

# 房地产开发

## 以勾稽为“锚”，分析房企现金流量

我们从常规勾稽关系出发，结合房企业务特点，对房企现金流量表中的主要项目进行了分析，在此基础上**对部分房企做了还原和调整**，并以此分析了样本房企回款率、外源融资依赖度、现金流出刚性等问题，主要结论是：

**销售商品提供劳务收到的现金：**符合勾稽关系，意义明确。从表内项目回款率来看，**16年以来样本房企回款率持续下降**，平均值由2016年的87%下降至2018年的69%，降幅达到18%，**2019年上半年，回款率提升至77%**，下半年预计有所回落。从近三年平均回款率来看，万科A、保利地产、招商蛇口、金科股份四家房企平均值都在90%以上，销售回款与销售额匹配较好。19H1回款率提升较快的是泰禾集团、滨江集团、华夏幸福、华发股份和蓝光发展，回款率相对上年的提升幅度均在20%以上。

**购买商品接受劳务支付的现金：**三大原因致偏离常规勾稽关系，我们将部分房企计入投资相关的并购拿地支出还原后，勾稽关系良好。**外源融资依赖度方面**，样本房企对外源融资的依赖程度有所减弱，表内投资强度由17年的91%下降至19H1的74%，招保万金等房企的外源融资依赖程度较低。**支出刚性方面**，从样本房企近6年平均只看，建安支出在经营现金流出中的平均占比约35%到40%，在经营现金流入中的平均占比约25%，房企依靠在手项目的销售回款支撑被动建安支出难度不大，出现项目延迟交付等类似现金流断裂事件的概率比较低。

**“收到其他与经营活动有关的现金”和“支付其他与经营活动有关的现金”：**对部分房企基于可比口径进行还原后，样本房企符合简化后的勾稽关系。我们从关联借款的分析出发，解释了由于并表项目与非并表项目“纠缠”，二者均**不能直接表示非并表项目的现金情况**。我们基于较强的假设计算了样本房企来自非并表项目的现金流入，**占收到其他与经营活动有关的现金比例在35%至51%**。

**投资建议。**主流房企外源融资依赖度相对17年明显下降，支出刚性也相对较低，样本房企现金流风险可控。融资收紧和销售下行的大背景下，推荐外源融资依赖度低、销售回款能力较好的万科A、保利地产、招商蛇口、蓝光发展。

**风险提示：**勾稽关系与实际可能有偏差，房企列报口径差异，样本数量较少，融资超预期收紧。

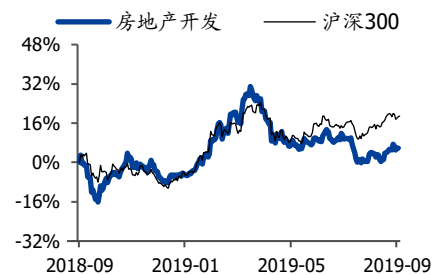
### 重点标的

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	8.39	5.62	3.74	2.73
600383	金地集团	买入	1.79	2.21	2.73	3.13	6.73	5.45	4.41	3.85
600048	保利地产	买入	1.59	2.36	3.02	3.56	9.17	6.18	4.83	4.10

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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

- 《房地产开发：统计局8月数据点评：到位资金持续回落，维持销售缓降投资稳定判断》2019-09-16
- 《房地产开发：全面降准对地产影响虽有限，资金边际改善亦可期》2019-09-08
- 《房地产开发：百强房企八月销售环比持平 规模房企利润增速放缓》2019-09-01



## 内容目录

1. 编制灵活性叠加房企特殊性，部分项目口径不同意义模糊 .....	4
1.1 基于两表数据和明细账编制，现金流量表有更大的灵活性 .....	4
1.2 房企现金流的特殊性：合作开发，并购拿地，关联借款 .....	4
1.3 研究思路：以常规勾稽关系为“锚”，基于可比口径还原 .....	5
2. 销售商品提供劳务收到的现金：符合常规勾稽关系，意义明确 .....	5
2.1 符合常规勾稽关系，意义明确 .....	5
2.2 回款率分析：16年以来持续下降，19H1有所回升 .....	6
3. 购买商品接受劳务支付的现金：基于统一标准还原，评价表内投资强度和支出刚性 .....	7
3.1 三大原因致偏离常规勾稽关系 .....	7
3.2 从存货的来源出发，还原购买商品接受劳务支付的现金 .....	9
3.3 表内投资强度：整体继续降低，部分房企逆势提升 .....	11
3.4 支出刚性不高，主流房企现金流无忧 .....	12
4. 其它与经营活动有关的现金流入/流出：并表与非并表“纠缠”，与两表不直接对应 .....	13
4.1 常规勾稽关系涉及明细账，与两表项目难以直接对应 .....	13
4.2 样本房企符合简化勾稽关系 .....	14
4.3 由于存在并表与非并表的“纠缠”，其他经营活动现金流入/流出无法直接显示非并表项目的现金流情况 .....	15
4.4 强假设下估算来自非并表项目的现金流入 .....	16
5. 结论 .....	16
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 现金流量表一般编制方法 .....	4
图表 2: 样本房企销售商品提供劳务收到的现金的计算值与披露值 单位：亿元 .....	6
图表 3: 样本房企销售商品提供劳务收到现金的偏离度（1） .....	6
图表 4: 样本房企销售商品提供劳务收到现金的偏离度（2） .....	6
图表 5: 样本房企销售回款率（1） .....	7
图表 6: 样本房企销售回款率（2） .....	7
图表 7: 样本房企近 6 年平均回款率比较 .....	7
图表 8: 样本房企购买商品接受劳务支付的现金的计算值与披露值 单位：亿元 .....	8
图表 9: 样本房企购买商品接受劳务收到现金的偏离度（1） .....	9
图表 10: 样本房企购买商品接受劳务收到现金的偏离度（2） .....	9
图表 11: 四家房企调整后的“购买商品接受劳务支付的现金” 单位：亿元 .....	10
图表 12: 招商蛇口调整前后相对常规勾稽关系的偏差率 .....	10
图表 13: 华发股份调整前后相对常规勾稽关系的偏差率 .....	10
图表 14: 阳光城调整前后相对常规勾稽关系的偏差率 .....	10
图表 15: 泰禾集团调整前后相对常规勾稽关系的偏差率 .....	10
图表 16: 样本房企表内投资强度 .....	11
图表 17: 部分房企表内投资强度 .....	12
图表 18: 近 6 年样本房企外源融资依赖程度 .....	12
图表 19: 龙头房企建安支出/购买商品接受劳务流出一般不超过 50% .....	12
图表 20: 样本房企建安支出/购买商品接受劳务流出呈现分化 .....	12

图表 21: 龙头房企建安支出/销售商品提供劳务流入不超过 40%.....	13
图表 22: 样本房企建安支出/销售商品提供劳务流入呈现分化.....	13
图表 23: 房企其他与经营活动有关的现金流入/流出.....	13
图表 24: 其他应收/应付来源.....	13
图表 25: 其他应收/应付的借方和贷方发生额均来自于两类项目.....	14
图表 26: 样本房企其他经营活动现金流勾稽关系计算结果 单位: 亿元.....	14
图表 27: 样本房企其他应收应付勾稽关系偏离度 (1) .....	15
图表 28: 样本房企其他应收应付勾稽关系偏离度 (2) .....	15
图表 29: 收到其它与经营活动有关的现金无法直接显示非并表项目的情况.....	15
图表 30: 强假设下计算来自非并表项目的现金流入 单位: 亿元 .....	16

