

# 房地产开发

## 房企微观专题之其他应收应付：业绩的前奏，周转的影子

房企其他应收款/其他应付款在资产/负债中的比重持续提升，目前远高于其他行业。2013年以来，其他应收款在房企资产中的比例持续走高，由2013年的4.2%快速上升至2018年的12.2%，其他应付款在房企负债中的比例也由2013年的7.7%上升至2018年的12.1%。截至2018年末，房企其他应收款在资产中的占比位居27个行业之首。

**其他应收/应付的结构与来源。**结构方面，往来款是其他应收/应付的主要构成部分，其他应收中往来款占比约75%，其他应付中往来款占比约70%；细分往来款，在其他应收款的往来款中，联合营企业往来款占比约60%，在其他应付款的往来款中，少数股东往来款占比约65%。**来源方面**，我们从合并报表规则和房企现金调配方式出发，构造了其他应收/应付的四象限模型，作为后续分析的基础。

**估算项目平均进度变化，辅助判断业绩释放节奏。**对并表项目，其他应付款（少数股东）与其他应收款（少数股东）之比能够反应并表项目平均进度的变化，上升时，平均进度趋前，下年营收增速会低于过去两年预收账款的增速；**对非并表项目**，其他应收款（联合营）和其他应付款（联合营）之比能够反应非并表项目平均进度的变化，上升时，进度趋前，下年投资收益增速会低于过去两年预收账款的增速。在此基础上，我们认为**保利地产、金地集团、中南建设、阳光城**几家房企，并表项目结算收入有望高速增长，本年营收增速值得期待。

**估算自有资金撬动预收账款的能力，辅助评价周转能力。**合并报表中的预收账款与母公司报表中其他应收款的比值，在公司权益比例不发生大幅变化的情况下，可以作为评价房企周转能力的辅助指标。我们计算了15家主流房企的该指标，结果显示：纵向看，多数房企周转能力会保持在一个相对稳定的水平上；横向看，布局一二线城市较多的房企，快周转能力低于布局三四线较多的房企，同时，万科A、保利地产、滨江集团等房企，一二线项目占比较高的同时，仍具有不错的周转能力。

**风险提示：**1) 部分房企的会计处理方式和列报方式可能与一般情况有所不同；2) 部分数据来自估算，可能与实际有所偏差；3) 样本范围有限，可能与整体情况有所偏差；4) 房地产融资政策收紧风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 任鹤

执业证书编号：S0680519060001

邮箱：renhe@gszq.com

### 相关研究

- 1、《房地产开发：百强房企销售持续回落，绝对收益基础上或迎相对收益空间》2019-08-04
- 2、《房地产开发：事件点评：回答四个问题，理性看待“不刺激”》2019-07-31
- 3、《房地产行业周报：销售投资数据小幅回落，板块磨底持续：销售投资数据小幅回落，板块磨底持续》2019-06-16

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600466	蓝光发展	买入	0.75	1.12	1.68	2.30	7.60	5.09	3.39	2.48
600383	金地集团	买入	1.79	2.21	2.73	3.13	6.58	5.33	4.31	3.76

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



## 内容目录

1. 房企其他应收/应付自 13 年以来迅速增加，目前占比远高于其他行业 .....	4
2. 房企其他应收/应付的结构与来源 .....	5
2.1 结构：往来款占比 70%以上 .....	5
2.2 来源：四象限模型 .....	7
其他应收应付的微观基础 .....	7
其他应收应付的四象限模型 .....	7
3. 业绩的前奏，周转的影子 .....	9
3.1 估算项目平均进度变化，辅助判断业绩释放节奏 .....	9
并表项目：先其他应付后其他应收，应付驱动应收 .....	9
非并表项目：先其他应收后其他应付，应收驱动应付 .....	10
代表性房企历史数据回测 .....	11
哪些房企本年结算值得期待 .....	13
3.2 评价房企周转能力的辅助指标 .....	14
“快周转”的本质：无息负债能力 .....	14
周转能力辅助评价指标：预收款与母公司其他应收款的比值 .....	15
样本房企周转能力评价 .....	15
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 房地产行业其他应收款占比远高于其他行业 单位: % .....	4
图表 2: 房地产行业其他应付款占比位列第 8, 但提升速度明显快于其他行业 单位: % .....	4
图表 3: 房地产行业其他应收款占资产比例提升快于其行业 单位: % .....	5
图表 4: 房地产行业其他应付款占负债比例提升快于其行业 单位: % .....	5
图表 5: 其他应收款结构示意 .....	6
图表 6: 其他应付款结构示意 .....	6
图表 7: 往来款在其他应收款中的占比 .....	6
图表 8: 往来款在其他应付款中的占比 .....	6
图表 9: 联合营企业往来款在其他应收往来款中的占比 .....	6
图表 10: 联合营企业往来款在其他应付往来款中的占比 .....	6
图表 11: 预售制度下现金调配必然产生关联借款 .....	7
图表 12: 合并报表其他应收款明细的来源及含义 .....	8
图表 13: 合并报表其他应付款明细的来源及含义 .....	8
图表 14: 合并报表中其他应收应付的四象限模型 .....	8
图表 15: 合作方按照股权比例投入与收回现金 .....	9
图表 16: 并表项目其他应收应付变化示意 .....	10
图表 17: 从 D/A 变化看并表项目平均进度变化 .....	10
图表 18: 样本房企 D/A 变化 (1) .....	10
图表 19: 样本房企 D/A 变化 (2) .....	10
图表 20: 非并表项目其他应收应付变化示意 .....	11
图表 21: 从 C/B 变化看非并表项目平均进度变化 .....	11
图表 22: 样本房企 C/B 变化 (1) .....	11

