

# 负债“回表”管中窥豹 恒大战投“不简单”

2023年8月16日，在恒大系三家上市公司相继发布业绩公告后，中国恒大终于发布了姗姗来迟的2021年、2022年年报和2022年中报。年报中的审计报告代表了企业财务和经营状况的“完全版成绩单”。

在市场舆论都已经“听麻”了的2.44万亿元负债、-5991亿元净资产，还有涉嫌巨额财务造假的6643亿元收入调减等“现象级”数据之外，记者发现了一处值得“盘一盘”的数据：2021年年报将明股实债回购义务等各类前期表外负债悉数计入负债表内，其中“其他应付款-战略投资者”项下有165亿元资金，2021年还了6.25亿元，余额尚存158.75亿元，2022年年报中该科目数额没有发生变化。

这笔钱和动辄数万亿的负债和数千亿的提前确认收入相比，是那么不起眼，但回头细想，又觉得其背后的故事似乎并不像量级所显示的那么简单。



明股实债回购义务、金融担保、理财产品承兑义务等表外负债进行回表操作，合计就超过1000亿元之巨。对企业自身而言，如果隐瞒的金额巨大、时间较长，不仅会“自己骗了自己”而造成过度依赖债务融资，不断扩大隐形风险敞口，推高企业偿债能力的脆弱性，在流动性趋紧的情况下发生“休克”现象，更可能将相关的负责人推向涉嫌违法违规的境地。”上述资深核数师指出。

## 表内表外，实际目标都是“融资”

细数恒大集团的“回A历程”，恒大集团于2009年11月5日通过红筹架构在香港证券交易所主板上市，2015年后规模急速扩大，“三高”模式的引擎高速轰鸣需要更多的资金，2013年以来陆续发行的1100多亿永续债所带来的高额付息负担意味着大量利润被消耗，急需更多资金打开局面。

彼时，监管部门对于房地产行业的融资渠道进行了进一步规范和严控，同时香港上市的地产股整体市盈率普遍低于A股市盈率，导致香港地产上市公司整体估值较A股偏低（如2016年A股地产股的市盈率为20倍），此外港股市值波动风险较大，不设涨跌幅限制，还容易受到做空机构狙击，叠加各类因素，恒大希望通过A股上市圈钱的意图日见坚定。

2016年10月，恒大集团与深深房签署重大资产重组协议，拟成为深深房A控股股东并实现地产集团A股重组上市。

为实现回A计划，截至2017年11月，恒大地产经过三轮增资，分三批累计引入1300亿元战投资金，投资者包括山东高速、苏宁集团、正威集团等在内的多家企业，共获得恒大地产扩股后约36.54%的权益。

该轮融资后，恒大集团向投资者许下高额业绩及分红承诺，即2018年、2019年及2020年恒大地产净利润不得低于500亿元、550亿元及600亿元，并承诺期内将净利润的68%分派予股东。最终，恒大集团于2020年11月公告终止与深深房的重组计划，并随后宣布1300亿元人民币战略投资中，已经

有1257亿元转为不带回购义务的普通股，其余43亿元已由中国恒大现金回购。

这一公告意味着恒大集团的借壳回归A股计划在历经四年后正式宣告失败。而与此同时，恒大集团也正穷尽所能地通过其他渠道或方式进一步扩大融资规模。

地产回A计划失败后，恒大集团不仅没有停下通过资本市场进一步融资的脚步，反而持续通过分拆业务IPO上市、增发股份等方式获得大量融资。

2020年12月2日，恒大物业在香港联交所上市，全球发售所得款净额约人民币59.51亿元。根据2021年1月24日恒大汽车公告，恒大汽车与成宇控股等6名投资者签订股权认购协议，通过增发股份形式融资约260亿港元，募资用于新能源汽车研发。

此外，恒大集团也曾在2020年尝试通过恒大汽车回A（科创板），但最终也在2021年以失败告终。恒大集团旗下房产经纪平台房车宝集团有限公司号称“科技赋能”，但更像一个“新的融资壳”，2020年底47.41亿港元的总资产，“撑”起1635亿港元的估值。

