

房地产

证券研究报告

2018年11月25日

地产债专题 002——如何从财务报表估算房企隐性负债和非标负债

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

徐超

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070007

xuchao@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:一二线市场回暖, 三线趋冷, 去化周期小幅提高——房地产销售周报 1118》 2018-11-19
- 2 《房地产-行业研究周报:供应增加成交下滑, 土地市场降温明显——房地产土地周报 20181118》 2018-11-19
- 3 《房地产-行业点评:10月地产统计局数据点评:销售、投资、开工、拿地增速全线回落, 金九银十不及预期》 2018-11-15

非标不一定是隐性负债, 隐性负债也不一定是非标

这里所称的“隐性负债”是指没有体现在公司合并财务报表中的短期借款、长期借款、应付债券, 一年内到期的非流动负债里面的有息负债。

而这里的“非标”主要是指通过信托、资管计划、私募基金等非银金融机构作为渠道进行的融资, 形式既可以是债性的, 也可以是股性的(明股实债)。

“非标负债”和“隐性负债”这两个概念是有交集但不完全重合的。明股实债形式的非标负债肯定是隐性负债, 但是并表项目公司纯债性的非标负债(如符合432条件的信托贷款)可能已经体现在表内的显性负债里了。

如何估算房企隐性负债?

隐性主要包括如下几大部分:

(1) 明股实债, 又可分为集团层面的明股实债和项目公司层面的明股实债。如果某个房企少数股东权益占净资产的比例明显高于少数股东损益占净利润的比例, 则该房企可能存在明股实债融资的嫌疑。

(2) 记入其他流动负债、其他非流动负债、其他应付款、长期应付款等科目的有息负债

(3) 特殊项目: 股权优先购买权, 以及处置资产(暗中附带回购协议)

(4) 非并表子公司的负债(归属于上市公司股东的部分)

如何估算非标负债规模?

要估算公司的非标规模可以有两种方法:(1)通过信托业保障基金反推(2)通过公司认购的劣后级反推。两种方法都有一定的局限性, 我们估算的实际上是非标融资规模的下限。

如何测度房企长期偿债能力?

净负债率这个指标投资者是很难准确计算的, 主要原因在于有息负债不仅仅分布在短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券等四个科目里面, 其他应付款、长期应付款、其他流动负债、其他非流动负债里面可能也包含一些有息负债。并不是每一家房企都会披露出这些科目非常详细的附注, 因此我们很难精确计算房企的有息负债, 在不同房企间横向比较净负债率的难度就较大。

通常我们采用(总负债-预收款)/(总资产-预收款)来计算剔除预收款的资产负债率, 但其实按毛利率修正后的剔除预收款的资产负债率更准确, 公式为(总负债-预收款)/[总资产-(1-毛利率)*预收款]。我们认为该指标, 以及在此基础上考虑明股实债或者非并表子公司负债对其进行调整后得到的指标横向可比性更强。

隐性负债的支付刚性

隐性负债的支付刚性跟表内的有息负债是不完全相同的。举例来说, 在极端情形下, 假设真的出现偿付困难, 通过明股实债形式进行的融资从法律上来说其实可以认为是股权融资, 那么就不需要进行优先偿还; 再比如非并表子公司的负债, 如果集团没有对其担保或差额补足增信的话, 那么理论上是可以让子公司破产的, 将对应的长期股权投资亏完, 就不需要再承担额外的偿还义务了。