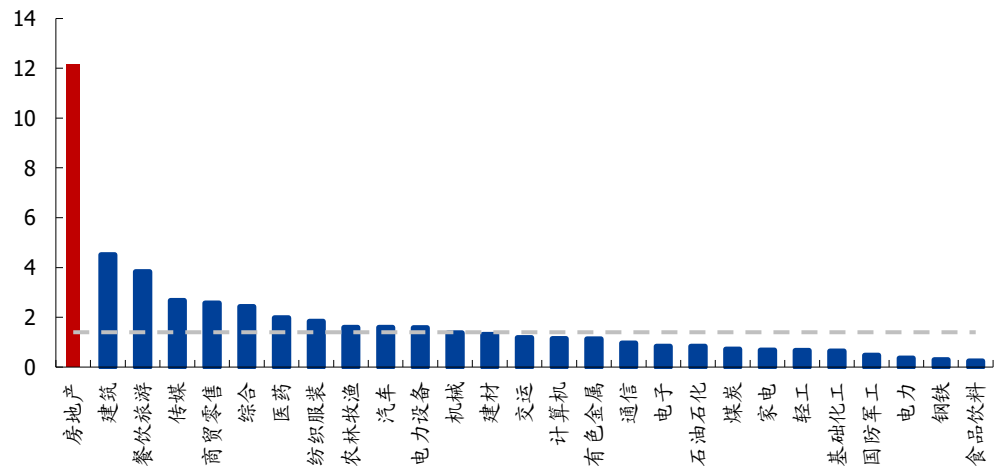
图表 23: 样本房企 C/B 变化 (2)	11
图表 24: 典型年份营收与 D/A 分析	12
图表 25: 万科 A 营业收入与 D/A	12
图表 26: 保利地产营业收入与 D/A	12
图表 27: 典型年份投资收益与 C/B 分析	13
图表 28: 万科 A 投资收益与 C/B	13
图表 29: 保利地产投资收益与 C/B	13
图表 30: 样本房企 19 年营业收入和投资收益增速估算	14
图表 31: 样本房企 2018 年预售账款在总负债中的占比	14
图表 32: 样本房企历年预收账款占比变化 (1)	15
图表 33: 样本房企历年预收账款占比变化 (2)	15
图表 34: 周转能力的本质是用自有资金撬动预收账款的能力	15
图表 35: 样本房企近三年自有资金扩张率	16
图表 36: 样本房企历年自有资金扩张率 (1)	16
图表 37: 样本房企历年自有资金扩张率 (2)	16

## 1. 房企其他应收/应付自 13 年以来迅速增加，目前占比远高于其他行业

2013 年以来，其他应收款在房企资产中的比例持续走高，由 2013 年的 4.2% 快速上升至 2018 年的 12.2%，与此同时，其他应付款在房企负债中的比例也由 2013 年的 7.7% 上升至 2018 年的 12.1%。

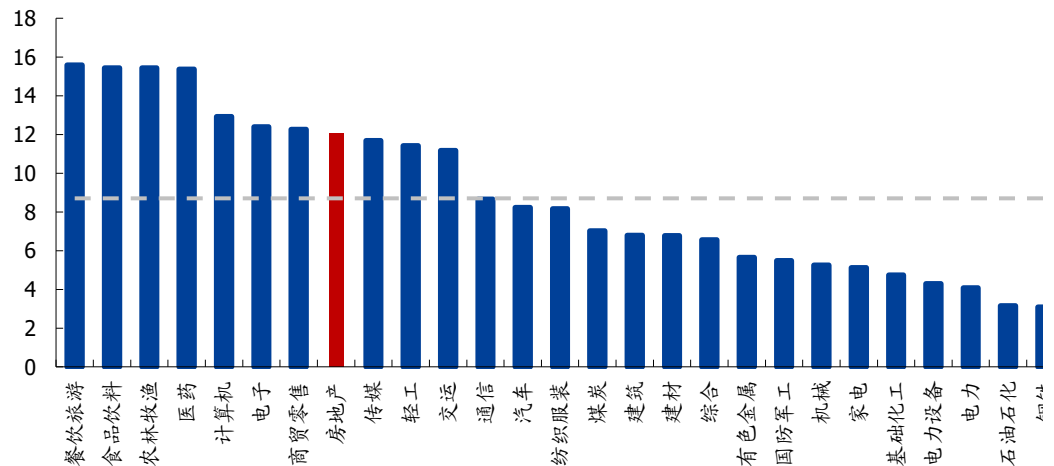
截至 2018 年末，房企其他应收款在资产中的占比位居 27 个行业之首，高于其他 26 个行业均值 10.8 个百分点（为了提升数据的可比性，相关指标的计算均选取各行业市值前十的公司，且剔除金融行业，下同），其他应付款在负债中的占比位居 27 个行业第 8 位，高于其他 26 个行业均值 3.6 个百分点，且增长幅度远高于其他行业。

图表 1: 房地产行业其他应收款占比远高于其他行业 单位: %



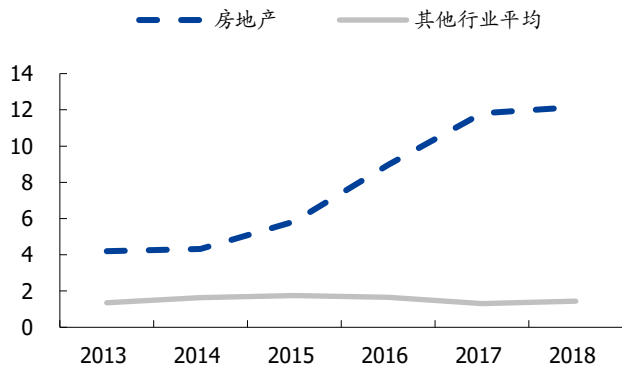
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 房地产行业其他应付款占比位列第 8, 但提升速度明显快于其他行业 单位: %



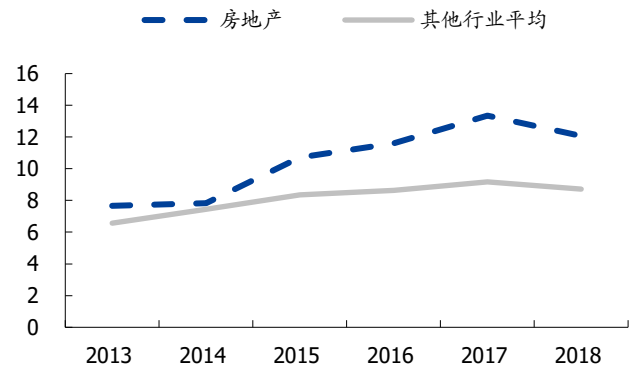
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表3: 房地产行业其他应收款占资产比例提升快于其行业 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表4: 房地产行业其他应付款占负债比例提升快于其行业 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2. 房企其他应收/应付的结构与来源

### 2.1 结构: 往来款占比 70%以上

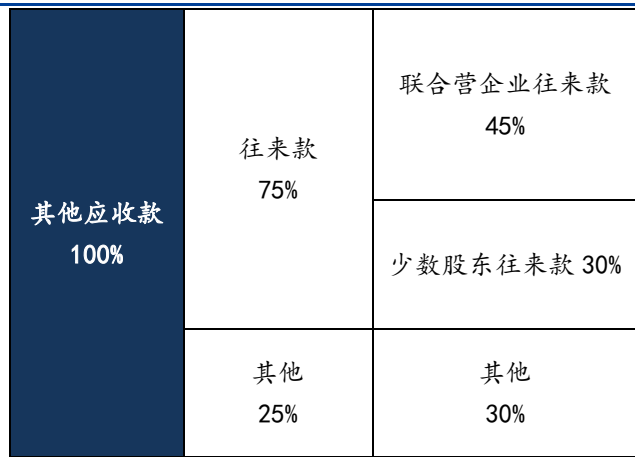
我们详细分析了 A 股市值最大的 10 家主流房企的其他应收/应付的结构 (由于部分房企业务模式并非传统的房地产开发, 如华夏幸福, 故不在我们的讨论之列), 往来款是其他应收/应付的主要构成部分, 其他应收中往来款占比约 75%, 其他应付中往来款占比约 70%, **这也是本篇报告详细分析的部分**。其他部分主要是土地保证金、购房意向金等。