2021年3月29日，中国恒大集团发布战略投资者入股房车宝集团的公告，United Strength Harmony Limited等17名境内外战略投资人合计投资1635亿港元持有房车宝集团10%的股权，融资款将用于构建房产、汽车线上线下全渠道交易平台，同时约定，若房车宝集团在股权交割后12个月内未完成上市，每个投资方均有权要求相关义务方在原投资款基础上溢价15%回购投资方所持有的房车宝股份。

从结果上来看，尽管恒大汽车在2023年3月22日的公告，预测到2026年前无杠杆自由现金流都将为负，但恒大汽车和纳斯达克上市公司纽顿集团在8月14日公告称达成战投合作，纽顿集团将以约0.63港元每股的价格认购恒大汽车61.8亿股股份，对价约5亿美元，并为其提供6亿元人民币的过渡性资金。

根据公开数据，纽顿集团在2020、2021、2022年三年年报中均无营收，叠加战投投入仍需达成一系列先决条件，恒大汽车2021年营收巨额调减、未来

仍需大量资金持续投入等因素，恒大汽车实现从中国恒大合并范围“出表”后，其发展仍要面对诸多不确定性，未来需要由市场来检验。

目前，市场也正持观望态度：恒大汽车从复牌后的曾暴跌至最低1港元，公告发出后8月15日午时休市，股价为1.95港元。而房车宝就没这么幸运，还没有等到“车”这个板块与“房”的联通就遭遇上市失败，进而成为连浩民等境外小额债权人企图以1%都不到的债权“蛇吞象”申请整个集团清盘的突破口。

## 拆东补西，是“技巧”还是“庞氏”？

回顾过往，恒大集团在明知监管政策要求的情况下，仍然坚持“回A”，并不断在集团业务上“做加法”甚至“乘法”，以高息、高权益引进战略投资者，同时也为了满足上市对利润、营收的要求，也许就是催生2021年年报中天量金额调整的深层动机。

从实际效果来看，企业的多元化并未给恒大集团带来稳定和持续的净现金流和收益，而只能算“饮鸩止渴”，更像是一个类似于庞氏结构的融资圈套，不仅给集团经营带来了更多的不确定性和更大的风险敞口，还拖累了相对健康的业务板块，恒大物业134亿元资金被划扣就是典型的“拆东墙补西墙”案例。

此外，出于多种原因，比如为了维护管理层的表面稳定、安抚战略投资者、对外粉饰公司运营良好的形象，甚至可能存在部分高管希望提前套现离职逃避财务造假所带来的后果，这也许能够解释“回A”计划失败后，恒大集团管理层迫不及待地连续几年（2016年至2020年）在合并层面推动并实施将近940亿元高额分红的深层动机。

记者观察到，互联网上对于恒大集团和许家印的质疑声中，巨额分红和披露不实是两个绕不开的关键之问。

一位长年研究企业财务管理的专家表示，在诸多专家学者和业界人士看来，恒大集团“庞氏分红”的特征不可谓不明显，近年来相关学术研究和讨论也比较充分，对加强相关监管的呼声也越来越高。“这种模式走到最后，等于是一个‘庞氏’的圈，需要另一个‘庞氏’的胡萝卜来圆，从而圈圈相套，深陷其中。”

今年7月以来，监管部门对上市房企信息披露违法违规等密集出手，记者发稿前，获悉中国证监会对恒大地产正式立案，就其涉嫌信息披露违法违规开展调查，并已经向恒大地产递送立案通知书。

恒大当年声势浩大但借壳失败，后平静于一纸公告，而今又自中信聚恒仲裁案起的“千亿引战债转股”等层层疑云，谜底也待步步揭开。

当前，优化民营经济发展环境、活跃资本市场、提振投资者信心是经济领域的大事，营造环境、提振信心不仅需要继续坚持监管“零容忍”，对涉嫌信息披露违法违规行为予以监督查处，还要让针对庞氏分红这类“非伦理商业行为”的分类管理和治理处罚“无远弗届”，在商业伦理、行业自律、政策监管、法律法规等诸多方面综合考虑和推进，为坚定不移深化改革扩大开放，活跃资本市场、完善优化交易监管，促进民营经济发展壮大，鼓励支持守法民营企业发展提供更强劲的制度和信心加持。

