

房地产企业资产类科目深入剖析

“财报视角看地产”系列之二

主要内容：

房地产开发具有投资额大、周转时间长、实行预售制度等特点，其生产经营较一般企业涉及对象更多，同时在开发过程中受到相关部门的监管审批要求。虽然财务报表结构大同小异，但由于房地产开发的经营特点，应对部分会计科目重点关注。本文详细介绍了房地产企业财报中资产类重点科目及其阅读要点，进而从财务报表深入了解房地产企业的经营状况。

► 货币资金：规模与受限制货币资金

房地产开发对资金需求量大、负债率高，资金的管理对房企十分重要。由于按揭贷款保证金制度、预售资金监管法规等原因，部分货币资金的流动性将会受到一定限制。

► 存货：规模、存货跌价准备和利息资本化

存货是房地产开发企业的核心科目，占总资产比例通常高达 50%-70%。存货跌价准备会对当期利润造成较大影响，并需要关注其判定是否客观合理。利息资本化的处理将会调节房企当期财务费用率和远期的毛利率情况。

► 投资性房地产：计量模式不同导致不可比

投资性房地产可采用成本计量和公允价值计量两种模式。采用成本计量通常会大大低估了持有型物业的真实价值，采用公允价值计量则需关注其是否真实反映物业的价值。

► 其他应收款：部分反映房企合作开发规模的大小

对于房地产开发企业而言，其他应收款主要包括土地及其他保证金、应收联营/合营企业款和合作方经营往来款。其他应收款/总资产的比值可反映房企合作开发规模，并且应剔除土地保证金等的影响。

► 投资建议

行业方面，政策面依旧延续“因城施策”和“稳房价、稳地价、稳预期”的指导方针，房地产行业将保持平稳发展态势。房企方面，随着疫情基本得到控制，销售正稳步恢复中，并且在货币及财政政策更为积极的情况下，房企的融资环境有望持续改善。当前，板块估值仍处历史低位，值得重点关注，推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、招商蛇口、蓝光发展、荣盛发展、华夏幸福，以及现金流稳定的物管公司新大正等。相关受益标的有融创中国、中国恒大、龙湖集团、旭辉集团、保利物业、招商积余等。

风险提示

房地产调控政策的不确定性，销售不及预期。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：由于沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

盈利预测与估值

重点公司											
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000002	万科 A	26.21	增持	3.44	4.15	4.95	5.83	7.6	6.3	5.3	4.5
600048	保利地产	15.46	增持	2.34	2.83	3.32	3.88	6.6	5.5	4.6	4.0
000656	金科股份	8.06	买入	1.06	1.36	1.62	1.91	7.6	5.9	5.0	4.2
000961	中南建设	7.96	增持	1.12	1.93	2.43	2.8	7.1	4.1	3.3	2.8

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 货币资金：规模与受限制货币资金	5
1.1. 货币资金的定义	5
1.2. 货币资金的规模	5
1.3. 货币资金科目分析要点	7
2. 存货：规模、存货跌价准备和利息资本化	13
2.1. 存货的定义	13
2.2. 存货的规模	13
2.3. 存货科目阅读要点	16
3. 投资性房地产：计量模式不同导致不可比	23
3.1. 投资性房地产的定义	23
3.2. 投资性房地产的规模	23
3.3. 投资性房地产科目阅读要点	25
4. 其他应收款：部分反映房企合作开发规模的大小	27
4.1. 其他应收款的定义	27
4.2. 其他应收款的规模	27
4.3. 其他应收款科目阅读要点	29
5. 投资建议	30
6. 风险提示	30

图表目录

图 1 2019 年末不同行业货币资金规模占总资产比例	6
图 2 2019 年部分房企货币资金规模及占总资产比例	6
图 3 2019 年末不同行业存货规模占总资产比例	14
图 4 2019 年部分房企存货规模及占总资产比例	14
图 5 2019 年部分重点房企存货规模及存货与销售额比值	16
图 6 近 10 年部分重点房企存货跌价准备余额（亿元）	21
图 7 2019 年末不同行业投资性房地产规模占总资产比例	24
图 8 2019 年部分重点房企投资性房地产规模及占总资产比例	24
图 9 2019 年末不同行业其他应收款占总资产比例	28
图 10 2019 年部分重点房企其他应收款规模及占总资产比例	28
图 11 部分重点房企其他应收款账龄 1 年以内（含 1 年）余额占比	30

