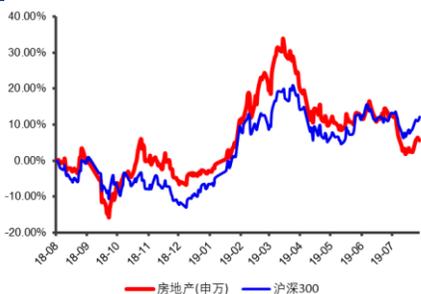


地产行业

## 房企负债率测算的不可能三角

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

#### 相关研究报告：

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519080001

### 报告摘要

传统的资产负债率=总负债/总资产 的计算方法对于房地产企业并不适用，主要是由于房企的负债中很大一部分是预收款，房企销售越好，预收款越多，结果负债率越高，这显然不合理。（流动、速动比率也类似）

最理想的负债率公式是什么样的呢？是仅考虑所有将来要用现金来还的债，而把所有将来不需要用现金支付的负债都剔除掉，比如各种类型的预收款、预提费用等。同时，已经被锁定将来用于偿还对应债务的那部分资产也要剔除。**理想中的负债率=（总负债-不需要用现金还的负债）/（总资产-已经被锁定将来用于抵偿对应负债的资产）**

预收款实际上就是一种将来用存货来“还”的负债，但是我们无法得知账面预收款对应的那部分存货的精确值是多少，具有可行性的计算方式是直接用预收款的值代替所需要扣除的存货的值，或者更进一步可以结合房企的毛利率水平来估算，即：**按毛利率修正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]**

剔除预收款的资产负债率没有再进一步剔除其他不需要用现金来“还”的债（因为拆不清楚），因而实际上还是高估了房企的负债水平。

相反，净负债率则低估了房企的整体负债水平，因为它仅考虑有息负债，而没考虑经营性负债中需要用现金支付的部分。此外，我们经常算不清有息负债的准确值是多少，因为有些房企会把部分有息负债藏在其他流动负债、其他非流动负债、其他应付款、长期应付款等科目里，有时又看不到详细的附注，这也会导致房企之间的横向可比性较差。

要全面地刻画一家房企的负债水平，就不能不考虑隐性债务，如表内各种形式的明股实债，以及表外非并表子公司的负债。但是我们无法获得其准确值，就必须对其进行估算，这就要牺牲掉精确性。

实际上，完美的负债率公式是不存在的，我们不得不在**负债率数据的精确性、全面性和横向可比性三者之间权衡取舍，而这三者往往无法同时实现**。如果要追求精确性，就必须尽可能地使用原始财报数据进行计算，尽可能地减少估算，而这很可能会影响到全面性和横向可比性。如果要追求全面性，就必须估算隐性债务，可能会影响精确性和横向可比性；此外，是否考虑发债主体上层集团公司甚至实际控制人的债务，也是影响全面性和横向可比性的重要因素。

综上，我们认为**剔除预收款的资产负债率及其衍生指标（考虑隐性债务）是进行房企间横向比较的首选**。净负债率及其衍生指标并不

适合进行房企间比较，因为它不够全面且被粉饰的可操作性太大了。

## 目录

一、	剔除预收款的资产负债率 .....
二、	净负债率.....
三、	理想的负债率只考虑用现金还的债 .....
四、	隐性负债估算是绕不过去的难题 .....
4.1	明股实债 .....
4.2	非并表子公司的负债 .....
五、	房企负债率测算的不可能三角 .....

负债率测算一直是房地产企业信用研究的重中之重，也是最基础的工作之一。但实际上这项最基础的工作并没有看起来那么简单。由于房地产企业融资方式种类繁多，交易结构错综复杂，在财务报表中的体现也五花八门，到底选择什么口径的负债率进行计算是时时困扰我们的一个难题。

传统的资产负债率=总负债/总资产 的计算方法对于房地产企业并不适用，主要是由于房企的负债中很大一部分是预收款，如果用传统的资产负债率公式来测算的话就会出现一些明显不合理的结果，比如房企销售越好，预收款越多，结果负债率越高。流动比率和速动比率也存在类似的问题。因此我们就希望将预收款的干扰因素剔除掉。

