,要充分了解与永续债发行相关的条款,重点分析永续债对财务报表的影响,不被美化的财务报表所迷惑,充分研究所存在的财务风险,做出最佳的投资决策。

主要参考文献

周俊.浅析非金融企业发行永续债券的会计处理[J].现代商业,2014(4).

张继强等.永续债:海外经营及国内前景探讨[J].债券,2013(12).

胡挺等.永续债破解房地产融资困境——以雅居乐为例[J].中国房地产,2013(11).