需要说明的是, 由于会计准则变化, 2018 年其他应收/应付中均包含了“应收股利”和“应收利息”, 与之前年份不同。考虑到占比均较小, 且房企报表中均详细列报了上述信息, 因此本篇报告中的“其他应收款”和“其他应付款”均不包含“应收股利”和“应收利息”。

不管是其他应收还是其他应付, 往来款都可以大致分为联合营企业往来款和合作方 (主要是少数股东) 往来款两部分。以万科 A、保利地产、招商蛇口、阳光城等 5 家房企往来款的明细项作为基础数据, 进一步分析往来款的构成, 数据显示:

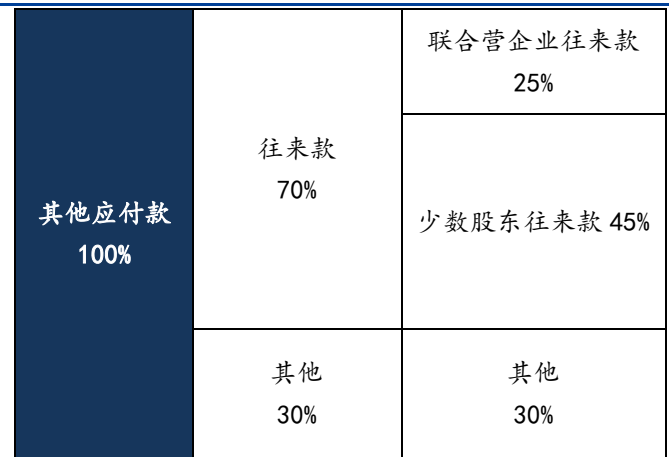
- ◆ 在其他应收款的往来款中, 近三年联合营企业往来款占比约 60% (占全部其他应收款的 45%), 少数股东往来款占比约 40% (占全部其他应收款的 30%);
- ◆ 在其他应付款的往来款中, 近三年联合营企业往来款占比约 35% (占全部其他应付款的 25%), 少数股东往来款占比约 65% (占全部其他应付款的 45%)。

图表 5: 其他应收款结构示意图



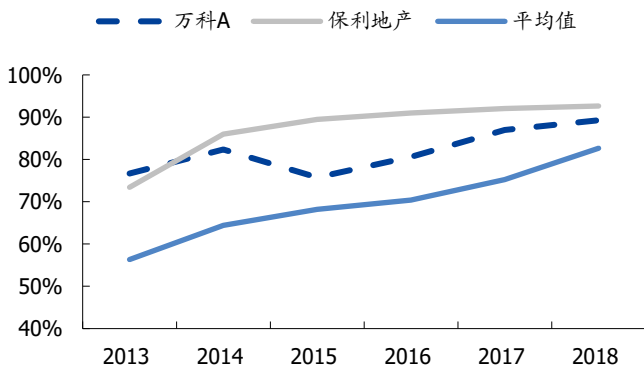
资料来源: 国盛证券研究所

图表 6: 其他应付款结构示意图



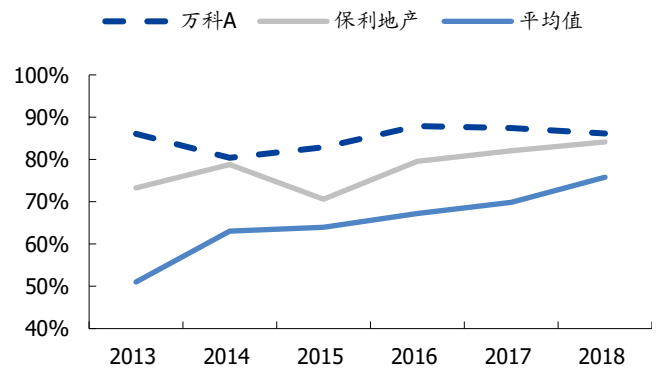
资料来源: 国盛证券研究所

图表 7: 往来款在其他应收款中的占比



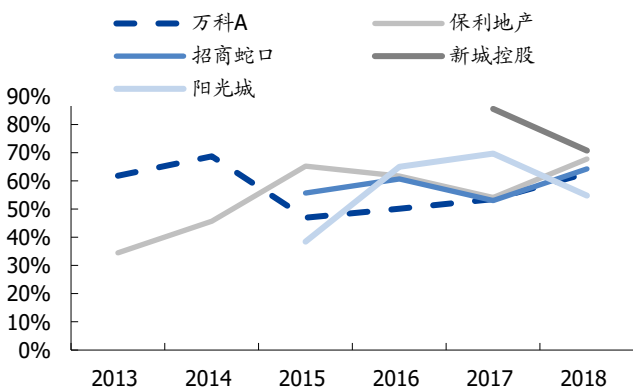
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 往来款在其他应付款中的占比



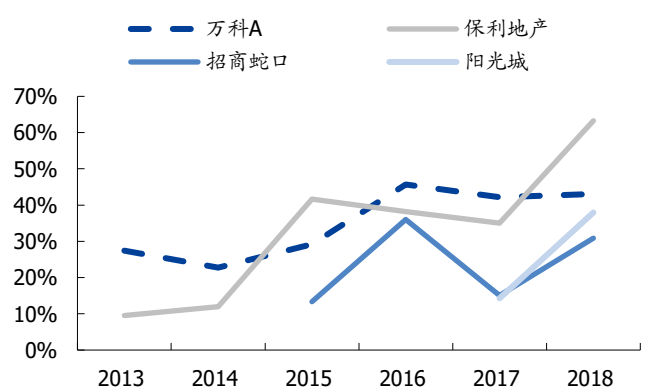
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 联合营企业往来款在其他应收往来款中的占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 联合营企业往来款在其他应付往来款中的占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

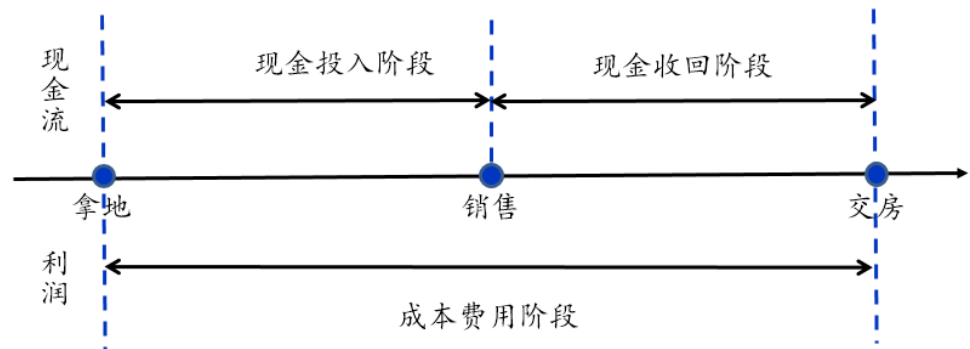
## 2.2 来源：四象限模型

### 其他应收应付的微观基础

房企其他应收应付的微观基础有三，一是**预售制度**下现金流入与收入确认存在**时间差**，进行现金调配必然产生关联借款；二是实践中房企对项目公司大量采用的“**股权+债权**”投资模式，导致房企及项目合作方对项目公司的现金投入和现金收回，大量采用关联借款形式，而这些借款在合并报表时就会产生其他应收和其他应付；三是合作开发日益普遍，合并报表时存在大量的**并表项目**和**非并表项目**：