## 一、 剔除预收款的资产负债率

要解决预收款的干扰因素，最直接的思路就是使用“剔除预收款的资产负债率”。如果我们仅仅是在负债中剔除预收款的话，那么账面预收款较多的房企的资产负债率就会被低估。因为预收款实际上是一种将来用存货来“还”的负债，当前账面上的一部分资产（已经预售出去的那一批还没交付的房子，主要记在“存货”里面）实际上已经被锁定用于将来“偿还”预收款了。**如果负债端将预收款剔除的话，资产端也应该将这一部分对应的存货剔除。**但是我们又无法准确地得知账面预收款对应的那部分存货的精确值是多少，因此业界常用的一种方式就是直接用预收款的值代替所需要扣除的存货的值，即：

$$\text{剔除预收款的资产负债率} = (\text{总负债} - \text{预收款}) / (\text{总资产} - \text{预收款})$$

只要卖的房子是盈利的，预收款的值就肯定会大于其所对应的那一部分存货的值，因此资产端直接减掉预收款的值实际上高估了所需要剔除的存货，进而高估了资产负债率。如果希望更加精确一些，可以结合房企的毛利率水平来估算所需要剔除的存货的值，即：

$$\text{按毛利率修正的剔除预收款的资产负债率} = (\text{总负债} - \text{预收款}) / [\text{总资产} - (1 - \text{毛利率}) * \text{预收款}]$$

其实用 $(1 - \text{毛利率}) * \text{预收款}$ 来估算对应的存货也有一点问题，就是用毛利率反推出来的存货价值中包含了完整的建安成本。但是在我们所分析的时点上，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。因此我们这种估算方式实际上还是会高估需要剔除的存货，进而高估资产负债率，但是这样计算已经比直接按 $(\text{总负债} - \text{预收款}) / (\text{总资产} - \text{预收款})$ 计算高估的幅度要小很多了。而且考虑到这些建安成本迟早是要发生的，现在就剔除其实也不为过，可以理解为有一部分货币资金提前被锁定用于支付

后续的建安成本了。

同传统的资产负债率一样，剔除预收款的资产负债率也有一个问题，就是它的非线性会使得高杠杆房企的区分度不够。在负债率水平比较高的时候，即使压降了很大规模的负债，负债率也不会下降很多；即使增加了很大规模的负债，负债率也不会再提升很多。这会导致其对高负债房企的区分度不够。

## 二、净负债率

仅仅剔除预收款的干扰因素其实还不够。部分房企没有并表的项目比较多，房企如果将这些非并表项目的预售回款按权益比例抽调回我们所分析的发债主体体内使用，那么这笔资金就会体现在“其他应付款”里面，可以近似理解为是一种“表外预收款”。将来项目结算的时候，可能会跟投资收益和长期股权投资冲抵掉，可以理解为这一部分“其他应付款”将来是用投资收益和长期股权投资来“还”。但是并不是每一家房企都会披露详细的“其他应付款”附注，我们也拆不清楚“其他应付款”里有多少是这种“表外预收款”。除此之外，还有一些其他类型的不需要用现金“还”的负债，比如各种类型的预收款、预提费用等。

为了规避这些拆不清楚的科目，业内提出了净负债率的概念，简单粗暴地直接剔除所有经营性负债，只保留净有息负债：

$$\text{净负债率} = (\text{有息负债} - \text{货币资金}) / \text{净资产}$$

但是我们认为，净负债率其实并不是一个特别好的测算房企负债率水平的指标，主要有如下几方面的原因：

(1) 我们经常算不清楚有息负债的准确值是多少。业内经常用的计算方法是：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，但实际上有息负债不仅仅分布在上述四个科目里面，很多房企会把一部分有息负债藏在其他流动负债、其他非流动负债、其他应付款、长期应付款等科目里面。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出房企的有息负债规模，特别是不同房企之间的横向可比性较差。

(2) 净负债率只考虑有息负债，而没有考虑经营性负债中需要用现金支付的部分，因此会低估房企的整体负债水平。比如应付账款中的应付工程款，将来其实是要用货币资金支付的，如果不将其考虑在内就会低估房企的负债率水平，或者影响房企之间的横向可比性（拖欠工程款较多的房企的在比较负债率的时候就会占便宜）。

