

分类号	F23
UDC	657

学校代码	10590
密 级	公开

# 深圳大学硕士学位论文

## 万达商业地产战略转型的财务 风险分析

王 沛 文

学 位 类 别	会计硕士专业学位
---------	----------

专 业 名 称	会计硕士
---------	------

学院（系、所）	经济学院
---------	------

指 导 教 师	袁振超
---------	-----

## 深圳大学学位论文原创性声明和使用授权说明

### 原创性声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文 万达商业地产战略转型的财务风险分析 是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品或成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本声明的法律结果由本人承担。

论文作者签名：王淑

日期：2017 年 5 月 6 日

### 学位论文使用授权说明

(必须装订在印刷本首页)

本学位论文作者完全了解深圳大学关于收集、保存、使用学位论文的规定，即：研究生在校攻读学位期间论文工作的知识产权单位属深圳大学。学校有权保留学位论文并向国家主管部门或其他机构送交论文的电子版和纸质版，允许论文被查阅和借阅。本人授权深圳大学可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文。

(涉密学位论文在解密后适用本授权书)

论文作者签名：王淑

导师签名：袁根超

日期：2017 年 5 月 6 日

日期：2017 年 5 月 6 日

## 摘要

自我国房地产市场化，房地产行业得到了飞速的发展，一跃成为了我国国民经济的支柱产业。房地产行业的急速发展也带来一系列问题，如房价上涨过快、房地产企业负债比例高、商品房库存积压、土地占用量大等，为了稳定房地产市场，国务院颁布了许多政策对房地产市场进行调控，各地政府也在国家政策的调整下纷纷出台地方政策，对房地产市场进行控制。自 2011 年以来，国家重点限制商品房出售，颁布了限贷限购政策以抑制不断上涨的商品房价格。2015 年政策虽然解除了限贷限购的控制力度，却严格控制土地供给，将重心放在“去库存”上。因政策的频繁变更和干预，同时消费者购买力不足，房地产项目开发成本上升，市场经济增长整体趋于平缓，房地产市场在多方面的影响下出现了下行趋势。

在这样的外部环境下，房地产企业负债比率过高、负债经营、现金获取能力不足、债务偿还压力大等问题就会更加明显。因这些问题产生的财务风险给企业带来的影响也会更大。为此如何识别房地产企业财务风险、对风险进行评价、分析财务风险的成因就是房地产企业在市场环境复杂多变的情况下重点关注的方向。基于这样的背景，本文选择了大连万达商业地产股份有限公司作为研究案例，对其财务风险进行分析。

本文从万达地产经营范围、经营状况、发展战略等方面入手，依据财务风险分类中资本循环运动角度选取财务指标。就万达地产筹资、投资、回收和收益分配四个方面进行财务风险识别，以万达地产财务报表数据作为依据，建立能够反映万达地产方面能力的财务指标。运用因子分析法构建万达地产财务风险评价模型，以万达地产财务数据为基础，对其财务风险进行评价。根据评价结果，结合财务风险识别的结果，对万达地产财务风险的成因进行分析。最后根据前文的结论，提出有针对性的具体合理的财务风险管理建议。

**关键词：**财务风险；因子分析；房地产企业

# Abstract

Since our country real estate market, real estate industry has been rapid development, become the pillar industry of national economy in our country. Also brings a series of problems, with the rapid development of real estate industry such as house prices rising too fast, real estate enterprise high debt ratio, commercial housing backlog of inventory, such as large land footprint, in order to stabilize the real estate market, the state council issued many policies to regulate the real estate market, local governments are also under the adjustment of national policy are local policies, to control the real estate market. Since 2011, the national key to restrict the sale of commercial housing, has issued a limit lending restrictions to curb the soaring price of commodity house. 2015 policy has lifted the limit for purchasing control, which has strict control of land supply, the focus on the "inventory". Due to the policy change frequently and intervention, at the same time, consumer purchasing power shortage, rising cost of real estate project development, market overall leveling off economic growth, the real estate market under the influence of various appeared a downward trend.

In the external environment, real estate enterprise high debt ratio, debt management, lacking the ability to obtain cash and debt repayment pressure will be more obvious. Because of these problems of the impact of the financial risk to the enterprise will be bigger. In view of the real estate enterprise itself the recognition of financial risk, and make timely control and preventive measures is an enterprise management need to master. Therefore how to identify the real estate enterprise financial risk, evaluate the risk, analyzing the causes of financial risk is the real estate enterprises under the condition of the complex and changeable market environment focus on the direction. Based on this background, this paper chose Dalian WanDa commercial real estate co., LTD as a case study, the analysis of the financial risk.

This article from WanDa real estate business scope, operating conditions, development strategy and other aspects, according to the classification of financial risk in capital circulation movement Angle selected financial indicators. In the recovery and WanDa real estate financing, investment, income distribution four aspects of financial risk identification. On the basis of the

financial risk identification, WanDa real estate financial statement data as the basis, establish reflect WanDa real estate debt, profitability, operation, cash flow and growth ability of financial indicators in five aspects. Using the factor analysis method to construct WanDa real estate financial risk evaluation model, on the basis of WanDa real estate financial data, to evaluate the financial risk. According to the evaluation results, combined with the result of the financial risk identification, to carries on the analysis of the financial risk of WanDa property. According to the above conclusion, put forward targeted reasonable financial risk management advice. Hope for real estate enterprises to provide some reference.

**Key word:** Financial risk ; Factor analysis ; Real estate enterprises

# 目 录

摘要.....	I
Abstract.....	II
第一章 绪论.....	1
第一节 研究背景 .....	1
第二节 研究目的及意义 .....	2
一、研究意义 .....	2
二、研究目的 .....	2
第三节 研究方法 .....	3
第二章 文献综述.....	4
第一节 财务风险的界定 .....	4
一、风险的含义 .....	4
二、财务风险的含义 .....	4
第二节 财务风险的特征及分类 .....	4
一、财务风险的特征 .....	4
二、财务风险的分类 .....	5
第三节 相关文献综述 .....	6
一、国外研究综述 .....	6
二、国内研究综述 .....	8
三、国内外文献评价 .....	9
第三章 万达商业地产案例研究.....	10
第一节 案例介绍 .....	10
一、公司背景介绍 .....	10
二、公司财务状况 .....	12
第二节 战略转型期的财务风险识别 .....	13
一、筹资风险识别 .....	14
二、投资风险识别 .....	15
三、现金回收风险识别 .....	16

四、收益分配风险识别 .....	16
第四章 万达地产财务风险评价 .....	18
第一节 财务风险评价指标的选择 .....	18
一、评价指标选择原则 .....	18
二、财务风险评价指标选取 .....	18
三、评价指标的确定 .....	21
第二节 财务分析评价模型的构建 .....	22
一、财务风险评价模型建立 .....	22
二、万达地产财务风险评价分析 .....	26
第三节 Z-score 模型对比分析 .....	26
一、Z-score 模型简介 .....	27
二、万达地产财务风险对比分析 .....	27
第四节 综合评价分析 .....	29
第五章 万达地产战略转型财务风险成因及防范 .....	31
第一节 财务风险成因分析 .....	31
一、筹资风险成因 .....	31
二、投资风险成因 .....	32
三、现金回收风险成因 .....	33
四、收益分配风险成因 .....	33
五、小结 .....	34
第二节 财务风险防范措施 .....	34
一、选择多种筹资方式, 规避筹资风险 .....	34
二、及时调整收入结构, 改善收入质量 .....	34
三、建立并改进财务风险预警系统 .....	35
第六章 总结与展望 .....	37
第一节 论文结论 .....	37
第二节 不足与展望 .....	37
参考文献 .....	39
致谢 .....	41

## 第一章 绪论

### 第一节 研究背景

我国实施改革开放政策已经近四十年，各行各业在该政策下都得到了飞速的发展，房地产行业也不例外。我国房地产于 1998 年进入全面市场化阶段，逐步取消住房分配制度，住宅开始作为商品销售。基于我国庞大的人口数量，由此产生了巨大的住房需求，在这种需求的刺激下，房地产业开始兴起。房地产业在我国起步比较晚，还属于新兴产业，在过去的十多年间，由于我国广大的住房需求，房地产业及其涉及到的各个行业都获得了良好的发展，房地产行业更是成为关系到民生和经济的支柱产业。房地产行业的迅猛发展一方面拉动 GDP 增长，另一方面也造成房地产高居不下的销售价格、不断增加的地产库存以及尚未满足的住房需求等等，这些都是房地产业迅猛发展带来的问题。政府为了保障民生的同时维持房地产稳定发展，出台了一系列政策对房地产行业进行调控。

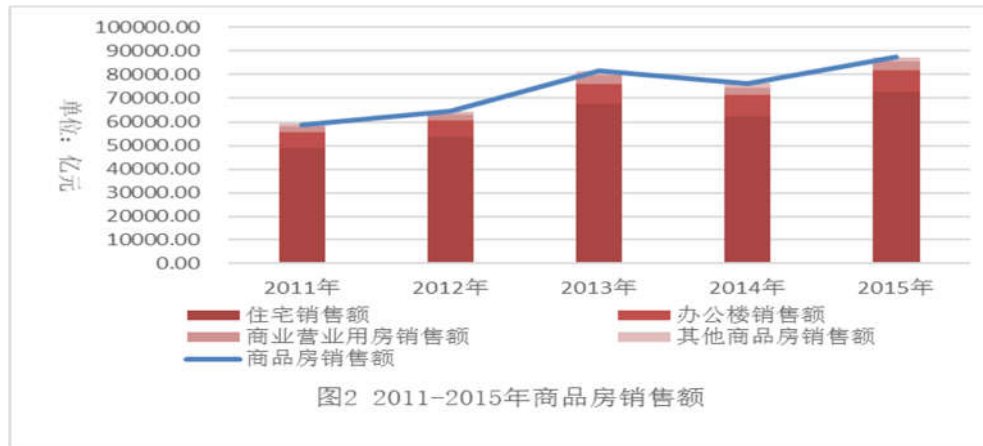
2008 年全球性经济危机传入我国，中央政府提出了拯救经济计划。2009 年我国经济开始复苏，各地政府纷纷出台救市政策，房地产市场乘着这一时期又一次活跃起来，开始出现泡沫。2010 年以后，政府推出“限购令”并出台“国十条”、“新国八条”等政策，限制投资性购房，抑制房价上涨，抑制房地产行业泡沫。在限制性政策和市场环境的双重作用下，房地产行业增速逐步放缓并出现下行趋势。2014 年—2015 年，政府为再次救市，维持房地产行业的稳定，解除大部分城市的限购政策，同时出台新的房贷政策，取消了之前的诸多限制，这一时期政策调整的主要目的就是“去库存”。尽管政府出台了这些救市政策，但是房地产行业整体下行、发展速度减缓已经成为了未来房地产发展的常态。尤其是住宅房地产，近两年的销售面积和销售金额增速减缓明显，图 1 和图 2 反映了近几年房地产销售状况。

上面两个图可以分析出 2014 年商品房销售面积和销售金额都出现下降状况，2013



年商品房销售面积达 130550.59 万平方米，2014 年却下降了 7.58%，尽管 2015 年在政





策的支持下销售面积有所上升，但是总量上也没能超越2013年。2015年商品房销售金额同比2014年增长14.40%，但是增速明显不如2013年。房地产企业仅靠销售商品房这一条出路，势必是不能够长久生存和发展的。同时房地产项目开发周期长、资金需求量大、市场竞争激烈等问题也造成了房地产企业财务风险的加大。一些中小型房地产企业因为自身管理经营能力不足，在现在这种相较恶劣的发展环境下，已经难以维持下去。鉴于此，本文从财务风险识别的角度，结合房地产企业的特点，分析其财务风险与企业财务指标之间的关系，发掘出财务风险的影响因素，为房地产企业防范和控制财务风险提供借鉴。

