

# 恒大面临压力

中国房地产数据研究院

## 一、香橼质疑恒大

近日位于美国的研究机构香橼（Citron）在其网站上发布公告，质疑香港上市的内地房地产公司恒大（代码：3333）在会计操作上不合规，引发了恒大股票在二级市场的波动。查阅香橼的报告，我们发觉其质疑恒大的内容包括：1、会计造假：虚构资产、低估负债；2、贿赂取得折价土地，漠视闲置土地法；3、资金链亮红灯；4、主席经历造假；5、主席说服公司从事昂贵的非主营业务。

## 二、恒大的澄清公告

香橼报告一经公布，引起恒大连锁反应，公司立即举办会议，并且在联交所网站连发两则公告，其中一则澄清公告的主要内容是逐一反驳报告的质疑。这里不一一赘述。

## 三、恒大的财务状况

恒大地产公司 2011 年财政年度的资产规模约为人民币 1790 亿元，同比增加约 71%，反映公司经营规模扩张较快。公司 11 年收入同比增长约 35%达到人民币约 619 亿元，净利润增加约 47%达人民币约 118 亿元，经营毛利率 33%和经营净利率 19%分别较上一年度提高约 1.5 和 4 个百分点，而净资产收益率 34%下降约 4 个百分点。公司同时采取股权和债权融资的方式，产权比率约为 414%，详细财务分析如下：

### 1. 变现能力分析

2011 年财政年度，公司的短期借款约为人民币 102 亿元，同比上升 46%；公司的长期借款约为人民币 415 亿元，同增 72%；公司动用短期借款的比例增加较缓。公司的流动比率约为 1.54，同比下降 4%，经调整存货后的速动比率约为 0.54，同比下降 15%。公司 2011 年的速动比率下降较快主要原因是经调整的存货上升较快，本期经调整的公司存货价值约人民币 998 亿元，同比增长约 80%。

变现能力	2010年	2011年
流动比率	1.59	1.54
速动比率	0.63	0.54

### 2. 营运能力分析

我们计算得到的公司 2011 年的存货周转天数为 870 天，比上一年度增加约 255 天。应收账款周转天数为 34 天，比上年增加约 17 天。流动资产周转率和总资产周转率分别为 0.4 和 0.35，比上年均有所下降约两成。显示公司资产的营运水平同比有所下降，销售回笼的速度亦下降。不过对比万科和龙湖等同行，恒大仍保持较高存货周转率。

营运能力	2010年	2011年
存货周转天数	614	870
应收账款周转天数	17	34
流动资产周转率	0.50	0.40
总资产周转率	0.44	0.35

### 3. 长期偿债能力分析

2011 年公司资产负债率约为人民币 1442 亿元，资产负债率同比上一财政年度上升约 1 个百分点为 81%，同期公司的产权比率也增加了 25 个百分点到 414%。公司已获利息倍

数约为 6，而上期该指标约为 8，显示公司负债比率和债权人投资的风险均有所上升。但是，我们得到的 2011 年公司的长期债务与营运资金比率和我们合并科目得到的有形资产净值债务率同上年大致持平，反映公司的长期偿债能力没有明显减弱，借钱给该公司的风险未大幅增加。

长期偿债能力	2010年	2011年
资产负债率	79.5%	80.5%
产权比率	388.9%	413.6%
有形资产净值债务率	79.8%	80.9%
已获利息倍数	7.7	6.1
长期债务与营运资金比率	0.8	0.8

#### 4. 现金流量分析

2011 财政年度，恒大经营现金流依然为负，难言流动性和获取现金能力有何变化，其财务弹性亦难测度。恒大 11 年资本开支大幅增加，除了因为其增加了购买土地等无形资产外，主要来自其添置固定资产项目。恒大公司年终现金同比增加 63%，主要来自其融资现金流同比增长了约 24%。