当然, 以上仅是极端情形下的假设, 正常情况下房企是会正常履行相关隐性负债的偿付义务的, 因为一旦隐性负债出现违约, 公司表内的融资可能也会面临抽贷等问题。

风险提示: 部分隐性负债在表内可能完全没有痕迹, 房企报表附注披露不够详细导致部分指标难以精确测算



内容目录

1. 非标不一定是隐性负债，隐性负债也不一定是非标	3
2. 如何从财务报表估算房企隐性负债	3
2.1. 明股实债	3
2.1.1. 集团层面的明股实债：永续债、优先股、可转债等“其他权益工具”	3
2.1.2. 并表项目公司的明股实债：	3
2.2. 非并表子公司负债	4
2.2.1. 方法一：对外担保	4
2.2.1. 方法二：长期股权投资乘以综合杠杆倍数	6
2.3. 记入其他应付款、长期应付款、其他流动负债、其他非流动负债等科目的有息负债	6
2.3.1. 其他应付款	6
2.3.2. 长期应付款	7
2.3.3. 其他流动负债	7
2.3.4. 其他非流动负债	7
2.4. 特殊项目	7
2.4.1. 股权优先购买权：伪装成期权形式的回购义务	7
2.4.2. 处置投资性房地产（暗中附带回购协议）	7
2.5. 隐性负债的支付刚性	8
2.6. 如何测度房企的长期偿债能力	8
3. 如何估算非标负债总规模：	9
3.1. 方法一：通过信托业保障基金反推	9
3.2. 方法二：通过公司认购的劣后级推算	9

图表目录

图 1：主流房企对外担保规模	5
----------------------	---

房地产企业由于资金需求量特别大，因此融资方式及其相对应的财务处理非常灵活。我们在分析房地产企业的偿债能力的时候，经常要去分析其非标融资的规模和隐性负债的规模。这两个概念有一定的交集，但不完全重合。

1. 非标不一定是隐性负债，隐性负债也不一定是非标

这里所称的“**隐性负债**”是指没有体现在公司合并财务报表中的短期借款、长期借款、应付债券，一年内到期的非流动负债里面的有息负债。

而这里的“**非标**”主要是指通过信托、资管计划、私募基金等非银金融机构作为渠道进行的融资，形式既可以是债性的，也可以是股性的（明股实债）。

“非标负债”和“隐性负债”这两个概念是有交集但不完全重合的。明股实债形式的非标负债肯定是隐性负债，但是并表项目公司纯债性的非标负债（如符合 432 条件的信托贷款）可能已经体现在表内的长期借款等科目里了。

2. 如何从财务报表估算房企隐性负债

隐性负债主要包括如下几大部分：

- （1）明股实债，又可分为集团层面的明股实债和项目公司层面的明股实债
- （2）记入其他流动负债、其他非流动负债、其他应付款、长期应付款等科目的有息负债
- （3）特殊项目：股权优先购买权，以及处置资产（暗中附带回购协议）
- （4）非并表子公司的负债（归属于上市公司的一部分）

2.1. 明股实债

明股实债主要分为两部分：

- （1）集团层面的明股实债，主要是优先股、永续债、可转债等，体现在所有者权益里面“其他权益工具”项下。
- （2）并表项目公司层面的明股实债，少部分体现在资本公积里，大部分体现在少数股东权益里面，但少数股东权益并不都是明股实债，其中还有一些是因为真实合作开发造成的少数股东权益。我们试图尽可能地对其进行还原。

2.1.1. 集团层面的明股实债：永续债、优先股、可转债等“其他权益工具”

永续债、优先股、可转债等融资方式虽然在资产负债表里记入了所有者权益当中的“其他权益工具”，但往往通过对条款细节的设计，使其实际上成为一种债性的融资，如部分永续债存续三年之后若不回购则利率将跳升，房企出于融资成本的考虑大概率会将永续债回购。如**首开股份 2017 年发行的永续中票**。

除了上述标准化形式的永续债、优先股、可转债等工具外，部分房企还可能借助信托，构建“非标永续债”，也可以记入其他权益工具，如**华夏幸福**与中信信托、**华能贵诚信托**等机构合作的**可续期委托贷款**。

2.1.2. 并表项目公司的明股实债：

并表项目公司的明股实债融资主要记入了少数股东权益和资本公积。

举例：假设初始状态下 A 房地产企业拥有 a 项目公司 100% 股权，a 项目公司净资产为 100 亿，此时 A 房企所拥有的归母净资产也是 100 亿。若信托公司 B 对 a 项目给公司增资 100 亿，获得 a 项目公司 40% 股权，则此时 a 项目公司净资产变为 200 亿，A 房企的归母净资产从原来的 100 亿变为 $60\% \times 200 = 120$ 亿，增加的 20 亿就记入了 A 房企合并报表中的资本公积。而信托公司总共增资 100 亿，扣掉 20 亿之后剩下的 80 亿记入了 A 房企合并报表中的少数股东权益。