## 第二节 研究目的及意义

### 一、研究意义

房地产企业的高收益与高风险是并存的，尤其是我国房地产行业受政策影响大，大多数企业都将重心放在研究政策走向上，对于财务风险管理却没有十分重视。在这种情况下，以房地产企业为案例，在风险管理、财务风险管理理论的基础上，对房地产企业财务风险的现状进行分析，找出财务风险的成因及其影响因素，对房地产企业防范抵御财务风险、建立良好财务风险管理制度、促进房地产企业健康发展提供更多的指导和参考。

### 二、研究目的

本文的研究目的就是希望通过万达商业地产这个案例，分析在房地产整体下行的时期，万达商业地产存在的财务风险，并找出其产生的原因，并进一步从这些原因中分离出关键的几个影响因素，针对关键因素提出相对有效的财务风险防范措施。期望能够给

更多的房地产企业以借鉴。

### 第三节 研究方法

文献研究法。通过查询阅读文献来取得大量的数据资料，从数据资料中学习有关财务风险的相关理论知识，总结出财务风险的主要成因及影响因素，为本文的写作打下扎实的理论基础。

案例分析法。本文基于万达商业地产的财务报表数据，对万达商业地产财务状况进行分析，研究分析其财务风险状况，找出财务风险的成因与主要影响因素，进而提出有针对性的防范措施。

## 第二章 文献综述

### 第一节 财务风险的界定

#### 一、风险的含义

对于风险的内涵，学术界并没有统一的定义，一般对风险概念的解释有以下几个代表性观点：一、风险是事件未来可能结果发生的不确定性；二、风险是损失发生的不确定性；三、风险是实际结果与预期结果的离差；四、风险是指损失的大小和发生的可能性；五、风险是可测量的不确定性。

#### 二、财务风险的含义

财务风险作为经济活动中的一种风险，在定义上主要分为狭义和广义两种。狭义上，财务风险通常被认为是企业因为负债经营，造成企业创造的财务成果存在不确定性。这也就是说，在狭义财务风险的定义中，如果企业不对外举债，那么理论上企业就不会面临财务风险。广义上，财务风险不仅仅是由于企业负债经营，而是由于企业所处的环境，这种环境既包含外部的，又包含内部的，同时由于环境的复杂性会产生众多影响企业财务状况的因素，这些因素会导致企业获得的收益具有不确定性。广义的财务风险定义，表明了企业财务风险是一个综合性的概念，它涉及到了企业资金活动的各个环节，并且与企业内部经营管理和外部财务环境也有密不可分的关系。

本文的研究对象是房地产企业，因其存在与其他企业不同的特殊特点，如资本需求量大、投资回收期长等等，房地产企业财务风险分析应涉及到房地产企业的方方面面，故本文采用广义财务风险作为财务风险界定的标准，能够涵盖房地产企业整体的财务活动，利于分析各方面财务风险。

### 第二节 财务风险的特征及分类

#### 一、财务风险的特征

##### （一）财务风险具有客观性

企业的生存和发展是离不开财务活动的，财务风险作为存在于财务活动中的风险，必然时刻伴随着企业。由于财务活动是人的一种行为活动，是客观存在的，同时因各方面因素的影响，财务活动产生的结果存在不确定性也是客观存在的，因此财务风险也是企业在一定程度上不能够避免的客观存在的风险，其具有客观性，能够对企业产生实实

在在的影响。

## （二）财务风险具有不确定性

企业面临的风险是随政治、经济、法律、文化、人口等很多因素的变化而变化的，同时企业的财务活动也受到各种因素的影响，存在许多不确定性，财务风险何时何地发生、发生与否、发生时造成的影响大小等等都是没有办法准确预测的，所以财务风险是具有不确定性的。企业不能够轻视财务风险，要积极制定对策来应对和防范财务风险。

## （三）财务风险具有损益性

既然风险具有不确定的特点，那么对企业造成的影响也并不只是单方面的。财务风险也同样，并不只是给企业带来危机，同时也可能给企业带来超出预期的收益。也就是我们常说的，高风险高收益。企业想要获得收益，势必要承担相应的风险，因此要找到收益与风险之间的平衡点，结合自身以及外部环境状况，做出选择。

# 二、财务风险的分类

房地产企业不同于一般企业，其生产产品的周期长、投入资本巨大、回收资金缓慢等特点，决定了资本流动在房地产企业的生产经营活动中占据绝对的重要地位。因此本文将企业资本循环运动作为房地产企业财务风险的分类依据，具体风险包括筹资风险、投资风险、资金回收风险、收益分配风险。

## （一）筹资风险

房地产企业在项目建设完成成功出售前需要投入大量的资金来完成项目的开发与建设，所以在项目开发建设前就需要为未来开发支出筹资到足够多的资金。通常情况下，企业能够选择的筹资方式总体分为两大类，即负债筹资方法和所有者权益筹资方法。因房地产项目开发周期长，在开发过程中需要投入的资金额巨大，依靠项目回收资金缓慢，同时房地产企业自有的资金额是有限的，在筹集资金时大多是房地产企业都会选择负债筹资方法。当房地产企业选择向银行贷款或向其他金融机构借款或发行债券等负债筹资方法时，企业则有义务在规定的时间内归还借款的本金及其利息。企业是否有能力在规定时间内偿还借款，企业面临的这种不确定性就是筹资风险。

## （二）投资风险

房地产企业的投资活动主要是其对房地产项目开发的资金投入活动，这些项目能否给企业带来收益、所能获得收益的多少都是存在着不确定性的，这就造成投资风险的存在。尤其是房地产企业具有十分特殊的特征，其投资活动时间跨度比较大，面临的不确

定因素更多，受这些因素的影响，投资结果的不确定性就越高，对公司造成的影响就越大。投资活动是企业重要的财务活动之一，企业能否在投资活动中获得预期收益对企业的生存和发展都有着深远的影响，投资活动具有这种不确定性，就是企业面临的投资风险。

### （三）现金回收风险

企业能够做到回笼资金，才能够给未来的生存和发展做出保障。企业通常依靠出售商品、提供劳务以及投资收益等方式将投出的资本收回企业，这些方式回收的资金也是以不同的形式存在的，通常情况下可以分为两种形式，货币资金和债权。企业回收资金最终必然是要收到现金或者现金等价物，进而将资金投入财务活动的下一个循环，但是在这个过程中，因资金会以不同的形式存在，企业从产品到货币资金的转换就可能会在时间上和数量上产生差异。这样企业回收资金就出现了不确定性，首先，企业提供的产品是否能够实现交易成功；其次，成功交易后企业是否能够顺利收到资金；最后，若能够顺利收到资金，企业是否能够回收预期的金额。这些不确定性，使资金出现回收风险，是企业在回收资金阶段要十分注意的。

### （四）收益分配风险

企业收益分配出现的问题就是两个方面，一是分配过度，另一个就是分配不足。分配过度可能会造成企业内部留存资金不足，对企业的偿债能力可能会造成影响，但是分配不足可能会影响企业股东、管理者和员工的积极性。企业的收益在各时期各阶段是不能够确定的，同时分配对象对收益分配的预期也都是各不相同的，而且企业再进行收益分配时，除法律规定外基本都由企业自主决定，因此收益分配过程就会存在不确定性。这些不确定性，必然会带来收益分配风险，对公司的发展十分不利。

## 第三节 相关文献综述

### 一、国外研究综述

随着西方企业所处的财务环境不断变化，西方学术界对企业财务风险管理的研究也逐步深入。上世纪经济大萧条时期，西方众多学者、企业投资人和债权人就认识到了企业生存和发展过程中是伴随着风险的，尤其是企业息息相关的财务活动，更是存在着不可避免的风险。基于对历史经验的总结和前人研究的基础上，二十世纪六十年代末，美国学者 Modigliani 和 Miller 在其发表的论文《资本成本、公司财务和投资理论》中提出著名的 MM 理论。在 MM 理论的假设条件下，认为当企业面临相同的经营风险而只有资

本结构不同的时候,不考虑所得税,企业的市场价值并不受到其资本结构的影响。MM 理论后经过学者的不断改善,大大提高了在现实环境中的应用效果。之后随着金融市场不断发展完善,企业面临的财务风险也不断增加。因此对于财务风险的研究进一步深化,更多数理统计的量化方法应用于财务风险管理领域,对财务风险的研究可以依靠统计手段进行定量研究,是财务风险的相关研究更加科学、客观、合理。

在企业财务风险定性研究上,美国学者 Fitzpatrick (1932) 在《A Comparison of ratios of Successful Industrial Enterprises with those of Failed Firms》一文中说明一个企业如果濒临破产或者已经破产,则可以断定该企业已经面临财务风险<sup>[1]</sup>; Altman (1968) 在《Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy》中提出企业一旦开始着手实施破产程序,则说明企业已经无力继续经营并且无法正常偿还其债务,从而证明企业陷入巨大的困境之中,面临巨大的财务风险<sup>[2]</sup>; Rose, Westerfield, Jordan (1995) 在《Fundamentals of Corporate》中提出财务风险是一种不确定性,这种不确定性由于企业做出的财务决策产生的,同时还表明负债经营更容易使企业面临财务风险<sup>[4]</sup>。James C. Van Horn, John M, Wachowicz Jr (2001) 在《Fundamental of Financial Management》一文中提出这样的观点,财务风险既有债务增加造成的偿还能力不足的风险,又具有杠杆作用带来的收益变动的风险<sup>[5]</sup>。2003 年, COSO 组织提出完整的“全面风险管理框架”,为管理者处理不确定性和降低风险时提供参考依据。

对于企业财务风险的评估、预测等研究,国外学者多从定量角度建立数学模型进行分析研究。Beaver (1966) 于文章《Financial Ratios as Predictors of Failure》提出利用单变量模型对企业是否面临财务风险进行预测,并且发现资产收益率、营运资本流动负债比、净资产收益率、权益负债比这几个财务指标分别作为模型变量,对企业财务风险预测准确度较高<sup>[6]</sup>。Altman (1968) 在《Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy》中针对企业财务状况的判断与分析,构建了一个多变量模型,被命名为 Z-score 模型,该模型中包含多个企业财务指标,依据财务指标计算得出的企业 Z 值得分来判断企业目前的财务状况<sup>[2]</sup>。Ohlson (1980) 在《Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy》中运用 Logistic 方法建立财务风险预测模型,Logistic 模型所包含的自变量更多也更加广泛,涵盖的企业财务风险更加全面,应用模型研究分析发现企业的组织架构、生产经营的规模、经营结果质量的优劣以及创造现金流入的能力能够对其面临的财务风险造

成巨大的影响<sup>[3]</sup>。之后对于企业财务风险研究的模型建立也有很多深入和改善的研究。如 Odom, Sharda (1990) 运用人工神经网络模型对企业财务风险进行预测<sup>[7]</sup>, Altman 对 Z 值模型进行改进提出的 ZETA 模型<sup>[33]</sup>, 还有现阶段应用比较广泛的多元统计分析方法因子分析等。

国外学者对于企业财务风险的研究已经十分细致, 从企业财务风险的定义、度量、控制、评估、预测以及财务风险管理各个方面进行了研究。国外学者的研究相对来说已经比较全面和成熟, 为国内研究提供了很好的经验和基础。

