

# 房地产深度报告：如何通过现金流对房企的经营战略进行分析？

## 房地产行业研究

### 内容摘要

#### 现金流变化是房企财务战略的动态映射

现金流量表是洞察企业财务战略的窗口。房企发展的核心在于穿越周期的资源配置，资金的配置是资源配置重要组成部分，现金流量表作为记录房企资金实付实收的工具，对于观察房企的财务战略有重要的意义。通过现金流量表分析长周期内房企的资金配置规律，能总结归纳房企的风险偏好和战略导向，结合宏观趋势分析有助于预判房企未来信用的变化。样本选取153家房地产行业非城投发债主体。基于12年-19年8年的定期财报，构建相应财务分析比率，结合企业经营特质，定性定量地通过现金流数据归纳企业战略。

#### 从经营节奏出发构建现金流分析框架

房企的资源禀赋与投融资模式使其具有特征性的现金流周期，因此通过构造现金流战略分析框架去辨识不同特征房企的现金流特点，进而结合宏观环境的预判去做不同主体未来现金流变动，财务指标变动的推演。我们根据样本房企的现金流变动特点倒推分析框架，通过以现金变动为轴，外推融资杠杆和土储变动，从而判断房企的经营节奏。

#### 我们从六个方面构造财务分析指标判断房企经营战略

通过现金及现金等价物的净增加额的比例变动体现房企财务的风险偏好；通过分析流动资金占比识别房企成长驱动模式；通过分析投销比的波动性分类房企的投资策略；通过投销比、融资偿债比和资金流向占比的结合分析透视房企经营节奏；通过计算销售回款的增速验证房企收入质量；通过其他现金流收支的占比鉴别房企的表外业务规模。

#### 现金流分析下的房地产信用投资策略

通过分析信用质量持续优化的标杆房企分析其经营特点，说明现金流分析框架的使用方法。选取金科、融创、龙光三家标杆房企。通过对样本企业的深入分析，我们认为未来财务管理能力强，投资模式多样化的房企未来的信用资质将持续优化，此类房企的信用债将迎来投资机会。

#### 风险提示

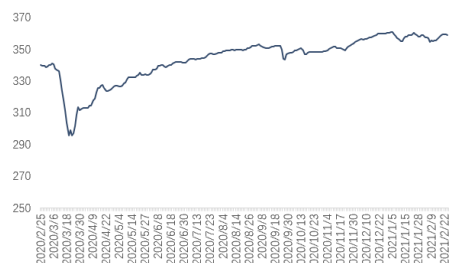
政策收紧超预期；行业供需关系恶化；财报数据披露准确性有偏差

### 评级：

最近收盘价 359.2

报告日期 2021-2-24

### Markit iBoxx 亚洲(除日本)房地产指数



研究员：刘少杰



+86 010 8741 2914



Shaojie.Liu@yff.com

研究助理：林浩睿



+86 0755 3638 0362



Allen.lin@yff.com

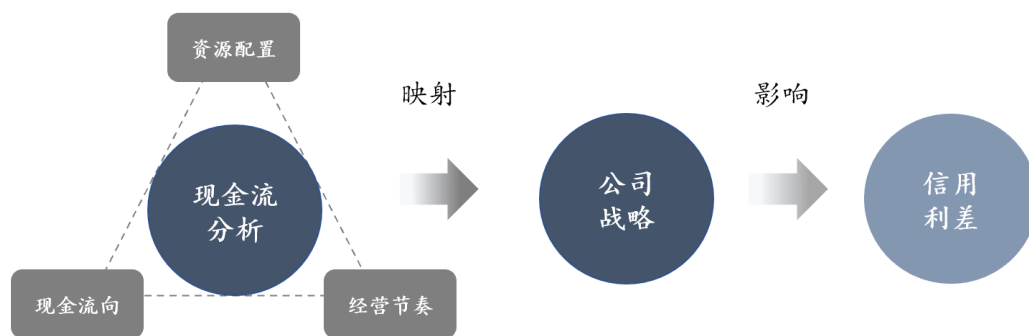
## 目录

一、现金流变化是房企财务战略的动态映射.....	3
二、房企现金流量表分项剖析.....	4
三、房企现金流战略分析框架.....	7
四、现金流分析下的房地产信用投资策略.....	11

## 一、现金流变化是房企财务战略的动态映射

现金流量表是洞察企业财务战略的窗口。房企发展的核心在于穿越周期的资源配置，资金的配置是资源配置重要组成部分，现金流量表作为记录房企资金实付实收的工具，对于观察房企的财务战略有重要的意义。通过现金流量表分析长周期内房企的资金配置规律，能总结归纳房企的风险偏好和战略导向，结合宏观趋势分析有助于预判房企未来信用的变化。

图表 1：现金流量表是洞察房企战略的窗口



资料整理：云锋金融

现金流分析是财务信用分析的重要补充。传统的信用分析主要围绕资产负债表和现金流量表分析主体的偿债能力、盈利能力、资本结构，此类横截面性质的分析有利于判断企业短期的信用，但是集合现金流的动态分析更有助于预测企业未来财务变动。对于审计来说，收付实现制的现金流量表相比偏重权重发生制的资产负债表更有可验证性，因此现金流量表的数据可以验证补充基于资产负债表得出的分析结论。

