

有息债务融资结构优化问题探讨

——基于五大发电集团A股旗舰上市公司数据

龙成凤(副教授) 张懿巍

(华北电力大学经济与管理学院 北京 102206)

【摘要】目前学术界对公司资本结构的研究侧重于债务权益的比例关系及权益融资方式,而对债务融资有所忽视。电力行业资金需求量大,资产负债率高,债务融资问题突出,为此本文以我国华能集团公司、国电集团公司、大唐集团公司、华电集团公司和电力投资集团公司五大发电集团A股旗舰上市公司有息债务融资结构为研究对象,通过总结其成功经验,揭示其融资中存在的问题并提出优化建议,希望能丰富发电类上市公司的融资理论,指导其融资行为。

【关键词】发电集团 上市公司 有息债务 融资结构

一、研究的背景及意义

电力行业属于技术、资本密集型行业,资金需求量大,资产负债率高,与其他行业相比,融资问题更为突出。据统计,截至2012年底,我国华能集团公司、国电集团公司、大唐集团公司、华电集团公司和电力投资集团公司(统称“五大发电集团”)总资产均在5 600亿元以上,债务总额均在4 700亿元以上,资产负债率均在83%以上,具体见表1。

表1 2012年底五大发电集团资产、负债总额

| 公司名称 | 资产总额(亿元) | 负债总额(亿元) | 资产负债率 |
|------------|----------|----------|--------|
| 中国华能集团公司 | 7 950 | 6 640 | 83.52% |
| 中国国电集团公司 | 7 258 | 6 088 | 83.88% |
| 中国大唐集团公司 | 6 559 | 5 729 | 87.35% |
| 中国华电集团公司 | 6 050 | 5 150 | 85.13% |
| 中国电力投资集团公司 | 5 690 | 4 758 | 83.62% |

资料来源:集团公司网站、短期融资券融资募集说明书等。

从表1可以看出,相对于股权融资,债务融资仍然是五大发电集团的主要资金来源。选择合理的有息债务融资结构、以合理的成本、较低的风险筹集资金已成为五大发电集团融资战略中的重要内容和获取核心竞争力的关键。

五大发电集团成立后,积极培育上市主体,加大资本市场的直接融资力度。截至2012年底,五大发电集团公司控股的A股上市公司数量已达20家(见表2)。

本文以2012年12月31日上市公司的总资产占集团总资产的百分比最高为标准,选择出五大发电集团A股旗舰上市公司,具体结果如表3所示。

表2 五大发电集团控股的A股上市公司名称

| 发电集团名称 | 控股A股上市公司名称 |
|------------|--------------------------|
| 中国华能集团公司 | 华能国际;内蒙华电;*ST能山 |
| 中国大唐集团公司 | 大唐发电;桂冠电力;华银电力 |
| 中国华电集团公司 | 华电国际;华电能源;国电南自;黔源电力;金山股份 |
| 中国国电集团公司 | 国电电力;英力特;平庄能源;长源电力;龙源技术 |
| 中国电力投资集团公司 | 上海电力;九龙电力;吉电股份;露天煤业 |

资料来源:五大发电集团公司网站。

由表3可知,截至2012年底,除上海电力总资产占中电投集团总资产的比重较低之外,其他四大发电集团旗舰上市公司的总资产占集团总资产的百分比都在27%以上,大唐发电甚至高达41.3%。这表明旗舰上市公司有息债务融资结构对五大发电集团的财务费用、资本结构、财务风险以及价值创造能力都会产生重大影响,进而影响到集团的核心竞争力和可持续发展能力。

表3 五大发电集团A股旗舰上市公司名称

| 发电集团 | 旗舰上市公司 | | 2012年12月31日旗舰上市公司总资产占集团总资产百分比 |
|------------|--------|---------|-------------------------------|
| | 公司名称 | 总资产(亿元) | |
| 中国华能集团公司 | 华能国际 | 2 567 | 32.30% |
| 中国国电集团公司 | 大唐发电 | 2 076 | 28.60% |
| 中国大唐集团公司 | 华电国际 | 2 712 | 41.30% |
| 中国华电集团公司 | 国电电力 | 1 646 | 27.20% |
| 中国电力投资集团公司 | 上海电力 | 316 | 5.60% |