## 二、国内研究综述

虽然国内对于企业财务风险研究起步比较晚, 尤其是房地产企业财务风险的研究, 但是基于国外学者研究的基础, 国内对于财务风险的相关研究也在飞速发展。同时我国房地产行业蓬勃发展, 国内学者对于房地产企业财务风险的研究也涉及到了方方面面。刘恩禄、汤谷良 (1989) 在论文《论财务风险管理》中论述了财务风险的内涵及外延, 具体指出如何进行财务风险管理<sup>[8]</sup>。向德伟 (1994) 的论文《论财务风险》指出“财务风险是企业经营风险的集中体现”, 并详细的解释了财务风险产生的原因和相应的因素<sup>[9]</sup>。刘巨钦 (2000) 认为企业因筹集资金、经营管理所产生的风险是其所面临的主要财务风险<sup>[10]</sup>。李晓梅 (2007) 认为财务风险主要是利率变动、偿还能力下降、再筹资几个方面产生的, 并从这些角度对财务风险做出分析<sup>[11]</sup>。张晓萍和孔庆景 (2012) 从房地产企业资金运动循环的视角出发, 将房地产企业面临的财务风险划分为筹资、投入、开发建设和收益分配四个阶段, 针对这四个阶段分别分析并提出解决措施<sup>[12]</sup>。于月超 (2010) 从宏观以及微观两个角度出发, 分析得出房地产财务风险的成因有市场发展不完善、政策干预过多、监督管理不充足、企业管理能力不足等<sup>[13]</sup>。闻新燕 (2011) 着眼于我国中小房地产企业, 针对其现状分析得出, 筹资渠道单一、资金来源不稳定, 是造成中小房地产企业财务风险的主要原因<sup>[14]</sup>。严碧红、马广奇 (2011) 运用 Z-score 模型针对 61 家在深圳 A 股上市的房地产公司进行财务风险分析, 依据 Z-score 模型得出的评分值提出具有针对性的财务风险管理措施<sup>[15]</sup>。李素红、陈立文 (2011) 采用因子分析法, 构建出一个能够有效评价房地产企业财务风险的体系, 并选取了 50 家上市公司的财务数据作为评价样本, 分析挑选出 14 个最为有效的财务指标以供因子分析, 在分析基础上将 50 家公司的财务风险等级分为四类<sup>[16]</sup>。房正武 (2012) 认为房地产企业要拓宽融资渠道, 并且要重视投资可能产生的财务风险, 加强资金回收过程中各款项的管理<sup>[17]</sup>。劳燕玲

(2012) 基于房地产企业财务风险识别的基础上, 提出要提前做好风险的评价工作, 加强财务风险管理, 及时做好风险转移和规避工作, 对于已经造成损失的风险要及时控制, 将损失降到最低<sup>[18]</sup>。

尽管国内对于企业财务风险的研究起步较晚, 但是国内的学者从企业财务风险的定义、财务风险的识别、财务风险的成因、财务风险的评价和防范措施等各方面都进行了深入研究。特别是我国房地产行业具有鲜明的特点, 国内学者针对我国房地产企业所处的市场环境以及行业特点, 对房地产企业财务风险的识别、成因、评价预警以及防范措施都进行了深入的研究。为房地产业发展、房地产企业生存提供了很好的理论指导。

### 三、国内外文献评价

通过对上述国内外研究文献的归纳总结可以看出, 国外学者对于企业财务风险有着比较全面的研究, 从财务风险的定义、包含内容、特征到财务风险的评估、防范都有比较深入的研究。尤其是在财务风险的评价和预警方面, 国外学者应用数理统计原理, 构建大量分析评价模型, 依据企业财务数据进行实证分析, 在财务风险定量研究上取得很大的成果。但是这些研究成果大部分都是专门针对企业的财务风险管理研究, 并没有专门对房地产企业的财务风险进行细致研究。国内学者对我国房地产企业的研究相对来说较为深入, 国内房地产企业具有很多特殊的特征, 国内学者针对国内房地产企业的特点, 对其财务风险的识别和评估进行了比较全面的研究, 依靠数学模型和统计数据的量化研究也有比较多的成果, 更加贴近我国房地产企业的现状。尽管国内学者对房地产企业有比较全面和深入的研究, 但是对其财务风险的成因却没有比较多的进行研究。同时因我国房地产企业所处的特殊环境, 影响财务风险的因素更加复杂多变。因此本文认为, 要通过财务风险评估体系, 依据财务数据的客观分析, 找出对财务风险影响明显的财务指标, 并分析对这些财务指标产生主要影响的因素, 以期通过针对这些主要因素进行控制和预防, 帮助房地产企业能够尽量规避或者管理财务风险。



## 第三章 万达商业地产案例研究

### 第一节 案例介绍

#### 一、公司背景介绍

##### （一）公司基本情况

大连万达商业地产股份有限公司（以下简称万达地产）是我国主要从事商业地产开发的房地产开发企业，该公司注册成立于 2002 年，2009 年整体变更为股份有限公司，并于 2014 年 12 月 23 日在香港联交所上市。万达地产的主要核心产品就是以“万达广场”命名的万达城市综合体，包括大型商业中心、步行街、写字楼、住宅、五星级酒店等，集办公、生活、休闲娱乐等功能于一体的大型商圈。城市综合体这种商业模式，离不开万达地产三个主要业务板块的支持，即投资物业、销售物业和酒店业务三大业务。投资物业是万达地产持有作为长期投资的商业物业进行开发、租赁和管理业务；销售物业是对商铺、写字楼、住宅楼等物业的开发和销售业务；酒店业务则是开发并经营自有品牌的豪华酒店。这三个业务将城市综合体需求的功能有机的结合在一起，构筑以万达广场为中心的城市商圈，同时万达广场也实现三大业务集于一体，促进业务之间互相联动、相互提升。万达广场不但能够完善城市区域功能、拉动和刺激消费，最重要的就是其强大的客流吸引力，带动周边住宅、写字楼等生活、办公区域的发展。万达地产正是利用这一点，提升自身销售物业的品质，以销售物业支持投资物业发展，形成其独特的“以售养租”业务模式。万达地产依靠这种业务模式迅速扩张，在全国主要省市开发建设万达广场，截至 2016 年 6 月 30 日已开业 142 个万达广场。

尽管万达地产取得了一定的成功，但是在政策收紧和市场萎靡的大环境下，“以售养租”业务模式受到极大冲击。在前文已经提到商品房销售情况不容乐观，在 2014 年商品房销售面积为 120648.54 万平方米，与 2013 年相比下降 7.58%，2015 年在救市政策支持下商品房销售面积上升到 128494.97 万平方米，只上升了 6.50%，销售总量上也未能超越 2013 年。根据万达地产公布的 2014 年度和 2015 年度财务报告数据，能够得知其物业销售业务已经进入增速下滑阶段。下图 3 和表 1 列示了 2014 年度和 2015 年度万达地产的部分财务指标。



表 1 2012-2015 年万达地产部分财务指标

单位：百万元

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
收入	59,091.00	86,774.00	107,871.00	124,203.00
持续性收入	8,006.00	10,922.00	14,360.00	18,545.00

上面的图表能够观察得出万达地产销售收入虽然在逐年增长但是毛利率却呈下降趋势，可以分析出万达地产近几年的成本在不断升高，高收入并不能够带来高利润，反而因为成本的不断提升，使得毛利润下降。同时根据万达地产的年度报告，其收入的 80% 以上都是依靠物业销售取得的，而万达地产物业销售这一业务板块的合同金额也出现了增速放缓的趋势，2014 年合同销售增长率为 26.65%，2015 年的增长率却仅为 2.5%。这充分说明物业销售业务受到市场环境能够给公司带来的收入趋于减少。从收入结构来看，物业销售业务在收入中所占比例在慢慢下降，投资物业和酒店经营的比例则在上升。尽管物业销售仍旧是万达地产收入的主要来源，但面对房地产市场整体下行的环境，这样的收入结构调整，是万达地产继续发展的良策。

## （二）万达地产战略转型情况

万达地产为了能够适应未来房地产行业的发展，在 2015 年初发出公告，有意合作投资着手探索新的业务模式，并于 2015 年 8 月、9 月、10 月分别发出公告正式签署合作框架协议。这是万达地产正式尝试新业务模式的探索，同时也是万达地产进行战略转型的探索。根据公告内容，万达地产探索新业务模式的目的是实现物业管理的长期稳定发展并避免房地产市场的不确定风险。协议规定的合作内容是万达地产转让项目公司的全部股权给某投资合伙企业，并且授予投资企业和项目公司若干知识产权许可；投资企业则提供资金给项目公司用于万达广场的开发建设和运营管理。协议还规定万达地产通过租赁方式取得相关购物商场的运营管理权限，并向购物商场的所有方支付固定租金。

万达广场开业后项目公司每年取得净物业收入的 30%作为万达地产提供建设及运营管理服务和授予相关知识产权的对价，剩余的 70%则归属于投资企业所有，但若投资企业在一年中享有的剩余 70%的净物业收入未能达到合作框架协议中规定的当年回报数额，万达地产还需将获得的收入向投资企业分配。

依照合作协议内容，万达地产新的业务模式最大的改变就是依靠投资合伙企业的资本投入进行项目开发建设。这个改变给万达地产带来两个主要变化，一是筹资方式逐步偏向股权方式而减少负债模式，二是收入重心逐步偏重租金及知识产权收入而降低对物业销售的依赖。能够及时识别这两个变化产生的财务风险，分析其成因，并制定良好的防范措施，是万达地产成功转型的重要一步。

## 二、公司财务状况

在上文介绍了万达地产的基本现状以及未来发展的方向，下面是对万达地产的基本财务状况进行的简单介绍。因万达地产于 2014 年底才在香港联交所挂牌上市，故其财务报告仅涉及近几年的数据。下面表 2 列示了万达地产自 2011 年至 2015 年五个年度的收入和利润情况：

表 2 万达地产 2011-2015 年度收入、利润简表

单位：百万元

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
收入	50,772.00	59,091.00	86,774.00	107,871.00	124,203.00
税前利润	30,841.00	43,264.00	41,492.00	41,800.00	49,039.00
应占年内利润	19,775.00	27,821.00	24,882.00	25,101.00	30,108.00
一母公司拥有人应占利润	19,779.00	27,310.00	24,581.00	24,839.00	29,971.00
一非控股权益应占利润	(4.00)	511.00	301.00	262.00	137.00

依据上表的数据可以分析得出，万达地产近两年收入上涨趋势减缓。2013 年之前其收入增长率分别为 16.39%和 46.85%，尤其是 2013 年收入增长接近 50%，但 2013 年后收入增长率开始下降，2015 年收入增长率仅为 15.14%，甚至低于 2012 年的增长率。尽管万达地产的收入相比于行业整体上是具有十分明显的优势的，但是仍旧可以反映出万达地产在当前的市场环境下收入已经逐步开始下降。收入是房地产企业回收资金的重要渠道，收入的波动会直接影响到企业未来的发展，甚至会危及企业的生存。前文提到万达地产的主要业务分为三个板块，其收入来源也主要由这三块业务构成。销售物业作为万达地产主要的收入来源，在总收入中占据比例最大，但是收到市场环境的影响也最大，

近两年给收入做出的贡献也开始下降。而投资物业以及酒店管理这两个业务板块在万达战略调整的影响下，对于收入的贡献正在逐步增加。尽管在短期内，万达地产的收入结构并不会有明显的改变，销售物业仍然是收入的主要构成部分，但是其他两个业务正不断得到强化，促进万达地产收入结构向更加合理的方向改善。表 3 是万达地产资产负债部分数据。从表 3 资产的组成结构来看，万达地产流动资产近年来比例有所下降，而非流动资产的比例逐步上升。进一步剖析万达地产资产负债表，可以发现万达地产的流动资产主要是存货，而非流动资产则主要是投资物业。这充分说明万达地产对销售物业的投入已经开始小于对投资物业的投入，更印证了万达地产战略转型的重心是减少存货，增加持有的投资物业，以出租、物业管理、酒店管理等持续性收入逐步代替销售物业的收入。

