

房地产

证券研究报告
2019年05月15日

深度剖析房企三张表，大型房企增长快，小型房企杠杆低——暨 2018 年年报总结

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
陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com
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

- 《房地产-行业专题研究:上海地产股迎三重利好:长三角一体化、自贸区、科创板》 2019-05-13
- 《房地产-行业研究周报:一二线城市销售稳定、地产股配置价值再现——房地产销售周报 0512》 2019-05-12
- 《房地产-行业研究周报:4 月土拍市场涨幅明显、地产股配置价值重现——房地产土地周报 20190512》 2019-05-12

小型房企: 不再大举拿地, 业绩增长最慢, 负债率最低, 经营现金流表现最好

2018 年, 小型房企的营业收入和净利润增速在四组房企中都是最慢的, 分别为 -0.6% 和 -1.3%。但是小型房企的利润率较高, 毛利率和净利率在四组房企中仅次于龙头房企, 分别达到 36.6% 和 15.7%。可能是由于在行业集中度提升的大背景下, 小型房企近几年来拿地较少, 结算收入多数对应多年前拿的地, 成本较低。从费用率来看, 小型房企的销售+管理费用率在四组房企中最高, 为 7.4%, 较去年提升了 1.1pct。小型房企投资收益占净利润的比例在四组房企中最高, 达到 19%, 这或许是因为中小型房企同其他开发商合作的项目中有很多没有并表。

小型房企资产结构中货币资金的占比高于其他三组房企, 达到 13.8%。小型房企的货币资金对短期有息债务的覆盖倍数在四组房企中是第二高的, 达到 2.02 倍, 短期偿债能力很强。无论考不考虑隐性负债, 小型房企多数口径下的资产负债率和净负债率都是最低的, 这可能是因为小型房企主动去杠杆, 在现有项目实现销售回款之后, 不再大举拿地; 此外, 也可能是小型房企信用不足, 难以加更高的杠杆。

从现金流量表来看, 2018 年, 小型房企经营活动现金流规模最小。小型房企在行业集中度不断提升的大背景下, 不再大举拿地, 因而经营现金流流出规模小。从筹资活动现金流看, 2018 年在严峻的融资环境下, 小型房企在 2018 年筹资现金流均转负, 进入 2019 年第一季度, 随着融资环境的改善, 小型房企在 19 年一季度筹资现金流有所修复。

龙头房企: 依靠销售回款内生增长, 很好地平衡了规模增速与利润率, 负债率第二低, 短期偿债能力最强, 筹资现金流表现最好

龙头房企很好地实现了规模增长和盈利能力之间的平衡, 2018 年营业收入和净利润增速在四组房企中都是第二快的(仅次于大型房企), 分别达到 25.7% 和 31.5%。毛利率和净利率在四组房企中最高, 分别达到 36.7% 和 16.9%。销售管理费用率在四组房企中则是最低的, 只有 5.6%。

从资产结构来看, 其长期股权投资和其他应收款的占比在四组房企中是最高的, 而且近五年长期股权投资的增速也是各类资产中最快的, 说明龙头房企同其他房企合作开发且没有并表的项目较多。从负债结构来看, 预收款占比明显高于其他三组, 达到了 38%, 预收款本质上占用的是购房者的资金, 是一种经营杠杆, 这说明龙头房企更多依靠销售回款内生增长, 而不再过度依赖有息负债杠杆。剔除预收款后, 龙头房企其他应付款的占比明显高于其他三组房企, 说明龙头房企同其他房企合作开发的项目较多。

截至 2018 年报, 龙头房企货币资金对短期有息债务的覆盖倍数在四组房企中是最高的, 达到 2.33 倍, 短期偿债能力最强; 在多数口径下, 龙头房企的资产负债率和净负债率是第二低的(仅次于小型房企), 这可能是因为龙头房企已经度过了依赖杠杆扩张的阶段, 主要依靠销售回款而不是有息负债来实现扩张。但龙头房企的非并表子公司负债(估算值)较多, 可能是因为龙头房企更多的采用了合作开发模式。

虽然 2018 年房企融资环境较为不利, 但是龙头房企筹资活动现金流依然维持较大规模净流入, 规模同比仅下降 31%, 强于其他三组房企, 融资的行业集中度提升的趋势十分明显。2019 年一季度经营现金流和投资现金流净流出规模的同比缩小, 说明龙头房企一季度在通过招拍挂和并购等方式拿地方面较为谨慎。

大型房企: 业绩增速最快, 毛利率最低, 费用率较高, 负债率最高, 明股实债较多

大型房企业绩增长速度在四组房企中是最快的, 2018 年其营业收入和净利润的增速分别达到 30.6% 和 51.8%。但其毛利率最低, 为 30.8%; 净利率在四组房企中仅高于中型房企, 为 12.2%。其销售管理费用率较高, 仅次于小型房企, 达到 7.3%, 这可能部分因为大型房企销售规模处于快速扩张期, 因而费用随销售规模的扩张迅速膨胀, 并且直接进入当期损益, 但是营业收入的结算存在滞后性, 当期结算的营业收入规模小于当期实现的销售规模, 费用率的分子分母不匹配, 导致费用率显得较高。

少数股东权益占净资产的比例持续大于少数股东损益占净利润的比例, 大型房企两个比例的差距明显高于其他三组房企, 两者差了 19.2 个百分点。这可能是因为大型房企作为追赶者, 为了追求规模的快速扩张, 较多地进行了前端融资, 因而明股实债的融资方式使用得更多。

从负债结构看, 大型房企明股实债融资占比明显高于其他几组房企, 占剔除预收款的总负债的比例达到了 8.6%; 大型房企在所有负债科目里增速都是四组房企中最快的, 说明大型房企作为追赶者, 在规模快速扩张的过程中将各种融资方式都用到了极致。

大型房企的到期债务占剔除预收款后的总负债的比例在四组房企中最高, 达到 24%, 短期偿债压力较大。截至 2018 年报, 大型房企货币资金对短期有息债务的覆盖倍数在四组房企中也是最低的, 只有 0.90 倍。无论考不考虑隐性负债, 大型房企各口径下的资产负债率和净负债率都是最高的。这可能是因为大型房企作为追赶者, 正处于杠杆扩张阶段, 同时自身信用相对较好, 有能力加较高的杠杆。

投资建议: 通过深度分析行业 2018 年财务报表, 我们发现 2016-2017 年高峰期的销售陆续进入结算期, 地产公司业绩进入收获期, 营收和净利润均实现快速扩张, 分组来看大型和龙头房企持续高增长, 中型房企增速放缓, 而小型房企营收规模扩张陷入停滞。从负债率来看, 我们发现在多数口径下, 小型房企都是负债率最低的, 这可能是因为小型房企主动去杠杆, 在现有项目实现销售回款之后, 减小了拿地投资的力度; 此外, 也可能是小型房企信用不足, 难以加更高的杠杆。大型房企的负债率最高, 可能是因为大型房企作为追赶者, 正处于杠杆扩张阶段。从经营现金流来看, 2019 年一季度所有房企经营活动现金流均出现流出, 而龙头房企、大型房企流出规模显著高于中小型房企, 再次印证了龙头房企和大型房企是拿地主力的现象。从筹资现金流来看, 2018 年样本房企总体面临不利的融资环境, 筹资现金流大幅下滑, 中小型房企受影响更大, 筹资现金流 18 年均转负。进入 2019 年一季度, 龙头企业和大型房企的融资规模在一季度同比缩小, 而中小型房企在 19 年一季度都有较大增长, 呈现一定的修复。对于股票投资者, 我们推荐万科、金地等行业龙头, 以及新城控股等高增长大型房企; 对于债券投资者, 龙头房企信用风险较低, 但收益率也不高, 可以作为基础配置品种, 此外我们建议关注小型房企中负债率较低、扩张意愿不强、外部信用评级较低但真实风险不大的个券, 以寻求超额收益。

风险提示: 融资持续紧缩、销售不及预期、政策继续收紧

内容目录

摘要.....	9
1. 利润表：销售高峰开始结算，业绩进入收获期.....	15
1.1. 行业集中度提升明显，利润率有所提升	15
1.2. 归母净利润增速放缓，合作开发带动少数股东损益增长	22
1.3. 非经常性损益占比略有上升，小型房企表现尤为突出	26
1.4. 业绩锁定性较去年有所下降	29
1.5. 半年报业绩占全年的比例	30
2. 资产负债表：合作开发改变资产结构，明股实债在负债结构中占比不大.....	32
2.1. 资产：合作开发导致龙头和大型房企长期股权投资和其他应收款占比不断提升；小型房企减少拿地，货币资金占比不断提升	32
2.2. 负债：合作开发导致其他应付款占比不断提升，明股实债占比不大	36
2.2.1. 不考虑隐性负债	37
2.2.2. 考虑明股实债	41
(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”	41
(2) 并表项目公司的明股实债融资：	41
2.2.3. 考虑非并表子公司融资	43
(1) 方法一：长期股权投资乘以综合杠杆倍数	43
(2) 方法二：对外担保	44
2.3. 净资产：少数股东权益占比不断提升，大型房企 “其他权益工具” 扩张明显	45
2.4. 偿债能力：小型、龙头房企负债率低，大型房企隐性负债多	50
2.4.1. 短期偿债能力：龙头房企和小型房企短期有息债务覆盖倍数远超 100%	50
(1) 短期有息债务的覆盖倍数	50
(2) 流动比率、速动比率、现金比率：传统的基于流动负债的覆盖倍数	51
2.4.2. 长期偿债能力：小型房企优势明显，大型房企压力较大	54
3. 现金流量表：经营现金净流入，筹资现金流集中度提升.....	57
3.1. 货币资金情况：账面余额创近五年新高，龙头房企和大型房企优势明显	57
3.2. 现金流总体情况：现金净流入同比增长 8%	58
3.3. 现金流结构分析：龙头房企靠回款内生增长，大型房企依赖借款杠杆扩张	59
3.4. 经营活动现金流：龙头、大型房企净流出较多	62
3.5. 投资活动现金流：净流出规模有所收窄仍处高位，扩张趋势或面临拐点	63
3.6. 筹资活动现金流：龙头和大型房企融资优势明显	65
附录：直接法和间接法现金流量表、样本名单	68

图表目录

图 1：样本房企历年营业收入（亿元）及同比增速（%）	15
图 2：龙头房企历年营业收入（亿元）及同比增速（%）	15
图 3：大型房企历年营业收入（亿元）及同比增速（%）	15
图 4：中型房企历年营业收入（亿元）及同比增速（%）	16

图 5: 小型房企历年营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)	16
图 6: 样本房企历年净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	16
图 7: 龙头房企历年净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	16
图 8: 大型房企历年净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	16
图 9: 中型房企历年净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	17
图 10: 小型房企历年净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	17
图 11: 分组房企历年毛利率	17
图 12: 分组房企历年净利率	17
图 13: 样本房企历年投资收益 (亿元) 及同比增速 (%)	18
图 14: 龙头房企历年投资收益 (亿元) 及同比增速 (%)	18
图 15: 大型房企历年投资收益 (亿元) 及同比增速 (%)	18
图 16: 中型房企历年投资收益 (亿元) 及同比增速 (%)	18
图 17: 小型房企历年投资收益 (亿元) 及同比增速 (%)	18
图 18: 样本房企投资收益&投资收益占净利润	19
图 19: 龙头房企投资收益&投资收益占净利润	19
图 20: 大型房企投资收益&投资收益占净利润	19
图 21: 中型房企投资收益&投资收益占净利润	19
图 22: 小型房企投资收益&投资收益占净利润	19
图 23: 龙头房企投资收益占净利润 VS 长期股权投资占净资产	20
图 24: 大型房企投资收益占净利润 VS 长期股权投资占净资产	20
图 25: 中型房企投资收益占净利润 VS 长期股权投资占净资产	20
图 26: 小型房企投资收益占净利润 VS 长期股权投资占净资产	20
图 27: 分组房企历年销售费用率	21
图 28: 分组房企历年管理费用率	21
图 29: 分组房企历年财务费用率	21
图 30: 分组房企历年税金及附加/营业收入	21
图 31: 分组房企历年管理+销售费用率	22
图 32: 分组房企历年所得税占营业收入	22
图 33: 分组房企历年 ROA	22
图 34: 分组房企历年 ROE	22
图 35: 分组房企存货周转率	22
图 36: 分组房企资产周转率	22
图 37: 样本房企历年归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	23
图 38: 龙头房企历年归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	23
图 39: 大型房企历年归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	23
图 40: 中型房企历年归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	23
图 41: 小型房企历年归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	23
图 42: 样本房企归母净利润及权益比例	23
图 43: 龙头房企归母净利润及权益比例	24
图 44: 大型房企归母净利润及权益比例	24
图 45: 中型房企归母净利润及权益比例	24

图 46: 小型房企归母净利润及权益比例	24
图 47: 样本房企少数股东损益及占比	24
图 48: 龙头房企少数股东损益及占比	25
图 49: 大型房企少数股东损益及占比	25
图 50: 中型房企少数股东损益及占比	25
图 51: 小型房企少数股东损益及占比	25
图 52: 44 家样本房企少数股东损益/净利润 VS 少数股东权益/净资产	25
图 53: 龙头房企少数股东损益/净利润 VS 少数股东权益/净资产	26
图 54: 大型房企少数股东损益/净利润 VS 少数股东权益/净资产	26
图 55: 中型房企少数股东损益/净利润 VS 少数股东权益/净资产	26
图 56: 小型房企少数股东损益/净利润 VS 少数股东权益/净资产	26
图 57: 分组房企历年归母净利率	26
图 58: 分组房企历年投资收益/净利润	26
图 59: 样本房企扣非归母净利润及占比	27
图 60: 龙头房企扣非归母净利润及占比	27
图 61: 大型房企扣非归母净利润及占比	27
图 62: 中型房企扣非归母净利润及占比	27
图 63: 小型房企扣非归母净利润及占比	27
图 64: 非经常性损益明细科目占比 (44 家样本房企)	28
图 65: 非经常性损益明细科目占比 (龙头房企)	28
图 66: 非经常性损益明细科目占比 (大型房企)	28
图 67: 非经常性损益明细科目占比 (中型房企)	29
图 68: 非经常性损益明细科目占比 (小型房企)	29
图 69: 样本房企预收款锁定率	29
图 70: 龙头房企预收款锁定率	30
图 71: 大型房企预收款锁定率	30
图 72: 中型房企预收款锁定率	30
图 73: 小型房企预收款锁定率	30
图 74: 样本房企营业收入上下半年占比	30
图 75: 样本房企净利润上下半年占比	30
图 76: 样本房企归母净利润上下半年占比	31
图 77: 样本房企非经常性损益上下半年占比	31
图 78: 样本房企销售费用上下半年占比	31
图 79: 样本房企管理费用上下半年占比	31
图 80: 样本房企财务费用上下半年占比	31
图 81: 样本房企税金及附加上下半年占比	31
图 82: 样本房企所得税上下半年占比	31
图 83: 样本房企历年总资产 (亿元) 及同比增速 (%)	32
图 84: 龙头房企历年总资产 (亿元) 及同比增速 (%)	32
图 85: 大型房企历年总资产 (亿元) 及同比增速 (%)	32
图 86: 中型房企历年总资产 (亿元) 及同比增速 (%)	32

图 87: 小型房企历年总资产 (亿元) 及同比增速 (%)	32
图 88: 样本房企流动、非流动资产占比	33
图 89: 龙头房企流动、非流动资产占比	33
图 90: 大型房企流动、非流动资产占比	33
图 91: 中型房企流动、非流动资产占比	33
图 92: 小型房企流动、非流动资产占比	33
图 93: 资产明细科目占比 (样本房企)	34
图 94: 资产明细科目占比 (龙头房企)	34
图 95: 资产明细科目占比 (大型房企)	34
图 96: 资产明细科目占比 (中型房企)	35
图 97: 资产明细科目占比 (小型房企)	35
图 98: 分组房企各类资产 CAGR(近五年)	35
图 99: 样本房企历年总负债 (亿元) 及同比增速 (%)	36
图 100: 龙头房企历年总负债 (亿元) 及同比增速 (%)	36
图 101: 大型房企历年总负债 (亿元) 及同比增速 (%)	36
图 102: 中型房企历年总负债 (亿元) 及同比增速 (%)	36
图 103: 小型房企历年总负债 (亿元) 及同比增速 (%)	36
图 104: 流动、非流动负债占比 (样本房企)	37
图 105: 流动、非流动负债占比 (龙头房企)	37
图 106: 流动、非流动负债占比 (大型房企)	37
图 107: 流动、非流动负债占比 (中型房企)	37
图 108: 流动、非流动负债占比 (小型房企)	37
图 109: 分组房企流动负债、非流动负债 CAGR(近五年)	38
图 110: 负债明细科目占比 (样本房企)	38
图 111: 负债明细科目占比 (龙头房企)	38
图 112: 负债明细科目占比 (大型房企)	38
图 113: 负债明细科目占比 (中型房企)	39
图 114: 负债明细科目占比 (小型房企)	39
图 115: 剔除预收款后负债明细科目占比 (样本房企)	39
图 116: 剔除预收款后负债明细科目占比 (龙头房企)	40
图 117: 剔除预收款后负债明细科目占比 (大型房企)	40
图 118: 剔除预收款后负债明细科目占比 (中型房企)	40
图 119: 剔除预收款后负债明细科目占比 (小型房企)	40
图 120: 分组房企各类负债 CAGR(近五年)	40
图 121: 考虑明股实债的负债明细科目占比 (44 家样本房企) (剔除预收款)	42
图 122: 考虑明股实债的负债明细占比 (龙头房企) (剔除预收款)	42
图 123: 考虑明股实债的负债明细科目占比 (大型房企) (剔除预收款)	42
图 124: 考虑明股实债的负债明细占比 (中型房企) (剔除预收款)	43
图 125: 考虑明股实债的负债明细占比 (小型房企) (剔除预收款)	43
图 126: 考虑项目公司明股实债的资产负债率	43
图 127: 考虑非并表子公司融资的资产负债率	44

图 128: 非并表子公司融资/有息负债	44
图 129: 非并表子公司融资/剔除预收款的总负债	44
图 130: 非并表子公司融资/总负债	44
图 131: 主流房企对外担保规模	45
图 132: 样本房企历年净资产(亿元)及同比增速(%)	46
图 133: 龙头房企历年净资产(亿元)及同比增速(%)	46
图 134: 大型房企历年净资产(亿元)及同比增速(%)	46
图 135: 中型房企历年净资产(亿元)及同比增速(%)	46
图 136: 小型房企历年净资产(亿元)及同比增速(%)	46
图 137: 样本房企权益、负债占比	47
图 138: 龙头房企权益、负债占比	47
图 139: 大型房企权益、负债占比	47
图 140: 中型房企权益、负债占比	47
图 141: 小型房企权益、负债占比	47
图 142: 归母净资产、少数股东权益占比(样本房企)	48
图 143: 分组房企资产、负债、净资产 CAGR(近五年)	48
图 144: 归母净资产、少数股东权益占比(龙头房企)	48
图 145: 归母净资产、少数股东权益占比(大型房企)	48
图 146: 归母净资产、少数股东权益占比(中型房企)	49
图 147: 归母净资产、少数股东权益占比(小型房企)	49
图 148: 净资产明细科目占比(样本房企)	49
图 149: 净资产明细科目占比(龙头房企)	49
图 150: 净资产明细科目占比(大型房企)	49
图 151: 净资产明细科目占比(中型房企)	50
图 152: 净资产明细科目占比(小型房企)	50
图 153: 分组房企各类净资产 CAGR(近五年)	50
图 154: 44 家样本房企历年短期有息债务	50
图 155: 分组房企货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)	51
图 156: 分组房企货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债+因明股实债产生的少数股东权益/2)	51
图 157: 分组房企现金及现金等价物/(短期借款+一年内到期的非流动负债)	51
图 158: 分组房企现金及现金等价物/(短期借款+一年内到期的非流动负债+因明股实债产生的少数股东权益/2)	51
图 159: 分组房企流动比率	52
图 160: 分组房企速动比率	52
图 161: 分组房企现金比率	52
图 162: 分组房企经营净现金流/流动负债	53
图 163: 分组房企经营净现金流/总债务	53
图 164: 分组房企 EBITDA/流动负债	53
图 165: 分组房企 EBITDA/总债务	53
图 168: 分组房企资产负债率	54

图 169: 分组房企剔除预收款的资产负债率	54
图 170: 分组房企考虑明股实债的资产负债率	54
图 171: 分组房企考虑明股实债且剔除预收款的资产负债率	54
图 172: 分组房企考虑非并表子公司融资的资产负债率	55
图 173: 分组房企考虑明股实债和非并表子公司融资的资产负债率	55
图 174: 分组房企净负债率	55
图 175: 分组房企考虑明股实债的净负债率	55
图 176: 非并表子公司融资/剔除预收款的表内总负债	55
图 177: 非并表子公司融资/表内总负债	55
图 178: 各口径资产负债率对比 (44 家样本房企)	56
图 179: 各口径资产负债率对比 (龙头房企)	56
图 180: 各口径资产负债率对比 (大型房企)	56
图 181: 各口径资产负债率对比 (中型房企)	56
图 182: 各口径资产负债率对比 (小型房企)	56
图 187: 44 家样本房企历年货币资金	57
图 188: 分组房企历年货币资金增速	57
图 189: 44 家样本房企历年现金流入	58
图 190: 44 家样本房企历年现金流出	58
图 191: 44 家样本房企历年现金净流入	58
图 192: 龙头房企历年现金净流入	59
图 193: 大型房企历年现金净流入	59
图 194: 中型房企历年现金净流入	59
图 195: 小型房企历年现金净流入	59
图 196: 历年现金流入的构成	59
图 197: 龙头房企历年现金流入构成	60
图 198: 大型房企历年现金流入构成	60
图 199: 中型房企历年现金流入构成	60
图 200: 小型房企历年现金流入构成	60
图 201: 历年现金流出的构成	60
图 202: 龙头房企历年现金流出构成	61
图 203: 大型房企历年现金流出构成	61
图 204: 中型房企历年现金流出构成	61
图 205: 小型房企历年现金流出构成	61
图 206: 样本房企历年现金流入细项	61
图 207: 样本房企历年现金流出细项	61
图 208: 分组房企 18 年现金流入细项	62
图 209: 分组房企 18 年现金流出细项	62
图 210: 44 家样本历年经营现金流	62
图 211: 龙头房企历年经营活动现金流	63
图 212: 大型房企历年经营活动现金流	63
图 213: 中型房企历年经营活动现金流	63

图 214: 小型房企历年经营活动现金流	63
图 215: 历年经营活动现金流入细项拆分	63
图 216: 历年经营活动现金流出细项拆分	63
图 217: 历年投资现金流	64
图 218: 龙头房企历年投资活动现金流	64
图 219: 大型房企历年投资活动现金流	64
图 220: 中型房企历年投资活动现金流	64
图 221: 小型房企历年投资活动现金流	64
图 222: 历年投资活动现金流入细项拆分	65
图 223: 历年投资活动现金流出细项拆分	65
图 224: 18 年投资活动现金流入细项拆分 (分组)	65
图 225: 18 年投资活动现金流出细项拆分 (分组)	65
图 226: 历年筹资活动现金流	65
图 227: 龙头房企历年筹资活动现金流	66
图 228: 大型房企历年筹资活动现金流	66
图 229: 中型房企历年筹资活动现金流	66
图 230: 小型房企历年筹资活动现金流	66
图 231: 历年筹资活动现金流入细项拆分	66
图 232: 历年筹资活动现金流出细项拆分	66
图 233: 18 年筹资活动现金流入细项拆分 (分组)	67
图 234: 18 年筹资活动现金流出细项拆分 (分组)	67
图 235: 直接法现金流量表	68
图 236: 间接法现金流量表	68
图 237: 样本房企名单	69

摘要

我们选取了 44 家房地产业务占比在 80%以上，并且房地产业务收入规模在 20 亿元以上的房企，分为四组：4 家龙头房企，10 家大型房企，15 家中型房企，15 家小型房企（详见附录）。

小型房企：不再大举拿地，业绩增长最慢，负债率最低，经营现金流表现最好

2018 年，小型房企的营业收入和净利润增速在四组房企中都是最慢的，分别为 -0.6%和 -1.3%。但是小型房企的利润率较高，毛利率和净利率在四组房企中仅次于龙头房企，分别达到 36.6%和 15.7%。可能是由于在行业集中度提升的大背景下，小型房企近几年来拿地较少，结算收入多数对应多年前拿的地，成本较低。从费用率来看，小型房企的销售+管理费用率在四组房企中最高，为 7.4%，较去年提升了 1.1pct，可能是因为小型房企在 18 年积极扩张。

此外，小型房企的投资收益增速在四组房企中最高，达到 38.5%，投资收益占净利润的比例在四组房企中最高，达到 19%，这或许是因为小型房企同其他开发商合作的项目中有很多没有并表。小型房企的非经常性损益占归母净利润的比例在四组房企中最高，达到 18.4%，主要为“非流动资产处置损益”和“同一控制下企业合并产生的子公司当期净损益”。可能是由于小型房企转让项目或者跟其他开发商合作开发的情况较多，也不排除部分是因为小型房企有更强的平滑业绩的需求。

小型房企少数股东损益占净利润的比例在四组房企中最低，只有 7.5%，少数股东权益占净资产的比例也最低，只有 8.2%。

小型房企资产结构中货币资金的占比高于其他三组房企，达到 13.8%，说明小型房企在实现销售回款之后没有再去大举拿地，而是加大了货币资金的持有量。

小型房企的货币资金对短期有息债务的覆盖倍数在四组房企中是第二高的，达到 2.02 倍，短期偿债能力很强。无论考不考虑隐性负债，小型房企各口径下的资产负债率和净负债率都是最低的，这可能是因为小型房企主动去杠杆，在现有项目实现销售回款之后，不再大举拿地；此外，也可能是小型房企信用不足，难以加更高的杠杆。

从现金流量表来看，2018 年，小型房企经营活动现金流规模最小。进入 2019 年第一季度，所有组别经营活动现金流均出现流出，但小型房企现金流流出规模最小。小型房企在行业集中度不断提升的大背景下，不再大举拿地，因而经营现金流流出规模小。从筹资活动现金流看，2018 年在严峻的融资环境下，龙头房企、大型房企和中小型房企出现分化。龙头房企和大型房企筹资现金流下降但仍维持较大规模而中小型房企在 2018 年筹资现金流均转负，进入 2019 年第一季度，随着政策面的适度放宽，小型房企在 19 年一季度筹资现金流有所修复。

龙头房企：依靠销售回款内生增长，很好地平衡了规模增速与利润率，负债率第二低，短期偿债能力最强，筹资现金流表现最好

龙头房企很好地实现了规模增长和盈利能力之间的平衡，2018 年营业收入和净利润增速在四组房企中都是第二快的（仅次于大型房企），分别达到 25.7%和 31.5%。毛利率和净利率在四组房企中最高，分别达到 36.7%和 16.9%。销售管理费用率在四组房企中则是最低的，只有 5.6%。

其少数股东损益占净利润的比例在四组房企中最高，达到 28.9%，少数股东权益占净资产的比例仅次于大型房企，达到 33%。说明龙头房企跟其他开发商合作且由自己并表的项目比较多。

从资产结构来看，其长期股权投资和其他应收款的占比在四组房企中是最高的，而且近五年这长期股权投资的增速也是各类资产中最快的，说明龙头房企同其他房企合作开发的项目较多。

从负债结构来看，预收款占比明显高于其他三组，达到了 38%，预收款本质上占用的是购房者的资金，是一种经营杠杆，这说明龙头房企更多依靠销售回款内生增长，而不再过度

依赖有息负债杠杆。剔除预收款后，龙头房企其他应付款的占比明显高于其他三组房企，说明龙头房企同其他房企合作开发的项目较多。

非经常性损益占归母净利润比例最低，仅 3.8%，主要为“非流动资产处置损益”，占 52.35%。

截至 2018 年报，龙头房企货币资金对短期有息债务的覆盖倍数在四组房企中是最高的，达到 2.33 倍；在多数口径下，龙头房企的资产负债率是第二低的（仅次于小型房企），净负债率则达到了最低，这可能是由于龙头房企已经度过了依赖杠杆扩张的阶段，主要依靠销售回款而不是有息负债来实现扩张。但龙头房企的非并表子公司负债（估算值）较多，可能是因为龙头房企更多的采用了合作开发模式。

虽然 2018 年房企融资环境较为不利，但是龙头房企筹资活动现金流依然维持较大规模净流入，规模同比仅下降 31%，强于其他三组房企，融资的行业集中度提升的趋势十分明显。2019 年一季度经营现金流和投资现金流净流出规模的同比缩小，说明龙头房企一季度在通过招拍挂和并购等方式拿地方面较为谨慎。

大型房企：业绩增速最快，利润率最低，费用率最高，负债率最高，明股实债较多

大型房企业绩增长速度在四组房企中是最快的，2018 年其营业收入和净利润的增速分别达到 30.6% 和 51.8%。但其毛利率最低，为 30.8%；净利率在四组房企中仅高于中型房企，为 12.2%。其销售管理费用率仅次于小型房企，达到 7.3%，这可能部分因为大型房企销售规模处于快速扩张期，因而费用随销售规模的扩张迅速膨胀，并且直接进入当期损益；但是营业收入的结算存在滞后性，当期结算的营业收入规模小于当期实现的销售规模，费用率的分子分母不匹配，导致费用率显得较高。

少数股东权益占净资产的比例持续大于少数股东损益占净利润的比例，大型房企两个比例的差距明显高于其他三组房企，少数股东权益占净资产的比例 36.5%（四组房企中最高），而少数股东损益占净利润的比例只有 17.3%（第三高），两者差了 19.2 个百分点。这可能是由于大型房企作为追赶者，为了追求规模的快速扩张，较多地进行了前端融资，因而明股实债的融资方式使用得更多。

从负债结构看，大型房企明股实债融资占比（估算）明显高于其他几组房企，占剔除预收款的总负债的比例达到了 8.6%；大型房企在所有负债科目里增速都是四组房企中最快的，说明大型房企作为追赶者，在规模快速扩张的过程中将各种融资方式都用到了极致。

到期债务（短期借款+一年内到期的非流动负债）占剔除预收款后的总负债的比例在四组房企中最高，达到 24%，短期偿债压力较大。截至 2018 年报，大型房企货币资金对短期有息债务的覆盖倍数在四组房企中也是最低的，只有 0.90 倍。

无论考不考虑隐性负债，大型房企各口径下的资产负债率和净负债率都是最高的。这可能是由于大型房企作为追赶者，正处于杠杆扩张阶段，同时自身信用相对较好，有能力加较高的杠杆。

利润表：销售高峰开始结算，业绩进入收获期

2018 年，44 家样本房企营业收入同比增长 24.4%，受益于行业集中度提升，龙头房企和大型房企规模扩张较快，收入规模分别同比增长 25.7% 和 30.6%；中型房企增速较低，为 18%；小型房企营收同比下降 0.6%。

2018 年，44 家样本房企净利润同比超过营业收入，达到 33.6%，其中大型房企表现尤为突出，同比增长 51.8%；龙头、中型房企增速稍慢，分别为 31.5%、29.6%；而小型房企净利润同比下降 1.3%。行业集中度提升的趋势较为明显。

净利润增速大幅跑赢营业收入主要有两个原因：

- （1）**毛利率提高。**44 家样本房企的毛利率由 2017 年的 31.5% 上涨到 2018 年的 34.6%。静态来看，2018 年小型房企毛利率最高，达到 37.8%；其次为龙头房企和中型房企，达到 36.7% 和 34.1%；大型房企最低，只有 30.8%。动态来看，中型房企毛利率提升最为明显，由 2018 年的 28.8% 提高到 2018 年的 34.1%，提升了 5.3 个百分点；

其次为龙头房企，从 33.8%提升到了 36.7%，提升了 2.9 个百分点。小型房企提高的幅度最小，仅提高了 1.8 个百分点。

(2) **投资收益增长**。2018 年，44 家样本房企的投资收益增速达到 15.1%。其中，龙头房企增速较快，达到 27.4%。

由于净利润增速超过营业收入增速，44 家样本房企净利润率也有所提升，由 2017 年 13.5% 提升至 2018 年的 14.5%。动态来看，大型房企净利润率提升最为明显，从 2017 年 10.5% 提升到 2018 年的 12.2%，提升了 1.7 个百分点；其次为中型房企，从 2017 年的 9.6% 提升至 2018 年的 10.5%（提升了 0.9ct）；龙头房企则提升了 0.8 个百分点，而小型房企则下降了 0.1 个百分点。

随着合作开发项目的增多，44 家样本房企少数股东损益占净利润的比例稳中有升，从 2017 年年报的 18.5% 提高到 2018 年年报的 24%。近两年少数股东权益占净资产的比例持续大于少数股东损益占净利润的比例。2018 年年报 44 家样本房企少数股东权益占净资产的比例达到 29.6%，而少数股东损益占净利润的比例则只有 24%，两者差距 5.6 个百分点。

2018 年 44 家样本房企整体的扣非归母净利润占归母净利润的比例同去年略有上升，为 92.3%。分组来看，小型房企下降较多，从 89.9% 下降到 81.6%；龙头、中型房企略有上升，分别由 95.4% 上升至 96.2%，由 82.7% 上升至 84.3%。大型房企扣非净利润占比大幅上升，分别由 2017 年的 82.4% 提升至 90.1%。从非经常性损益的构成来看，“公允价值法计量的投资性房地产价值变动损益”是占比最大的项目，2018 年年报占比达到 36.4%。分组来看，龙头房企的“非流动资产处置损益”占比最大，达到 52.35%，明显高于其他房企；大型房企“公允价值法计量的投资性房地产价值变动损益”也占比明显高于其他房企，达到 74.4%；中型房企的“资金占用费”占比最大，为 31.1%；小型房企的“中国证监会认定的其他项目”项目占比最大，达到 68.3%。

从房企经营业绩释放的节奏来看，历年来利润表各项指标下半年结算的比例远远大于上半年。以 2018 年为例，上半年营业收入占全年的比例仅为 33.3%，净利润占比为 32.6%，归母净利润 34%。各项费用结算的节奏相对均匀一些，销售费用 31.9%，管理费用 41.6%，财务费用 46.9%。