不过资本公积不全是由于明股实债产生的，也有因为定向增发或者正常的溢价增资产生的。部分公司会在资本公积的附注里面披露“因少数股东增资引起的资本公积”或者“其他资本公积”。由于明股实债融资到期后溢价回购少数股权时要冲减资本公积，因此这一部分的存量数额普遍不大，甚至可能是负值。

少数股东权益也不一定全部是由于明股实债产生的，也有真实的跟其他房地产企业合作开发产生的。由于房企通过明股实债形式进行融资的时候，往往在结算利润之前就将信托、资管、私募基金等金融机构持有的少数股权溢价回购了，因此这部分少数股东权益往往不产生少数股东损益。如果某个房企少数股东权益占净资产的比例明显高于少数股东损益占净利润的比例，则该房企可能存在明股实债融资的嫌疑。

不过也要考虑到少数股东损益和净利润由于是交房的时候才能结算，存在一定的滞后性。因此只有当两个比值差距特别大的时候，可以将其作为一定的参考。

我们假设 D 房企的少数股东权益为 m ，净资产为 e ，少数股东损益占净利润的比例为 k 。我们假设因为明股实债产生的少数股东权益为 x 亿元，则因为真实合作开发产生的少数股东权益为 $m-x$ 亿元，真实的净资产是 $e-x$ 。我们假设真实合作开发产生的少数股东权益占真实净资产的比例，应该与少数股东损益占净利润的比例接近，即：

$$(m-x)/(e-x)=k$$

$$\text{解得 } x = m - \frac{k}{1-k}(e - m)$$

当然，这只是一个估算，核心思想是希望从少数股东权益 m 当中，尽可能地将真实合作开发产生的少数股东权益剔除掉，从而尽可能还原出明股实债产生的少数股东权益 x 。这里面蕴含了一些假设，比如假设每一份真实的少数股东权益产生利润的能力是相同的。

此外，这里没有考虑净利润和少数股东损益结算滞后的问题，如果要考虑这个问题，我们也可以用一些其他指标来替代 k ，比如用（1-克而瑞销售权益比例）来替代 k ，或者用（1-第 t 年的拿地权益比例）来替代 k ，假设所分析的资产负债表是 T 年的，则 t 可以取 $T-1$ 或者 $T-2$ 。当然这些都只是估算，完全准确的计算是不可能的。

当然，如果某些房企克而瑞销售权益比例一直接近 100%，该房企又没有在非房地产板块跟其他公司合作的话，那么可以认为几乎全部的少数股东权益都是明股实债了。

2.2. 非并表子公司负债

随着房企合作拿地开发项目的情况越来越多，房企有越来越多的项目公司没有并表，而是体现在合并报表中的长期股权投资当中。我们无法看到非并表子公司详细的负债结构，这种情况下我们可以用两种方法来估计非并表子公司的有息负债当中归属于上市公司的一部分：（1）参考对外担保的金额（这是最狭义的口径）（2）用长期股权投资乘以一个综合的杠杆倍数估算

2.2.1. 方法一：对外担保

非并表子公司在融资的时候，出资方可能会要求上市公司对其进行担保。因此我们就可以从对外担保中看出一些表外负债的端倪。

不过并不是所有的非并表子公司负债都由上市公司进行担保，因为除了连带责任担保之外，还有抵押、差额补足等其他增信方式，根据房企和银行或者其他金融机构之间的强势关系不同，可能会采取不同的增信方式，由上市主体进行担保的仅仅是非并表子公司负债的一部分。

上市公司一般会披露“担保余额合计（不包括对子公司的担保）”，这个科目是指上市公司对除了自己的并表子公司之外的公司进行的担保，可以作为对外担保余额的测度指标。按照行业惯例，房地产企业会为商品房购房人提供按揭贷款担保，一般这一部分金额会另行披露，不会包含在“担保余额合计（不包括对子公司的担保）”中，不过需要根据每家公司的情况进行甄别。