- ◆ **对并表项目而言**，项目合作方（少数股东）对项目公司的现金投入构成其他应付、对项目公司的现金收回构成其他应收；
- ◆ **对非并表项目而言**，公司从项目公司的现金投入构成其他应收、对项目公司的现金收回构成其他应付。

图表 11：预售制度下现金调配必然产生关联借款



资料来源：国盛证券研究所

### 其他应收应付的四象限模型

为了更清晰的展开后续讨论，我们将项目按照并表与不并表、现金投入阶段与现金收回阶段的不同，分为四个象限，并就各自产生的其他应收和其他应付对应的明细项进行分析。

在合并报表上，下图中的 A 和 C 共同构成其他应收款中的“往来款”，B 和 D 共同构成其他应付款中的“往来款”，其各自占比及意义如下表所示。



图表 12: 合并报表其他应收款明细的来源及含义

<b>其他应收款 100%</b>	往来款 75%	联合营企业往来款 45%	C	<b>非并表项目，现金投入阶段</b> 公司按照股权比例向项目公司提供借款，由于项目不并表，在合并报表中记为“其他应收款：联合营企业”
		少数股东往来款 30%	A	<b>并表项目，现金收回阶段</b> 少数股东按照股权比例收回回收现金，由于项目并表，在合并报表中记为“其他应收款：少数股东”
	其他 25%	其他 30%	/	

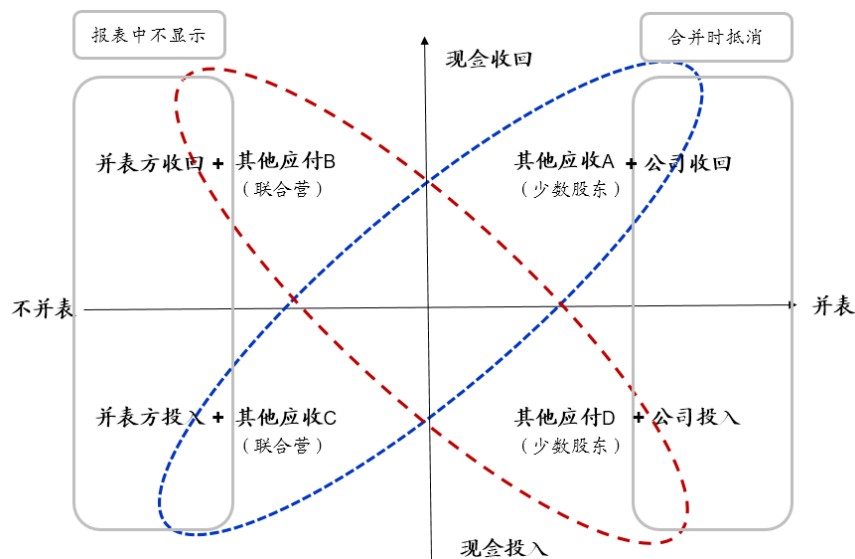
资料来源：国盛证券研究所

图表 13: 合并报表其他应付款明细的来源及含义

<b>其他应付款 100%</b>	往来款 70%	联合营企业往来款 25%	B	<b>非并表项目，现金收回阶段</b> 公司按照股权比例收回回收现金，由于项目不并表，在合并报表中记为“其他应付款：联合营企业”
		少数股东往来款 45%	D	<b>并表项目，现金投入阶段</b> 少数股东按照股权比例向项目公司提供借款，由于项目并表，在合并报表中记为“其他应付款：少数股东”
	其他 30%	其他 30%	/	

资料来源：国盛证券研究所

图表 14: 合并报表中其他应收应付的四象限模型



资料来源：国盛证券研究所



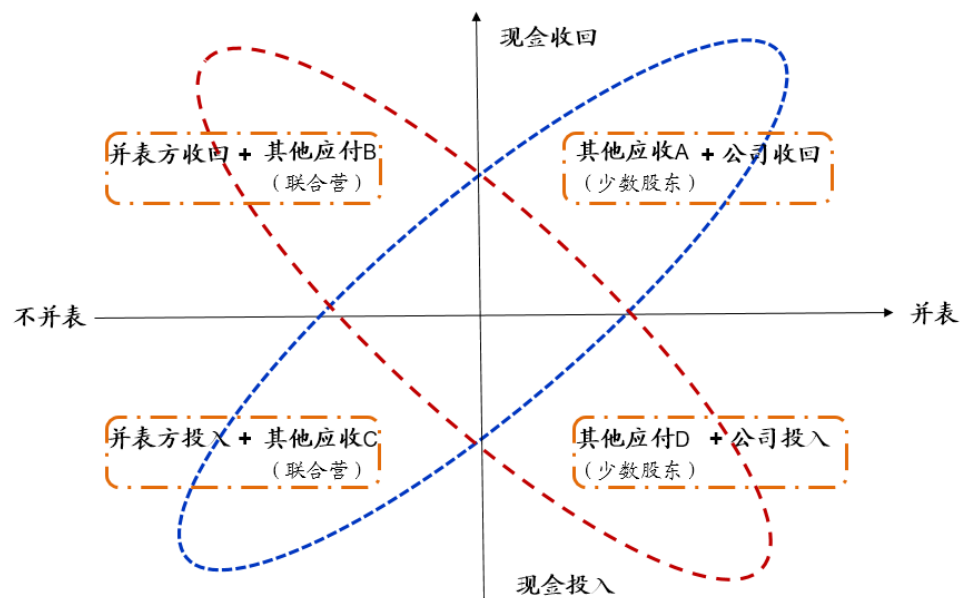
### 3. 业绩的前奏，周转的影子

根据“真·合作开发”的一般惯例，合作方会根据各自股权比例，向合作项目提供借款支持，并在回款后按比例收回现金（**对称投入，对称收回**，下图中橙色方框中的两项与合作股权比例相同）。据此进行推论，不管是并表项目还是非并表项目，**少数股东投入和收回的现金就可以准确反映出项目公司的整体情况**，这也是我们进行后续分析的前提条件。