表 1 货币资金分类及含义	5
表 2 部分省市预售资金监管法规概览	7
表 3 房地产企业境外发债相关政策	8
表 4 金科股份 2020 年发行公司债券（第一期）募集资金运用安排	9
表 5 2019 年部分重点房企货币资金明细及货币资金受限披露情况	10
表 6 房地产开发企业存货分类及含义	13
表 7 2019 年万科 A 部分存货项目概况	15
表 8 2019 年万科 A 已完工产品明细表（节选）	16
表 9 2019 年万科 A 在建产品明细表（节选）	17
表 10 2019 年万科 A 拟开发产品明细表（节选）	17
表 11 房地产企业项目信息来源	18
表 12 四种口径土地面积指标定义	19
表 13 2019 年部分重点房企存货跌价准备、存货和净利润规模对比	20
表 14 部分房企 2019 年年报存货科目中对资本化处理的提法	22
表 15 房地产开发企业投资性房地产分类及含义	23
表 16 2019 年部分重点房企投资性房地产计量模式	25
表 17 2019 年新城控股房地产出租情况（节选）	26
表 18 房地产公司其他应收款的主要种类及含义	27
表 19 2019 年部分重点房企其他应收款构成占比	29

1. 货币资金：规模与受限制货币资金

1.1. 货币资金的定义

货币资金是指企业拥有的，以货币形式存在的资产，包括现金、银行存款和其他货币资金。其中，其他货币资金主要包括外埠存款、银行汇票存款、银行本票存款和信用证存款、信用卡存款和存出投资款等。

表 1 货币资金分类及含义

货币资金分类		定义
现金		存放于企业财务会计部门并由出纳保管，在日常经营活动中作为零星支付的手段
银行存款		企业存放在本地的银行或其他金融机构存款帐户上的货币资金
其他货币资金	外埠存款	企业到外地进行临时或零星采购时，汇往采购地银行开立采购专户的款项
	银行汇票存款	企业为取得银行汇票而按规定存入银行的款项
	银行本票存款	企业为取得银行本票而按规定存入银行的款项
	信用卡存款	企业为取得信用卡按照规定存入银行的款项
	信用证保证金存款	企业为取得信用证按规定存入银行的保证金
	存出投资款	企业已存入证券公司但尚未进行短期投资的现金

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

1.2. 货币资金的规模

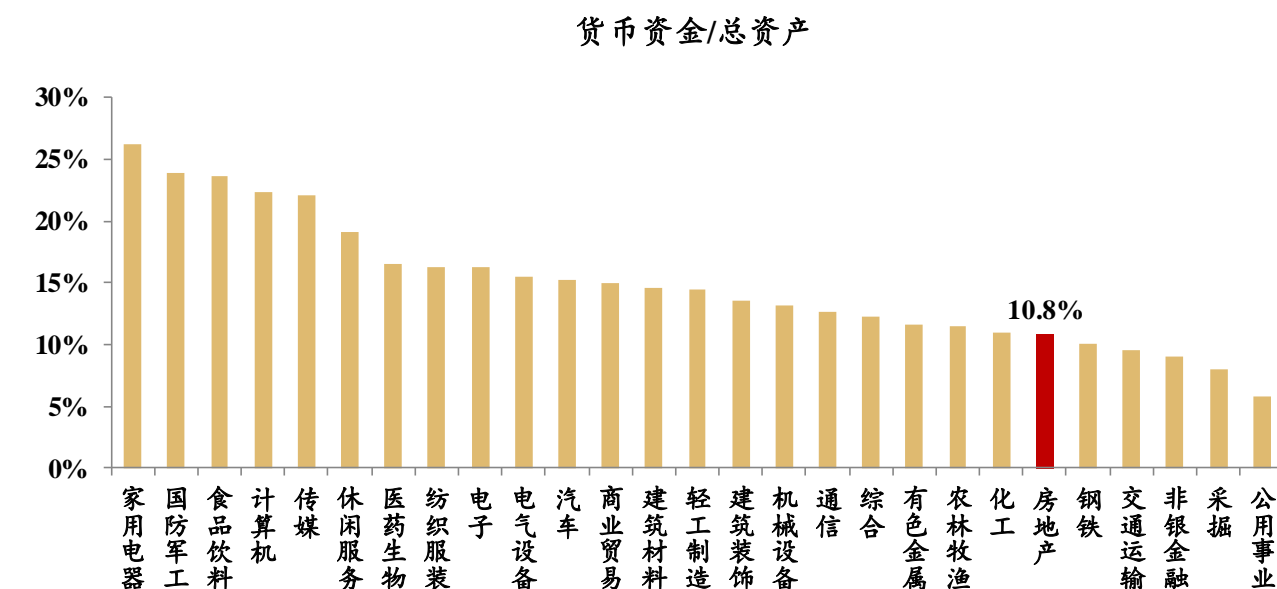
对于房地产企业而言，一方面需要充足的资金进行拿地投资，另一方面房企通常负债率较高，也需要货币资金对到期债务进行偿还，所以其整个业务流程对货币资金需求量较大。