表 3 2011-2015 年万达地产资产负债概要

单位：百万元

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
资产总值	250,779.00	335,112.00	431,044.00	564,294.00	639,560.00
—流动资产	119,180.00	149,003.00	196,302.00	261,336.00	264,925.00
—非流动资产	131,599.00	186,109.00	234,742.00	302,958.00	374,635.00
负债总额	190,238.00	247,761.00	317,172.00	409,148.00	453,663.00
—流动负债	123,879.00	157,129.00	180,277.00	235,461.00	274,233.00
—非流动负债	66,359.00	90,632.00	136,895.00	173,687.00	179,430.00
资产净值	60,541.00	87,351.00	113,872.00	155,146.00	185,897.00

总体上来看，在市场环境整体低迷的情况下，万达地产收入能够保持增长，净利润、净资产都没有出现下降的情况，可以说在同行业中其整体的财务状况是表现十分优秀的。尽管万达地产整体上财务状况比较良好，但是仍然存在一些不能忽视的问题，如收入增长速度减缓、收入结构不合理、毛利率下降等，这些问题会导致万达地产在战略转型的关键时期面临更加巨大的财务风险，因此在整体形势良好的情况下，更要重视这些具有隐患的问题。

## 第二节 战略转型期的财务风险识别

万达地产现在正处于战略转型的探索阶段，同时还处在房地产市场整体低迷的环境中，这一时期对财务风险的管理就十分的重要，甚至关系到万达地产的转型能否成功。要对财务风险进行分析和管理的，首先要做的就是对财务风险进行识别。依据上文的介绍

以及本文采用的对于财务风险的界定，万达地产在战略转型的阶段，主要面临的财务风险就是筹资风险、投资风险以及资金回收风险。

### 一、筹资风险识别

筹资活动是企业经营活动的开始，对房地产这种资金需求量的企业尤为重要，房地产企业筹资风险最主要的就是偿还性风险，一方面是企业资不抵债无法偿还债务的风险，另一方面是企业不能够按时支付债务本息的风险。当企业出现收不抵支的情况时，就会导致企业净利润减少，造成偿还债务能力变差，增加企业的财务风险。在本章第一节已经对万达地产的财务状况进行了介绍，通过对表 3 的数据进行处理可以得出万达地产 2011 年至 2015 年资产负债率一直在 70% 以上，表明企业大部分资金来源都是负债性筹资，企业过度依赖于借款方式取得资金，这会增加企业还本付息的压力，增大企业破产的风险。而且在万达地产的资产负债构成中，流动资产占资产的比重明显低于流动负债占负债的比重，说明万达地产有较多的债务在短期内需要偿还，但是能够迅速偿还短期债务的资产却不够充足。同时万达地产尝试战略转型过程中，依靠权益性投资筹资的数额仍旧是少数，更多的资金来源仍旧是借款和债券，这也是万达地产面临的偿还性财务风险。对企业不能按时支付本息的风险，可以通过企业现金流量净额来反映。表 4 为万达地产 2013-2015 年的现金流量情况表：

表 4 万达地产 2013-2015 年现金流量情况表

单位：百万元

	2013 年	2014 年	2015 年
经营活动产生的现金流量净额	6,807.00	8,832.00	31,910.00
投资活动产生的现金流量净额	(23,783.00)	(45,699.00)	(46,739.00)
筹资活动产生的现金流量净额	37,904.00	53,801.00	(5,324.00)

从表中可知，万达地产 2013 年至 2015 年经营活动产生的现金流量净额有大幅的增长，说明万达地产经营活动的获现能力还是不错的。筹资活动产生的现金流量净额在 2015 年大幅度下降，呈现负值，说明 2015 年万达地产筹资活动的现金流出大于流入，这表明筹资活动未能给企业带来现金流入，反而需要依靠企业收入来偿还债务，企业依旧面临债务偿还的财务风险。细致分析万达地产的现金流量表，可发现 2015 年经营活动产生的现金流量净额大幅增加的主要原因是存货增加数额差异大，并不完全是因为企业获现能力出众导致的，而是由于存货增加量降低，经营活动支出的现金也随之减少而

造成现金流量净额的大幅增长。同时 2015 年筹资活动现金流量净额呈现负值，是由于万达地产尝试战略转型大量减少银行贷款以及发行股份获得的现金流入低于 2014 年首次上市发行获得的收入导致。

总体上来看，万达地产资产负债结构还是存在不合理性，负债所占比例过高，所面临的偿还压力还是十分巨大的，尽管对银行借款的规模正在减小，但是仍旧有大量的债务需要偿还。虽然万达地产在盈利、收入等方面具有优势，债务偿还压力依旧是巨大的，筹资风险是万达地产在战略转型过程中必须面对的。

## 二、投资风险识别

企业投资活动涉及的主要方面就是对内的长期资产构建和对外的资本投入。万达地产的投资活动也主要是这两方面的内容。对内长期资产的构建，万达地产主要投资于物业、厂房、设备、投资物业，对外的资本投入则主要集中于可供出售金融资产、收购附属公司以及合营企业的投资。从万达地产现金流量表的详细项目上可以分析得出，万达地产 2013 年至 2015 年投资的重点就集中在投资物业和物业、厂房及设备上，而对于金融资产的投资以及对外主体的投资，万达地产的投出比例都是相对比较小的。通过对万达地产资产负债表的分析，能够得出物业、厂房及设备和投资物业是组成资产的重要部分。结合下面两个表格，可以发现万达地产投资的项目虽然多，但近两年投资活动的重心就是投资物业。尽管万达地产的存货在资产中也占有相当大的比例，可是不管从万达地产存货占据资产比例上，还是从经营活动的现金流量上来看，存货的地位是远不及投资物业的。存货的投入也是为了“万达广场”这个持有性投资物业所服务的。依据万达地产战略转型的内容，减少存货量，增加知识产权以及管理运营经验等无形资产的输出是其未来发展的方向。这样就存在投资项目比较单一，投资活动产生的收益都要依靠投资物业一个项目来获取的情况。就万达地产目前的收入情况以及投资情况而言，投资物业的收益率是很低的，同时投资物业获取收入的方式是依靠收取租金和物业管理费，这会导致资金回收期长、资金回收缓慢等问题。这些情况都会给投资活动的收益带来不确定性，使得万达地产面临较大的投资风险。

表 5 万达地产 2013-2015 年现金流量表

单位：百万元

	2013 年	2014 年	2015 年
物业、厂房及设备	6,411.00	7,533.00	5,436.00
投资物业	14,953.00	31,768.00	38,626.00
收购附属公司	443.00	3,317.00	2,790.00

可供出售投资	27.00	1,050.00	(1,326.00)
合营企业投资	-	476.00	98.00

表 6 万达地产 2013-2015 年资产情况表

单位：百万元

	2013 年	2014 年	2015 年
物业、厂房及设备项目	25,955.00	35,147.00	42,923.00
投资物业	198,539.00	248,101.00	309,481.00
可供出售投资	37.00	1,006.00	35.00
存货	100,474.00	145,192.00	167,256.00
合营企业投资	-	475.00	522.00

### 三、现金回收风险识别

资金回收是资金流入企业的重要环节，这个环节资金流入的多少直接关系到企业未来的生存和发展。尤其是对房地产企业来说，资金回收阶段是否顺利，直接会影响后续项目的投资和开发。企业资金回收风险主要是体现在企业应收款项的回收能力上。本文从应收项目的流动性和质量角度对万达地产回收风险进行识别。万达地产 2013 年至 2015 年应收款项波动比较大，说明万达地产资金回收不够稳定。通过万达地产账龄分析以及现金流量表分析，可以明确万达地产对应收项目的信用管理还是比较严格的。其大部分应收款项都于一年之内到期，超过一年的款项金额所占比例很少，但是在回收时却不能够及时将已经到期应收款项追回。2014 年万达地产于一年内到期应收款项为 82600 万元人民币，而 2015 年万达地产只收回 34500 万元，超过 50%的应收款项未能按时收到。虽然万达地产应收款项在资产中占据比例不大，而且对于严格控制客户信用期的工作也比较到位，但是在应收账款回收过程中依旧存在回收不及时，回收资金数额存在差异的问题，这些都是万达地产现阶段所面临的回收风险。应收款项资金数额上虽不能够与其他资产相比，而且单单看应收账款周转率万达地产的资金回收也是很有效率的，对于处在转型期的万达地产来说，应收款项能否及时全额收回关系到万达地产资金数量和质量，是万达地产应当重视的重要问题。

### 四、收益分配风险识别

收益分配是企业一个财务活动循环中的最后一个环节，是将企业得到的最终利润在不同主体之间分配，这个环节企业面临的风险就是利益分配的比例是否合理。万达地产 2013 年至 2015 年获得净利润和股利分配情况在表 7 中列示。根据表中的数据，万达地产 2015 年分配股息金额是 2014 年的 2 倍以上，这就表明有相当一部分资金没能留存在

企业内部，而是随着股息分配流出企业。除法律规定应当留存的收益外，万达地产股息分配在净利润中所占比例并不低，这会导致万达面临分配股息过多，企业内部留存收益数额较低，最终出现自有资金不足未来发展后劲不足的问题，在收益分配上万达地产还是面临一定的风险。

表 7 万达地产 2013-2015 年股利分配情况表 单位：百万元

	2013 年	2014 年	2015 年
年内溢利	24,882.00	25,101.00	30,108.00
保留溢利	102,968.00	123,720.00	149,115.00
宣派及已付股息	1,999.00	1,999.00	4,301.00

本节基于万达地产资产、收入、利润等数据对万达地产战略转型期的筹资、投资、资金回收等方面进行风险识别，按照资金循环运动的规律分析各个环节万达地产存在的风险，为下文分析提供依据。



## 第四章 万达地产财务风险评价

### 第一节 财务风险评价指标的选择

在对万达地产财务风险进行识别的基础上,利用因子分析法科学、合理、客观的对万达地产财务风险进行评价。对财务风险评价前,首先要做的就是万达地产财务风险评价指标的选择。评价指标的选择既要遵循一定的原则,也要考虑房地产企业的特殊性,从万达地产的实际情况出发,有针对性的选择财务风险的评价指标。

#### 一、评价指标选择原则

对房地产企业财务风险评价指标的选择,主要存在以下几个原则。一、评价指标要具有全面性,财务风险隐藏在企业各个环节的财务活动中,对房地产企业财务风险进行评价时,评价指标也要能够真实全面的反映房地产企业的财务情况,尽可能涉及到企业的方方面面,全面评价企业整体的财务风险。二、评价指标要具有针对性,不同的财务风险能够反映不同的财务风险,同时也能够反映同一财务风险。不同企业的同一财务指标对于同一财务风险的反映程度是不同的,一个企业内部不同财务指标对同一财务风险的反映程度也存在差异。在选择财务风险评价指标时,要根据房地产企业自身的特点,选择最具有代表性的评价指标。三、评价指标要具有系统性,系统性不同于全面性,它要求财务风险的评价指标能够形成一个完整的体系。在这个体系中各评价指标之间存在一个逻辑关系,这些评价指标共同组成房地产企业整体财务风险评价体系,并且能够由整体到个体、由个体回到整体,对企业整体的财务风险进行系统的评估。四、评价指标要有可操作性,评价一个企业的财务风险,可供选择的财务指标的数量是庞大的。除去那些评价能力不强的指标外,仍然有许多财务指标可以选择。但是有些财务指标是无法获取的或者获取困难的,这类财务指标就应当排除,因此评价指标的选择要遵循可操作性原则。五、评价指标要符合成本效益原则,成本效益原则是企业一切活动应当遵循的基本原则,对于企业财务风险评价也是如此。选择评价企业财务风险的指标时,付出的成本要与得到的收益相比较,所选的评价指标付出的成本是否最小、对财务风险评价的贡献是否最大、选择的评价指标是否具有价值等等问题,避免支出不必要的成本,获取更有价值的指标。

