

18 亿应收账款显资金困境 成都路桥或陷借新偿旧危局

记者 秦小华 成都报道

现象 疯狂增长的资金需求

数据显示,3 亿短融债发行之前,成都路桥三季报的资产负债率 645.4%,融资之后,其资产负债率急剧攀升到 715.9%,增长了 7 个百分点,也超出 70%的警戒线。随着资产负债率的急剧上升,企业面临的财务风险陡然增大。

成都路桥若要缓解财务风险加大的风险,将资产负债率维持在 70%的警戒线内,要么积极地偿还新债、回收欠款,要么进行权益类融资,事实上,一旦资产负债率超过 70%的警戒线,权益类融资获批的把握不大,而财务数据显示,应收账款逐年增加,依靠回收欠款更是不现实。也就是说,积极偿还负债成了唯一的选择。

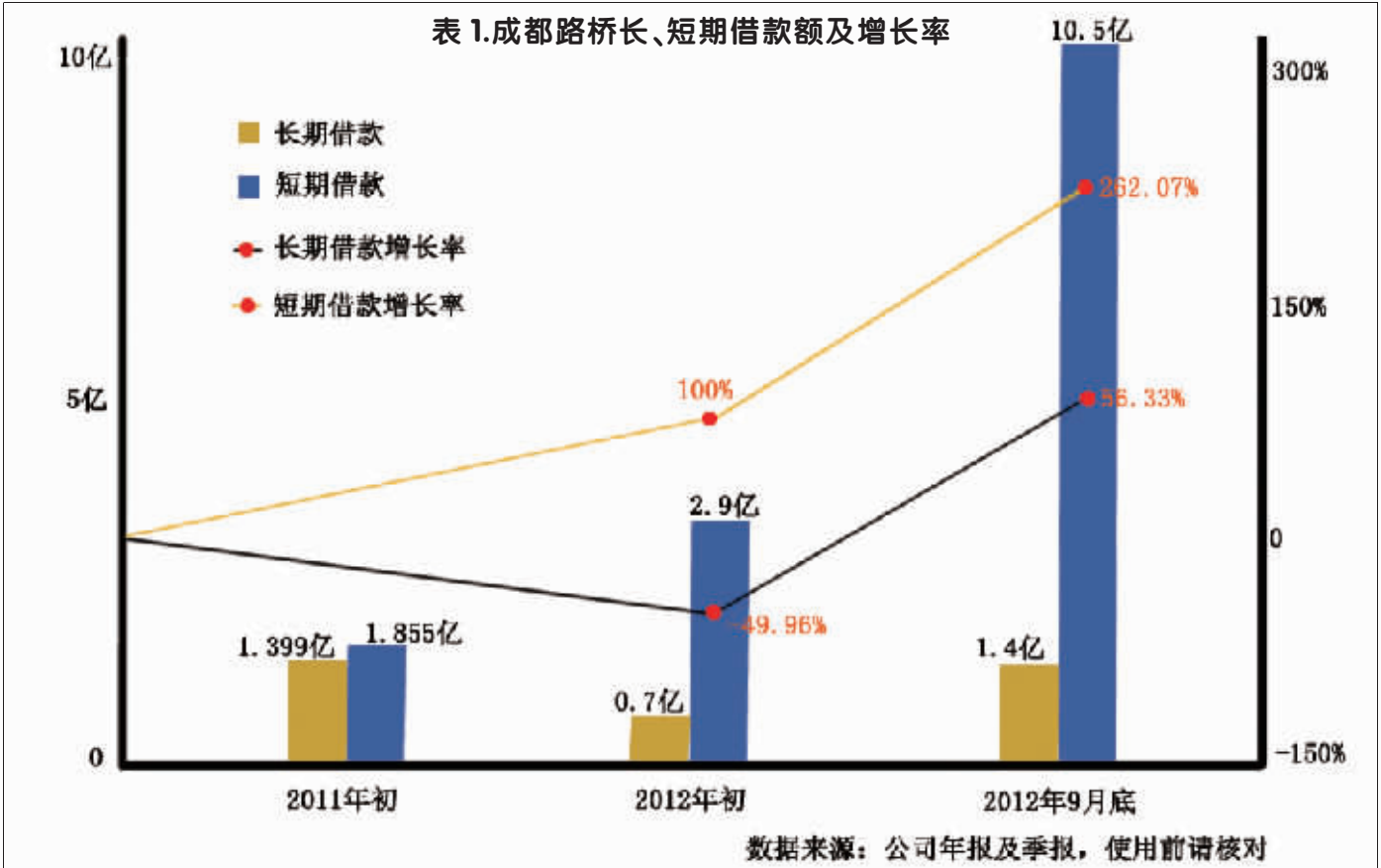
成都路桥采取的正是借新还旧措施,也是其积极在银行间债券市场融资的驱动力。

2011 年初,成都路桥一年内到期的长期借款余额为 1399 亿元,依公告中“三季度末,公司长期借款期末余额 14 亿元,较年初余额增加 100%”推算,一年内到期的长期借款在 2012 年初余额为 07 亿元。该数据表明,成都路桥在 2011 年偿还了 0699 亿元的长期借款,在今年又重新借了 07 亿元的长期债。

从短期借款直线上升的趋势看,成都路桥需要不断地借新还旧,大量融资,以缓解资金压力,与之相印证的是,成都路桥的财务费用从 2011 年末的 287323 万元增加至三季末的 387814 万元,增长了 3497%,同比 2011 年 9 月的 210985 万元,更是大增 8381%。

财务数据显示,成都路桥的短期借款,从 2011 年的 1855 亿元增长到今年初的 29 亿元,从今年初 29 亿元增长至三季度末的 105 亿,分别增长了 563.3%、26207%,算上 3 亿的融资,较期初增长 36552%。如此快的增长速度,正反映出成都路桥的资金缺口非常大。