根据 2019 年年末数据，申万房地产板块货币资金为 12960 亿元，占总资产的比例为 10.8%，相较于其他行业，房地产行业货币资金占比并不高，是由于房企一般奉行高杠杆、高周转策略，货币资金的规模能满足公司正常经营需要即可，与其持有大量的货币资金不如偿还部分有息负债或者去拿地补货。从重点房企来看，其货币资金占总资产的比例为 7.8%-15.1%，基本在板块平均值附近波动。

由于房地产企业技术壁垒较低，同时在整个业务流程中对资金的需求规模巨大，因而货币资金管理对于房地产企业起着至关重要的作用。对于货币资金规模的讨论，我们不能简单地静态评价其规模占比高低是否合理，而应结合宏观经济周期，房地产行业的政策和市场环境与房地产公司的经营管理能力综合考虑。在融资环境趋紧、销售去化较慢时，房地产企业持有较大规模的货币资金能较好地抵御市场风险，并可在

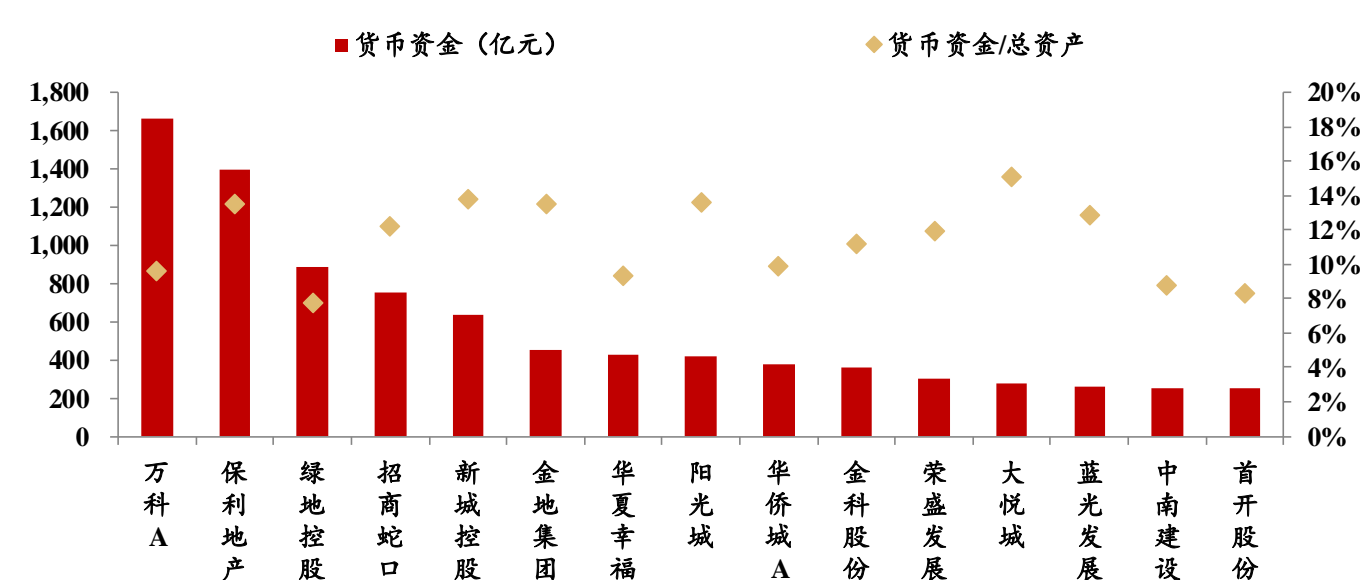
市场疲软时凭借更强的资金实力，以较小成本获取优质土地储备甚至收购经营陷入困境但资产升值潜力较大的公司进行逆市扩张。而在融资环境较宽松、销售较火热时，房地产企业只需持有能够满足公司正常经营需要的规模较少的货币资金，这样可提升资金的使用效率，加快公司经营周转速度。此时，资产中存在过多的货币资金可能说明公司对资金的调配效率低下，导致资金沉淀较多。