#### 二、财务风险评价指标选取

在财务风险发生的过程中,企业总是或多或少出现无力偿还到期债务、不能按时支

付债务利息、资金周转困难、盈利能力变差。现金流量减少等问题，这些问题关系到企业偿债、运营、盈利以及成长等等多方面能力。在第三章识别万达地产面临的财务风险后，本章将万达的偿债能力、盈利能力、现金流创造能力、成长能力等与企业识别出的筹资风险、投资风险、资金回收风险以及收益分配风险相关联，从财务风险识别以及资金循环运动的角度和逻辑入手，进行财务风险评价指标的选取，可以比较全面系统的对万达地产整体的财务风险进行综合评价。

### （一）筹资风险评价指标

能够反映企业偿债能力的财务指标主要有资产负债率、流动比率、速动比率、现金比率、利息保障倍数等，而房地产企业面临的筹资风险主要就是不能够按时偿还债务、不能够及时支付利息以及资不抵债。因此企业的偿债能力是对企业筹资风险评价的重要指标。结合万达地产自身的财务状况，筛选出资产负债率、流动比率、速动比率、利息保障倍数作为反映万达地产偿债能力评价筹资风险的评价指标。

（1）资产负债率，是企业负债数额与企业资产数额的比值。它反映了企业负债与资产的比例、资本的结构组成、企业的长期偿债能力和筹资风险高低。该指标数值越大，说明负债比例越大，偿债能力越低，筹资风险越高。

（2）流动比率，是流动资产与流动负债的比值。它反映的是企业短期内偿还债务的能力。流动负债通常是一年以内到期需要偿还的债务，不能够通过变卖为生产经营投入的长期资产来偿还，因此需要企业有充足的流动性强且能够迅速转化为现金的资产用来偿还。流动比率值越高，说明企业偿还流动负债的压力就越小，筹资风险越低。

（3）速动比率，是速动资产与流动负债的比值。速动资产，就是流动资产扣除相对变现能力不强的存货后剩下的那部分流动资产。速动比率也是反映企业的短期偿债能力，与流动比率相比，速动比率排除了流动性相对弱的存货影响，更好的反映流动资产中变现能力强的部分对流动负债偿还的保障。房地产企业存货占流动资产很大，而且开发周期长、变现速度很慢，因此速动比率能够更准确的反映房地产企业的短期偿债能力。该比值越大，说明房地产企业短期偿债能力越强，筹资风险越低。

（4）利息保障倍数，是净利润、所得税费用以及财务费用的和与财务费用的比值。这个指标反映了企业支付利息的能力，指标数值越大，说明企业生产经营产生的净利润越多，能够满足企业利息支付的需要，在借款期内支付利息的压力就小，筹资风险也就较低。

### （二）投资风险评价指标

房地产企业投资风险主要就是投资收益的不确定性，因此对于投资风险的评价，企业的盈利能力、成长能力就是主要评价指标。企业盈利能力越强，说明投资获得收益越多，经济效益也就越好，同样其未来成长发展能力也就越强，投资风险就越小。对于万达地产的投资风险评价，就从能够反映其盈利能力和成长能力的财务指标中选取，即营业利润率、营业净利率、资产收益率、净资产收益率、资产增长率、净利润增长率等几个财务指标作为评价指标。

(1) 营业利润率，是营业利润与营业收入的比值。它代表了每一个单位营业收入能够创造的营业利润，是企业利润的基础。营业利润率越高，说明营业收入能够创造的利润越高，盈利能力越强，投资风险也就越小。

(2) 营业净利率，是净利润与营业收入的比值。它反映的是企业营业收入中最终净利润所占的比例，是企业获取最终利益的评价指标。营业净利率越高，说明企业营业收入最终给企业带来的利润越多，企业盈利能力越强，投资风险也就越低。

(3) 资产收益率，是净利润与平均资产总额的比值。它衡量的是单位资产创造的净利润的能力，同时也反映了资产的配置效益。资产收益率越高，说明企业资产配置效率越高，创造的净利润越高，盈利能力越强，投资风险越小。

(4) 净资产收益率，是净利润与所有者权益平均余额的比值。这个指标反映的是净资产在企业生产经营过程中的获利能力，是从股东角度评价企业价值的重要体现，同时能够评价房地产企业的盈利能力以及资本积累。指标数值越大，说明房地产企业盈利能力越强，对股东及其债权人越有保障。

(5) 资产增长率、净利润增长率，这两个指标是对企业本期经营成果与上期经营成果的比较。资产增长率是反映企业在一个经营周期内，企业经营规模的改变，它能够体现企业的成长能力。资产增长率数值应保持在合理的范围内，可以帮助房地产企业避免投资规模过大造成的投资风险，又能够保障其有后续的成长能力。净利润增长率能够更加直观的评价企业的成长能力，净利润的增加是企业资本积累增加、经营规模扩张的基础，净利润增长率越大，说明房地产企业每个经营周期的盈余越多，经济效益越好，成长能力越强；反之，若数值减小或者出现增长缓慢，则说明企业经济效益受到影响，投资风险增加。

### (三) 资金回收风险评价指标

企业的生存发展离不开现金，尤其是房地产企业更是不能够离开现金，因此房地产企业资金回收能否及时回收，就是其发展的关键。对于房地产企业来说，评价其回收现

金能力的财务指标，主要就是反映房地产现金获取能力的财务指标。房地产企业现金获取能力越强，说明其现金回收风险低，同时现金量越充足房地产企业面临的偿债风险就越小，偿债能力也能够得到增强。因此对于万达地产资金回收风险评价，本文选取营业收入现金比率、盈利现金流量比率、资产现金回收率、每股经营现金流量等财务指标作为评价依据。

(1) 营业收入现金比率，是经营活动产生的现金净流量与营业收入的比值。这个指标代表企业每一单位营业收入中现金所占的比例有多少，能够直观的反映房地产企业经营活动获取现金的能力，同时还能够反映其盈利的质量。该指标的数值越大，说明获取现金能力越强，现金回收效率越高，资金回收风险越低。

(2) 盈利现金流量比率，这个指标是反映企业盈利能力质量的指标，它代表净利润中现金流量的多少。该指标数值越大，说明房地产企业创造的净利润中，现金的实现程度越高，盈利能力的质量越好，资金回收风险越低。

#### (四) 收益分配风险评价指标

房地产企业收益分配要根据企业的债务状况、资产结构、盈利结构、股东需求等等公司具体的情况进行分配计划的制定。收益分配计划会直接决定企业能够留存在内部的资金量，并且涉及到最外投资或者股东利益等方面，房地产企业的收益分配直接影响到企业未来的发展，因此本文选择股利支付率、净资产增长率等财务指标，作为收益分配风险的评价指标。

### 三、评价指标的确定

依据前文的分析，在参考了房地产企业财务风险评价研究相关文献的基础上，结合万达地产具体的现实情况以及所能够获得财务数据，最终选定能够反映万达地产偿债能力、盈利能力、成长能力等财务指标，作为万达地产财务风险的评价指标。具体财务指标见表 8。

表 8 财务风险评价指标及其计算公式

评价指标	符号	计算公式
流动比率	X1	流动资产/流动负债
速动比率	X2	(流动资产-存货)/流动负债
资产负债率	X3	负债总额/资产总额
利息保障倍数	X4	(净利润+所得税费用+财务费用)/财务费用

营业利润率	X5	营业利润/营业收入
营业净利率	X6	净利润/营业收入
资产收益率	X7	净利润/资产平均余额
净资产收益率	X8	净利润/股东权益平均余额
存货周转率	X9	营业成本/存货期末余额
总资产周转率	X10	营业收入/总资产余额
股利支付率	X11	现金股利/净利润
营业收入现金比率	X12	经营活动产生的现金流量净额/营业收入
盈余现金保障倍数	X13	经营活动产生的现金流量净额/净利润
净利润增长率	X14	(净利润本期金额-净利润上期金额)/净利润上期金额
净资产增长率	X15	(净资产本期金额-净资产上期金额)/净资产上期金额
资产增长率	X16	(资产本期期末值-资产本期期初值)/资产本期期初值

## 第二节 财务分析评价模型的构建

### 一、财务风险评价模型建立

确定针对万达地产财务风险的评价指标后，根据万达地产公布的财务报告的数据，来获得万达地产财务风险评价模型所需要的 16 个评价指标的数值。万达地产于 2014 年底在香港上市，自 2015 年开始提出尝试战略转型，在这一时间段，是万达地产提出战略转型并且实施的关键阶段，其财务数据具有很强的代表性，同时分析这一阶段的财务数据也能够充分的发现万达地产战略转型探索过程中面临的财务风险，因此本文选取了万达地产近几年以来的经营数据作为此次评价的样本。将取得的原始样本数据录入 SPSS19.0 软件，软件自动对数据进行无量纲化处理，以消除量纲带来的不合理影响，在 SPSS 中一般采用 Z 标准化，其公式为： $Z_{ab} = (X_{ab} - X_b)/S_b$ 。其中： $Z_{ab}$  为第 a 期第 b 个指标标准化后的值， $X_{ab}$  为第 a 期第 b 个指标， $X_b$  为第 b 个指标的均值， $S_b$  为第 b 个指标的方差，标准化后，数据均值为 0，方差为 1。数据标准化后，就要对数据进行因子分析。

#### （一）适用性检验

为了获得准确真实的分析结果，首先要对样本数据进行 KMO 检验和 Bartlett 检验，来判断选择的样本是否适用因子分析法进行财务风险评价。通过检验结果可知，这些样

本数据  $KMO=0.591$ ，而 Bartlett 的球形度检验结果表明显著性概率（Sig.）为 0.000，小于显著性水平 0.05。因此可以认为筛选出的评价指标适合做因子分析。

表 9 KMO 和 Bartlett 检验结果表

取样足够度的 Kaiser-Meyer-Olkin 度量		0.591
近似卡方		1013.073
Bartlett 的球形度检验	df	115
Sig.		0.000

## （二）提取因子

本文应用主成分分析法构造因子变量，提取特征值大于 1 的主要因子，如表 10 所示，提取三个特征值，这三个主因子累计贡献率达到 95.389%，说明主因子对于基本变量的解释是可信的，并且能够解释大部分财务指标。这三个因子可以比较完整的表达出万达地产的财务信息，并且互不相关，避免提供信息的重复。

表 10 解释的总方差

成份	初始特征值			提取平方和载入			旋转平方和载入		
	合计	方差的%	累积%	合计	方差的%	累积%	合计	方差的%	累积%
1	7.705	48.158	48.158	7.705	48.158	48.158	7.032	43.948	43.948
2	4.573	28.584	76.742	4.573	28.584	76.742	4.38	27.374	71.322
3	2.983	18.647	95.389	2.983	18.647	95.389	3.851	24.068	95.389
4	0.738	4.611	100						
5	0.000	0.000	100						
6	0.000	0.000	100						
7	0.000	0.000	100						
8	0.000	0.000	100						
9	0.000	0.000	100						
10	0.000	0.000	100						
11	0.000	0.000	100						
12	0.000	0.000	100						
13	0.000	0.000	100						
14	0.000	0.000	100						
15	0.000	0.000	100						
16	0.000	0.000	100						

提取出三个主要因子后，并不能够看出每个因子具体受到何种财务指标影响，同时每个财务指标对于三个因子的影响程度也是不同的，因此为了能够更加清晰的发现因子与财务指标直接的关联，本文采用选择最大方差法进行转换，使财务指标与因子直接的解释能够更加简易。旋转后的矩阵图如下表所示。

