

房地产企业的财务危机与防范

——以恒大集团为例

郑凯萌

上海工程技术大学, 上海

收稿日期: 2022年6月6日; 录用日期: 2022年6月29日; 发布日期: 2022年7月11日

摘要

针对近期恒大爆发的财务危机, 文章以财务风险相关理论为依据, 通过对恒大2018~2020年相关财务指标的分析并结合阿特曼Z-score模型研究其财务风险状况, 讨论恒大的财务危机对自身和对房地产行业造成的影响, 并通过上述研究分析得出其对应策略。

关键词

房地产, 恒大, 财务风险, 财务指标

Financial Crisis and Prevention of Real Estate Enterprises

—A Case Study of Evergrande Group

Kaimeng Zheng

Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Jun. 6th, 2022; accepted: Jun. 29th, 2022; published: Jul. 11th, 2022

Abstract

In view of the recent Evergrande Group's outbreak of financial crisis, the article is based on financial risk related theory, through the analysis of Evergrande Group's relevant financial indicators from 2018 to 2020, combines the Altman's Z-score model to study the financial risk situation, and discusses the effects of the financial crisis on its own and the real estate industry. In addition, this article offers the corresponding strategy through the above research and analysis.

Keywords

Real Estate, Evergrande Group, Financial Risk, Financial Indicators

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

自 2020 年 8 月份，住建部央行针对房地产长效机制落实推出了“三道红线”，要求房地产企业在 2023 年 6 月份之前回落到规定的范围内以来，为满足我国经济“平稳”、“高质量”发展的要求，国家继续出台了一系列稳定房地产行业发展的政策，对房地产企业以及个人贷款都规定了上限比例，使房地产行业的资金流入进一步受到限制。房地产行业的“去杠杆”政策更是使“踩着杠杆的梯子往上飞爬”的房地产行业的梯子被抽走。且房地产行业属资源密集型，房地产企业的操作模式更是以高周转、高杠杆、高风险为特征，又随着市场需求的饱和及政策威力的不断释放，房地产行业的繁荣步入拐点，这使得我们不得不着重关注高资产负债率的财务风险，通过财务风险分析为该行业和自身企业带来现实意义。

2. 房地产企业财务风险分析的相关理论

2.1. 财务风险的定义及分析方法

财务风险，是指普通股股东收益(净利润 - 优先股股利)的不确定性。当普通股收益为负时，企业往往不能按期偿还债务本息并导致企业破产。因此，财务风险又是指企业不能按期偿还债务本息的风险。由此可见，财务风险是由企业筹资决策引起的。如果企业不借债，完全通过权益方式筹资，就不会存在财务风险，只有经营风险。

识别及分析财务风险的方法主要有：财务报表分析法、指标分析法和经验分析法。

2.2. 房地产企业财务风险分析的重要性

财务风险分析是企业风险控制的关键，积极、有效地分析企业的财务风险有利于为领导者和决策层提供更好的决策依据和判断方向。对任何行业来说，分析企业的财务风险及其产生的影响都是非常重要的。若不全面地分析企业的财务风险，并根据分析结果调整决策、控制风险，就可能由财务风险较高的情况恶化成财务危机，对企业的发展造成致命性的危害。

这种危害在房地产行业的表现更甚。房地产企业的资金需求量大，商品销售不稳定、回款速度慢，本身就具有产生高财务风险的条件[1]。尤其是近两年，国内的房地产市场发展、扩张放缓，再加上国家监管机构要求房企在获得更多贷款之前降低债务水平，以减少该行业给银行等金融机构带来的不稳定性，降低银行面临的房地产市场风险。这使得房地产企业的财务风险分析更加重要，若不及时关注自身财务风险、分析其背后问题，单个房地产企业乃至整个行业的发展都会不乐观。中国恒大集团(以下简称恒大)最近深陷债务危机，对其进行财务风险乃至财务危机分析符合房地产企业财务风险分析的重要性，对房地产行业及公司财务风险的研究有其现实意义[2]。

