我国房地产上市公司现金流状况分析

卢 馨(博士) 鲁成方 李 皓

(暨南大学管理学院 广州 510632)

【摘要】本文在对上市房地产公司现金流量表分析的基础上,研究上市房地产公司现金流状况,结果显示:由于销售不畅使得房地产商经营资金流入不足,收现能力下降,加之前期购地所需支付,房地产商面临巨大的资金压力。

【关键词】房地产 资金链 现金流量表分析 偿债能力 获现能力

一、文献综述和研究目的

对于房地产企业来说,资金是其运作的根本动力,保持资金链的稳定和顺畅是房地产企业经营的基本要求。资金链是指维持企业正常生产经营运作所需要的资金链条,正常的资金链条是一个"现金——资产——现金(增值)"的循环。资金链断裂是指资金链循环过程中断,通常发生在资产转化为现金的增值环节中,表现为企业陷入财务困境,没有足够的现金偿还到期债务,最终不得不破产倒闭。

房地产企业资金链按照产业链可以分为三个阶段:前期置地阶段、开发楼盘阶段和楼盘销售阶段。在前期置地阶段和开发楼盘阶段,需要大量的资金投入,而销售楼盘阶段的资金流入又受销售量和销售价格的影响,因此房地产企业相对于其他行业企业而言资金链更加脆弱,加上房地产行业产业链长、涉及面广,同时面临国家频繁的政策调控、行业深度调整,尤其是在当前房地产政策调整之下,购房贷款限额、房地产开发资金来源管制、二套房物业税等政策的出台,对于房地产企业的资金链影响更加显著。

目前,国内外主要从两方面对房地产资金链进行探讨:一是从房地产资金的来源、开发资金到位情况的角度,以案例描述和逻辑推理的方法来研究,认为房地产高负债的经营模式大大增加了资金链的不稳定性;二是从房地产资金的特殊性出发,强调房地产行业资金链问题产生的风险、原因和相应的风险控制。笔者认为房地产资金链从广义上理解是资金的运用过程,实际包含了流动性风险和资金利用效率两个方面的问题。因此本文结合现金流量表结构分析和比率分析,围绕上市房地产公司的现金流变动趋势、资金匹配、偿债能力、获现能力方面展开研究,展现近年来房地产企业资金链的状况,为了解房地产行业的发展现状和前景提供可借鉴的分析依据。

二、上市房地产公司现金流量结构分析

1. 现金流量趋势和政策影响因素分析。笔者根据锐思数据库提供的各上市房地产公司2007~2010年上半年财务报告数据资料进行了整理,并作了趋势分析。

2007~2010年上半年,我国上市房地产公司经营活动和投资活动现金净流量总体趋势是下降的(相关数据见表1)。2008年末到2009年初现金流量出现了异常变动(现金流量净额平均值数据与分布见图1、图2),这与国家出台的调控政策密切相关。而筹资活动现金净流量波动较大,说明筹资活动很多现金流量来自于经营活动现金流量的补充。

表1 上市房地产公司2007~2010年中期各项现金流量平均值 单位:万元

年 份	2007年	2008年	2009年	2010年
经营活动净流量	−31 878.8	−38 631.68	41 534.17	−84 893.45
投资活动净流量	−15 714.16	−18 359.9	−17 260.09	−6 620.76
筹资活动净流量	78 557.1	63 790.18	55 067.93	81 274.86
现金净流量	30 964.14	6 798.6	79 342.01	−10 239.35