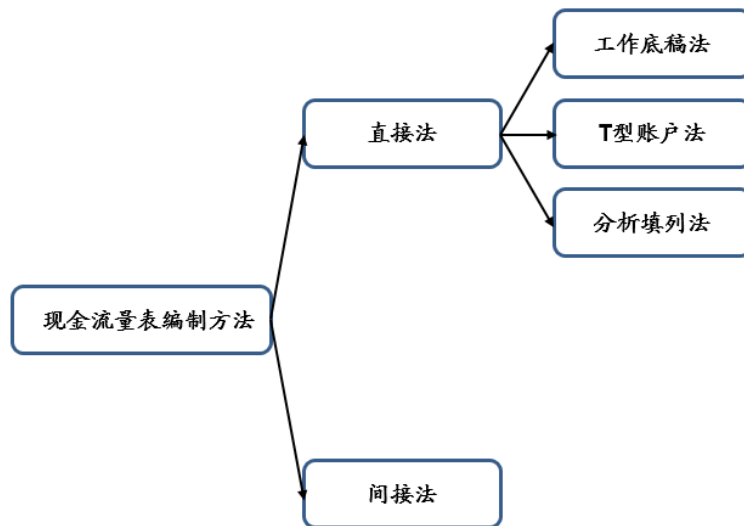
## 1. 编制灵活性叠加房企特殊性，部分项目口径不同意义模糊

### 1.1 基于两表数据和明细账编制，现金流量表有更大的灵活性

企业现金流量表的编制有直接法和间接法两类，直接法又分为工作底稿法、T型账户法和分析填列法。直接法可以全面显示三类现金流的明细项目，便于全面分析和预测企业现金流情况，间接法则通过将净利润调节为经营活动现金流，从现金流角度分析净利润的“含金量”。大陆会计准则要求披露直接法现金流量表，同时在附注中披露间接法现金流量表。

与两表（资产负债表和利润表，下同）编制不同，由于日常会计分录一般只涉及资产负债表项目和利润表项目，大型企业的现金流量表编制并不直接基于会计分录，而是**基于资产负债表和利润表项目（部分现金流量项目还要参考明细账），根据勾稽关系编制**。同时，还要**结合对各项业务实质的判断**，对三大现金流量分类进行调整。因此，相对两表，现金流量表的编制具有更大的灵活性。

图表 1: 现金流量表一般编制方法



资料来源：国盛证券研究所

### 1.2 房企现金流的特殊性：合作开发，并购拿地，关联借款

与一般工业企业不同，房企由于业务模式的固有特点，其现金流量表存在一些特殊性，而这些特殊性也使得房企部分现金流量项目相对复杂和模糊：

- ◆ **合作开发**：合作开发项目在合并报表中会产生大量的其他应收应付，进而产生较多的其它与经营活动相关的现金流入流出（部分房企记为其他与投资相关的流入流出，这也反映了部分业务定性上的模糊）；
- ◆ **并购拿地**：并购拿地主要影响购买商品接受劳务支付的现金，一方面部分房企将其计入投资相关而非经营相关，另一方面，部分收并购项目承担的债务没有计入经营相关现金流，这与销售商品提供劳务收到的现金并不匹配。
- ◆ **部分业务定型模糊**：对联合营企业的股权投资和关联借款、收并购项目、并表项目吸收少数股东投资和借款等，在经营、投资和筹资之间存在一定模糊性，不同房企

口径有差异。

### 1.3 研究思路：以常规勾稽关系为“锚”，基于可比口径还原

我们认为，分析房企现金流量表需要结合两表项目，从披露数据与常规勾稽关系的偏差入手：一方面由于灵活性和特殊性，直接从现金流量的直观意义看，部分项目意义模糊，有可能产生误导，不同公司可比性也较差，另一方面，报表中现金流量表项目的附注并不十分全面，必须基于两表项目的附注，这也要求必须从勾稽关系出发。

我们的研究思路是：从一般企业的三表勾稽关系出发，按照现金流量表的一般分析填列规则，分析披露数据与常规勾稽关系偏差的原因，并调整部分房企现金流量项目。在此基础上，对样本房企进行横向比较。

## 2. 销售商品提供劳务收到的现金：符合常规勾稽关系，意义明确

### 2.1 符合常规勾稽关系，意义明确

对一般企业，销售商品提供劳务收到的现金意义比较明确，其与两表的常规勾稽关系为：  
销售商品提供劳务收到的现金=营业收入×(1+增值税税率)-应收票据及应收账款余额增加+预收账款余额增加-应收账款坏账准备期末余额。考虑房企特殊性，我们进行了一定简化，简化后勾稽关系为：**销售商品提供劳务收到的现金=营业收入×(1+5%)+预收账款余额增加-应收票据及应收账款余额增加：**

- ◆ 由于应收项目在资产中的占比很低，应收项目坏账准备占应收项目比例也很低，故忽略应收项目坏账准备；
- ◆ 营改增之前，无增值税税率，营改增之后，由于部分项目仍按照营业税计算，采用增值税的项目也有部分采取简易计税，综合近似按照 5%计算（而不是 11%），随着 16 年之后的项目逐渐进入结算，该税率会逐渐趋近 11%。

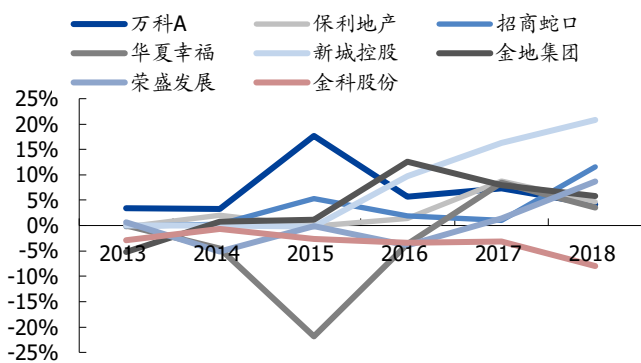
我们计算了 A 股 16 家主流房企 2013 年以来的相关数据，总体上看，除个别特殊年份外（如蓝光发展 2015 年重组上市），**计算值与披露值的偏差度都在 20%以内**，考虑到我们进行了一定的简化，我们认为这一偏差度能够说明，房企销售商品提供劳务收到的现金，与两表的勾稽关系符合一般规律，意义也相对明确，即**通过并表项目销售（包括预售和现售）收到的现金。**