资料来源:五大发电集团公司相关报道、上市公司2012年年报。

因此,对五大发电集团A股旗舰上市公司有息债务融资结构进行研究,提炼成功经验,总结融资中存在的问题,理论结合实践提出改进建议,有利于丰富发电类上市公司的融资理论,指导其融资行为。

二、有息债务融资结构研究的理论基础

公司债务融资可分成两类,即有息债务和无息债务。关于无息债务的范围,本文采用2012年12月29日公布的最新修订的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》中的规定,即无息债务包括“应付票据”、“应付账款”、“预收款项”、“应交税费”、“应付利息”、“应付职工薪酬”、“应付股利”、“其他应付款”、“其他流动负债(不含其他带息流动负债)”、“专项应付款”和“特种储备基金”。债务总额扣除无息债务后即有息债务总额,本文研究有息债务融资结构。

有息债务融资结构是指不同债务融资方式及其融资规模的组合。从定义来看,有息债务融资结构主要包括三方面的比例关系:①债务融资总额与权益融资总额的权比例关系,这一比例关系通过资产负债率指标进行衡量。②有息债务期限结构的比例关系,即长期有息债务总额与短期有息债务总额的比例关系。③各种不同债务融资方式融资总额的比例关系。

由于不同融资方式的成本率和财务风险等存在差异,因此有息债务融资结构会影响有息债务总额的平均成本率,进而会影响股东财富,当平均成本率降低时,股东财富会随之增加。

有息债务融资结构优化的标准有以下三个方面的含义:一是风险匹配。即融资的期限结构与资产的期限结构相匹配,临时性流动资产占用的资金尽量通过短期融资方式筹集,永久性流动资产和固定资产占用的资金尽量通过长期融资方式筹集,以达到降低风险和成本率的目的。二是保持财务灵活性和持续融资能力。即需要平稳当前融资与后续发展融资需要,维护合理的资信水平。三是成本最小化。即在满足上述标准的前提下,尽可能降低融资成本。

三、五大发电集团A股旗舰上市公司有息债务融资结构存在的问题

1. 高度依赖银行借款,直接融资方式没有得到充分运用。根据公司公布的年度报告统计,五家公司采用的有息债务融资方式出现有短期借款、短期融资券、长期借款、中期票据、普通公司债券、非公开定向债务融资工具、可转换债券、融资租赁。

但是分析可知,五大发电集团A股旗舰上市公司的有息债务资金来源高度依赖银行借款,截至2012年底,长期借款与短期借款融资规模大,占有息债务总额的比重高,平均比率高达68.4%,大唐发电甚至高达80%,占比重最低

的华能国际也有59%,详见表4所示。五家公司银行借款比重由高到低的顺序依次为:大唐发电、华电国际、国电电力、上海电力、华能国际。

表4 五大发电集团A股旗舰上市公司长短期借款总额

| | 华能国际 | 大唐发电 | 国电电力 | 华电国际 | 上海电力 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|----------|---------|
| 短期借款(亿元) | 274.421 | 222.398 | 256.558 | 194.918 | 14.367 |
| 长期借款(亿元) | 725.648 | 1 294.46 | 664.69 | 641.739 | 110.127 |
| 长短期借款总额合计(亿元) | 1 000.069 | 1 516.858 | 921.248 | 836.657 | 124.494 |
| 有息债务总额(亿元) | 1 677.048 | 1 913.025 | 1 355.278 | 1177.814 | 193.451 |
| 长短期借款总额占有息债务融资总额的百分比 | 59% | 80% | 68% | 71% | 64% |

资料来源:五家上市公司2012年年报。

直接融资方式有普通公司债券、非公开定向债务融资工具、可转换债券,但是这些融资方式并没有得到充分运用,详见表5所示。

表5 五大发电集团直接债务融资方式融资额占有息债务融资总额的百分比

| | 华能国际 | 大唐发电 | 国电电力 | 华电国际 | 上海电力 |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 普通公司债券 | 7% | 3% | 11% | 0 | 0 |
| 非公开定向债务融资工具 | 8% | 3% | 0 | 0 | 0 |
| 可转换债券 | 0 | 0 | 4% | 0 | 0 |
| 合计 | 15% | 6% | 15% | 0 | 0 |

