

[恒大研究院]什么是房企资产负债率的合理水平？

——行业对比和国际视角

夏磊

房企的稳健经营，对金融系统和实体经济的平稳健康运行具有重要的压舱石作用。衡量企业财务是否健康可持续，市场最关注指标是资产负债率。那么，什么因素决定了房企的资产负债率？房企资产负债率的合理水平是多少？

一、房企资产负债率的四大决定因素

1、行业发展阶段

与存量房阶段相比，房地产行业在大建设阶段的资产更重、负债率更高。房地产开发建设周期长，拿地和建设等环节均占用大量资金，导致大量资金长期沉淀，因此天然就是资金密集型行业，决定了大规模建设阶段行业资产更重、负债更高。过去二十年的快速城镇化和经济高速增长释放了居民庞大的住房需求，我国房地产业进入大建设阶段，1998-2018年，房屋施工面积从5.1亿平增长至82.2亿平，年均增长14.9%，房地产开发投资完成额从3614亿增长至12.0万亿、年均增长19.2%，占城镇固定资产投资的比重基本保持在20%左右。因此房地产行业负债率较高，2018年A股整体资产负债率84%，其中最高的5个行业依次为银行业

92%、非银金融业 84%、房地产业 80%、建筑装饰业 76%、公用事业 65%，均为重资产行业。

2、房企业务构成

发达经济体的房企业务模式更加多元化，融资需求小、负债率更低。一是非开发型业务多，如中国香港房企采取物业开发与自持出租混业经营，2018 年前十大房企房地产投资收入占营收比重平均值高达 47%，租赁业务利润率高且带来充沛现金流，资金内生能力强；二是提供轻资产的房屋代建业务，如日本龙头房企之一的住友不动产，2018 年住宅建造业务占其营收比重达 22%，轻资产业务有助于减少资金占用、提高资金周转；三是通过期权低成本控制土地，如美国三大龙头房企于 2017 年通过期权控制的土地平均占总土储的 35%，同样有助于减少资金占用。

在房地产行业处于大建设阶段的背景下，内地房企业务仍以物业开发销售为主，因此房企资产负债率更高。2018 年，日本上市房企整体资产负债率为 68%、美国 57%、英国 38%、中国香港四大龙头房企平均资产负债率仅 32%，均明显低于 A 股上市房企水平。

3、信用创造模式

我国以间接融资为主，而发达经济体则以直接融资为主、且股权融资占比高。2017 年，美国、英国和日本直接融资占比分别高达 79%、67%和 57%，其中股权融资占比分别高达 66%、60%、51%，我国分别仅为 37%与 28%。

在间接融资为主的环境下，土地抵押对于全社会的信用创造具有关键作用。金融体系的信用循环和扩张需要充足的抵押物，而房企拥有大量优质抵押物、信用风险低，既满足了金融机构和居民的合理投资回报、也保障了投资的安全性，是金融机构资金的优选投向。2017年，国内房地产行业贷款不良率仅1.1%，远低于18个行业平均值1.8%，不良率最高的三个行业批发零售业、农林牧渔业和制造业，分别达到4.7%、4.4%和4.2%。一方面，无论是房企的预收账款还是有息负债，绝大多数以房地产项目为抵押物从而吸纳社会资金；另一方面，房企通过招拍挂拿地、开工施工等支出环节将资金传送至地方政府、上下游企业等经济主体，从而促进全社会的信用扩张。

4、会计准则

我国企业财务会计的谨慎性原则和权责发生制原则，导致房企负债率虚高。（1）我国会计准则要求，企业在向客户转让商品之前，客户已经支付了合同对价或企业已经取得了无条件收取合同对价权利的，贷记合同负债科目（旧准则下为预收账款）。由于房企只有在完成交楼、实现风险完全转移给购房者之后才可以确认收入，因此预收房款在交楼前较长时间内被列为负债。（2）内地商品房销售以预售为主，是匹配大建设阶段行业资金需求的重大改革红利。内地预售制度学习于香港，1994年确立，2000年起按揭贷款和预售款一直是房地产开发企业到位资金第一大来

源、比重维持在 40%左右，2018 年商品房销售额中期房占比 85%。

在住房短缺时代，预售制对于提高住房供给效率功不可没。

房地产业预收账款在各行业中最高。2018 年，A 股房企预收账款占总负债比重高达 32%，在 28 个行业中排名第 1，明显高于食品饮料业的 22.4%、通信业的 15.2%、建筑装饰业的 15.1%。

二、 房企债务水平怎么看？

衡量房企负债情况的最常用指标是资产负债率，但也要考虑预收账款的影响。由于当前国内仍处于开发销售为主的大建设阶段，房企资产较重，叠加股权融资渠道有限等因素，决定了负债经营仍是房地产行业的主要模式。2018 年 A 股上市企业中，重资产、负债经营为主的银行业、非银金融业、建筑装饰业和公用事业的资产负债率均值为 79%，而房地产业是 80%，基本相当。同时，房地产业的预收账款绝大多数会结转为收入，房企按期施工竣工并交付商品房即可，商品房预售后所需支出的货币资金明显低于预收账款账面值，因此要综合考察剔除预收账款后的资产负债率。

不能依赖任何资产负债率指标作为衡量房企债务合理水平的绝对标准，指标的变动比绝对水平更具有预警作用。一方面，任何指标本身都有一定缺陷，资产负债率未考虑行业预售制为主的行业特性；剔除预收账款后资产负债率未考虑付款方式和收入确认标准的差异；净负债率没有区分有息负债的期限结构，未能反映债务的期限风险，因此，应结合流动性等指标综合评估房企的偿债能力，如现金比率和流动比率。另一方面，无论指标是否

处于合理水平，如果出现大幅的负面变动，则很可能是房企风险预警信号，表明公司经营出现重大问题。此外，资产负债率等指标须经会计师审计后公布，有 3-4 个月的时滞，并不能实时反映企业当下的经营状况与风险变化。