在此基础上，我们进一步分析了合并报表和母公司报表层面，其他应收/应付项目包含的信息：

- ◆ 可用于估算公司项目的平均进度变化，辅助判断业绩释放节奏；
- ◆ 在公司权益比例保持稳定的前提下，判断公司周转能力。

图表 15: 合作方按照股权比例投入与收回现金



资料来源：国盛证券研究所

#### 3.1 估算项目平均进度变化，辅助判断业绩释放节奏

由于房地产行业特殊的预售制度，房企未结算业绩的总量可以通过预收账款或合同负债等科目进行较为精确的估算，但对利润释放节奏的判断往往只能基于房企过去的销售数据，按照一般的竣工交付节奏来测算。由于不同房企、不同区域、不同城市能级和不同产品类型的竣工时间有较大差别，项目数量也较多，估算结果往往有较大差距。在此，我们从其他应收/应付角度，对房企利润释放节奏进行分析。

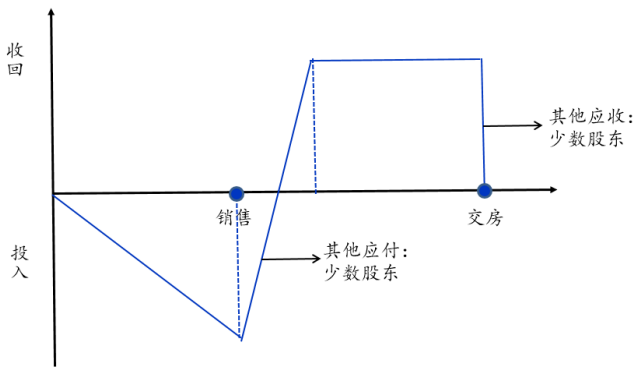
**并表项目：先其他应付后其他应收，应付驱动应收**

如前所述，在合并报表层面，并表项目对应的是“其他应付款（少数股东）”（第四象限D）和“其他应收款（少数股东）”（第一象限A），分别对应并表项目的现金投入阶段和现金收回阶段。现金投入阶段，其他应付款（少数股东）D由0逐渐增大，随着现金逐渐收回，D逐渐减小而A逐渐增大，项目结算时A变为0。

不管公司项目整体体量有何变化，随着项目整体平均进度的变化，其他应收款（少数股东）与其他应付款（少数股东）的比值（D/A）会有三种可能的变化：

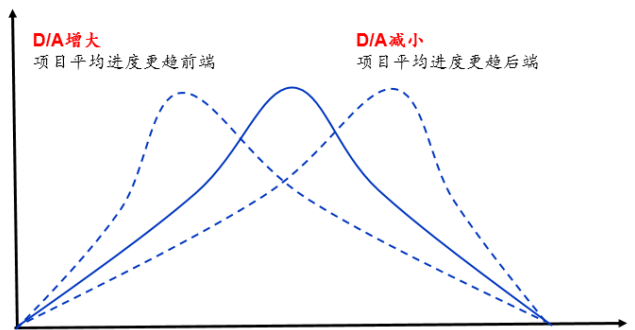
- ◆ 平均进度左移，D/A 增大：代表并表项目的整体平均进度更加靠近前端，销售到利润释放的时间会相对以往更长。
- ◆ 平均进度不变，D/A 不变：代表并表项目的整体平均进度保持在当前水平上，销售到利润释放的时间会与以往持平。
- ◆ 平均进度右移，D/A 减小：代表并表项目的整体平均进度更加靠近后端，销售到利润释放的时间会相对以往更短。

图表 16: 并表项目其他应收应付变化示意



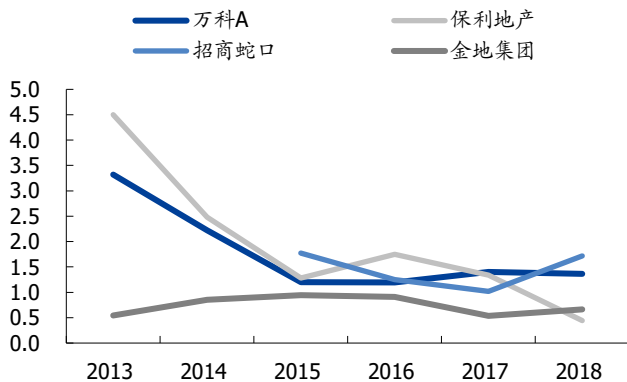
资料来源: 国盛证券研究所

图表 17: 从 D/A 变化看并表项目平均进度变化



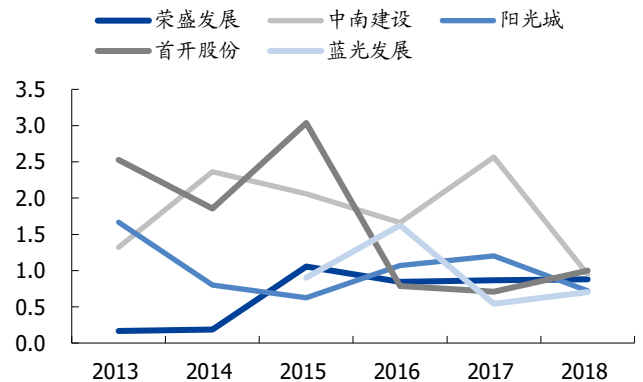
资料来源: 国盛证券研究所

图表 18: 样本房企 D/A 变化 (1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 样本房企 D/A 变化 (2)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

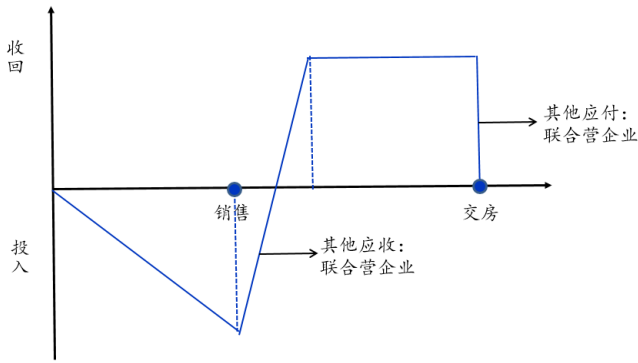
### 非并表项目：先其他应收后其他应付，应收驱动应付

合并报表层面，非并表项目对应的是“其他应收款（联合营）”（第三象限 C）和“其他应付款（联合营）”（第二象限 B），分别对应非并表项目的现金投入阶段和现金收回阶段。现金投入阶段，其他应收款（联合营）C 由 0 逐渐增大，随着现金逐渐收回，C 逐渐减小而 B 逐渐增大，项目结算时 B 变为 0。