供稿：《21世纪经济报道》

# 英特尔终止收购高塔 违约金超3.5亿美元

8月16日，英特尔在官网发文宣布，由于无法及时获得监管批准，终止收购高塔半导体（Tower Semiconductor）。根据协议，英特尔将向高塔半导体支付约3.53亿美元的终止费。

高塔半导体是一家总部位于以色列的晶圆代工工厂，在以色列、美国和日本都建有工厂，主要聚焦模拟芯片生产，体量排名全球前十。2022年初，英特尔为了进一步强化芯片制造，拓展晶圆代工业务，计划收购高塔半导体。

根据当时公告，英特尔将以每股53美元的现金收购高塔半导体，总企业价值约为54亿美元，协议规定的交易截止日期为美国加州时间8月15日。但是双方并未在期内获得所有的监管批准。

高塔半导体在一份声明中表示：“经过仔细考虑和彻底讨论，没有收到任何有关某些必要监管部门批准的迹象，双方同意在2023年8月15日之后终止合并协议。”

英特尔CEO Pat Gelsinger表示，晶圆代工对于释放IDM 20的全部潜力至关重要，英特尔将继续向前推进战略。同时，他还指出，英特尔正在很好地执行路线图，到2025年恢复晶体管性能和能源性能的领先地位，对于高塔半导体，也将继续寻找未来合作的机会。

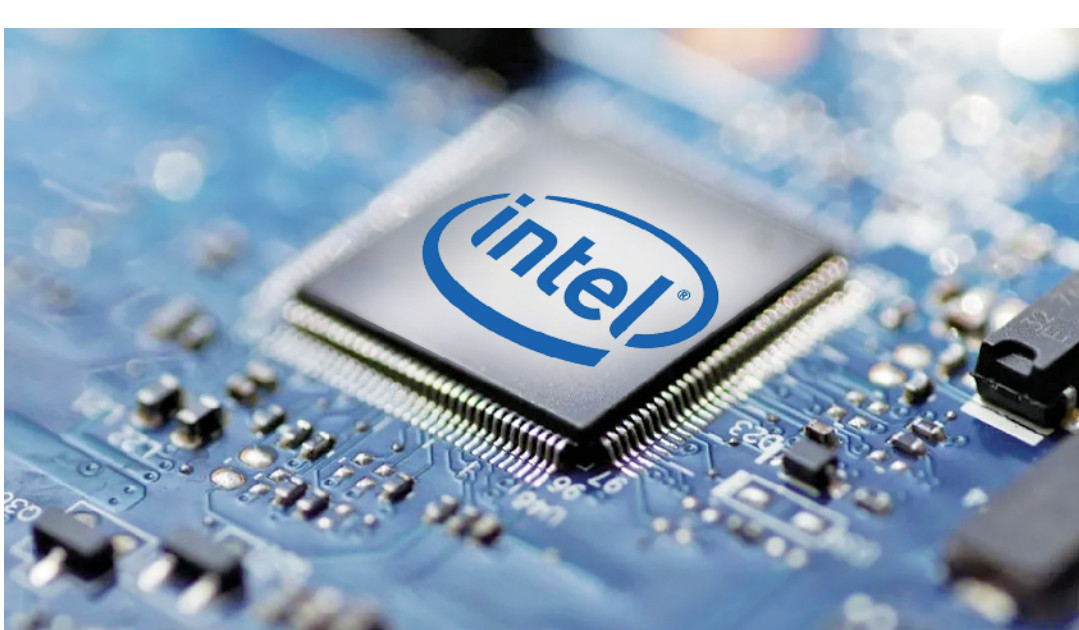
## 高塔半导体收购案始末

在英特尔正在推进的IDM20战略中，很重要的一项内容就是决心进入晶圆代工服务领域。在2021年3月，英特尔组建了一个全新的独立业务部门——英特尔代工服务事业部（IFS）。

而收购一家成熟的芯片制造商，当然是迅速扩张产能的高效途径。尤其是前两年成熟制程紧缺，在这方面具备优势的高塔半导体也成为英特尔瞄准的标的。

更早之前还有传闻称英特尔欲300亿美元收购晶圆代工企业格芯（GlobalFoundries），但传言并未成真，格芯最终进行了IPO，而英特尔计划收购的是高塔半导体。

