

房地产开发项目资金流动管理探究

刘才义

摘要: 本文以A项目为例,在对房地产项目土地竞投与购地、工程施工、商品房预售、主体封顶及竣工验收这五个开发环节进行简要介绍的基础上,围绕开发项目经营性现金净流量、现金净流量(含外部筹资)、自有资金现金净流量、自有资金平衡点等指标,对该项目各时间节点设置、现金平衡情况、筹资情况及内部收益率进行分析。

关键词: 房地产企业; 开发项目; 资金流动; 自有现金净流量; 自有资金平衡

开发项目作为房企价值链条上最基本的生产单元,是企业利润创造的中心。本文通过对某房地产企业所属开发项目(以下简称A项目)开发建设资金的流动规律、外部信贷资金利用能力与开发建设环节的联动关系的研究,结合资金管理评价的几个指标,摸清项目开发资金流动与资金创效的规律,为企业优化配置项目开发资金结构、增强资源整合能力和财务创效竞争力提供借鉴。

一、A项目基本情况

A项目位处国内某一线城市,地理位置优越,项目开发产品主要以普通住宅为主,销售去化能力较强。A项目开发建设中经营性资金主要包括土地成本、建造成本、期间费用、各项税费流出和销售收入流入。根据资金流动来源、方向、大小、速度等情况,参考项目开发中的关键控制节点,A项目开发流程可分为五个阶段:

(一)土地竞投与购地阶段

本阶段发生土地费用金额20亿元,占总成本比重较大。按照中国人民银行《关于进一步加强房地产信

贷业务管理的通知》(银发[2003]121号)，“商业银行不得向房地产企业发放用于缴交土地出让金贷款”的规定,该部分费用需由企业自行承担,短期内占用自有资金数量较大。

(二)工程施工阶段

在项目主体结构封顶之前,企业需要持续投入大量资金用于支付各种前期建设费和建设施工款项。由于商品房预售制度的存在,工程施工阶段与商品房销售阶段存在部分重合,销售回流资金可用于工程成本支出,该阶段后期资金会出现净流入。

(三)商品房预售阶段

按照规定,房地产项目高层建筑结构完成出地面(即±0)可向房屋管理部门申请商品房预售许可证,开发项目通过商品房预售可以回笼部分资金。同时由于此时开发项目达到开发贷款放款条件,外部信贷资金大量流入,项目资金压力得到缓解。

(四)主体封顶阶段

按照商业银行放款规定,预售房屋实现主体封顶并办理预售登记证后,金融机构才会发放客户按揭贷款,该阶段开发项目经营性现金净流

量由负转正。

(五)项目竣工验收阶段

项目竣工后需结算此前拖欠承建方的工程款,造成大量现金流出。同时由于项目竣工验收,开发项目会办理小业主产权证,项目该阶段必须归还募集的外部开发信贷资金,本例中约为6亿元。

二、开发项目资金流动相关指标的定义

为准确、形象地描述开发项目资金的流动情况,笔者现结合开发项目现金流量表(如表1所示)对与资金流动相关的几个指标重新进行定义。

(一)开发项目经营性现金净流量

开发项目经营性现金净流量是与项目开发经营有关现金流的累计净值,包括销售回款、代收客户费用、保证金、押金等流入和土地购置、建造成本、利息、间接费、税费等现金流出,主要体现为第9行。该指标计算公式为:开发项目经营性现金净流量=销售回款流入+代收费用净流入+押金、保证金净流入-土地费用流出-建造成本流出-利息流

表1

项 目	行次	第N月	第N+1月
一、资金流入(主要包括销售回款、代收费用、押金等)	1		
二、资金支出小计	2		
1.土地成本	3		
2.建造成本	4		
3.资本利息支出	5		
4.开发间接费用	6		
5.税费支出	7		
6.其他	8		
三、现金多余或不足	9		
四、资金筹集及分配:	10		
1.外部银行资金净流入/出	11		
2.自有资金净流入/出	12		
3.上存上级公司款项	13		
4.分配利润	14		