3. 恒大集团财务危机分析

3.1. 恒大集团目前面临的财务风险

通过对近年来房地产相关政策的了解和分析,结合恒大集团发布的年度报告数据与其他披露信息,分析总结出了恒大集团目前所面临的财务风险,及造成这些财务风险可能的原因。具体如下所示:

3.1.1. 宏观政策压紧,筹资难度大

为配合我国经济发展“由高速增长阶段转向高质量发展阶段”的基本特征,近几年我国针对房地产行业出台了許多相关政策。这些政策无疑会改变恒大所处的市场环境,影响其经营发展。

在2018年颁布的资管新规后,国家相关政策要求严格监管企业的表外融资,恒大的融资规模被限制,不能像以往一样通过负债的借新还旧,市值的高抛低吸管理来续命。2020年针对房地产企业的“三道红线”推出,使得踩中“红线”的恒大不能继续增加有息负债,即使将相关指标调整到红线以下也要留意控制有息负债规模的增速,无法快速、大量地获得支撑企业继续发展的资金。恒大的股价下降,总市值也大幅度缩水,在债市上融资的难度逼近极限。

3.1.2. 人口和宏观经济因素影响,销售减缓

随着我国的人口增长放缓和老龄化程度提高,房地产市场的需求结构更加平稳,这使我国总体的住房需求放缓。房地产需求的减少使得恒大销售减缓、资金回收更加困难,面临较高的财务风险水平。

另一方面,在新冠肺炎疫情发生的前期,经济相对乏力,许多人的收入没有保障,买房计划延后。再加上房价下跌,受买涨不买跌的观念和“羊群效应”的影响,更多的人选择观望。很多企业资金紧缺,恒大开始面临债务违约风险,应付账款压力骤增,再不偿还债务恒大马上就会面临停工停产的威胁,可销售情况偏偏加剧了恒大的危机。

3.1.3. 盲目扩张,负债规模庞大,资本结构不合理[3]

央行指出,恒大集团的风险、危机主要源于其自身经营不善、盲目扩张。

恒大的规模庞大,全国有数百个楼盘在销售,是中国在建工程面积最大、进入省会城市最多的房地产企业。它为了筹集到扩大规模所需资金,不断地进行债务扩张,据悉,其负债金额共计1.9万亿,有息负债金额也达到了5000亿。在利润下滑的情况下,再加上恒大的应收账款所占比例较大,出现财务危机只是时间问题。此外,债务扩张带来资本支出扩张,没有足够储蓄的投资扩张是危险的,大量的资金需求,让恒大刚刚进账的资金迅速被抽离,而占其资产比重较大的土地储备由于大多处于二三线城市,变现也比较困难,并不能缓解恒大的资金需求问题。

3.1.4. 集团决策层失误,无关多元化业务过多

在恒大初步显现出财务危机的迹象时,恒大集团决策层,心存幻想、犹豫不决,资产处置诚意不足,导致事态越发紧张。

此外,恒大的盲目扩张并不限于房地产一个领域,它长期大手笔投资项目太多,多元化发展过于激进。除房地产以外,恒大的多元化产业主要包括:恒大汽车、房车宝、恒腾网络、恒大童世界,如,海南海花岛(2021年元旦开业)、健康产业、恒大冰泉、恒大淘宝俱乐部等。这些无关多元化业务尤其是处于初步建设期的业务会让主营业务受到影响,扩大恒大的资金缺口。

3.2. 恒大集团相关财务指标分析

通过研究恒大集团偿债能力、盈利能力、营运能力和发展能力下属的核心财务指标,分析与企业财务风险相关的部分,以得出其对恒大财务危机现状的影响,如下所示:

3.2.1. 偿债能力分析

偿债能力是指企业偿还各种债务的能力。恒大作为典型的大企业，其经营业务繁杂多样，更加突出了偿债能力分析的重要性。本文选取了恒大和万科近三年的偿债能力指标进行比较分析。

Table 1. Comparison and analysis of debt paying ability indicators between Evergrande Group and other companies in the same industry