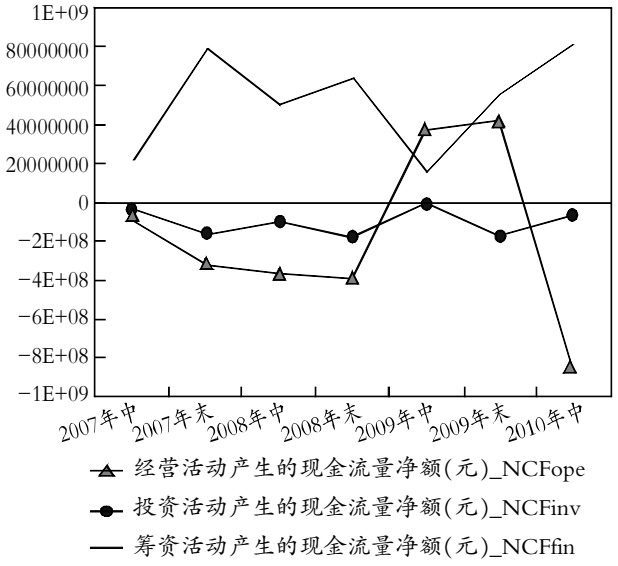


图1 上市房地产公司现金流量平均值分布

从2007年3月国家通过《物权法》开始,经过当年5月份到9月份五次利率和存款准备金率的调整,政府开始了对房地产投资的调控,这些措施直接导致了2007年房地产销售的减速,相应的经营活动产生的净现金流量也开始萎缩。

2008年年初利率和准备金率的继续上调,以及当年6月份颁布的对个人购房征收所得税的法律规定,导致了2008年

一年经营状况继续恶化，与此同时，两年来对于房地产的过度投资也得到了一定程度的抑制，反映在现金流量上表现为经营现金净流量持续下降，投资现金净流量总体趋势下降。从2008年12月开始，国家开始实施房地产新政，从政策上支持房地产，推动了房地产投资和经营的又一次浪潮。此后，房地产的投资和经营得到了较大的发展，尤其是经营活动得到了巨大的发展，二级市场上房地产行业的股价也是一路飙升。

进入2010年，国家审时度势，面对房地产行业投资过热已经潜在的泡沫，制定了所谓的“新国十条”，对抑制房地产过度投资和炒房的行为有一定的作用，并起到了立竿见影的效果。房地产行业的平均投资现金净流量和经营现金净流量都下降到了一个较低的水平。可见，我国房地产行业的资金活动受国家政策宏观调控的影响非常大，而且非常敏感。

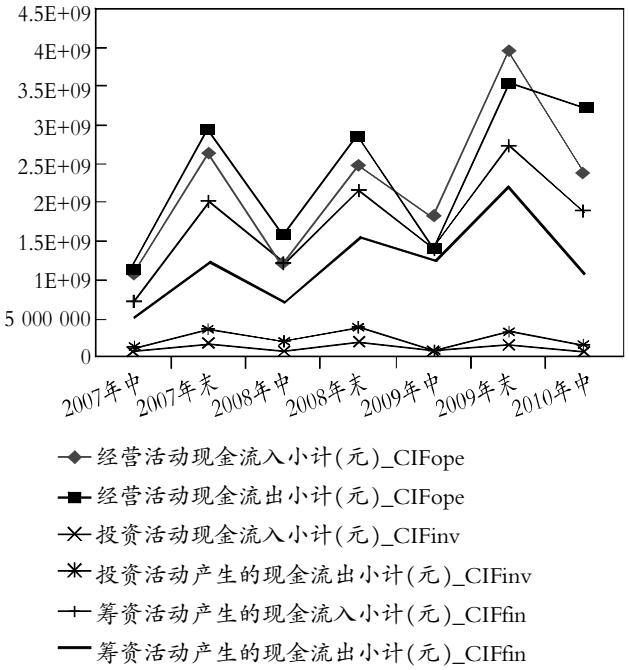


图2 上市房地产公司分项流入流出现金流量平均值分布

为进一步了解各项活动现金流动的原因，本文将各项活动的现金流动分解为现金流入和现金流出(见图2)进行分析后发现：①经营活动现金流入受销售情况影响明显，先升后降；经营活动现金流出上升快、下降慢。其原因主要有两方面：一是近年房价、销售量的攀升使房地产商形成良好的市场预期，基于土地资源的稀缺性及其对房地产开发的重要性，房地产商为增加土地储备以扩大发展规模，纷纷加入圈地行列。由于土地出让金必须在一年内缴付，2007年的高价拿地引发大量现金支出一直延续至2008年。二是国税局自2007年2月1日起对土地增值税进行清算征缴。②投资现金流入先降后升。为满足资金需求，企业通过出售各种金融资产、转让股权投资等收回更多的现金以缓解资金压力。③筹资活动现金流入上升速度有所下降，筹资活动现金流出急速上升。由于2007年国家实施一系列从紧的货币、信贷政策，使得以借款为主要筹资手段的房地产商筹资现金流入上升速度有所下降，并积极寻求借款以外的筹资手段，如增发股票、发行债券等。

