

房地产财务分析指标优化与体系建立

——房地产财务分析宝典系列专题之四

专题报告 2017 年第 81 期 总第 398 期

工商企业二部

房地产行业研究团队

傅思晴

电话: 010-88090218

邮件: fusiqing@chinaratings.com.cn

李宁

电话: 010-88090015

邮件: lining@chinaratings.com.cn

王旋

电话: 010-88090049

邮件: wangxuan@chinaratings.com.cn

内容摘要

受房地产商品特性和监管政策影响, 房地产开发企业与其他企业相比在经营上呈现出开发周期长、前期投入大、实行预售制度、合作开发普遍等特点, 这些经营特点也决定了在对房地产企业进行财务分析的时候, 在财务和经营指标的选取上与其他企业有较大的区别。

本文基于一般企业的财务分析指标, 结合房地产企业的经营及会计核算特点, 从营运能力、盈利能力、杠杆水平、偿债能力和发展能力五个方面, 对指标进行了筛选、改进与补充, 形成了房地产企业财务分析特有的核心指标体系, 并将中债资信覆盖的部分房地产发债企业作为样本, 计算了主要财务指标的分布区间, 以提供参考。

市场部

电话: 010-88090123

邮件: cs@chinaratings.com.cn

中债资信是国内首家以采用投资人付费营运模式为主的新型信用评级公司, 以“依托市场、植根市场、服务市场”为经营理念, 按照独立、客观、公正的原则为客户提供评级等信用信息综合服务。

公司网站: www.chinaratings.com.cn

电话: 010-88090001

地址: 北京市西城区金融大街 28 号院盈



房地产行业兼具商品和金融属性，同时受监管政策影响很大，在经营上呈现出开发周期长、前期投入大、实行预售制度、合作开发普遍等特点，因此，在对房地产企业进行财务分析的时候，在财务和经营指标的选取上与一般企业、行业有较大的区别。

首先，由于房企在项目土地获取、开发过程的投资基本记入流动资产的“存货”科目，因此房企资产端以流动资产为主，同时房企对项目运营能力的差异和项目质量的高低是导致房企信用品质分化的最根本因素之一，因此我们对于房企的财务分析首先要看重其资产周转等衡量营运能力的指标；其次，房地产企业在土地购置、建安成本支付、扩大自身业务规模等过程中资金支出压力大，因此房企投资多依靠银行、信托贷款、债券等外部融资，从而形成较大规模的有息债务，房企的财务杠杆水平及偿债指标的表现反映了房企资金链安全程度，在未来融资政策趋紧背景下，对财务杠杆水平、偿债能力的指标表现的分析更为重要，我们给予这类指标的权重更高；最后，受“预售制”的影响，房企利润表通常为历史项目的现实确认，通常会受收入确认节点影响，衡量企业盈利能力的指标仅代表历史表现，因此在指标体系建立时，我们对于盈利指标的权重较一般工商企业更小。

本文主要通过对一般企业财务分析指标在房地产行业的适用性分析，对其进行选取、改进和补充，形成适用于房地产行业的财务指标分析体系。

一、营运能力指标

（一）一般指标

营运能力是指企业对其资产管理、运营的能力。一般企业财务分析中，衡量营运能力的指标如表 1。

表 1：一般企业营运能力分析指标

指标名称	计算公式	指标含义
存货周转率	销售成本/平均存货	周转越快，变现速度越快，流动性越强
应收账款周转率	销售收入/平均应收账款	周转率越高，回收速度越快，变现性越强
流动资产周转率	销售收入/平均流动资产	周转越快，节约流动资金投入，盈利能力越强
非流动资产周转率	销售收入/平均非流动资产	主要反映长期资产的投资分析
总资产周转天数	365/（销售收入/平均资产总额）	为各项资产周转效率的总和
资产收入比	各项资产/收入总额	衡量资产对收入的贡献度

资料来源：中债资信整理

一般企业的运营效率衡量指标的适用性有一定局限，主要分析如下：

A、存货周转率

首先，房地产企业资产以存货为主，但由于房地产企业开发周期较长，当期结转的营业成本主要对应以前年度的存货资金投入，周转效率的变动情况较为滞后，比如 2016 年房地产市场强势回暖，但当年结转的营业成本和存货可能大部分为 2015 年出售的项目，故房企存货实际周转大幅好转但未体现在衡量指标的变动上；其次，房地产存货主要构成包含开发成本、开发商品，其中土地成本占比较高，如果当年房企大量购置土地，则存货余额异常增长会影响当年的存货周转指标，造成存货周转率下降的表象，但土地储备尤其是优质土地储备，是房企未来发展的重要基本条件，所以存货周转率的暂时下降不一定为不利变动；再次，房企房地产项目销售时点为取得预售证，各地预售条件不尽相