我们选取国内房企信用债的财报数据进行其现金流战略的推演。样本选取153家房地产行业非城投发债主体。基于12年到19年这8年的定期财报，构建相应财务分析比率，结合企业经营特质，定性定量地通过现金流数据归纳分析企业战略。

## 二、房企现金流量表分项剖析

房企内生造血机制在于经营现金流的周转。经营现金流中包含了房企的销售回款和土地投资的核心业务数据。经营现金流的流出流入记录了企业投资销售的节奏，过去部分房企的快速发展很大程度归功于其经营节奏和宏观周期节奏的协调导致主营投资产出比较高，因此归纳企业经营的规律从而预测未来企业的战略导向和经营结果是长周期房企信用分析重要的一环。

经营现金流中，收到和支付其他与经营活动有关的现金也较为重要，其中记录了营业外收支和其他应付应收款的规模变化，这些科目包含了房企合作开发和资金流动的信息，有助于分析房企表外业务的变动。

图表 2：房地产经营现金流主要科目勾稽关系剖析

经营性现金流	主要涉及科目	详细勾稽分录
销售商品、提供劳务收到的现金	主营业务收入， 预收账款	=利润表中主营业务收入×(1+税率)+利润表中其他业务收入+(应收票据期初-应收票据期末)+(应收账款期末-应收账款期初)+(预收账款期末-预收账款期初)-计提的应收账款坏账准备期末
收到的税费返还	应收补贴款，所得税	=(应收补贴款期初-应收补贴款期末)+补贴收入+所得税本期贷方发生额累计数
收到的其他与经营活动有关的现金	营业外收入，其他应收款，其他应付款	=营业外收入相关明细本期贷方发生额+其他业务收入相关明细本期贷方发生额+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+银行存款利息收入
购买商品、接受劳务支付的现金	短期借款，长期借款	=〔利润表中主营业务成本+(存货期末-存货期初)〕×(1+税率)+其他业务支出+(应付票据期初-应付票据期末)+(应付账款期初-应付账款期末)+(预付账款期末-预付账款期初)
支付给职工以及为职工支付的现金	应付工资，管理费用	="应付工资"科目本期借方发生额累计数+"应付福利费"科目本期借方发生额累计数+管理费用中"养老保险金"、"待业保险金"、"住房公积金"、"医疗保险金"
支付的各项税费	应交税金	="应交税金"各明细账户本期借方发生额累计数+"其他应交款"各明细账户借方数+"管理费用"中"税金"本期借方发生额累计数+"其他业务支出"中有关税金项目
支付的其他与经营活动有关的现金	其他应收款，其他应付款	=营业外支出+管理费用(剔除工资、福利费等各项支出)+营业费用、成本及制造费用(剔除工资、福利费等支出)+其他应收款本期借方发生额+其他应付款本期借方发生额

资料整理：云锋金融

房企的投资战略影响经营现金流的周转规律。各家房企经营现金流的特征取决于房企的资源禀赋和投资战略导向。房企擅长的投资模式主要影响经营现金流的投入回升周期，对于传统的招拍挂和成熟项目的股权收并购，其资金周转周期较短，一般能在1-2年内完成投入回报的全流程，因此主做招拍挂或者收并购的房企，其经营现金流也较为稳定，而产业勾地和城市更新的投入回报周期较长，倘若房企此类业务较大，则需要前期较大的资本支出，经营现金流也将体现较大的波动性。除投资模式外，房企的投资城市选择和产品组合也影响经营现金流的周期和投入回报比。

图表 3：房企投资模式影响经营现金流周转速度

投资战略	适应项目阶段	现金周转速度	项目利润率	备注
投资模式	传统招拍挂	较快	低	整体利润率逐渐下降
	产业勾地	较长	高	房企须有相应产业业务
	收并购	短	不等	具有一定风险，不确定性较高
	城市更新	长	高	开发周期长，前期投入大
城市选择	一二线	快	较低	限价政策导致利润率较低
	三四线	较慢	高	三四线地货比较高
产品组合	改善型产品	慢	高	-
	刚需型产品	较快	较低	-

资料整理：云锋金融

**房企投资现金流量变动是主营业务战略的补充。**房企的投资现金流规模相比经营现金流和融资现金流较小，但是其中也包含了房企合作开发和表外融资的信息。除了商业开发规模较大或多元化投资规模较大的房企，一般房企投资现金流主要来自于收回投资所收到的现金和投资所支付现金这一对科目，其中对应资产负债表的科目就是长期股权投资，房企投资非并表的合联营公司的规模记录在长期股权投资中。合联营中可能包括合作开发、小股操盘的公司，也包含了表外融资的平台。投资现金流中收回投资所收到的现金和投资所支付现金更偏向于权益方面的资金流动，而经营现金流中的其他与经营活动有关的现金支出则更偏向于和合联营公司的资金往来。因此两组现金流数据共同构成了房企除并表的投融资外的资金流动信息，可以结合公司的经营特点和投资节奏分析房企的表外融资风险和合作开发规模。