资产负债表：合作开发改变资产结构，明股实债在负债结构中占比不大

(1) 资产结构：合作开发导致龙头和大型房企长期股权投资和其他应收款占比不断提升；小型房企减少拿地，货币资金占比不断提升

如果拆分 44 家样本房企资产的详细结构，我们发现存货占比超过一半，但近年来占比不断下滑，2018 年占比降至 55.2%，2019 年一季度小幅回升至 55.6%；而近年来长期股权投资占比不断提高，2018 年占比达到 5.1%，这可能是由于合作开发项目不断增多所致，房地产企业持有的非并表项目公司的所有者权益反映在长期股权投资科目里，而对非并表项目公司发放的股东借款体现在其他应收款科目里。此外，与合作方共同开发项目的过程中，项目形成销售回笼后各股东方可能会按持股比例将富余资金拆回。对于合并报表的一方而言，少数股东提前拆回的资金也记入了其他应收款，部分房企会在附注中将其列示为“应收少数股东款”。

(2) 负债结构：合作开发导致其他应付款占比不断提升，明股实债占比不大

从负债结构来看，44 家样本房企整体近两年流动负债占比有逐年提升的趋势，2018 年年报达到 73.4%，我们认为可能是由于近两年销售快速增长导致预收款迅速扩张。分组来看，龙头房企和小型房企流动负债占比略有上升，分别为 78.2% 和 66.6%；而大、中型房企流动负债占比有所上升幅度较大，占比分别达到 70.6% 和 65.6%。

如果拆分 44 家样本房企负债的详细结构，我们发现预收款占比最高，且近几年占比呈不断上升趋势，2018 年年报达到 35.0%。龙头房企负债结构中预收款占比明显高于其他三组，达到了 38%，预收款本质上占用的是购房者的资金，是一种经营杠杆，这说明龙头房企更多依靠销售回款内生增长，而不再过度依赖有息负债杠杆。

如果剔除掉预收款之后再来看房企的负债结构，我们发现占比最大的是长期借款（占剔除预收款总负债的 29%），其次为其他应付款（占剔除预收款总负债的 19%），其他应付款占比近年来呈不断上升趋势，这可能是由于合作开发项目不断增多所致，并表项目公司获得的少数股东借款一般记入其他应付款当中，其中既包括真实合作开发的房地产企业，也包括明股实债形式投资入股的信托公司等。

我们发现明股实债在房企融资结构中的占比近年来有小幅提高的趋势，但总体占比不大，2018 年报 44 家样本房企明股实债占剔除预收款的总负债的比例达到 5.2%，仅仅是一种补充的融资方式。分组来看，大型房企明股实债融资占比明显高于其他几组房企，达到了 8.6%，可能是因为大型房企作为追赶者，为了追求规模的快速扩张，较多地进行了前端融资，因而明股实债的融资方式使用得更多。

（3）净资产结构：少数股东权益占比不断提升，大型房企“其他权益工具”扩张明显

从净资产结构来看，44 家样本房企少数股东权益占比有逐年提升的趋势，2018 年年报达到 29.6%，我们认为这可能是由于近几年合作开发项目变多所致。分组来看，龙头房企和大型房企少数股东权益占比较多，分别达到 33%和 36.5%，而中型和小型房企分别只有 14.6%和 8.2%。我们认为这可能是由于在合作开发的过程中，龙头和大型房企更为强势，并表的项目更多一些。

如果拆分 44 家样本房企净资产的详细结构，我们发现未分配利润占比最高，2018 年年报达到 39.2%，其次为少数股东权益，达到 29.6%，且近几年占比呈不断上升趋势。分组来看，中、小型房企的股本和资本公积占比明显高于其余两组房企，而龙头和大型房企的少数股东权益明显高于中小房企。

偿债能力：小型房企负债率低，大型房企隐性负债多

（1）短期偿债能力：龙头房企和小型房企短期有息债务覆盖倍数超 200%

由于房企流动负债中包含大量不需要货币来偿还的预收款（实际上是用存货偿还），因此我们用“短期借款+一年内到期的非流动负债”来测度“短期有息债务”可能更好地反应房企的短期偿债压力。

从货币资金对上述短期有息债务的覆盖倍数来看，截至 2018 年末龙头房企和小型房企较为安全，均超过了两倍，分别为 2.33 倍和 2.02 倍；大型房企和中型房企则只有 0.97 倍、1.12 倍。小型房企货币资金对短期有息债务的覆盖率较高可能反应出在行业集中度提升的背景下，他们主动去杠杆，减小了拿地的力度。

如果考虑项目公司层面明股实债形式的隐性负债，我们假设明股实债平均存续两年，每年到期存量的一半，于是我们用“短期借款+一年内到期的非流动负债+因明股实债产生的少数股东权益/2”来测度到期有息债务。我们分别测算货币资金对这两种口径到期有息债务的覆盖倍数；此外，考虑到货币资金中有一部分为受限资金，我们又分别测算了“现金及现金等价物”对这两种口径到期有息债务的覆盖倍数。

从结果来看，龙头房企和小型房企到期有息债务的偿还能力较强，各口径的覆盖倍数均大幅超过了 100%；而大型房企和中型房企到期有息债务偿还能力较弱，各口径的覆盖倍数均在 100%左右。

（2）长期偿债能力

我们选取如下八个口径测算房企长期偿债能力：资产负债率，剔除预收款的资产负债率，考虑明股实债的资产负债率，考虑明股实债且剔除预收款的资产负债率，考虑非并表子公司融资的资产负债率，考虑明股实债和非并表子公司融资的资产负债率，净负债率，考虑明股实债的净负债率。

我们发现在多数口径下，小型房企都是负债率最低的，这可能是由于小型房企主动去杠杆，在现有项目实现销售回款之后，减小了拿地投资的力度；此外，也可能是小型房企信用不足，难以加更高的杠杆。

我们发现在多数口径下（考虑非并表子公司负债的口径除外），**龙头房企的负债率都是次低的**，这可能是因为龙头房企已经度过了依赖杠杆扩张的阶段，主要依靠销售回款而不是负债来实现扩张。

但龙头房企的非并表子公司负债较多，可能是龙头房企更多的采用了合作开发模式。

在各口径下，**大型房企的负债率都是最高的**，这可能是因为大型房企作为追赶者，正处于杠杆扩张阶段，同时自身信用相对较好，有能力加较高的杠杆。

现金流量表：经营现金净流入，筹资现金流集中度提升

我们发现从 44 家样本房企整体来看，房企在手现金充沛，2018 年尽管在房企融资环境不断趋紧的大环境下，样本房企账面货币资金较 2017 年仍增长了 29.1%，账面货币资金规模创近五年新高。**分组来看，龙头房企和大型房企账面货币资金同比增速明显高于样本整体水平，大型房企增速达到 41%，龙头房企增速达到 31%**，这可能是因为行业集中度加速提升的大背景下，龙头房企和大型房企无论是从销售回款还是融资的层面优势都愈加明显；中小型房企货币资金同比都出现了正的增长。

2018 年 44 家样本房企现金净流入 1510 亿，同比增加 8%。分组来看 2018 年，四组房企出现了明显分化。龙头、大型、小型房企均实现了现金净流入，而中型房企则出现了现金净流出。

如果拆分细项来看的话，**销售回款和借贷是现金流入最主要的两大来源**。2018 年“销售商品提供劳务收到的现金”占比达到 46%；“取得借款收到的现金”占比达 25%，两者合计占比达到 71%。此外“收回投资收到的现金”和“发行债券收到的现金”占比也分别达到了 2%和 5%。

现金流出的主要方向是拿地施工和偿还债务。“购买商品、接受劳务支付的现金”占比达到 31%；“偿还债务所支付的现金”占比达到 23%，两者合计达到 54%。此外“投资”、“各项税费”、“分配股利、利润和偿付利息”所支付的现金占比分别达到 6%、6%和 5%。

分组来看**现金流入细项**的话，我们发现**龙头房企销售回款占现金流入的比重明显高于其他房企**，我们认为这可能是由于龙头房企已经进入内生增长的阶段，主要依靠销售回款而不再依赖高杠杆进行扩张；**大型房企借款的比重高于其他房企**，我们认为这可能是由于大型房企作为追赶者，加杠杆扩张的积极性比较高；**中小型房企收回投资收到的现金比重高于其他房企**。我们认为这一方面可能是在行业集中度提升的大背景下部分项目被其他房企收购或者合作开发，另一方面可能也由于中小型房企在使用明股实债等非标融资方式，将项目公司股权转让给信托等融资机构的时候就表现为“收回投资收到的现金”。

分组来看**现金流出细项**的话，我们发现**龙头房企购买商品接受劳务支付的现金占比明显高于其他房企，而大中型房企偿还债务支付的现金占比明显高于其他房企，中小型房企投资支付的现金占比明显高于其他房企**。龙头房企由于已经实现内生增长的良性循环，现金流中的大部分可以用来拿地施工；而大中型房企由于杠杆较高，用来偿还债务的现金流出超过了 1/4；中小型房企投资支付的现金占比较高可能是由于偿还明股实债类的非标债务所致。

从**经营现金流**来看，2018 年 44 家样本房企经营现金流实现净流入 1664 亿元，较 2017 年大幅增长，创出了近五年的新高。2019 年第一季度，样本房企经营现金流转负，净流出 851 亿元，这可能是与房企集中在年初拿地，而年初推盘量相对较少有关。分组来看，2019 年第一季度所有房企经营活动现金流均出现流出，但我们可以明显观察到龙头房企和大型房企经营活动现金流流出规模明显高于中小型房企。我们认为这或许是因为龙头房企和大型房企为了追求规模的快速增长，继续保持了一定的拿地力度，而小型房企在行业集中度不断提升的大背景下，减少了拿地的投入。

从**投资现金流**来看，2018 年 44 家样本房企投资现金流净流出 2111 亿元，与 2017 年相比下降 21%，但与前几年相比仍然处于高位；2019 年第一季度，投资现金流净流出规模扩张的势头出现逆转，净流出 230 亿元，在 2018 年同期的基础上下降 75%。这可能也标志着近

年来房企投资现金流净流出规模扩张的势头开始面临拐点，并购拿地和合作开发越来越多趋势可能不再。分组来看，我们发现龙头房企和大型房企的投资活动现金流出要远大于中小型房企，这与行业集中度快速提升的大背景下，大型房企不断收购中小型房企的项目的现象相一致。

从**筹资现金流**来看，2018年出台了很多针对房地产企业融资的调控政策，房企融资规模大幅缩减，全年筹资现金流净流入1957亿元，相比2017年下降48%。2019年第一季度，筹资活动现金净流入继续萎缩，为621亿元，同比下降了42%。

分组来看，2018年，龙头房企和大型房企筹资活动现金流在不利的整体环境中依然维持较大规模净流入，仅分别下降31%和34%，而中小型房企筹资活动现金流均转负。筹资的行业集中度提升趋势非常明显。

投资建议：通过深度分析行业2018年财务报表，我们发现2016-2017年高峰期的销售陆续进入结算期，地产公司业绩进入收获期，营收和净利润均实现快速扩张，分组来看大型和龙头房企持续高增长，中型房企增速放缓，而小型房企营收规模扩张陷入停滞。从负债率来看，我们发现在多数口径下，小型房企都是负债率最低的，这可能是因为小型房企主动去杠杆，在现有项目实现销售回款之后，减小了拿地投资的力度；此外，也可能是小型房企信用不足，难以加更高的杠杆。大型房企的负债率最高，可能是因为大型房企作为追赶者，正处于杠杆扩张阶段。从经营现金流来看，2019年一季度所有房企经营活动现金流均出现流出，而龙头房企、大型房企流出规模显著高于中小型房企，再次印证了龙头房企和大型房企是拿地主力的现象。从筹资现金流来看，2018年样本房企总体面临不利的融资环境，筹资现金流大幅下滑，中小型房企受影响更大，筹资现金流18年均转负。进入2019年一季度，龙头企业和大型房企的融资规模在一季度同比缩小，而中小型房企在19年一季度都有较大增长，呈现一定的修复。对于股票投资者，我们推荐万科、金地等行业龙头，以及新城控股等高增长大型房企；对于债券投资者，龙头房企信用风险较低，但收益率也不高，可以作为基础配置品种，此外我们建议关注小型房企中负债率较低、扩张意愿不强、外部信用评级较低但真实风险不大的个券，以寻求超额收益。

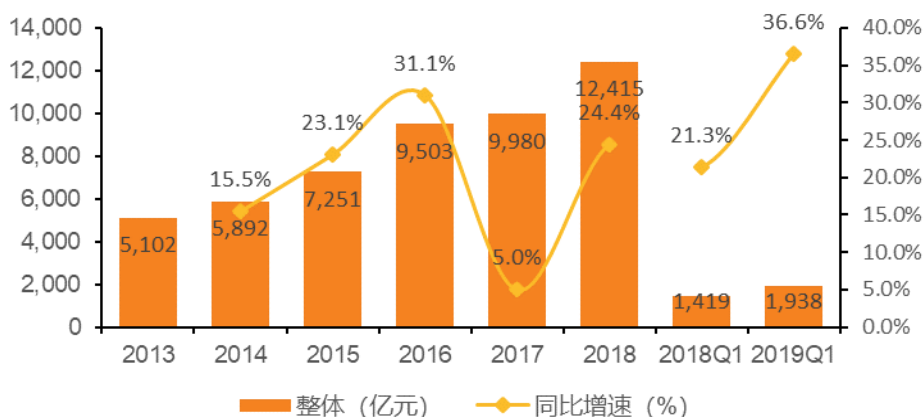
1. 利润表：销售高峰开始结算，业绩进入收获期

我们选取了 44 家房地产业务占比在 80% 以上，并且房地产业务收入规模在 20 亿元以上的房企，分为四组：4 家龙头房企，10 家大型房企，15 家中型房企，15 家小型房企（详见附录）。

1.1. 行业集中度提升明显，利润率有所提升

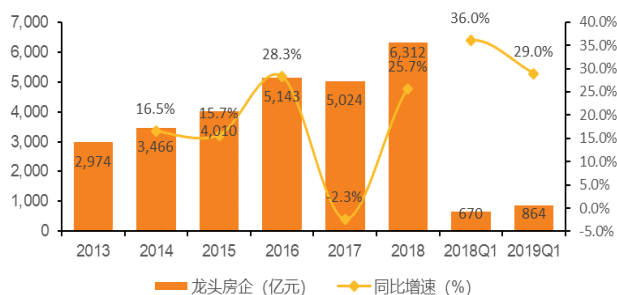
2018 年，44 家样本房企营业收入同比增长 24.4%，受益于行业集中度提升，龙头房企和大型房企规模扩张较快，收入规模分别同比增长 25.7% 和 30.6%；中型房企增速较低，为 18%；小型房企营收同比下降 0.6%。而截至 2019 年第一季度，44 家样本房企营业收入同比增长 36.6%。其中，龙头房企和大型房企的增速有所下滑，收入规模分别同比增长 29% 和 25.3%；而中型房企的增速有了大幅的提升，较去年同期同比增长 93.5%。小型房企营收增速提升显著，同比增长 24.1%，中小型企业收入规模较去年来看有所回暖。

图 1：样本房企历年营业收入（亿元）及同比增速（%）



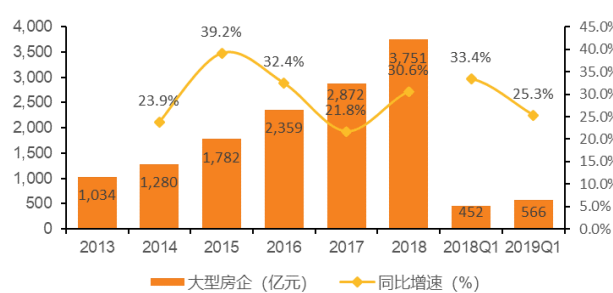
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：龙头房企历年营业收入（亿元）及同比增速（%）



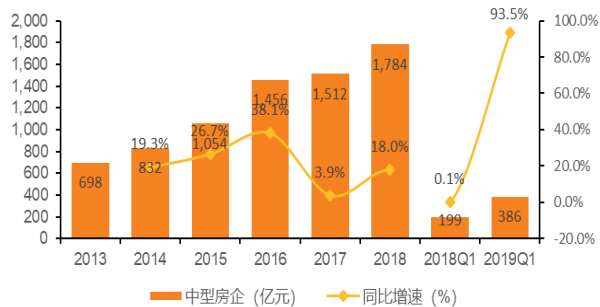
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：大型房企历年营业收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：中型房企历年营业收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：小型房企历年营业收入（亿元）及同比增速（%）

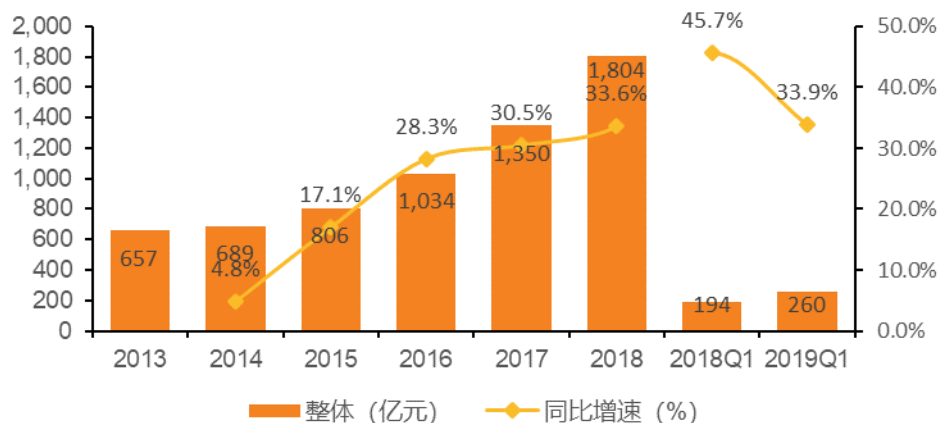


资料来源：Wind、天风证券研究所

2018 年，44 家样本房企净利润同比超过营业收入，达到 33.6%，其中大型房企表现尤为突出，同比增长 51.8%；龙头、中型房企增速稍慢，分别为 31.5%、29.6%；而小型房企净利润同比下降 1.3%。行业集中度提升的趋势较为明显。

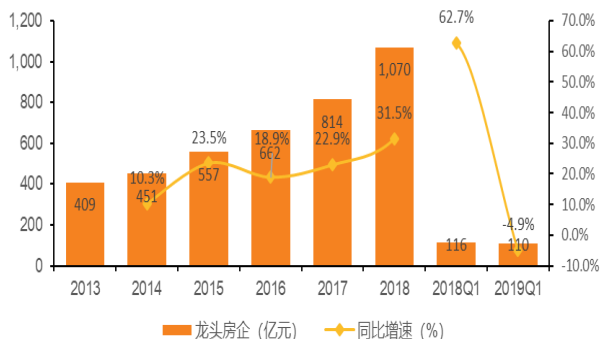
2019 年第一季度，44 家样本房企净利润增速为 33.9%。其中，中型房企增速最快，同比增长 299.2%；其次是大型房企，同比增长 47.8%；小型、龙头房企略有下滑，分别同比下降 1.5%、4.9%。

图 6：样本房企历年净利润（亿元）及同比增速（%）



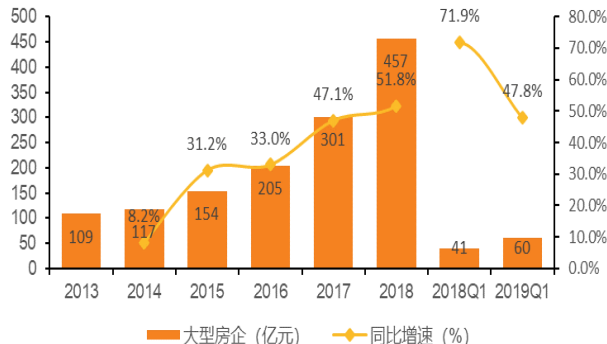
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：龙头房企历年净利润（亿元）及同比增速（%）



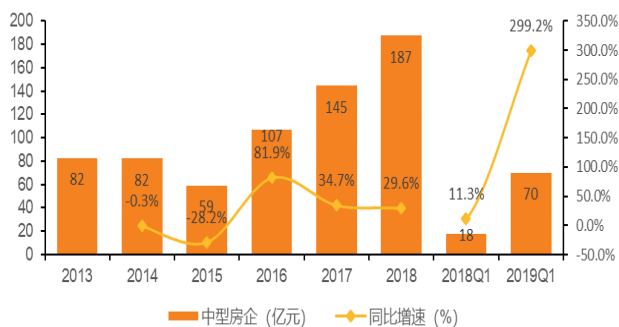
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：大型房企历年净利润（亿元）及同比增速（%）



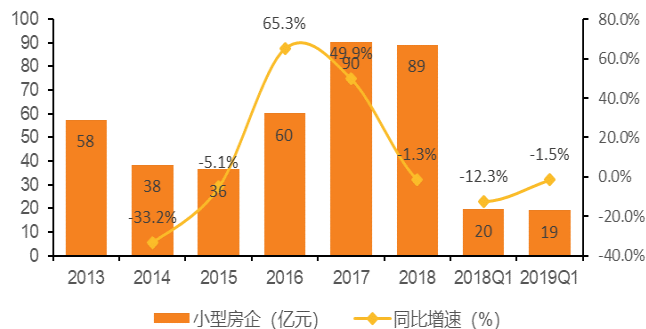
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：中型房企历年净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：小型房企历年净利润（亿元）及同比增速（%）



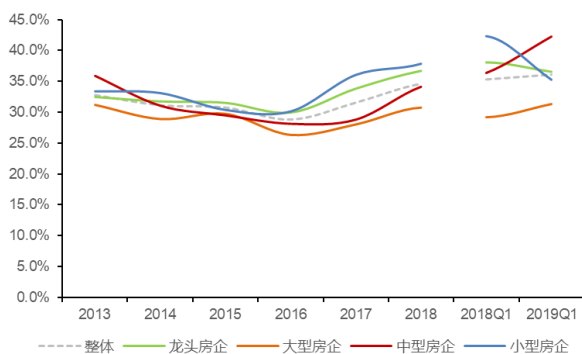
资料来源：Wind、天风证券研究所

由于净利润增速超过营业收入增速，44 家样本房企净利润率也有所提升，由 2017 年 13.5% 提升至 2018 年的 14.5%。而 2019 年第一季度的净利润率为 13.4%，较去年同期下降 0.3 个百分点。

静态来看，2018 年龙头房企净利润率最高，达到 16.9%；其次为小型房企，达到 15.7%；大型和中型房企最低，分别为 12.2%、10.5%。而 2019 年第一季度的净利润率从高到低顺序为中型房企、小型房企、龙头房企、大型房企，分别为 18.1%、15.8%、12.8%、10.6%。

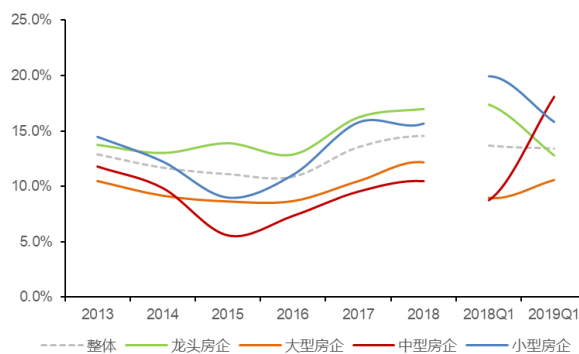
动态来看，大型房企净利润率提升最为明显，从 2017 年 10.5% 提升到 2018 年的 12.2%，提升了 1.7 个百分点；其次为中型房企，从 2017 年的 9.6% 提升至 2018 年的 10.5%（提升了 0.9ct）；龙头房企则分别只提升了 0.8 个百分点，而小型房企则下降了 0.1 个百分点。2019 年第一季度，中型房企的净利润率提升最快，由 8.8% 提升至 18.1%（提升了 9.3pct），大型房企提升了 1.6 个百分点；而小型、龙头房企分别下降 4.1、4.6 个百分点。

图 11：分组房企历年毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：分组房企历年净利润率



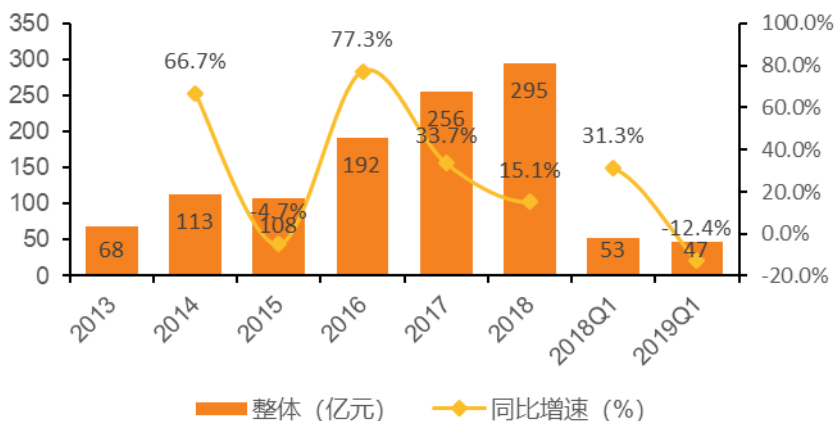
资料来源：Wind、天风证券研究所

净利润增速跑赢营业收入主要有两个原因：

(1) 毛利率提高。44 家样本房企的毛利率由 2017 年的 31.5% 上涨到 2018 年的 34.6%。静态来看，2018 年小型房企毛利率最高，达到 37.8%；其次为龙头房企和中型房企，达到 36.7% 和 34.1%；大型房企最低，只有 30.8%。动态来看，中型房企毛利率提升最为明显，由 2017 年的 28.8% 提高到 2018 年的 34.1%，提升了 5.3 个百分点；其次为龙头房企，从 33.8% 提升到了 36.7%，提升了 2.9 个百分点。小型房企提高的幅度最小，仅提高了 1.8 个百分点。

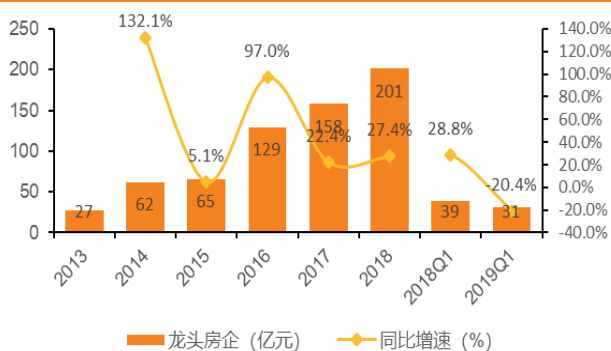
(2) 投资收益增长。2018 年，44 家样本房企的投资收益增速达到 15.1%。其中，龙头房企增速较快，达到 27.4%；小型房企增速最快，达到 38.5%。

图 13：样本房企历年投资收益（亿元）及同比增速（%）



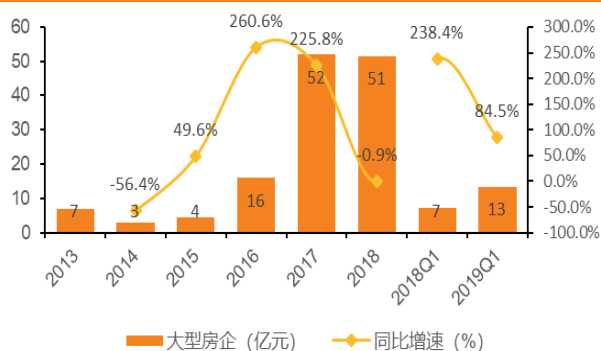
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：龙头房企历年投资收益（亿元）及同比增速（%）



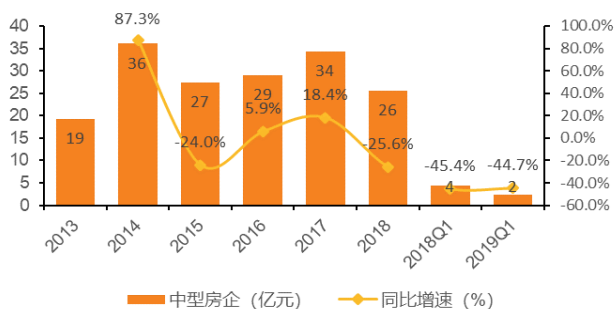
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：大型房企历年投资收益（亿元）及同比增速（%）



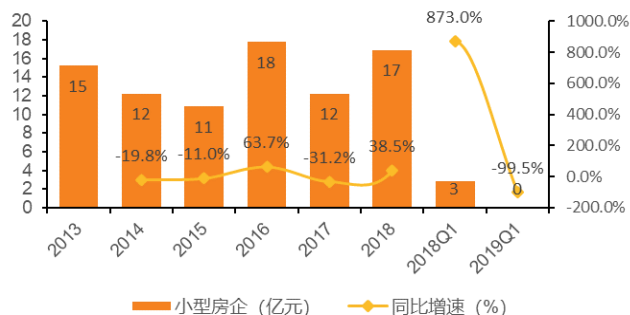
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：中型房企历年投资收益（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

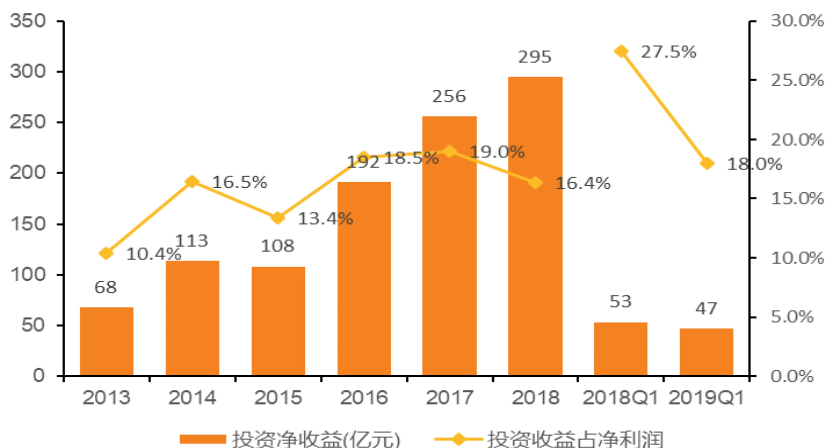
图 17：小型房企历年投资收益（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

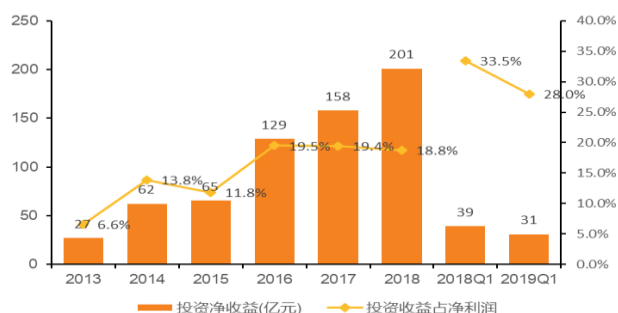
合作开发项目中自己没有并表的项目的利润体现在投资收益中。2018 年，44 家样本房企投资收益占净利润的比例达到 16.4%。小型、龙头房企占比较高，分别达到 19%和 18.8%，或许是因为它们同其他开发商合作的项目中有很多没有并表。大型房企占比最低，仅为 11.2%，这或许是因为大型房企对规模迅速扩张的渴求更为强烈，因而在合作开发的时候要求并表的项目更多。

图 18：样本房企投资收益&投资收益占净利润



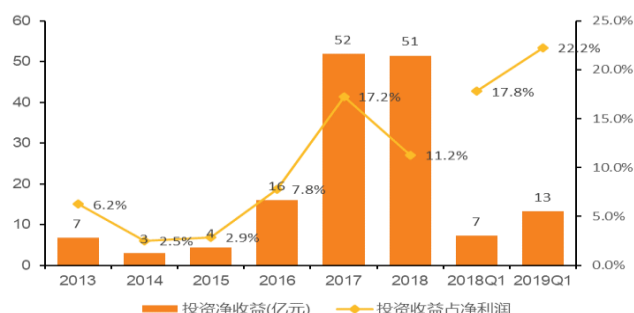
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：龙头房企投资收益&投资收益占净利润



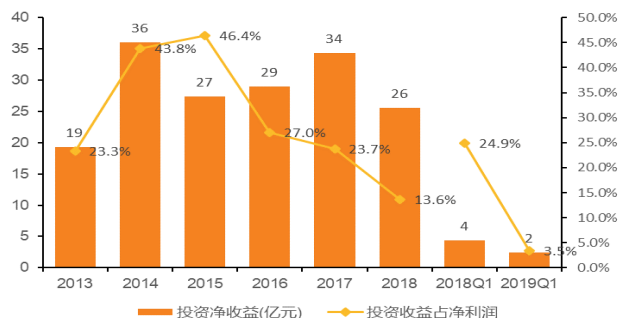
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：大型房企投资收益&投资收益占净利润



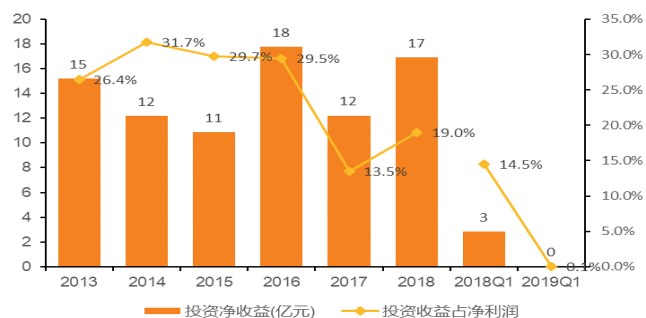
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 21：中型房企投资收益&投资收益占净利润