同，从存货结构上看，开发产品的期末余额代表企业沉淀的现房资产规模，开发成本为在建尚未竣工的项目资产（但也有可能已经取得预售资格），故存货总额的周转率相对房企真实可售项目的周转率较低。

B、应收账款周转率

房地产企业销售模式为“预售制”，销售定金、首付款、按揭贷款和全款均计入预收账款科目中，继而结转为营业收入，若仍有在途购房款或提前确认收入的情况，在确认营业收入、冲销预收账款的同时将差额确认为应收账款，故房企应收账款规模不大，其回收变现对房企持续运营能力影响不大，故该应收账款周转率意义不大；同时，房企营业收入为确认前期销售项目的结果，而应收账款余额则为当期末尚未收到的款项，指标分子、分母在期间上具有一定不匹配性。

C、流动资产周转率

流动资产的运营效率由各项流动资产运营效率决定，房企资产结构以流动资产为主，流动资产又最主要由存货构成，因此存货周转率可以成为流动资产周转率的替代衡量指标。

D、非流动资产周转率

房企非流动资产占比相对流动资产较低，指标适用性较差。

E、总资产周转天数

总资产周转天数取决于各项资产的周转情况，总资产周转天数的纵向比较可以分析各项资产周转变动对总资产周转效率的影响。

F、资产收入比

资产为公司占用的资源，资产收入比越低，说明每 1 元收入所需要的资源越少，资产周转效率越高。

（二）指标筛选、优化及补充

基于以上对一般企业指标的分析，我们对衡量房地产行业营运能力的指标做了以下筛选和补充，其中总资产周转天数和资产收入比为一般分析指标中的适用指标，预收账款周转率为补充的财务指标，存货/平均预收账款为存货周转率的替代指标，销售回款率、销售去化率和平均建设周期是补充的衡量运营能力的经营指标，具体如表 2 所示。

表 2：房地产企业营运能力分析指标

指标名称	计算公式	指标含义
存货/平均预收账款	期末存货/平均预收账款	衡量存货以目前的预收规模的去化速度
总资产周转天数	$365 / (\text{销售收入} / \text{平均资产总额})$	为各项资产周转效率的总和
资产收入比	各项资产/收入总额	衡量资产对收入的贡献度
预收账款周转率	营业收入/上年平均预收账款	衡量预收账款的结转效率
销售回款率	累计销售回款/累计销售金额	销售收现比例
销售去化率	累计销售面积/累计可售面积	以销售面积衡量的销售去化率
平均建设周期	每个项目建设周期的平均值	衡量公司项目的建设运营能力

资料来源：中债资信整理

A、存货/平均预收账款

预收账款为房地产预售取得的款项，采用期初和期末余额的平均值可在一定程度上平滑房地产周期的波动，期末存货为期末时点剩余的未结转房地产项目价值，指标衡量以本期的预收规模计算剩余

货值的出清周期，指标越小，说明存货的去化压力越小，但需注意如果房企处于转型期，该指标会因为房企存货价值增长减缓而变小，但转型面临一定的不确定性，指标潜在风险增加，此外，预收账款为时点数，部分企业年末业绩需要提前结转为营业收入，故分母平均预收账款可能偏小，从而高估了存货周转效率。

B、预收账款周转率

衡量预收账款结转收入的效率，但须注意预收账款为现金收入，结转为营业收入时并不影响房企的现金流，该指标跟账面利润相关性较强，但该指标的横向可比性较弱。

C、销售回款率

房企销售先签订合同，在特定时点上与销售收款存在一定时滞，也会因为提前确认收入而产生一定规模的应收账款，故销售回款率可衡量销售房款的收现情况，如果该指标显著低于行业平均水平，同时考虑应收账款规模情况，则房企存在提前确认收入的可能性。