图 1 2019 年末不同行业货币资金规模占总资产比例



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 2 2019 年部分房企货币资金规模及占总资产比例



资料来源：公司年报、华西证券研究所

1.3. 货币资金科目分析要点

对于货币资金科目，我们需要重点注意的地方是房地产开发企业的货币资金并不是全部完全自由支取的，货币资金中有一部分流动性是受限制的。部分货币资金受限主要有三大原因：1) 居民按揭买房，房企连带缴纳按揭贷款保证金；2) 房企向银行申请开发贷，银行会对房屋预售款进行监管；3) 房企采用如海外融资、信托融资等其他融资方式时，通常对于借款使用也有一定规定，导致部分资金受限。在进行短期偿债的分析时，我们建议将这部分受限资金剔除后再计算货币资金对短期债务的覆盖。

关于按揭保证金，其一般记在其他货币资金科目下。按揭保证金是由于在居民采用按揭贷款的方式购房时，由于预售制度此时房屋产权还未转移到居民户下，因此贷款银行对开发商收取一定的比例的按揭保证金（一般为贷款额的 10%）。其他可能受限的货币资金保证金还包括保函保证金、银行承兑汇票保证金等各类保证金。

关于预收款监管导致的货币资金受限，是房地产开发企业向银行申请开发贷募集资金后，银行会设立监管账户，对房地产开发企业之后获取的预售资金进行监管。一般银行会设定一定的监管额度，房企通常难以自由支取这部分受限资金，而当预售款较多时，超出规定额度的部分预售款可挪作他用。目前各地政府对于预售资金的监管规定也不尽相同。

表 2 部分省市预售资金监管法规概览

市/省	法规名称	每个项目的监管账户数目	申请支取预售资金流程	资金留存比例	资金挪用
北京	《北京市商品房预售资金监督管理暂行办法》	每一期项目只能委托一家银行	持材料向监管银行提出书面申请，符合条件的申请银行在 2 个工作日内拨付资金	不得低于重点监管额度的 5%	进入专用账户的预售资金数额超过重点监管额度后，企业可以向监管银行申请将超出部分转出，优先用于工程建设
广州	《广州市房屋交易监督管理办法》	未规定	持材料向房地产行政主管部门申请，在受理后 5 个工作日内将审核结果书面通知申请人	分为三个阶段，施工前期留存比例为累积划拨预售款的 10%，施工中期 5%，竣工 3%	商品房预售款专用账户资金足以满足建设项目竣工验收合格和初始登记需要的，超出部分资金可以申请用于其他用途
深圳	《深圳市房地产市场监管办法》	未规定	持材料向商业银行申请提取使用	项目资本金账户余额不低于项目资本金 10%	符合提取使用条件前，房地产开发企业不得将前款规定的项目资本金挪作他用
浙江	《浙江省商品房预售资金监管暂行办法》	一个监管项目只能开立一个资金账户	持材料向监管银行提出书面申请，符合条件的申请银行在 2 个工作日内拨付资金	按监管协议监管的项目工程预算清册总额的 20% 可以用于前期监管项目相应费用	超出预售资金 130% 以上的部分可以转出，项目工程预算清册总额的 20% 支付前期费用
成都	《成都市商品房预售款监管办法》	一个项目委托一家银行	持材料向监管银行申请使用预售款，银行 3 个工作日内审核完毕，符合条件的 3 个工作日内拨付	未规定	预售款超出监管总额时，开发企业可向监管银行申请调用超出监管总额部分