图表 2: 样本房企销售商品提供劳务收到的现金的计算值与披露值 单位: 亿元

	计算值 A			披露值 B			偏差度(A-B)/B		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
万科 A	2409	3887	4097	2865	3684	3981	6%	7%	4%
保利地产	1563	2232	2786	1769	2085	2698	1%	9%	5%
招商蛇口	634	818	1120	637	811	1013	2%	1%	12%
华夏幸福	515	831	775	901	780	751	-4%	8%	4%
新城控股	280	635	1244	382	555	1057	10%	16%	21%
金地集团	555	700	650	514	662	620	13%	8%	6%
荣盛发展	308	640	771	520	642	718	-4%	1%	9%
金科股份	321	524	766	329	550	851	-3%	-3%	-8%
中南建设	337	591	824	377	517	902	2%	17%	-6%
阳光城	193	574	805	263	574	794	5%	2%	3%
首开股份	299	487	535	488	492	500	-2%	0%	8%
蓝光发展	212	367	512	245	359	512	3%	4%	2%
泰禾集团	203	325	475	208	324	460	-3%	2%	5%
世茂股份	139	179	212	137	196	194	3%	-9%	10%
华发股份	133	250	358	286	236	347	3%	7%	5%
滨江集团	194	201	218	219	199	220	-1%	2%	-1%

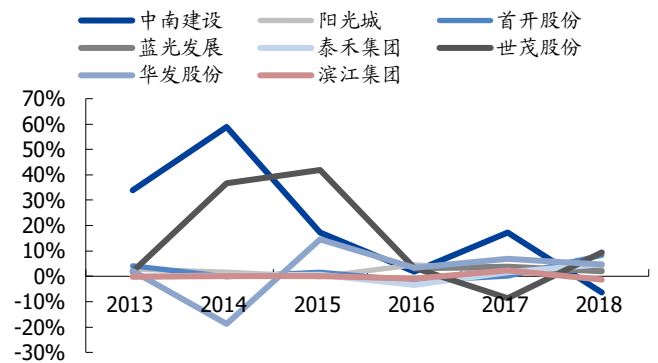
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 样本房企销售商品提供劳务收到现金的偏离度 (1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 样本房企销售商品提供劳务收到现金的偏离度 (2)



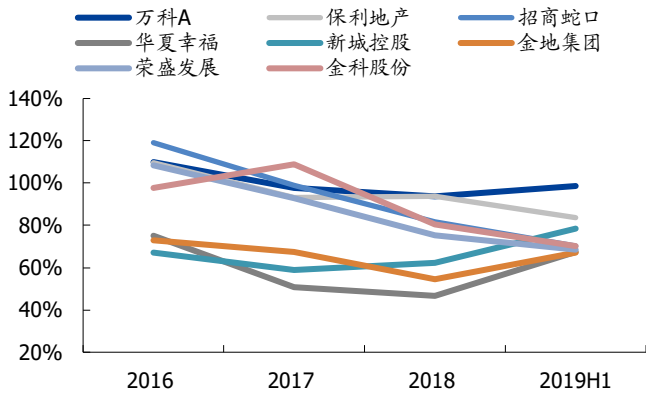
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.2 回款率分析: 16 年以来持续下降, 19H1 有所回升

由于房企销售商品提供劳务收到的现金, 意义较为明确, 即通过并表项目商品房销售 (包括预售和现售) 收到的现金, 因此销售商品提供劳务收到的现金与房企并表销售额的比例, 即房企并表销售额对应的回款率, 是评价房企销售回款能力的更合理的指标。但由于房企并不单独披露并表销售额, 我们以房企权益销售额代替并表销售额 (这一假设与实际情况的偏差取决于房企项目的权益分布情况), 计算样本房企 2016 至 2018 年的销售回款率:

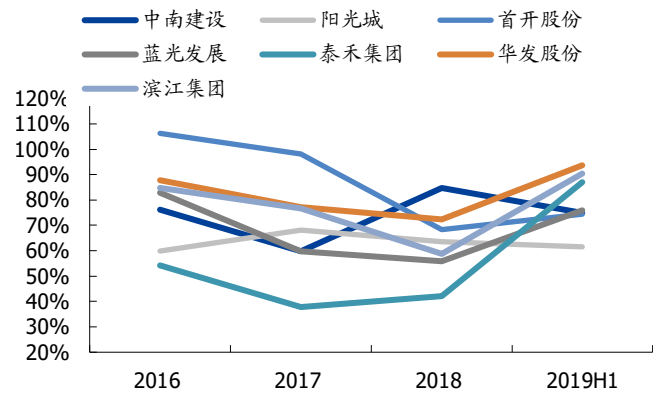
- ◆ 从整体趋势上看，**15家样本房企回款率近三年呈下降趋势**，平均值由2016年的87%下降至2018年的69%，降幅达到18%，这与2017年和2018年两年销售增速缓慢下行、市场整体热度逐渐下降有关，但更重要的原因在于公积金贷款和按揭贷款放款周期有所拉长。**2019年上半年，回款率有所提升**，也与5月份前按揭贷款放款速度有所提升有关，预计下半年行业整体回款率仍有下降压力。
- ◆ 从结构上看，基于可比口径，样本房企呈现一定程度分化，从近三年平均回款率来看，**万科A、保利地产、招商蛇口、金科股份**四家房企平均值都在**90%以上**，销售回款与销售额匹配较好。
- ◆ 19H1回款率提升较快的是泰禾集团、滨江集团、华夏幸福和蓝光发展，提升均在20%以上，保利地产和招商蛇口两家龙头房企的回款率则下降了10%左右。

图表5：样本房企销售回款率（1）



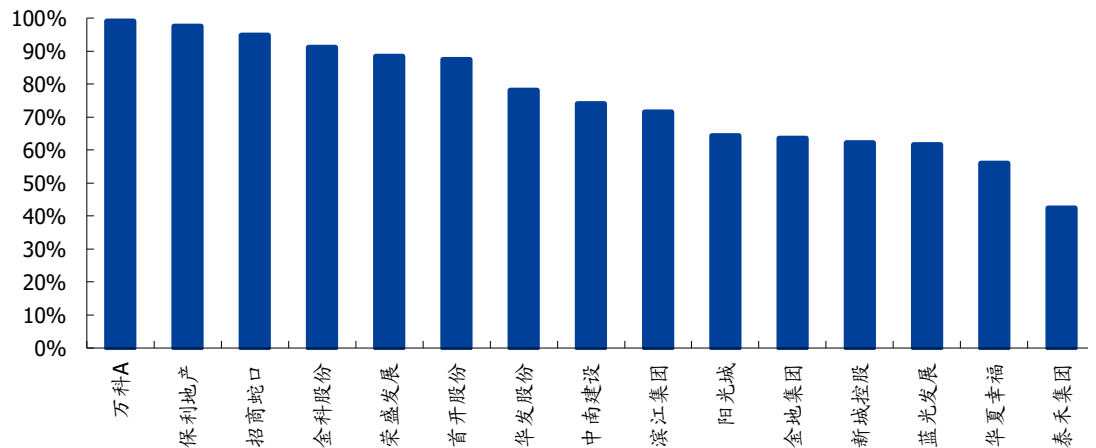
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表6：样本房企销售回款率（2）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表7：样本房企近6年平均回款率比较



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 3. 购买商品接受劳务支付的现金：基于统一标准还原，评价表内投资强度和支出刚性