图表 4：房地产投资现金流主要科目勾稽关系剖析

经营性现金流	主要涉及科目	详细勾稽分录
收回投资所收到的现金	长期股权投资	$= (\text{短期投资期初} - \text{短期投资期末}) + (\text{长期股权投资期初} - \text{长期股权投资期末}) + (\text{长期债权投资期初} - \text{长期债权投资期末})$
取得投资收益所收到的现金	投资收益	$= \text{利润表投资收益} - (\text{应收利息期末} - \text{应收利息期初}) - (\text{应收股利期末} - \text{应收股利期初})$
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	固定资产，无形资产	$= \text{“固定资产清理”的贷方余额} + (\text{无形资产期末} - \text{无形资产期初}) + (\text{其他长期资产期末} - \text{其他长期资产期初})$
收到的其他与投资活动有关的现金	-	收到其他与投资活动有关的现金
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	在建工程，固定资产	$= (\text{在建工程期末} - \text{在建工程期初}) (\text{剔除利息}) + (\text{固定资产期末} - \text{固定资产期初}) + (\text{无形资产期末} - \text{无形资产期初}) + (\text{其他长期资产期末} - \text{其他长期资产期初})$
投资所支付的现金	长期股权投资	$= (\text{短期投资期末数} - \text{短期投资期初数}) + (\text{长期股权投资期末数} - \text{长期股权投资期初数}) (\text{剔除投资收益或损失}) + (\text{长期债权投资期末数} - \text{长期债权投资期初数}) (\text{剔除投资收益或损失})$
支付的其他与投资活动有关的现金	-	支付其他与投资活动有关的现金

资料整理：云锋金融

**融资现金流影响房企发展速度的双刃剑。**融资现金流表分列了吸收股权、发行债券的融资量，也包含了取得借款的融资量，并且在支出项中将本息分列。通过分析融资现金流的进出和分析融资现金流和经营现金流的关系可以得出房企的扩张节奏，当融资现金流体现净流入时，往往体现了房企加杠杆求增长的决心，过去在房地产周期来临时，正确时点的加杠杆使得一批黑马房企弯道超车。但融资规模较大也会吞噬企业的利润，扰动企业的增长节奏，当企业面临大量的债务偿还时，就限制了其同时期的土地扩张规模，因此房企的高质量发展需要在现金流管理时留存适当的财务弹性。

图表 5：房地产融资现金流主要科目勾稽关系剖析

融资性现金流	主要涉及科目	详细勾稽分录
吸收投资所收到的现金	实收资本，应付债券	= (实收资本或股本期末数 - 实收资本或股本期初数) + (应付债券期末数 - 应付债券期初数)
借款收到的现金	短期借款，长期借款	= (短期借款期末数 - 短期借款期初数) + (长期借款期末数 - 长期借款期初数)
收到的其他与筹资活动有关的现金	-	投资人未按期缴纳股权的罚款现金收入等
偿还债务所支付的现金	短期借款，长期借款	= (短期借款期初数 - 短期借款期末数) + (长期借款期初数 - 长期借款期末数) (剔除利息) + (应付债券期初数 - 应付债券期末数) (剔除利息)
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	应付股利，利息支出	= 应付股利借方发生额 + 利息支出 + 长期借款利息 + 在建工程利息 + 应付债券利息 - 预提费用中“计提利息”贷方余额 - 票据贴现利息支出
支付的其他与筹资活动有关的现金	-	如发生筹资费用所支付的现金、融资租赁所支付的现金、减少注册资本所支付的现金等

资料整理：云锋金融

**房企融资模式和债务结构影响偿债周期。**不同的融资模式使得房企形成不同的偿债周期，银行贷款成本低且期限较长，往往在2年以上，但审批较为严格，资金必须用作项目的建设；信托等非标产品偿债期限较短，使用较为灵活。信用债的期限随着企业的信用资质而定。房企的融资管理在于正确的调整融资杠杆，楼市复苏时融资加杠杆，楼市转冷时降杠杆偿债，并且尽量置换长久期债务，低成本的资金扩大房企的财务弹性。

图表 6：房企主要融资模式

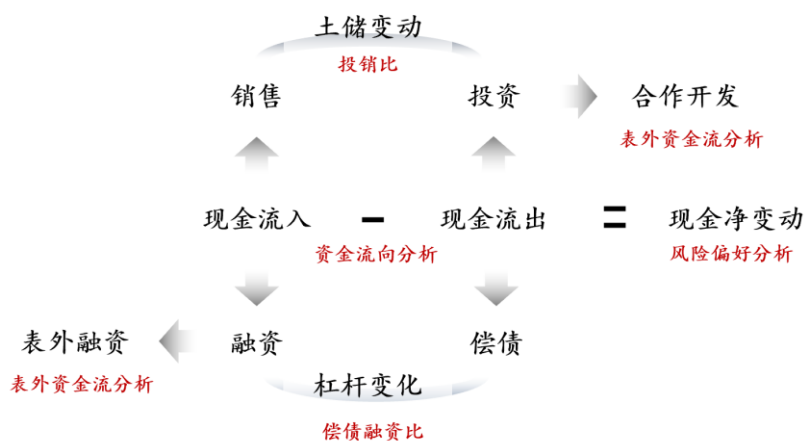
融资手段	适应项目阶段	偿债期限	融资成本	备注
银行贷款	项目建设	较长	低	审批调节严格
信托，私募等其他贷款	前期拿地	短	较高	方式较为灵活，但监管趋严
信用债	全流程	适应发行期限	较低	对房企资质要求高
资产证券化	后期管理	长	-	需要房企达到特定业务要求

