

# 从融资结构的角度看房地产企业的财务风险

## ——以恒大地产为例

郭君宜

北京工商大学, 北京  
Email: 1005784960@qq.com

收稿日期: 2021年4月14日; 录用日期: 2021年5月7日; 发布日期: 2021年5月14日

### 摘要

房地产行业为我国财政收入做出了巨大贡献, 是国民经济的支柱型产业, 具有高投入、高风险、高回报的特点。随着城市化的不断推进, 房地产市场增速放缓, 行业内竞争加剧; 同时, 随着国家对房地产宏观政策的不断收紧, “房住不炒”精神坚决贯彻, 使房地产行业遭遇资金的寒冬, 财务风险急剧增加, 因此通过对房地产企业融资导致的资金风险分析, 对企业解决资金短缺, 降低金融风险具有重要意义。本文通过对近五年房地产行业的融资现状分析, 并以恒大地产融资状况为例, 剖析现行房地产企业资金结构中存在的问题, 并提出了解决问题的建设性意见。

### 关键词

融资结构, 房地产, 财务风险

# Financial Risk of Real Estate Enterprises from the Perspective of Financing Structure

## —Taking Evergrande Real Estate as an Example

Junyi Guo

Beijing Technology and Business University, Beijing  
Email: 1005784960@qq.com

Received: Apr. 14<sup>th</sup>, 2021; accepted: May 7<sup>th</sup>, 2021; published: May 14<sup>th</sup>, 2021

### Abstract

The real estate industry has made a great contribution to China's fiscal revenue. It is a pillar in-

dustry of the national economy, with the characteristics of high investment, high risk and high return. With the continuous advancement of urbanization, the growth of the real estate market slows down, and the competition in the industry intensifies. At the same time, with the continuous tightening of the national macro policy on real estate, the spirit of “real estate, housing and non speculation” is firmly implemented, which makes the real estate industry encounter the cold winter of capital, and the financial risk increases sharply. Therefore, through the analysis of the capital risk caused by the financing of real estate enterprises, we can solve the shortage of capital for enterprises. It is of great significance to reduce financial risks. This paper analyzes the financing situation of the real estate industry in recent five years, and takes Evergrande real estate as an example to analyze the problems existing in the current capital structure of real estate enterprises, and puts forward constructive suggestions to solve the problems.

## Keywords

Financing Structure, Real Estate, Financial Risk

Copyright © 2021 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

近年来,随着地产经济的高速发展,虽然为我国经济增长和改善居民住房状况做出了重大贡献,但同时,高房价与高杠杆也聚集了越来越大的系统性风险,房地产市场一旦崩盘,将给金融系统和经济带来致命打击。为此,国家提出了一系列相关的政策,抑制高房价,防范系统性金融风险。在此背景下,本文拟从房地产企业本身的融资结构研究其融资和杠杆现状,并结合恒大案例,发现问题,并提出对策。

## 2. 房地产企业融资现状及政策分析

### 2.1. 房企的融资现状

我国房地产企业尚未形成成熟的融资体系,再加上行业本身高投入、长周期的特点,企业的现金流一直处在不稳定的状态,而现金流是企业的血脉,一旦出现问题,或将面临严重的破产危机。目前我国房地产企业融资主要包含银行贷款、债券融资、股权融资、售后回租内部融资、信托融资等方式[1]。本文整理了近六年的融资情况,如表1所示。

**Table 1.** Real estate financing in 2015~2020 (unit: 100 million yuan)

**表 1.** 2015~2020 年房地产融资情况(单位: 亿元)

	国内贷款	利用外资	外商直接投资	自筹资金	其他资金来源	实际到位资金小计
2015	20214	296	286	49037	55654	125203
2016	21512	140	132	49132	73428	144214
2017	25241	168		50872	79770	156052
2018	24132	114		55754		166407
2019	25228	175		58157		178608
2020	26676	192		63377		193115

数据来自中经网统计数据库。

房企融资规模逐年攀升，国内贷款在 2018 年有所下降，外商投资和其他融资渠道管控严格，融资渠道单一，对负债的依赖度大，创新性不足。

## 2.2. 融资政策分析

在建设社会主义全面小康社会的市场经济中，预防各类重大风险是我国制定政策的重要目的，而及时发现并化解金融风险是其中的重要内容。2020 年八月份，监管层提出了房地产企业筹资的三个标准线：首先抛开预收款，企业的资产负债率要小于 70%，其次净负债率要小于 100%，最后现金短债比要大于 1。若是违反三条标准，则企业不可以增加其有息债务；违反两条，年度有息债务的增速不能超过 5%；只违反一条，年度有息债务的增速不能超过 10%；若是三条标准线全部符合政策要求，则企业每年的有息债务增长速度允许达到 15%，这一政策将在 2021 年全面实施。

此次政策的背后，是为了帮助房地产企业降低负债率、预防巨大财务风险，进一步规范企业的融资行为，优化资源配置，增强企业自身的生存能力，保护投资者债权人的权益，推动地产经济稳步向前。