表 11 旋转成份矩阵

指标	成份		
	1	2	3
x7	<b>0.996</b>	0.061	-0.056
x6	<b>0.992</b>	-0.032	0.126
x5	<b>0.983</b>	0.000	0.172
x8	<b>0.978</b>	0.161	-0.122
x13	<b>-0.867</b>	-0.474	-0.133
x3	<b>0.758</b>	0.577	-0.296
x1	-0.689	<b>0.663</b>	0.292
x11	-0.643	-0.612	0.354
x2	0.225	<b>0.970</b>	0.085
x12	-0.506	<b>-0.825</b>	-0.112
x14	0.439	<b>-0.779</b>	0.434
x9	0.440	0.608	-0.556
x15	-0.166	0.016	<b>0.976</b>
x16	-0.162	0.157	<b>0.970</b>
x4	0.351	-0.111	<b>0.733</b>
x10	-0.221	0.586	-0.724

提取方法：主成分

旋转法：具有 Kaiser 标准化的正交旋转法

a. 旋转在 5 次迭代后收敛

因子载荷是原始指标和公共因子的相关系数，数值越大表明公因子与变量的关系越密切。旋转后每个公因子能够代表的变量更加清晰。因子  $F_1$  上，载荷大的指标有 x3（资产负债率）、x5（营业利润率）、x6（营业净利率）、x7（资产收益率）、x8（净资产收益率）、x13（盈余现金保障倍数），这几个指标反映的是万达地产偿债能力以及盈利能力，因此将  $F_1$  因子命名为偿债及盈利能力因子；因子  $F_2$  负载较大的财务指标是 x1（流动比率）、x2（速动比率）、x12（营业收入现金比率）、x14（净利润增长率），这四个指标分部反映成长能力、营运能力及偿债能力，因子命名  $F_2$  因子为偿债、营运及成长能力因子；因子  $F_3$  上载荷较大的是 x4（利息保障倍数）、x15（净资产增长率）、x16（资产增长率），这三个财务指标分别反映了万达地产偿债能力和成长能力，因此将因子  $F_3$  命名为

偿债及成长能力因子。

### (三) 建立评价模型

对主因子命名后，使用回归法得出万达地产因子得分系数矩阵，见表 12。

表 12 因子得分系数矩阵

指标	成份		
	1	2	3
x1	-0.135	0.220	0.122
x2	-0.011	0.244	0.084
x3	0.088	0.095	-0.045
x4	0.058	0.001	0.195
x5	0.148	-0.034	0.047
x6	0.151	-0.046	0.032
x7	0.148	-0.034	-0.012
x8	0.140	-0.012	-0.024
x9	0.039	0.101	-0.115
x10	-0.060	0.115	-0.163
x11	-0.069	-0.105	0.059
x12	-0.038	-0.195	-0.083
x13	-0.109	-0.090	-0.066
x14	0.102	-0.193	0.071
x15	-0.026	0.073	0.270
x16	-0.032	0.109	0.278

从表 12 因子得分矩阵的数据可以得到万达地产财务评价指标的线性表达式，即

$$F_1 = -0.135x_1 -$$

$$0.011x_2 + 0.088x_3 + 0.058x_4 + 0.148x_5 + 0.151x_6 + 0.148x_7 + 0.140x_8 + 0.039x_9 - 0.060x_{10} -$$

$$0.069x_{11} - 0.038x_{12} - 0.109x_{13} + 0.102x_{14} - 0.026x_{15} - 0.032x_{16}$$

$$F_2 = 0.220x_1 + 0.244x_2 + 0.095x_3 + 0.001x_4 - 0.034x_5 - 0.046x_6 - 0.034x_7 -$$

$$0.012x_8 + 0.101x_9 + 0.115x_{10} - 0.105x_{11} - 0.195x_{12} - 0.090x_{13} -$$

$$0.193x_{14} + 0.073x_{15} + 0.109x_{16}$$

$$F_3 = 0.122x_1 + 0.084x_2 - 0.045x_3 + 0.195x_4 + 0.047x_5 + 0.032x_6 - 0.012x_7 - 0.024x_8 -$$

$$0.115x_9 - 0.163x_{10} + 0.059x_{11} - 0.083x_{12} - 0.066x_{13} + 0.071x_{14} + 0.270x_{15} + 0.278x_{16}$$



这三个因子从不同方面反映了各财务指标的贡献率大小情况，将取得的万达地产的财务数据初始化后，带入上述公式中计算可得到万达地产几个主因子的值，按照方差贡献率综合加权最终可得到万达地产财务风险综合评价的得分公式：

$$F=0.43948F_1+0.27237F_2+0.24068F_3$$

根据综合加权公式计算得出 F 值，F 值越大，说明万达企业财务风险越小，相反 F 值越小，财务风险越大。

## 二、万达地产财务风险评价分析

根据上文我们得出了 F 值计算公式，将万达地产的原始财务数据代入到上述公式中，我们就可以得到万达地产财务风险综合评价的得分情况。从万达地产财务风险表现得分来看，近几年万达地产综合财务风险评分值都为正数，但数值却呈现下降趋势，这说明万达地产近几年所面临的财务风险总体上不太大，但是面临的财务风险却正在逐渐增大。

表 13 万达地产财务风险综合评分表

	$F_1$	$F_2$	$F_3$	F
2011	0.379	0.472	0.765	0.480
2012	0.668	0.427	1.870	0.861
2013	0.454	0.577	1.540	0.728
2014	0.270	0.553	1.104	0.536
2015	0.364	0.406	1.138	0.545

从表上可以看出，综合评分 F 值在 2015 年出现了上升，虽然上升的幅度并不是很大，但是能够反映出万达地产在 2015 年所面临的财务风险要比 2014 年小。纵观近几年的数值，可以发现万达地产在市场环境不景气的情况下，企业整体上所面临的财务风险确实增加了，根据万达地产现实的财务状况以及现实外部环境来看，因子分析评价模型针对万达地产财务风险的评价还是比较准确地。同时 2015 年财务风险评价数值上升，这一时期万达地产着手实施战略转型，可以说在一定程度上两者有着一定的关联。依据 F 值的计算公式，以及三个因子的数值，可以看出因子  $F_1$  对 F 值的贡献相对较大，因子  $F_2$  贡献相对较小。三个因子又分别代表了万达地产不同的财务指标，这些财务指标反映的是万达地产生产经营活动的财务状况，进而能够在其中找出财务风险的成因。因此能够找出万达地产财务风险成因，就是后文对万达地产财务风险分析的重点。

### 第三节 Z-score 模型对比分析

前文应用因子分析法对万达地产的财务风险进行评价，并分析其各个因子对于万达地产财务风险的影响程度。本节是基于 Z-score 模型，进一步对万达地产战略转型过程中的财务风险进行分析，通过与相似房地产企业的数据对比，从侧面说明万达地产所面临的财务风险状况。

#### 一、Z-score 模型简介

Z-score 模型是由 Altman 在 1968 年创立的财务风险预警模型，该模型是一个多变量模型，用以衡量企业的财务健康状况。Z-score 模型的函数表达式为：

$$Z=0.012X_1+0.014X_2+0.033X_3+0.006X_4+0.999X_5$$

下表是模型中各变量所代表的含义及其计算公式。

表 14 Z-score 模型变量含义及其公式

变量名称	含义	计算公式
$X_1$	反映流动性	(流动资产-流动负债)/资产总额
$X_2$	反映利润积累	(未分配利润+盈余公积)/资产总额
$X_3$	反映资产生产能力	(税前利润+财务费用)/资产总额
$X_4$	反映财务结构	(每股市价*股本总数)/负债总额
$X_5$	反映资产利用效果	主营业务收入/资产总额

Z-score 模型对公司财务状况的判别标准是： $Z < 1.81$ ，说明企业的财务状况极差，未来极可能陷入财务困境，财务风险很大； $1.81 \leq Z < 2.99$ ，这个区间说明企业的财务状况不稳定，企业处在灰色区域，若财务风险控制不当，未来陷入财务困境的可能性比较大； $Z \geq 2.99$ ，企业财务状况良好，未来陷入财务困境的可能性很小，面临的财务风险也比较小。

#### 二、万达地产财务风险对比分析

介绍完 Z-score 模型基本变量及评价标准，下面应用万达地产的财务数据以及部分房地产上市公司的财务数据，进行 Z-score 模型分析评价，对比分析万达地产与部分房地产上市公司的财务风险情况，进一步对万达地产的财务风险进行评价分析。从万达地产的财务报告中，获取 Z-score 模型所需的变量指标数值，将变量数值代入 Z-score 模型得到 Z 值，并将其与部分房地产上市公司的 Z 值作比较，其结果如下表。

表 15 2015 年部分房地产上市企业 Z 值得分情况表

	X1	X2	X3	X4	X5	Z
万达	-1.455	4.014	8.825	45.154	0.194	0.795
万科 a	20.769	13.196	5.608	56.778	0.320	1.279
深振业 A	48.902	20.107	6.478	189.300	0.288	2.505
深物业 a	38.035	31.692	4.769	379.713	0.246	3.582
沙河股份	57.984	23.193	3.589	329.212	0.190	3.304
深深房 a	47.738	7.936	10.581	661.306	0.518	5.518
中粮地产	41.678	7.019	3.395	57.607	0.244	1.300
华联控股	56.637	10.746	2.092	270.587	0.063	2.586
东旭蓝天	45.246	8.451	2.345	128.799	0.246	1.757
中洲控股	34.706	10.424	2.050	73.173	0.205	1.274
*ST 珠江	-25.552	-57.078	-5.162	220.426	0.156	0.202
*ST 松江	23.971	-1.347	-0.990	61.745	0.043	0.649

从表 15 房地产上市公司的 Z 值得分情况,可以看出在所选择的这些房地产企业中,大部分企业的财务状况都是不健康的。只有深物业、沙河股份以及深深房三家上市公司的财务状况处于健康水平。万达地产是房地产行业的龙头企业,但是其 Z 值与连续两年亏损的两家上市公司的差距不大,从得分值上来看,万达地产未来极有可能陷入财务困境,面临极大的财务风险。而万达地产现实中的财务情况并不是如表中所示那样面临巨大的财务困境,因此,下面从影响 Z 值的各变量着手分析万达地产评分与现实结果出现差异的原因。变量  $X_1$  是反映其流动性的,对比\*ST 珠江可以看出,企业流动性差会导致最终 Z 值得分低,也就表面企业会陷入财务困境,面临财务风险。万达地产这个变量的值为负数,表明其 2015 年流动资产少于流动负债,这就说明万达地产用于偿还短期债务的流动资产不足,短期内面临的偿还压力比较大,一旦未来不能够及时偿还即将到期的债务,就会面临巨大的财务风险。变量  $X_2$  是反映企业利润积累的,万达地产这个变量值也是偏低的,在非 ST 的上市公司中,万达地产这个数值是最低的,说明其利润积累能力不强,留存收益不足,归根结底是因为净利润不足,净利润不足一方面是由于成本的不断上升,另一方面则是因为收入不足。收入不足是因为其在转型过程中,逐步调整收入重心,销售物业收入比例下降,且受到市场整体环境的影响,收入增长减缓,同时增加持续性收入,但是这部分收入资金量小周期长,所以导致整体收入不足,也就是说

净利润在分配之后，留在企业内部的可供企业作为资本再投资的利润比较少，这样对企业未来的发展是比较不利的。变量  $X_3$  的数值在几个公司中处于前几位，就不再赘述。变量  $X_4$  反映的是企业财务结构是否稳定，这个值比较低一方面是因为万达地产的股价在 2014 年上市之后，并没有像预期那样上涨，说明万达地产在市场上并没有得到应有的认可，同时其负债额过于庞大，导致其股东投入的资本在理论上并不能够很好的为债权人的投入做出保障，表明其财务结构确实不够稳定，长此以往会面临财务风险。变量  $X_5$  则说明万达地产资产利用效率不够高，在这几家上市公司中处于倒数，这是由于万达地产在 2015 年开始战略转型，大量资本投入到投资物业这一非流动资产上，投资物业要依靠收取租金和管理费用来获取收入，收入流量低且回收过程缓慢，因此资产投入与创造的收入并不能匹配，故资产利用率会比较低。通过与上述几个上市公司作对比，分析了各个变量后，我们可以发现即使现在万达地产仍旧是龙头企业，但是战略转型对于任何一个企业来说都应该慎重对待，因此万达地产战略转型过程中存在的一些财务问题，在未来确实可能给万达地产带来巨大的财务风险，万达地产应当重视这些财务问题，同时也说明了 Z-score 模型对于万达地产财务风险的预测有一定的预警作用。