出-间接费流出-税金流出-其他净流出。

(二) 含外部筹资的开发项目现金净流量

含外部筹资的开发项目现金净流量是与项目开发经营、外部筹资相关的现金流的累计净值,包括经营性现金净流量和外部筹资现金净流量两部分,外部筹资现金净流量包括开发贷款、项目信托、股权基金等,主要体现为第9行+第11行。该指标计算公式为:含外部筹资的开发项目现金净流量=项目经营性现金净流量+外部筹资现金净流量=项目经营性现金净流量+(外部筹资流入-外部筹资流出)。

(三) 含外部筹资、上级企业投入的开发项目现金净流量

含外部筹资、上级企业投入的开发项目现金净流量是与项目开发经营、外部筹资、上级企业投入(内部借款)有关的现金流的累计净值,包括开发项目的经营性现金流量、外部筹资现金流量和上级企业投入现金净流量,主要体现为第9行+第11行

+第12行。该指标计算公式为:含外部筹资、上级企业投入的开发项目现金净流量=含外部筹资的项目现金净流量+上级企业投入净流量=含外部筹资的项目现金净流量+(上级企业流入-上级企业流出)。

(四) 自有资金现金净流量

自有资金现金净流量是企业对开发项目投入、回收现金流的累计净值,包括企业为开发项目支付的资本金、支付内部借款净流量、收到的上存款的净流量、收到的项目利润分红净流量,主要体现为第12行+第13行+第14行。该指标计算公式为:自有资金现金净流量=投入开发项目的资本金+支付的内部借款净流量-收到的上存款的净流量-收到的项目利润分红净流量。

(五) 自有资金平衡点

自有资金平衡分为名义资金平衡和实际资金平衡,它是从上级企业的角度来定义的。名义资金平衡就是开发项目通过项目销售回款收入、项目开发贷款(也就是外部筹资)归还上级公司资金投入,实现开发项目

的资金自足,即含外部筹资的开发项目现金净流量趋势线由负值转为正值时点。实际资金平衡是开发项目归还全部上级企业内部借款和外部筹资的时点,也就是含外部筹资、上级企业投入的开发项目现金净流量趋势线与含外部筹资的开发项目现金净流量趋势线的交点。

开发项目名义资金平衡仅从数字上考虑开发项目资金平衡,但由于部分省市销售资金监管政策、项目资金周转以及资金最低余额的影响,开发项目在达到上级企业投入资金平衡的条件后并不能及时归还上级企业投入,自有资金名义平衡和实际平衡之间存在一定的时间间隔,该期间的长短体现了开发项目使用上级企业投入的资金利用效率。

(六) 自有资金内部收益率

所谓自有资金内部收益率(IRR),是上级企业投入资金(包括投入的资本金、支付给项目的内部借款)现值总额与收回资金(包括收到开发项目的销售回款、利润分红以及归还的内部借款)现值总额相等,即自有资金现金净流量现值等于零时的折现率。IRR是上级企业投入资金渴望达到的最低报酬率,IRR越高,说明上级企业投入的资金成本相对较少,获得的收益却相对较多。IRR要与设定基准收益率I(如银行贷款利率、其他项目的收益率)相比较,当 $IRR \geq I$ 时,表明项目收益率已达到或超过公司设定折现率水平,上级企业投入开发项目可行。

(七) 投资收益倍数

投资收益倍数(MOIC)是指项目投资的收益回报倍数,结合房地产行业的特点,笔者对该指标进行了修正,即 $MOIC = (\text{净利润} + \text{上级企业资金投入峰值}) / \text{上级企业资金投入峰值}$ 。该指标优点体现在计算比较

简洁, MOIC 越大, 上级企业投入资金的收益越大, 反之收益越低。由于 MOIC 旨在从静态角度反映企业投入项目资金投入与净产出之间的关系, 因此需要结合 IRR 使用, 以真正反映投资项目的回报水平。

(八) 开发项目筹资积数

开发项目筹资积数是项目筹资余额与筹资延续时间(以“天”为单位)的加权乘数, 用以反映项目筹资的延续总量, 是开发项目可利用的最大筹资容量, 该指标计算公式为: 开发项目筹资积数=项目筹资金额×筹资持续时间(天)/360。按照筹资的来源可将项目开发筹资积数分成内部筹资积数和外筹资积数。