表 1. 恒大与同行业公司偿债能力指标比较分析表

指标	公司	2018 年	2019 年	2020 年
流动比率	恒大	1.36	1.37	1.26
	万科	1.15	1.13	1.17
资产负债率(%)	恒大	83.58	83.75	84.77
	万科	84.59	84.36	81.28
流动负债/总负债(%)	恒大	73.78	73.05	77.27
	万科	86.78	87.25	86.70

注：数据来自东方财富网。

由表 1 数据，恒大 2018~2020 年的流动比率数值均大于作为行业标杆企业的万科，似乎并不存在严重的短期偿债危机，但观察恒大的资产负债表可知其存货在流动资产总额中占较大比重，存在存货积压问题，这表现出恒大在短期偿债方面具有一定的压力。近三年来，恒大的资产负债率不断提高，在 2020 年超过万科，说明恒大的债务负担越来越重，若该指标过高，会影响恒大的筹资能力，因为人们会认为该企业的财务风险较大，当经济不景气时其现金收入很可能满足不了利息费用开支的需要。本文还列示了流动负债在总负债中的占比，在此项指标上，恒大在 2020 年出现比较大的上升幅度，这说明对恒大对短期资金的依赖性增强，资金压力增大。

此外，根据《2021 中国房地产上市公司测评研究报告》，与 2020 年房地产行业的流动比率和资产负债率(剔除预收款项)的行业均值(分别为 1.65%和 62.93%)相比，恒大的偿债压力在同行业中较高，财务风险相对较大。

3.2.2. 盈利能力分析

盈利能力通常是指企业在一定时期内赚取利润的能力。利润是企业偿债的重要来源，特别是对长期债务而言，盈利能力的强弱直接影响企业的偿债能力。所以，分析恒大的盈利能力来了解其财务风险状况是可行的，本文选取了恒大和万科近三年的盈利能力指标进行比较分析。

由表 2 数据，恒大自 2018 到 2020 年的盈利能力指标均小于且越来越小于万科的对应指标。这说明从这些财务指标上看，恒大的盈利能力远不及万科。

此外，恒大的这些盈利能力指标在近三年都呈下降趋势，说明恒大的盈利能力在不断下降，再对比其规模的扩张可知其财务风险不断加大。其中，净资产收益率是反映盈利能力的核心指标，恒大的净资产收益率在近三年从 30.18%到 5.52%，出现大幅度的下降，这主要是由于恒大的净利润大幅度下降所导致的。值得一提的是，当负债的利息率大于总资产报酬率时，财务杠杆使得总资产的盈利能力被抵消，财务杠杆越小，总资产报酬率被抵消的部分越少，从而影响到净资产收益率。恒大应时刻关注其负债利息率和财务杠杆系数，以使其净资产收益率可以保持一个较好的水平。

总体来说，恒大的盈利能力指标均有所下降，盈利能力越来越差，财务风险提高，需要及时关注，避免情况恶化。

Table 2. Comparative analysis of profitability indicators between Evergrande Group and other companies in the same industry
表 2. 恒大与同行业公司盈利能力指标比较分析表

指标	公司	2018 年	2019 年	2020 年
净资产收益率(%)	恒大	30.18	12.40	5.52
	万科	23.24	22.47	20.13
总资产净利率(%)	恒大	2.05	0.85	0.36
	万科	3.66	3.38	3.30
毛利率(%)	恒大	36.24	27.84	24.17
	万科	37.48	36.25	29.25
净利率(%)	恒大	14.28	7.02	6.19
	万科	16.55	14.99	14.15

注：数据来自东方财富网。

3.2.3. 营运能力分析

企业营运能力主要是指企业营运资产的效率与效益。该指标可以评价企业资产的流动性、利用效率，挖掘企业资产利用的潜力。本文选取了恒大和万科近三年的总资产、存货和应收账款周转率对其进行营运能力分析。

Table 3. Comparative analysis table of Evergrande Group and other companies in the same industry
表 3. 恒大与同行业公司营运能力指标比较分析表

指标	公司	2018 年	2019 年	2020 年
总资产周转率(次)	恒大	0.26	0.23	0.23
	万科	0.22	0.23	0.23
存货周转率(次)	恒大	0.32	0.32	0.32
	万科	0.28	0.29	0.31
应收账款周转率(次)	恒大	3.82	3.58	3.56
	万科	197.00	204.10	167.00