#### 3.1 三大原因致偏离常规勾稽关系

对一般企业，购买商品接受劳务支付的现金与两表的勾稽关系为：购买商品接受劳务支

付的现金=主营业务成本×(1+增值税率)+存货余额增加×(1+增值税率)+其他业务支出-应付票及应付账款余额增加+预付账款余额增加。由于房企其他业务占比一般较低,将其他业务支出剔除,得到常规勾稽关系为:购买商品接受劳务支付的现金=主营业务成本×(1+5%)+存货余额增加×(1+5%)-应付票及应付账款余额增加+预付账款余额增加。

我们计算了样本房企 2013 年以来的相关数据,发现购买商品接受劳务支付的现金,相对常规勾稽关系的偏差度高于销售商品提供劳务收到的现金,但除个别房企外,偏差度仍在可接受的范围内。我们认为可能的原因有三个:

- ◆ **并购拿地:** 并购拿地会在两方面影响常规勾稽关系,一是对于已经承担债务的项目,公司收购实现并表后,存货的增加额会高于实际支出的现金,差额为承担债务带来的未来现金流出,计入与投资活动相关的现金流出,二是部分房企可能将该金额全部计入投资相关现金流出,这可能是收并购较多的泰禾集团和阳光城偏离较高的主要原因;
- ◆ **资本化利息:** 资本化利息计入存货,而对应的利息支出计入筹资相关现金流出,导致存货的增加额高于计入购买商品接受劳务支付的现金;
- ◆ **部分建安支出对应投资而非经营:** 房企的建安支出(对应公式中的应付和预付)在经营活动之外,对固定资产和投资性房地产的建安支出,理论上不应计入经营活动,而应计入投资活动。

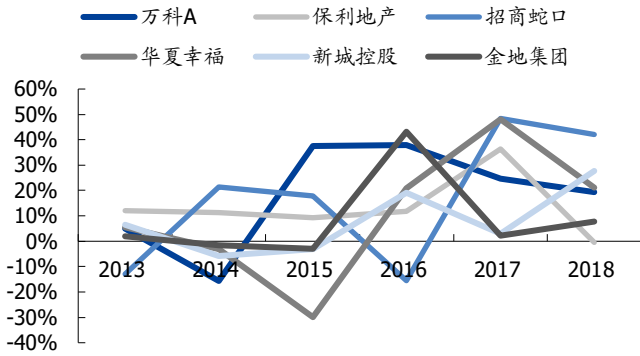
图表 8: 样本房企购买商品接受劳务支付的现金的计算值与披露值 单位: 亿元

	计算值 A			披露值 B			偏差度(A-B)/B		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
万科 A	2461	2930	3053	1785	2349	2559	38%	25%	19%
保利地产	1310	2586	1432	1173	1896	1438	12%	36%	0%
招商蛇口	452	910	988	535	613	696	-16%	48%	42%
华夏幸福	799	1051	707	662	710	584	21%	48%	21%
新城控股	257	612	1081	216	594	846	19%	3%	28%
金地集团	349	419	529	244	409	490	43%	2%	8%
荣盛发展	473	592	516	415	471	421	14%	26%	22%
金科股份	294	626	818	218	544	671	35%	15%	22%
中南建设	395	631	481	339	489	508	16%	29%	-5%
阳光城	484	767	497	243	324	334	99%	137%	49%
首开股份	411	562	494	295	432	289	39%	30%	71%
蓝光发展	277	336	545	205	200	398	35%	68%	37%
泰禾集团	364	731	567	251	272	269	45%	169%	111%
世茂股份	143	216	251	84	173	155	69%	25%	61%
华发股份	218	367	437	74	85	132	195%	329%	232%
滨江集团	94	75	449	52	119	324	82%	-37%	38%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

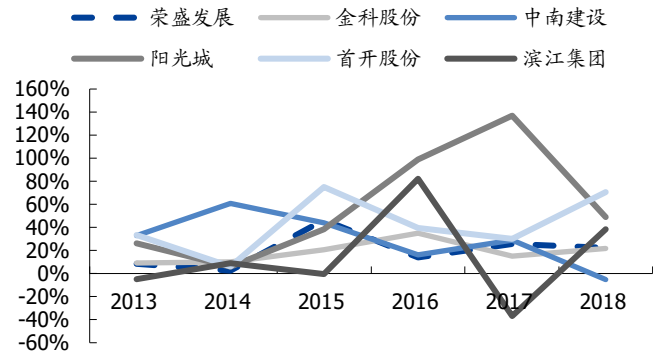


图表 9: 样本房企购买商品接受劳务收到现金的偏离度 (1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 样本房企购买商品接受劳务收到现金的偏离度 (2)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2 从存货的来源出发, 还原购买商品接受劳务支付的现金

基于上述讨论, 我们认为房企购买商品接受劳务支付的现金这一指标有一定的模糊性, 为了进行横向比较, 需要对各房企基于统一标准, 对该项目进行还原。由于利息资本化有相对明确的会计规定, 占比也较低, 多数房企的固定资产及投资性房地产所占建安支出的比重也很低, 我们主要对并购拿地带来的口径不一致进行还原。

我们发现偏离度较大的样本房企, 共同点是存货的增加幅度与购买商品接受劳务支付的现金不相称, 由于房企存货采用成本法计量, 减值幅度也非常小, 从存货增加的可能方式上考虑, 不相称的可能原因主要有三类:

- ◆ 将并购拿地金额 (包括承担的债务) 部分或者全部计入投资相关现金流, 没有计入购买商品接受劳务支付的现金, 如阳光城、泰禾集团;
- ◆ 在合作开发的并表项目中, 少数股东以股权或借款形式投入项目公司中, 用于拿地或建安支出的现金, 没有相应计入购买商品接受劳务支付的现金, 如招商蛇口;
- ◆ 将招拍挂拿地支出计入购建无形资产支付的现金, 如华发股份。

需要说明的是, 我们的观点仅是基于一般勾稽关系和房企常规做法的推断, 在相关公开资料中并不能得到直接的印证。支撑我们观点的论据主要有两个, 一是这些房企从相关的报表附注看, 与多数房企存在一定差异, 二是根据上述判断进行还原修正后, 勾稽关系良好。结合样本房企现金流计算结果和相应报表附注资料, 为了进行更准确的横向比较, 我们认为阳光城、泰禾集团、招商蛇口和华发股份的购买商品接受劳务支付的现金项目需要进行还原调整 (调整仅为了方便横向比较):

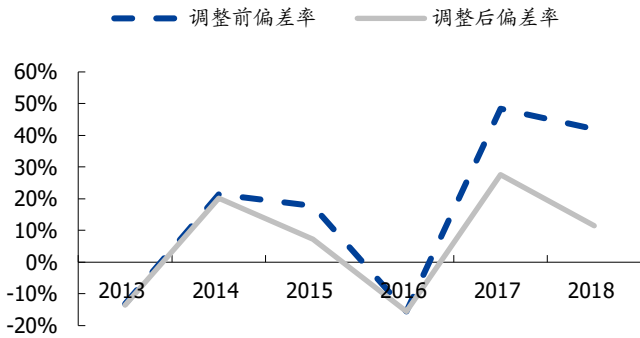
- ◆ 阳光城、泰禾集团: 将“取得子公司及其他经营单位支付的现金净额”和“支付与其他投资活动有关的现金”计入“购买商品接受劳务支付的现金”;
- ◆ 华发股份: 将“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”计入“购买商品接受劳务支付的现金”;
- ◆ 招商蛇口: 根据“收到其他与筹资活动有关的现金”, 调增“购买商品接受劳务支付的现金”。