资料整理：云锋金融

### 三、房企现金流战略分析框架

我们从经营节奏出发构建现金流分析框架。根据上述分析，房企的资源禀赋与投融资模式使其具有特征性的现金流周期，因此通过构造现金流战略分析框架去辨识不同特征房企的现金流特点，进而结合宏观环境的预判去做不同主体未来现金流变动、财务指标变动的推演。我们根据样本房企的现金流变动特点倒推分析框架，通过以现金变动为轴，外推杠杆和土储变动，从而判断房企的经营节奏。

图表 7：现金流分析框架总览



资料整理：云锋金融

图表 8：现金流分析框架总览

现金流分析比率	意义	具体计算方式
现金净增长率	风险偏好	现金及现金等价物净增加额/货币资金
投资销售比	土储变动	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
偿债融资比	杠杆变动	筹资活动现金流出/筹资活动现金流入
资金流入-销售/融资	经营节奏变动	销售商品、提供劳务收到的现金/筹资活动现金流入
资金流出-拿地/偿债		购买商品、接受劳务支付的现金/筹资活动现金流出
其他资金流入占比	表外资金流动	(收到其他与经营活动有关的现金+收回投资收到的现金)/ (销售商品、提供劳务收到的现金+筹资活动现金流入)
其他资金流出占比		(支付其他与经营活动有关的现金+投资支付的现金)/ (购买商品、接受劳务支付的现金+筹资活动现金流出)
销售回款增长率	收入质量	本期销售商品、提供劳务收到的现金/上期销售商品、提供劳务收到的现金-1

资料整理：云锋金融

**现金及现金等价物的净增加额的比例变动体现房企财务的风险偏好。**现金流分析的最开始是分析现金流净变化的规律，为了维持一定的流动性，房企的货币资金必须维持一定的规模，但波动的区间和波动的节奏各房企具有差异，因此通过分析现金净变动额/货币资金可以分析房企对流动性的管理规律和风险偏好。

通过分析现金净变动额/货币资金的方差得出现金流变动的稳定性排名，其中稳定性较高的房企经营较稳定，相比踩着周期调整杠杆，其更注重维持现金流进流出的平衡，因此货币资金的变动也较为稳定。现金流波动较大的房企往往更注重周期投资，但是风险也较大。也有一些房企在现金管理中持续维持现金流的正增长，货币现金持续增长的房企信用资质也持续优化。

图表 9：房企现金流管理风格分类

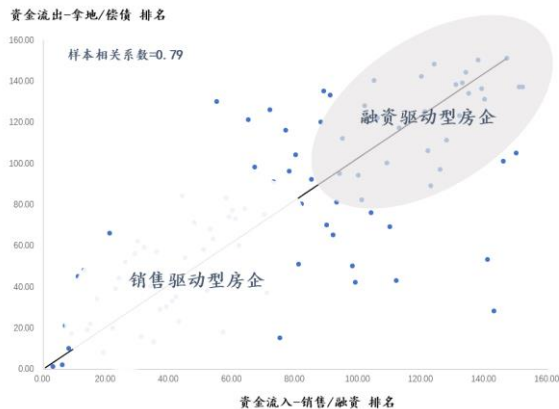
房企名称	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
规模以上房企现金流变动稳定性TOP5								
金辉股份	↘ 0.01	↑ 0.21	↘ 0.02	↑ 0.29	↓ -0.09	→ 0.07	↗ 0.16	↗ 0.15
中铁房地产	↑ 0.42	↘ 0.26	↓ 0.17	→ 0.30	↑ 0.46	↓ 0.21	↓ 0.22	↗ 0.36
滨江集团	↓ -0.08	→ 0.18	↗ 0.20	↑ 0.31	→ 0.18	↗ 0.21	→ 0.15	↘ -0.01
阳光城	↗ 0.27	→ 0.17	↓ -0.02	↓ -0.11	↑ 0.38	↗ 0.23	→ 0.13	→ 0.11
龙湖企业		↗ 0.25	↓ -0.05	↑ 0.36	→ 0.11	↓ -0.09	↗ 0.21	↗ 0.22
规模以上房企现金流净增长TOP5								
越秀集团	↘ 0.14	↑ 0.77	→ 0.35	↗ 0.55	↑ 0.73	→ 0.32	↘ 0.13	↓ -0.10
石榴置业		→ 0.26	→ 0.37	↑ 0.61	↑ 0.65	↓ -0.01	↗ 0.56	↓ 0.03
新城控股	→ 0.27	↑ 0.64	↘ 0.21	↑ 0.74	↘ 0.15	↗ 0.45	↓ -0.01	↘ 0.10
绿城房地产		↗ 0.51	↘ 0.23	↑ 0.71	↘ 0.20	→ 0.44	↓ 0.04	↓ 0.05
中南建设	↗ 0.52	↘ 0.06	↓ -0.15	↗ 0.51	↗ 0.42	↑ 0.75	↘ 0.13	↘ 0.19
规模以上房企现金变动波动性TOP5								
新湖中宝	↗ 0.19	↓ -0.16	↓ -0.21	↓ -0.12	↑ 0.47	↓ -0.24	→ 0.11	↘ -0.08
建发房地产	↑ 0.54	↑ 0.56	↓ -2.50	↑ 0.75	↗ -0.38	↑ 0.26	↑ 0.38	↑ 0.50
禹洲鸿图		↗ 0.06	↗ 0.11	↑ 0.46	↗ 0.23	→ -0.19	↓ -0.70	↗ 0.03
番禺雅居乐	↑ 0.57	↓ -0.82	↑ 0.69	↗ 0.17	→ 0.05	↓ -0.57	↗ 0.26	↓ -0.68
新华联控股	↗ 0.46	↑ 0.68	→ 0.03	↓ -0.72	↑ 0.80	↗ 0.41	↓ -0.69	→ 0.15