#### 第四节 综合评价分析

本节万达 Z 值得出的结果是万达地产财务状况很差，未来面临巨大的财务风险，而上文通过因子分析得到的结论是万达地产 2015 年财务风险有降低的趋势。本章对万达地产财务风险评价出现两个不同的结果，这就需要对两个模型的财务指标进行进一步分析。

Z-score 模型中，反映万达地产短期偿债能力的变量  $X_1$  是最为异常的，分析 2015 年万达地产流动资产与流动负债的结构。流动资产中，存货是占据比例最大的，而房地产企业存货变现能力相对来说较弱，能够及时用于偿还短期负债的流动资产数额的确不足，会降低万达地产的短期偿债能力。流动负债中其他应付款项是主要组成部分，依据财务报告附注解释，其他应付款项主要是客户垫款，而且这项流动负债并不需要计息，同时没有固定的还款期限。这就使得万达地产流动负债偿还压力减小很多，一方面不需要支付利息费用，另一方面不必担心债务到期无力偿还。因此虽然万达地产在 Z-score 模型中短期债务偿还压力巨大，并很有可能陷入财务困境，面临巨大财务风险，但是实际上相当一部分流动负债并不需要在短期内偿还，可以将其视为长期债务，这又降低了万达地产短期偿债压力。在因子分析模型中，能够代表万达地产短期偿债能力的财务指标主

要是流动比率和速动比率，这两个财务指标也反映出万达地产短期偿债能力不足，因此偿债能力判断的结果上，两个模型是一致的。针对财务结构的评价，Z-score 模型说明了万达地产资本结构并不合理，股东资本对于债权人投入资本保障力度不够，而 2015 年是万达地产刚上市不久，在股本增加的情况下，仍然不能够完全保障债权人资本，从另一方面说明万达地产负债经营比例较高。在因子分析模型中，资产负债率指标说明了万达地产资本结构及其偿债能力。2015 年万达地产资产负债率有所下降，证明万达减少负债规模尤其是非流动负债借款部分有了大幅下降，也证实了其战略转型筹资方式改变有了一定效果。

通过对财务指标的分析，可以得到因子分析模型与 Z-score 模型得到的财务指标评价结果基本都是相似的，最终结果出现差异，主要是因为因子分析模型从万达地产整体去分析评价万达地产的综合财务风险，而 Z-score 模型中变量较少，并没有将万达地产综合情况涵盖，同时因为万达地产处在战略转型时期，生产经营活动存在很多变动，因此财务指标也有比较大的变动，导致两个模型评价出现不同。故下文对万达地产财务风险采取涵盖范围更全面的因子分析模型评价结果作为分析基础。

## 第五章 万达地产战略转型财务风险成因及防范

### 第一节 财务风险成因分析

本文第三章已经对万达商业地产财务风险进行识别，第四章在风险识别的基础上运用因子分析法对其综合财务风险进行评价，同时又利用 Z-score 模型与部分上市的房地产企业进行对比分析。基于第三章的分析，可以说明万达地产确实是面临着几方面的财务风险，在此基础之上，结合上一章万达地产财务风险评价的结果，本章会依照财务风险识别顺序，从万达地产筹资风险、投资风险、现金回收风险以及收益分配风险对万达地产财务风险的成因进行分析。

#### 一、筹资风险成因

在第三章对万达地产财务风险评价已经分析得出，影响万达地产筹资风险的主要财务指标是流动比率、速动比率和资产负债率。流动比率和速动比率反映了万达地产短期偿债能力，资产负债率则揭示了万达地产长期偿债能力。

万达地产资产负债率总体上在 70%左右，同行业评价标准相比处于平均水平，但是数值上却仍旧处于比较高的水平。而能够影响资产负债率这个数值的就是万达地产负债总额和资产总额这两个财务数据。从负债方面看，万达地产负债的组成中流动负债比例超过 50%，流动负债的主要组成部分是应付款项及其利息，而借款这一项所占比例不大，表明万达地产短期内不仅需要支付利息，还需要偿还债务本金。万达地产的流动比率基本上为 1:1，即流动资产勉强能够偿还流动负债，但万达地产流动资产大部分是由存货组成的，这就使得速动比率值比较低。万达地产的负债除去应付款项之外，主要组成部分就是借款，可以说万达地产筹资的主要部分都是借款。这说明虽然表面上万达地产流动资产能够偿还流动负债，但是由于其存货是流动资产的主要组成部分，而存货受到房地产市场影响十分明显。近几年国家频繁出台房地产市场调控政策，主要目的就是抑制过高的房价，造成房地产市场整体低迷，因此存货变现能力就比较差，不能够及时变现来支付利息费用偿还借款，因此万达地产需要用现金等流动性强的资产来支付利息偿还短期借款。万达地产负债比例比较高，造成利息费用和财务费用支出增加，用来偿还债务和支付利息的资产就会被占用，造成没有充足的资产用来偿还债务，最终导致万达地产偿付能力下降，出现债务偿还危机，面临巨大的财务风险。追溯出现筹资风险的原因，资产负债结构不合理，负债比例过高；筹资渠道依然以银行借款为主，筹资方式面临风

险高；资产与负债不能够配比，流动资产不能及时偿还流动负债。

## 二、投资风险成因

投资风险评价指标，主要受到万达地产盈利能力以及成长能力的影响，即营业利润率、营业净利率、资产收益率、净资产收益率、净利润增长率和资产增长率。

从万达地产盈利能力方面入手分析，这四个财务指标关联的万达地产的原始财务数据是营业收入、营业利润、净利润、资产以及所有者权益。万达地产营业利润率、营业净利率逐年下降，说明营业利润以及净利润金额在营业收入比例中越来越低，营业利润比例降低，说明万达地产营业成本上升，而净利润比例降低则说明万达地产期间费用金额增加。期间费用的主要构成是销售费用、行政费用以及融资费用。万达地产项目投资主要是万达广场的建设，包含住宅、写字楼、酒店、商业购物中心等建筑组成的城市综合体。投资项目遍布全国各地，但是按照比例来看 80%以上集中在我国二、三线城市。随着物价的上涨，二、三线城市的劳务成本、原材料价格、土地价格等也都开始上涨，这就会造成在二、三线城市开发项目的成本并不会比在一线城市低。万达地产营业收入依然主要依靠物业销售，在物业销售中住宅销售额占到物业销售额的 40%，但是住宅物业能够带来的利润却在不停地下降，销售毛利率仅为 23%。而且二、三线城市人口数量、消费能力相对较低，对于住宅的购买能力以及在商业中心的消费能力都是比较有限的。住宅出售数量有限，客流量消费能力不足，会造成物业出租受到冲击，降低物业出租率。这些问题会导致投入资金回收期长，投资收益不确定性增加造成投资风险加大。而且政策对住宅销售的限制、消费者自身购买力不足、住房需求下滑，则会导致销售更加困难，实现销售需要支出的费用增加。投资收益存在风险，收益不能够及时回收，会造成万达地产资金不能及时投入项目，需要重新筹集资金，从而增加筹资费用，同时增大万达地产的筹资风险。

从其成长能力来看，万达地产的资产增长率以及净利润增长率都是正值，说明万达地产成长能力还是不错的，在整体市场下行的大环境下，净利润以及资产总值都能够上升。万达地产资产的增加主要是投资物业项目的增加，说明万达地产将重心放在持有物业的开发建设上；而对于存货的资金投入减少，说明要将之前的存货量减少。从这两点来看，这确实反映出万达地产战略转型的发展方向，但是同时也表明未来有相当长一段时期，万达地产的收入仍然是以销售物业为主，而依靠出租投资物业带来的租金收入依然是收入比例中的小部分。

从上面两方面分析可以发现，万达地产投资风险的成因有以下几个，销售物业成本以及销售费用增加，销售利润减少盈利降低；收入构成以销售物业为主，销售物业收入受到市场环境的影响较大，收入来源受限；战略转型期间，大量资本投入带来收益却很少，投入产出效率低。

### 三、现金回收风险成因

回收风险评价主要反映在万达地产现金回收能力上，现金回收能力评价指标是营业收入现金净含量和盈余现金保障倍数这两个财务指标。这两个财务指标主要考察的是企业经营活动产生的现金净流量对在营业收入、净利润中所占的比例。

万达地产经营活动产生的现金净流量是正值，说明万达地产经营活动能够带来现金流入。从营业收入方面分析，万达地产经营活动产生的现金净流量与营业收入的比率小于 1 甚至不足 0.25，表明万达地产营业收入回收的现金额很少，万达地产账面收入与现金流入存在很大的差异，营业收入结构不合理，应收项目占比例过大，会导致万达地产资金回收与销售收入时间上存在差异，回收金额的数额上也会出现差异。应收项目造成资金回收期变长，回收期变长会增加应收项目出现减值和坏账的可能性，影响资金回收的数额，导致万达地产营业收入不能够全额收回，营业收入质量下降，盈利能力下降。从净利润指标看，2015 年万达地产净利润现金实现程度大幅度上涨达到 106%，2016 年上半年仍然继续增长。从数据上看，万达地产的净利润质量是比较高的，经营活动产生的现金净流量不仅为净利润做出全额贡献，还有部分用来补足其他财务活动的亏欠。进一步分析经营活动产生的现金流量结构，万达地产 2015 年之后大量减少了对存货的现金投入，使得经营活动产生的现金净流量大幅度增长，从而使万达地产营业收入现金净含量和盈余现金保障倍数两个财务指标上涨，这说明万达地产经营活动现金净流量增加并不是依靠生产经营活动带来的现金流入而是因减少经营活动现金流出造成的。

对影响万达地产资金回收风险的财务指标分析，能够得到造成万达地产回收风险的原因是万达地产收入结构不合理，应收款项占比例较大，而应收款项存在减值以及坏账的可能性，使得资金不能足额及时回收，最终造成万达地产面临巨大的回收风险。

### 四、收益分配风险成因

房地产企业收益分配风险的评价指标受股利支付率这个财务指标影响。股利支付率是派发的现金股利占净利润的比例。从数据分析上看，万达地产收益分配方面存在的风险



险比较小。同时其收益分配计划制定也比较合理，尽管在上市之后万达地产分配股利逐年上涨，但是总体上股利分配金额处在一个合理范围内，既保证了股东利益不受到损害，又给公司留下了足够的资本，为公司未来发展保留了资金。从整体上来看万达地产收益分配风险是很小的，并不会对万达地产造成巨大的影响。

## 五、小结

在我国房地产行业是一个十分特殊的行业，由于其在投资过程中，涉及到了许多方面，从贷款筹资、土地供给到开发销售、缴纳税费等各个环节，房地产企业都受到国家政策的影响。尤其是我国政策对市场经济干预比较多，市场受到政策的影响就比较明显，市场一旦产生波动整个行业内的企业都会因市场的波动而面临风险。房地产企业本来就在市场经济中处于十分复杂的环境，跟各行业的企业都有所关联，可谓是牵一发而动全身，其面临的政策带来的风险就更加复杂。通过上文的分析，万达地产财务风险的成因不仅包含资本结构不合理、收入结构单一、盈利质量较低等原因，同时市场环境变幻莫测，尤其是受到政策、法律、经济等因素的影响，使得市场环境复杂多变，这又成为万达地产财务风险的成因之一。