随着项目整体平均进度的变化，其他应收款（联合营）与其他应付款（联合营）的比值（C/B）会有三种可能的变化：

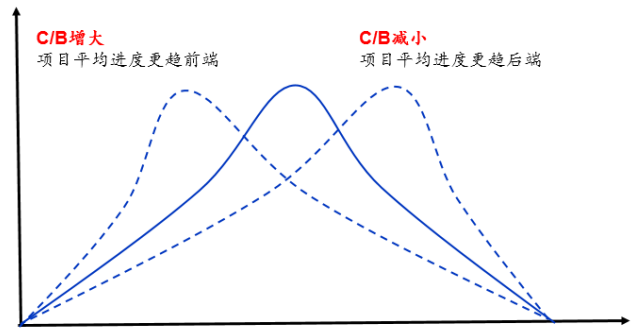
- ◆ 平均进度左移，C/B 增大：代表非并表项目的整体平均进度更加靠近前端，销售到利润释放的时间会相对以往更长。
- ◆ 平均进度不变，C/B 不变：代表非并表项目的整体平均进度保持在当前水平上，销售到利润释放的时间会与以往持平。
- ◆ 平均进度右移，C/B 减小：代表非并表项目的整体平均进度更加靠近后端，销售到利润释放的时间会相对以往更短。

图表 20: 非并表项目其他应收应付变化示意



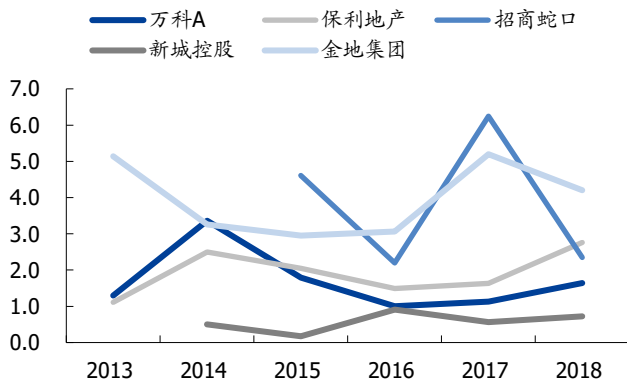
资料来源: 国盛证券研究所

图表 21: 从 C/B 变化看非并表项目平均进度变化



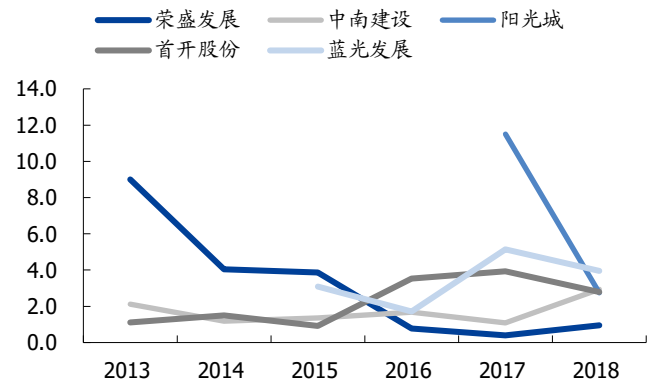
资料来源: 国盛证券研究所

图表 22: 样本房企 C/B 变化 (1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 样本房企 C/B 变化 (2)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 代表性房企历史数据回测

我们回测了万科和保利两家代表性房企自 2014 年以来的营业收入和投资收益的变化情况，结论如下：

- ◆ 对并表项目：D/A（注：其他应付款（少数股东）与其他应收款（少数股东）之比）的变化能够反应并表项目平均进度的变化，D/A 大幅上升时，进度趋前，下年营收增速会低于过去两年预收账款的增速，D/A 大幅下降时则相反。
- ◆ 对非并表项目：C/B（注：其他应收款（联合营）和其他应付款（联合营）之比）的变化能够反应非并表项目平均进度的变化，C/B 大幅上升时，进度趋前，下年投资收益增速会低于过去两年预收账款的增速，C/B 大幅下降时则相反。

### 营业收入回测

营业收入对应并表项目的结算，因此我们用其他应付款（少数股东）和其他应收款（少数股东）的比例 D/A 作为主要的变量，与预售账款和营业收入的变化情况进行对比分析，典型时段的对比结果如下表所示。

图表 24: 典型年份营收与 D/A 分析

公司	年份	D/A 变化	过去两年预收增速	下年营收增速	分析
万科 A	2015	大幅下降	16.9%	23.0%	D/A 大幅下降——项目平均进度更趋后端，即距离结算更近——16 年营收增速高于过去两年预收款增速。
万科 A	2016-2018	平稳	33.8%	/	D/A 平稳——项目平均进度保持稳定—— <b>19 年营收增速预计接近 33.8%</b> 。
保利地产	2015	大幅下降	11.4%	25.4%	D/A 大幅下降——项目平均进度更趋后端，即距离结算更近——16 年营收增速高于过去两年预收款增速。
保利地产	2016	大幅上升	17.2%	-5.5%	D/A 大幅上升——项目平均进度更趋前端，即距离结算更远——17 年营收增速低于过去两年预收款增速。
保利地产	2017-2018	持续下降	31.8%	/	D/A 持续下降——项目平均进度更趋后端，即距离结算更近—— <b>19 年营收增速预计远高于 31.8%</b> 。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 万科 A 营业收入与 D/A

	2014	2015	2016	2017	2018
预收账款 (亿元)	1817	2126	2746	4077	5050
增速 (%)	16.9	<b>17.0</b>	29.2	48.4	23.9
D/A	2.2	<b>1.2</b>	1.2	1.4	1.4
营收增速 (%)	8.1	<b>33.6</b>	23.0	1.0	22.6

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 保利地产营业收入与 D/A

	2014	2015	2016	2017	2018
预收账款 (亿元)	1133	<b>1325</b>	<b>1555</b>	2253	2998
增速 (%)	5.7	<b>17.0</b>	<b>17.3</b>	44.9	33.1
D/A	2.5	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>	1.3	0.4
营收增速 (%)	18.1	<b>13.2</b>	<b>25.4</b>	<b>(5.5)</b>	32.7

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 联合营企业投资收益回测

联合营企业投资收益对应非并表项目的结算，因此我们用其他应收款（联合营）和其他应付款（联合营）的比例 C/B 作为主要的变量，与联合营企业投资收益的变化情况进行对比分析，典型时段的对比结果如下表所示。

需要说明的是，由于非并表项目对应的预收款在上市公司报表中无法体现，我们仍采用表内预收账款的变化来作为另一个变量，在公司权益比例未发生较大变化的情况下，我们认为这一估计是合理的。

图表 27: 典型年份投资收益与 C/B 分析

公司	年份	C/B 变化	过去两年预收增速	下年投资收益增速	分析
万科 A	2015	大幅下降	16.9%	30.0%	C/B 大幅下降——项目平均进度更趋后端,即距离结算更近——16 年投资收益增速高于过去两年预收款增速。
万科 A	2016	大幅下降	23.1%	106.0%	C/B 大幅下降——项目平均进度更趋后端,即距离结算更近——17 年投资收益增速高于过去两年预收款增速。
万科 A	2018	大幅上升	36.2%	/	C/B 大幅上升——项目平均进度更趋前端,即距离结算更远—— <b>19 年投资收益增速预计低于 30%</b> 。
保利地产	2015	小幅下降	11.4%	22.9%	C/B 小幅下降——项目平均进度更趋后端,即距离结算更近——16 年投资收益增速高于过去两年预收款增速。
保利地产	2018	大幅上升	39.0%	/	C/B 大幅上升——项目平均进度更趋前端,即距离结算更远—— <b>19 年投资收益增速预计低于 30%</b> 。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 万科 A 投资收益与 C/B