高利率发行 3 亿短融债,也侧面证实成都路桥对资金的饥渴。3 亿短融债的计息方式为 SHIBOR+21000%,11 月 SHIBOR 一年期利率为 4.4%,即利率 6.9%,远远高于一年期银行贷款利率 6.0%。(见表 1)



	应收账款亿元	长期应收款亿元	其他应收款亿元	三项总计
2011 年末	2.65	3.57	6.16	12.38 亿元
2012 年 9 月底	3.03	15.16	5.88	24.07 亿元
增幅	14.34%	324.65%	-4.55%	94.43%

表 2.成都路桥应收账款情况				
(数据来源: 年报及季报, 使用前请核对。)				

原因 BT 项目垫资 致应收账款陡增

大量的应收账款挤压了太多的资金。2011 年末至 2012 年 9 月底,成都路桥应收账款从 265 亿元增加至 303 亿元增长了 143.4%,长期应收款从 357 亿元增加到 1516 亿元更是大增幅增长 3246.5%, 其他应收款从 616 亿元减少到 588 亿

元略降 455%。将三项应收账款加总,2012 年 9 月底比 2011 年末增长了 944.3%。

高达 1806 亿元的应收账款, 分别占成都路桥总资产、净资产的 4220%、1191.3%,给成都路桥带来巨大的资金压力。(见表 2)

一位长期从事建筑行业总工程师告诉记者,长期应收款突然增多,与公司总工期过度有关。由于资金回收周期加长,被业主占款数量也会越来越多,公司不得不从各个渠道融资,而其他应收

款,常常以履约保证金、工程质保金出现在会计报表里,两者其实跟工程垫资没多大区别。

成都路桥 2011 年报显示, 其他应收款前五名单位共以履约保证金、工程质保金的名义,占用了 363 亿元, 占当年其他应收账款 616 亿元的 55.87%。年末应收账款前五名共计占用了 21 亿元,占当年应收账款总额的 72.53%。

由于 2012 年三季度没有详细披露其他应收

(制图/王强 杨杰)