资料来源:五家上市公司2012年年报。

从表5的统计数据可看出,上海电力和华电国际直接融资额为0。其他三家公司的直接融资规模也不大,所占比重偏低,大唐发电仅占6%,华能国际和国电电力占比也只有15%。直接融资方式融资金额占有息债务融资总额的比重低,没有充分发挥作用。

2. 债务期限结构不合理,存在短融长投现象,融资风险大。一般说来,短期融资方式筹集到的资金应该满足流动资产占用的需要,长期融资方式筹集到的资金满足永久性流动资产和固定资产占用的需要,以达到降低风险和成本率的目的。

但是五家公司债务期限结构不合理,都存在短期融资方式筹集的资金占用在长期资产上的现象,导致流动比都小于1,平均只有0.422 42,短期偿债能力较弱,存在较大的融资风险,其中国电电力流动比最低,只有0.290 3,短期财务风险最大,详见表6。

表6 五大发电集团A股旗舰上市公司流动资产、流动负债

| | 华能国际 | 大唐发电 | 国电电力 | 华电国际 | 上海电力 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 (亿元) | 351.451 | 260.666 | 187.579 | 171.588 | 43.5424 |
| 流动负债 (亿元) | 912.827 | 615.778 | 646.257 | 564.125 | 61.3898 |
| 流动比 | 0.385 | 0.423 3 | 0.290 3 | 0.304 2 | 0.709 3 |

资料来源:五家上市公司2012年年报。

3. 融资成本高。在不考虑筹资费用的情况下,除可转换公司债券和融资租赁外的不同融资方式的年利率率即为其债务成本率。本文根据中国人民银行公布的利率及各上市公司年报中公布的不同债务融资方式利率,对比分析不同融资方式的税前债务成本率(见表7)。

表7 不同债务融资方式的税前成本率(%)

| | 银行 贷款 | 短期 融资券 | 中期 票据 | 公司 债券 | 非公开定向 债务融资工具 |
|-----------------|----------|-----------|----------|----------|-----------------|
| 六个月以内 (含6个月) | 5.60 | 3.26 | - | - | - |
| 六个月至一年 (含1年) | 6.00 | 3.89 | - | - | - |
| 一至三年(含3年) | 6.15 | - | - | - | - |
| 三至五年(含5年) | 6.40 | - | 4.09 | 4.22 | 5.27 |
| 五年以上 | 6.55 | - | - | 4.68 | - |

从表7可以看出:①在短期融资方式中,发行短期融资券融资更具有成本优势,6个月内的超短期融资券年利率率仅为3.26%,比同期银行借款利率低2.34%;6个月至1年的超短期融资券年利率率为3.89%,比同期银行借款利率低2.11%。②在长期融资方式中,年成本率最低的长期融资方式是中期票据,年利率只有4.09%;居中的是公司债券和非公开定向债务融资工具;银行借款的年成本率最高。

由于五家公司银行借款融资比重高,而银行借款融资在有息债务融资方式中成本率最高,因此加大了公司有息债务平均成本率。本文以五家公司2012年年报中披露的财务费用与资本化的利息费用作为2012年有息债务的总成本,用有息债务总成本与有息债务总额之比算出2012年有息债务的税前平均资本成本率,乘(1-25%)得到税后有息债务平均资本成本率。有息债务成本率如表8所示。由表8所知,大唐发电的有息债务税前平均成本率为6.18%,在五家公司中最高,相当于一年期银行借款利率,这是因为公司的银行借款在融资总额中占比在五家公司中最高。华能国际的有息债务税前平均成本率为5.69%,在五家公司中最低,这是因为公司的银行借款在融资总额中占比在五家公司中最低。五家公司融资成本率由低到高的顺序为华能国际、上海电力、华电国际、国电电力、大唐发电。