### 三、理想的负债率只考虑用现金还的债

最理想的负债率公式是什么样的呢？是仅考虑所有将来要用现金来还的债，而把资产负债表中所有将来不需要用现金支付的负债都剔除掉，比如各种类型的预收款、预提费用等，与此同时也把已经锁定将来用于抵偿对应负债的资产剔除掉。

**理想中的负债率=（总负债-不需要用现金还的负债）/（总资产-已经被锁定将来用来抵偿对应负债的资产）**

但是资产负债表中的很多负债科目里，往往既有将来需要用现金支付的部分，也有一些不需要用现金来“还”的部分，很多时候我们也拆不清楚。剔除预收款的资产负债率没有再进一步剔除其他将来不需要用现金来“还”的债，因而其实际上是高估了房企的负债水平的；而净负债率则没有考虑经营性负债中需要用现金支付的部分，因此会低估房企的整体负债水平。

如果我们的目的仅仅是横向比较房企之间负债率水平高低的话，我们认为剔除预收款的资产负债率会更好一些，因为净负债率的可操作空间太大了。

### 四、隐性负债估算是绕不过去的难题

以上分析仅仅考虑表内显性负债，并没有考虑表内的隐性负债（如各种形式的明股实债），以及表外负债（非并表子公司的负债）。如果要全面地刻画一家房企的负债水平，这些隐性的债务就不能不考虑，但是我们又无法获得其准确的数值，不可避免地要涉及到估算。一旦涉及到估算，就不可避免地要牺牲掉一部分精确性。

作者于2018年11月25日还任职于天风证券时，发表过一篇《如何从财务报表估算房企隐性负债和非标负债？》，为市场上首篇系统探讨房企隐性负债测算的报告，填补了这一研究领域的空白，系统的估算方法这里不再赘述，仅简要介绍一下要点。

#### 4.1 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，对于并表项目公司层面的明股实债，一种简单粗暴的估计方法是直接将少数股东权益全部视为明股实债，这样可以估计出一个明股实债规模的上限来。如果某家房企的克而瑞销售权益比例一直接近100%，而该房企又没有在房地产之外的板块

跟其他公司大规模合作的话，那么这种简单粗暴的估计方式其实也误差不大。但如果公司权益比例没那么高，那么少数股东权益中有一些可能是因为真实合作开发造成的，全部将其视为明股实债就会高估其债务水平。我们试图尽可能地对其进行还原，估计出少数股东权益中由于明股实债产生的那一部分来。

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。如果某家房企**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。

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：

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

$$\text{解得 } x=m-k(e-m)/(1-k)$$

如果该方程解得负值，我们令  $x=0$ 。值得注意的是，这里没有考虑净利润和少数股东损益结算滞后的问题，如果一家房企近几年拿地权益比例下降得非常快，那么它的症状跟做了很多明股实债是相似的，少数股东权益占净资产的比例会显著大于少数股东损益占净利润的比例。如果要解决这个问题，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。**

#### 4.2 非并表子公司的负债

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不并表，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发债主体的部分：

- (1) 参考发债主体对外担保的余额（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

##### 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相对强势关系不同，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。

#### 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属于上市公司的部分的规模。

综合杠杆倍数的选取有很大的估计的成分。比较保守的情况下，我们可以假设表外项目公司的有息负债/净资产 这个比例跟表内的值大体一致。但考虑到有些房企会故意让一些负债率较高的项目公司不并表，这种假设有可能会低估表外负债的规模。

比较激进的情况下，我们可以假设这些非并表子公司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，则综合杠杆倍数就可以假设为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我们所分析的发债主体的总资产里了（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非并表子公司的负债中属于我们所分析的发债主体的部分就可以了：

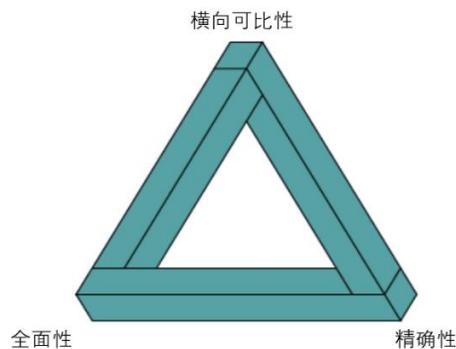
**考虑非并表子公司负债的资产负债率=（总负债+综合杠杆倍数\*长期股权投资）/（总资产+综合杠杆倍数\*长期股权投资）**