图表 11: 四家房企调整后的“购买商品接受劳务支付的现金” 单位: 亿元

		2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商蛇口	披露值	317	384	396	535	613	696
	调整	2	4	39	0	100	191
	调整后	319	388	435	535	713	887
华发股份	披露值	42	46	56	74	85	132
	调整	71	180	125	78	210	194
	调整后	113	226	181	152	295	326
阳光城	披露值	171	173	188	243	324	334
	调整	1	0	25	159	293	90
	调整后	172	173	213	402	617	424
泰禾集团	披露值	187	265	179	251	272	269
	调整	1	4	14	99	236	160
	调整后	188	269	193	350	508	429

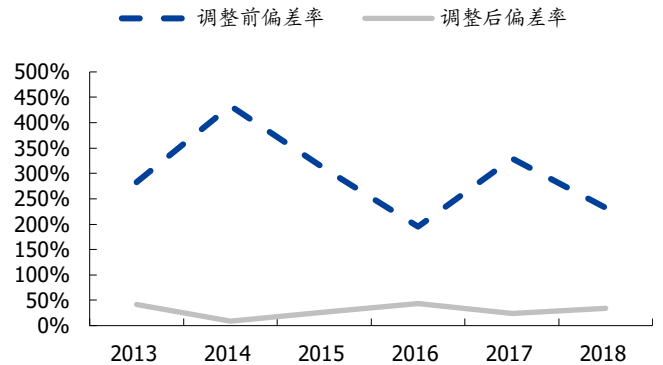
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 招商蛇口调整前后相对常规勾稽关系的偏差率



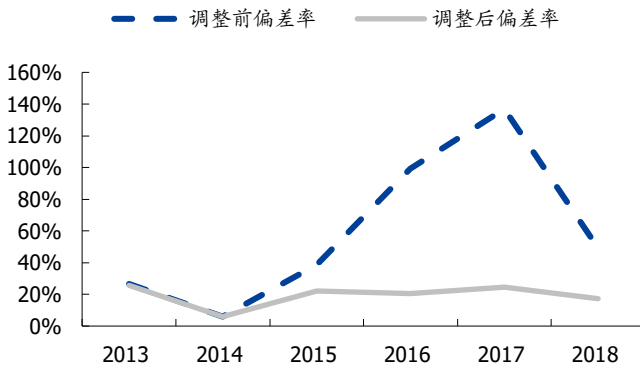
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 华发股份调整前后相对常规勾稽关系的偏差率



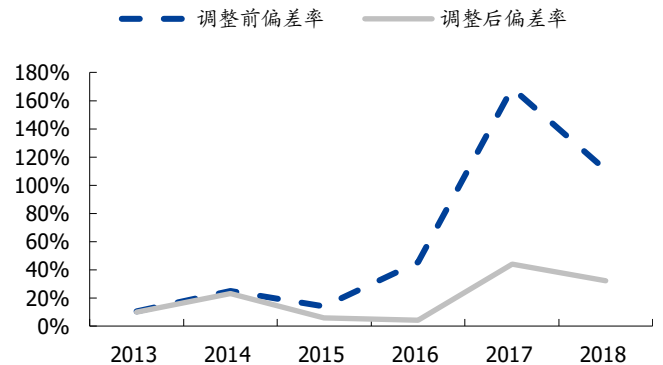
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 阳光城调整前后相对常规勾稽关系的偏差率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 泰禾集团调整前后相对常规勾稽关系的偏差率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 表内投资强度：整体继续降低，部分房企逆势提升

我们以调整后的购买商品接受劳务支付的现金/销售商品提供劳务收到的现金，作为衡量房企表内投资强度的指标，直观意义是房企一定时期内在经营活动中收到的现金再次支付出去的比例。需要说明的是，投资强度中包含了获取项目和建安支出两部分，因此该指标更大程度衡量的是房企对外源融资的依赖程度，并不能完全反应房企的扩张意愿。典型如保利地产，拿地金额有所下降，但由于建安支出占比提升，使得上半年投资强度相对上年有所提升。从中可以看出：

- ◆ **整体来看**，投资强度最高的年份是2014年和2017年，2013年至2017年间投资强度整体处于高位，2018年开始逐渐下降，说明样本房企对外源融资的依赖程度有所减弱；
- ◆ **结构上看**，除万科历年保持相对稳定外，多数房企都有一定程度的波动，个别年份有较大幅度变化，如2015年和2016年的金地集团、滨江集团，2017年的保利地产、蓝光发展，2018年的荣盛发展、阳光城，2019H1的泰禾集团等。
- ◆ **从近6年平均值看**，招保万金等房企的外源融资依赖程度较低，而阳光城、泰禾集团、华夏幸福、金科股份等房企的外源融资以来程度较高。

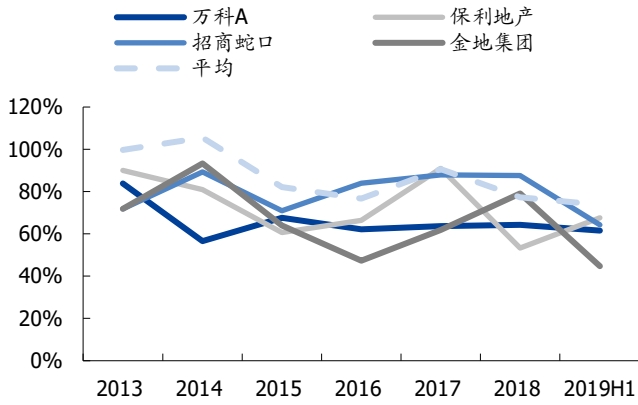
图表 16：样本房企表内投资强度

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	平均
万科A	84%	57%	68%	62%	64%	64%	61%	66%
保利地产	90%	81%	61%	66%	91%	53%	68%	73%
招商蛇口	72%	89%	71%	84%	88%	88%	64%	79%
华夏幸福	100%	104%	81%	73%	91%	78%	108%	91%
新城控股	88%	67%	86%	56%	107%	80%	86%	82%
金地集团	72%	93%	64%	47%	62%	79%	45%	66%
荣盛发展	96%	78%	79%	80%	73%	59%	90%	79%
金科股份	105%	119%	79%	66%	99%	79%	88%	91%
中南建设	103%	114%	72%	90%	95%	56%	83%	87%
阳光城	119%	110%	115%	153%	107%	53%	100%	108%
首开股份	102%	72%	85%	60%	88%	58%	70%	77%
蓝光发展	20%	15%	72%	84%	56%	78%	86%	58%
泰禾集团	211%	205%	103%	168%	157%	93%	25%	137%
世茂股份	110%	109%	51%	62%	89%	80%	84%	83%
华发股份	143%	279%	188%	53%	125%	94%	61%	135%
滨江集团	79%	97%	40%	24%	60%	147%	61%	72%
平均	100%	105%	82%	77%	91%	77%	74%	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