数据来源：Wind，云锋金融

**流动资金占比识别房企成长驱动模式。**通过将投资销售和融资偿债两组数据根据流进流出进行组合可以更直观地看出企业的经营节奏和经营风格，首先从流进流出的资金来源比例进行分析，通过将数据进行排序的处理更显著看出流进流出的比例呈现正相关的关系，可以根据散点图的两类聚集归纳两种不同风格的房企，两者投资销售的规模显著高于融资的房企，其周转速度较快导致比值的上升，因此这类房企的增长更依靠内生杠杆，这类房企发展的质量和速度与其投资区域的景气度和宏观房地产周期相关。另外一类房企融资流进流出的规模较高，此类房企为融资驱动，其增长与融资可得性和宏观流动性更为相关。



图表 10: 房企销售驱动/融资驱动风格分类



数据来源: Wind, 云锋金融

图表 11: 典型房企举例

销售驱动 (销售现金进出规模均大于融资现金流)	保利地产	融资驱动 (销售现金进出规模均小于融资现金流)	华发股份
	禹洲鸿图		正荣地产控股
	大华(集团)		信达投资
	鑫苑置业		越秀集团
	奥园集团		新湖中宝
	龙湖企业		泰禾集团
	建业住宅		红星美凯龙控股
	碧桂园地产集团		世茂股份
	万科		首创置业
	厦门中骏		融创房地产

数据来源: Wind, 云锋金融

从投销比的波动性辨别周期型和稳定型的房企。从投销比的方差看出房企的投资倾向。投销比的波动较高的房企经营体现明显的收缩和扩张，例如大华集中在13-14年发力加大土储的投资，在后续的周期里消化土储，投销比持续处于低位。奥园在12年、14年、17年和18年加大投资，也体现奥园的房地产逆周期投资的风格。另外一类是投资风格较为稳定的房企，万科、中南、保利、龙湖因为全国化的布局，单个区域的景气度对其整体投资节奏的影响较小，因此其投销比较为稳定。

图表 12: 房企投资风格分类

房企名称	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
稳定风格代表房企								
中南建设	70%	62%	89%	70%	79%	90%	93%	70%
保利地产	85%	90%	81%	61%	66%	91%	53%	72%
荣盛发展	85%	96%	78%	79%	80%	73%	59%	77%
龙湖企业		71%	88%	65%	84%	76%	69%	65%
万科	75%	84%	57%	68%	62%	64%	64%	73%
周期风格代表房企								
越秀集团	95%	166%	235%	73%	205%	127%	61%	74%
金隅集团	76%	210%	202%	95%	121%	84%	58%	35%
大华(集团)	101%	111%	158%	111%	87%	24%	49%	37%
奥园集团	145%	59%	114%	55%	74%	180%	117%	70%
金辉股份	73%	136%	189%	135%	86%	65%	96%	81%

数据来源: Wind, 云锋金融

通过投销比、偿债融资比和资金流向占比的结合分析透视房企经营节奏。根据投资销售，融资偿债的两类组合得出四个数据，得到整体房企经营节奏的判断框架。当房企需要扩张规模的时候，除内生型的销售资金周转外，往往通过外部融资去获取额外的资金，因此投销比上升，偿债融资比下降，资金流入中的销售/融资的比值下降，资金流出中的投资/偿债的比值上升。待房企发展后降速去杠杆时，往往通过降低土储去偿还债务，此时投销比下降，偿债融资比上升，资金流入中的销售/融资的比值上升，销售流出中的投资/偿债的比值