龙湖地产强势反弹 吴亚军赔“夫”不折兵

实习记者 蔡梦黎 成都报道

11 月 20 日,龙湖地产(0960. HK)第一大股东吴亚军被曝离婚,并分给前夫蔡奎近 30%股权合计超过 200 亿港元资产,中国大陆第一女首富瞬间易主。由于消息太过突然,导致投资人对债务违约与公司权益维护两问题信心下挫,11 月 20 日当天,龙湖地产股价发生震荡,高开低走并最终收于 13.7 港元,跌幅达 4.2%。

不过,在短短两日之后的 11 月 23 日,龙湖地产的股价则强势反弹,一天内大帐 4.15%,收盘于 14.0 港元,直至 11 月 28 日,公司收盘价已达 14.5 港元,与“离婚门”前一日持平。

龙湖地产在短短几日内的恢复,据业界分析,最主要的因素有以下两点:首先,第一大股东吴亚军与第二股东蔡奎在未来维护公司权益问题已达成共识。据消息人士透露,蔡奎已签署协议书,让吴亚军暂时掌管该 28%股权。其次,自上市时起,吴亚军和蔡奎的股权一直分属两个信托持有,且蔡奎从未在公司担任职务,故此事不涉及股权变动,亦对公司运营没有影响。因此,专业人士认为:离婚事件尽管在短期有较大影响,但对龙湖地产未来的走势影响极为有限。

龙湖地产股价自 2012 年 1 月 1 日公司股价一直呈上升趋势,11 月 28 日最高价达 15.0 港元,也是公司自 2009 年 11 月在港上市以来的最高股价。这与龙湖地产稳定的业绩与利润是分不开的。龙湖地产 2012 年 8 月份发布的 2012 年中报显示,公司 6 个月收入达 145.5 亿元人民币,同比大幅增长近一倍(2011 年 1-6 月收入为 78.5 亿元人民币)。公司 6 个月毛利为 67.0 亿元人民币,同比增长 64%(2011 年 1-6 月毛利为 42.9 亿元人民币)。除此之外,公司负债率为 49%,在手现金创新高,达 175 亿元。龙湖地产逆势快速扩大销售额的同时,销售利润的降低并

不明显,与龙湖地产稳扎稳打的风格不无关系。

从 90 年代偏居重庆一隅到 2004 年起的全国性扩张,龙湖地产用了 10 年时间在熟悉的重庆区域进行原始积累。虽然全国扩张历经 8 年,龙湖地产也完成了在西南、华北、西北、华东、东北、华南区域的布局,但直至今日拥有较多楼盘并购得较优地块的区域,仍然是已深耕好几年的北京、成都、沈阳三地。近几年才开始拿地的青岛、杭州、西安等城市,从龙湖地产在主页公布的项目分布图来看,位置均较偏、项目也不多。即使在大本营重庆,龙湖 1993 年亦是在配套尚不成熟的新牌坊区域接连拿地,通过开发一到两个高品质项目(如别墅、花园洋房)炒高地价,从而提高整体利润。迄今为止,龙湖在重庆拿过地价较高的地块也仅有“后工地块”,成本为 30.25 亿元人民币,为 2007 年的地王。但该地块规模巨大,楼面价为适中的 3300 元/平方米。据搜房网发布,此项目现仅商品房均价就达 14000 元/平方米。

龙湖地产 2012 年中报显示,公司平均土地成本仅为每平方米 1879 元,而营业额单方价格达 12585 元/平方米。据其官网发布的 2012 年 10 月通讯:新开盘的杭州龙湖滟澜山项目单价为 14800 元/平方米、西安龙湖枫香庭项目单价为 7000 元/平方米。即便在 1879 元/平方米的楼面价上加上 3000 元/平方米的建筑成本,利润亦十分可观。由此可看出,龙湖拿地的模式步伐缓慢、不够高调,相对保利、中海、华润等国内一线地产公司比较保守,但其模式却能保证拉长战线之后保持利润相应稳步增长。