D、销售去化率

房企销售金额随着房价的变动波动较大，故使用已销售面积占可售面积的比例来衡量销售去化水平，但可售面积不一定有披露的数据。

E、平均建设周期

指房地产项目从开工到竣工的建设周期，可以根据披露的各个项目的建设周期求平均值，该指标主要体现房企的运营模式，是采用“高周转”还是“精耕细作”，在行业景气度下行的情况下，标准化、高周转产品更有利于现金的回收，而精耕细作的房地产企业往往以高端住宅为主，投入资金较多，对房企的资金实力和抗风险能力要求更高，但该指标横向和纵向可比性较差，较适用于判断房企采用的开发模式。

二、盈利能力指标

（一）一般指标

盈利能力是指企业利用资源获取利润的能力。一般企业财务分析中，衡量盈利能力的指标见表3。

表3：一般企业盈利能力分析指标

指标名称	计算公式	指标含义
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$	剔除直接营业成本后的盈利空间
期间费用率	$\text{期间费用} / \text{营业收入}$	期间成本费用耗费程度
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{平均净资产}$	净资产盈利能力
总资产报酬率	$\text{EBIT} / \text{平均总资产}$	总资产盈利能力
EBIT 利润率	$\text{EBIT} / \text{营业收入}$	衡量不考虑利息和税收的盈利水平
销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入}$	纵跨利润表，衡量企业整体盈利能力

资料来源：中债资信整理

一般企业盈利能力衡量指标的适用性有一定局限，主要分析如下：

A、毛利率

房地产企业收入及成本确认滞后于当期销售，故毛利率反映的以前期间销售项目的盈利能力，有一定的滞后性，但近几年毛利率水平处于行业的位置和趋势仍有一定参考性。

B、期间费用率

期间费用包含销售费用、管理费用和财务费用，销售费用为当期费用支出，但营业收入为结转以前期间的销售，期间对应关系不强；财务费用为费用化的财务利息，但房地产企业利息大部分资本化，资本化利率仍需要在当期支出，财务费用较难反映出房企当期的真实财务负担水平，但近几年的期间费用率水平所处的行业位置和趋势反映了房企的费用控制能力。

C、净资产收益率

净资产收益率主要衡量股东投资资本的盈利能力，但净利润的产生不仅依靠股东投入资本，还包括债权人的借贷资金，分子、分母逻辑联系性较低；其次企业运用杠杆可以提高净资产收益率，但借入资金过多则会导致较高的财务风险，房地产行业资金杠杆较高，对于债权人来说，该指标并非为重要关注指标。

D、总资产报酬率

总资产报酬率较为全面衡量了全部资产的盈利能力，但需注意总资产容易受到特殊情况的影响，如当年大量购置土地或者进行并购，总资产报酬率会出现一定波动。

E、EBIT 利润率

该指标不考虑利息和税收，包含非经常性损益的利润总额，能反映企业的综合盈利能力。

F、销售净利率

对于房地产行业来说，净利润和营业收入均为滞后指标，主要反映以前期间的销售盈利水平，适用性较差。

（二）指标筛选、优化及补充

基于以上对一般企业指标的分析，我们对衡量房地产行业盈利能力的指标做了以下筛选和补充，其中毛利率、期间费用率和总资产报酬率是一般企业分析指标中适用指标，调整后 EBIT 利润率是 EBIT 利润率的调整指标，非经常性损益/利润总额为补充财务指标，安全边际为补充经营指标，具体如下表 4 所示：

表 4：房地产企业盈利能力分析指标

指标名称	计算公式	指标含义
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$	剔除直接营业成本后的盈利空间
期间费用率	$\text{期间费用} / \text{营业收入}$	期间成本费用耗费程度
总资产报酬率	$\text{EBIT} / \text{平均总资产}$	总资产盈利能力
调整后 EBIT 利润率	$(\text{EBIT} \pm \text{营业外净损益} \pm \text{汇兑净损益} \pm \text{投资净损益} \pm \text{公允价值变动净损益}) / \text{营业收入}$	衡量调整非经常性损益后的整体盈利能力
非经常性损益/利润总额	$(\text{营业外净损益} + \text{汇兑净收益} + \text{投资净收益} + \text{公允价值变动净收益}) / \text{利润总额}$	非经常性损益占利润总额的比重
安全边际	$\text{当年销售均价} / \text{上一年拿地楼面均价}$	衡量房企项目整体盈利能力