资料来源：Wind、天风证券研究所

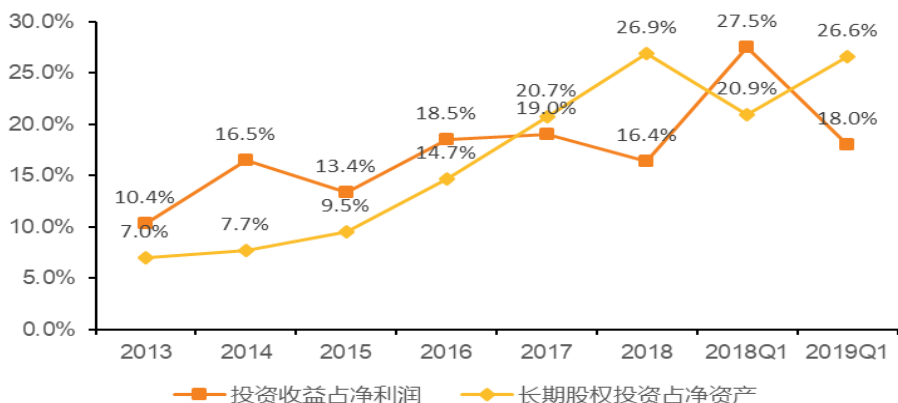
图 22：小型房企投资收益&投资收益占净利润



资料来源：Wind、天风证券研究所

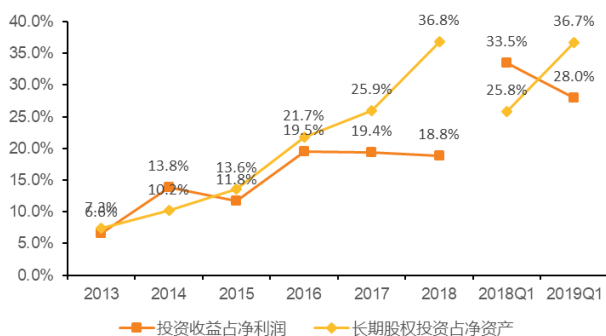
从 44 家样本房企投资收益占净利润的比例来看，近年来同长期股权投资占净资产的比例相差不大，但 2018 年长期股权投资占净资产的比例明显要高于投资收益占净利润的比例。分组来看，龙头、大型房企的长期股权投资占净资产更高一些，这可能是由于龙头、大型房企倾向于进行项目的合作开发；而中、小型房企投资收益占净利润的比例要更高一些，原因可能是由于中、小房企除了合作开发之外，还买了不少银行理财、基金等等。

图 23：样本房企投资收益占净利润 VS 长期股权投资占净资产



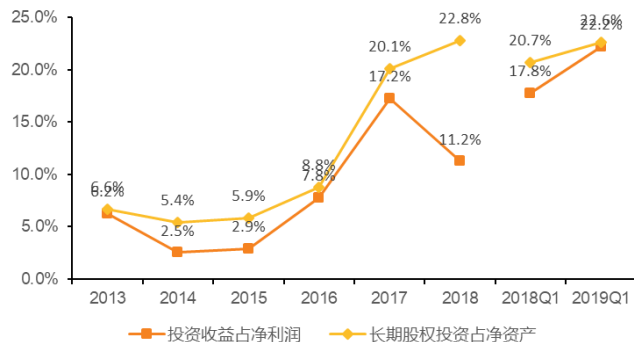
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 23：龙头房企投资收益占净利润 VS 长期股权投资占净资产



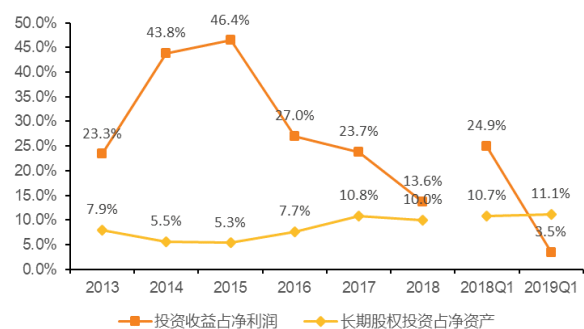
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 24：大型房企投资收益占净利润 VS 长期股权投资占净资产



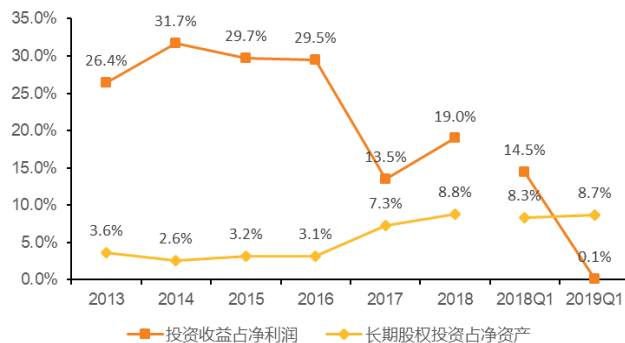
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 25：中型房企投资收益占净利润 VS 长期股权投资占净资产



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：小型房企投资收益占净利润 VS 长期股权投资占净资产



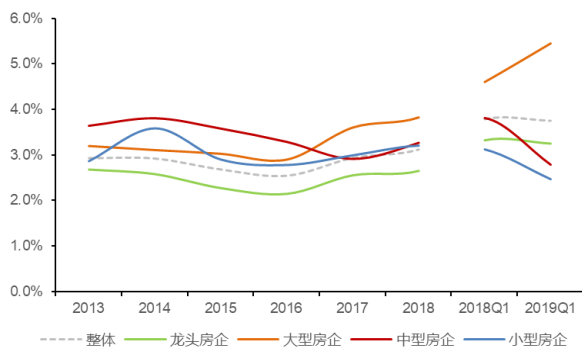
资料来源：Wind、天风证券研究所

2018 年，44 家样本房企的销售费用率为 3.1%，较去年同期提升 0.2pct。静态来看，龙头房企销售费用率优势明显，为 2.7%；中、小型房企销售费用率也相对较低，分别为 3.3%和 3.2%；大型房企销售费用率偏高，达到 3.8%。动态来看，各组房企的销售费用率基本都保持稳定。

44 家样本房企的管理费用率为 3.3%，与去年维持同一水平。静态来看，小、中型房企管理费用率较高，分别为 4.2%、3.9%；大型房企较前两者较低，为 3.5%；而龙头房企则最低，为 3.0%。动态来看，小型房企管理费用率提升明显，提升了 0.9 个百分点；其次为中型房企，提升了 0.2 个百分点；大型房企的管理费用率则维持不变，而龙头房企费率下降了 0.2

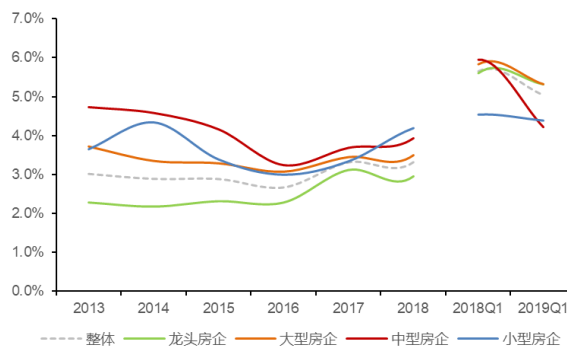
个百分点。

图 27： 分组房企历年销售费用率



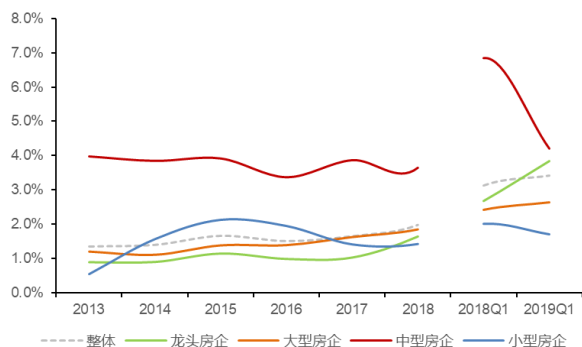
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 28： 分组房企历年管理费用率



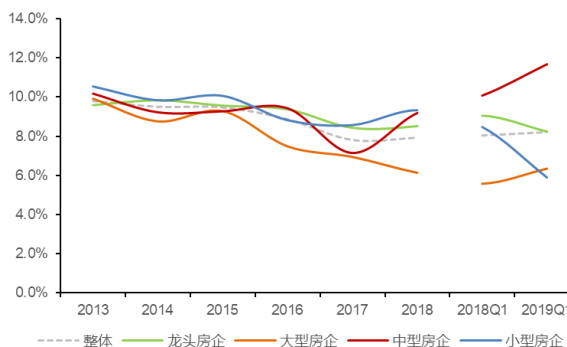
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 29： 分组房企历年财务费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

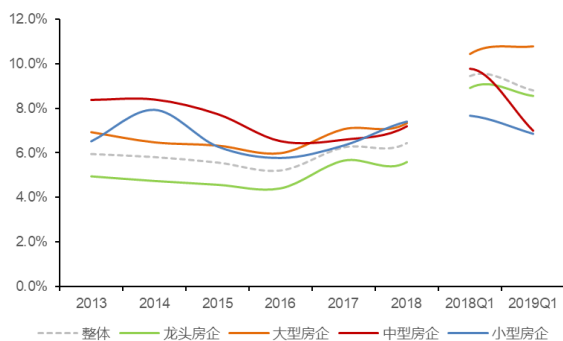
图 30： 分组房企历年税金及附加/营业收入



资料来源：Wind、天风证券研究所

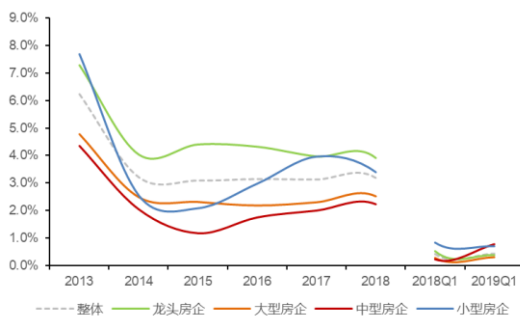
44 家样本房企的“销售管理费用率”为 6.4%，龙头房企优势明显，费用率仅为 5.6%；而大、中、小型三类房企费用率均偏高，分别达到了 7.3%、7.2%、7.4%。我们认为这可能是由于大、中、小型房企销售规模处于快速扩张期，因而费用随销售规模的扩张迅速膨胀，并且直接进入当期损益；但是营业收入的结算存在滞后性，当期结算的营业收入规模小于当期实现的销售规模，费用率的分子分母不匹配，导致费用率显得较高。

图 31： 分组房企历年管理+销售费用率



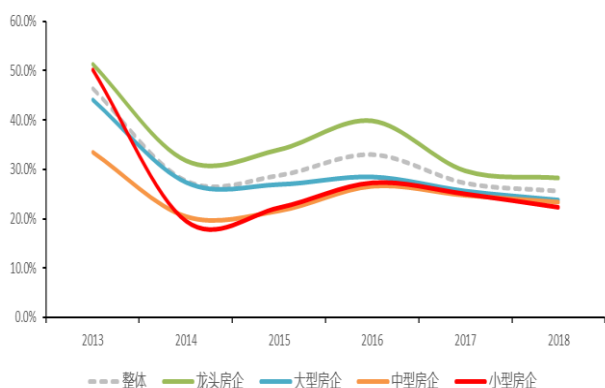
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 33： 分组房企历年 ROA



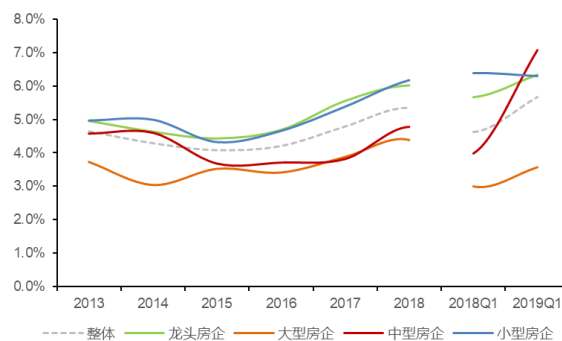
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 35： 分组房企存货周转率



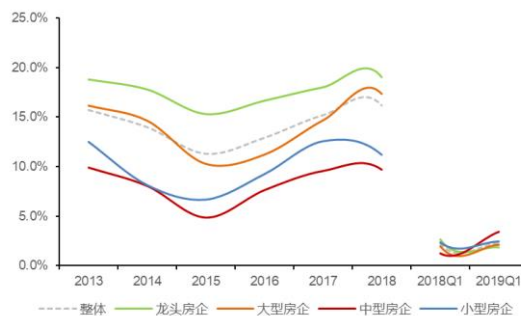
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 32： 分组房企历年所得税占营业收入



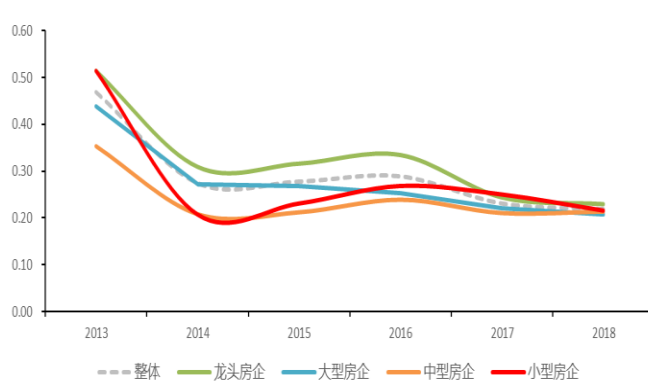
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 34： 分组房企历年 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 36： 分组房企资产周转率



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 归母净利润增速放缓，合作开发带动少数股东损益增长

44 家样本房企归母净利润同比增速低于净利润增速，达到 24.5%，与营业收入增速相近。其中大型房企表现尤为突出，同比增长 40.2%；其次中型、龙头房企增速也较快，分别达到 28.3%、21.2%；而小型房企归母净利润有所下滑，同比下降 4.6%。

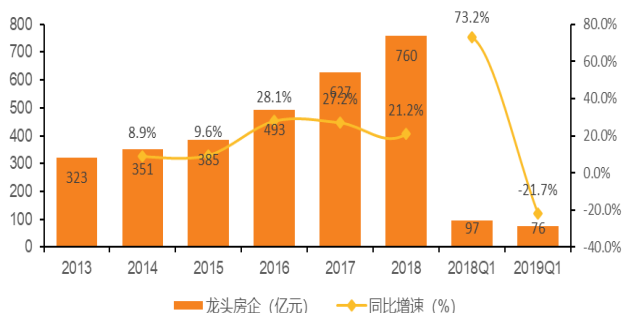
截至 2019 年第一季度，44 家样本房企净利润增速为 20.1%。其中，中型房企增速最快，同比增长 280.3%；其次是大型、小型房企，分别同比增长 28.1%、10.8%；而龙头房企表现一般，同比下降 21.7%

图 37：样本房企历年归母净利润（亿元）及同比增速（%）



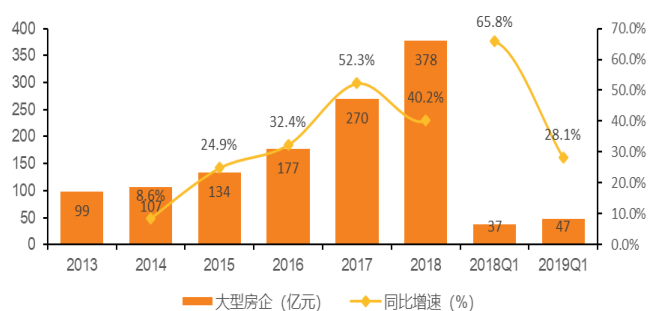
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 38：龙头房企历年归母净利润（亿元）及同比增速（%）



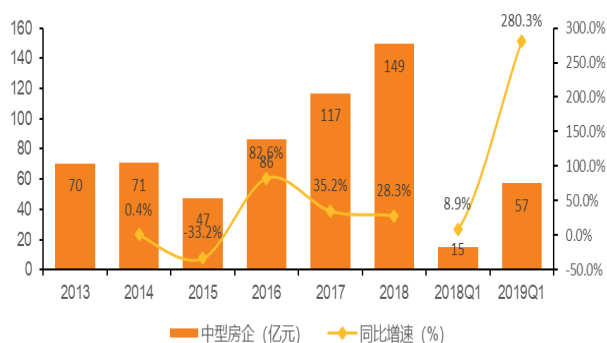
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 39：大型房企历年归母净利润（亿元）及同比增速（%）



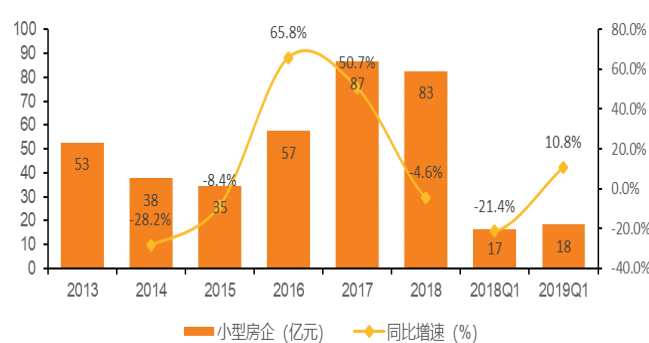
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 40：中型房企历年归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

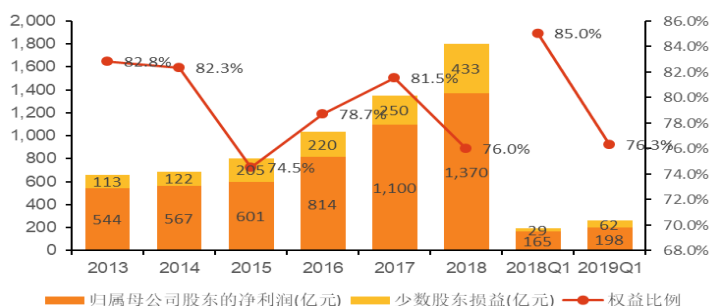
图 41：小型房企历年归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

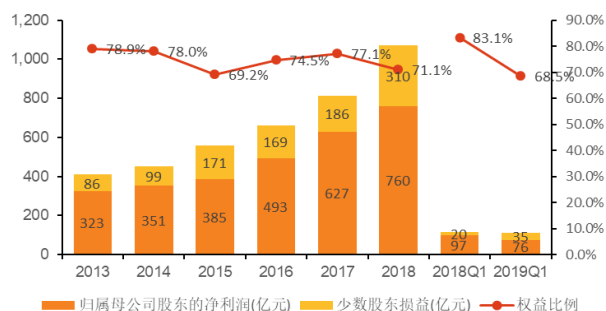
2018年，四组房企的净利润的权益比例均有所下降。

图 42：样本房企归母净利润及权益比例



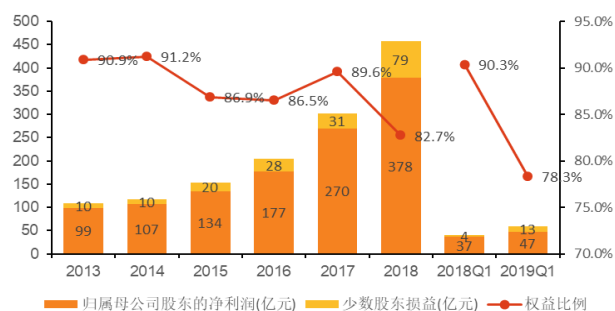
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 43: 龙头房企归母净利润及权益比例



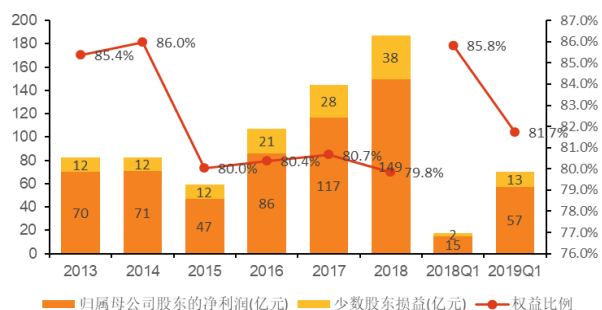
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 44: 大型房企归母净利润及权益比例



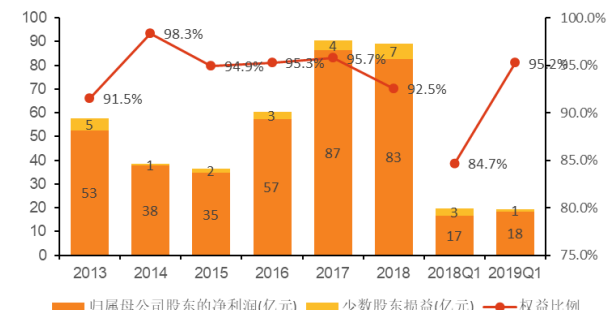
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 45: 中型房企归母净利润及权益比例



资料来源: Wind、天风证券研究所

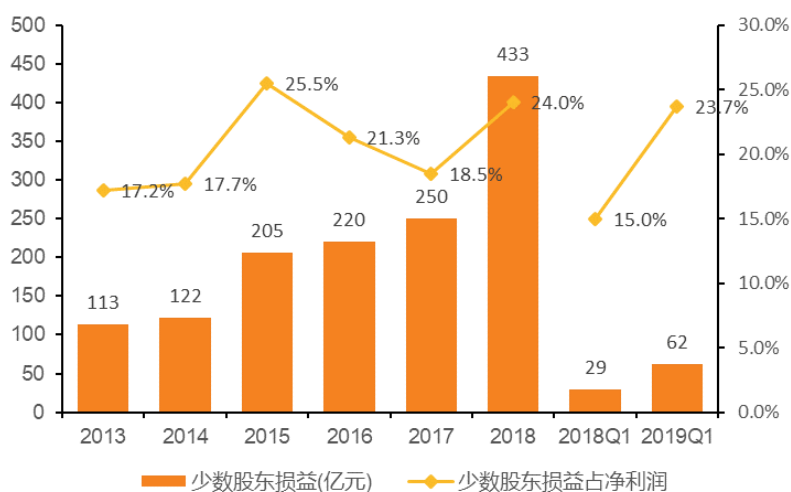
图 46: 小型房企归母净利润及权益比例



资料来源: Wind、天风证券研究所

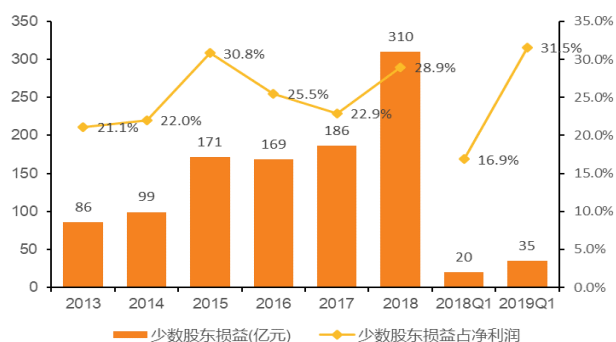
随着合作开发项目的增多, 44 家样本房企少数股东损益占净利润的比例稳中有升, 从 2017 年的 18.5% 提高到 2018 年的 24%。其中龙头房企占比最高, 达到 28.9%, 显示出龙头房企跟其他开发商合作且由自己并表的项目比例较高; 其次为中型房企和大型房企, 分别为 20.2% 和 17.3%; 小型房企的少数股东损益占比最低, 仅为 7.5%, 这可能是由于小型房企同其他开发商合作的项目有很多由其他开发商并表。

图 47: 样本房企少数股东损益及占比



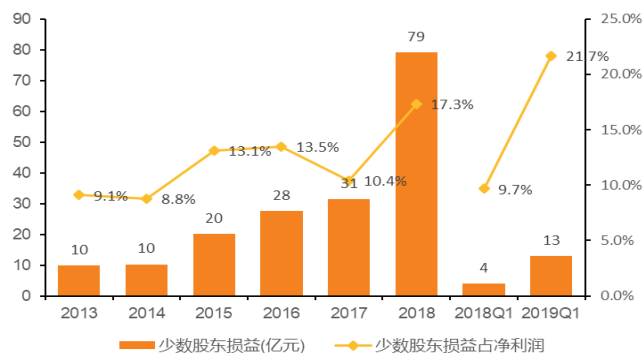
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 48：龙头房企少数股东损益及占比



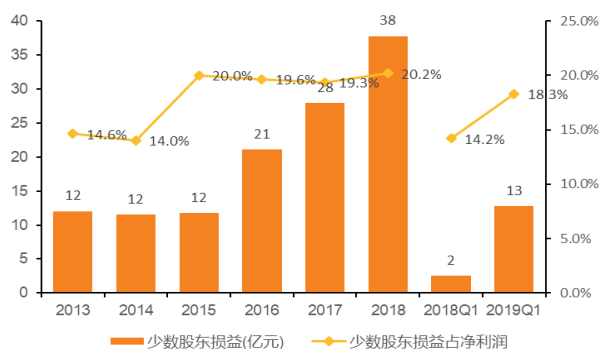
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 49：大型房企少数股东损益及占比



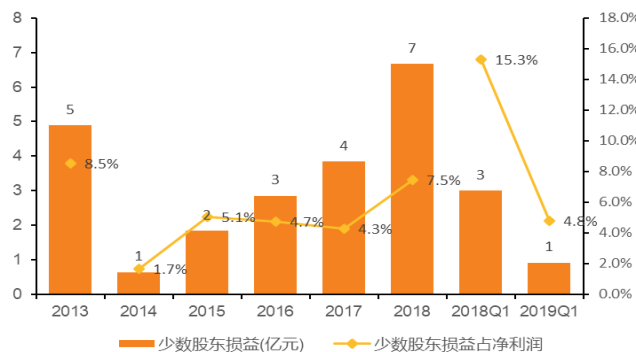
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 50：中型房企少数股东损益及占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 51：小型房企少数股东损益及占比

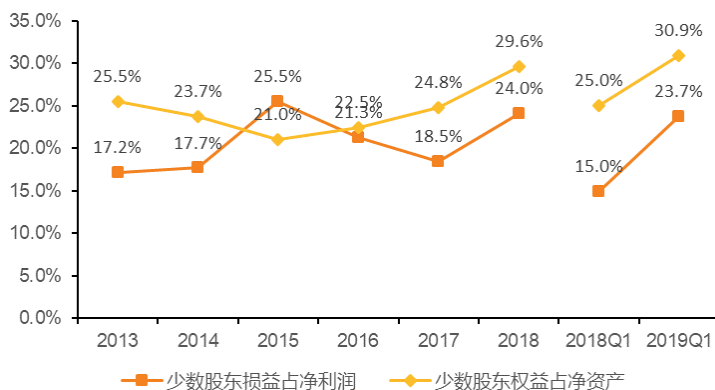


资料来源：Wind、天风证券研究所

我们发现近两年少数股东权益占净资产的比例持续大于少数股东损益占净利润的比例，且两者差距有小幅扩大的趋势。2018年44家样本房企少数股东权益占净资产的比例达到29.6%，而少数股东损益占净利润的比例则只有24%，两者差距5.6个百分点。这可能是近两年房企更多采用了明股实债形式进行融资的结果。

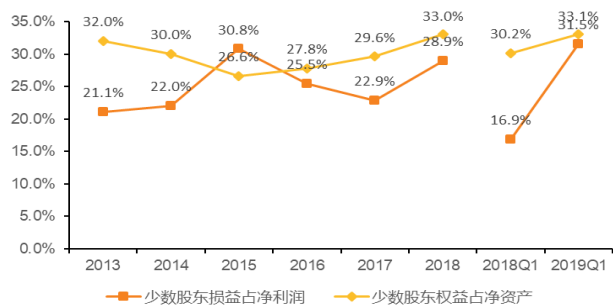
分组来看，大型房企两个比例的差距明显高于其他三组房企，少数股东权益占净资产的比例36.5%，而少数股东损益占净利润的比例只有17.3%，两者差了19.2个百分点。这可能是因为大型房企作为追赶者，为了追求规模的快速扩张，较多地进行了前端融资，因而明股实债的融资方式使用得更多。

图 52：44家样本房企少数股东损益/净利润 VS 少数股东权益/净资产



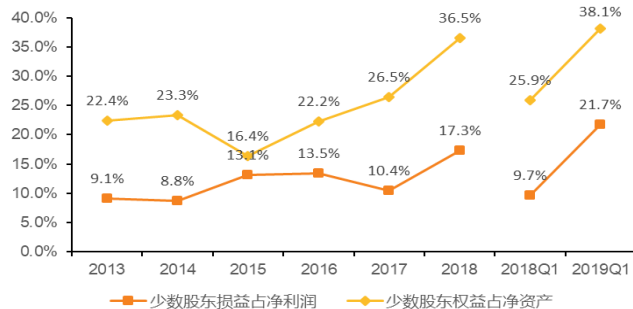
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 53：龙头房企少数股东损益/净利润 VS 少数股东权益/净资产



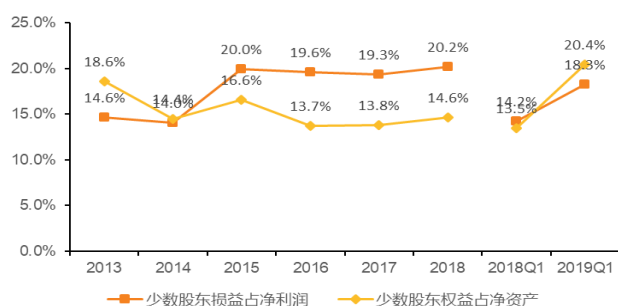
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 54：大型房企少数股东损益/净利润 VS 少数股东权益/净资产



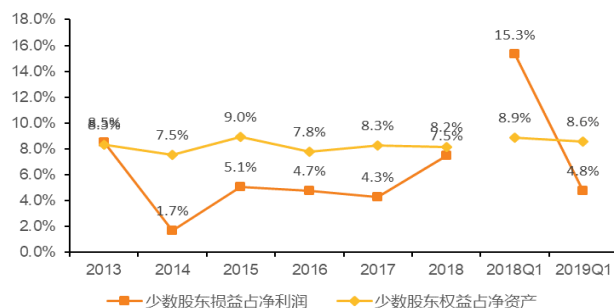
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 55：中型房企少数股东损益/净利润 VS 少数股东权益/净资产



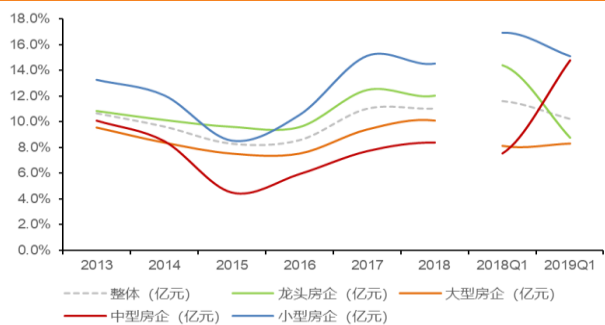
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 56：小型房企少数股东损益/净利润 VS 少数股东权益/净资产



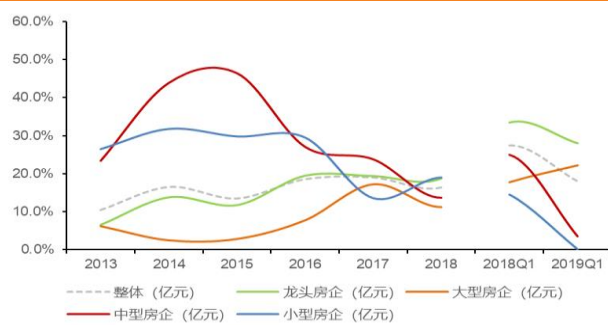
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 57：分组房企历年归母净利润率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 58：分组房企历年投资收益/净利润

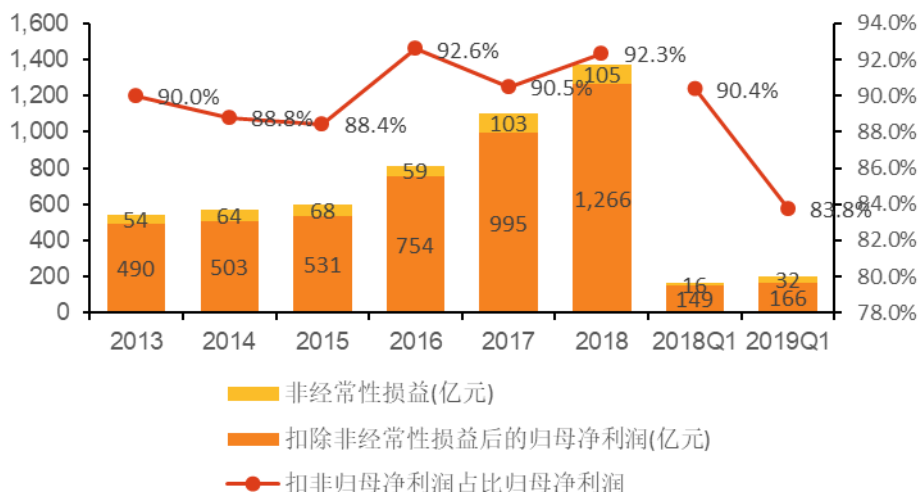


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3. 非经常性损益占比略有上升，小型房企表现尤为突出

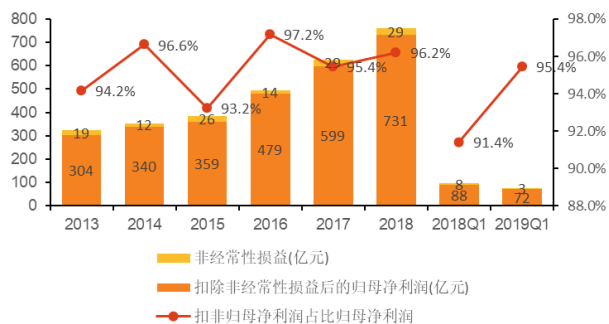
2018 年 44 家样本房企整体的扣非归母净利润占归母净利润的比例同去年略有上升，为 92.3%。分组来看，小型房企下降较多，从 89.9% 下降到 81.6%；龙头、中型房企略有上升，分别由 95.4% 上升至 96.2%，由 82.7% 上升至 84.3%。大型房企扣非净利润占比大幅上升，由 2017 年的 82.4% 提升至 2018 年的 90.1%。

图 59：样本房企扣非归母净利润及占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 60：龙头房企扣非归母净利润及占比



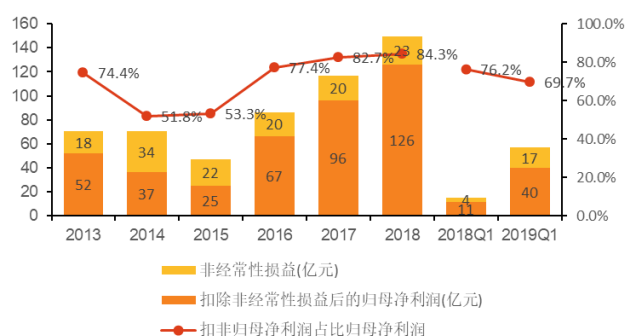
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 61：大型房企扣非归母净利润及占比



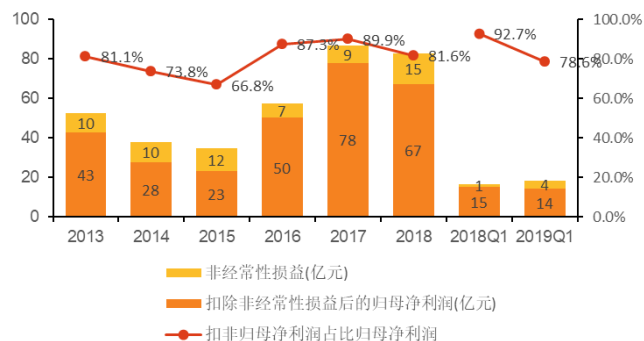
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 62：中型房企扣非归母净利润及占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 63：小型房企扣非归母净利润及占比