	2014	2015	2016	2017	2018
预收账款 (亿元)	1817	2126	2746	4077	5050
增速 (%)	16.9	17.0	29.2	48.4	23.9
C/B	3.4	1.8	1.0	1.1	1.6
投资收益同比增速 (%)	84.2	30.0	106.0	(7.3)	37.4

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 保利地产投资收益与 C/B

	2014	2015	2016	2017	2018
预收账款 (亿元)	1133	1325	1555	2253	2998
增速 (%)	5.7	17.0	17.3	44.9	33.1
C/B	2.5	2.0	1.5	1.6	2.8
投资收益同比增速 (%)	9.2	43.6	22.9	28.4	21.6

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 哪些房企本年结算值得期待

基于上述方法,我们计算了 A 股 10 家主流房企的相关指标,并对相关房企本年的营收增速和投资收益增速做出预测,预测结果如下表所示。基于预测结果,我们认为保利地产、金地集团、中南建设、阳光城几家房企,并表项目结算收入有望高速增长,本年营收增速值得期待。

图表 30: 样本房企 19 年营业收入和投资收益增速估算

	17/18 预收账款平均增速	18 年 D/A 变化	18 年 C/B 变化	18 营收增速	18 投资收益增速	19 营收增速估算	19 投资收益增速估算
万科 A	36%	-3%	45%	23%	37%	25%	20%
保利地产	39%	-67%	69%	33%	22%	45%	15%
招商蛇口	21%	68%	-62%	16%	/	15%	30%
新城控股	102%	-22%	27%	34%	/	60%	30%
金地集团*	66%	-19%	-7%	35%	-37%	40%	25%
荣盛发展*	42%	1%	138%	46%	/	30%	10%
中南建设*	66%	-63%	171%	31%	/	55%	15%
阳光城	90%	-40%	-76%	70%	/	70%	80%
首开股份*	24%	41%	-29%	8%	/	8%	15%
蓝光发展*	59%	30%	-23%	26%	/	25%	35%

资料来源: 国盛证券研究所

注:  
1. 星号公司未公告 ABCD 四项指标的明细, 而是统称为“往来款”。我们根据一般的比例关系, 分拆得到 ABCD 的数额, 可能跟实际有所偏差;  
2. 表中数据为我们根据上文方法估算得到, 更偏定性判断。

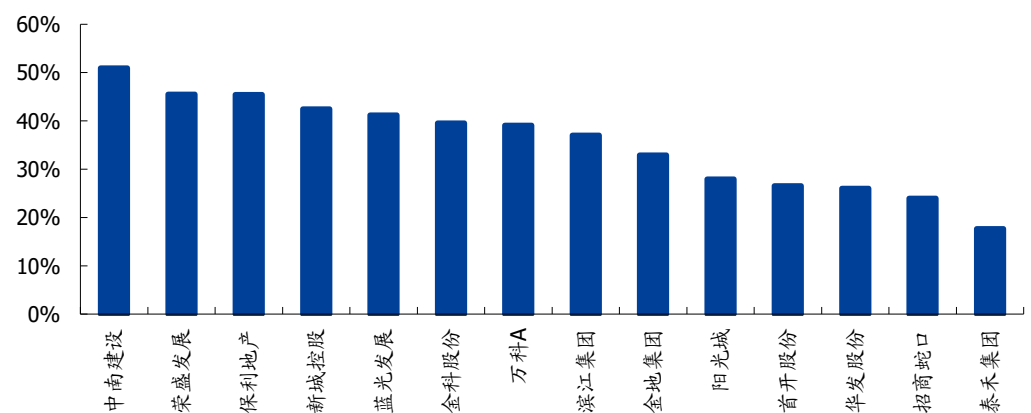
### 3.2 评价房企周转能力的辅助指标

#### “快周转”的本质: 无息负债能力

对于一般企业, 常用的周转率涵盖了各类资产, 如应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率等, 背后的含义是企业利用某项资产产生收入的能力, 基于利润表和资产负债表数据即可计算, 并进行定量评价。

但对于房企而言, 市场看重的快周转能力并不体现于任何一项资产的周转率。房企快周转能力, 本质上是房企利用自有资金产生预收账款, 并以收回的预收账款进一步产生新的预收账款, 以此提升销售额和报表规模的能力, 即通过经营, 来获取无息负债的能力。

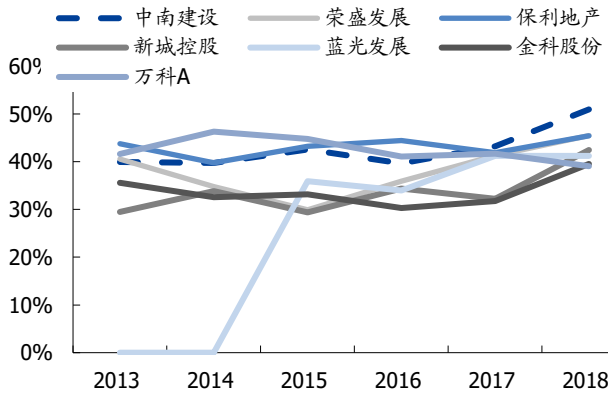
图表 31: 样本房企 2018 年预收账款在总负债中的占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

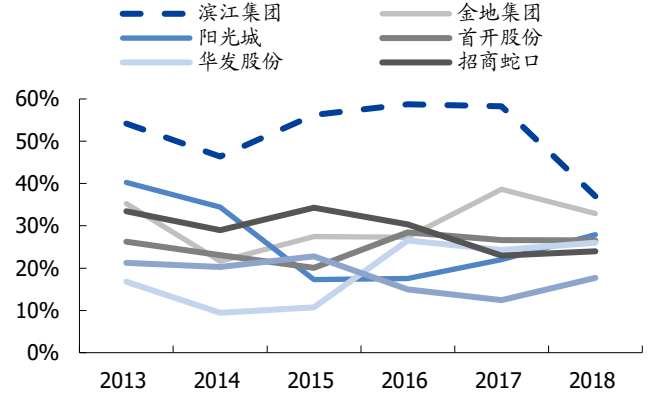


图表 32: 样本房企历年预收账款占比变化 (1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 33: 样本房企历年预收账款占比变化 (2)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