资料来源：中债资信整理

A、调整后 EBIT 利润率



将营业外净损益、汇兑净损益、投资净损益和公允价值变动净损益从 EBIT 中进行剔除，主要反映房企经营性业务的盈利能力。部分房地产企业采取住宅和商业地产并重运营或者以商业地产运营为主，商业地产计入投资性房地产，若采用公允价值计量会产生较多的公允价值变动，虽然公允价值变动有一定的主观可调整性和不确定性，但以该指标来判断拥有一定商业地产资产房企的整体盈利能力会显得过于保守，故该指标较适用于以住宅开发为主的房企。

B、非经常性损益/利润总额

随着房企向金融、商业地产行业涉足，非经常性损益占比或有所增加，该指标主要衡量房企业绩对非经常性损益的依赖程度，而且需结合非经常性损益的结构来判断其可持续性和稳定性，如持有物业公允价值变动为非经常性损益的主要来源，那么需要分析持有物业所处的区位、未来增值潜力等，来判断非经常性业务对公司盈利贡献的可持续性和稳定性。

C、安全边际

安全边际衡量的是房企销售均价对楼面地价的覆盖程度，由于地价在房价中的比例很高，所以该指标可以作为毛利率的验证指标，在面临市场波动背景下，较高的安全边际意味着相对较好的抗跌价空间及运营灵活性，是企业综合竞争力的体现。需要注意的是，每个项目投入的土地因企业及区域分布等不同表现出很大差异，故如果资料可得，可以测算单个项目售价与土地楼面价的比来筛查安全边际较差的风险项目。考虑到一般房地产企业尤其是规模房企在手项目数量很多，且以拿地后一年时间进行预售来简化，我们用当年销售均价/上一年拿地楼面均价指标来进行整体考量，以横向比较房企间项目的盈利能力。具体案例中，公开资料可能无法获取房企上一年的拿地楼面均价，有的只披露当年新增土地储备拿地均价，故可以用上一年新增土地储备楼面均价近似替代年末楼面均价。

三、杠杆水平指标

（一）一般指标

财务杠杆水平反映企业的财务负担，杠杆水平的高低体现了企业财务政策的谨慎程度，一般衡量企业财务杠杆水平的指标如表 5。

表 5：一般企业财务杠杆水平分析指标

指标名称	计算公式	指标含义
资产负债率	负债总额/资产总额	总资产中有多少是通过负债筹集的，该指标是评价公司负债水平的综合指标
净负债率	(有息负债-货币资金)/所有者权益	所有者权益对考虑货币资金偿付后的有息债务的保障程度
全部债务资本化比率	有息债务/(有息债务+所有者权益)	反映企业的刚性债务水平
长期债务资本化比率	长期有息债务/(长期有息债务+所有者权益)	反映企业的长期刚性债务水平

资料来源：中债资信整理

一般财务杠杆水平分析指标的适用性有一定局限，主要分析如下：

A、资产负债率

由于我国商品房实行预售制，房地产企业账面都有巨额预收款项，交房后预收账款结转为相应的营业收入，企业无须对外实际支付现金清偿，并且预收账款为企业带来大量现金，改善企业资产的流



动性，提高企业的偿债能力，因此预售账款不同于一般的债务，一般企业的资产负债率指标会高估房企杠杆水平。

B、净负债率

该指标反映净债务和股权资本的相对关系，即所有者权益的净债务负担，对于债权人来说，该指标越小越好。

C、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率

是指扣除应付款等经营性负债后企业对应的杠杆比率，反映公司有息债务水平，但房地产开发企业有较大规模以工程款为主的应付款项，这部分偿还刚性亦较强，因此以全部债务/长期债务资本化比率来衡量刚性债务负担水平不够全面。

（二）指标筛选、优化及补充

基于以上对一般企业财务杠杆水平指标的分析，我们对衡量房地产企业杠杆水平的指标做了以下筛选和调整，其中净负债率是一般分析指标中适用指标，调整后的资产负债率是资产负债率的调整指标，具体如表 6 所示：

表 6：房地产企业财务杠杆水平分析指标

指标名称	计算公式	指标含义
调整后的资产负债率	$(\text{负债总额}-\text{预收账款})/(\text{资产总额}-\text{预收账款})$	调整预收账款规模后的资产负债率
净负债率	$(\text{有息负债}-\text{货币资金})/\text{所有者权益}$	所有者权益对考虑货币资金偿付后的有息债务的保障程度