表8 2012年五大发电集团有息债务平均成本率

| | 大唐发电 | 华能国际 | 国电电力 | 华电国际 | 上海电力 |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|
| 财务费用 (亿元) | 84.963 6 | 88.884 7 | 62.191 6 | 62.227 0 | 11.629 6 |
| 资本化利息 费用(亿元) | 33.339 7 | 6.492 7 | 21.038 4 | 9.799 4 | 0.005 9 |
| 债务成本 总额(亿元) | 118.303 3 | 95.377 4 | 83.230 1 | 72.026 4 | 11.635 5 |
| 有息负债 总额(亿元) | 1 913.024 9 | 1 677.048 1 | 1 355.278 2 | 1 177.814 1 | 193.450 7 |
| 税前债务 资本成本率 | 6.18% | 5.69% | 6.14% | 6.12% | 6.01% |
| 税后债务 资本成本率 | 4.64% | 4.27% | 4.61% | 4.59% | 4.51% |

4. 资产负债率高,债务总额大,导致债务成本超过公司净利润。五家旗舰公司债务总额巨大,占资金来源的比例高,资产负债率均在68.17%以上,华电国际的资产负债率高达83.2%,详见表9所示。

表9 五大发电集团A股旗舰上市公司资产负债

| | 华能国际 | 大唐发电 | 国电电力 | 华电国际 | 上海电力 |
|--------------|----------|----------|----------|----------|---------|
| 资产总额 (亿元) | 2 568.62 | 2 712.14 | 2 076.15 | 1 645.71 | 315.672 |
| 负债总额 (亿元) | 1 919.44 | 2 147.29 | 1 562.12 | 1 369.26 | 215.197 |
| 资产负债率 | 74.73% | 79.17% | 75.24% | 83.2% | 68.17% |

资料来源:五家上市公司2012年年报。

庞大的债务总额,较高的融资成本率,导致五家公司债务成本居高不下,2012年五家公司的财务费用与资本化的利息费用之和均超过为股东赚取的净利润,华电国际的财务费用是净利润的3.757倍,成为为债权人打工的公司,详见表10所示。

表10 五大发电集团A股旗舰上市公司利润及债务

| | 华能国际 | 大唐发电 | 国电电力 | 华电国际 | 上海电力 |
|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 净利润 (亿元) | 68.524 | 61.771 | 66.847 | 19.17 | 11.51 |
| 债务成本 (亿元) | 95.377 | 118.303 | 83.23 | 72.026 | 11.635 |
| 有息债务与 净利润的比 | 1.392 | 1.915 2 | 1.245 2 | 3.757 | 1.011 |

资料来源:五家上市公司2012年年报。

以上研究结论说明,五家旗舰上市公司的债务融资正效应没有充分发挥。

四、有息债务融资结构优化建议

1. 采取多元化的有息债务融资方式,加大直接融资的比重,降低融资成本率。“十二五”规划明确提出,要加快多层次金融市场体系建设,显著提高直接融资比重,积

极发展债券市场。相对于银行贷款,直接债务融资对于满足公司多元融资需求具有独特优势:①融资成本低,中央企业控股的上市公司发债利息率明显低于同期银行贷款利率;②用款方式灵活,企业注册债务融资工具后,可以在两年内根据自身需要和市场情况灵活把握发债时机与规模;③融资工具多样,发行人既可以通过资产支持等增信手段提高信用等级、降低发债成本,也可以利用可转换债等工具实现股权、债权的组合融资;④大量中介机构为企业提供服务,有助于发债企业加强公司治理,提升资金使用效率。

五家电力公司要改变融资就是银行贷款的传统观念,充分认识到债务资本市场的巨大融资能力,借鉴国外先进电力企业融资方式上的成功经验和我国多层次资本市场体系建设提供的机遇,广泛尝试短期融资券、中期票据、非公开定向债务融资工具、企业债、普通公司债、可转换公司债、可分离债、售后回租等多种融资形式,加大直接融资比重,使负债融资类型结构趋于合理,降低融资成本。