对外担保余额是最狭义口径上的非并表负债，在 44 家样本房企中，新城控股的对外担保余额最大。

图 1：主流房企对外担保规模（2018 年中报数据）

2018/6/30				非并表公司融资	
	序号	公司名称	股票代码	长期股权投资乘以综合杠杆倍数（3倍）（亿元）	对外担保（亿元）
龙头房企	1	万科A	000002.SZ	3357.8	0.0
	2	保利地产	600048.SH	932.9	100.8
	3	招商蛇口	001979.SZ	338.0	23.6
	4	金地集团	600383.SH	564.4	12.1
大型房企	1	新城控股	601155.SH	431.6	249.0
	2	泰禾集团	000732.SZ	185.7	29.0
	3	阳光城	000671.SZ	122.0	53.9
	4	金科股份	000656.SZ	176.7	87.4
	5	荣盛发展	002146.SZ	83.9	0.0
	6	滨江集团	002244.SZ	28.1	0.0
	7	首开股份	600376.SH	476.0	39.2
	8	蓝光发展	600466.SH	72.8	4.2
	9	光明地产	600708.SH	0.9	0.0
	10	华发股份	600325.SH	159.1	38.9
中型房企	1	信达地产	600657.SH	79.4	14.7
	2	北京城建	600266.SH	45.0	0.0
	3	中粮地产	000031.SZ	130.5	0.0
	4	北辰实业	601588.SH	11.9	3.8
	5	福星股份	000926.SZ	5.8	0.0
	6	华远地产	600743.SH	12.1	6.0
	7	大名城	600094.SH	34.6	0.0
	8	迪马股份	600565.SH	20.0	10.4
	9	中洲控股	000042.SZ	43.4	0.3
	10	中华企业	600675.SH	49.2	0.0
	11	鲁商置业	600223.SH	7.4	0.0
	12	天房发展	600322.SH	6.3	10.2
	13	新华联	000620.SZ	72.8	0.0
	14	京投发展	600683.SH	5.7	14.6
	15	上实发展	600748.SH	5.5	2.5
小型房企	1	中交地产	000736.SZ	25.8	5.4
	2	苏宁环球	000718.SZ	25.2	0.0
	3	美好置业	000667.SZ	0.6	0.0
	4	荣安地产	000517.SZ	4.1	4.0
	5	珠江实业	600684.SH	14.0	0.0
	6	天地源	600665.SH	6.9	0.0
	7	华联控股	000036.SZ	4.3	6.0
	8	广宇集团	002133.SZ	7.2	0.0
	9	南国置业	002305.SZ	4.3	2.5
	10	万通地产	600246.SH	24.3	0.0
	11	格力地产	600185.SH	0.1	0.0
	12	世荣兆业	002016.SZ	4.4	0.0
	13	深振业A	000006.SZ	0.0	0.0
	14	宋都股份	600077.SH	68.9	29.9
	15	深物业A	000011.SZ	1.2	0.0

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2.1. 方法二：长期股权投资乘以综合杠杆倍数

长期股权投资实际上是非并表子公司的净资产中归属于上市公司的一部分，用长期股权投资乘以一个综合杠杆倍数就能估算出非并表子公司的有息负债中归属于上市公司部分的规模。

我们可以假设这些非并表子公司借的**有息负债**是净资产的 3 倍。根据 2015 年 9 月 14 日发布的《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》中的规定，房地产行业固定资产投资项目的最低资本金比例，保障性住房和普通商品住房项目维持 20% 不变，其他项目由 30% 调整为 25%。假设一个项目公司 25% 是纯自有资本金出资，75% 是各种形式的借贷，则综合杠杆倍数就是 75%：25%=3:1。

当然这只是一个数量级意义的估算，我们可以根据自己不同的情景假设，给予其不同的杠杆率倍数假设。

在考虑资产负债率的时候，我们不仅要考虑非并表子公司的负债，还要考虑非并表子公司的资产。由于非并表项目公司的归母净资产已经体现在总资产里了（也就是长期股权投资），如果我们想计算考虑非并表子公司融资的资产负债率，只要在资产负债率的分子分母上同时加上长期股权投资的 3 倍就可以了。