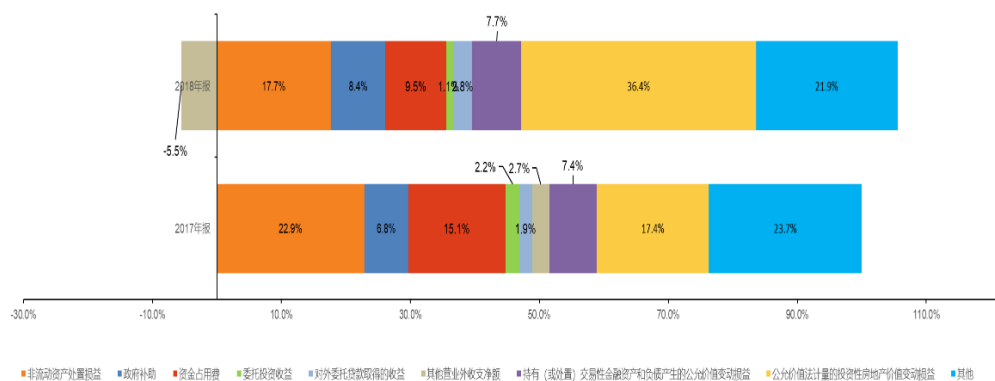


资料来源：Wind、天风证券研究所

从非经常性损益的构成来看，“公允价值法计量的投资性房地产价值变动损益”是占比最大的项目，2018 年年报占比达到 36.4%。

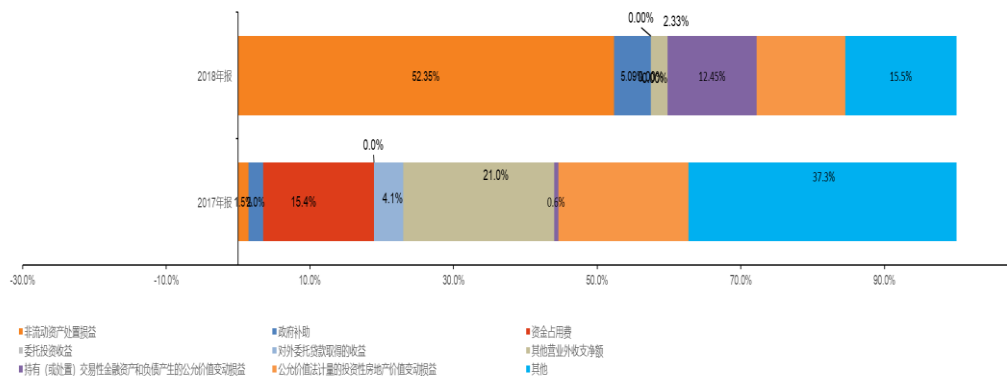
分组来看，龙头房企的“非流动资产处置损益”占比最大，达到 52.35%，明显高于其他房企；大型房企“公允价值法计量的投资性房地产价值变动损益”也占比明显高于其他房企，达到 74.4%；中型房企的“资金占用费”占比最大，为 31.1%；小型房企的“中国证监会认定的其他项目”项目占比最大，达到 68.3%。

图 64：非经常性损益明细科目占比（44 家样本房企）



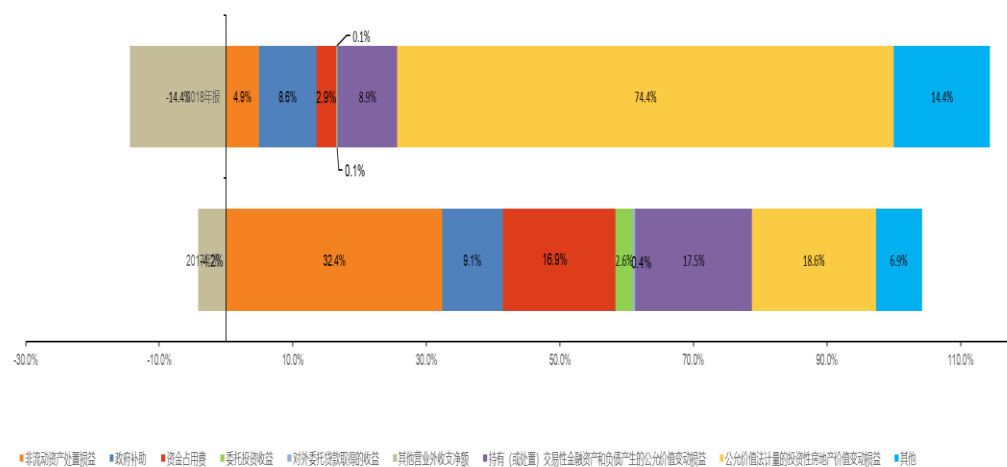
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 65：非经常性损益明细科目占比（龙头房企）



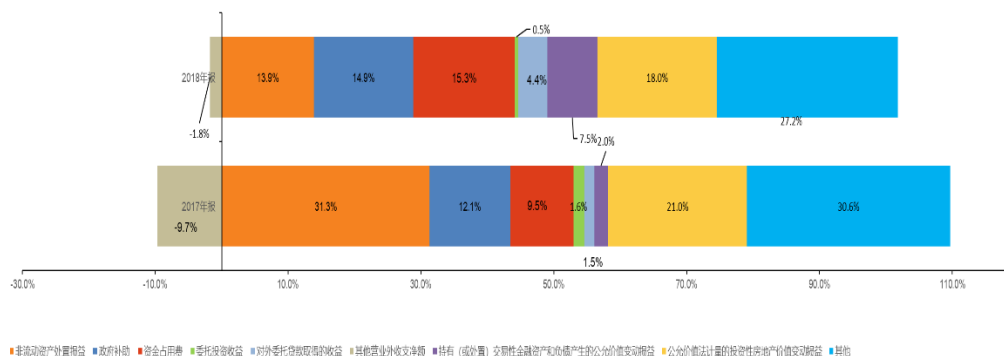
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 66：非经常性损益明细科目占比（大型房企）



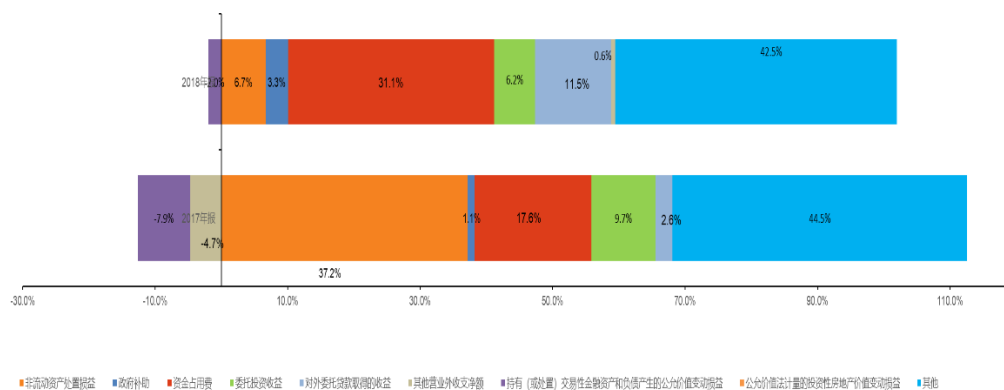
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 67：非经常性损益明细科目占比（中型房企）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 68：非经常性损益明细科目占比（小型房企）



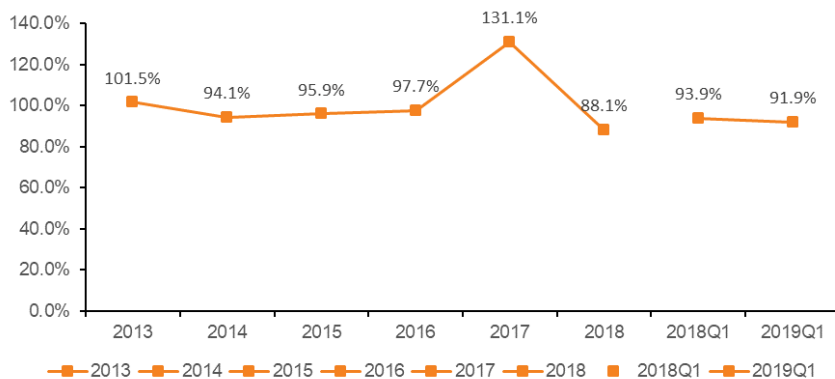
资料来源：Wind、天风证券研究所

1.4. 业绩锁定性较去年有所下降

2018 年，龙头、大型和中型房企 TTM 口径的“业绩锁定性”有所下降，而小型房企由于营业收入增长不明显，业绩锁定性继续上升。

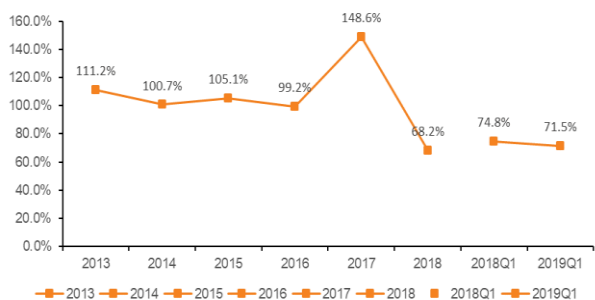
业绩锁定性=期末预收款/TTM 口径的营业收入

图 69：样本房企预收款锁定率



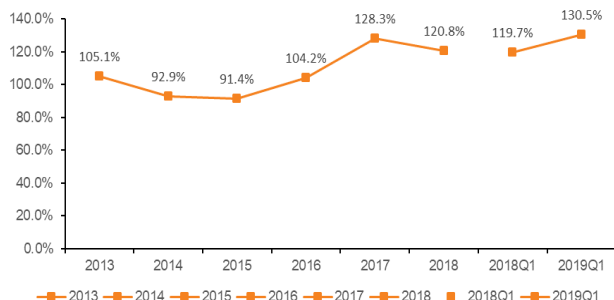
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 70：龙头房企预收款锁定率



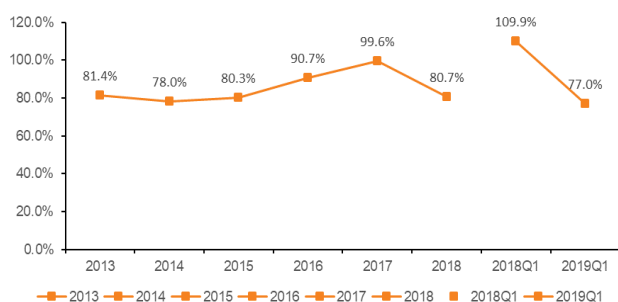
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 71：大型房企预收款锁定率



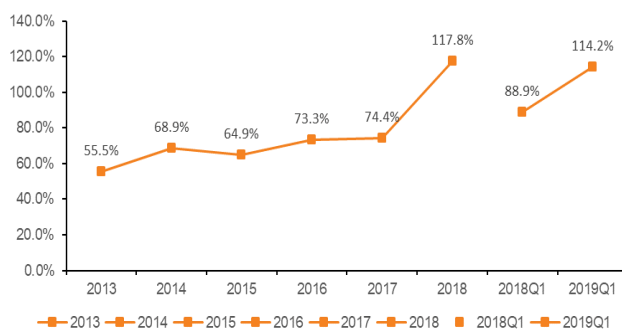
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 72：中型房企预收款锁定率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 73：小型房企预收款锁定率

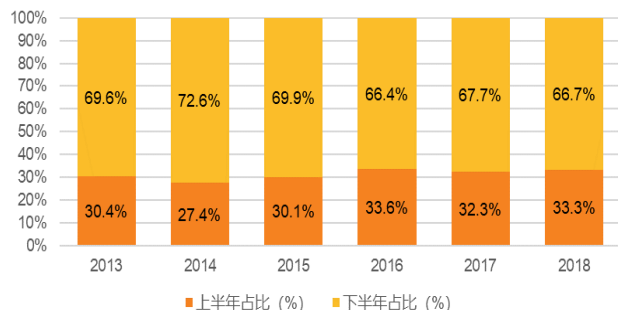


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.5. 半年报业绩占全年的比例

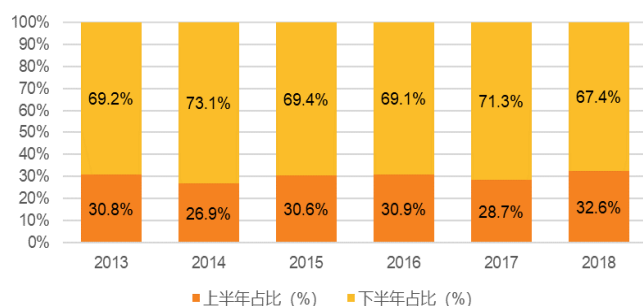
从房企经营业绩释放的节奏来看，历年来利润表各项指标下半年结算的比例远远大于上半年。以 2018 年为例，上半年营业收入占全年的比例仅为 33.3%，净利润占比为 32.6%，归母净利润 34%。各项费用结算的节奏相对均匀一些，销售费用 31.9%，管理费用 41.6%，财务费用 46.9%。

图 74：样本房企营业收入上下半年占比



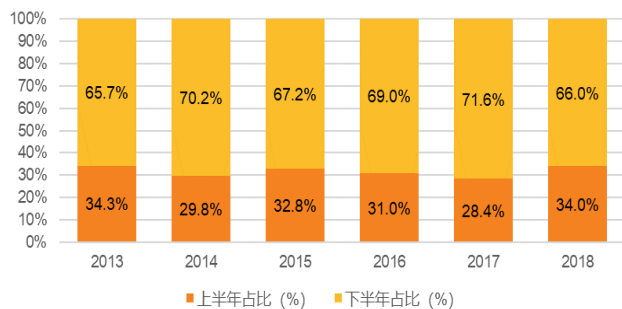
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 75：样本房企净利润上下半年占比



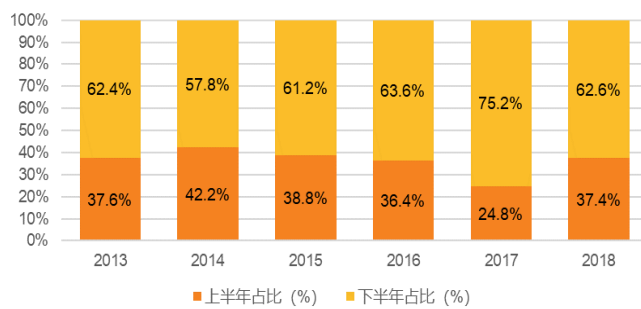
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 76：样本房企归母净利润上下半年占比



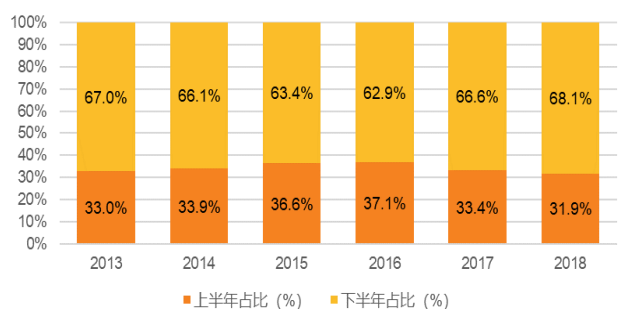
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 77：样本房企非经常性损益上下半年占比



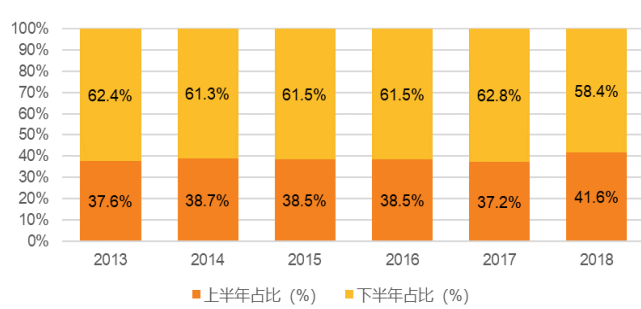
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 78：样本房企销售费用上下半年占比



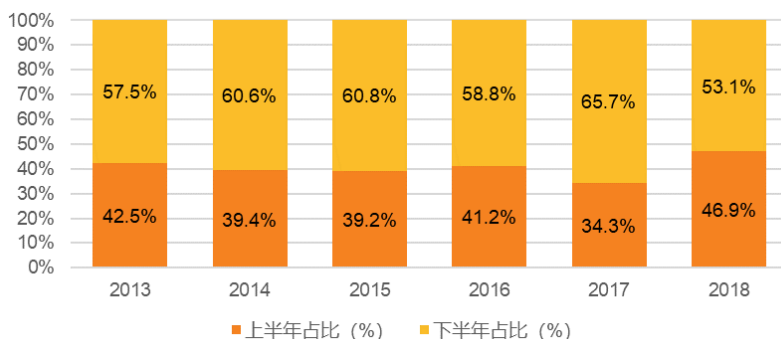
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 79：样本房企管理费用上下半年占比



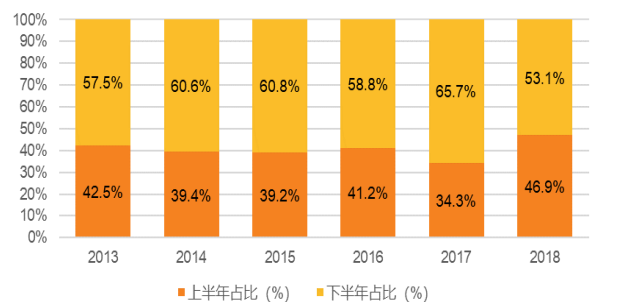
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 80：样本房企财务费用上下半年占比



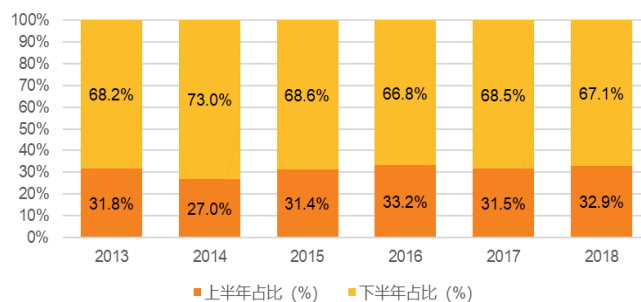
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 81：样本房企税金及附加上下半年占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 82：样本房企所得税上下半年占比



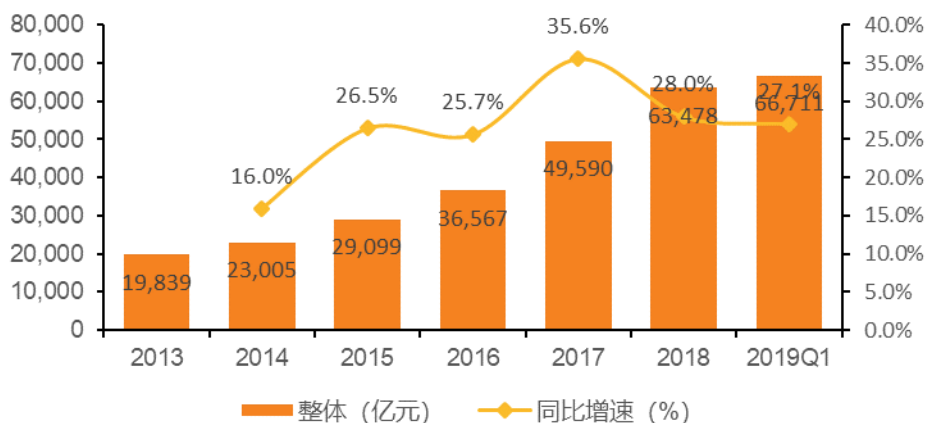
资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 资产负债表：合作开发改变资产结构，明股实债在负债结构中占比不大

2.1. 资产：合作开发导致龙头和大型房企长期股权投资和其他应收款占比不断提升；小型房企减少拿地，货币资金占比不断提升

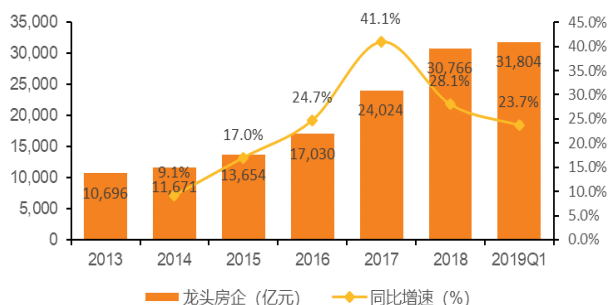
44 家样本房企总资产规模不断扩张，2018 年总资产规模达到 63478 亿元，同比增长 28%。其中龙头房企和大型房企增速最快，分别达到 28.1%和 35.0%；中、小型房企增速稍慢，分别为 17.1%和 17.7%。

图 83：样本房企历年总资产（亿元）及同比增速（%）



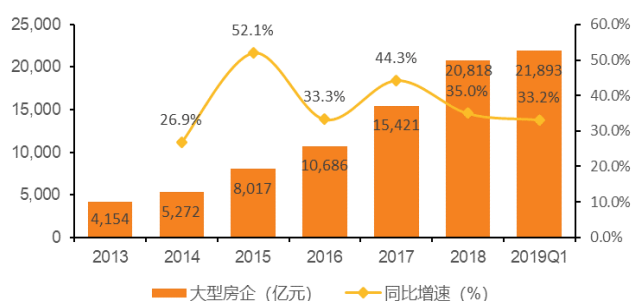
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 84：龙头房企历年总资产（亿元）及同比增速（%）



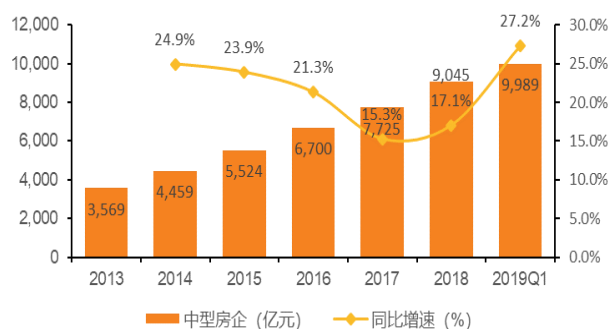
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 85：大型房企历年总资产（亿元）及同比增速（%）



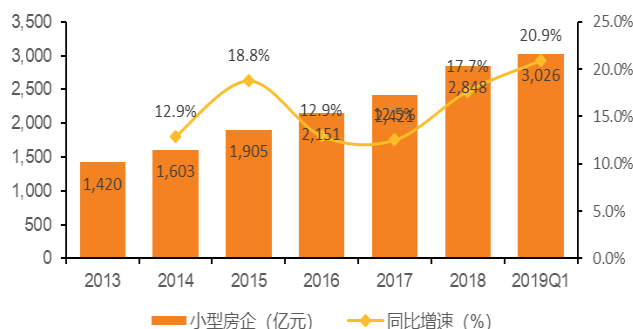
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 86：中型房企历年总资产（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

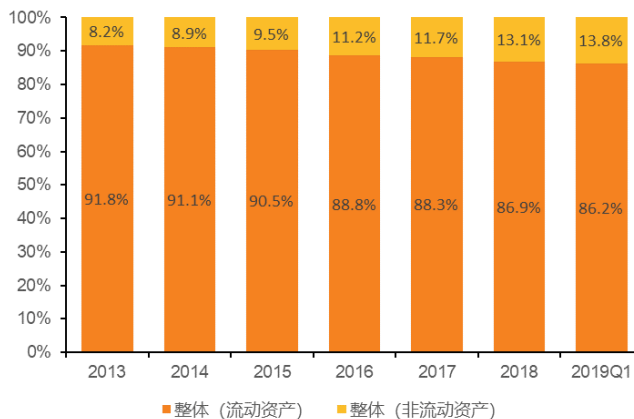
图 87：小型房企历年总资产（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

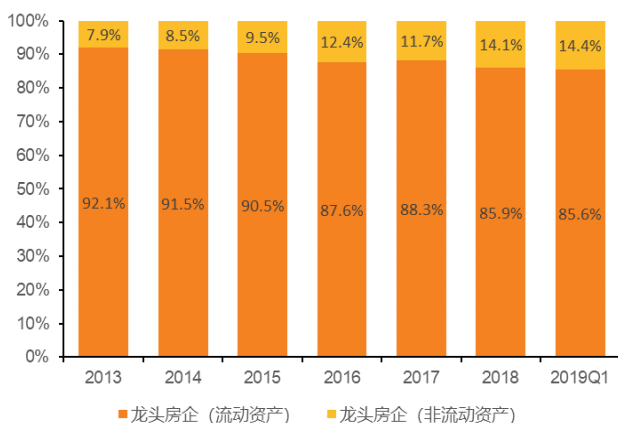
从资产结构来看，非流动资产占比有逐年提升的趋势，2018 年年报达到 13.1%，2019 年第一季度占比则达到 13.8%，我们认为可能是由于合作开发项目增多引起的长期股权投资占比提高所致。

图 88：样本房企流动、非流动资产占比



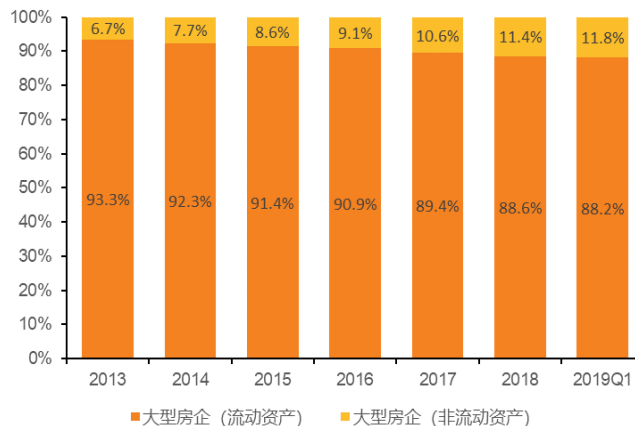
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 89：龙头房企流动、非流动资产占比



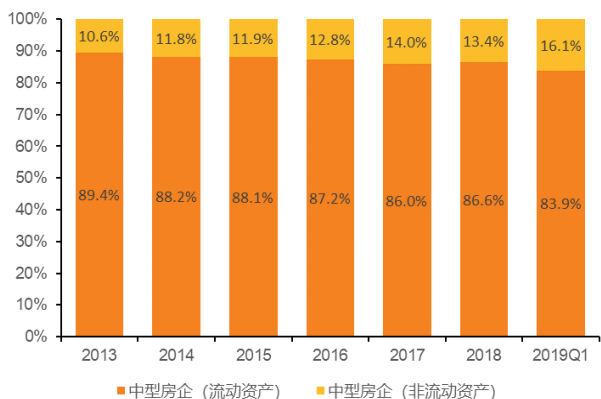
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 90：大型房企流动、非流动资产占比



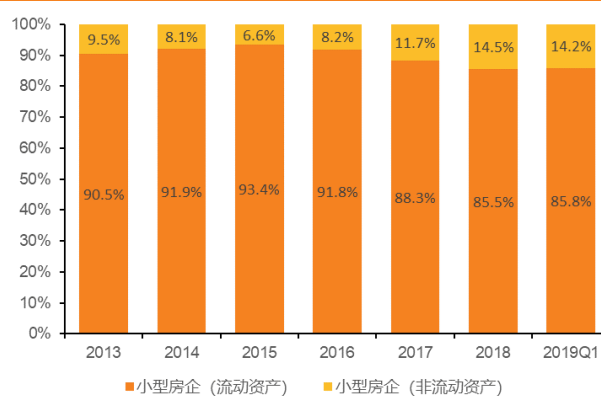
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 91：中型房企流动、非流动资产占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 92：小型房企流动、非流动资产占比



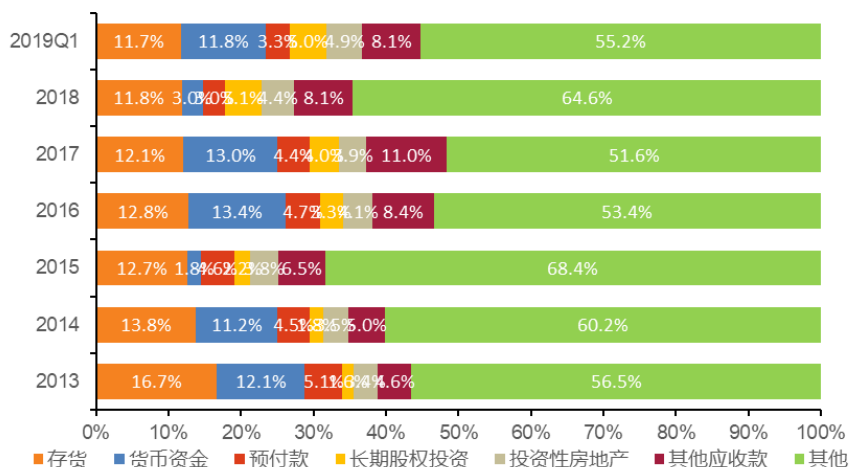
资料来源：Wind、天风证券研究所

如果拆分 44 家样本房企资产的详细结构，我们发现存货占比超过一半，但近年来占比不断下滑，2018 年占比降至 55.2%，2019 年一季度小幅回升至 55.6%；而近年来长期股权投资占比不断提高，2018 年占比达到 5.1%，这可能是由于合作开发项目不断增多所致，房地产企业持有的非并表项目公司的所有者权益反映在长期股权投资科目里。

此外，与合作方共同开发项目的过程中，对非并表项目公司发放的股东借款体现在其他应收款科目里。项目形成销售回笼后各股东方可能会按持股比例将富余资金拆回。对于合并报表的一方而言，少数股东提前拆回的资金也记入了其他应收款，部分房企会在附注中将其列示为“应收少数股东款”。

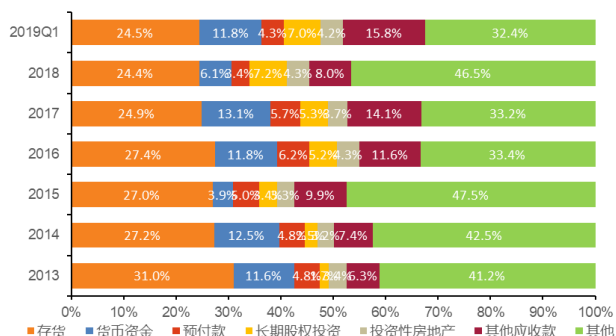
分组来看，小型房企资产结构中货币资金的比例明显高于其他三组房企，2018 年达到 14.8%，说明小型房企在实现销售回款之后减少了再投资的力度；龙头房企和大型房企长期股权投资和其他应收款的占比明显高于其他两组房企，可能说明龙头和大型房企更多地采用了合作开发模式。

图 93：资产明细科目占比（样本房企）



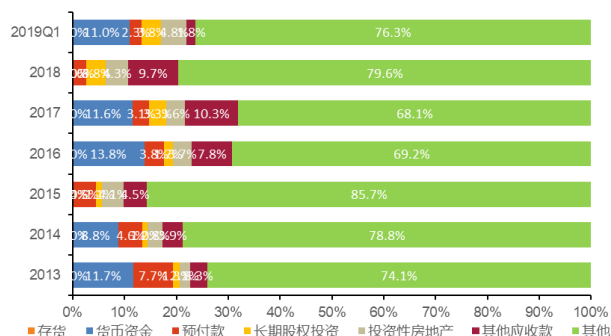
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 94：资产明细科目占比（龙头房企）



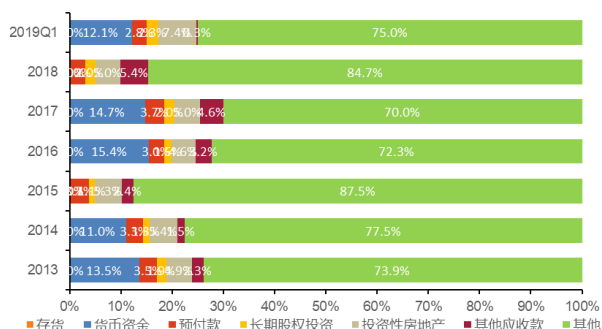
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 95：资产明细科目占比（大型房企）



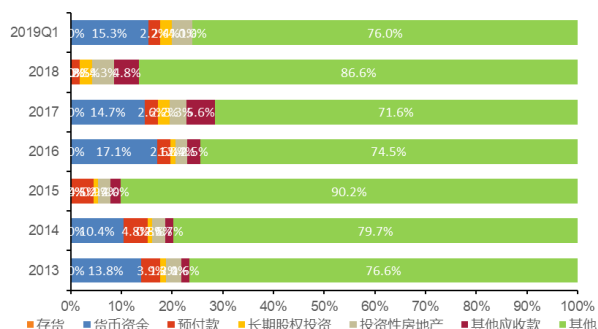
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 96：资产明细科目占比（中型房企）



资料来源：Wind、天风证券研究所

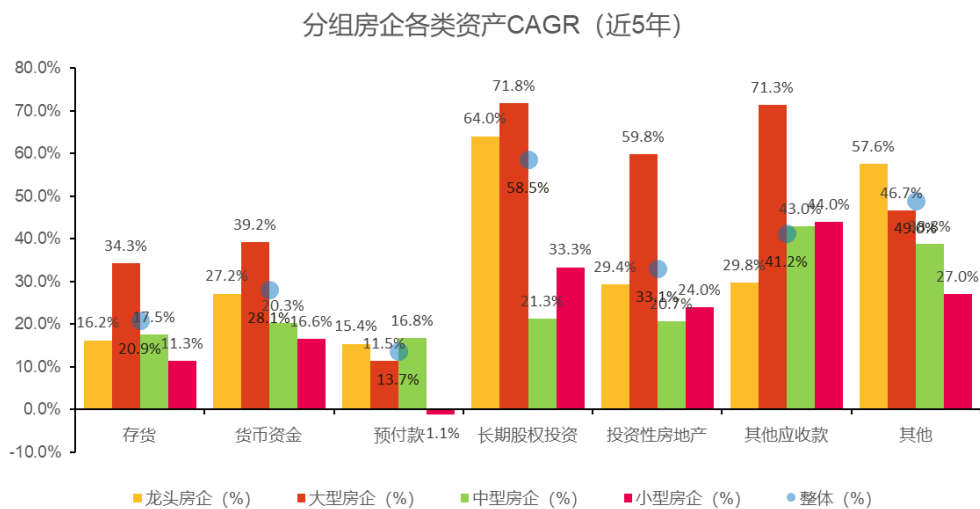
图 97：资产明细科目占比（小型房企）



资料来源：Wind、天风证券研究所

从近五年的增速来看，对于龙头、大型、小型房企而言，长期股权投资和其他应收款增速明显快于其他几类资产；对于中型房企而言，其他应收款项目的增速高于其他几类资产。而长期股权投资及其他应收款的增速较快，则说明近年来各大房企在加大合作开发模式的运作。