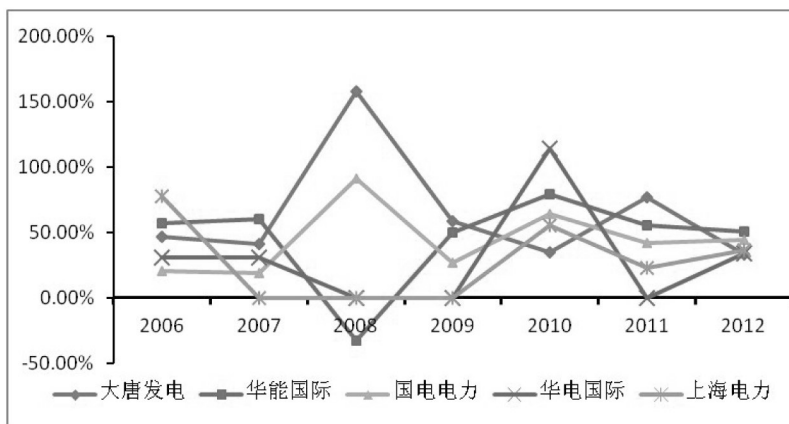
2. 提升公司盈利能力,降低股利支付率,提高内源融资比重,降低资产负债率。债务融资结构优化问题若想得到根本性解决,必然要求五家公司采取多种途径提高盈利能力,减少现金股利支付,增加留存收益,提高内源融资所占比重。

公司盈利等于收入减成本费用。目前国际经济形势错综复杂,低速增长态势仍将延续,国内经济发展中的不平衡、不协调问题依然突出,经济发展仍然存在一些不确定、不稳定因素,这些将对电力需求增长带来一定影响。五家电力公司依靠营业总收入的增长使净利润大幅增长的可行性受到一定影响。

燃煤成本在五大发电集团成本中占有很大比重,是公司净利润的关键驱动因素。2009年至2011年,由于电煤价格的上涨和煤电联动政策实施的滞后,导致五大发电集团收入增长率远远小于成本费用增长率,盈利能力较差。2012年开始,经济形势较为低迷,煤炭价格开始走低,五家公司应抓住这一有利时机,努力打造适应燃料市场竞争的新优势,进一步向电煤市场化改革要效益,向供煤结构调整要效益,向电煤港航产业链协同要效益,继续做好煤炭订货工作和煤炭资源运力衔接和配套工作,积极发挥主观能动性,严格控制煤炭成本,提升企业盈利能力和竞争力。

股利支付率是内源融资比重提升的两个关键驱动因素之一。一家公司盈利能力强,实现的净利润多,如果股

利支付率高,留存公司内部的净利润也会减少,不能实现融资结构优化的目标。五家公司上市以来,一直保持较高的股利支付率(见下图),如2008年华能国际每股亏损0.31元,但是公司仍然坚持每股向股东支付0.1元的现金股利。五家公司2008年以来较差的盈利能力和较高的股利支付,导致留存在公司内部的收益少,内源融资严重不足。内源融资能力不足必然导致巨大融资需求向公司外部寻求满足,资产负债率逐年走高。为降低资产负债率,公司又不断地进行股票增发,这不仅提高了公司的股权融资成本率,而且影响了股东财富的最大化。



五家公司近七年股利支付率变动趋势图

综上所述,要改善资本结构,增强经营的稳定性,五家公司应努力提升盈利能力,重新制定股利政策,降低股利支付率,增加留存收益,提升内源融资的比重,确保融资结构优化。

3. 对有息债务融资结构优化成果进行考核和激励。股东和管理者的态度是影响公司债务融资结构的非量化因素。对有息债务融资结构优化成果进行考核不仅为公司财务部门奖金的发放、财务总监及管理团队的晋级等提供了依据,同时可以让股东及管理层了解公司融资结构现状、对公司的贡献、存在的问题和今后努力的方向,为股东、管理层、财务部门之间架起一个正式的沟通桥梁,转变对财务部门的定位。

有息债务融资结构优化的直接结果是融资成本率的降低,公司财务费用和资本化利息费用的减少,财务弹性和灵活性增加,给公司带来直接财务效益的同时又保证公司未来发展战略目标的实现。因此,股东和管理层应该将财务部门定位为价值创造中心,加大对财务总监及其他从业人员的激励力度,为公司融资结构优化提供人才保障。

主要参考文献

国资委.中央企业负责人经营业绩考核暂行办法.国资委令第30号,2012-12-29