**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+综合杠杆倍数\*长期股权投资）/[总资产-（1-毛利率）\*预收款+综合杠杆倍数\*长期股权投资]**

## 五、 房企负债率测算的不可能三角

实际上，完美的负债率公式是不存在的，我们不得不在负债率数据的精确性、全面性和横向可比性三者之间权衡取舍，而这三者往往无法同时实现。

图 1：不可能三角



**精确性：**要追求最终计算结果的精确性，就必须尽可能地使用原始财务报表数据进行计算，尽可能地减少估算，而这很可能会影响到全面性和横向可比性。

**全面性：**由于房地产企业可能存在大量的隐性债务（如表内的明股实债，表外的非并表子公司债务等），这些债务我们是不可能精确得知其规模的。如果不考虑这些科目，全面性就会受到影响；如果想要追求测算的全面性，我们就需要设法对这些隐性债务进行估算，精确性就会受到影响；此外，由于估计的方法对不同的房企带来的误差可能有一定差别，横向可比性可能也会受到一定影响。

除了隐性债务的影响之外，是否考虑发债主体的母公司的债务，甚至更上层集团公司甚至实际控制人的债务，也是影响全面性的重要因素。有些发债主体的母公司实际上是一个壳公司，那么将其债务纳入进来一起考量是比较合理的；有些公司的母公司实际上还有其他业务，那么是否应该将其纳入一起考量就是一个比较复杂的问题了。而且并不是每一家房企都能看到其母公司或者更上层集团公司的报表，如果仅对能看到的房企考虑其上层债务，那么也可能带来横向可比性的隐患。

**横向可比性：**有些房企会将一些表内有息债务隐藏在其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款、其他应付款等科目里，但不同房

企披露的这些科目的附注详细程度是不同的，很多时候我们无法得知这些科目中隐藏的有息债务的准确规模。在计算净负债率的时候如果不考虑这些科目，全面性和横向可比性就会大打折扣；如果只对披露了详细附注的公司将其考虑在内，那么横向可比性也有一定的风险；如果要做一些估计，或者简化处理，则精确性就会受影响。

我们可以逐个分析各种口径的负债率计算公式的利弊：

(1) 按毛利率修正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)

优点：精确性较好，横向可比性好，全面性尚可

缺点：对高杠杆房企区分度较低

(2) 净负债率 = (有息负债 - 货币资金) / 净资产

其中，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

优点：精确性较好（无任何估算），区分度较高

缺点：全面性很差，横向可比性很差

(3) 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 + 综合杠杆倍数 \* 长期股权投资) / [总资产 - (1 - 毛利率) \* 预收款 + 综合杠杆倍数 \* 长期股权投资]

优点：全面性较好

缺点：精确性较差，横向可比性一般

(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 - (1 - 毛利率) \* 预收款]

优点：全面性较好

缺点：精确性较差，横向可比性一般

(5) 考虑明股实债和非并表子公司负债，且剔除预收款的资产负债率 = (总负债 + 其他权益工具 + 因明股实债产生的少数股东权益 + 综合杠杆倍数 \* 长期股权投资 - 预收款) / (总资产 + 综合杠杆倍数 \* 长期股权投资 - (1 - 毛利率) \* 预收款)

优点：全面性最好

缺点：精确性较差，横向可比性一般

(6) 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)

优点：全面性一般

缺点：精确性很差，横向可比性很差，对于高杠杆房企的区分度过大

该公式之所以对高杠杆房企的区分度过大，主要是因为对于存在明股实债的房企而言，该公式同原始版的净负债率公式比，同时增大了分子并减小了分母，这可能会使得净负债率扩大几倍，得出很夸张的结果。此外，由于明股实债的测算不可能特别精确，该公式会极度放大估计明股实债的误差。

综上，我们认为剔除预收款的资产负债率，及其衍生指标（考虑隐性债务和表外债务）是我们进行房企间横向比较的首选。

**风险提示：**财务报表数据粉饰，隐性债务估计误差

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。