考虑非并表子公司负债的资产负债率 = (总负债 + 3 * 长期股权投资) / (总资产 + 3 * 长期股权投资)

考虑非并表子公司负债且剔除预收款的资产负债率 = (总负债 - 预收款 + 3 * 长期股权投资) / (总资产 - 预收款 + 3 * 长期股权投资)

这种方法的局限性：

- (1) 部分项目的资本金可能存在认缴但不实缴的情况，这样 3 倍的杠杆倍数可能会低估表外负债的规模。
- (2) 部分项目的股东借款只要承诺在偿还完开发贷之前不提前抽回，就可能也会被银行认作资本金，实际上相当于一种次级债。这样仅仅用长期股权投资作为基数来乘以综合杠杆倍数可能会低估表外负债。

房企对非并表子公司发放的股东借款一般记入了“其他应收款”科目。其他应收款的构成比较庞杂，比较重要的有土地竞拍保证金、被收购项目的尾款、对非并表子公司发放的股东借款、并表项目公司的少数股东提前抽回的销售回款等。多数房企的“其他应收款”财务报表附注没有特别详细，因此我们很难将股东借款从“其他应收款”里面拆出来。

- (3) 如果某项目公司没有并表是由于其部分或全部股权被转移给大股东实际控制的体外主体代持，而该非并表项目公司融资的时候金融机构可能会要求上市公司对其进行差额补足等形式的增信（没有体现在对外担保里面），那么仅仅用长期股权投资作为基数来乘以综合杠杆倍数就可能低估表外负债。

2.3. 记入其他应付款、长期应付款、其他流动负债、其他非流动负债等科目的有息负债

2.3.1. 其他应付款

信托或者私募基金在做明股实债的时候，出于税筹的考虑，往往会做“股+债”结构，其中股的部分如上文所述，大部分记入了少数股东权益，少部分记入了资本公积；而债的部分往往作为少数股东借款记入了其他应付款。

不过其他应付款的构成比较复杂，不是所有的其他应付款都是这样的信托股东借款。虽然不是每一家房企都会披露详细的其他应付款附注进行拆分，但总体而言，其主要构成部分

包括：

(1) 上游施工企业缴纳的工程竞标保证金。

(2) 收购项目待支付的尾款：部分股权收购款可能是回购少数股东权益的时候还没付完钱，处于过渡期，相当于少数股东权益暂时转入了其他应付款。

(3) 应付少数股东款：这里面既有真实合作开发项目的少数股东拆借给项目公司的少数股东借款，也有信托或者私募基金在对地产公司做明股实债融资的时候使用了“股+债”结构，其中债的部分就记入了其他应付款。

(4) 非并表项目提前抽回的销售回款：作为少数股东与合作方共同开发项目的过程中，项目形成销售回款后各股东一般会按持股比例将富余资金提前拆回。作为少数股东参与的项目提前拆回的销售回款就记入了其他应付款。

举例：假设保利跟新城合作开发一个项目，保利占 70% 股权，新城占 30% 股权。假设项目实现了销售回款，但还没有结算利润。这时如果保利和新城将销售回款按比例抽回，则对于新城的报表而言，新城提前抽回的这部分资金就记入了其他应付款，而对于保利的报表而言，新城提前抽回的资金记入了其他应收款。

2.3.2. 长期应付款

借助融资租赁公司进行的融资往往记入了长期应付款。比如华夏幸福，通过将自己园区项目的地下管网等资产售后回租的形式，与浦银金融租赁、中航国际租赁、正光国际租赁、易汇资本融资租赁、中国外贸金融租赁、信达金融租赁等公司进行合作，实现了融资的目的。相关款项记入了长期应付款。