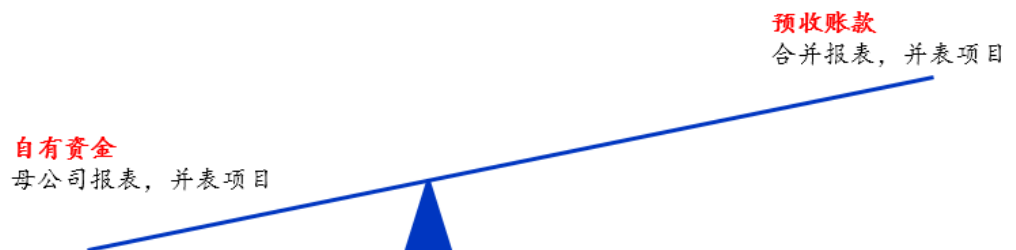
### 周转能力辅助评价指标: 预收款与母公司其他应收款的比值

无息负债占负债总额的比值可以一定程度上反映公司周转能力的强弱,但由于未考虑公司本身的杠杆水平和少数股东权益占比,如果产权比率或少数股东权益占比差别较大,该指标的可信度会下降。

我们认为,合并报表中的预收账款与母公司报表中其他应收款的比值(为方便后续表述,我们将该指标定义为“**自有资金扩张率**”),在公司权益比例不发生大幅变化的情况下,可以作为评价房企周转能力的辅助指标。理由是:

- ◆ 合并报表中的预收账款对应公司的并表项目,而并表项目往往由公司自己操盘;
- ◆ 母公司报表中的其他应收款,主要是母公司对子公司的股东借款,即对并表项目投入的自有资金;
- ◆ 分子端与分母端均对应并表项目,二者的比值代表了在并表项目中,公司**利用自有资金产生预收账款的能力,即周转能力**。

图表 34: 周转能力的本质是用自有资金撬动预收账款的能力



资料来源: 国盛证券研究所

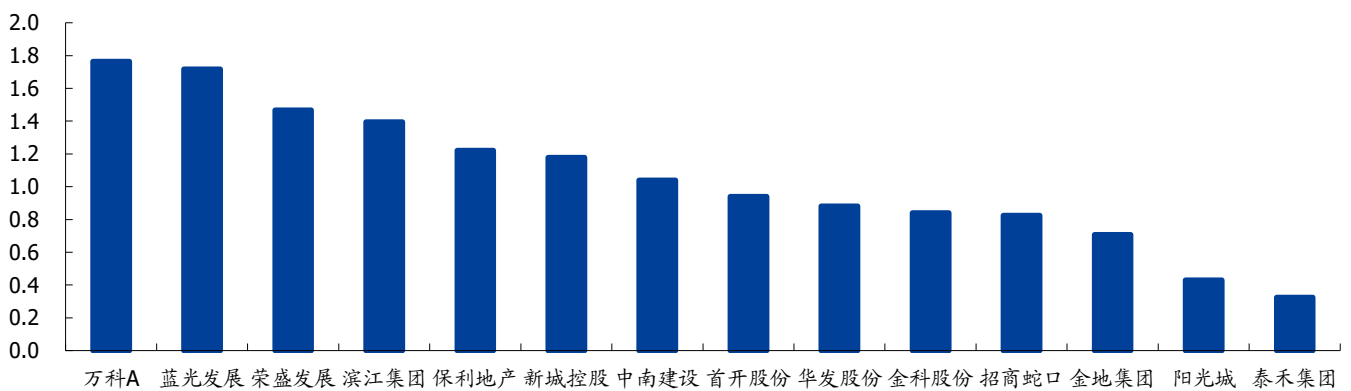
### 样本房企周转能力评价



基于上述指标，我们计算了样本房企的“自有资金扩张率”，并以此评价各房企的周转能力，结论如下：

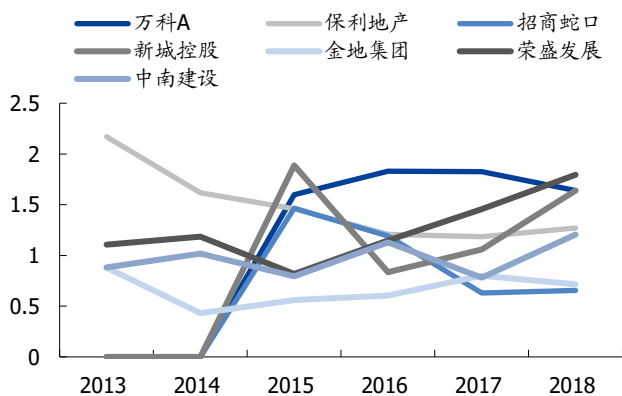
- ◆ 横向看，布局一二线城市较多的房企，快周转能力低于布局三四线较多的房企，这也是符合逻辑的。因为高能级城市往往预售条件高于低能级城市，且地价占比较高，导致一二线项目周转低于三四线项目。同时，万科A、保利地产、滨江集团等房企，一二线项目占比较高的同时，具有不错的周转能力，更显难能可贵。
- ◆ 纵向看，多数房企周转能力会保持在一个相对稳定的水平上，而且体量越大的房企，此项指标的波动越小。原因是周转能力是一种综合管理能力的体现，包括融资、投资、管控等多方面能力，而这些内在实力在较长时期内都会保持相对稳定，在权益占比不发生剧烈变化的情况下，此项指标本身就会保持相对平稳。

图表 35: 样本房企近三年自有资金扩张率



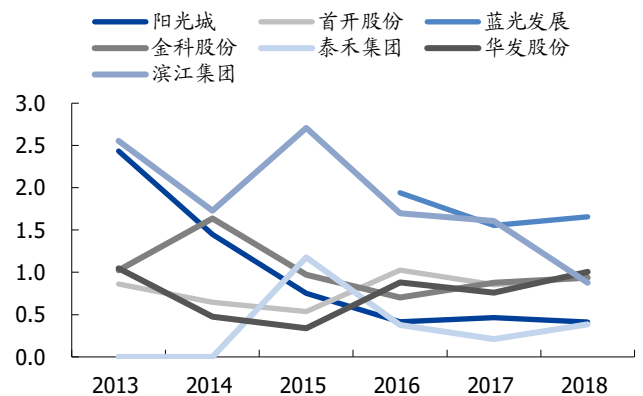
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 36: 样本房企历年自有资金扩张率 (1)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 37: 样本房企历年自有资金扩张率 (2)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 风险提示

1. 部分公司未公布其他应收款和其他应付款的明细项，我们根据其他房企的各明细项比例，估算了无明细项房企的明细项具体数额，**可能与实际情况有所偏差。**
2. 我们分析的基础是一般的会计准则，包括现金拆借、合并报表等方面的会计处理规则和列报方式，**但样本房企的会计处理方式和列报方式可能与一般情况有所不同。**
3. 我们选取的样本是当前 A 股的 10 家主流房企，我们认为这些房企对全行业有一定的代表性，但数样本范围有限，不能排除与整体情况可能有所不同。
4. 本篇报告侧重从微观层面对房企进行分析，但宏观层面房地产融资政策有继续收紧的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com