然而国内 TOP15 的房地产企业中有 10 家均不符合要求，2019 年融创、恒大、绿地、富力、华夏五家地产企业的三项指标全都亮红灯。根据中经网统计数据库显示，从 1997 年开始，我国房企行业的资产负债率从未低于 70%。由此可见，这次政策十分严格，绝大部分开发商融资都是要受到限制的，而资金是开发商的命脉，这迫使开发商加快卖房脚步。在 2019 年中央房地产的工作座谈会上，监管层着重强调了“房住不炒”的理念，导致房地产价格持续上涨的压力非常大。

## 3. 恒大地产的资产现状及融资特点

### 3.1. 恒大地产的资产现状

恒大地产，1997 年成立，是中国恒大集团的控股企业。1997~2004，恒大地产以规模取胜，小面积，低价格，迅速占领市场，增加公司规模。2004~2007，规模和品牌相结合。2007 以后，实行标准化运营。2009 年，在香港成功上市，成为在港市值最高的内地房企。2019 年全年营业额达到 4776 亿元。

本文以恒大地产为例，统计其 2015~2019 年的年报数据，进一步研究恒大地产的资产分布，见表 2。

**Table 2.** Financial situation of Evergrande real estate in 2015~2019 (unit: million yuan)

**表 2.** 2015~2019 恒大地产财务状况简表(单位: 百万元)

年份	总资产	总负债	权益	存货	开发中物业	竣工出售	应收账款	永久资本工具
2015	757035	614893	142142	1311	329610	54118	10730	75737
2016	1350868	1158336	192532	230	577851	80776	9342	112944
2017	1761752	1519544	242208	126	851363	102158	4352	—
2018	1880028	1571402	308626	—	971802	121971	6029	—
2019	2206577	1848040	358537	574	1198388	129073	6332	—

数据来源于公司年报。

根据以上重要资产项目的年报数据，恒大地产企业的总资产在 2015~2019 期间，从 7570 亿元增加到 22065 亿元。总资产增长率很不稳定，最低是 6.7%，而最高可达 78%，与负债的增长率成正相关关系，同时股东权益的增长率逐年递减，资产负债率持续高于 80%，企业不具备良好的增长能力，后劲不足，对负债的依赖性较强。

企业的存货在逐年下降，开发物业和竣工以备出售的资产的增长率整体也呈现下降趋势，这是企业

在源头上收紧的表现，减少存货储备，放缓了发展脚步，同时应收账款的总额持续下降，加快资金回笼，这也与公司的战略相吻合。2017年，公司启动了战略转型，扩张拿地规模的同时，开始注重发展效益，由高负债向低负债转变，进一步提高存货周转，降低财务风险。并在2018年取得了较为明显的成果，资产负债率从86%降到了83%。

恒大地产于2009年在香港上市，公司的财报披露要遵守香港会计政策的相关规定，使得企业借入的永续债计入“永久资本工具”项目中，这一项目属于所有者权益，导致大量持有永续债在香港准则中不仅可以实现筹集资金的目的，而且还能降低企业的负债率，这对于高负债的房地产企业来说，似乎是一个利好消息。表中可见，在2015和2016两年，恒大均持有永续债，但从2017年开始，公司将永续债全部赎回，放弃了这一融资渠道。主要原因是，永续债虽然能达到“美化”报表的效果，但是企业持有的永续债利率并不是一成不变的，利率会随着持有时间的增加而增加，恒大地产在2016年之前多次发行永续债，使得利率不断攀升，资金使用成本大，于是在2017年股价大涨资金流充裕的情况下，选择购回债券，降低利率风险。

### 3.2. 恒大地产的融资特点

从表3得知，恒大地产在近五年的时间里，运用了公司留存、银行借款、债券融资、永续债融资、预收账款(2017年开始会计标准调整，科目调整为合同负债)、价值链融资、股权融资等方式。其中银行借款、债券融资、应付账款融资为主要的融资渠道。公司在2017年开始使用衍生金融工具，同年赎回所有的永续债。

**Table 3.** Financing situation of Evergrande real estate group (unit: million yuan)

**表 3.** 恒大地产集团融资情况(单位: 百万元)

年份	股本及溢价	盈余公积	银行借款	发行公司债券	发行优先票据	发行永续债	衍生金融负债	预收账款	合同负债	应付账款	发行可转债	发行普通股	融资活动净额
2015	971	42398	189572	39522	6115	44322	—	83061	—	191046	—	708	109446
2016	1006	38495	424511	14112	4564	59754	—	194961	—	299905	—	58	273079
2017	1270	56210	481606	—	43019	—	2840	267555	—	399459	—	498	152913
2018	1205	65792	349068	—	19172	—	5647	—	185586	554313	14385	292	(17651)
2019	1575	77992	462121	19933	52708	—	4666	—	129705	717618	—	295	143163