在2022年2月15日，高塔半导体的市值约为



3594亿美元，英特尔溢价超50%将其收入麾下。而2023年高塔半导体的股价累计下跌了22%，截至记者发稿，其股价约为31美元/股，低于英特尔最初提出的每股53美元的报价。

因此有分析师指出，高塔半导体的股价下滑也可能影响到交易的最终决定。当然，最直接的因素还是未获得相关的监管批准。

若收购成功，从份额上来看英特尔可以直接进入全球前十。根据TrendForce集邦咨询向记者提供的数据显示，2023年第一季度全球晶圆代工排名前十名是台积电（60.1%）、三星（12.4%）、格芯（6.6%）、联电（6.4%）、中芯国际（5.3%）、华虹集团（3.0%）、高塔半导体（1.3%）、力积电（1.2%）、世界先进（1.0%）、东部高科（0.8%）。

其中，高塔半导体超越力积电及世界先进，前进两名登上第七名，基于欧洲市场需求支撑，营收环比下跌11.7%，跌幅较多数二三线代工厂来得轻微，市场份额为1.3%。

如今收购终止，对于英特尔而言，进军晶圆代

工之路仍充满挑战。但是，即使高塔半导体是全球前十，它所代表的特殊工艺在整体晶圆代工的份额中依然很小，台积电稳稳占据着半壁江山。

当前，英特尔的两大目标是，在2025年重新夺回制程领先地位，在2030年成为第二大外部代工厂。而从IDM企业转向IDM+晶圆代工双线发展过程中，英特尔将继续面对台积电、三星等猛烈的竞争。

## 英特尔继续提速晶圆代工

今年以来，英特尔代工服务事业部（IFS）继续加速度潜行。英特尔表示，IFS在过去一年中取得了重大进展，2023年第二季度收入同比增长超过300%。

一方面，英特尔继续和上下游产业链结盟合作。最近，英特尔与EDA龙头新思达成协议，在英特尔3和英特尔18A工艺节点上开发知识产权（IP）组合。此外，英特尔与Arm达成了多代协议，使芯

片设计师能够在18A上构建低功耗片上计算系统（SoC），英特尔还与联发科签署了战略合作伙伴关系，以使用IFS的先进工艺技术。

另一方面，英特尔也在内部调整，来更好地支持大投入的晶圆代工业务。今年英特尔也对外宣布，晶圆代工业务将成为独立部门。在此前一场线上分析师会议上，英特尔表示正在调整企业结构，计划明年第一季把晶圆代工事业（IFS）独立运作，在财报单独列出损益（P&L）。

与此同时，英特尔还在全球各地继续斥资建厂，总投资额高达626亿美元。包括计划投资46亿美元在波兰建设新的半导体封装与测试工厂，预计在2027年前完工；计划在以色列投资250亿美元兴建半导体制造工厂，是以色列历史上最大的一笔外国投资，预计将于2027年投产。

也有报道称英特尔与德国签署协议，计划在德国马格德堡投资超过330亿美元建设两座晶圆工厂，德国政府将加大对于英特尔投资计划的补贴，这也是德国历史上最大的一笔外国投资，将助力英特尔服务欧洲客户。

而台积电、三星等强大的同行们，也在猛推建厂进程，都维持着较高的资本支出比例。比如，8月8日，台积电正式宣布将在德国投资设厂。台积电和博世、英飞凌、恩智浦等共同投资成立欧洲半导体制造公司（ESMC）。

台积电表示，ESMC代表着其欧洲300mm晶圆厂兴建计划迈出了重要的一步，将支持当地的汽车和工业市场中快速成长的未来产能需求，最终投资定案尚待相关政府补助水平确认后在做决议。该计划将依据《欧洲芯片法案》（European Chips Act）的框架制定。

这也将是台积电在欧盟的首座晶圆厂。据悉，这座晶圆厂预计2024年下半年开工建设，2027年底量产。该工厂将生产28/22nm、16/12nm工艺级别的芯片，月产能4万片12英寸晶圆，主要面向自动驾驶、工业、物联网领域。

从先进制程到成熟制程、从本地到全球，芯片制造业者正在进行新一轮的扩产角逐、区域布局竞赛。

供稿：《21世纪经济报道》