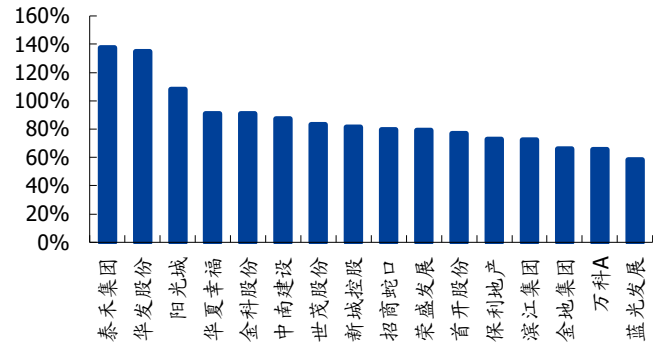
注：招商蛇口、阳光城、泰禾集团和华发股份，采用调整后的数据。

图表 17: 部分房企表内投资强度



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 近 6 年样本房企外源融资依赖程度



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

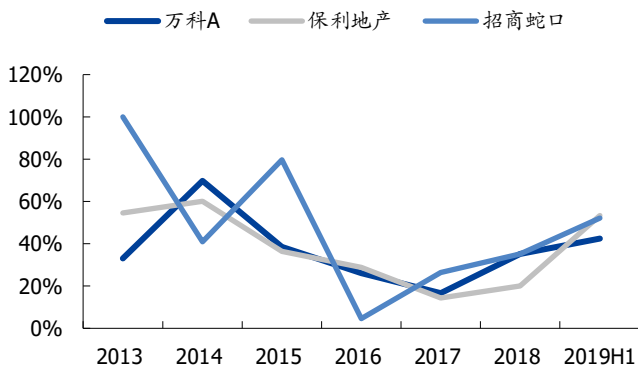
### 3.4 支出刚性不高, 主流房企现金流无忧

大体上看, 房企购买商品接受劳务支付的现金主要包括项目获取 (包括并购) 和建安支出, 前者是房企基于市场判断和公司战略的主动选择, 后者则是销售后承担的被动义务, 我们认为评价房企的短期偿债能力需要将主动支出剥离。

由于房企购买商品接受劳务支付的现金的描述范围是并表项目, 但并表口径拿地金额无法准确得到, 我们以权益拿地金额代替。从数据看, 我们认为一方面样本房企出现现金流断裂的可能性比较低, 另一方面, 部分房企建安支出占比明显提升, 对应结算高峰逐渐到来。

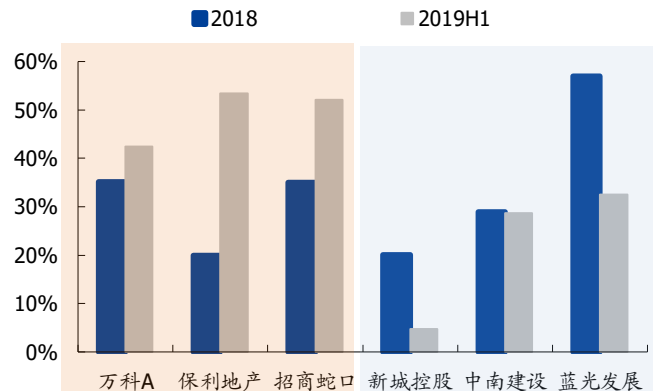
- ◆ 建安支出在经营现金流出中的平均占比约 35%到 40%, 在经营现金流入中的平均占比约 25%, 与一般项目的成本构成接近, 说明样本房企依靠在手项目的销售回款支撑被动建安支出难度不大, 出现项目延迟交付等类似现金流断裂事件的概率比较低;
- ◆ 从建安占比的变化, 19 年上半年, 保利地产由上年的 20%提升至 53%, 说明其购买商品接受劳务的现金流出大量用于建安支出, 一方面扩张节奏更趋稳健, 另一方面也从侧面印证其表内项目逐渐进入交付期。蓝光发展则相反, 今年上半年现金流出中的建安投资占比由 57%降至 33%, 扩张节奏明显加快。

图表 19: 龙头房企建安支出/购买商品接受劳务流出一般不超过 50%



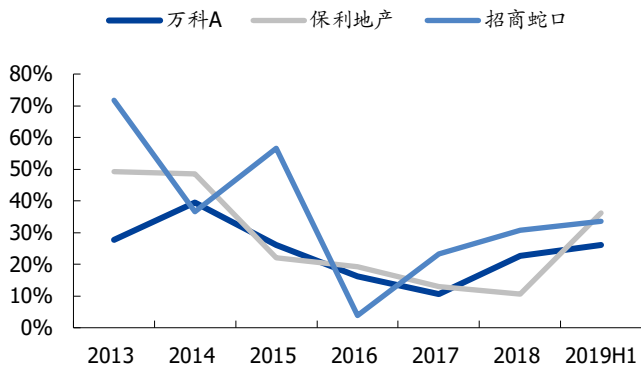
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 样本房企建安支出/购买商品接受劳务流出呈现分化



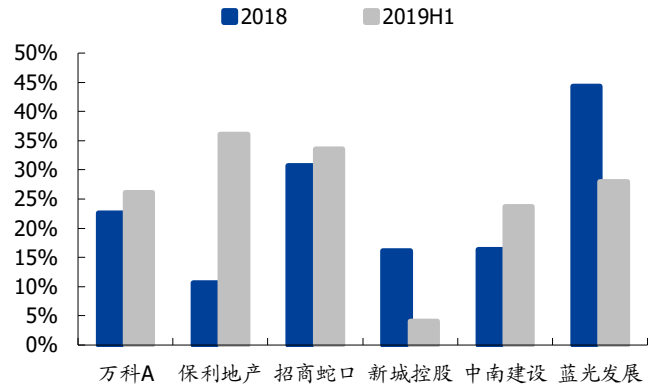
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: 龙头房企建安支出/销售商品提供劳务流入不超过 40%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 样本房企建安支出/销售商品提供劳务流入呈现分化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4. 其它与经营活动有关的现金流入/流出: 并表与非并表“纠缠”, 与两表不直接对应

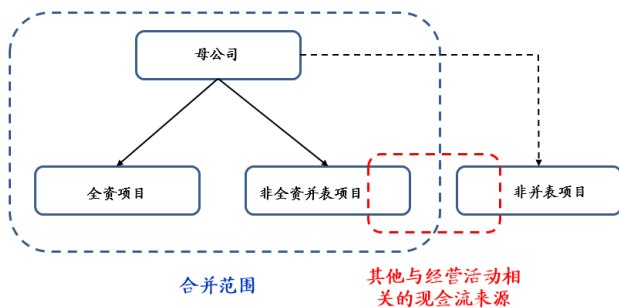
### 4.1 常规勾稽关系涉及明细账, 与两表项目难以直接对应

对于一般企业, 收到其它与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金两个项目, 与两表项目的勾稽关系较为复杂, 本身意义已经比较模糊, 不同行业的构成也多有不同。房企的其他经营活动流入/流出主要呈现两个特点, 一是主要来源是合作开发产生的关联借款, 二是与投资活动的边界并不清晰, 部分房企将其计入投资相关。基于相关数据的可得性, 我们将较为复杂的勾稽关系公式进行简化, 作为我们后续分析的基础:

- ◆ 收到其它与经营活动有关的现金 = 其他应收款相关明细本期贷方发生额 + 其他应付款相关明细本期贷方发生额;
- ◆ 支付其他与经营活动有关的现金 = 其他应收款本期借方发生额 + 其他应付款本期借方发生额。

从上述公式可以看出, 其它与经营活动有关的现金流入/流出, 与两表项目的勾稽关系均涉及其他应收款和其他应付款的借方和贷方发生额, 这使得我们无法直接解读两个项目代表的直观意义。

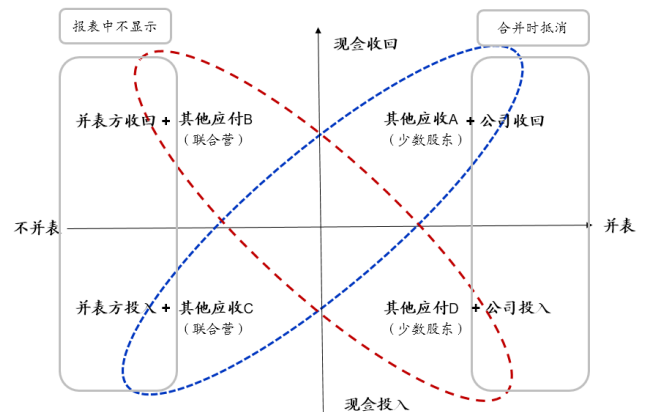
图表 23: 房企其他与经营活动有关的现金流入/流出



资料来源: 国盛证券研究所

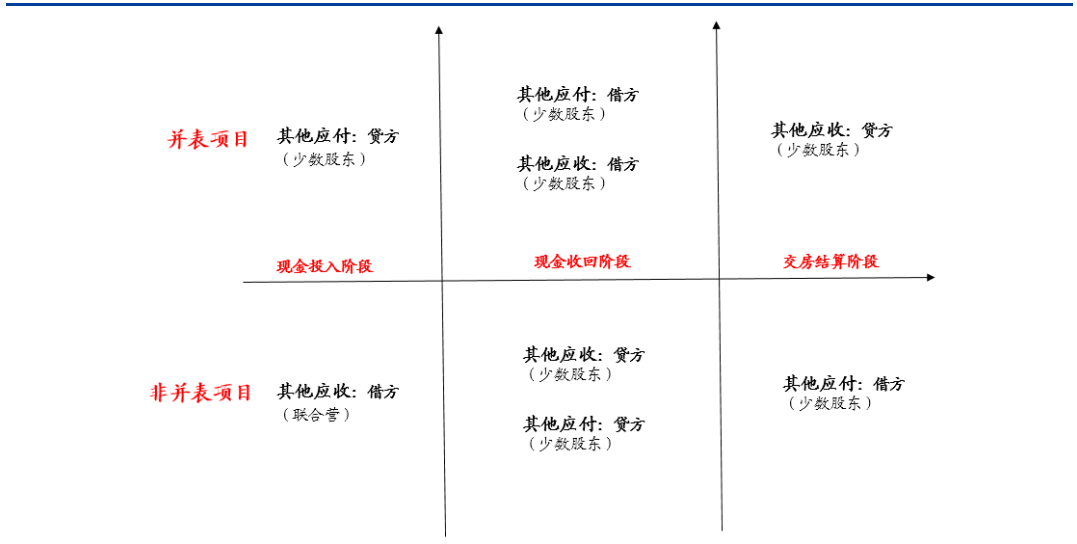
注: 此处忽略了税金、保证金、购房定金等占比较低的来源。

图表 24: 其他应收/应付来源



资料来源: 国盛证券研究所

图表 25: 其他应收/应付的借方和贷方发生额均来自于两类项目



资料来源: 国盛证券研究所

## 4.2 样本房企符合简化勾稽关系

虽然无法得到其他应收和其他应付的借方和贷方发生额, 从上面的一般勾稽关系出发, 两式相减可以得到下面的勾稽公式, 我们以此作为分析的基础:

收到其它与经营活动有关的现金  $A$  + 其他应收款余额增加  $D$  = 支付其他与经营活动有关的现金  $B$  + 其他应付款余额增加  $C$

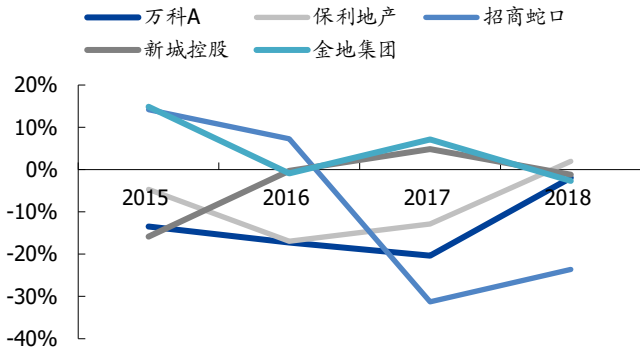
以上述公式为基础, 我们计算了其他应收款和其他应付款数额较大的 9 家房企的勾稽关系, 需要说明的是, 新城控股将并表和非并表项目的往来款均计入投资活动, 招商蛇口将非并表项目往来款计入投资活动, 并表项目往来款则计入了筹资活动, 为了方便比较, 我们一并进行还原至经营活动中。从计算结果看, 在我们做了简化的情况下, 偏差基本在 20% 以内, 可以认为样本房企基本满足上述勾稽关系。

图表 26: 样本房企其他经营活动现金流勾稽关系计算结果 单位: 亿元

	A+D			B+C			(A+D-B-C)/(A+D)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
万科 A	563	1017	1069	986	1224	1089	-75%	-20%	-2%
保利地产	512	814	969	599	919	950	-17%	-13%	2%
招商蛇口	378	513	534	351	674	660	7%	-31%	-24%
新城控股	589	725	1264	591	690	1280	0%	5%	-1%
金地集团	332	795	1023	334	738	1050	-1%	7%	-3%
金科股份	71	209	397	77	222	456	-8%	-6%	-15%
中南建设	87	161	200	98	177	163	-12%	-10%	19%
阳光城	79	210	390	71	254	409	10%	-21%	-5%
首开股份	369	605	399	400	656	499	-8%	-8%	-25%

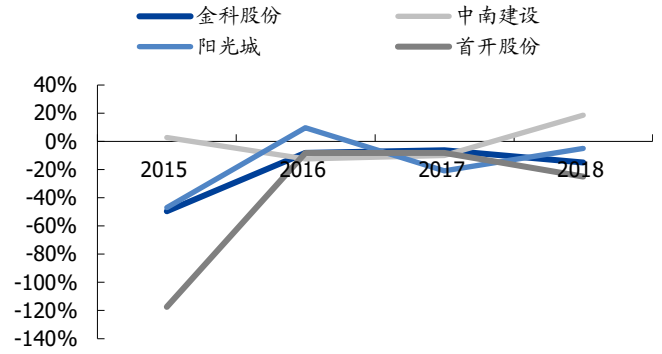
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 样本房企其他应收应付勾稽关系偏离度 (1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 样本房企其他应收应付勾稽关系偏离度 (2)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