注：数据来自东方财富网。

由表 3 数据，恒大近三年的营运能力指标的变动趋势很小，总体保持稳定。恒大的营运能力在近三年没有发生实质性的变化。其中，恒大的总资产周转率(次)与存货周转率(次)在近三年均平齐或优于万科的对应指标，与行业均值也相差不大。应收账款周转率(次)与万科的差距巨大，与近三年行业应收账款周转率(次)的良好值 13 也有一定的差距。这说明，恒大的收款缓慢，无法及时回笼资金，营运资金无法节约，企业呆账坏账风险高，增加了企业的财务风险。

3.2.4. 发展能力分析

发展能力通常是指企业未来生产经营活动的发展趋势和发展潜能，也可以称为企业的增长能力，对这种能力进行分析能预测企业的未来成长性。

Table 4. Comparative analysis table of development capacity indicators between Evergrande Group and other companies in the same industry

表 4. 恒大与同行业公司发展能力指标比较分析表

指标	公司	2018 年	2019 年	2020 年
股东权益增长率(%)	恒大	27.42	16.27	-2.26
	万科	26.19	14.86	29.27
净利润增长率(%)	恒大	53.41	-53.78	-53.26
	万科	20.39	15.10	6.80
营业收入增长率(%)	恒大	49.89	2.44	6.22
	万科	22.55	23.59	13.92
资产增长率(%)	恒大	31.24	13.15	8.03
	万科	6.82	17.55	4.07

注：数据来自东方财富网。

由表 4 数据，2018 年恒大的各项发展能力指标均优于万科，但之后两年恒大的各项发展能力指标总体均发生大幅度下降至低于万科的对应指标，这说明恒大的发展能力在近两年出现了大幅下降，且其发展能力目前低于万科。在发展能力指标中，恒大的净利润增长率的下降幅度最大，2018 年到 2019 年，从 53.41% 直接下降到 -53.78%，这说明恒大经营业绩的综合结果很不乐观，净利润的大幅下降使其庞大资金需求更加难以满足，财务风险会受其影响发生显著提高。

3.3. 恒大集团 Z-Score 五变量模型分析

Z-Score 五变量模型主要从企业资产的流动性、获利能力、财务结构、偿债能力、发展能力评价企业的财务状况。如表 5 所示，本文选取了恒大 2018~2020 年的相关数据，计算出 Z 值，评价其财务风险水平。

Table 5. Constant Z value calculation table

表 5. 恒大 Z 值计算表

年份	2018 年	2019 年	2020 年
X ₁	0.2234	0.2262	0.1696
X ₂	0.0350	0.0353	0.0215
X ₃	0.0752	0.0439	0.0306
X ₄	0.1966	0.1938	0.1797
X ₅	0.2480	0.2161	0.2205
Z 值	0.9312	0.7981	0.6629

注：数据来自东方财富网。

由表 5 数据, 恒大近三年的 Z 值均小于 1.81, 这说明恒大具有很大的财务风险, 财务状况糟糕[4]。且近三年恒大的 Z 值还在不断下降, 说明其财务风险不断提高, 财务状况恶化, 该企业越来越陷入困难的境地。

4. 恒大集团财务危机的影响

4.1. 对自身的影响

恒大的财务风险不断提高, 无法偿还巨额债务, 发生了财务危机, 这无疑从根本上威胁到了其自身的持续经营[5]。经过信号传递, 民众对恒大的信心丧失, 未来销售会进一步下滑, 甚至归零。相关的供应商对恒大也丧失了信任, 恒大无法再依靠其品牌效应获利, 与之前相比不得不付出更多的现金来维护自身的生产经营, 形成一个恶性循环。恒大必须采取相应的策略全力应对这次财务危机。