图 98：分组房企各类资产 CAGR(近五年)

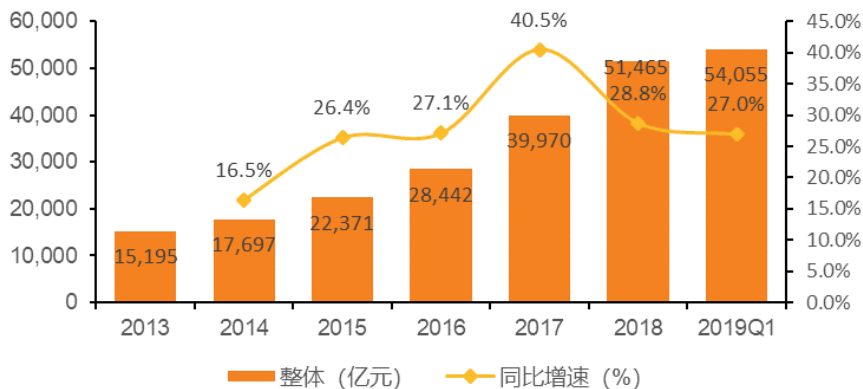


资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2. 负债：合作开发导致其他应付款占比不断提升，明股实债占比不大

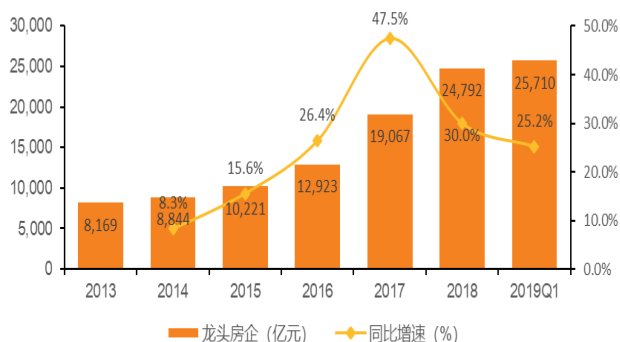
44家样本房企总负债规模不断扩张，2018年总负债规模达到51465亿元，同比增长28.8%。其中龙头房企和大型房企增速最快，分别达到30%和34.6%；中、小型房企增速稍慢，分别为14.7%和22.5%。

图 99：样本房企历年总负债（亿元）及同比增速（%）



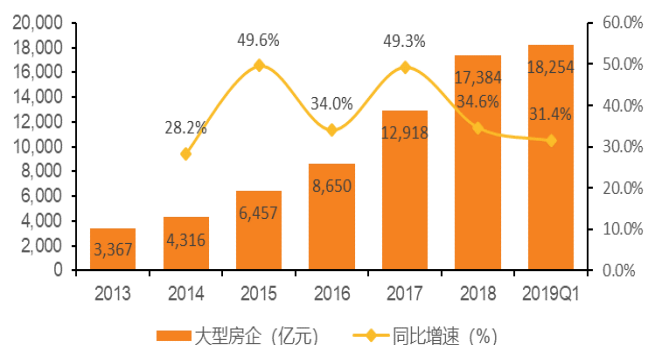
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 100：龙头房企历年总负债（亿元）及同比增速（%）



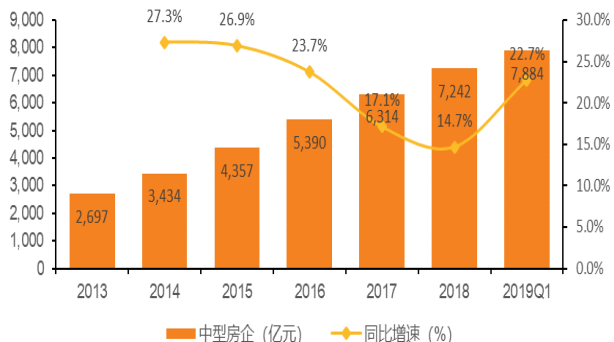
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 101：大型房企历年总负债（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 102：中型房企历年总负债（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 103：小型房企历年总负债（亿元）及同比增速（%）

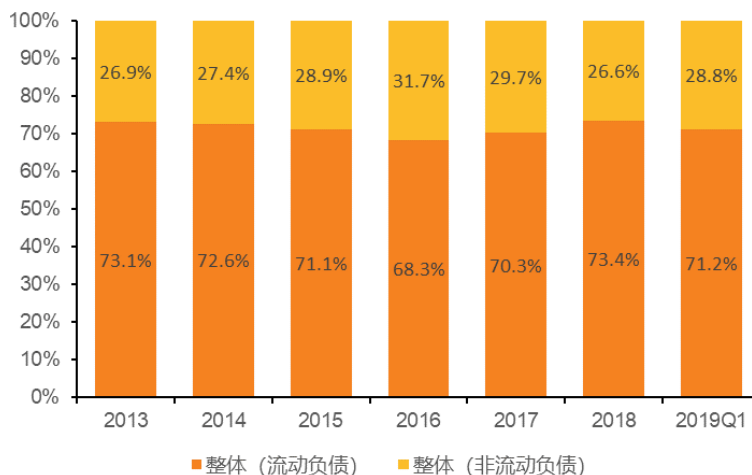


资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2.1. 不考虑隐性负债

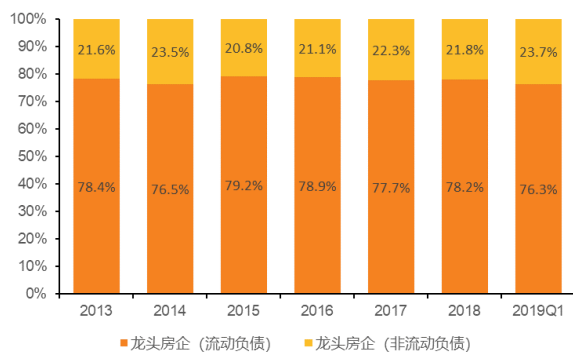
从负债结构来看，44家样本房企整体近两年流动负债占比有逐年提升的趋势，2018年达到73.4%，我们认为可能是由于近两年销售快速增长导致预收款迅速扩张。分组来看，龙头房企和小型房企流动负债占比略有上升，分别为78.2%和66.6%；而大、中型房企流动负债占比有所上升幅度较大，占比分别达到70.6%和65.6%。

图 104：流动、非流动负债占比（样本房企）



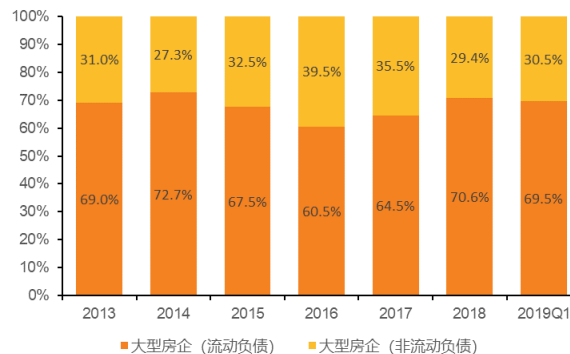
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 105：流动、非流动负债占比（龙头房企）



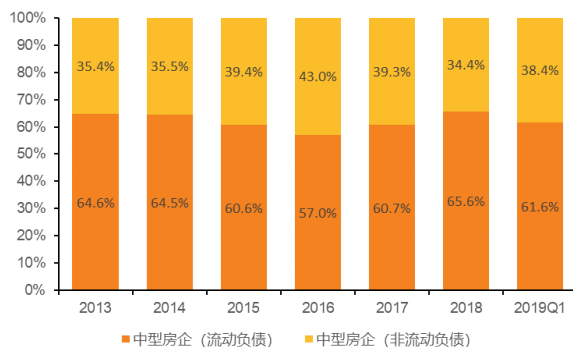
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 106：流动、非流动负债占比（大型房企）



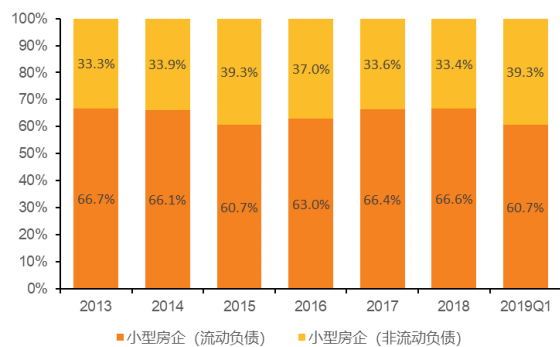
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 107：流动、非流动负债占比（中型房企）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 108：流动、非流动负债占比（小型房企）

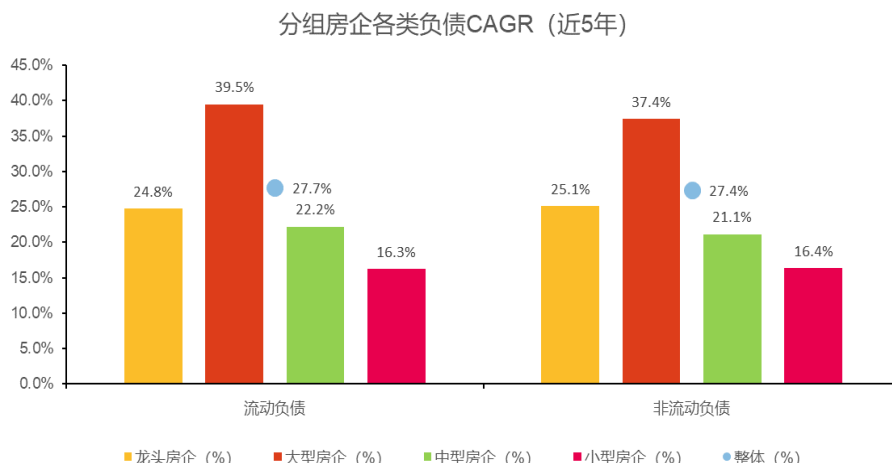


资料来源：Wind、天风证券研究所

虽然流动负债的基数远大于非流动负债，但是从各组房企的流动负债和非流动负债的规模

增速来看，两者相差不大。

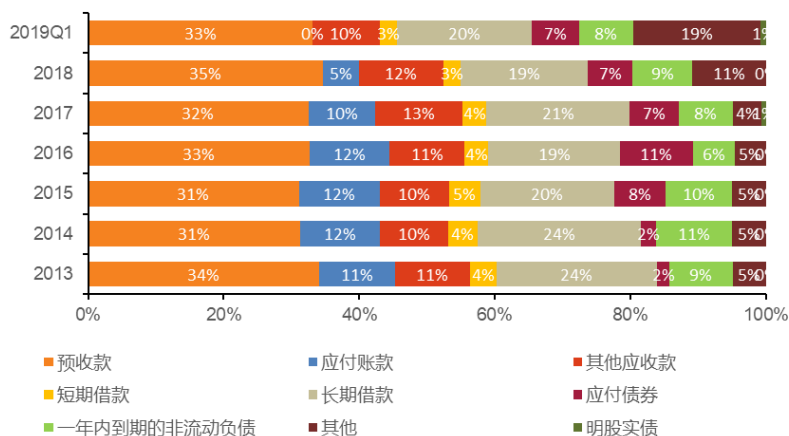
图 109：分组房企流动负债、非流动负债 CAGR(近五年)



资料来源：Wind、天风证券研究所

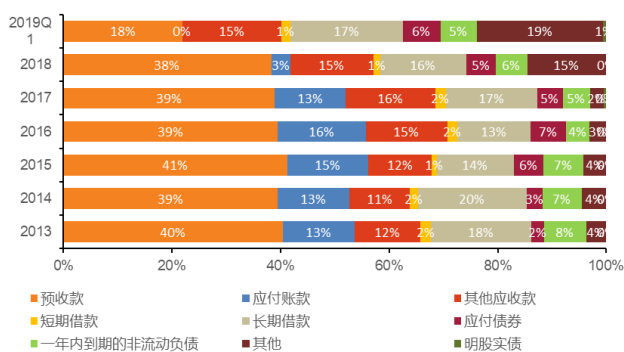
如果拆分 44 家样本房企负债的详细结构，我们发现预收款占比最高，且近几年占比呈不断上升趋势，2018 年报达到 35.0%。龙头房企负债结构中预收款占比明显高于其他三组，达到了 38%，预收款本质上占用的是购房者的资金，是一种经营杠杆，这说明龙头房企更多依靠销售回款内生增长，而不再过度依赖有息负债杠杆。

图 110：负债明细科目占比（样本房企）



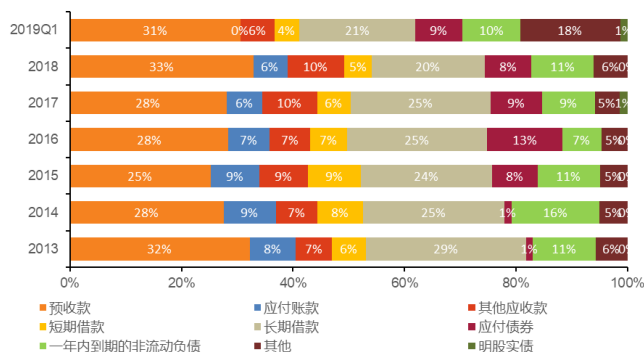
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 111：负债明细科目占比（龙头房企）



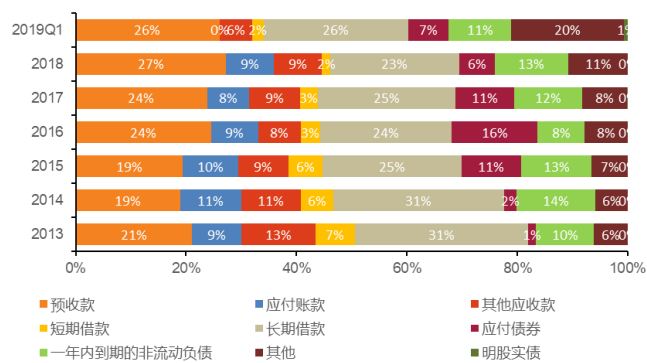
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 112：负债明细科目占比（大型房企）



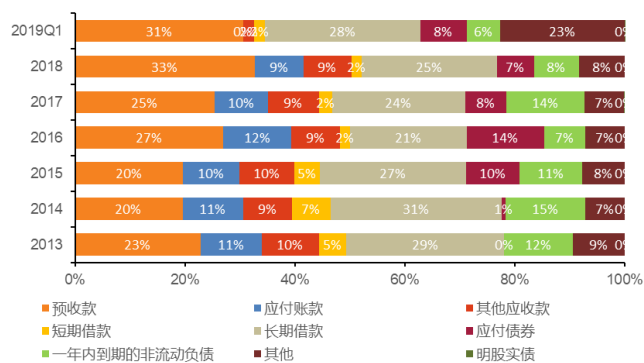
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 113：负债明细科目占比（中型房企）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 114：负债明细科目占比（小型房企）



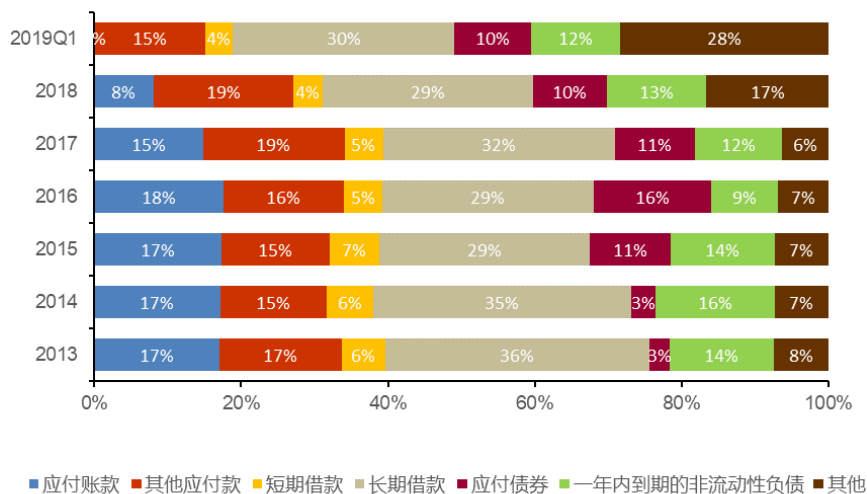
资料来源：Wind、天风证券研究所

如果剔除掉预收款之后再来看房企的负债结构，我们发现占比最大的是长期借款，其次为其他应付款，其他应付款占比近年来呈不断上升趋势，这可能是由于合作开发项目不断增多所致，并表项目公司获得的少数股东借款一般记入其他应付款当中，其中既包括真实合作开发的房地产企业，也包括明股实债形式投资入股的信托公司等。

此外，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方可能会按持股比例将富余资金拆回。对于没有合并报表的一方而言，自己提前拆回的资金也记入了其他应付款。

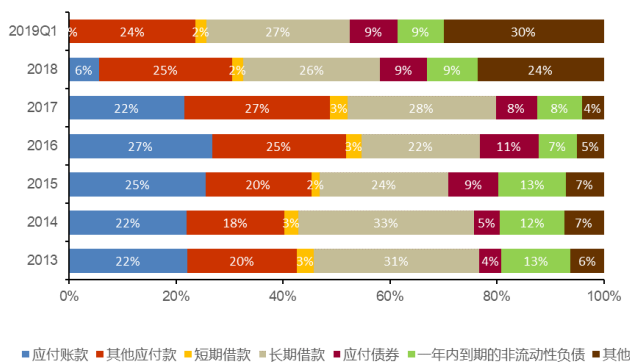
分组来看，龙头房企其他应付款的占比明显高于其他三组房企，可能说明龙头房企更多地采用了合作开发模式。大型房企应付债券占比高于其他三组房企，说明处于扩张期的大型房企更加积极地利用资本市场进行直接融资。大、中型房企到期债务（短期借款+一年内到期的非流动负债）占比较高，分别达到 24%和 20%，短期偿债压力较大。

图 115：剔除预收款后负债明细科目占比（样本房企）



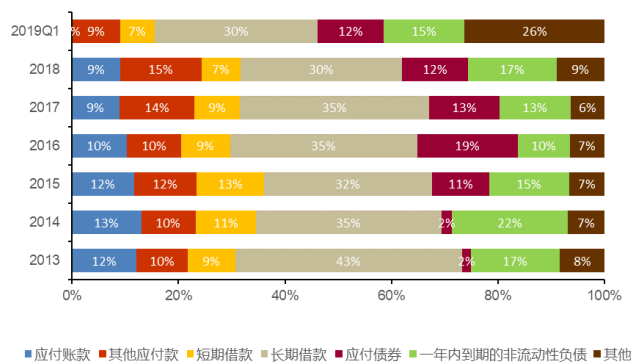
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 116: 剔除预收款后负债明细科目占比 (龙头房企)



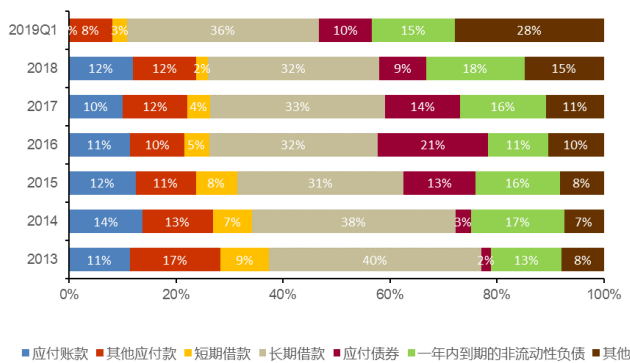
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 117: 剔除预收款后负债明细科目占比 (大型房企)



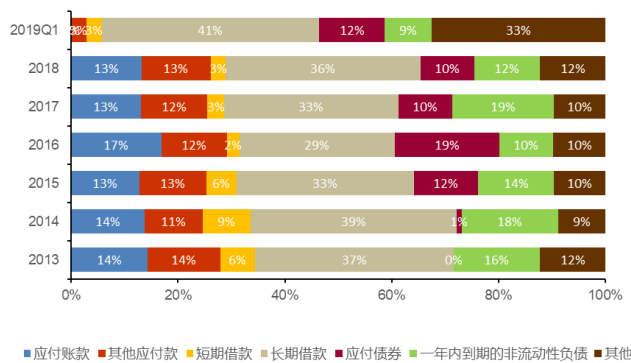
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 118: 剔除预收款后负债明细科目占比 (中型房企)



资料来源: Wind、天风证券研究所

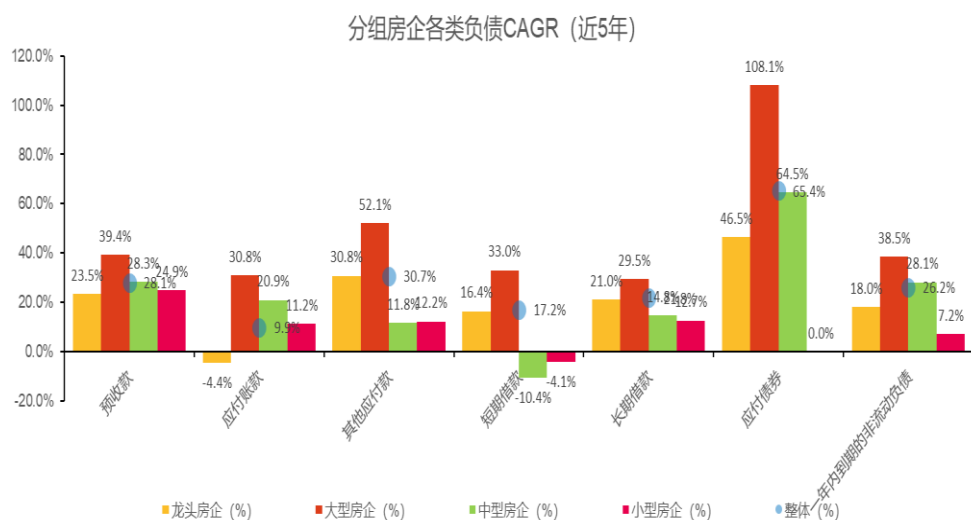
图 119: 剔除预收款后负债明细科目占比 (小型房企)



资料来源: Wind、天风证券研究所

对于龙头、大型、中型三组房企而言，应付债券都是近五年复合增速最快的融资方式，小型房企增长最快的则是“预收款”。此外我们发现，大型房企在所有负债科目里增速都是最快的，说明大型房企作为追赶者，在规模快速扩张的过程中将各种融资方式都用到了极致。

图 120: 分组房企各类负债 CAGR(近五年)



资料来源: Wind、天风证券研究所

房地产企业的“隐性负债”是指没有体现在公司合并财务报表中的有息负债（也就是短期

借款，长期借款，应付债券，一年内到期的非流动负债，应付票据等）里面的融资。主要包括两大部分，（1）合并报表范围内明股实债形式的融资（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）非并表子公司的融资（既包括借贷、发债等债性融资，也包括明股实债）。

2.2.2. 考虑明股实债

房地产企业的明股实债融资又分为集团层面的明股实债（主要是优先股、永续债等）和项目公司层面的明股实债。

（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。

除了上述标准化形式的永续债、优先股、可转债等工具外，华夏幸福的“永续期委托贷款”也记入了“其他权益工具”，本质上是一种非标永续债。

（2）并表项目公司的明股实债融资：

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。由于明股实债产生的资本公积一般数额较小，甚至很多是负值，我们暂时忽略不计。

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：

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

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

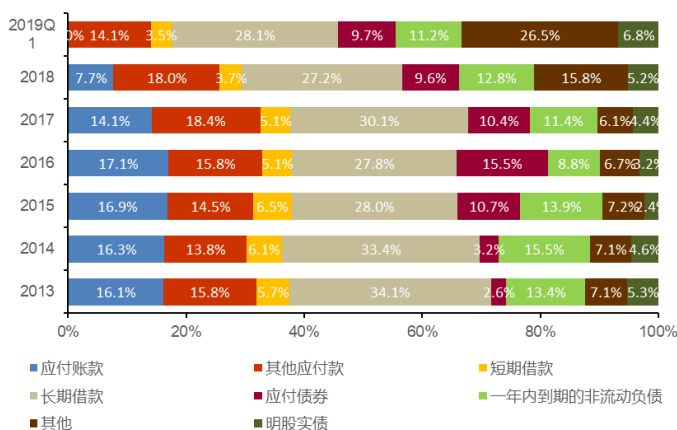
当然，这只是一个估算，核心思想是希望从少数股东权益 m 当中，尽可能地将真实合作开发产生的少数股东权益剔除掉，从而尽可能还原出明股实债产生的少数股东权益 x 。这里面蕴含了一些假设，比如假设每一份真实的少数股东权益产生利润的能力是相同的。

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，我们也可以使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。

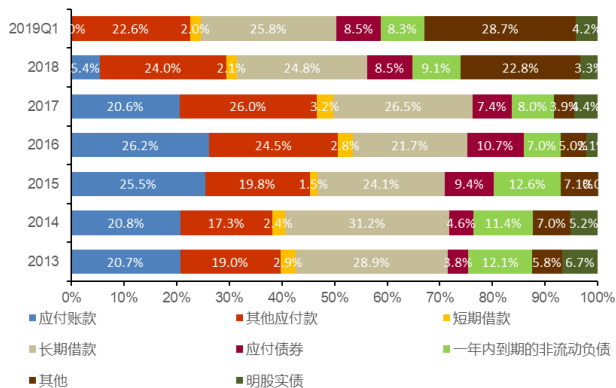
我们发现明股实债在房企融资结构中的占比近年来有小幅提高的趋势，但总体占比不大，2018 年报 44 家样本房企明股实债占剔除预收款的总负债的比例达到 5.2%，仅仅是一种补充的融资方式。分组来看，大型房企明股实债融资占比明显高于其他几组房企，达到了 8.6%，可能是因为大型房企作为追赶者，为了追求规模的快速扩张，较多地进行了前端融资，因而明股实债的融资方式使用得更多。

图 121: 考虑明股实债的负债明细科目占比 (44 家样本房企) (剔除预收款)



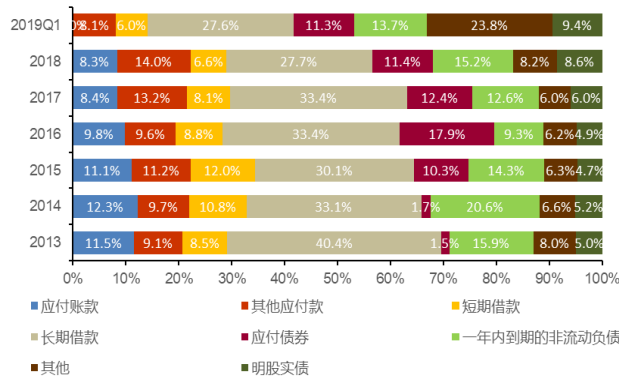
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 122: 考虑明股实债的负债明细占比 (龙头房企) (剔除预收款)



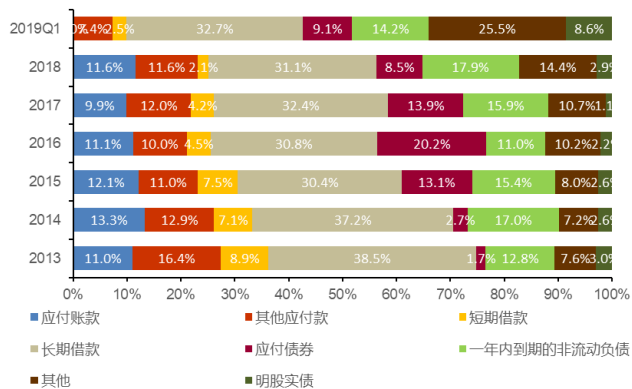
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 123: 考虑明股实债的负债明细科目占比 (大型房企) (剔除预收款)



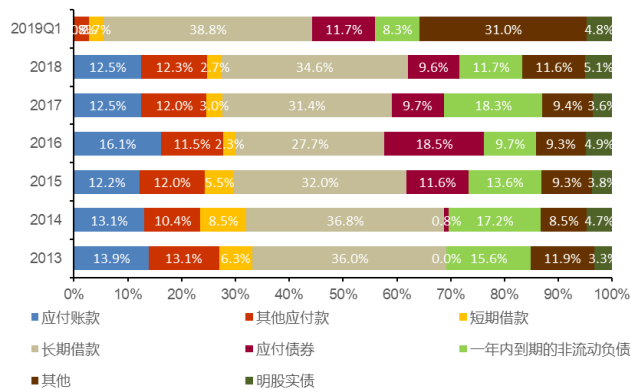
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 124: 考虑明股实债的负债明细占比 (中型房企) (剔除预收款)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 125: 考虑明股实债的负债明细占比 (小型房企) (剔除预收款)



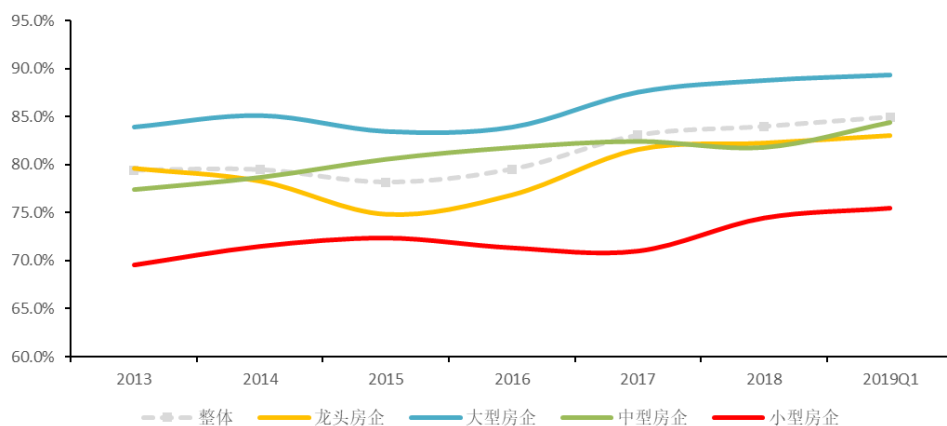
资料来源: Wind、天风证券研究所

我们还可以估算“考虑明股实债的资产负债率”。我们可以通过上述方程，解出“因为明股实债产生的少数股东权益”。如果 x 解出来是负值，那么我们假设其为 0。

考虑明股实债的资产负债率

$$= (\text{总负债} + \text{其他权益工具} + \text{因明股实债产生的少数股东权益}) / \text{总资产}$$

图 126: 考虑项目公司明股实债的资产负债率



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

2.2.3. 考虑非并表子公司融资

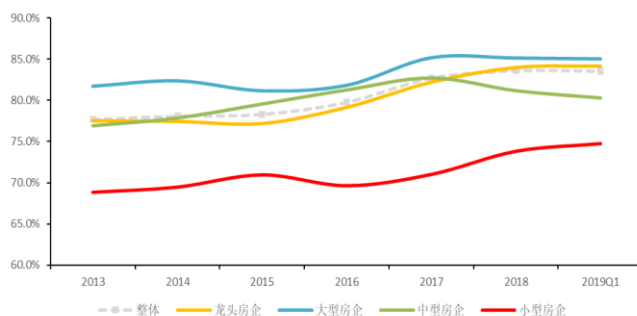
房企所占非并表子公司的净资产体现在合并报表中的长期股权投资当中，但是我们无法看到非并表子公司详细的负债结构。这种情况下我们可以用两种方法来估计非并表子公司的融资规模（包括明股实债和正常的债性融资）：（1）用长期股权投资乘以一个综合的杠杆倍数估算（2）参考对外担保的金额

（1）方法一：长期股权投资乘以综合杠杆倍数

我们可以假设这些非并表子公司融到的钱（包括明股实债和常规债性融资）是长期股权投资的 3 倍。比如说一个项目公司假设 25%是纯自有资金，5%是明股实债，70%是借贷，则综合杠杆倍数就是 75%：25%=3:1。

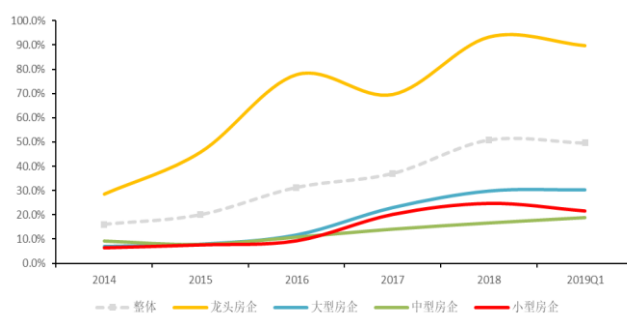
如果我们想计算考虑非并表子公司融资的资产负债率，可以在资产负债率的分子分母上同时加上长期股权投资的 3 倍。

图 127：考虑非并表子公司融资的资产负债率



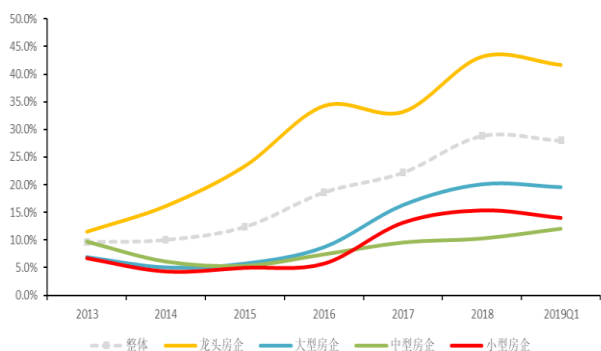
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 128：非并表子公司融资/有息负债



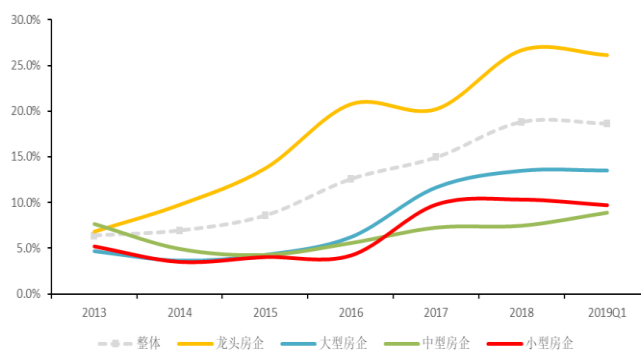
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 129：非并表子公司融资/剔除预收款的总负债