郑州	《郑州市商品房预售款监管办法》	建筑面积在五万平方米以下的,只能设立一个账户;在五万平方米以上的,不得设立超过三个账户	持材料向监管银行申请,银行在5个工作日内提出用款意见,在监管部门核实,在5个工作日内完成核实	未规定	保证竣工资金后,允许超出部分用于还贷或调用或销售进度达到开发贷款银行约定的销售比例后,超出部分可用于还贷
东莞	《东莞市商品房预售款监管工作制度》	一个项目委托一家(或以上)银行开户	持材料向市建设局申请,建设局在5个工作日内审查并作出决定	未规定	项目竣工之前不得挪用
合肥	《合肥市商品房预售资金监管实施细则》	一个开发项目的监管账户,原则上不超过5个	持材料向市监管办申请,市监管办进行审核,自受理之日起1个工作日内做出答复	当监管账户留存余额达到重点监管资金总额的10%以后,房企方可申请拨付重点监管资金。	房企在取得《商品房预售许可证》后,可拨付不超过重点监管资金总额的40%;主体结构封顶,可拨付不超过重点监管资金总额的60%;单体全部完工,完成水、电、门窗、外墙工程,可拨付不超过重点监管资金总额的75%;综合配套完成,可拨付不超过重点监管资金总额的90%。

资料来源:各政府官网,公开资料整理,华西证券研究所

房地产开发企业其他融资渠道也会对借款的使用有一定的限制规定,例如信托公司可能会要求房企保持最低的现金余额,银行间市场发债募集的资金需进入监管专户对使用用途有所限制,海外融资也可能受到相关监管。对于这部分受限资金的情况难以直接从公司财务报表中读取,需要通过和企业进一步沟通和调研来确认。

表3 房地产企业境外发债相关政策

时间	机构	文件名	主要内容
2000	国务院办公厅	《国务院办公厅转发国家计委、人民银行关于进一步加强对外发债管理意见的通知》	境内机构(财政部除外)对外发债,经国家计委审核并会签国家外汇管理局后报国务院审批。国务院批准后,市场选择、入市时机等由国家外汇管理局审批。
2013	国家外汇管理局	《外债登记管理办法》	对外债登记管理流程进行了简化。
2006	国家外汇管理局、建筑部等	《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》	外商投资房地产企业注册资本金未全部缴付的,未取得《国有土地使用证》的,或开发项目资本金未达到项目投资总额35%的,不得办理境内、境外贷款,外汇管理部门不予批准该企业的外汇借款结汇。
2015	国家发改委	《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革	取消企业发行外债的额度审批,实行备案登记制管理,企业发行外债,须事前向国

		的通知》	家发展改革委申请办理备案登记手续。
2017	国家外汇管理局	《关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》	允许内保外贷项下资金调回境内使用。
2018	国家发改委、财政部	《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》	房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金等，并要求企业提交资金用途承诺。
2019	国家发改委	《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。

资料来源：各政府网站、公开资料整理、华西证券研究所

表 4 金科股份 2020 年发行公司债券（第一期）募集资金运用安排

项目	概述
发行规模	不超过 23 亿元
资金用途范围	拟安排本期债券偿还到期或回售的公司债券，拟偿还债券包括【18 金科 01】、【18 金科 04】及【15 金科 01】
募集资金专项账户设立	发行人开立募集资金与偿债保障金专项账户，专项用于募集资金款项的接收、存储及划转活动，并将严格按照募集说明书披露的资金投向，确保专款专用。发行人与债券受托管理人、募集资金监管银行签订本期债券募集资金监管协议，规定债券受托管理人和资金监管银行共同监督募集资金的使用、资金划转情况。
募集资金与偿债保障金专项账户资金提取时间、频率及金额	发行人应在本期债券每次付息日五个交易日前，将应付利息全额存入偿债保障金专项账户；在本期债券到期日（包括回售日、赎回日及提前兑付日等，下同）十个交易日前，将应偿付或者可能偿付的债券本息的百分之二十以上存入偿债保障金专项账户，并在到期日二个交易日前，将应偿付或者可能偿付的债券本息全额存入偿债保障金专项账户。
募集资金使用承诺	承诺将在《募集说明书》规定的资金用途范围内使用募集资金，不得变更募集资金用途，且保证资金不进入证券、期货市场等国家规定禁入领域，不用于购买土地。

资料来源：公司公告、华西证券研究所

通常房地产开发企业会在财务报表附注中对货币资金受限情况进行一定的披露，从中可以了解到房企货币资金受限的情况，但各家披露的详细程度不一，可能存在受限货币资金披露不全的情况。