数据来源于公司年报。

股本及溢价和盈余公积分别占总资产的比例都较为稳定，股本占比在 0.07%左右，盈余公积占比为 3%，说明股权融资和公司自有资金并不是恒大地产的主要融资方式。

银行借款恒大地产是主要筹资方式之一，但所占总资产的比例并不稳定，最高达到 31%；在降负债的总战略指导下，最低为 18%，均高于行业总体水平。此外，在随后的 2019 年，银行借款比例再次上涨，再加上 2020 年疫情的冲击，降负债的难度再次升级。

在过去五年里，只有其中三年发行了公司债券，且占比较小。而每年发行的优先票据占比相对稳定，在 1%~2%之间。值得注意的是，2020 年 1 月，恒大对疫情做出了敏感反应，从资本市场中借入了 60 亿美元的高利息负债，目的是为了在疫情期间，现金流入严重收缩的情况下，维持公司的正常运行。但为了不继续扩大负债比例，企业随后开始改变营销模式，这也是后来公司推出打折低房价模式的原因之一，进一步降低存货，加快资金周转。

在我国商品房预售的体系下，预收账款是公司的主要融资方式，但是恒大地产的预收账款总额和占总资产的比例，都在逐年下降，到了 2019 年，占比降到了 5.8%，远低于行业平均水平，公司的销售能力下降。

应付账款成了公司的主要融资渠道，过去五年占总资产的比例一直上升，最高达到 32%，很容易形成“短贷长投”、一边“输血”，一边“失血”的局面，进一步加大财务风险。

## 4. 我国房地产企业融资主要问题及建议

### (一) 主要问题

#### 1. 高杠杆经营

银行借款一直是房企的主要筹资方式[2]，使得高负债成了行业标签，在现行的国家政策下，过高的负债率会限制公司新一轮的融资，导致现金流断裂。具有代表性的企业恒大地产，2020 年 6 月 30 日截至，借款人民币 8355 亿元，借款平均年利率 9.14%，而企业去年整体的净利率只有 7%，债务量大，债务成本高。其中，需要两年内支付的债务占比高达 70%，大约 6000 亿元，短期偿债压力巨大。

#### 2. 融资方式单一

由于我国资本市场还处于起步阶段，使得房地产行业融资渠道单一[3]，目前主要通过银行负债，导致企业面临巨大的还债压力，借新债还旧债的模式略见不鲜，融资价值也很难发挥起作用。突如其来的新冠疫情，让房地产行业进入寒冬，在刚刚披露的国内 A 股市场中，2020 年上半年 A 股房地产上市公司实现的营业收入是 9556 亿，净利润 986 亿，净利润同比下降 18.46%，经营活动产生的现金流量净额同比由正转负，下跌了 439.58%。收入下降，借款政策收紧，单一的融资方式使得房企陷入困境。

#### 3. 预收账款不足

预收账款与公司业绩密切相关，是房地产公司的主要融资渠道之一，但在很多房企中预收账款的贡献只占很小一部分，销售能力不足，过分依赖“金九银十”的打折促销节点，粗放式地完成业绩，例如恒大近五年的总资产周转率维持在 0.2，在整体行业中处于较低水平。

### (二) 相关建议

#### 1. 进一步拓展融资方式

完善我国金融服务体系，为运行良好的房地产公司开放更多的融资渠道，提高中介机构的专业能力，减少资金提供者和使用者的沟通壁垒，完善融资流程。让公司可以更多借助房地产信托投资基金、资产证券化、项目筹资等直接融资的方式，提高公司的流动性和变现能力，进一步降低对银行借款的依赖。

#### 2. 谨慎扩张，及时调整发展计划

在城镇化基本完备的一线城市，房企已经没有太多的发展空间，转而将眼光投入到二三线城市，为了抢先拿到土地开发权，企业扩张时不够谨慎，会导致大量存货积压，开发工程停期。公司扩展规模时，可以选择逆周期的拿地政策，进一步降低成本，增加利润；同时采用商住并进的模式，以获取更低的溢价。但商住并进的战略不仅需要配合当地的政策，还需要有实力的研发团队，对市场的变化做出敏感反应，这样才能在盈利水平持续拉开差距的内卷环境下获得竞争优势，抢占市场份额。

#### 3. 创新销售模式，加大回款力度

严格的政府管控加上疫情持续影响，房地产经济下滑，很多中小房地产公司纷纷转行，并且这一萧条的情况短期内仍将持续，房企间的差距也会逐渐增，为了继续市场中保持竞争优势，企业应积极去库存，创新销售模式，与当下互联网+相结合，深化提升 VR 看房的用户体验，找到更有针对性的目标群体，精细化现有的庞大销售团队，降低企业成本，保证回款力度，不断提高财务安全壁垒。

## 参考文献

- [1] 晏里佳. 房地产企业融资结构分析——以 BGY 集团为例[J]. 现代营销(下旬刊), 2020(4): 43-45.
- [2] 王迎. 房地产企业融资状况分析[J]. 北华航天工业学院学报, 2020, 30(3): 42-44.
- [3] 唐硕. 资管新规对房地产企业融资模式的影响研究[D]: [硕士学位论文]. 南昌: 江西师范大学, 2020.