2.3.3. 其他流动负债

短融、超短融、短期定向融资工具、短期专项私募债等融资工具往往记入了其他流动负债。

例如阳光城的其他流动负债中就包括了短期定向融资工具和短期专项私募债；万科 A 的其他流动负债中包括超短融。

2.3.4. 其他非流动负债

购房尾款 ABS、物业费 ABS 等往往记入了其他非流动负债。

如金地集团的其他非流动负债中就包括物业费 ABS。

2.4. 特殊项目

2.4.1. 股权优先购买权：伪装成期权形式的回购义务

比如说如果房企有一个写字楼，他预计一年之后这个楼值 12 亿，他现在可以把这个楼以 10 个亿的价格卖给一家保险公司，然后再给保险公司 2 个亿作为“权利维持费”，权利的内容是一年以后能以 10 个亿的原价将预计价值 12 亿的楼买回来。那么这 2 个亿相当于买了一个期权，会体现在其他非流动资产里面。但是实际上这一套操作的结果，相当于向保险公司借了 10 个亿，最后付了 2 个亿的利息。

因此如果我们看到某个房企的报表里有 2 个亿的股权优先购买权，我们可以去查一下这个期权背后的回购义务有多大；如果查不到，那么可以估计一个合理的利息率，用股权优先购买权的账面金额除以利息率就可以估算出回购义务有多大。但是如果权利维持金是分期支付的，那么股权优先购买权的账面金额只计入了已经完成支付的部分。如果直接用其除以利息率，可能会低估了回购义务的规模。

2.4.2. 处置投资性房地产（暗中附带回购协议）

理论上保险资金是不能参与住宅项目开发的。但是部分合规管控不严的保险可能会采取购买开发商持有的商办物业，一段时间后再要求房企回购的形式变相为房企提供融资，类似于一个买断式回购。这样操作的好处有两个：（1）对于保险而言，购买商办物业是完全合

规的，规避了不能投资住宅开发项目的限制（2）对于房企而言，由于这笔钱是处置资产获得的钱，资金用途没有任何限制。

2.5. 隐性负债的支付刚性

隐性负债的支付刚性跟表内的有息负债是不完全相同的。举例来说，在极端情形下，假设房企真的出现偿付困难，通过明股实债形式进行的融资从法律意义上来说其实可以认为是股权融资，那么就不需要进行优先偿还；再比如非并表子公司的负债，如果没有对其进行担保或差额补足增信的话，那么理论上是可以让子公司破产的，将对应的长期股权投资亏完，就不需要再承担额外的偿还义务了。

当然，以上仅是极端情形下的假设，正常情况下房企是会正常履行相关隐性负债的偿付义务的，因为一旦出现违约，公司表内的融资可能也会面临抽贷等问题。

2.6. 如何测度房企的长期偿债能力

我们可以选取如下 9 个口径测算房企长期偿债能力：

(1) 资产负债率=总负债/总资产

(2) 剔除预收款的资产负债率=（总负债-预收款）/（总资产-预收款）

(3) 考虑明股实债的资产负债率

=（总负债+其他权益工具+因明股实债产生的少数股东权益）/总资产

(4) 考虑明股实债且剔除预收款的资产负债率

=（总负债-预收款+其他权益工具+因明股实债产生的少数股东权益）/（总资产-预收款）

(5) 考虑非并表子公司负债的资产负债率=（总负债+3*长期股权投资）/（总资产+3*长期股权投资）

(6) 考虑非并表子公司负债且剔除预收款的资产负债率=（总负债-预收款+3*长期股权投资）/（总资产-预收款+3*长期股权投资）

(7) 考虑明股实债和非并表子公司负债的资产负债率=（总负债+其他权益工具+因明股实债产生的少数股东权益+3*长期股权投资）/（总资产+3*长期股权投资）

(8) 净负债率=（有息负债-货币资金）/净资产

(9) 考虑明股实债的净负债率=（有息负债-货币资金+其他权益工具+因明股实债产生的少数股东权益）/（净资产-其他权益工具-因明股实债产生的少数股东权益）

有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

实际上净负债率这个数值投资者是很难准确计算的，主要原因在于有息负债不仅仅分布在上述四个科目（短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券）里面，如 2.3 节所述，其他应付款、长期应付款、其他流动负债、其他非流动负债里面可能也包含一些有息负债。并不是每一家房企都会披露出这些科目非常详细的附注，因此我们很难精确计算房企的有息负债，在不同房企间横向比较净负债率的难度就较大。