## 第二节 财务风险防范措施

### 一、选择多种筹资方式，规避筹资风险

房地产企业面临筹资风险最大的原因，就是其筹资结构方式太过单一，使得筹资结构不合理，造成筹资风险集中，并且容易爆发。因此房地产企业要选择多种筹资方式，尽力规避筹资风险。首先要根据企业自身的条件以及外部环境，合理确定企业资产负债比例，考虑到外部金融环境，企业可以尝试使用资本融资方式，并且逐步增大资本融资在全部融资方式的比例，减少负债筹资的金额，降低企业需要偿还的债务和支付的利息，从而降低企业筹资风险。其次，控制好流动资产与流动负债的比例，尤其是流动资产中能够迅速变现的资产，确保这部分资产能够按时支付债务利息，按时偿还到期债务，同时充分及时掌握流动负债以及相关利息的动态，减少短期债务给企业带来的偿还压力，规避筹资风险。

### 二、及时调整收入结构，改善收入质量

房地产企业投资开发项目是其收入的主要来源，而现阶段我国房地产企业收入基本

都依靠商品房销售，而商品房销售收入受到市场影响十分巨大，这也是造成投资风险的最主要原因。因此房地产企业要应对财务风险，就要对其收入结构进行调整，提高其收入质量。首先，房地产企业要分析自身优势，发现企业自身能够创造价值的部分，重点强化自身优势，将其变为能够为企业带来收入的盈利点。第二，在投资开发项目时，将自身能够创造价值的优势贯穿其中，逐步减少收入中销售商品房所占的比例，增加自身价值创造点的收入比例。第三，结合市场环境，努力降低自身项目开发成本，增加利润获取能力。同时，销售物业取得的收入，要控制好应收款项、预售款项以及现金的比例。房地产企业销售物业收入会很高，但是很多时候能够取得现金的数额是比较低的，给客户以信用销售的情况还是比较多的。因此要提高企业营业收入质量，不仅要改善收入结构，保证收入来源不仅靠单一的物业销售获取，同时还要加强对应收款项的管理。建立科学合理的信用政策，及时督促客户付款，详细掌握应收款项到期日以及坏账可能性等等。加速资金的周转，提高资金利用率，尽快步入资金良性循环的轨道，保证企业供血和造血功能，降低资金回收风险。

### 三、建立并改进财务风险预警体系

房地产企业要建立财务风险预警体系，对财务风险的管理不应该仅停留在防范和控制阶段，而是应当能够有一个系统及时对财务风险进行预警，让房地产企业能及早发现企业面临的财务风险，尽快行动针对财务风险采取措施。建立财务风险预警系统，首先就要对财务风险进行定义，因此房地产企业要根据自身所处的环境，自身的条件等内部外部环境，识别自身所面临的财务风险，对其进行定性分析。识别企业自身财务风险后，可以按照本文的方式，依靠统计数学模型，找出与财务风险有关的变量，建立以数据作为基础的评价预警企业财务风险体系。依靠企业财务数据作为评价预测财务风险的基础，能够客观、科学、合理的说明企业现在以及未来所面临的财务风险，同时使用企业的财务数据更加能够反映出企业自身的特点，使得房地产企业有针对性的制定财务风险防范措施。财务风险预警系统能够对房地产企业即将发生的财务风险发出警示，同时结合企业的实际情况，利用财务风险预警模型发出的警示，提前发现企业财务状况的异常表现。有了财务体系对财务风险的预警，对企业财务状况进行全面分析，寻找出能够避免财务风险的解决方法。在建立财务风险预警体系后，不能够一劳永逸，需要时刻留意企业所处的外部环境以及企业自身条件的改变。在不同的外部环境中，房地产企业存在的财务情况是不同的，因此其财务风险也会随之环境的变化而改变，同时房地产企业自身有所

改变是，其对财务风险的应对能力也会随之发生变化，因此要时时刻刻对财务风险预警体系进行更新改善，使得预警体系能够适用于房地产企业当前的境况。要合理利用财务风险预警体系，时刻更新时刻改善，才会让房地产企业尽早发现财务风险，及时实施防范措施，规避财务风险带来的危害。

## 第六章 总结与展望

### 第一节 论文结论

本文以万达地产作为研究对象,对万达地产公司财务风险进行识别、风险评价及成因分析,并提出合理的防范建议。主要得出了以下结论:

(一)对房地产企业可以根据企业资金循环规律作为财务风险识别的角度,从筹资、投资、回收、分配四个方面进行,分析找出企业面对的财务风险上的问题。通过识别万达地产财务风险,可以得知万达地产存在筹资结构不合理、债务偿还压力大、成本增加、房地产销售物业减少、利润率增长缓慢等问题,这些问题都会引发财务风险。

(二)依据对万达地产四个方面财务风险的识别,运用因子分析法、Z-score 模型对万达地产财务风险进行评价和对比分析,应用科学合理的方式评价得出万达地产自 2014 年上市后至今,财务风险出现波动,但是综合评价上万达地产是一个财务风险相对较小的优质企业,但是在筹资、投资、现金回收、收益分配四个方面的财务风险万达地产公司也存在不同程度的风险。结合万达地产实际状况,可以确定因子分析法能够客观的评价其财务风险。

(三)在对万达地产进行财务风险识别和财务风险评价的基础上,进一步分析造成各方面财务风险的成因分析,得出万达地产产生财务风险的主要原因是因为外部环境,主要是房地产政策,对公司影响较大;内部财务环境存在的问题主要是负债经营相对比较严重、资产负债不配比、现金净流量减少、收入结构不合理、应收账款比例过大等问题,这些问题都会不同程度导致万达地产财务风险增大,需要及时治理。

(四)在前文的基础上,针对万达地产存在的财务风险的问题,进一步提出了防范财务风险的对策。主要从万达地产筹资结构改善、收入质量改善、财务风险预警机制建立提出了合理有效的建议措施。

### 第二节 不足与展望

由于作者的专业能力有限,对于有关财务风险的文献阅读量不足以及相关专业知识的理解不够深入,因此在研究万达地产这个案例的财务风险时,对于一些概念以及数据的研究没有达到一定深度。同时因大连万达商业地产有限公司于 2014 年底才在香港联交所挂牌上市,对于万达地产相关财务数据的收集十分有限,而且其财务报告按照香港财务报告准则编制,在表内数据的处理上也受到一定影响。鉴于这几个原因,本文对万

达地产财务风险的分析仅是着重于比较明显且严重性高的问题上，但还存在很多遗漏或者未能深入探讨的问题，这些问题也是会造成万达地产面临巨大财务风险的因素之一。

本人会在后续的学习和工作中继续研究有关房地产企业的财务风险，尤其是针对个别案例的研究，以期望能够在不同案例之间找到一些共同的财务问题以及其引发的财务风险，为房地产企业面对多变的市场环境、解决自身财务问题、控制财务风险做出一点贡献。

## 参 考 文 献

- [1] Fitzpatrick. A Comparison of ratios of Successful Industrial Enterprises with those of Failed Firms[M]. New York: Certified Public Accountant, 1932: P2-10
- [2] Altman E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy[J]. The Journal of Finance, 1968(23): P589-609
- [3] Ohlson J. A. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy[J]. Journal of Accounting Research, 1980(18): P109-131
- [4] Ross Westerfield, Jordan. Fundamentals of Corporate Finance, 1995
- [5] James C Van Home John M. Wachowicz Jr. Fundamental of Financial Management[M]. McGraw-Hill; Eugene, 2001. 88
- [6] Beaver W. H. Financial Ratios as Predictors of Failure[J]. Journal of Accounting Research, 1966(4): P71-111
- [7] Odom, Sharda. A neural network model for bankruptcy prediction[J]. IEEE INNS International Joint Conference on Neural Network, 1990(2): 163-168
- [8] 刘恩禄, 汤谷良. 论财务风险管理[J]. 北京商学院学报, 1989(1): 21-24
- [9] 向德伟. 论财务风险. 会计研究, 1994(4): 36-58
- [10] 刘巨钦. 论中国企业集团化经营与扩张中的风险防范管理[J]. 湘潭大学学报, 2000, (2): 56
- [11] 李晓梅. 浅析房地产的财务风险管理. 财会研究, 2007(1): 21-23
- [12] 张晓萍, 孔庆景. 我国房地产企业财务风险产生环节及防范措施思考[J]. 中国证券期货, 2012(11): 112-113
- [13] 于月超. 我国房地产企业财务风险管理与控制研究[J]. 会计之友(上旬刊), 2010, 08: 94-95
- [14] 闻新燕. 试论中小型房地产企业财务风险及应对策略[J]. 中国总会计师, 2011, 01: 136-137
- [15] 严碧红, 马广奇. 基于 Z-Score 模型的我国房地产企业上市公司财务风险的实证分析[J]. 财务与金融, 2011, 05: 37-41
- [16] 李素红, 陈立文. 基于因子分析法的房地产上市公司财务风险评价[J]. 河北工业大学学报, 2011, 06: 101-106
- [17] 房正武. 房地产企业财务风险及其防范[J]. 财经界(学术版), 2012, 01: 212
- [18] 劳燕玲, 李江风. 房地产项目的风险管理探究[J]. 前沿, 2012, 10: 63-64
- [19] 伍晗鹄. 房地产企业财务风险管理的对策分析[J]. 财经界(学术版), 2013, 04: 161-163.

- [20]杜俊娟. 我国房地产企业财务风险的预警与防范[J]. 会计之友, 2013, 10:44-47.
- [21]王萌萌. 房地产企业财务风险管理文献综述[J]. 现代经济信息, 2016, 02:210.
- [22]刘昱含. 房地产企业财务风险管理研究[J]. 审计与理财, 2016, 05:36-38.
- [23]张利霞. 我国房地产企业财务风险控制研究[J]. 中国乡镇企业会计, 2016, 08:119-120.
- [24]张银平. 房地产企业财务风险管理体系构建[J]. 财会通讯, 2015, 26:100-102.
- [25]王贇. 房地产企业财务风险控制研究[J]. 财会学习, 2015, 12:71-72.
- [26]郭黎明. 浅析如何构建房地产企业财务风险管理体系[J]. 现代经济信息, 2016, 20:246.
- [27]石梦娜. 我国房地产企业财务风险控制研究[D]. 武汉理工大学, 2013.
- [28]周俊峰. 我国房地产企业财务风险及其防范研究[D]. 湖南大学, 2008.
- [29]向晓璐. 我国房地产企业财务风险评价研究[D]. 西南财经大学, 2014.
- [30]温丰霖. A 房地产公司财务风险控制研究[D]. 中南大学, 2013.
- [31]祝桂芳. 基于现金流量的我国房地产上市公司财务风险预警研究[D]. 广东工业大学, 2011.
- [32]吴威. TB 房地产公司财务风险评价及防范研究[D]. 黑龙江八一农垦大学, 2016.
- [33]王萌萌. 房地产企业财务风险评估与防范研究[D]. 青岛科技大学, 2016.

## 致 谢

本论文是在袁老师的悉心指导下完成的。在论文的书写过程中，每一个过程和环节，离不开老师的指导，论文从选题到完成都倾注了老师的大量心血。感谢老师们在这几年的时光中对我的辛勤栽培；感谢同学们在平时的学习生活中对我的关爱和照顾；也感谢深圳大学经济学院给我提供这样一个良好的平台，让我能够机会更多的在会计这么学科上进行学习和研究，有机会在学校生活中结交更多志同道合的伙伴，同时也让我养成了良好的思维、阅读和学习习惯。

在此再一次感谢这几年来陪伴我的老师、同学、朋友以及家人，谢谢你们对我的培养、支持和鼓励，让我的研究生生活更加丰富多彩。