资料来源：中债资信整理

A、调整后的资产负债率

在一般的资产负债率指标的分子、分母中均减去不负有偿还义务的预收账款，能够更准确的反应房企的财务杠杆水平。另外需要注意的是，“明股实债”的融资方式会降低账面资产负债率，在分析时需要重新确定合并范围和列报属性（详见《房企财务分析宝典系列三：解密“明股实债”模式及信用分析启示》），以提高指标准确度。

四、偿债能力指标

（一）短期偿债能力指标

1、一般指标

一般衡量企业短期偿债能力的指标有流动比率、速动比率和现金比率，具体如下：

表 7：一般企业短期偿债能力指标

指标名称	计算公式	指标含义
流动比率	$\text{流动资产}/\text{流动负债}$	流动资产偿还流动负债的能力
速动比率	$(\text{流动资产}-\text{存货})/\text{流动负债}$	速动资产偿还流动负债的能力
现金比率	$(\text{现金}+\text{现金等价物})/\text{流动负债}$	反映流动性较强的现金类资产偿还流动负债的能力

资料来源：中债资信整理

一般衡量短期偿债能力指标对于房地产行业的适用性有一定局限，主要分析如下：

A、流动比率

流动比率并不能很准确的反应房企的短期偿债能力，主要原因有三个：一是房企流动资产大都以存货为主，由于房企存货开发周期较长，存货短期变现能力较差；二是存货在计价时通常采取历史成本原则，正常情况下房企存货的成本与市价相差甚多；三是流动负债中包含大量预收账款，预收账款并不需要现金偿还且为无息负债。

B、速动比率

同理，速动比率虽然去除了流动性较差的存货，但仍不能排除预收账款的影响，因此对房企短期偿债能力的判断仍存在一定的偏差，若将预收账款从流动负债中剔除会更准确。

C、现金比率

现金比率只量度所有资产中最具流动性的项目，是三个流动性比率中最保守的一个，但是同样没有排除预收账款的影响。

2、指标筛选、优化及补充

基于以上对一般企业短期偿债能力指标的分析，我们对衡量房地产企业短期偿债能力的指标做了以下调整和补充，其中调整后的速动比率和现金比率为速动比率和现金比率的调整指标，现金类资产/短期债务和经营流入量/(流动负债-预收账款)是补充指标，具体如表 8 所示：

表 8：房地产企业短期偿债能力指标

指标名称	计算公式	指标含义
调整后的速动比率	$(\text{流动资产}-\text{存货}) / (\text{流动负债}-\text{预收账款})$	在流动负债中剔除预收账款的影响
调整后的现金比率	$(\text{现金}+\text{现金等价物}) / (\text{流动负债}-\text{预收账款})$	在流动负债中剔除预收账款的影响
现金类资产/短期债务	现金类资产/短期债务	现金类资产对短期刚性债务的即时付现能力
经营活动现金流入/(流动负债-预收账款)	经营活动现金流入/(流动负债-预收账款)	经营活动现金流入对剔除预收账款后的流动负债的覆盖程度

资料来源：中债资信整理

A、调整后的速动比率/现金比率

在一般速动比率和现金比率的基础上，剔除预收账款的影响。

B、现金类资产/短期债务

短期债务主要用于补充流动性，在债务偿付时具有较强的刚性以及时间要求，因此我们从流动性最强的现金类资产对短期债务的覆盖角度来衡量短期债务的即时偿付能力。

C、经营活动现金流入/(流动负债-预收账款)

该指标不同于上一个指标从某一时点考察企业短期偿债能力，而是从期间的角度，以期间现金流量来反映企业当期偿付短期负债的能力。

(二) 长期偿债能力指标

1、一般指标

一般衡量企业长期偿债能力的指标有 EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 等，具体如下：

表 9：一般企业长期偿债能力指标

指标名称	计算公式	指标含义
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{费用化利息}+\text{资本化利息})$	衡量企业支付利息的能力
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA	反映 EBITDA 对全部债务的保障程度

资料来源：中债资信整理

一般衡量长期偿债能力指标对于房地产行业的适用性有一定局限，主要分析如下：

A、EBITDA 利息保障倍数

EBITDA 近似为使用利润总额调整利息、折旧和摊销后的经营性现金流，但房企结转收入和成本后产生的利润与销售回款时点不匹配，相对滞后，与可用于偿债的现金关联度低。