我们认为剔除预收款的资产负债率，以及在此基础上考虑明股实债或者非并表子公司负债对其进行调整后得到的指标横向可比性更强。

通常我们采用（总负债-预收款）/（总资产-预收款）来计算剔除预收款的资产负债率，其实剔除预收款的资产负债率更严谨的计算方法应该是：（总负债-预收款）/（总资产-剔除的预收款对应的那部分存货），但是由于对应的存货很难精确计算，我们可以用（1-毛利率）*预收款 来估算。这样一来，公式就变成了：

按毛利率修正后的剔除预收款的资产负债率= (总负债-预收款) / [总资产-(1-毛利率)*预收款]

用(1-毛利率)*预收款 来估算对应的存货有一点问题，就是用毛利率来估算出来的实际上是房子竣工时候的存货账面值，里面包含了完整的建安成本。但是在我们所分析的资产负债表日，部分建安成本可能还没有发生，而且我们不知道没有发生的建安成本占总的建安成本的比例，这样实际上可能会高估资产负债率。但是考虑到这些建安成本迟早是要发生的，现在剔除也不为过，而且这样计算已经比直接按(总负债-预收款)/(总资产-预收款)来计算更接近真实情况了。

3. 如何估算非标负债总规模：

我们这里所估算的非标总规模，不区分隐性和显性，只要是通过信托、资管、私募基金等渠道进行的融资都计算在内。

要估算公司的非标规模可以有两种方法：（1）通过信托业保障基金反推（2）通过公司认购的劣后级反推。两种方法都有一定的局限性，我们估计的实际上是非标融资规模的下限。

3.1. 方法一：通过信托业保障基金反推

房企融资的时候只要走了信托的通道，一般要按信托总规模的 1%缴纳信托业保障基金，信托产品到期之后再收回。信托业保障基金一般记入了资产负债表中的“其他应收款”科目里。部分房地产公司在“其他应收款”的附注里面会披露信托业保障基金的数额，该数额除以 1%即可估算出所有走信托通道的非标融资的规模。

考虑到信托的劣后往往由房地产企业自己来认购，公司通过非标融到的钱实际上是优先级的部分。我们假设优先：劣后的比例是 3:1 的话，则公司融到的优先级资金规模就是上述信托总规模的 3/4。

这种计算方法的局限性在于：

- （1） 遗漏掉了没有走信托通道的非标资金，比如从私募金融融资的话很多就没有走信托通道。
- （2） 我们只能看到由合并报表范围内的主体缴纳的信托业保障基金，非并表子公司缴纳的信托业保障基金我们看不到，因此这也会低估公司非标融资的总规模。

3.2. 方法二：通过公司认购的劣后级推算

房地产企业在进行非标融资的时候，通常会自己认购结构化融资主体（如信托计划、资管计划、私募基金）的劣后级。

不同房企将自己认购的这些劣后级记入了不同的科目。可供出售金融资产、长期股权投资、其他流动资产、其他非流动资产、一年内到期的非流动资产等都是存在嫌疑的科目。

通过查阅上述科目的附注，我们可以将其中的信托计划、资管计划、私募基金等汇总起来。有些上市公司可能会帮我们完成这一工作，将汇总结果放在了“对外投资”或者“投资理财情况”等栏目里。

如果我们假设优先：劣后的比例为 3:1，则上述加总起来的劣后级规模乘以 3，即可得到优先级规模。优先级是公司实际募集到的钱。

这种方法也有其局限性：

- （1） 大股东体外主体认购的劣后我们无法从合并报表中看到，这一部分对应的非标融资规模无法估算。
- （2） 有的非标融资可能没有劣后，比如部分纯通道性质的信托。

- (3) 房企在参与有限合伙基金的时候，可能会存在认缴但未全额实缴的情况。或者房企如果在有限合伙基金中担任 GP，那么实际上的杠杆比率可能会超过 3:1。

综合上述原因，该方法也只能算出非标融资规模的下限。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com