流动性分析	2010年12月31日	2011年12月31日
现金流动负债比	-20.41%	-3.74%
现金债务总额比	-14.11%	-2.59%
获取现金能力分析		
营业现金比率	-0.26	-0.06
全部资产现金回收率	-0.11	-0.02
经营活动所用现金净额(人民币千元)	-11,723,756	-3,735,611
投资活动所用现金净额(人民币千元)	-773,923	-10,218,499
融资活动所得现金净额(人民币千元)	17,557,790	21,753,055

#### 四、恒大的销售现状和预测

恒大的在售楼盘有 75 个，总建筑面积合计为 4292 万平方米，主要分布在全国 34 个 2-3 线城市内。截止今年 6 月 24 日，我们了解的恒大的实现销售面积约为 187.6 万平方米，而去年 6 月底前实现的销售面积约为 265.8 万平方米，数字上减少约 29.4%；同样截止 6 月 24 日，恒大实现的销售金额约为人民币 125 亿元，而去年 6 月底前实现的销售金额约为人民币 204.6 亿元，数字上减少约 38.9%。

销售面积 万平方米

月份	2010	2011	2012
01月	50.52	74.29	39.4
02月	15.89	41.19	16.48
03月	33.53	37.19	27.06
04月	37.75	33.45	30.44
05月	27.15	40.5	55
06月	43.67	39.16	19.18

销售金额 亿

月份	2010	2011	2012
01月	28.01	54.36	27.42
02月	8.48	28.3	11.06
03月	20.29	27.49	18.14
04月	23.72	26.78	18.33
05月	17.2	32.18	36.1
06月	26.59	35.51	13.97

我们获得的恒大 1-5 月的部分城市的销售明细见下图，其中黄色部分的项目的销售额我们并不掌握。假设该部分中小城市 1-5 月的销售面积均为 4 万平方米，我们得到 1-5 月恒大全部的销售金额约为人民币约 194 亿元。根据这种估计方法，恒大全年的销售金额仅能达到人民币约 465 亿元。

