

3 大风险，1 个疑问，恒盛何去何从

2015 年 09 月 24 日

克而瑞研究中心

www.cricchina.com/research/

研究员/沈晓玲、陈桢颖

9 月 16 日，恒盛地产发布一则关于人事变动的公告：刘涛教授获任为公司独立非执行董事、审核委员会主席及成员以及薪酬委员会成员；戴咏群因个人发展辞任公司秘书及授权代表，由郑家恒接替其职位。

从变动人员的背景资料了解，刘教授曾兼任多家大中型企业的财务顾问及独立董事，此前并未出任恒盛任何职务；而郑家恒在法务及公司秘书等专业具备逾 17 年的经验。一位专业财务人士空降，一位法务人员升职，一方面，许是正常的人事变动，另一方面，结合恒盛之前的“张志熔事件”、“清盘呈请”、“爆煲企业名单”等风波事件，以及集团今年再度提出私有化，不能排除此次的变动是出于企业更为重视财务及法务方面的考量。我们认为，恒盛目前主要面临以下 3 大风险的考验。

风险一：销售逐年下滑，影响流动资金状况

表 1：恒盛地产销售业绩

年度	销售金额 (亿元)	同比	销售面积 (万平方米)	同比
2010 年	126.80	89%	114.69	75%
2011 年	133.22	5%	156.00	36%
2012 年	109.30	-18%	127.50	-18%
2013 年	73.11	-33%	57.72	-55%
2014 年	40.41	-45%	26.89	-53%
2015 年 6 月 30 日	21.30	12%	12.31	-1%
2015 年 8 月 31 日	27.37	4%	15.49	-12%

数据来源：企业公告、CRIC

从历年来的销售情况可以看出，恒盛地产已有连续 4 年的业绩负增长，2014 年的销售金额同比降低 45%，销售面积降低 53%。截止到 2015 年中期，虽然物业销售略有增加，但整体销售量依然偏低，主要因为年内建设及开盘时间分布不均匀，阶段性短缺，项目建筑期过长所致。

另外，今年以来，恒盛地产多地项目被曝出现“延期交房”、“质量”等问题，无疑对品牌形象大大减分，不利于销售。销售持续低迷，导致企业的流动资金收紧。

风险二：债务早已债台高筑，即期债务能否兑付

表 2：恒盛地产财务指标

财务指标	2013 年	2014 年	2015 年中期
净负债率	82%	126%	143%
三费费用率	9%	37%	126%
总资产周转率	0.15	0.08	0.01
长短期债务比	2.59	0.42	0.06
现金短债比	0.56	0.09	0.05
净利润增长率	-73%	-1197%	379%
销售毛利率	13%	-22%	-181%
销售净利率	4%	-74%	-312%

数据来源：企业年报、CRIC

盈利能力方面，首先，2015 年的中期销售收入为 3.42 亿元，同比减少 85%。主因为报告期内没有新项目完工并交付使用，仅出自往年完工项目的尾盘房源，导致确认的销售收入同比大幅下降。其次，恒盛的毛利和净利从 2014 年起已出现亏损，2015 年中期的录入亏损额分别为-6.2 亿元、-10.67 亿元。实际上从 2011 年开始，其毛利率、净利率已逐年减少。

偿债能力方面，2014 年恒盛的净负债率已飙至 126%，已处于警戒线位，2015 年中期净负债率更是攀升到 143%。低至 0.06 的长短期债务比说明恒盛未能很好利用财务杠杆的作用。并且，结合其长短期债务比和现金量来看，恒盛短期偿债能力较弱。

最重要的是，中报显示，231 亿的总借款中，仅 2015 年就要偿还 218 亿，高达总量 94%。其中，由 2014 年年报得知，恒盛有一笔 3 亿美元 2015 年 10 月 25 日即将到期的优先票据。目前来看，现金结余无法有力抵冲短期债务，而且也无再融资计划，企业的流动性风险上升，极易受到信贷状况收紧的冲击，公司必须谨慎对待即将到期的债务。

风险三：清盘诉讼，引起了资本市场的关注。

所谓清盘呈请，是一种非常极端的讨债方式，通常，公司已经资不抵债，债权人对其失去信心，故而向法院提出强制执行清盘的要求来清算资产用以还债。换言之，“清盘呈请”使恒盛差一点就“倒”了。尽管第二天，公司就发布公告呈清了这场“乌龙”，但是这不得不再次引起资本市场对其债务问题的关注。在 7 月 23 日之后，恒盛的股价也呈下行趋势。往往，这样的负面消息会降低资本市场对公司的信心，不利于公司进行股权和信贷融资。

另外，恒盛能否实现私有化，确实存在很大的疑问。

从恒盛提出私有化的动机来看，一是“上市身份”并没有对其融资带来好处，认为价值也被低估，私有化或能帮助拓宽融资渠道；二来，可能是为了掩护后续的资产出售或第三方购买，但又不想去处理有关上市公司资产交易事项，因此提出了集团私有化，再进行收购；三也许出于企业为夯实企业发展能力的考虑，从长期角度作出决策。

再提私有化，底气在哪里？先前已有“失败”经历，难道这一次小股东就会同意？而且，若本身经营就存在问题的话，私有化后的管理风险会改善？除此之外，私有化的资金哪里来？一般，公司大股东需要提出高价从小股东手里进行股权收购，因而对于资金是有一定要求的。私有化要约人张志熔到底有多少资产我们无法查明，但从他另一个上市公司华荣能源（原名：熔盛重工）2015 年中期财务数据来看，共计 218 亿元的有息负债就有 214 为流动负债。既然两边都面临短期偿债压力，张志熔应该很难通过华荣能源进行“东墙补西墙”。

我们认为，目前最有助于帮助恒盛化解危机的方法是：

1、土储转让，解决当务之急。恒盛地产的突出资源十分优质。截止到 2015 年上半年，恒盛拥有 14.4 百万平方米的土储，其中，一线城市就占了 21.4%，二三线城市占 78.6%，而且多幅地块位于核心区域。恒盛可能会选择变卖项目获得资金从而缓解短期债务问题。另外，我们发现，企业的资产周转率也在降低，可能是故意而为之，等待地块升值，再进行转让。

2、降价促销，加速销售。恒盛土储的平均楼面土地成本为 1346 元/平方米，还是比较低的，尤其是上海有 3 处项目的土地成本仅 3 位数。在有能力保证盈利空间的同时，降价促销将是短期内最有效提升销售业绩，实现资金快速回笼的方法。

3、引入新股东，化解债务兑付危机。毕竟恒盛的资产优质，而且股价又低，易成为并购目标。如果新股东能带来“及时雨”或是投融资的资源，将利于化解恒盛危机。但是，鉴于恒盛存在政治关联的风险，加上可能存在“隐形债务”，恒盛翻身也许还是只能要靠自己。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

关于克而瑞信息集团（CRIC）

克而瑞信息集团，隶属于易居（中国）控股有限公司。作为中国最大的房地产信息综合服务商，以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞信息集团拥有中国房地产最大的信息数据库，构筑中国房地产上下游企业（包括开发商、供应商、服务商、投资商）和从业者信息的桥梁，形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台，为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

关于克而瑞研究中心

克而瑞研究中心是易居旗下克而瑞信息集团的专业研发部门，组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止，已经连续五年发布中国房地产企业销售 TOP50 排行榜，引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月成果出品超过百份，规模已万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。