

保利地产债务融资案例分析



第一部分 公司简介与概况

保利房地产（集团）股份有限公司是中国保利集团控股的大型国有房地产企业，是中国保利集团房地产业务的运作平台，国家一级房地产开发资质企业。2006年7月31日，公司股票在上海证券交易所挂牌上市，成为在股权分置改革后，重启IPO市场的首批上市的第一家房地产企业。保利房地产（集团）股份有限公司成立于1992年，是中国保利集团控股的大型国有房地产企业，也是中国保利集团房地产业务的主要运作平台，国家一级房地产开发资质企业，国有房地产企业综合实力榜首，并连续四年蝉联央企房地产品牌价值第一名。2009年，公司品牌价值达90.23亿元，为中国房地产“成长力领航品牌”。2006年7月，公司股票在上海证券交易所上市，2009年获评房地产上市公司综合价值第一名，并入选“2008年度中国上市公司优秀管理团队”。2009年公司实现销售签约433.82亿元。截至2010年一季度，公司总资产已超千亿。自2007年1月起，公司入选“上证50”、“上证180”、“沪深300”和“中指100”指数样本股。截至2007年12月，公司总资产已达409亿元，比上年末增长148%。公司的主营业务是房地产开发、销售、租赁及其物业管理。公司秉承“务实、创新、规范、卓越”的经营理念，一贯主张与坚持“和谐、自然、舒适”的开发理念与产品特色，并将“和谐”提升至公司品牌建设战略的高度。公司多年来对和谐生活的孜孜以求和务实、高效、诚信的稳健风格赢得了广大消费者的赞誉与信赖。

第二部分 资本结构的影响因素

一、企业的资产状况

由于固定资产在清算变现时的价值损失低于无形资产，因此，总资产中固定资产所占比例较大的企业负债能力强、破产成本较小，故负债比率较高；反之则反是。在保利房地产（集团）有限公司2009年度和2010年度披露的半年报、年报共四份财务报表中，数据显示该公司的固定资产比重较低且有继续下降的趋势。

二、企业的盈利能力

盈利能力强的企业可以产生大量的利润，内部积累可以在很大程度上满足企业的资金需求，故这类企业的负债比率较低。

年度	年度	三季	中期	一季
2011	-	-	-	0.15
2010	1.08	0.50	0.36	0.16
2009	0.81	0.55	0.44	0.13
2008	0.91	0.52	0.42	0.11

2007	1.30	0.50	0.25	0.07
------	------	------	------	------

近五年保利地产的每股收益从 2007 至 2009 年小幅下跌，在 2010 年却增加。再结合报表中披露的息税前利润的信息，可以看出近两年该公司的息税前利润有所增加（如 2009 年到 2010 年净增加了约 2,025,527,187.51 元。）因此可以得出该公司盈利能力较强，故负债比率较低。

三. 资本成本

债务的资本成本通常低于权益的资本成本，但过多债务会加重企业的负担，从而产生不能按时还本付息的风险，不利于企业经营。

四、企业的成长率

企业成长率对企业资本结构的影响并不确定。主要是有两方面因素作用：一、成长率高的企业资金需求大，最适合的快速融资并且成本不高的就是债务融资；二、这类企业的未来收益具有较大不确定性，债权人承担风险较大，故企业较难获得债务资金。保利地产作为成立 20 年的公司，理应已经进入稳步提升的阶段，但从下表看出，公司的净利润增长率在近两年的波动还是比较大的，具有较大不确定性，获得债务资金因而具有一定难度。

时间	2009-6-30	2009-12-31	2010-6-30	2010-12-31
净利润增长率	3.7591%	31.6741%	6.17%	16.56%

五. 企业的风险状况

在进行资本结构决策时，需要考虑企业的风险承受能力和由此带来的成本。如果企业的息税前利润稳定、营业风险低，那么相对来说可以承担较高的财务风险，故可以保持较高的负债比率。

六. 企业的控制权

这取决于企业所有者对控制权的掌握欲望。若发行新股会稀释股东的持股比例，降低企业所有者的控制权，所以他们可能会采用债务融资方式，此时负债比率会提高。

七、企业的信用等级和债权人的态度

如果企业进行过多的债务融资，其财务风险将会上升，随之引起的财务危机成本就会影响债权人的利益，使得企业的信用级别下降。保利地产的信用评级在上文表格中可以得到，为 AAA 级（即最高级）。较高的信用等级使得该公司较易获得债务融资。

八、行业因素

不同行业在负债比率上一直有显著差异，因为不同行业的企业的经营风险、负债能力、折旧等非负债项目带来的避税可能性等方面存在着很大差异。由于房地产行业是近年来国内较热的行业，前景大好，因此承受风险的能力较高。故保利地产的负债能力也相应提升。