B、全部债务/EBITDA

该指标同样有利润与销售回款不匹配的问题，但长期来看，该指标的意义在于衡量根据公司当期的近似经营性现金流，能够清偿全部债务需要的大致年限。

2、指标筛选、优化及补充

基于以上对一般企业长期偿债能力指标的分析，我们对衡量房地产企业长期偿债能力的指标做了以下改进和补充，其中现金利息保障倍数为 EBITDA 利息保障倍数的替代指标，（现金类资产+存货+投资性房地产-预收账款）/全部债务和可动用授信额度、持有的上市公司股权及债券等融资渠道为补充的财务和经营指标，具体如表 10 所示：

表 10：房地产企业长期偿债能力指标

指标名称	计算公式	指标含义
现金利息保障倍数	$\frac{(\text{经营活动现金净流量} + \text{现金利息支出} + \text{付现所得税})}{\text{现金利息支出}}$	从现金流的角度衡量利息偿付能力
$\frac{(\text{现金类资产} + \text{存货} + \text{投资性房地产} - \text{预收账款})}{\text{全部债务}}$	$\frac{(\text{现金类资产} + \text{存货} + \text{投资性房地产} - \text{预收账款})}{\text{全部债务}}$	可变现核心资产对刚性债务的保障程度
可动用授信额度、持有的上市公司股权及债券等融资渠道	—	反映房企剩余可动用融资空间

资料来源：中债资信整理

A、现金利息保障倍数

经营活动现金净流量+现金利息支出+付现所得税为现金流化的 EBITDA，而分子也采用了利息的实际现金支出，弥补了 EBITDA 利息保障倍数利润和现金流不匹配的缺陷。在现金流量表中，利息的现金支出体现在筹资活动现金流出项下的分配股利、利润或偿付利息支付的现金中，不能得到单独的付现利息支出数据，同样付现所得税体现在经营活动现金流出项下的支付各项税费的现金中，亦不能得到单独的付现所得税数据，故该指标在计算上存在一定难度。

B、（现金类资产+存货+投资性房地产-预收款项）/全部债务

从长期来看，全部债务的偿还主要依赖于资产的逐步变现，因此我们补充房地产企业的核心资产对全部债务覆盖程度来衡量长期偿债能力。典型的房地产开发企业资产主要集中于存货之中，土地储备、未完成的建设项目等以房地产开发成本或房地产开发产品的形式存在，现金类资产为流动性很高的资产，而投资性房地产往往有较高的变现价值，同时剔除已经以预收账款形式变现的资产部分，即为长期来看房企的核心偿债资产。

C、可动用授信额度、持有的上市公司股权及债券等融资渠道

该经营指标需要注意的是，可动用授信额度能够反映房企可动用融资空间，但在公司经营情况较差的情况下，可能并不能真正获得贷款，同时如果债券等融资渠道政策收紧或利率大幅上行，虽然房企拥较多已注册但尚未发行的融资工具额度，但仍可能面临实际发行困难的处境，房企剩余融资空间需结合实际情况来分析。

五、发展能力指标

（一）一般指标

企业发展能力是指企业扩大规模、壮大实力的潜在能力，又称成长能力，一般主要通过总资产增长率、收入增长率等指标来衡量。

表 11：一般企业发展能力指标

指标	计算公式	指标含义
总资产增长率	$(\text{期末总资产} - \text{期初总资产}) / \text{期初总资产}$	反映企业资产规模的增长情况
收入增长率	$(\text{本期营业收入} - \text{上期营业收入}) / \text{上期营业收入}$	反映企业营业收入的增减变动情况
资本积累率	$(\text{期末所有者权益} - \text{期初所有者权益}) / \text{期初所有者权益}$	反映企业资本的积累能力

资料来源：中债资信整理

一般衡量发展能力指标对于房地产企业的适用性有一定局限，主要分析如下：

A、总资产增长率

房企资产中存货占比较大，总资产易受土地拓展、收入结转节奏等非年度效益因素影响，同时如果存货的增长是由存货去化不畅引起的，则总资产增长为无效增长。

B、收入增长率

由于房企收入结转时间较为滞后，该指标揭示的往往是以前年度的经营效益增长情况，用销售增长率，即销售金额或面积的增长率则更能反映房企当期的规模增长能力。

C、资本积累率

“明股实债”的融资方式会增大房企的所有者权益，但少数股东权益并不能作为母公司偿债的保证，用归属母公司所有者权益计算更为准确。

（二）指标筛选、优化及补充

基于以上对一般企业发展能力指标的分析，我们对衡量房地产企业发展能力的指标做了以下改进和补充，其中销售增长率为收入增长率的替代指标，调整后的资本积累率是资本积累率的调整指标，土地储备倍数是补充的经营指标，具体如表 12 所示：