三、各项指标趋势线的关系

(一) 开发项目外部筹资积数与含外部筹资的现金净流量的关系

含外部筹资的开发项目现金净流量和开发项目经营性现金净流量的差额为开发项目的外部筹资净流量, 两条指标趋势线之间的区域就是开发项目外部筹资(项目开发贷款、项目信托等)延续总量, 即开发项目外部筹资积数, 该区域的面积反映了开发项目外部筹资的规模, 该区域的面积乘以外部筹资利率乘数就是开发项目的外部筹资利息支出。两条指标趋势线的重合处为开发项目归还全部外部融资的时间点。

(二) 开发项目内部筹资积数与含外部筹资、上级企业投入的现金净流量的关系

含外部筹资、上级企业投入的开发项目现金净流量与含外部筹资的开发项目现金净流量差额为开发项目上级企业投入净流量, 即上级企业内部借款净流量。两条指标趋势线之间的区域为开发项目内部筹资(上级公司借款)延续总量, 即项目开发

内部筹资积数, 该区域的面积反映了项目开发内部筹资(即上级公司投入)规模大小, 该区域的面积乘以筹资利率乘数就是开发项目的内部筹资(上级企业)利息支出。两条指标趋势线的重合处为开发项目归还全部内部融资的时间点。

四、A 项目的现金流量分析

(一) A 项目各个时间节点设置情况

A 项目在 2010 年 12 月完成出地面要求, 按照当地规定达到商品房预售条件和开发贷款放款条件, 2011 年 1 月外部筹资放款。2010 年 12 月出地面之前, 由于商品房未达预售条件以及开发贷款未达放款条件, 项目开发中土地款支付和前期支出造成经营性现金净流量增速放缓, 商品房预售销售回款流入和外部融资流入后项目经营性净流量又开始呈递增趋势。

(二) A 项目现金平衡情况

A 项目在 2012 年 4 月含外部筹资的开发项目现金净流量由负值转为正值, 项目达到上级公司投入资金名义上平衡。但由于所处地区预售房款监管政策及 9 月交房办理小业主产权证需土地解押归还外部借款原因的影响, 直到 2012 年 9 月才全部归还上级企业内部借款, 达到实际上级公司投入资金平衡, 含外部筹资、上级企业投入的开发项目现金净流量趋势线与含外部筹资的开发项目现金净流量趋势线重合。

(三) A 项目筹资情况

A 项目开发经营过程中主要是使用上级企业内部借款, 外部借款比例偏小, 造成上级公司投入现金净流量与含外部筹资的开发项目现金净流量趋势线几乎重合, 严格意义上讲 A 项目利用财务杠杆效用不大, 造成上

级公司投入现金收益率下降。同时由于所处地区对房地产项目进行资金监管, 导致 A 项目不能及时使用经营性现金流支付工程款, 增加了开发项目的内外部筹资金额和开发项目利息支出。

A 项目在取得四证并签订建筑总承包合同后取得开发贷款, 并在 2011 年 1 月开始预售, 实现销售回款流入和外部筹资(开发贷款)流入。2011 年 5 月陆续取得开发贷款 59 741 万元, 2012 年 4 月开始项目陆续归还外部借款, 至 2012 年 7 月归还完毕, 项目使用外部筹资期间为 18 个月。实际支付利息费用 21 970 万元, 其中外部筹资即银行开发贷利息支出为 4 073.06 万元, 内部筹资即上级公司借款利息支出 17 896.94 万元。假设内外部筹资的利率相同, 则 A 项目内部筹资规模(即内部筹资积数)为外部筹资规模的 4.39 倍, 可以看出 A 项目在开发过程中没有充分使用外部筹资, 过多地占用了上级公司资金(企业内部借款), 致使 A 项目上级公司投入现金的内部收益率降低, 浪费了上级公司的内部资金。

(四) A 项目上级公司投入现金的内部收益率

由于 A 项目尾期将支付工程结算款、企业所得税、土地增值税清算金额, 预计该项目上级公司投入现金流量在预计未来期间内还将流出 22 530 万元。假设 A 项目在 1 年内全部结束, 通过计算机规划求解可以计算出项目整体预计上级公司投入现金的月度内部收益率为 1.5%, 年度内部收益率为 19.55%, 远远高于同期银行贷款利率, 可见企业投资该项目可行。☐

(作者单位: 中国铁建房地产集团有限公司)

责任编辑 张璐怡