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 130：非并表子公司融资/总负债



资料来源：Wind、天风证券研究所

(2) 方法二：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。

我们可以取方法一和方法二所得结果中更大的那一个作为非并表子公司融资的估计值。

图 131：主流房企对外担保规模

2018/12/31				非并表公司融资 长期股权投资乘以综 合杠杆倍数 (3倍)	对外担保 (亿元)
	序号	公司名称	股票代码	(亿元)	(亿元)
龙头 房企	1	万科A	000002.SZ	3885.8	32.4
	2	保利地产	600048.SH	1454.7	135.9
	3	招商蛇口	001979.SZ	519.3	32.0
	4	金地集团	600383.SH	743.6	12.5
大型 房企	1	新城控股	601155.SH	564.3	252.2
	2	泰禾集团	000732.SZ	200.9	38.0
	3	阳光城	000671.SZ	279.0	107.8
	4	金科股份	000656.SZ	221.0	102.0
	5	荣盛发展	002146.SZ	87.4	0.0
	6	滨江集团	002244.SZ	45.9	0.0
	7	首开股份	600376.SH	605.3	35.5
	8	蓝光发展	600466.SH	147.0	19.9
	9	光明地产	600708.SH	3.1	0.0
	10	华发股份	600325.SH	193.7	28.7
中型 房企	1	信达地产	600657.SH	69.9	12.0
	2	北京城建	600266.SH	41.7	0.0
	3	大悦城	000031.SZ	132.4	23.7
	4	北辰实业	601588.SH	9.8	5.1
	5	福星股份	000926.SZ	6.1	0.0
	6	华远地产	600743.SH	11.0	5.8
	7	大名城	600094.SH	34.5	0.0
	8	迪马股份	600565.SH	45.4	1.2
	9	中洲控股	000042.SZ	42.2	2.0
	10	中华企业	600675.SH	48.7	0.0
	11	鲁商置业	600223.SH	4.9	0.0
	12	天房发展	600322.SH	6.2	19.0
	13	新华联	000620.SZ	78.4	0.0
	14	京投发展	600683.SH	5.7	13.8
	15	上实发展	600748.SH	3.4	2.5
小型 房企	1	中交地产	000736.SZ	26.5	20.4
	2	苏宁环球	000718.SZ	25.5	1.6
	3	美好置业	000667.SZ	0.8	0.0
	4	荣安地产	000517.SZ	15.1	7.1
	5	珠江实业	600684.SH	16.5	9.0
	6	天地源	600665.SH	6.9	1.7
	7	华联控股	000036.SZ	1.3	3.5
	8	广宇集团	002133.SZ	9.5	3.7
	9	南国置业	002305.SZ	5.7	4.0
	10	万通地产	600246.SH	24.0	0.0
	11	格力地产	600185.SH	0.0	0.0
	12	世荣兆业	002016.SZ	4.3	0.0
	13	深振业A	000006.SZ	0.0	0.0
	14	宋都股份	600077.SH	73.7	34.3
	15	深物业A	000011.SZ	1.2	0.0

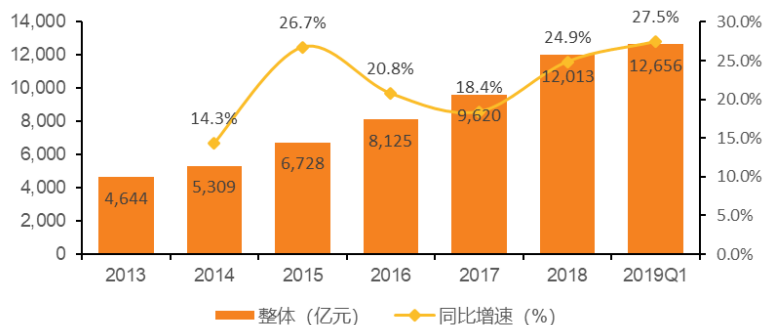
资料来源：公司公告、天风证券研究所

上述两种方法实际上也只能估算出非并表子公司融资的下限，因为有一部分非并表子公司的融资可能在财务报表当中一点痕迹都没有。比如说如果将项目公司 100%的股权全部转移给体外的结构化融资主体，让大股东或者非并表范围内的主体认购结构化融资主体的劣后，并且不要让上市公司对这些项目公司的融资提供担保，那么这些非并表子公司的债务在财务报表里一点痕迹都不会有。

2.3. 净资产：少数股东权益占比不断提升，大型房企“其他权益工具”扩张明显

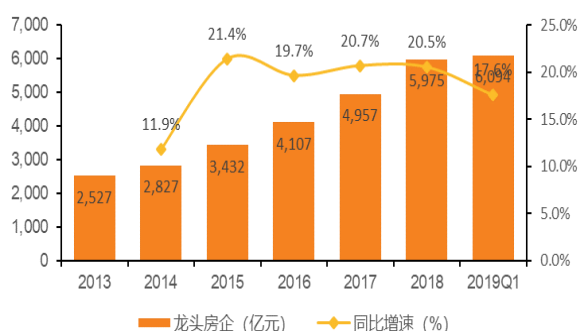
44 家样本房企净资产规模不断扩张，2018 年总规模达到 12013 亿元，同比增长 24.9%。其中大型房企和中型房企增速最快，分别达到 37.2%和 27.7%；龙头、小型房企增速稍慢，分别为 20.5%和 7.0%。

图 132：样本房企历年净资产（亿元）及同比增速（%）



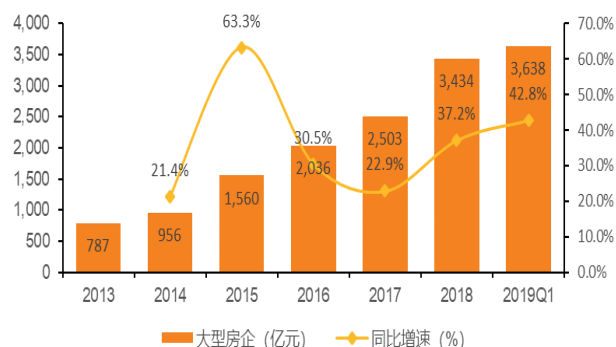
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 133：龙头房企历年净资产（亿元）及同比增速（%）



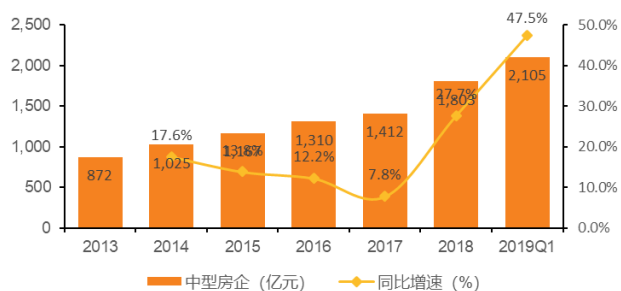
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 134：大型房企历年净资产（亿元）及同比增速（%）



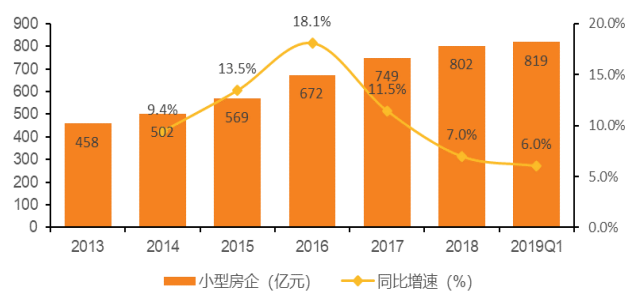
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 135：中型房企历年净资产（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

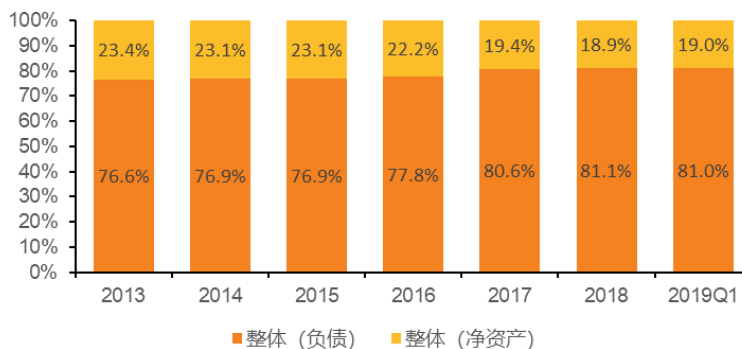
图 136：小型房企历年净资产（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

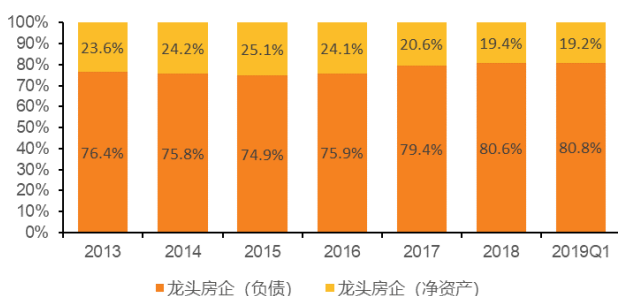
从资产负债率来看，小型房企优势明显，仅为 71.9%，远低于其他三组房企，可能是由于小型房企主动收缩，实现销售回款之后不再大举拿地，此外也可能是小型房企信用不足，无法获得更多的信贷资源。

图 137：样本房企权益、负债占比



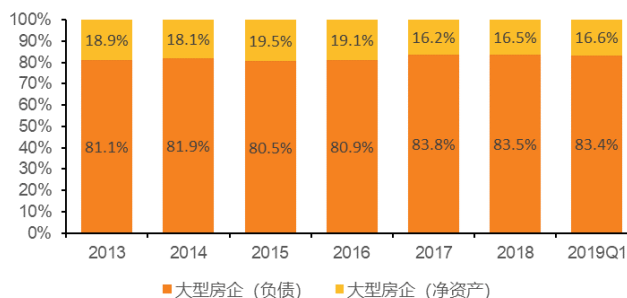
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 138：龙头房企权益、负债占比



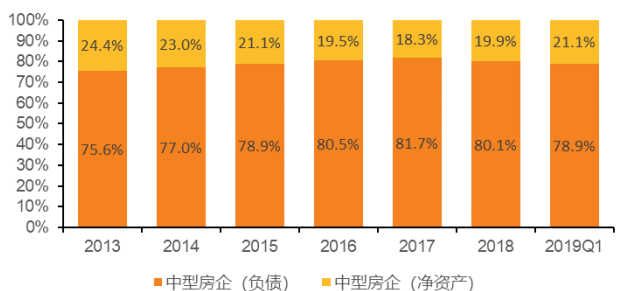
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 139：大型房企权益、负债占比



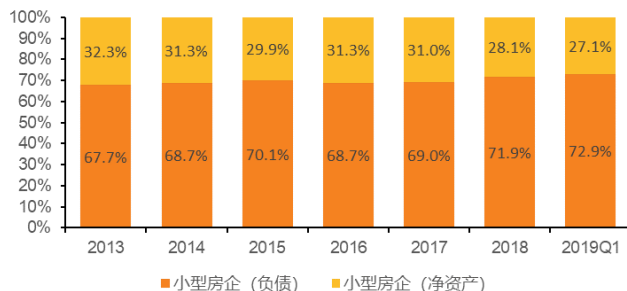
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 140：中型房企权益、负债占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

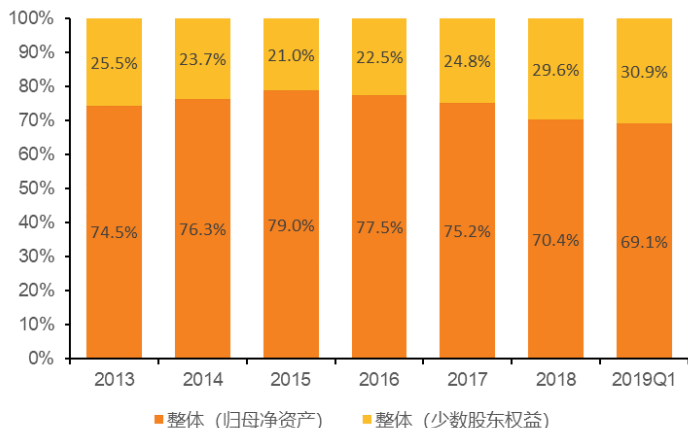
图 141：小型房企权益、负债占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

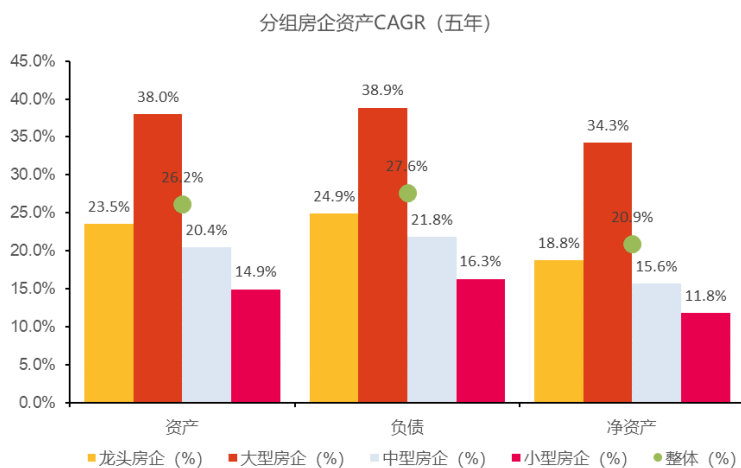
通过分析各组房企资产、负债、净资产的增速，我们发现对于各组房企而言，负债都是增速最快的。

图 142：归母净利润、少数股东权益占比（样本房企）



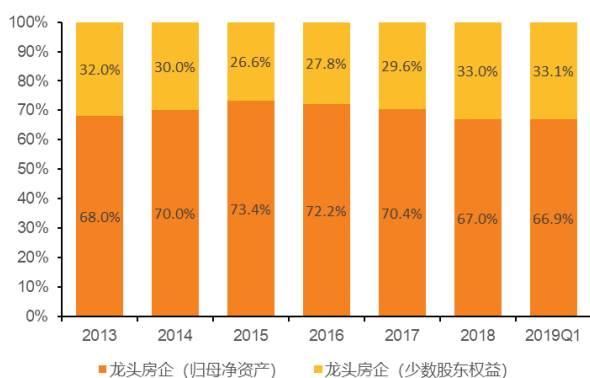
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 143：分组房企资产、负债、净资产 CAGR(近五年)



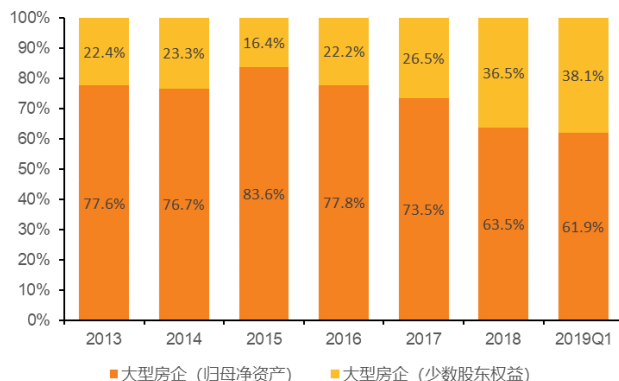
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 144：归母净利润、少数股东权益占比（龙头房企）



资料来源：Wind、天风证券研究所

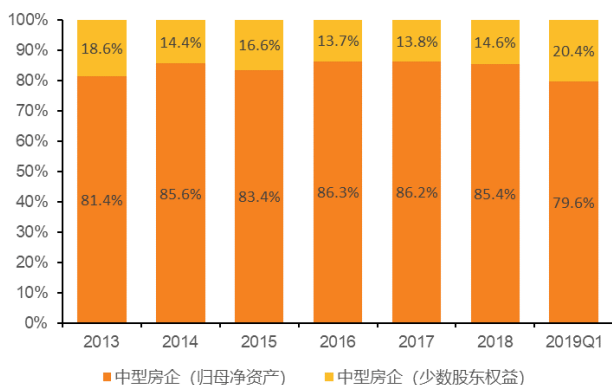
图 145：归母净利润、少数股东权益占比（大型房企）



资料来源：Wind、天风证券研究所

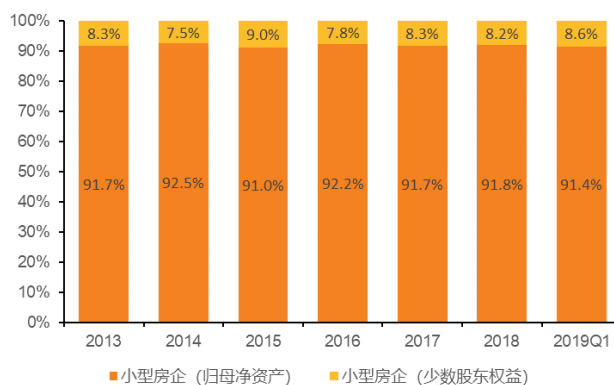
从净资产结构来看，44 家样本房企少数股东权益占比有逐年提升的趋势，2018 年年报达到 29.6%，我们认为这可能是由于近几年合作开发项目变多所致。分组来看，龙头房企和大型房企少数股东权益占比较多，分别达到 33%和 36.5%，而中型和小型房企分别只有 14.6%和 8.2%。我们认为这可能是由于在合作开发的过程中，龙头和大型房企更为强势，并表的项目更多一些。

图 146：归母净利润、少数股东权益占比（中型房企）



资料来源：Wind、天风证券研究所

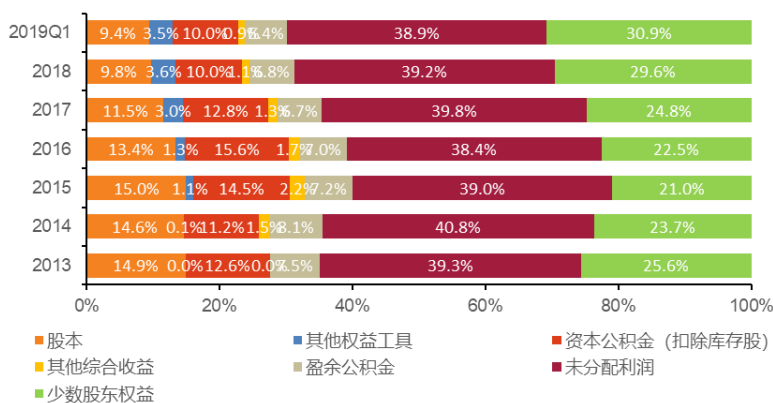
图 147：归母净利润、少数股东权益占比（小型房企）



资料来源：Wind、天风证券研究所

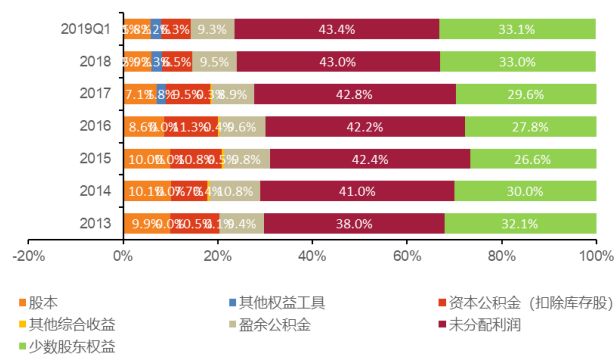
如果拆分 44 家样本房企净资产的详细结构，我们发现未分配利润占比最高，2018 年年报达到 39.2%，其次为少数股东权益，达到 29.6%，且近几年占比呈不断上升趋势。分组来看，中、小型房企的股本和资本公积占比明显高于其余两组房企，而龙头和大型房企的少数股东权益明显高于中小房企。

图 148：净资产明细科目占比（样本房企）



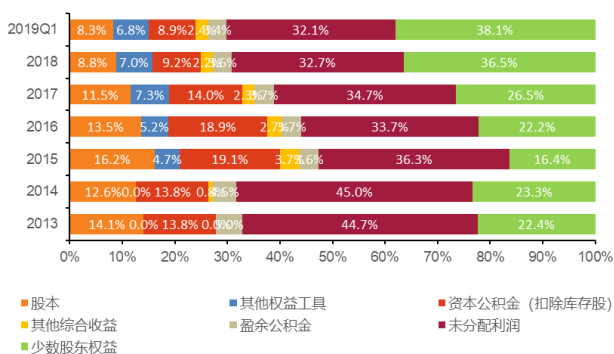
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 149：净资产明细科目占比（龙头房企）



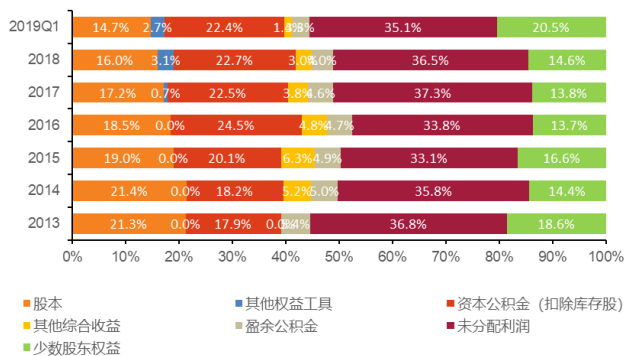
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 150：净资产明细科目占比（大型房企）



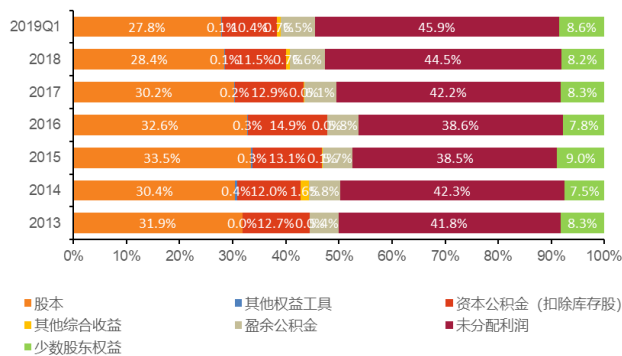
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 151：净资产明细科目占比（中型房企）



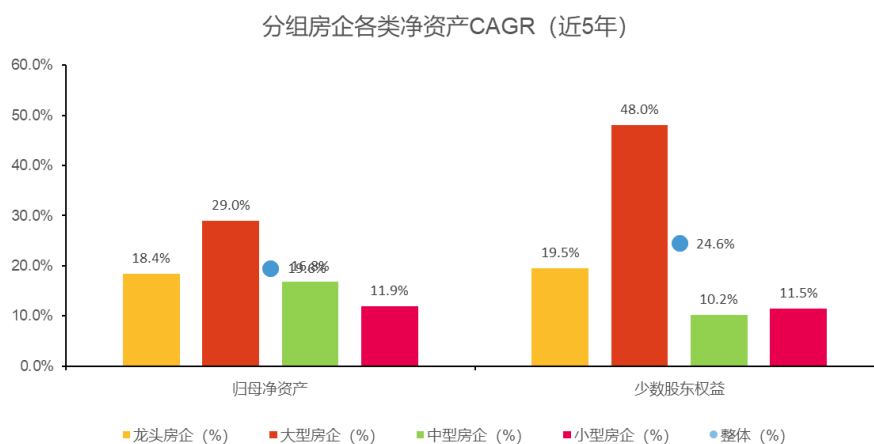
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 152：净资产明细科目占比（小型房企）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 153：分组房企各类净资产 CAGR(近五年)



资料来源：Wind、天风证券研究所

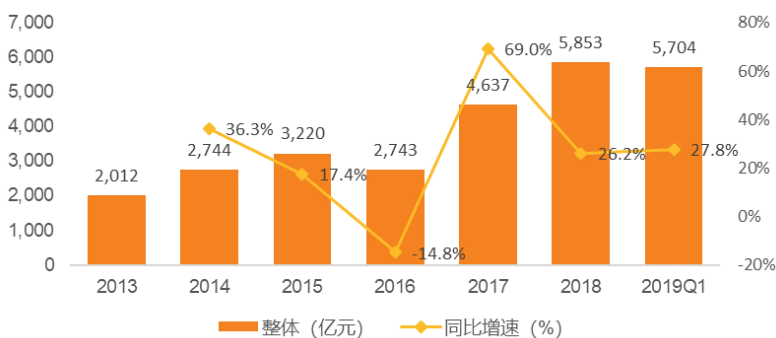
2.4. 偿债能力：小型、龙头房企负债率低，大型房企隐性负债多

2.4.1. 短期偿债能力：龙头房企和小型房企短期有息债务覆盖倍数远超 100%

(1) 短期有息债务的覆盖倍数

由于房企流动负债中包含大量不需要货币来偿还的预收款（实际上是用存货偿还），因此我们用“短期借款+一年内到期的非流动负债”来测度“短期有息债务”可能更好地反应房企的短期偿债压力

图 154：44 家样本房企历年短期有息债务



资料来源：Wind、天风证券研究所

从货币资金对上述短期有息债务的覆盖倍数来看，截至 2018 年末龙头房企和小型

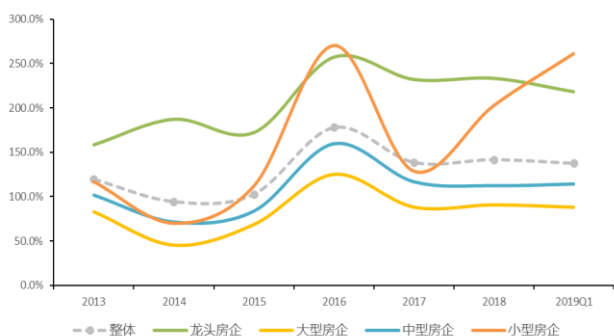
房企较为安全，均超过了两倍，分别为 2.33 倍和 2.02 倍；大型房企和中型房企则只有 0.97 倍、1.12 倍。小型房企货币资金对短期有息债务的覆盖率较高可能反映出在行业集中度提升的背景下，他们主动去杠杆，减小了拿地的力度。

如果考虑项目公司层面明股实债形式的隐性负债，我们假设明股实债平均存续两年，每年到期存量的一半，于是我们用“短期借款+一年内到期的非流动负债+因明股实债产生的少数股东权益/2”来测度到期有息债务。我们分别测算货币资金对这两种口径到期有息债务的覆盖倍数；此外，考虑到货币资金中有一部分为受限资金，我们又分别测算了“现金及现金等价物”对这两种口径到期有息债务的覆盖倍数。

- ①货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）
- ②货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债+因明股实债产生的少数股东权益/2）
- ③现金及现金等价物/（短期借款+一年内到期的非流动负债）
- ④现金及现金等价物/（短期借款+一年内到期的非流动负债+因明股实债产生的少数股东权益/2）

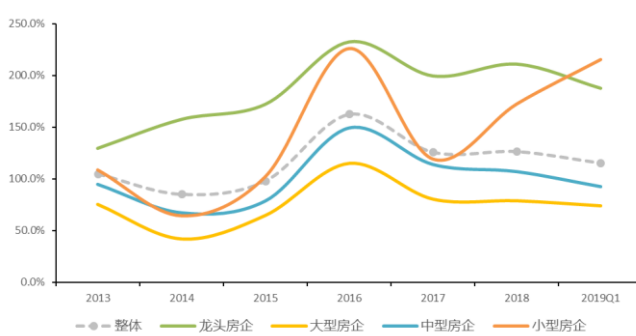
从结果来看，龙头房企和小型房企到期有息债务的偿还能力较强，各口径的覆盖倍数均大幅超过了 100%；而大型房企和中型房企到期有息债务偿还能力较弱，各口径的覆盖倍数均在 100%左右。

图 155：分组房企货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）



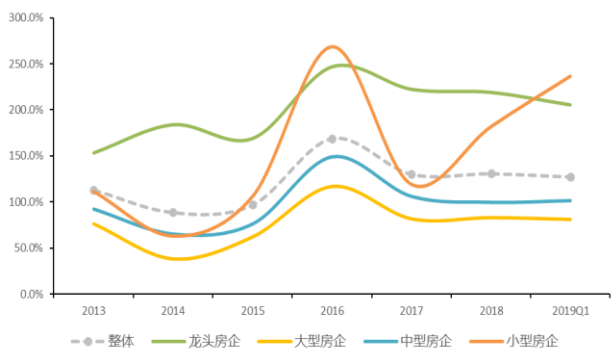
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 156：分组房企货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债+因明股实债产生的少数股东权益/2）



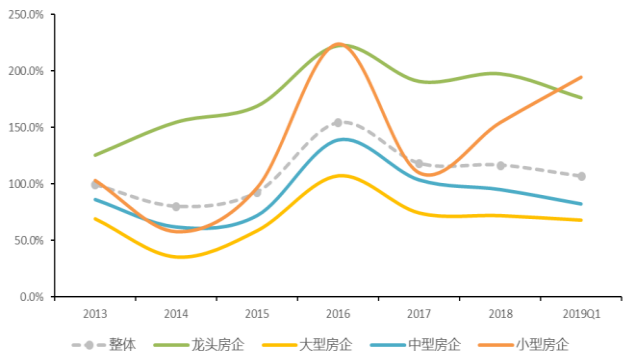
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 157：分组房企现金及现金等价物/（短期借款+一年内到期的非流动负债）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 158：分组房企现金及现金等价物/（短期借款+一年内到期的非流动负债+因明股实债产生的少数股东权益/2）



资料来源：Wind、天风证券研究所

（2） 流动比率、速动比率、现金比率：传统的基于流动负债的覆盖倍数

如果选取传统的流动比率、速动比率、现金比率来测度房企短期偿债能力的话，我们发现

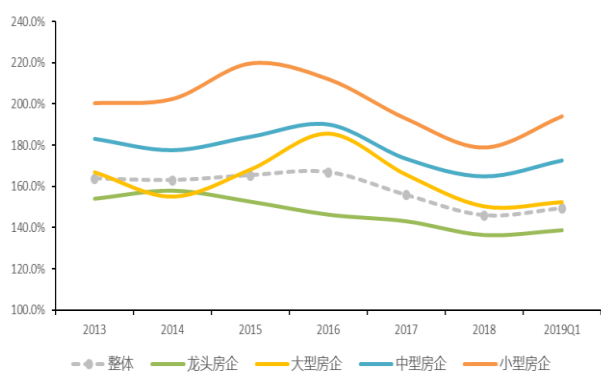
各种计算口径下，小型房企的短期偿债能力都是最好的，而龙头房企表现一般。这可能是因为这三个指标的分母都是流动负债，里面包含了大量不需要用现金偿还的“预收款”。小型房企拿到预售房款之后，往往更多地将其配置到了货币资金和存货等流动资产当中；而龙头房企这部分负债对应形成的资产可能有很大部分配置到了长期股权投资中去了（合作拿地开发导致），因而导致流动资产被低估，而流动负债被高估。所以我们发现在大家都扣除存货的速动比率的对比中，龙头房企表现还不错。

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

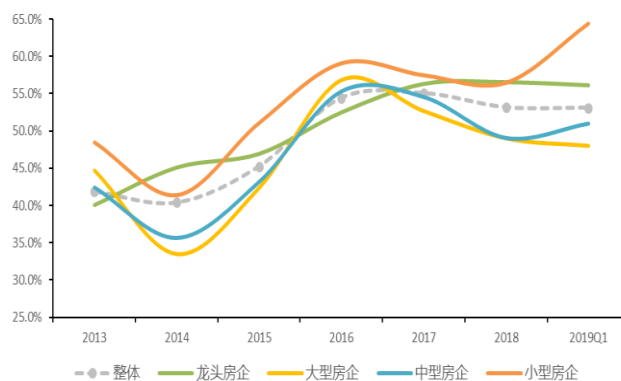
现金比率=(货币资金+交易性金融资产)/流动负债。

图 159：分组房企流动比率



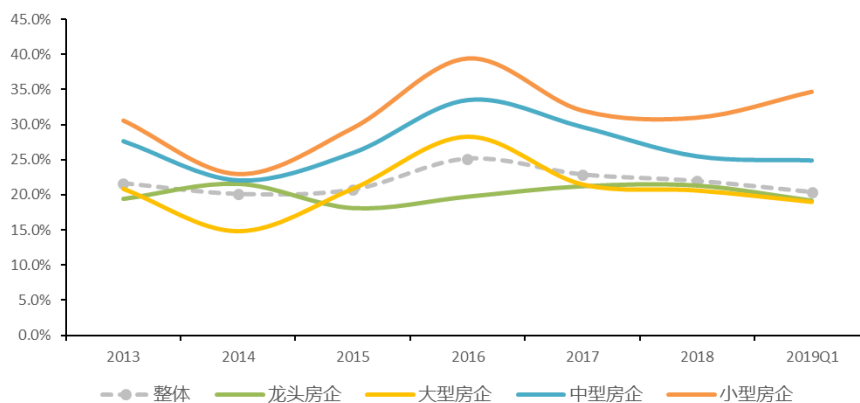
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 160：分组房企速动比率



资料来源：Wind、天风证券研究所

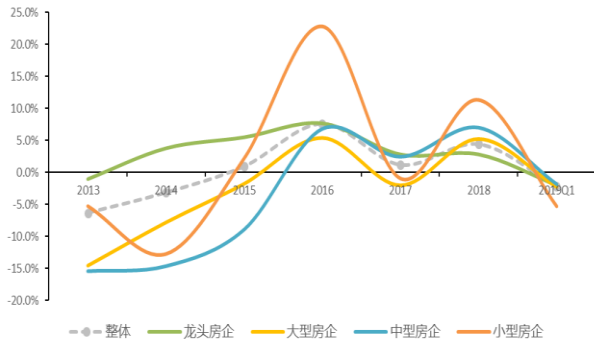
图 161：分组房企现金比率



资料来源：Wind、天风证券研究所

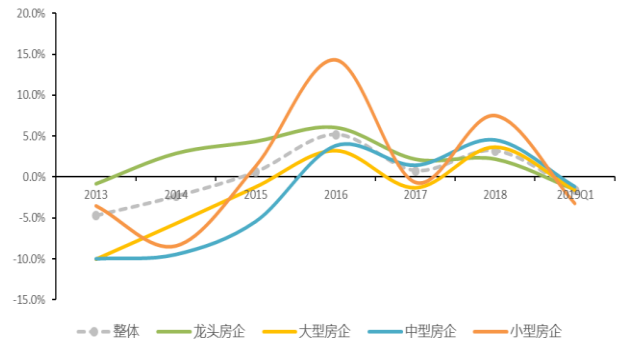
从 2018 年年报的数据来看，如果用经营现金流/总债务、经营现金流/流动负债、EBITDA/总债务、EBITDA/流动负债等指标来测度房企的偿债能力，我们发现小型房企的表现也都是最好的，大型房企表现最差。这可能是由于大型房企还处于杠杆扩张期，实现销售回款之后要投入很大部分资金用于拿地。