项目名称	城市	开盘日期	销售金额(万元)	销售套数(套)	销售面积(万㎡)	均价(元/㎡)	销售面积(万平)
恒大名都	重庆	2009-08-30	213976.5	2045	28.65	7467.71	63.66
恒大城	重庆	2008-09-29	47612.6	621	8.39	5672.36	64.03
恒大雅苑	重庆	2011-01-01	16472.8	248	2.76	5962.29	27.07
恒大绿洲	重庆	2009-09-26	13194.19	136	1.84	7165.23	34.44
恒大帝景	重庆	2011-11-13	7200.96	139	1.46	4929.94	3.5
恒大华府	重庆	2008-07-12	1612.58	6	0.2	7879.76	14.55
金名都	佛山	2012-04-26	103212.2	991	8.95	11525.96	12.95
恒大御景湾	佛山	2012-05-01	93253.01	457	7.14	13053.85	65.37
沈阳恒大绿洲一期	沈阳	2007-12-01	35341.16	469	5.65	6253.97	70.26
恒大名都二期	沈阳	2011-07-30	17635.31	245	2.9	6076.19	26.87
恒大城	沈阳	2008-09-06	14865.75	173	2.02	7355.13	65.87
恒大江湾一期	沈阳	2011-01-09	12782.72	183	2.12	6027.98	14.19
恒大华府二期	沈阳	2011-11-08	3583.61	27	0.41	8753.64	3.01
恒大城二、三、四期	长沙	2010-08-16	29530.95	396	5.19	5685.59	31.93
恒大雅苑	长沙	2010-06-27	27145.09	312	3.96	6852.38	40.39
浏阳恒大华府	长沙	2011-01-01	17250.38	244	3.37	5116.79	11.72
恒大名都	长沙	2009-05-15	2243.97	15	0.39	5779.76	74.99
长沙恒大绿洲	长沙	2010-01-01	510.99	5	0.07	7295.02	35.4
太原恒大绿洲四期	太原	2011-03-12	46101.51	452	5.58	8258.24	84.65
恒大名都二期	太原	2011-07-28	21510.93	231	2.73	7878.42	21.75
恒大华府	太原	2011-11-12	10061.05	9	0.33	30738.03	0.47
恒大御景	长春	2011-09-04	26135.59	280	3.39	7715.3	10.32
恒大绿洲	长春	2010-10-16	16282.26	146	2.72	5980.19	25.75
恒大城	长春	2011-11-13	11172.82	175	1.77	6306.98	3.52
恒大翡翠华庭	长春	2011-11-12	10617.71	139	1.63	6508.74	3.82
恒大华府(一期)	武汉	2008-04-26	36832.99	389	4.24	8693.29	24.24
恒大绿洲	武汉	2009-06-28	26690.98	493	5.81	4590.92	49.64
盘龙·香槟半岛	武汉	2009-02-01	15030.9	231	2.86	5264.72	36.41
恒大城二期	武汉	2010-07-25	121.71	2	0.02	6480.05	17.92
恒大山水城	广州	2008-09-29	12913.49	239	2.14	6045.33	43.25
恒大绿洲花园	广州	2009-09-26	10526.51	188	0.53	19736.72	36.97
金碧湾花园	广州	2007-11-01	9534.06	51	0.72	13246.85	14.1
金碧新城	广州	2004-03-01	362.25	8	0.02	19688.69	3.9
金碧湾	广州	2005-01-05	31	1	0	25833.33	0.41
恒大绿洲	南昌	2010-05-23	20789.35	298	4.22	4927.19	39.83
恒大城	南昌	2012-05-27	11322.63	196	2.16	5250.71	2.16
恒大绿洲	哈尔滨	2011-10-07	31992.12	403	5.05	6331.69	5.23
恒大名都	济南	2010-07-31	16023.46	254	2.51	6383.85	35.81
恒大绿洲一期	济南	2010-07-11	15794.98	330	3.05	5176.31	10.48
恒大绿洲	洛阳	2009-09-26	30250.42	551	6.16	4909.11	60.95
恒大御景半岛一期	天津	2012-04-30	18935.4	267	3.08	6154.05	3.17
恒大名都	天津	2011-02-27	4468.23	42	0.55	8075.61	3.67
恒大绿洲	天津	2010-06-27	2759.16	29	0.43	6455.68	19.92
恒大御景半岛	北海	2011-10-02	22258.65	206	2.25	9913.94	7.32
恒大御景半岛	成都	2011-06-28	12978.06	236	3.16	4106.74	15.44
恒大名都	成都	2010-07-25	7350.74	120	1.19	6166.2	25.34
恒大绿洲	成都	2008-04-19	306.18	4	0.03	10237.77	41.52
恒大山水城	成都	2010-06-27	216.4	2	0.04	5383.2	13.51
恒大绿洲	嘉兴	2012-03-04	20540.3	326	3.62	5670.56	3.62
恒大城	贵阳	2010-10-03	11896.87	265	2.73	4353.78	43.19
恒大名都	贵阳	2011-11-13	6923.34	130	1.33	5193.79	2.84
恒大绿洲	贵阳	2009-09-20	1159.08	94	0.21	5456.21	26.35
恒大绿洲	中山	2011-03-27	19655.99	247	3.05	6451.15	13.29
恒大城二期	合肥	2011-01-23	16821.3	279	3.1	5419.5	39.02
恒大华府三期	合肥	2010-05-01	1119.04	17	0.12	9364.37	41.52
恒大名都	淮安	2010-08-29	16407.11	207	2.19	7478.93	4.75
株洲恒大名都	株洲	2011-11-13	12485.51	217	2.31	5403.25	2.31
杨凌恒大城	西安	2012-04-30	17264.98	308	3.96	4354.43	3.96
西安恒大绿洲二期	西安	2009-09-26	6117.1	377	2.7	2261.44	29.98
西安恒大城	西安	2009-10-06	4030.63	247	1.03	3910.04	38.29
西安恒大名都	西安	2008-09-29	85.7	10	0.04	1920.74	26.75
运城恒大绿洲	运城	2011-06-26	9243.56	126	1.68	5500	9.96
恒大银湖城	清远	2011-11-12	8948.03	149	1.81	4932.05	7.76
恒大绿洲	南京	2008-09-29	4338.97	32	0.5	8656.83	18.49
恒大金碧天下	南京	2008-09-29	2904.95	63	0.69	4217.1	36.8
恒大名都	兰州	2011-09-04	3896.72	48	0.55	7023.81	12.29
恒大名都	郑州	2010-11-28	2098.8	18	0.23	9258.06	16.51
恒大华府	石家庄	2011-05-01	16287.33	47	1.32	12365.24	15.09
恒大绿洲	石家庄市	2010-09-24	3713	69	0.67	5530.5	5.91
恒大城	云浮市	2011/5/29	21200			40000	5300
恒大城	韶关	2012/5/27	19200			40000	4800
恒大御景湾	葫芦岛	2012/1/15	25200			40000	6300
恒大华府	抚顺	2011/10/6	24000			40000	6000
恒大城	营口	2011/9/1	13920			40000	3480
恒大江湾	营口	2011/10/1	14400			40000	3600
恒大绿洲	营口	2011/9/27	22400			40000	5600
恒大华府	盘锦	2011/7/1	21400			40000	5350
恒大城	汉中	2011/9/18	18800			40000	4700
恒大城	杨凌	2012/4/30	18000			40000	4500
恒大绿洲	南充	2011/3/27	17120			40000	4280
恒大金碧天下	眉山市	2009/6/28	15760			40000	3940
恒大绿洲	自贡市	2011/5/2	22000			40000	5500
恒大绿洲	铜陵	2011/7/19	25600			40000	6400
恒大名都	淮北	2011/4/10	17200			40000	4300
恒大绿洲	淮南	2011/11/13	22400			40000	5600
恒大绿洲	安庆	2012/3/18	22400			40000	5600
恒大城	凯里市	2012/6/4	19520			40000	4880
恒大名都	曲靖市	2011/5/2	11936			40000	2984
恒大华府	浏阳	2011/1/22	16720			40000	4180
恒大绿洲	临沂市	2012/6/24	16400			40000	4100
恒大黄河生态城	东营市	2011/9/30	27200			40000	6800
恒大金碧天下	莱芜市	2011/7/3	19400			40000	4850
恒大雅苑	新乡市	2011/7/31	18800			40000	4700
恒大华府	舞钢市	2011/5/29	22400			40000	5600
恒大绿洲	安阳市	2011/7/3	21200			40000	5300
恒大名都	信阳市	2010/12/5	18320			40000	4580
恒大名都	吴忠	2011/10/11	17600			40000	4400
恒大绿洲	石嘴山	2011/7/31	21200			40000	5300
恒大金碧天下	乌鲁木齐市	2011/10/30	21600			40000	5400
恒大绿洲	鹰潭	2011/10/31	18320			40000	4580
恒大名都	景德镇	2011/3/27	17332			40000	4333
恒大雅苑	新余市	2011/5/2	18000			40000	4500