请务必阅读末页的免责声明

下降。

以上从历史周期中归纳出来的房企经营节奏，但是也有其他类型的情况，例如当偿债周期来临时，激进的企业也需要扩张，此时房企通过牺牲财务弹性，形成现金流的净流出。此时投销比和偿债融资比均上升，此时信用风险上升的可能性较大。也有可能投销比和偿债融资比均下降，往往是因为房企具有缩表降杠杆的需求所导致。因此四个比率结合分析可以立体的判断企业的经营节奏。

图表 13：通过投销比、偿债融资比和资金流向占比的判断房企经营节奏

	情形一	情形二	情形三	情形四
投销比	上升	上升	下降	下降
偿债融资比	上升	下降	上升	下降
现金流压力判断	加大	-	-	减少
经营节奏判断	-	加杠杆拿地扩张	缩表降杠杆	-
	情形一	情形二	情形三	情形四
资金流入-销售/融资	上升	下降	上升	下降
资金流出-投资/偿债	上升	上升	下降	下降
经营节奏判断	资金周转加速	加杠杆拿地扩张	缩表降杠杆	融资驱动经营

数据来源：Wind，云锋金融

**销售回款的增速可验证房企收入质量。**企业销售的增长可以通过企业的销售回款的增速来反映，通过销售回款的增速结合企业自身的营收增速、合约销售增速、外部数据来源去分析企业的收入质量，通过观察销售回款的增速也可以判断企业的发展路径，了解企业对周期的判断。16年楼市处于周期顶部，不少房企的销售回款规模大量增长，而中南，奥园，美的也在18-19年通过棚改货币化有着不错的销售增长。

图表 14：规模以上房企销售回款现金流增速前十

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	均值
销售回款现金流增速前十								
融创房地产	-11%	-41%	-31%	270%	212%	49%	25%	81%
金地集团	92%	-3%	17%	136%	34%	149%	24%	60%
越秀集团	119%	23%	51%	139%	129%	17%	-10%	58%
世茂股份	17%	73%	218%	55%	-9%	12%	-36%	52%
中南建设	37%	-24%	49%	104%	78%	45%	57%	51%
华发股份	75%	3%	18%	198%	-18%	47%	53%	50%
奥园集团	231%	-19%	185%	21%	19%	36%	41%	47%
美的置业集团	171%	8%	48%	107%	15%	58%	43%	47%
鑫苑置业	19%	98%	26%	48%	-11%	100%	-1%	43%
建发房地产	56%	-1%	53%	-4%	-13%	121%	83%	40%

数据来源：Wind，云锋金融

**其他现金流收支的占比鉴别房企的表外业务规模。**通过分析其他现金流收支的占比也可以看出房企的表外经营规模，由于其他与经营活动有关的现金与投资相关的现金均为表外往来资金，其既包含了经营属性也包含了融资属性，因此将其规模与融资，经营相关现金流的规模进行比较，一些房企这类比值加高，可能是因为合作开发的规模较大导致，也可能是因为表外融资较大导致，在信用分析中可借助其他现金流收支的占比的分析去鉴别。

## 四、现金流分析下的房地产信用投资策略

从信用利差优化的主体中归纳其现金流管理特点。我们通过分析信用质量持续优化的标杆房企分析其经营特点，也通过举例去说明现金流战略分析框架的使用方法。我们选取了三家标杆房企，分别是金科、融创、龙光，金科和融创8年间企业规模均有较快增长，自2018年以来债券二级市场的信用利差也持续下行。龙光是粤港澳的标杆房企，其信用质量和融资成本较同类房企具有优势。

### 金科

从现金流的净变动来看，金科现金流变动幅度相对较大，但收支隔年交错变动，预计2020年现金流维持现金微幅的流入。金科在2015-2016年销售增长幅度较大，后续2017年、2018年增速下行，2019年增速又再次反弹。从经营风格来看，金科的经营现金流规模相对融资现金流规模较小，企业发展偏向于融资驱动。从经营节奏来看，2012年-2015年，金科总体保持偶数年收缩，奇数年扩张的趋势，有一定的逆周期投资的特点。预计2021年将进行降杠杆操作。

图 15：金科 2012-2019 年现金流财务分析

现金流分析面板		2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	最新一期
风险偏好分析	现金流净变动	0.22	-0.12	-0.12	0.41	0.28	-0.30	0.30	-0.30	-0.11
	风险偏好较高，现金流维持周期性的正负交错									
增长速度分析	销售回款增长率	0.00	0.25	0.02	0.39	0.76	0.01	0.02	0.10	0.19
	2015年-2016年增速较快，2019年销售增速重新释放									
经营节奏分析	拿地销售比	0.66	1.02	0.72	0.85	0.60	0.88	0.58	0.57	0.71
	偿债融资比	0.87	0.73	1.14	0.64	0.71	0.64	0.89	1.13	0.94
	资金流入-销售/融资	0.82	0.74	0.96	0.56	0.86	0.83	1.00	1.01	1.25
	资金流出-拿地/偿债	0.77	1.26	0.76	0.90	0.98	1.45	0.80	0.64	0.94
经营节奏判断										
表外分析	其他资金流入占比	0.13	0.19	0.26	0.09	0.27	0.33	0.40	0.30	0.13
	其他资金流出占比	0.29	0.36	0.33	0.32	0.84	0.89	0.71	0.59	0.29
	2016年开始其他资金流出占比上升，可能是由于合作开发规模上升导致									
辅助经营指标分析	去预售资产负债率	0.76	0.79	0.80	0.79	0.74	0.75	0.76	0.75	0.73
	现金短债比	1.29	1.00	0.51	1.01	1.42	1.03	0.91	0.98	1.02
	存货占比	0.64	0.69	0.70	0.68	0.63	0.59	0.56	0.61	0.66
	毛利率	0.16	0.13	0.14	0.16	0.13	0.14	0.14	0.18	0.25
	净利率	0.12	0.11	0.10	0.11	0.09	0.10	0.10	0.12	0.11