2. 上市房地产公司现金流入流出分析。对上市房地产公司现金净流量及其流入结构和流出结构有初步了解后，可进一步研究各项活动的现金流入流出是否匹配，结果见表2。

表2 上市房地产公司2007~2010年中期现金流入流出比例分析

项 目	2007年	2008年	2009年	2010年
现金流入/现金流出	107.54%	102.55%	113.01%	97.69%
经营活动流入/经营活动流出	86.83%	83.61%	111.72%	73.69%
投资活动流入/投资活动流出	35.39%	43.84%	49.05%	54.5%
筹资活动流入/筹资活动流出	180.39%	149.25%	124.82%	178.05%
吸收投资流入/筹资活动流出	23.51%	14.40%	17.34%	12.67%
借款现金流入/筹资活动流出	75.12%	77.12%	78.02%	69.87%
借款现金流入/偿还债务流出	166.61%	138.57%	137.6%	133.42%

注：2007~2009年数据来自房地产上市公司年报加权平均数，2010年数据来自半年报加权平均数。

综合现金流入、流出结构及现金流入流出比例的资金匹配情况来看，房地产企业由于经营活动“造血能力”不足，投资尚处于资金投入期，经营、投资活动的现金流入无法满足经营、投资活动的现金支出需求，需要依靠筹资活动来补充资金缺口。现金流入结构存在不合理性，销售不畅使得资金回笼不足，房地产商面临极大的偿债风险。

三、上市房地产公司现金流量比率分析

1. 偿债能力分析。保持较高的流动性和短期偿债能力对于房地产企业来说至关重要。基于偿债的稳定性和可靠性考虑，本文选取了即付比率作为衡量偿债能力的一个重要因素。即付比率=(货币资金+交易性金融资产)/流动负债。上市房地产公司2007~2010年中期即付比率数据见表3，即付比率总体上低于0.4的合理水平，但从比率分布情况(见图3、图4)来看，2009年该比率有往高值区间靠拢的倾向。

表3 上市房地产公司2007~2010年中期即付比率 单位：万元

项 目	2007年	2008年	2009年	2010年
货币资金	94 641.13	105 549.19	191 155.76	181 025.39
短期投资(或交易性金融资产)	422.32	224.56	257.22	422.27
流动负债	293 769.44	353 787.62	448 495.48	509 537.96
即付比率	32.36%	29.9%	42.68%	35.61%

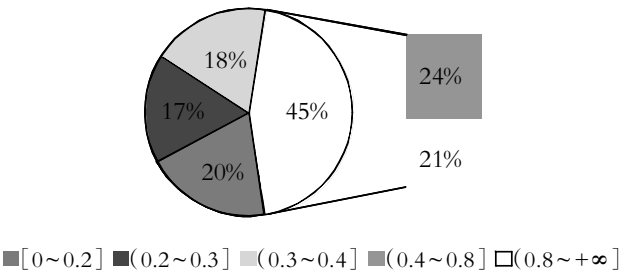
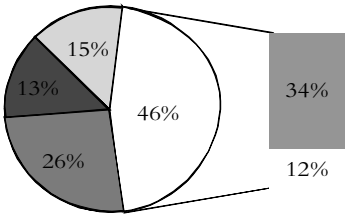


图3 2009年上市房地产公司即付比率分布



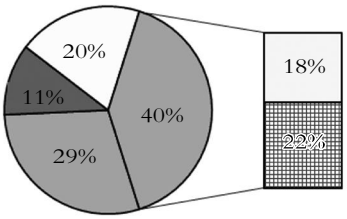
■[0~0.2] ■(0.2~0.3] ■(0.3~0.4] ■(0.4~0.8] □(0.8~+∞]

图 4 2010年上市房地产公司即付比率分布

上市房地产公司 2007~2010 年中期现金流动比率见表 4,分布情况见图 5、图 6。上市房地产公司现金流动比率逐年下降主要是因经营活动净流量大幅下降引起。现金余额及经营活动的现金流入之和也无法弥补经营活动所产生的现金流出，偿还短期债务存在困难，必须另外筹借资金以偿还旧债务,这使得越来越多的企业偿债压力加大。