在龙湖地产已深耕多年的传统市场,龙湖地产相对大干快上,拿地较多、项目丰富。据龙湖官方网站项目分布显示,龙湖地产 2012 年在重庆的在售项目多达 10 个,在

北京 8 个,成都 7 个,涉及别墅、小高层、电梯公寓、综合体等多种业态。据龙湖地产 2012 年 1-6 月中期业绩报告发布:龙湖地产在包括重庆、成都、西安在内的西部市场半年合同销售额为 90.3 亿元人民币, 占集团合同销售总额的 51.7%。面对天津、青岛、杭州、上海等客户对龙湖地产尚较为陌生的新兴市场,龙湖地产则采取 1993 年公司刚在重庆发展的模式:拿地较少、不同时开发、业态单一。在新兴市场,龙湖地产主要以销售别墅为主。记者分析这种做法有以下几点原因:第一,龙湖地产是做高端楼盘起家,别墅、花园洋房是龙湖地产较为擅长的项目,成功与否相对较有把握。第二,别墅、洋房等高端项目美誉度易提高。龙湖地产往往会别墅成之后再进行其周边电梯公寓,这样对公司中端产品的销售也有帮助。第三,别墅、洋房产户数少、单价高,比较容易快速回笼资金。

据龙湖地产官网显示,龙湖地产在常州、青岛、杭州、烟台五个近两年才进入的市场,分别仅 1-2 个项目,位置均不在中心城区,但项目均以别墅为主、高层为辅。与 90 年代在重庆、2004 年初进北京、西安、上海的作法相同。尽管龙湖地产在长三角的项目开发建筑面积仅占龙湖地产 2012 年 1-6 月开发总建筑面积的 19.2%,但合同销售额已达 40.5 亿元, 占公司总合同销售额的 23.2%,仅低于相对成熟的环渤海区域 1.9 个百分点。

只是,由于国内外经济形式不好,加之政府对地产行业的限制政策逐步落实,对于房地产行业整体打击仍然巨大。龙湖地产在 2012 年下半年展望中也提到: 下半年滞胀隐忧初现,境内外的实体经济发展处于巨大压力之下。中国房地产向何处走,集团管理层将面临新的挑战。

通过记者的观察,除了龙湖地产在

2012 年中报中下半年展望中所强调的“保持和提升在规划、工程、物业方面的高品质”之外,龙湖地产亦将目光更多地投向可持续性,不像商品房那样倍受限制的持有物业投资上。据龙湖地产 2012 年中报对物业投资方面的介绍:截止 2012 年 6 月,公司以开业商场面积为 438,969 平方米,整体出租率为 98.6%。2012 年 1 至 6 月,租金收入总额为 2.27 亿元人民币,较去年同期增长 34.8%。通过龙湖地产发布的报表亦可看出,龙湖地产截止 2012 年 6 月持有物业项目的建筑面积共 438,979 平方米,2012 年 1-6 月出租率达 98.6%,租金收入同比平均增长率达 34.8%。可想而知,龙湖地产在自持物业方面已尝到甜头。

或许出于上述种种原因,龙湖地产近两年在成熟市场如重庆、北京、成都、西安等城市大肆兴建城市综合体。目前,据龙湖地产介绍:公司主要在建的商场为 7 个,加上少量临街商业,累计在建面积达 112.7 万平方米。这个数字超越现有自持物业总建筑面积 4 倍。

但是,由于操作城市综合体租售相比较住宅底商要小得多,回报率相对较慢。对于地产商的资金积累、经营能力、经营经验等要求也十分之高。而龙湖地产之前仅操作过重庆北城天街与重庆西城天街两个大型城市综合体项目虽颇为成功,但此两个项目实际上是交由第三方招商团队操作。之后龙湖地产自主招商的均为面积较小的临街商业或小型 MALL。这充分说明龙湖地产对城市综合体的运作经验并不像华润、万达那么丰富与完善。而龙湖近期修建的城市综合体,其中重庆时代天街的面积就达 60 万平方米,即将开建的成都时代天街面积也达 60 万平方米,且位于市郊。市场能否消化也成为关键问题之一。如此不计成本大干快上颇