1939682.62

## 五、启示

由于今年恒大的现金流出可能包括房地产开发开支承担计划约人民币 795 亿元（恒大 2011 年报附注 35），而该项就与我们可预测的全年收入相距约人民币 330 亿元。而公司经营的业务收入并无其他来源，所以今年恒大的资金面较为紧张，可能面临相当压力。

2008 年金融危机暴发以来，全球经济发展势头遭挫，客观上为香椽等专业做空公司带来了一系列的机遇。恒大公司一旦发现问题随即就要着手解决，而不能等着人家找上门来才仓皇应战。因为，上市企业营运的财务报告时刻暴露在光天化日之下，而做空机构时刻在盘算着，觊觎着，一旦有了机会，它们是决不会善罢甘休的。同时，中国企业要主动学习上市地资本市场的运行理念和规则，熟悉那里的运行机制特别是做空机制，适应在境外资本市场游弋，内省自强，积累信誉，这样才能化被动为主动，使做空机构的出击机会降到较低的水平。

如果恒大地产自身本没有什么大的问题，随着日后事件的进展，其后期效果将会是香椽投资斯文扫地，信誉尽失；如果恒大地产和管理层不能自证清白，那么事件的后期效果将会是前期效果的延续和扩展，希望恒大能从中获取革故鼎新的机会。