4.2. 对行业的影响

恒大的财务危机可能会引发房地产开发商融资渠道和房地产销售状况的显著恶化。在恒大的财务危机影响下, 银行及其他金融机构会对房地产行业丧失信心, 减少给该行业的贷款额度, 行业整体融资难度加大。基于此, 很多房地产企业都持有比较“悲观”的态度, 许多企业选择降价销售来回笼资金、解决资金周转问题。从消费者角度, 恒大的财务危机导致其目前有 500 多个项目处于停工状态, 在一些地方还出现了土地款拖欠、项目被多次抵押、一房多卖、私自挪用银行监管资金等现象, 这使得消费者对恒大乃至整个地产行业的实际交付能力持怀疑态度, 房产销售定会遭受困难, 短期内行业发展速度会放缓。

此外, 恒大生产经营过程中合作的公司很多, 恒大的财务危机或影响到整个地产产业链的公司, 使这些公司面临应收账款减值的风险。

5. 恒大集团财务危机应对策略

5.1. 出售资产, 缩减规模

恒大的债务危机有其盲目扩张和大量举债的原因, 恒大的土地储备价值在账面上高达 2 万多亿元且遍布全国各地, 这些地区中不乏一些不属于未来人口或产业迁移趋势的地区, 恒大应尽力将这些土储出售, 以在缩减自身的规模同时回笼部分资金。除土地储备外, 恒大也应着手出售一些其他固有资产以期筹集到足够的资金, 从一定程度上缓解其当前的财务危机。

但目前我国的大环境是“去杠杆、降风险”, 恒大的资产出售变现难度较大, 并不能仅寄希望于此项策略来解决其财务危机, 只能借此稍微回笼资金、减轻负担; 缩小规模、轻装上阵。

5.2. 减少无关多元化业务, 实施归核化战略

企业进入非相关行业的风险很大, 其资源有限, 若拥有的资源被无限分割, 就会限制其核心竞争力的增强, 最后还可能抵消原有领域的核心竞争力。失败的多元化不仅不会提高企业价值, 反而会侵蚀企业已经积累的宝贵财富。

恒大的无关多元化业务众多, 这会提高经营风险, 占用资金, 影响高层管理者的决策质量。恒大应调整和修正其过度多元化的现状, 减少无关的多元化业务, 剥离与其核心能力无直接联系的非核心业务, 分化亏损资产, 回归房地产主业, 保持适度的相关多元化。在相关多元化领域内, 恒大应充分利用原来核心业务中积累的管理经验和营销力量等, 从而减少多元化的成本和风险, 以增加经济效益, 缓解恒大的财务危机。

5.3. 保交房，在消费者中树立信任

恒大应遵循中央的要求，全力促进已出售项目的交付完成。积极配合广东工作组的调查和监督工作，积极进行风险处置工作、坚决履行企业的主体责任，尽力维护其正常运营，以确保购房者的合法权益得以实现，缓解广大消费者对恒大交付能力的疑虑，从而为恒大之后的销售业务奠定基础，不至于将恒大陷入消费者避之不及的境地。

此外，恒大应采取譬如向承包商及供应商出售物业单位以抵扣欠款、债权转股权、房产售后回租、转让部分资产的经营权以剥离债务等措施来保证已售项目的竣工，以便应对财务危机、走出困境。

6. 结语

总之，在当前的宏观政策及经济发展态势下，以恒大集团为代表的房地产企业必须着力识别和判断自身的财务风险水平，并通过分析财务风险产生的原因采取相关措施来应对，提高自身防范和控制财务风险的能力。如此，房地产企业才能更好地应对自身与该行业当前所面临的危机，保持其业务发展的连续性，在时代发展的浪潮中得以生存和壮大。

参考文献

- [1] 李荣锦, 王珍. 房地产企业财务风险及防范研究[J]. 会计之友(中旬刊), 2010(12): 96-97.
- [2] 赵伟峰. 安全理财的新视角:财务危机运营[J]. 生产力研究, 2007(8): 144-145.
- [3] 肖芳林, 仇俊林. 房地产企业财务风险及其防范策略[J]. 财会月刊, 2011(2): 57-58.
- [4] 丁梓晗. 房地产企业财务风险分析与防范——以绿地控股集团有限公司为例[J]. 企业科技与发展, 2021(8): 105-107.
- [5] 徐云珍. 企业财务危机运营体系研究[J]. 会计之友(中旬刊), 2009(5): 34-35.