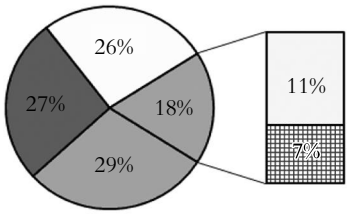
表 4　　上市房地产公司2007~2010年中期现金流动比率　　单位:万元

项　目	2007年	2008年	2009年	2010年
货币资金	94 641.13	105 549.19	191 155.76	181 025.39
短期投资	422.32	224.56	257.22	422.27
经营活动现金流净额	−31 878.8	−38 631.68	41 534.17	−84 893.45
流动负债	293 769.44	353 787.62	448 495.48	509 537.96
现金流动比率	0.108 52	0.109 19	0.092 608	0.166 61



■[−∞~0] ■(0~0.2] □(0.2~0.4] □(0.4~0.8] □(0.8~+∞]

图 5 2009年上市房地产公司现金流动比率分布



■[−∞~0] ■(0~0.2] □(0.2~0.4] □(0.4~0.8] □(0.8~+∞]

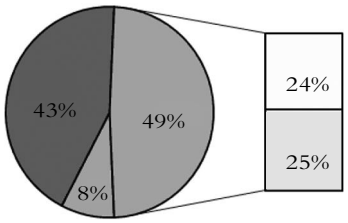
图 6 2010年上市房地产公司现金流动比率分布

综合即付比率、现金流动比率的分析,可以看出房地产商的偿债能力普遍在下降,57%的上市房地产公司即时偿债能力低于 0.3 的行业水平，偿债能力低下;30%的上市房地产公司现金余额及经营性现金流量之和为负值，无法偿还短期债务,必须进行新的筹资活动以补充资金不足,偿付旧的债务及补充经营活动的资金短缺。

2. 获现能力分析。上市房地产公司 2007~2010 年中期销售现金比率见表 5,分布情况见图 7、图 8。与总体平均销售现金比率 1.12 相比,上市房地产公司的获现能力严重低于上市公司总体水平,而 2009 年以来,低下的获现能力变得更差,上市房地产公司面临资金回笼不足的压力。

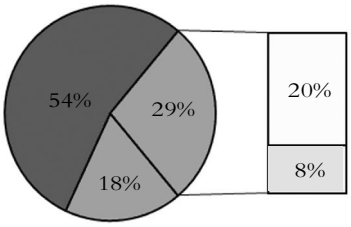
表 5　　上市房地产公司2007~2010年中期销售现金比率　　单位:万元

项　目	2007年	2008年	2009年	2010年
经营活动现金流净额	−31 878.8	−38 631.68	41 534.17	−84 893.45
主营业务收入	190 207.8	205 918.7	198 542.6	126 083.8
销售现金比率	−0.167 599 86	−0.187 606 468	0.209 195	−0.673 31



■[−∞~−1] ■(−1~0] □(0~0.3] □(0.3~+∞]

图 7 2009年上市房地产公司销售现金比率分布



■[−∞~−1] ■(−1~0] □(0~0.3] □(0.3~+∞]

图 8 2010年上市房地产公司销售现金比率分布

四、结论

通过上市房地产公司现金流量结构分析和比率分析,本文发现:房地产企业长期经营活动“造血能力”不足,而投资尚处于资金投入期，经营、投资活动的现金流入都无法满足经营、投资活动的现金支出需求,需要依靠筹资活动来补充资金缺口,房地产企业一直处于高负债比例经营的状态,面临着极大的偿债压力。

房地产企业不断地增加借贷规模来填补经营、投资活动的资金缺口,这种“新债还旧债”的模式是不可持续的。按照目前的销售速度,房地产企业的资金缺口将会越来越大,如果不能改善销售状况，房地产商就需要通过转让手中的土地、项目、股权等来获取资金,否则将出现资金链断裂。

【注】本文系国家自然科学基金项目(项目编号:71032-006)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 樊幻灵.论我国房地产企业资金链管理与完善.中国房地产金融,2009;1

2. 吴志鹏.当前房地产业的几个问题.中国金融,2009;7

3. 陶军. 现金流量指标的财务信息评价能力分析——基于制造业和零售业企业的实证研究.经济管理,2008;4

4. 马可佳.资金缺口巨大房地产面临三重紧缩.第一财经日报,2008-9-19