图 162：分组房企经营净现金流/流动负债



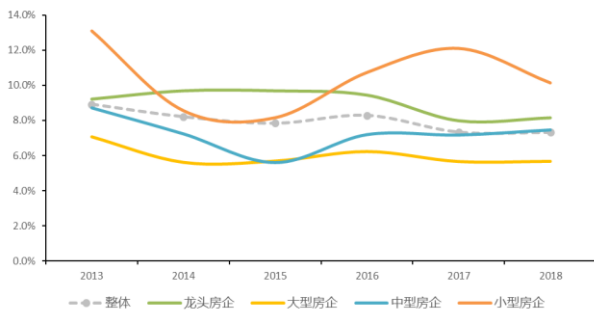
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 163：分组房企经营净现金流/总债务



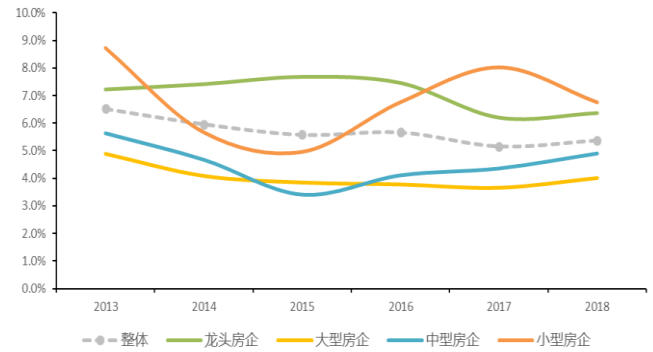
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 164：分组房企 EBITDA/流动负债



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 165：分组房企 EBITDA/总债务



资料来源：Wind、天风证券研究所

2.4.2. 长期偿债能力：小型房企优势明显，大型房企压力较大

我们选取如下八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) 考虑非并表子公司融资的资产负债率= (总负债+3*长期股权投资) / (总资产+3*长期股权投资)

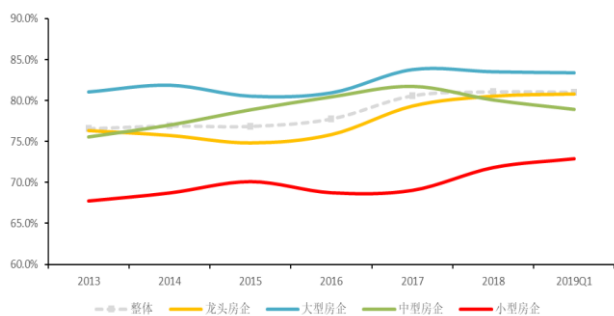
(6) 考虑明股实债和非并表子公司融资的资产负债率= (总负债+其他权益工具+因明股实债产生的少数股东权益+3*长期股权投资) / (总资产+3*长期股权投资)

(7) 净负债率= (有息负债-货币资金) / 净资产

(8) 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)

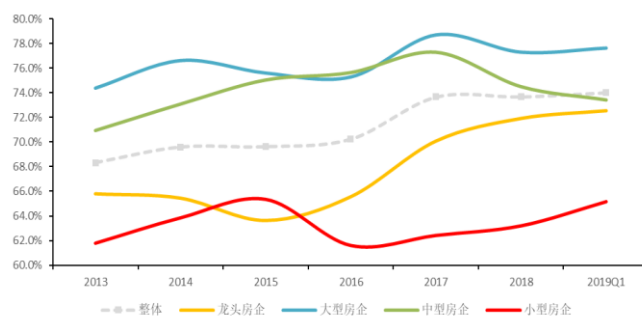
有息负债=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

图 166：分组房企资产负债率



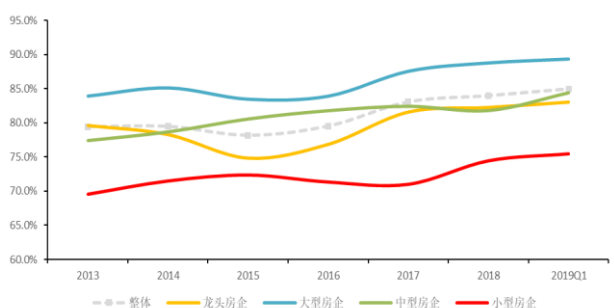
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 167：分组房企剔除预收款的资产负债率



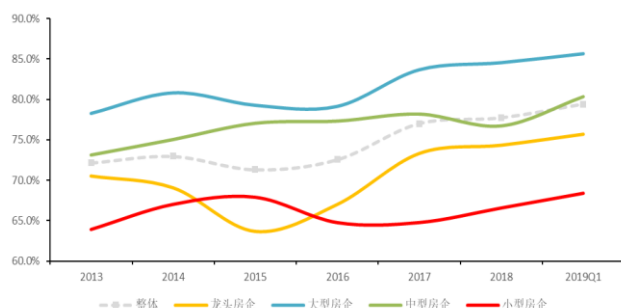
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 168：分组房企考虑明股实债的资产负债率



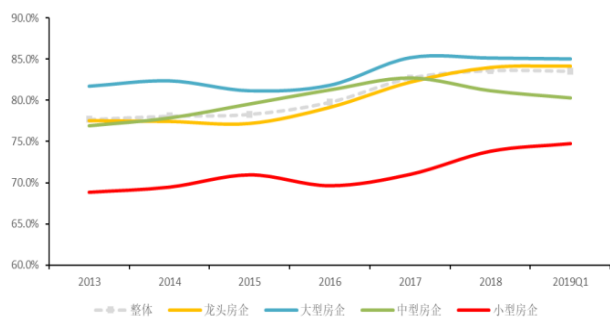
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 169：分组房企考虑明股实债且剔除预收款的资产负债率



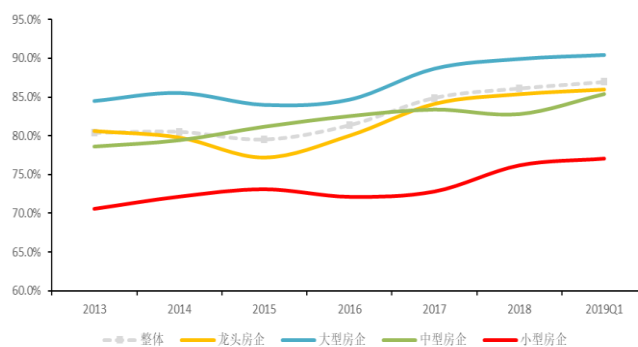
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 170：分组房企考虑非并表子公司融资的资产负债率



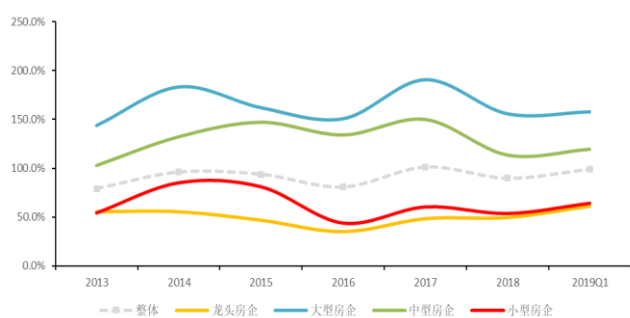
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 171：分组房企考虑明股实债和非并表子公司融资的资产负债率



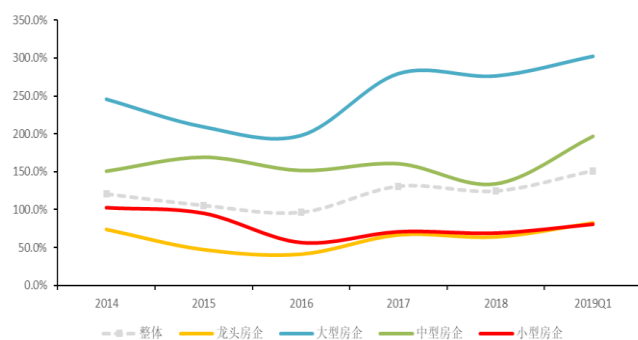
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 172：分组房企净负债率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 173：分组房企考虑明股实债的净负债率



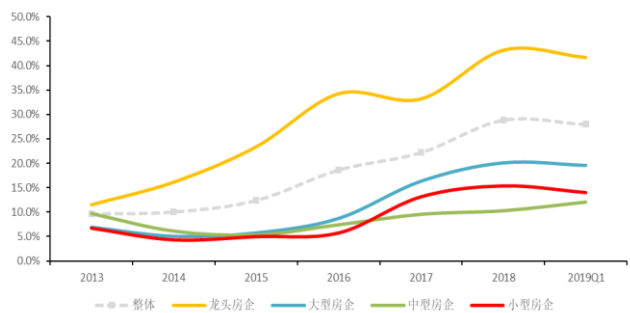
资料来源：Wind、天风证券研究所

我们发现在多数口径下，小型房企都是负债率最低的，这可能是因为小型房企主动去杠杆，在现有项目实现销售回款之后，减小了拿地投资的力度；此外，也可能是小型房企信用不足，难以加更高的杠杆。

我们发现在多数口径下，龙头房企的负债率都是次低的（在净负债率口径下，龙头房企是最低的），这可能是因为龙头房企已经度过了依赖杠杆扩张的阶段，主要依靠销售回款而不是负债来实现扩张。

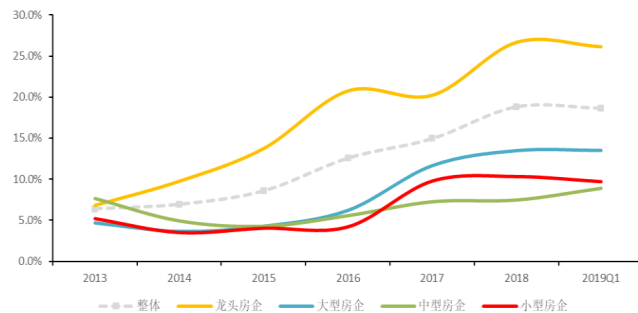
但龙头房企的非并表子公司负债较多，可能是龙头房企更多的采用了合作开发模式。

图 174：非并表子公司融资/剔除预收款的表内总负债



资料来源：Wind、天风证券研究所

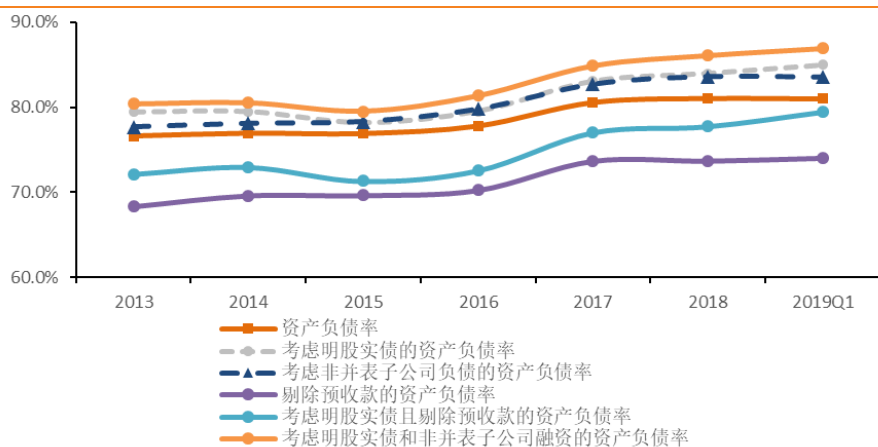
图 175：非并表子公司融资/表内总负债



资料来源：Wind、天风证券研究所

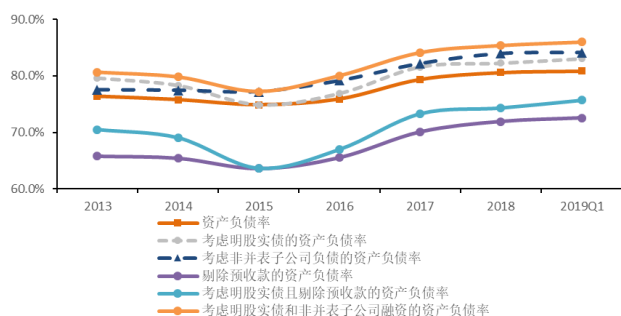
在各口径下，大型房企的负债率都是最高的，这可能是因为大型房企作为追赶者，正处于杠杆扩张阶段，同时自身信用相对较好，有能力加较高的杠杆。

图 176：各口径资产负债率对比（44家样本房企）



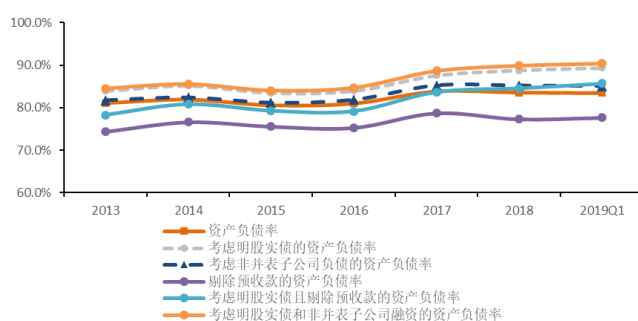
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 177：各口径资产负债率对比（龙头房企）



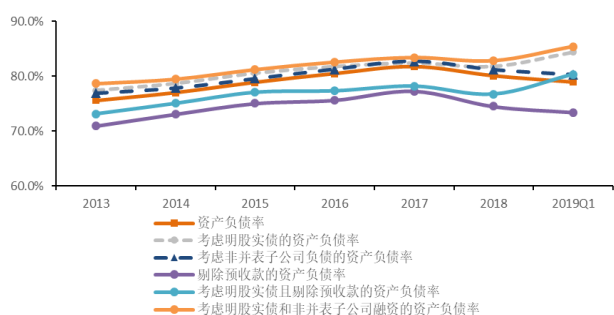
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 178：各口径资产负债率对比（大型房企）



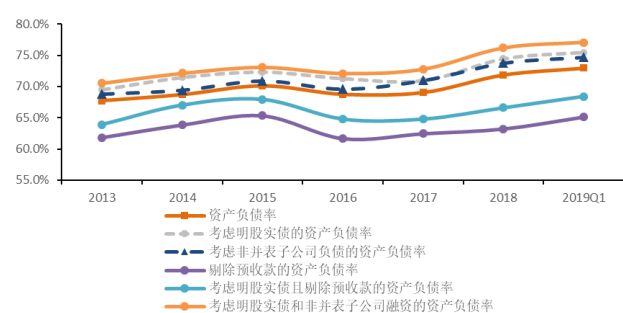
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 179：各口径资产负债率对比（中型房企）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 180：各口径资产负债率对比（小型房企）



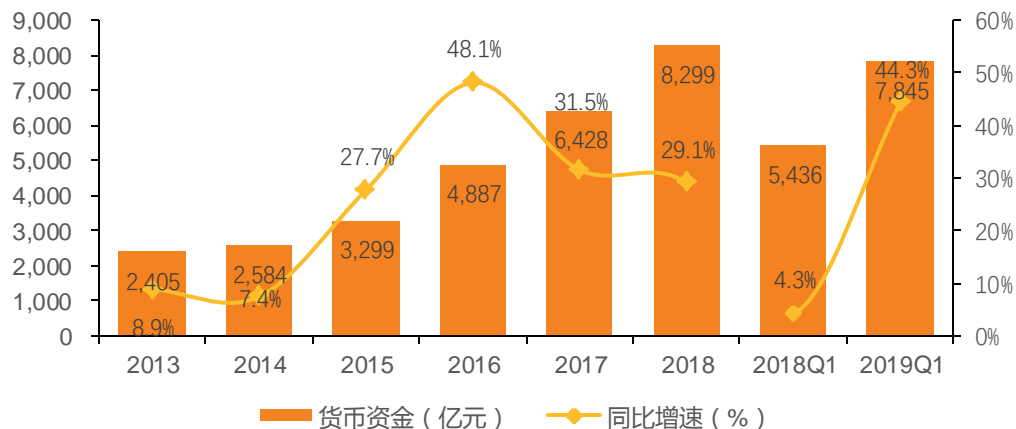
资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 现金流量表：经营现金净流入，筹资现金流集中度提升

3.1. 货币资金情况：账面余额创近五年新高，龙头房企和大型房企优势明显

我们发现从 44 家样本房企整体来看，房企在手现金充沛，2018 年尽管在房企融资环境不断趋紧的大环境下，样本房企账面货币资金较 2017 年仍增长了 29.1%，账面货币资金规模创近五年新高。

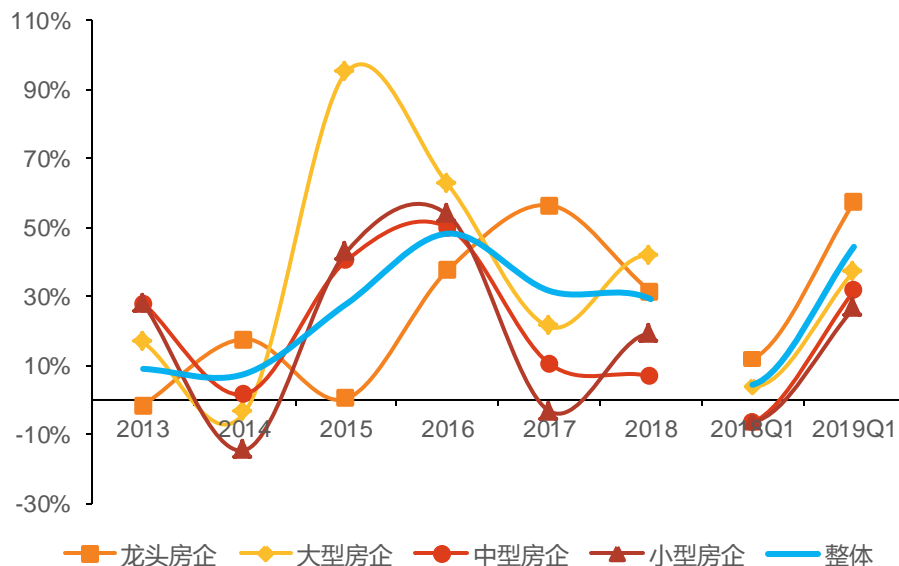
图 181：44 家样本房企历年货币资金



资料来源：Wind、天风证券研究所

分组来看，龙头房企和大型房企账面货币资金同比增速明显高于样本整体水平，大型房企增速达到 41%，龙头房企增速达到 31%，这可能是因为在行业集中度加速提升的大背景下，龙头房企和大型房企无论是从销售回款还是融资的层面优势都愈加明显；中小型房企货币资金同比都出现了正的增长。

图 182：分组房企历年货币资金增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

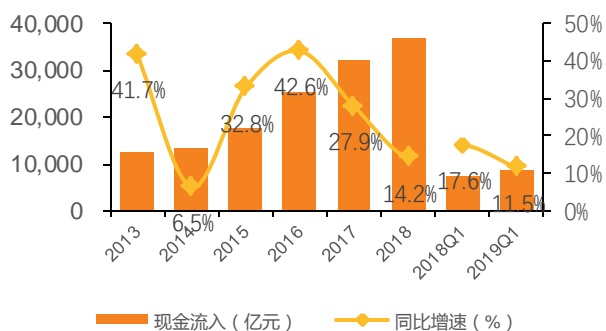
值得注意的是，资产负债表中的“货币资金”同现金流量表中的“现金及现金等价物”不完全相同。根据企业会计准则，现金流量表中的“现金”指企业的库存现金以及可以随时用于支付的存款；“现金等价物”指企业持有的期限短、流动性强、易于转换为已知金额现金、价值变动风险很小的投资。资产负债表中的货币资金，主要包括三部分：库存现金、银行存款、其他货币资金。

从定义上看，货币资金比现金及现金等价物多了一部分受限资金，而受限资金往往记入了“其他货币资金”（但也不绝对，万科的“银行存款”科目下也包括一部分受限资金）。而“现金等价物”里面可能也包含了一部分交易性金融资产，而这是没有记入“货币资金”的。从实证上看，2018年底，44家样本房企中有26家现金及现金等价物期末余额=货币资金-其他货币资金。其他货币资金占货币资金的比例 样本中位数为1.76%。

3.2. 现金流总体情况：现金净流入同比增长8%

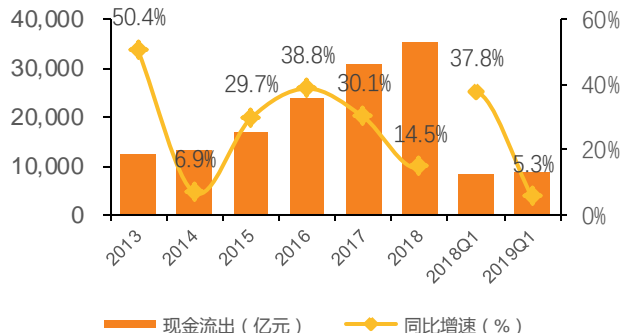
从现金流流入和流出的情况来看，2018年，现金流入规模较去年增长了14.2%，增速较去年有所下降；而现金流出则较去年同期增长了14.5%，增速同样放缓。

图 183：44 家样本房企历年现金流入



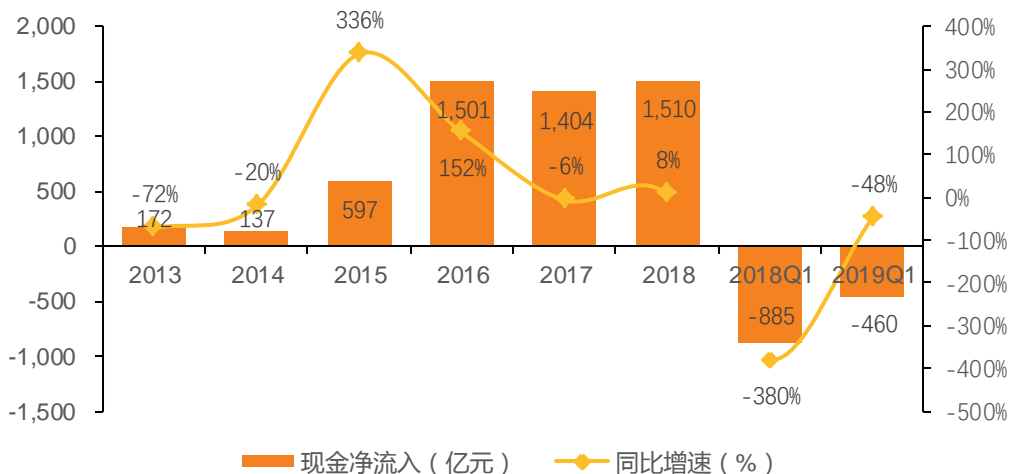
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 184：44 家样本房企历年现金流出



资料来源：Wind、天风证券研究所

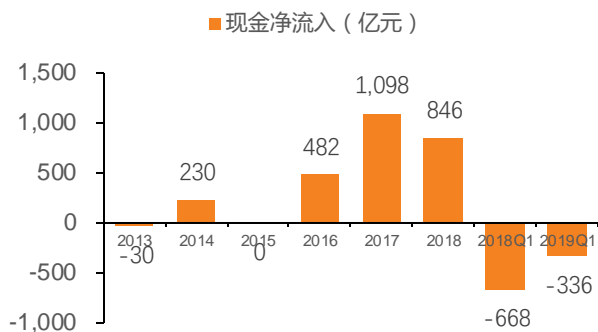
图 185：44 家样本房企历年现金净流入



资料来源：Wind、天风证券研究所

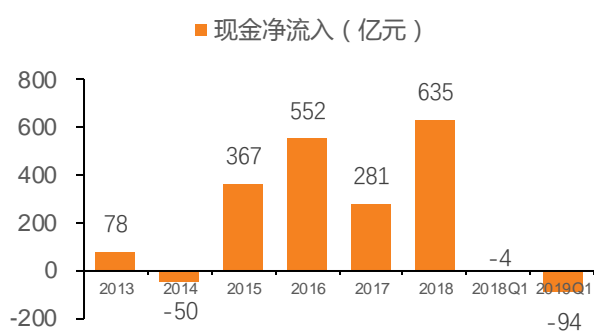
2018年44家样本房企现金净流入1510亿，同比增加8%。分组来看2018年，四组房企出现了明显分化。龙头、大型、小型房企均实现了现金净流入，而中型房企则出现了现金净流出。

图 186：龙头房企历年现金净流入



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 187：大型房企历年现金净流入



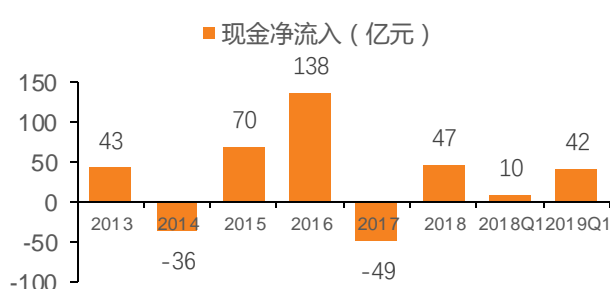
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 188：中型房企历年现金净流入



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 189：小型房企历年现金净流入



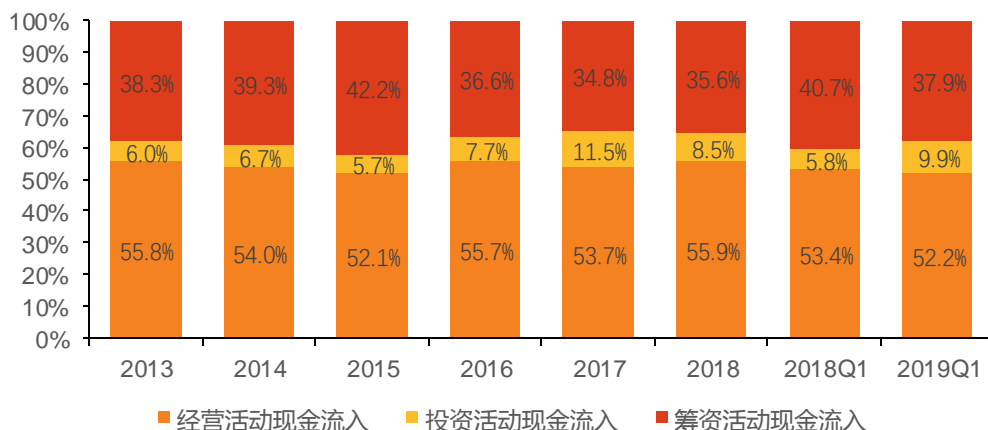
资料来源：Wind、天风证券研究所

3.3. 现金流结构分析：龙头房企靠回款内生增长，大型房企依赖借款杠杆扩张

我们仔细拆分了 44 家房企现金流入和现金流出的构成。发现销售回款和借贷是最主要的两大现金流入来源，2018 年两者合计占比达到 71%；拿地施工和偿还债务是现金流出的主要方向，两者合计占比达到 54%。

从现金流入来看，以销售回款为主的经营现金流入是绝对主力，2018 年占比达到 55.9%；其次为筹资活动现金流入，占比达到 35.6%；以处置资产为主的投资活动现金流入占比下降至 8.5%。

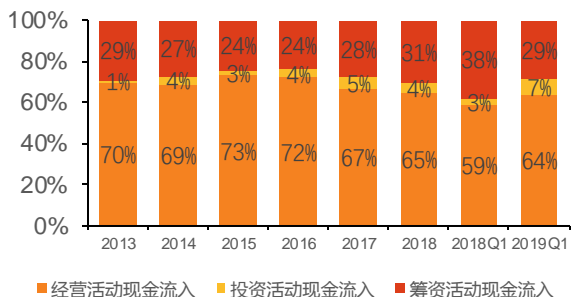
图 190：历年现金流入的构成



资料来源：Wind、天风证券研究所

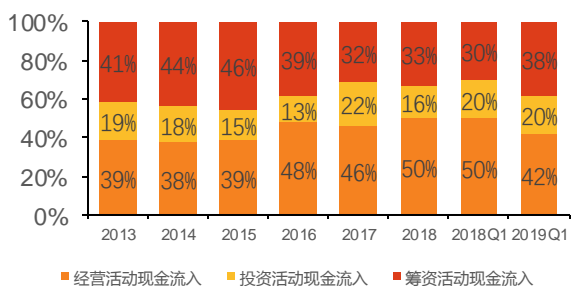
分组来看，我们发现 2018 年大型房企筹资活动现金流入占比明显高于龙头、中型和小型房企，这可能是由于大型房企处于追赶者的位置上，依靠借款杠杆进行扩张。而中型和小型房企投资活动现金流入的占比明显高于龙头和大型房企，可能是由于中小型房企在资金流紧张的情况下选择转让项目股权或者跟他人合作开发或者采用明股实债的方式进行融资的情况较多。

图 191：龙头房企历年现金流入构成



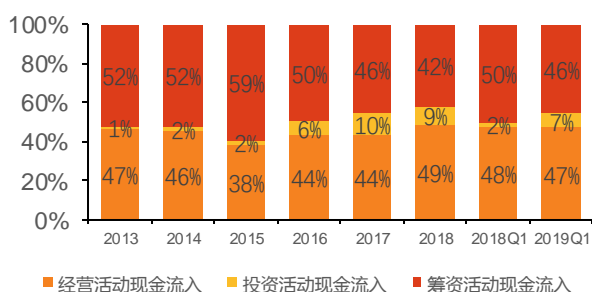
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 193：中型房企历年现金流入构成



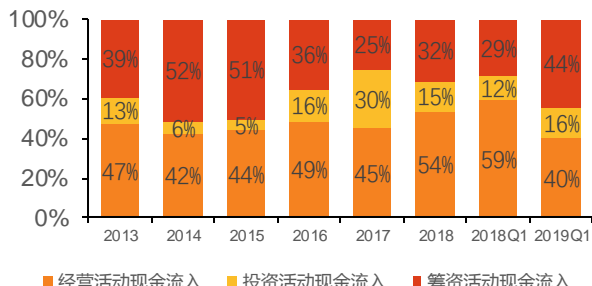
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 192：大型房企历年现金流入构成



资料来源：Wind、天风证券研究所

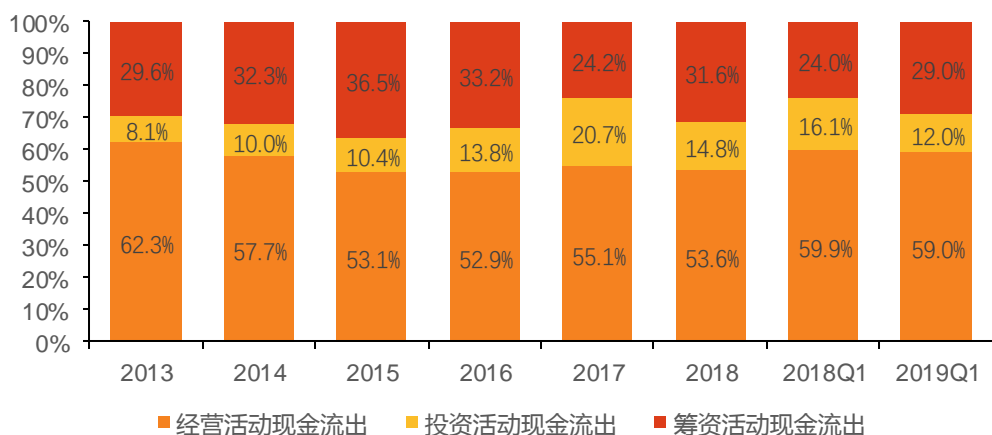
图 194：小型房企历年现金流入构成



资料来源：Wind、天风证券研究所

从现金流出来看，2018 年主要用于拿地和开发施工的经营性现金流出占比超过一半，达到 53.6%；其次为以偿还债务为主的筹资活动现金流出，占比达到 31.6%；投资活动现金流出占比回落至 14.8%。

图 195：历年现金流出的构成

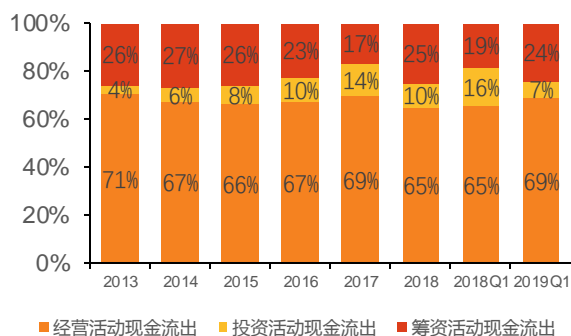


资料来源：Wind、天风证券研究所

分组来看，大型、中型和小型房企投资现金流支出占比明显高于龙头房企，我们认为这可能是由于在 2018 年大中小型房企相比龙头房企通过收并购拿地的情况较多；此外通过“明

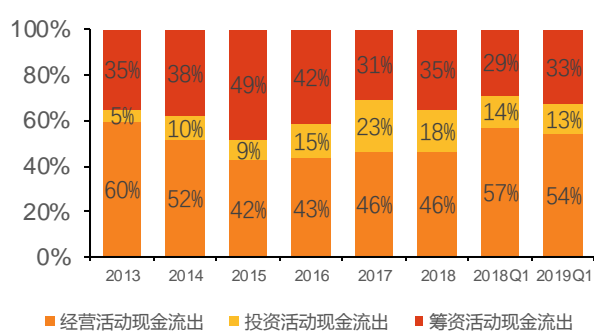
股实债”等非标形式进行融资的比例也较高，在这一部分融资到期偿还的时候，就表现为公司从信托等金融机构手里收购项目公司股权的形式，体现在投资活动现金流里面。

图 196：龙头房企历年现金流出构成



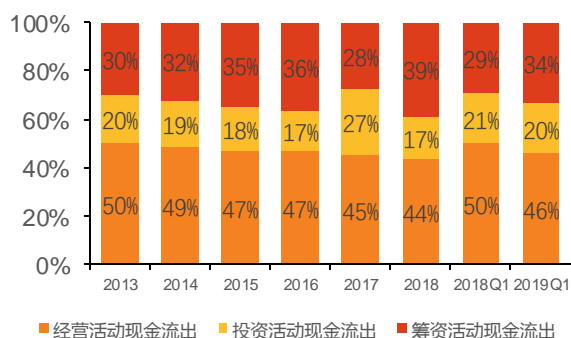
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 197：大型房企历年现金流出构成