表 12：房地产企业发展能力指标

指标	计算公式	指标含义
销售增长率	$\text{销售金额或面积差额} / \text{上年销售金额或面积}$	反映房地产项目的销售增长能力
调整后的资本积累率	$\text{归属母公司所有者权益差额} / \text{期初归属于母公司所有者权益}$	归属于母公司的资本积累能力
土地储备倍数	$\text{期末土地储备建筑面积} / \text{当年签约销售面积}$	期末土地储备面积能够满足开发的年份

资料来源：中债资信整理

A、土地储备倍数

对于房地产企业来说，土地是最基本的生产资料，土地储备量可以反映企业可持续发展能力。土地储备倍数是分析房企成长性的关键指标之一，当倍数较高时，表明企业当前土地储备较充足，可以满足企业后续项目开发；当倍数较低时，说明企业的土地储备不足，若后续补充乏力，企业可能面临“缺地断粮”的危险。该指标并非越大越好，在关注土地储备面积的同时，我们仍需要关注土地储备成本高低，由于热点城市土地资源的稀缺性，地价高企使得房企在土地获取时或通过融资取得投入资

金，一方面，如果企业的土地储备增值率低于资金成本，其实意味着储备是“亏损”，由于土地成本利息增长会导致单位面积的开发成本大幅上升，最终导致项目利润率大幅下降，这也是近年来高周转成为主流开发模式的原因；另一方面，若土地获取时楼面价高于周边在售商品房价格，在多城全面调控“抑房价”的背景下，若房价涨幅不达预期，同时部分城市要求加快土地开发上市速度，减少闲置时间，高价地项目或面临亏损情况。

六、核心财务指标体系和主要财务指标分布情况

根据上述房地产行业适用的财务评价指标，考虑数据的可得性，我们筛选了在实际操作中常用的指标构建了核心财务指标体系，并将中债资信覆盖的 166 家房地产发债企业作为样本，计算主要财务指标 2014~2016 连续 3 年的平均分布区间，以对房企进行财务指标评价的时候提供参考。

图 1: 房地产企业核心财务分析指标体系



资料来源：中债资信整理

表 13: 房地产企业主要财务分析指标分布（单位：倍、%）

	指标	最小值	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数	最大值
营运能力	存货/平均预收账款	1.28	2.81	4.37	6.77	29.59
	预收账款周转率	0.24	1.32	1.83	3.06	38.74
盈利水平	毛利率	8.22	26.28	31.10	36.47	61.24
	期间费用率	2.10	7.14	10.37	15.04	73.60
	总资产报酬率	0.15	3.69	4.98	6.37	11.44
	调整后 EBIT 利润率	-0.07	13.57	18.42	25.36	90.39
	非经常性损益/利润总额	-143.37	11.69	28.23	53.06	172.26
	安全边际	0.63	2.00	2.88	5.07	42.97
杠杆水平	调整后的资产负债率	41.93	60.53	67.62	74.44	91.34
	净负债率	-32.07	43.88	88.54	141.71	548.63
偿债能力	调整后的速动比率	0.32	0.67	0.86	1.08	2.11
	调整后的现金比率	0.04	0.25	0.39	0.54	1.25
	现金类资产/短期债务	0.26	0.85	1.36	2.62	39.92
	经营流入量/(流动负债-预收账款)	0.28	0.72	1.08	1.48	6.25

	(现金类资产+存货+投资性房地产-预收账款)/全部债务	0.67	1.40	1.76	2.18	8.09
发展能力	调整后的资本积累率	-0.68	0.09	0.18	0.28	1.39
	土地储备倍数	0.50	1.92	3.95	6.89	29.64

资料来源：中债资信整理

注：安全边际和土地储备倍数受资料所限，仅为 2015 年统计数据

免责声明：本报告系根据公开信息做出的独立判断。对于公开信息，本公司不保障其真实性和准确性。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见不构成任何机构或个人做出证券买卖出价或询价的依据。本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承担任何法律责任。本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。