数据来源：Wind，云锋金融

### 融创

从融创的现金流净变动规律来看，融创的倾向于维持流入资金和流出资金的紧平衡，融创的销售增长取决于2016年后收并购带来的规模增长，但从经营节奏来看，融创2014年开始布局扩张，2014年在搞偿债的同时也保持较高的投资增速，在2017年后开始收缩降杠杆，除了在2019年有扩张的倾向外，均体现降杠杆收缩的行为，预计随着杠杆率下降，其信用质量将持续优化。

图表 16: 融创 2012-2019 年现金流财务分析

现金流分析面板		2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	最新一期
风险偏好分析	现金流净变动	0.39	0.33	0.32	0.08	0.49	0.17	0.11	0.01	0.05
	近几年倾向于维持现金流的紧平衡									
增长速度分析	销售回款增长率	0.00	-0.11	-0.41	-0.31	2.70	2.12	0.49	0.25	-0.08
	2014年销售增速回落较大, 2016年开始因收并购战略的成功开始快速增长									
经营节奏分析	拿地销售比	0.36	0.52	0.81	0.68	1.37	0.36	0.48	0.74	0.63
	偿债融资比	1.15	1.02	1.33	0.79	0.37	0.63	1.06	0.90	1.05
	资金流入-销售/融资	1.85	1.44	1.43	0.36	0.34	0.98	1.44	0.92	0.81
	资金流出-拿地/偿债	0.74	0.81	1.17	0.46	1.54	0.72	0.81	0.99	0.49
	经营节奏判断	收缩	收缩	强扩张	扩张	扩张	收缩	收缩	扩张	收缩
表外分析	其他资金流入占比	0.08	0.32	1.16	0.69	0.40	0.52	0.38	0.30	0.20
	其他资金流出占比	0.34	0.49	0.58	1.07	0.61	0.86	0.71	0.40	0.22
2016年开始其他资金流出占比上升, 可能是由于合作开发规模上升导致										
辅助经营指标分析	去预售资产负债率	0.79	0.77	0.76	0.69	0.85	0.89	0.85	0.86	0.80
	现金短债比	0.99	2.00	3.09	3.86	2.55	1.25	1.44	0.98	0.91
	存货占比	0.67	0.51	0.37	0.38	0.45	0.52	0.50	0.52	0.53
	毛利率	0.17	0.16	0.27	0.45	0.09	-0.22	0.14	0.20	0.23
	净利率	0.14	0.12	0.24	0.41	0.16	0.18	0.13	0.19	0.10

数据来源: Wind, 云锋金融

### 龙光

龙光的现金流变动规律看, 大多数年份实现现金流的净增长, 因此财务弹性持续优化, 销售增长路径来看, 2015年开始销售回款增速上升, 2018年有所回落, 2019年又重新有所上升, 结合经营节奏, 可以分析出龙光的企业特性, 龙光城市更新业务占比较大, 因此2012年-2014年开始大量的资金投资, 2016年土储开始稳定释放。龙光的经营周期相比其他房企较长主要是因为城市更新的业务周期导致, 预计2019年扩张节奏后, 龙光的城市更新能为其继续带来稳定的销售回款。

图表 17: 龙光 2012-2019 年现金流财务分析

现金流分析面板		2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	最新一期
风险偏好分析	现金流净变动	-0.14	0.32	0.00	0.24	0.36	-0.05	0.35	0.19	0.03
	现金流大多数年份实现净增长, 财务弹性持续优化									
增长速度分析	销售回款增长率	0.00	0.72	-0.05	0.25	0.40	0.29	0.08	0.43	0.34
	2015年开始销售回款稳定增长, 2019年重新提速, 未来销售量将持续释放									
经营节奏分析	拿地销售比	0.74	0.48	0.66	0.55	0.70	0.60	0.66	1.06	0.84
	偿债融资比	0.92	0.71	0.85	0.85	0.75	1.00	0.82	0.58	0.50
	资金流入-销售/融资	2.60	1.48	2.18	1.22	1.57	2.09	1.00	0.76	1.55
	资金流出-拿地/偿债	4.43	1.60	4.24	2.06	2.77	1.91	1.42	2.91	2.59
	经营节奏判断	扩张	平衡	扩张	收缩	扩张	收缩	收缩	扩张	收缩
表外分析	其他资金流入占比	0.11	0.03	0.02	0.03	0.06	0.00	0.07	0.01	0.00
	其他资金流出占比	0.06	0.07	0.12	0.07	0.08	0.03	0.04	0.15	0.41
其他资金流入较少, 其他资金流出规模有上升趋势										
辅助经营指标分析	去预售资产负债率	0.55	0.58	0.54	0.53	0.65	0.63	0.78	0.76	0.74
	现金短债比	1.30	2.72	1.35	3.32	3.48	1.11	2.82	1.91	2.70
	存货占比	0.47	0.43	0.50	0.51	0.56	0.50	0.41	0.46	0.36
	毛利率	0.35	0.27	0.27	0.18	0.19	0.30	0.27	0.21	0.35
	净利率	0.27	0.20	0.20	0.14	0.16	0.22	0.20	0.14	0.21