第三部分 保利地产债务融资分析

为了偿还借款，优化公司债务结构，补充公司流动资金，2008年7月8日保利房地产（集团）股份有限公司公布了有关公开发行公司债券的公告，公告中详述了本次公司债券发行的发行对象、发行总额、票面利率及发行方式等内容，具体见下表

债券类型	企业债券		
发行总额(万元)	430000	期限(年)	5
起息日期	2008-7-11	到期日期	2013-7-11
最新信用评级	AAA	评级机构	中诚信证券评估有限公司
发行价格(元)	100	面值(元)	100
票面利率	7%	利率类型	固定利率
息票品种	附息	付息频率	每年付息一次
计息方式	单利	付息日说明	每年7月11日付息 节假日顺延
计息税率	20%	兑付手续费	
上市日期	2008-7-21	发行日期	2008-7-8
发行方式	网上面向社会公众投资者公开发行 网下面向机构投资者询价配售相结合	承销方式	余额包销
主承销商	中信证券股份有限公司		

2008年7月16日，保利房地产（集团）有限公司公布了本次债券的发行结果，网上一般社会公众投资者的认购数量为4.30亿元人民币，占本期公司债券发行总量的10%。网下机构投资者认购数量为38.70亿元人民币，占本期公司债券发行总量的90%。

债券融资优点分析

1、资金成本低。与股票相比，企业发行债券的成本较低，一是债券发行的费用较低，二是债券利息在所得税之前支付，可以为企业带来节税收益，故企业实际负担的债券成本一般低于发行股票的成本。

2、保证控制权。债券持有者不直接参与公司的经营管理，故债券筹资不会分散企业的控制权。

3、降低代理成本。自由现金流表示的是公司可以自由支配的现金。如果自由现金流丰富，则公司可以偿还债务，回购股票，增加股息支付。当公司产生大量的自由现金流时，经理人从自身价值最大化出发，倾向于不分红或少分红，将自由现金流留在公司内使用，经理可以自由支配这些资金用于私人利益，或是进行过度投资，降低了资金的使用效率，由此产生代理成本。企业向债权人按期还本付息是由法律和合同规定的硬约束。企业经营者必须在债务到期时，以一定的现金偿还债务本息，否则面临的将是诉讼与破产。负债融资对经营者的这种威胁，促使经理有效地担负支付未来现金流的承诺。因此，因负债而导致还本付息所产生的现金流出可以是红利分配的一个有效替代物，从而更好地降低自由现金流量的代理成本，提高资金使用效率。

债券融资的风险分析

债务融资财务风险大。公司发行债券要承担定期还本付息的责任，若经营状况不佳，会影响到公司的偿债能力，从而使公司面临财务危机、甚至可能导致破产。

在《保利房地产（集团）股份有限公司公司债券上市公告书》中说明了本次债券的偿债保障措施。一设立偿债准备金。发行人将于本期债券到期日的前 12 个月开始，设立偿债准备金，作为本期债券本息的偿付准备。偿债准备金的形态限定为现金、发行人获得的可随时提取的银行贷款授信额度。发行人将于债券到期日的前 12 个月开始，按相应比例留足偿债准备金。具体安排如下：债券到期日的前 12 个月，偿债准备金总额占债券总额 20%，债券到期日的前 6 个月，偿债准备金总额占债券总额 50%，债券到期日的前 3 个月，偿债准备金总额占债券总额 100%，债券到期日的前 1 个月，偿债准备金总额占债券总额 150%。二设立专项偿债账户。发行人将于本期债券到期日的前 3 个月为支付本期债券的本金设立专项偿债账户，并通过该账户还本付息。在本金支付日前 3 个月，发行人将陆续把偿债准备金划入偿债专用账户。至本金支付日前第 5 个工作日，专项偿债账户中应有足以偿付本金及最后一期利息的资金。三严格执行资金管理计划，保障偿债资金来源本次公司债券发行后，公司将根据债务结构情况进一步加强公司的资产负债管理、流动性管理、募集资金使用管理、资金管理、项目开发进度管理等等，保证资金按计划调度，及时、足额地准备偿债资金用于每年的利息支付以及到期本金的兑付，以充分保障投资者的利益。

2011 年 5 月 9 日，中诚信证券股份有限公司公布了对“08 保利债”的信用状况分析，经过对保利房地产的行业关注、业务营运、财务状况及担保实力进行全面分析后，审定债券的信用等级为 AAA，说明发行主体有一定能力对债券进行偿付。

另外债务融资还存在筹资数量有限和存在限制条件的不足，但是在本案例中发行的是一般债券，存在较少的限制性条款，对公司的经营决策不会产生较大影响。