款、长期应收款的前五名占款名单,其占款的具体比例无从知晓。对长期应收款突然增加 3246.5%的原因,成都路桥的理由是“在建 BT 项目投入增加所致”。

BT 项目即建设移交,是基础设施项目建设领域中采用的一种投资建设模式,是指根据项目发起人通过与投资者签订合同,由投资者负责项目的融资、建设,并在规定时限内将竣工后的项目移交项目发起人,项目发起人根据事先签订的回购协议分期向投资者支付项目总投资及确定的回报。

财务数据显示,2011 年长期应收款仅 357 亿元(BT 项目),2012 年 9 月则突然增长 3246.5%至 1516 亿元,说明公司扩张过度,资金需求大增。某位分析师指出,不计成本的扩张,一旦资金链断裂,企业经营风险大增,而且应收账款属流动资产,如此巨额长期应收账款,或会虚增企业利润。

表现 股价大幅下跌

敏锐的资本率先嗅到了企业经营风险,纷纷出逃。从股价走势上看,成都路桥率先跌出新的低点,明显弱于中小企业板块指数。

从资金流向上分析,成都路桥一直处于资金流出状况。不论是机构投资者、大小非、企业高管,都无一例外地选择了减持套现,这似乎进一步预示,成都路桥正被投资者以脚投票、黑黢盯视。

公告显示,与今年二季度相比,机构投资者数量从 12 家减少到 6 家,持股量减少 107 万股。

深市大宗交易平台数据显示,成都路桥的大小非股东合计减持达 15 次,共计减持 96764 万股,累计套现达约 7349 万元。

公开资料显示,11 月 5 日和 8 日,监事张萍通过二级市场竞价交易,共计减持 27 万余股,累计套现 253 万余元。作为对企业基本面最为熟悉的高级管理,张萍的毅然减持,带给我们什么启示?

投资建议上,华西证券一位投资顾问认为,成都路桥减持压力较大,公司扩张过快,需要大量的资金维持建设投资项目,借新还旧的模式是不能持续的,而且过高的融资成本会抵消净利润的同时,加大了财务风险,建议暂时回避。

记者曾致电成都路桥董秘办,以期得到资金陡然大增和是否会陷借新还旧危局的合理解释,然而截止发稿时,一直没能联系上该公司相关人士。

让部分投资者深感忧虑——2012 年 6 月 26 日,龙湖地产以 17.37 亿元拍得厦门集美灌口 3 块土地计划打造为一个综合体,项目其中一土地溢价率达 104%。因其需利用现金或银行贷款来支付,而开发商营运环境不明朗,导致对公司信用产生负面影响。这正是最好的案例。

2012 年 9 月 12 日,曾打造海港城、时代广场、美罗百货的九龙仓集团主席吴光正私人斥资 3600 万港元,再次增持 314 万股龙湖地产。至此, 其已持有龙湖股份的 5.04%。吴光正现为龙湖地产第三大股东。有评论认为, 此次吴光正以个人名义增持龙湖,可以避免九龙仓以公司名义增持而出现的利益冲突或竞争。个人持有可能引发的这种情况则要好很多,其他公司对于个人入股不那么敏感。龙湖地产公司则表示,吴光正买入公司股票,是对公司的认可,欢迎其成为公司的股东之一。龙湖地产此次让自持物业投资经验丰富的九龙仓加盟,不知是否也是公司为取长补短地避免自身开发城市综合体经验不足所致。在龙湖地产之前,出自重庆的协信地产就以某种方式与华润集团进行商业合作,在无任何开发、经营经验的前提下在龙湖地产的重庆北城天街正对面把城市综合体做得风生水起。不知龙湖地产是否也因此受到启迪。

不过,也有人对龙湖地产大量兴建的自持物业持有者的态度。毕竟,随着中国私家车数量的高速增长以及轨道交通建设的逐步完善,未来购物中心的商业模式会逐步成为时尚人士的新目的地。而且,较之商圈,购物中心拥有购物环境好、停车不难等优势。因此,倘若龙湖地产能够保持开发住宅项目时的稳中求进,自持物业投资在未来宏观经济不景气的环境下,也有可能引领龙湖地产的资本积累在新的方向逐步走高。