数据来源: Wind, 云锋金融

**财务管理能力强、投资模式多样化的房企未来的信用资质将持续优化。**从上述针对优质房企的现金流分析来看，投资研判能力强、周期底部逆周期精准投资的房企有较大的规模发展潜力。

从金科、融创来看，金科2012年，2015年，2017年在周期来临时选取了扩张性的战略使其规模快速发展，后续当周期后半段时将杠杆提弹性为下一个周期做准备。融创于2012-2013年采取收缩战略，2014-2016年连续三年保持扩张策略，其高能级城市的投资在周期来临时给其带来了丰厚的汇报。

龙光、融创均具有多元化的投资模式，龙光通过大量的城市更新业务收获了低成本的土地，后期大量的货值释放到市场后为其带来高质量的销售回款。融创不断并购实战中形成独有的收并购投资模式，通过收并购不仅实现规模的快速增长，而且在合作中不断提升自身的产品力。

财务管理能力同样重要，随着三道红线的落地，信贷资金流入房地产规模的收缩，未来难以通过快速的加杠杆实现规模的弯道超车，未来房企的增长从依赖“土地红利”转向“管理红利”，房企提升财务管理能力有助于房企正确的调配资金，有助于提升信用资质实现资本融资模式的打开，未来财务管理能力强、资本融资能力强、融资成本低的房企将更具有财务弹性和增长潜力。

## 评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20% 以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%-20% 之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%-5% 之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10% 以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10% 以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%-10% 之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10% 以上

联络公司	云锋金融集团有限公司
地址	香港中环康乐广场 8 号交易广场 1 座 3201-3204 室
联系电话	+852 2843 1488

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 其他声明

本研究报告由云锋证券有限公司或其附属机构制作。

## 法律主体声明

香港特区:本研究报告在香港由云锋证券有限公司(受香港证券及期货事务监察委员会监管,中央编号: AYT670)分发。

对于本研究报告所评论的证券及金融工具,云锋证券有限公司及其附属机构,(i)没有需要披露的财务权益;(ii)没有在过去的 12 个月内就企业融资服务曾收到任何补偿或委托;(iii)没有雇员担任高级人员;(iv)没有未进行的做市活动。

## 一般性声明

供指明的接收者之用 - 不供分发

投资涉及风险

敬请投资者注意,证券及投资的价值可升亦可跌

过往的表现不一定可以预示日后的表现

本报告由云锋证券有限公司或其关联机构制作。本报告在香港由云锋证券有限公司(受香港证券及期货事务监察委员会监管,中央编号: AYT670)分发。任何使用本报告和查阅内容的人士,均有责任自行遵守其有关司法管辖区的所有适用法例及规例。如对本报告或内容有任何疑问,阁下应咨询其律师、会计师或其他专业顾问。

本报告可能以若干假设为基础,仅供参考之用途,会因经济、市场及其他情况而随时更改而毋须另行通知。因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法,本报告可与云锋证券有限公司或其它业务部门、单位或关联机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。云锋证券有限公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。云锋证券有限公司通过信息隔离墙控制云锋证券有限公司内部一个或多个领域的信息向云锋证券有限公司其他领域、单位、集团及其他关联机构的流动。本报告并不用作投资的一般指南,或作为任何具体投资建议的来源,及不视作任何暗示或明确的建议。此报告的每位接收者同意将此报告视为保密。尽管为确保本报告提供的数据之准确性作出合理的努力,但由于本报告所提供的数据报告含或并入由第三方提供或撰写的信息、数据或文件(包括意见、数字、数据或其他文件),我们不会就本报告所载任何资料、预测及/或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性,以及任何该等预测及/或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺而负责或承担法律责任。本报告中如有类似前瞻性陈述之内容,此等内容或陈述不得视为对任何将来表现之保证,且应注意实际情况或发展可能与该等陈述有重大落差。本报告并不应被诠释为邀请或游说购买或销售任何证券、任何投资产品或投资决策之依据,亦不应被诠释为专业意见。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。阅览本报告的人士或在作出任何投资决策前,应完全了解其风险以及有关法律、赋税及会计的特点及后果,并根据个人的情况独立地决定投资是否切合个人的投资目标,以及能否承担有关风险,必要时应寻求适当的专业意见。”