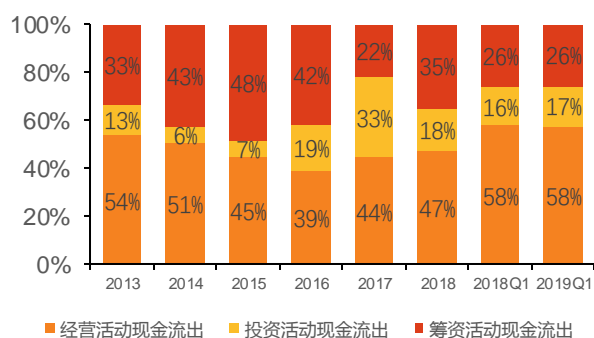
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 198：中型房企历年现金流出构成



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 199：小型房企历年现金流出构成



资料来源：Wind、天风证券研究所

如果拆分细项来看的话，销售回款和借贷是现金流入最主要的两大来源。2018年“销售商品提供劳务收到的现金”占比达到46%；“取得借款收到的现金”占比达25%，两者合计占比达到71%。此外“收回投资收到的现金”和“发行债券收到的现金”占比也分别达到了2%和5%。

现金流出的主要方向是拿地施工和偿还债务。“购买商品、接受劳务支付的现金”占比达到31%；“偿还债务所支付的现金”占比达到23%，两者合计达到54%。此外“投资”、“各项税费”、“分配股利、利润和偿付利息”所支付的现金占比分别达到6%、6%和5%。

图 200：样本房企历年现金流入细项

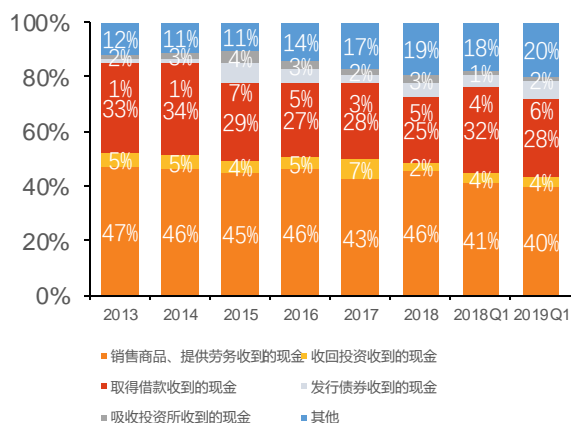
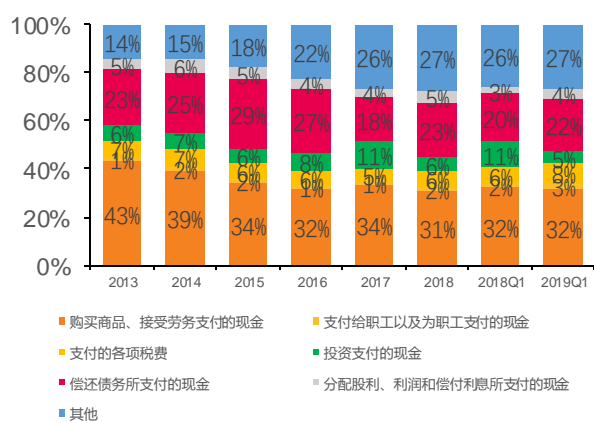


图 201：样本房企历年现金流出细项



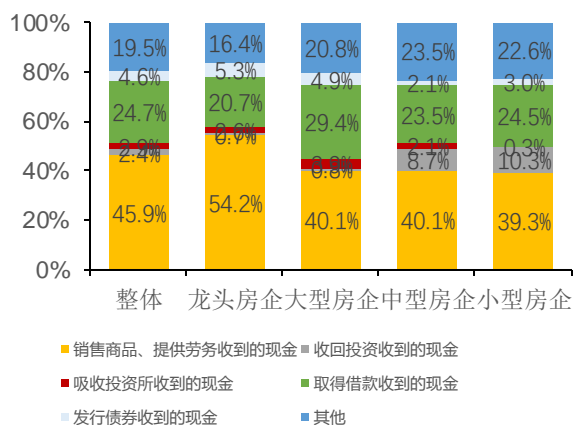
资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

分组来看现金流入细项的话，我们发现龙头房企销售回款占现金流入的比重明显高于其他房企，我们认为这可能是由于龙头房企已经进入内生增长的阶段，主要依靠销售回款而不再依赖高杠杆进行扩张；大型房企借款的比重高于其他房企，我们认为这可能是由于大型房企作为追赶者，加杠杆扩张的积极性比较高；中小型房企收回投资收到的现金比重高于其他房企。我们认为这一方面可能是在行业集中度提升的大背景下部分项目被其他房企收购或者合作开发，另一方面可能也由于中小型房企在使用明股实债等非标融资方式，将项目公司股权转让给信托等融资机构的时候就表现为“收回投资收到的现金”。

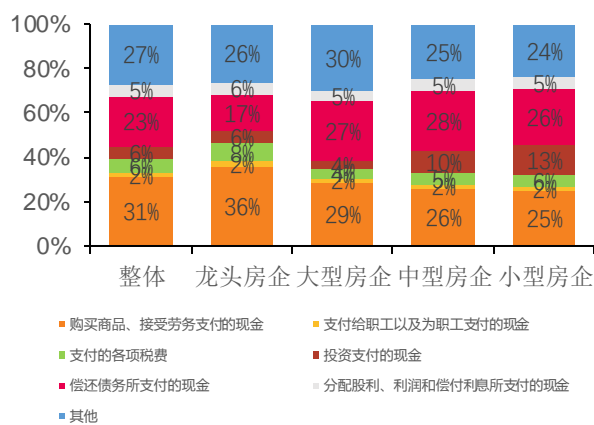
分组来看现金流出细项的话，我们发现龙头房企购买商品接受劳务支付的现金占比明显高于其他房企，而大中型房企偿还债务支付的现金占比明显高于其他房企，中小型房企投资支付的现金占比明显高于其他房企。龙头房企由于已经实现内生增长的良性循环，现金流中的大部分可以用来拿地施工；而大中型房企由于杠杆较高，用来偿还债务的现金流出超过了 1/4；中小型房企投资支付的现金占比较高可能是由于偿还明股实债类的非标债务所致。

图 202：分组房企 18 年现金流入细项



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 203：分组房企 18 年现金流出细项

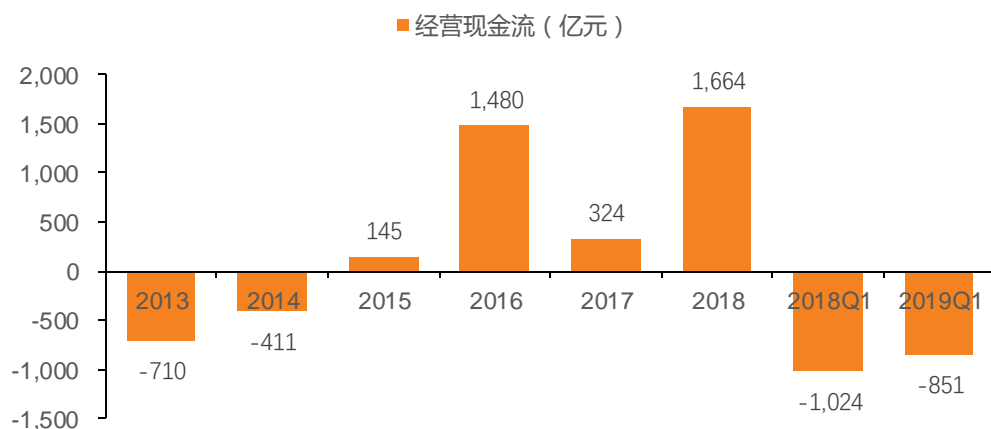


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. 经营活动现金流：龙头、大型房企净流出较多

2018 年 44 家样本房企经营现金流实现净流入 1664 亿元，较 2017 年大幅增长，创出了近五年的新高。2019 年第一季度，样本房企经营现金流转负，净流出 851 亿元，这可能是与房企集中在年初拿地，而年初推盘量相对较少有关。

图 204：44 家样本历年经营现金流



资料来源：Wind、天风证券研究所

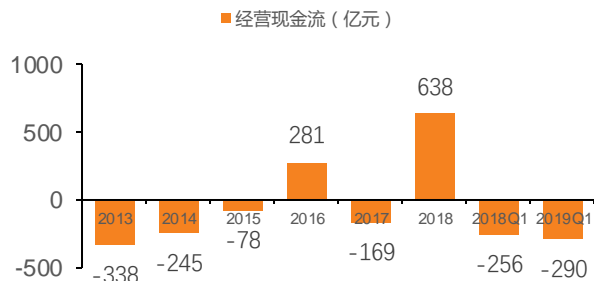
分组来看，2019 年第一季度所有房企经营活动现金流均出现流出，但我们可以明显观察到龙头房企和大型房企经营活动现金流流出规模明显高于中小型房企。我们认为这或许是因为龙头房企和大中型房企为了追求规模的快速增长，继续保持了一定的拿地力度，而小型房企在行业集中度不断提升的大背景下，减少了拿地的投入。

图 205：龙头房企历年经营活动现金流



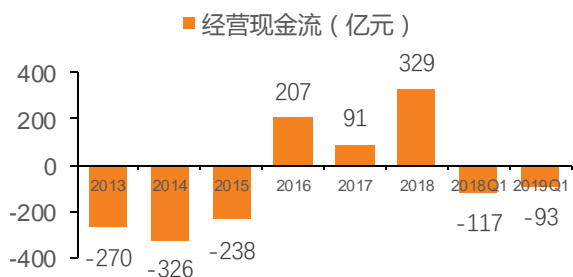
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 206：大型房企历年经营活动现金流



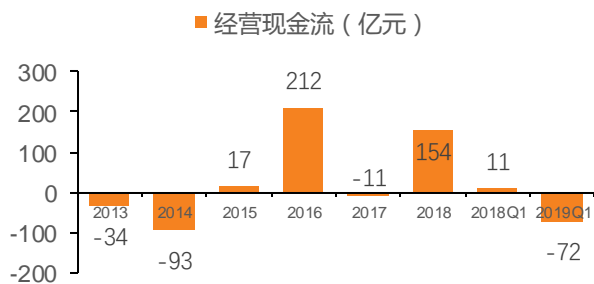
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 207：中型房企历年经营活动现金流



资料来源：Wind、天风证券研究所

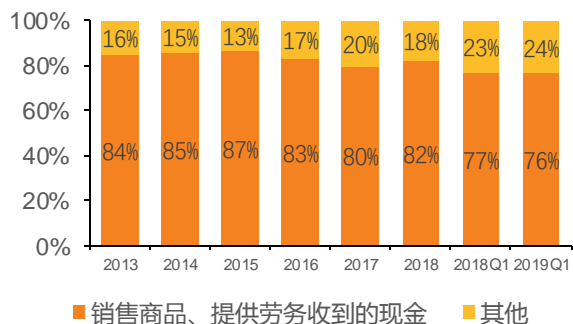
图 208：小型房企历年经营活动现金流



资料来源：Wind、天风证券研究所

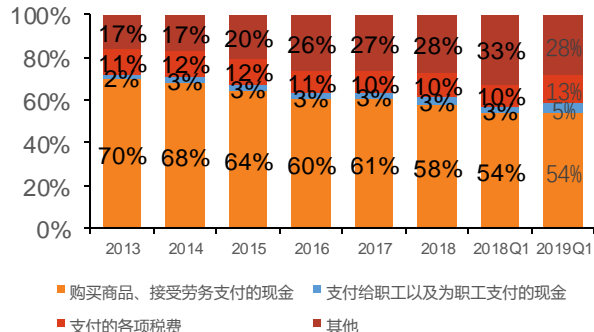
从经营现金流入的组成来看，“销售商品、提供劳务收到的现金”是绝对主力，2018 年占比超过 80%。从经营现金流出的组成来看，2018 年“购买商品、接受劳务支付的现金”占比达到 58%，各项税费占比 10%，“支付给职工以及为职工支付的现金”占比 3%。

图 209：历年经营活动现金流入细项拆分



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 210：历年经营活动现金流流出细项拆分



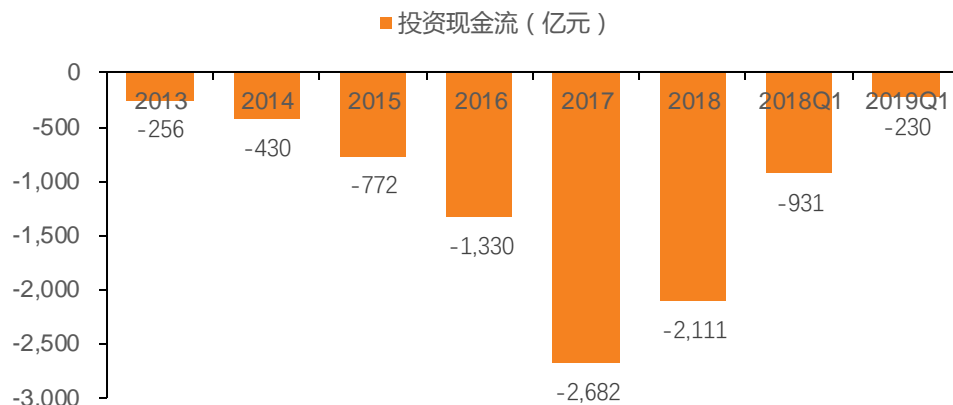
资料来源：Wind、天风证券研究所

3.5. 投资活动现金流：净流出规模有所收窄仍处高位，扩张趋势或面临拐点

2018 年 44 家样本房企投资现金流净流出 2111 亿元，与 2017 年相比下降 21%，但与前几年相比仍然处于高位；2019 年第一季度，投资现金流净流出 230 亿元，规模在 2018 年同

期的基础上下降 75%。这可能也标志着近年来房企投资现金流净流出规模扩张的势头开始面临拐点，并购拿地和合作开发越来越多趋势可能不再。

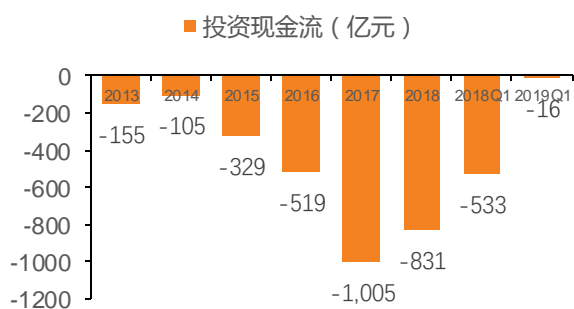
图 211：历年投资现金流



资料来源：Wind、天风证券研究所

分组来看，我们发现龙头房企和大型房企的投资活动现金流出要远大于中小型房企，这与行业集中度快速提升的大背景下，大型房企不断收购中小型房企的项目的现象相一致。

图 212：龙头房企历年投资活动现金流



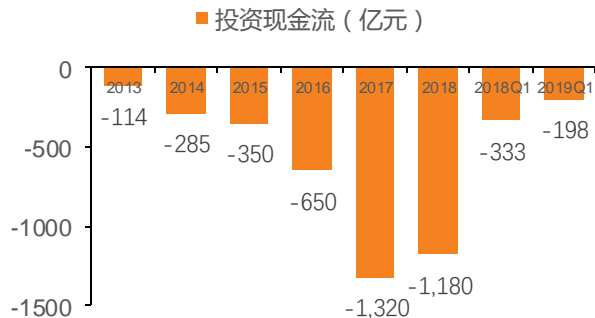
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 214：中型房企历年投资活动现金流



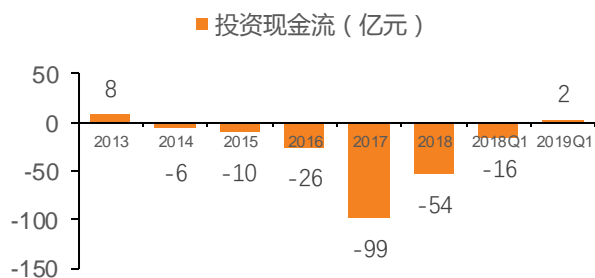
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 213：大型房企历年投资活动现金流



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 215：小型房企历年投资活动现金流

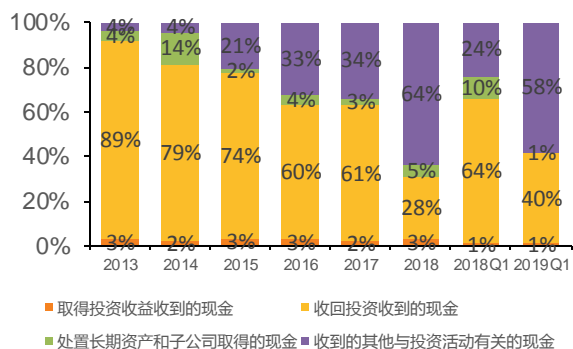


资料来源：Wind、天风证券研究所

从投资现金流入的组成来看，2018 年“收回投资收到的现金”占比达 28%，而取得投资收益收到的现金占比仅 3%。“收到其他与投资活动有关的现金”占比逐年提升，2018 年已经达到 64%。

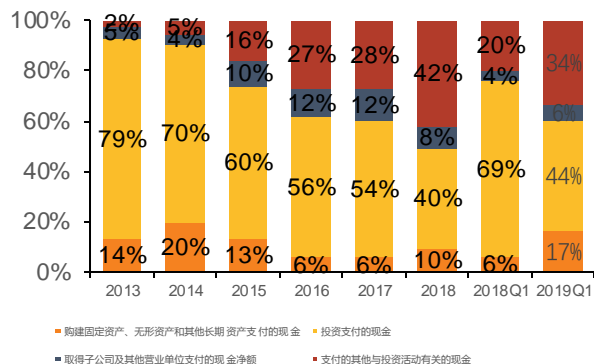
从投资现金流出的组成来看，2018 年“投资支付的现金”占比 40%，“取得子公司及其他营业单位支付的现金净额”占比 8%，构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金占比 10%。“支付其他与投资活动有关的现金”占比逐年提升，2018 年已经达到 42%。

图 216：历年投资活动现金流入细项拆分



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 217：历年投资活动现金流出细项拆分

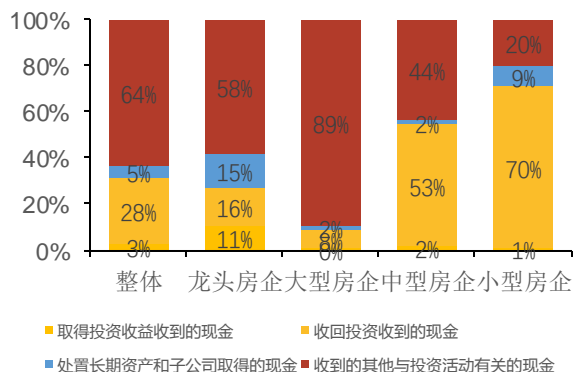


资料来源：Wind、天风证券研究所

分组来看，中小型房企投资活动现金流入中“收回投资收到的现金”占比远高于其他房企，一方面可能是在行业集中度提升的大背景下部分项目被其他房企收购或者合作开发，另一方面可能也由于中小型房企使用了明股实债等非标融资方式，将项目公司股权转让给信托等融资机构的时候就表现为“收回投资收到的现金”。

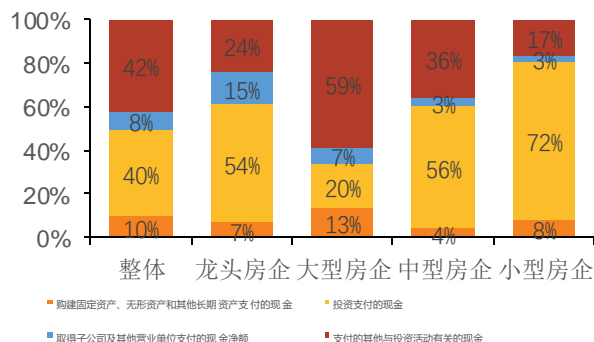
同理我们也发现中小型房企投资活动现金流出中“投资支付的现金”占比较高，这可能是因为在偿还明股实债等非标债务的时候，从信托等融资机构手里收回项目公司股权表现为“投资支付的现金”。

图 218：18 年投资活动现金流入细项拆分（分组）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 219：18 年投资活动现金流出细项拆分（分组）

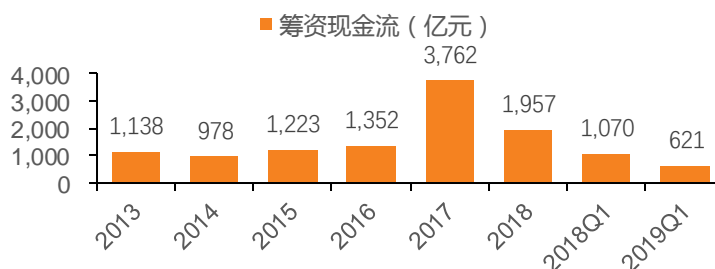


资料来源：Wind、天风证券研究所

3.6. 筹资活动现金流：龙头和大型房企融资优势明显

在 2018 年出台了很多针对房地产企业融资的调控政策，房企融资规模大幅缩减，全年筹资现金流净流入 1957 亿元，相比 2017 年下降 48%。2019 年第一季度，筹资活动现金净流入为 621 亿元，同比下降了 42%。

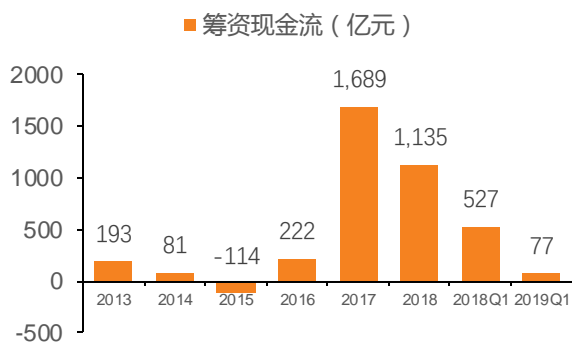
图 220：历年筹资活动现金流



资料来源：Wind、天风证券研究所

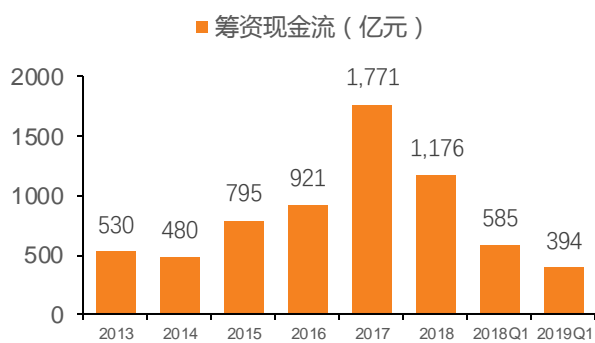
分组来看，2018年，龙头房企和大型房企筹资活动现金流在不利的整体环境中依然维持较大规模净流入，仅分别下降31%和34%，而中小型房企筹资活动现金流均转负。筹资的行业集中度提升趋势非常明显。

图 221：龙头房企历年筹资活动现金流



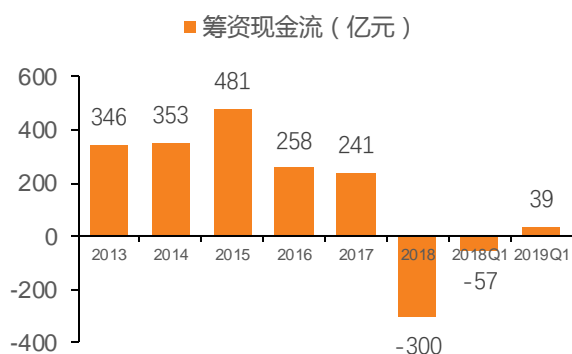
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 222：大型房企历年筹资活动现金流



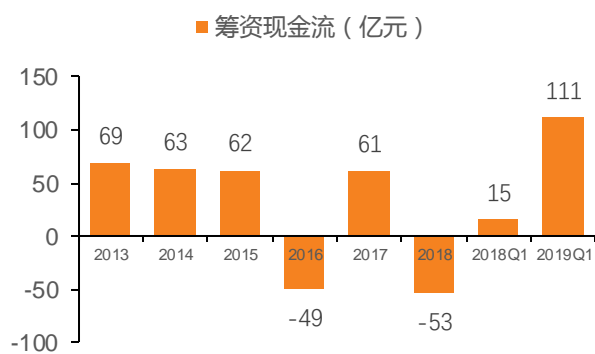
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 223：中型房企历年筹资活动现金流



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 224：小型房企历年筹资活动现金流



资料来源：Wind、天风证券研究所

从细项来看，2018年44家样本房企筹资活动现金流入中，取得借款收到的现金占比达到69%，发行债券收到的现金占比达13%，两者合计近82%，此外吸收投资收到的现金占比8%。

筹资活动现金流出中，2018年偿还债务所支付的现金占比达到80%，分配股利、利润和偿付利息所支付的现金占比达到了13%，两者合计达93%。

图 225：历年筹资活动现金流入细项拆分

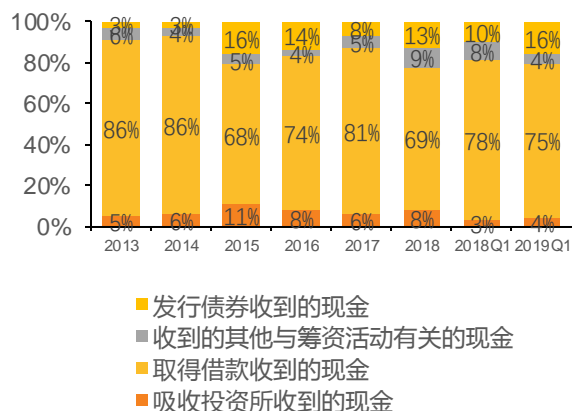
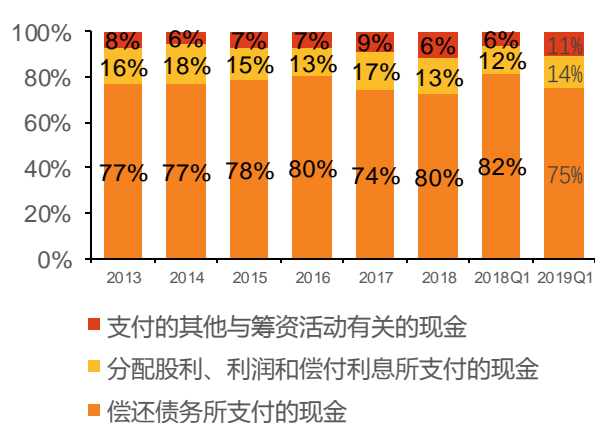


图 226：历年筹资活动现金流出细项拆分

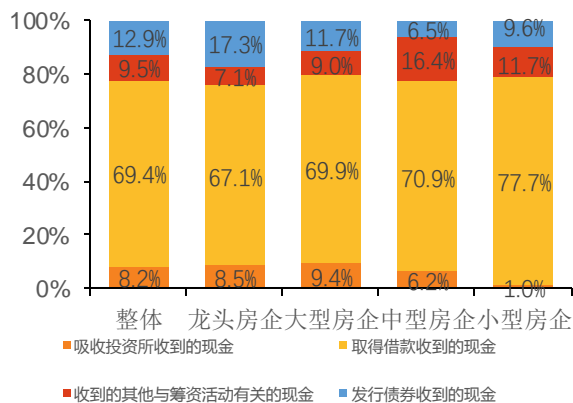


资料来源：Wind、天风证券研究所

资料来源：Wind、天风证券研究所

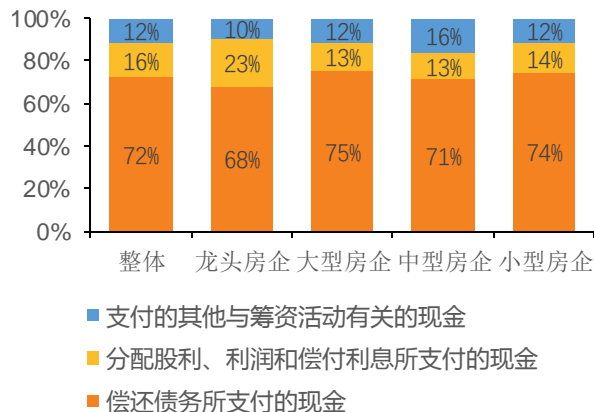
分组来看，从筹资活动现金流入来看，中小型房企筹资主要依靠借款，较难通过发行债券的形式筹集资金。而龙头房企和大型房企各种融资方式更为均衡。从筹资活动现金流出来看，大型和小型房企偿还债务的压力较大，占比 75%和 74%；而龙头房企分配股利、偿付利息的支出比例达到 23%，高于其余三组房企。

图 227：18 年筹资活动现金流入细项拆分（分组）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 228：18 年筹资活动现金流出细项拆分（分组）

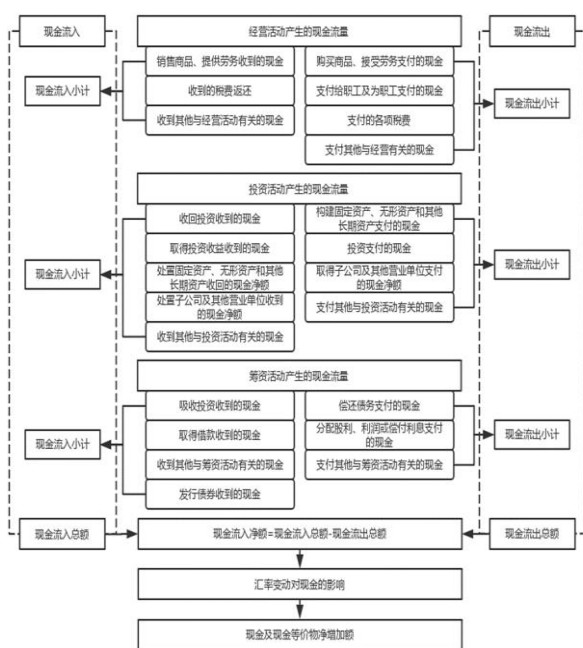


资料来源：Wind、天风证券研究所

投资建议：通过深度分析行业 2018 年财务报表，我们发现 2016-2017 年高峰期的销售陆续进入结算期，地产公司业绩进入收获期，营收和净利润均实现快速扩张，分组来看大型和龙头房企持续高增长，中型房企增速放缓，而小型房企营收规模扩张陷入停滞。从负债率来看，我们发现在多数口径下，小型房企都是负债率最低的，这可能是由于小型房企主动去杠杆，在现有项目实现销售回款之后，减小了拿地投资的力度；此外，也可能是小型房企信用不足，难以加更高的杠杆。大型房企的负债率最高，可能是因为大型房企作为追赶者，正处于杠杆扩张阶段。从经营现金流来看，2019 年一季度所有房企经营活动现金流均出现流出，而龙头房企、大型房企流出规模显著高于中小型房企，再次印证了龙头房企和大型房企是拿地主力的现象。从筹资现金流来看，2018 年样本房企总体面临不利的融资环境，筹资现金流大幅下滑，中小型房企受影响更大，筹资现金流 18 年均转负。进入 2019 年一季度，龙头企业和大型房企的融资规模在一季度同比缩小，而中小型房企在 19 年一季度都有较大增长，呈现一定的修复。对于股票投资者，我们推荐万科、金地等行业龙头，以及新城控股等高增长大型房企；对于债券投资者，龙头房企信用风险较低，但收益率也不高，可以作为基础配置品种，此外我们建议关注小型房企中负债率较低、扩张意愿不强、外部信用评级较低但真实风险不大的个券，以寻求超额收益。

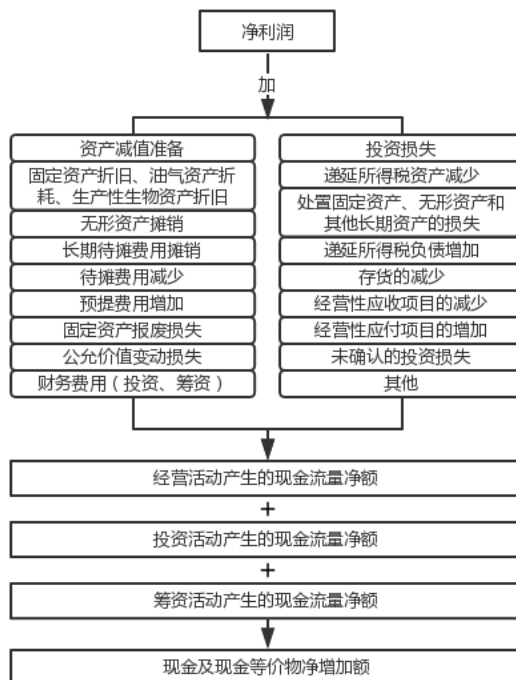
附录：直接法和间接法现金流量表、样本名单

图 229：直接法现金流量表



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 230：间接法现金流量表



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 231：样本房企名单

龙头房企（4家）								
序号	1	2	3	4				
公司名称	万科A	保利地产	招商蛇口	金地集团				
股票代码	000002.SZ	600048.SH	001979.SZ	600383.SH				
大型房企（10家）								
序号	1	2	3	4	5			
公司名称	新城控股	泰禾集团	阳光城	金科股份	荣盛发展			
股票代码	601155.SH	000732.SZ	000671.SZ	000656.SZ	002146.SZ			
序号	6	7	8	9	10			
公司名称	滨江集团	首开股份	蓝光发展	光明地产	华发股份			
股票代码	002244.SZ	600376.SH	600466.SH	600708.SH	600325.SH			
中型房企（15家）								
序号	1	2	3	4	5	6	7	
公司名称	信达地产	北京城建	大悦城	北辰实业	福星股份	华远地产	大名城	
股票代码	600657.SH	600266.SH	000031.SZ	601588.SH	000926.SZ	600743.SH	600094.SH	
序号	8	9	10	11	12	13	14	15
公司名称	迪马股份	中洲控股	中华企业	鲁商置业	天房发展	新华联	京投发展	上实发展
股票代码	600565.SH	000042.SZ	600675.SH	600223.SH	600322.SH	000620.SZ	600683.SH	600748.SH
小型房企（15家）								
序号	1	2	3	4	5	6	7	
公司名称	中交地产	苏宁环球	美好置业	荣安地产	珠江实业	天地源	华联控股	
股票代码	000736.SZ	000718.SZ	000667.SZ	000517.SZ	600684.SH	600665.SH	000036.SZ	
序号	8	9	10	11	12	13	14	15
公司名称	广宇集团	南国置业	万通地产	格力地产	世荣兆业	深振业A	宋都股份	深物业A
股票代码	002133.SZ	002305.SZ	600246.SH	600185.SH	002016.SZ	000006.SZ	600077.SH	000011.SZ

资料来源：Wind、天风证券研究所

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