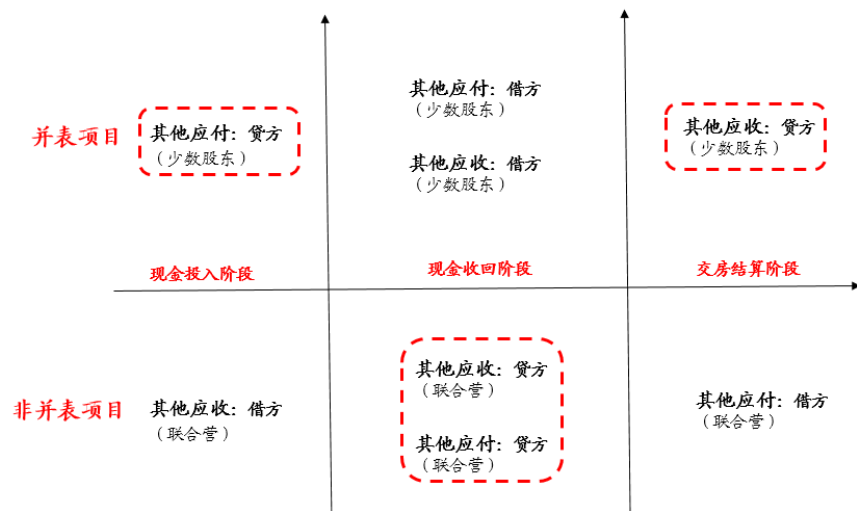
### 4.3 由于存在并表与非并表的“纠缠”，其他经营活动现金流入/流出无法直接显示非并表项目的现金流情况

从上述勾稽关系可以看出，房企的其他经营活动现金流入/流出既来自于非全资并表项目，也来自于非并表项目，二者之间存在“纠缠”，因此其他经营活动现金流入/流出无法直接显示非并表项目的现金流情况。

原因是，一方面从两表中记录的余额，无法反推出其他应收款和其他应付款的借方和贷方发生额，也就无法代入上述两个公式判断勾稽关系；另一方面，房企的其他应收和其他应付都来自于并表与非并表项目，因此基于其它与经营活动有关的现金流入/流出解读非并表项目，在逻辑上并不合适。

以“收到其它与经营活动有关的现金”为例，从勾稽关系上看，其来自于下图中的红框部分，由于三个红框中的具体发生额无法得到，因此无法直接分析并表与非并表的各自现金流情况。当然，对于个别信息披露较为完备的房企，如保利和万科，可以通过其他应收款和其他应付款的明细项进行分析，具体方法我们发布的专题报告《房企微观专题之其他应收应付》。

图表 29: 收到其它与经营活动有关的现金无法直接显示非并表项目的情况



资料来源: 国盛证券研究所

#### 4.4 强假设下估算来自非并表项目的现金流入

如上所述，房企其它与经营活动有关的现金流入/流出，既来自于并表项目也来自于非并表项目，但多数房企并不明确披露两类来源的具体数额，我们基于房企其他应收款和其他应付款的明细来估算其他经营相关现金流的明细。

为计算来自非并表项目的现金流入，我们做出三个假设：1) 其他应收款与其他应付款的借贷方发生额与余额成比例；2) 其他应收款与其他应付款的明细构成比例保持不变；3) 并表与非并表项目同质，毛利率为 20%且所有项目的平均进度保持稳定。在此基础上，我们可以计算出部分房企来自非并表项目的现金流入，需要说明的是，这些假设属于**非常强的假设**，与实际情况可能有比较大的偏离，**计算结果仅作为参考**，我们仍然认为基于公开资料无法准确得到上述信息。

图表 30: 强假设下计算来自非并表项目的现金流入 单位: 亿元

	其他应付/ 其他应收历 年比例	其他应收中联 合营企业占比	其他应付中少 数股东占比	收到与经营活 动相关的现金	来自联合营的 现金流入
万科 A	1.1	47%	55%	258	90
保利地产	1.0	51%	48%	413	170
招商蛇口	0.9	53%	56%	511	210
新城控股	1.1	55%	42%	1096	477
金地集团*	0.7	49%	40%	883	450
中南建设*	0.8	37%	44%	69	28
阳光城	0.7	44%	43%	185	88
首开股份*	1.0	48%	47%	394	159

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

注: 标星号的房企缺乏相关明细数据, 参考其他房企一般比例估算。

## 5. 结论

我们从常规勾稽关系出发，结合房企业务特点，对房企现金流量表中的“销售商品提供劳务收到的现金”、“购买商品接受劳务支付的现金”、“收到其他与经营活动有关的现金”和“支付其他与经营活动有关的现金”进行了勾稽分析，也涉及了投资现金流量和筹资现金流中的部分项目。在此基础上分析了上述现金流量表项目的真实意义，并对部分房企做了还原和调整，并以此分析了样本房企回款率、外源融资依赖度、现金流刚性等问题，主要结论是：

- 销售商品提供劳务收到的现金：**符合常规勾稽关系，意义明确。从表内项目回款率来看，**16 年以来样本房企回款率持续下降**，平均值由 2016 年的 87% 下降至 2018 年的 69%，降幅达到 18%，**2019 年上半年，回款率有所提升**。从近三年平均回款率来看，万科 A、保利地产、招商蛇口、金科股份四家房企平均值都在 90% 以上，销售回款与销售额匹配较好。19H1 回款率提升较快的是泰禾集团、滨江集团、华夏幸福、华发股份和蓝光发展，回款率相对上年的提升幅度均在 20% 以上。
- 购买商品接受劳务支付的现金：**三大原因致偏离常规勾稽关系，我们将部分房企计入投资相关的并购拿地支出还原后，勾稽关系良好。**外源融资依赖度方面**，样本房企对外源融资的依赖程度有所减弱，招保万金等房企的外源融资依赖程度较低。**支出刚性方面**，建安支出在经营现金流出的平均占比约 35% 到 40%，房企依靠在手项目的销售回款支撑建安支出难度不大，出现项目延迟交付等类似现金流断裂事件的概率比较低。



- ◆ “收到其他与经营活动有关的现金”和“支付其他与经营活动有关的现金”：符合简化后的勾稽关系，但由于并表项目与非并表项目“纠缠”，二者均不能直接表示非并表项目的现金情况。我们基于较强的假设计算了样本房企来自非并表项目的现金流入，占收到其他与经营活动有关的现金比例在 35%至 50%。
- ◆ 投资建议：主流房企外源融资依赖度相对 17 年明显下降，支出刚性也相对较低，样本房企现金流风险可控，推荐外源融资依赖度低、销售回款能力较好的万科 A、保利地产、招商蛇口。

## 风险提示

1. 我们对现金流的分析基于常规勾稽关系，并一定程度上依赖逻辑推演，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 16 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