表 5 2019 年部分重点房企货币资金明细及货币资金受限披露情况

公司名称	货币资金明细（亿元）		货币资金受限披露情况
万科 A	库存现金	0.05	银行存款中含有受限使用资金为 64.56 亿元，其中因质押对使用有限制的资金为 38.42 亿元。无因抵押等对使用有限制的款项。
	银行存款	1657	
	其他货币资金	5	
	合计	1662	
保利地产	库存现金	0.16	其他货币资金中 4.45 亿元为本公司履约保证金存款，除此之外不存在其他受限、质押的货币资金。
	银行存款	1390	
	其他货币资金	4	
	合计	1394	
招商蛇口	库存现金	0.01	其他货币资金 147.0 亿元，包括根据《预售资金监管办法》受监管的预收售楼款 135.9 亿元及各类保证金存款 11.1 亿元。
	银行存款	606	
	其他货币资金	147	
	合计	753	
新城控股	库存现金	0.01	住房公积金，按揭贷款保证金及保函保证金 45.01 亿元，为取得银行出具承兑汇票而存入的保证金 3.59 亿元。
	银行存款	591	
	其他货币资金	49	
	合计	639	
华夏幸福	库存现金	0.00	其他货币资金为购房按揭保证金 30.51 亿元，POS 及结算款 0.80 亿元，履约保证金 0.77 亿元，保函保证金余额 0.84 亿元，预储金 0.55 亿元。
	银行存款	396	
	其他货币资金	34	
	合计	430	
绿地控股	库存现金	2.70	货币资金中受限的资金为 102.47 亿元，其中：期末银行存款中使用受限制的金额为 50.87 亿元，其他货币资金中使用受限制的金额为 51.60 亿元。
	银行存款	818	
	其他货币资金	69	
	合计	889	

金地集团	库存现金	0.01	其他货币资金主要系存入的保函保证金。
	银行存款	451	
	其他货币资金	0.4	
	合计	451	
华侨城 A	库存现金	0.04	其他货币资金主要为不可随时支取的各类保证金存款等，其中银行承兑汇票保证金 0.88 亿元，保函及信用证等保证金 10.27 亿元，交易冻结款及其他 8.86 亿元。
	银行存款	355	
	其他货币资金	20	
	合计	375	
金科股份	库存现金	0.00	其他货币资金 11.54 亿元，其中三个月内到期的定期存单 0.046 亿元、电子银行汇票存款 0.50 亿元，除此以外的其他货币资金（保证金 10.70 亿元、定期存单 0.1 亿元、其他受限资金 0.19 亿元）因使用受到限制。
	银行存款	348	
	其他货币资金	12	
	合计	360	
荣盛发展	库存现金	0.01	银行承兑汇票保证金 9.87 亿元，用于担保的定期存款或通知存款 39.73 亿元，合计 49.60 亿元。
	银行存款	254	
	其他货币资金	50	
	合计	304	
中南建设	库存现金	0.09	期末，货币资金中外币项目 15.29 亿元；受到限制的货币资金共计 92.41 亿元，包括保证金、定期存单等。
	银行存款	204	
	其他货币资金	50	
	合计	254	
阳光城	库存现金	0.01	其他货币资金 53.14 亿元，其中期末受限制的其他货币资金金额为 52.87 亿元。
	银行存款	367	
	其他货币资金	53	
	合计	420	
大悦城	库存现金	0.01	其他货币资金年末余额主要为深圳祥云国际项目回迁安置房建设基金以及支付宝、微信 POS 机的在途资金。
	银行存款	271	
	其他货币资金	1	
	合计	276	
蓝光发展	库存现金	0.01	银行存款中含有受限使用货币资金为 15.76 亿元，

	银行存款	256	其中：因质押对使用有限制的资金为 1.23 亿元， 因冻结对使用资金有限制的资金为 0.37 亿元。
	其他货币资金	4	
	合计	260	
首开股份	库存现金	0.02	期末受限资金包括按揭贷款保证金、履约保证金、 项目资本金等 3.66 亿元。
	银行存款	252	
	其他货币资金	0.1	
	合计	252	

资料来源：公司年报，华西证券研究所

2. 存货：规模、存货跌价准备和利息资本化

2.1. 存货的定义

存货是指企业在日常活动中持有以备出售的产成品或商品、处在生产过程中的在产品、在生产过程或提供劳务过程中耗用的材料或物料等，包括各类材料、在产品、半成品、产成品或库存商品以及包装物、低值易耗品、委托加工物资等。对于房地产开发企业而言，其存货主要为房地产开发产品，其次有少量非房地产存货。房地产开发产品根据建设进度又分为拟开发产品、在建开发产品和已完工开发产品。

表 6 房地产开发企业存货分类及含义

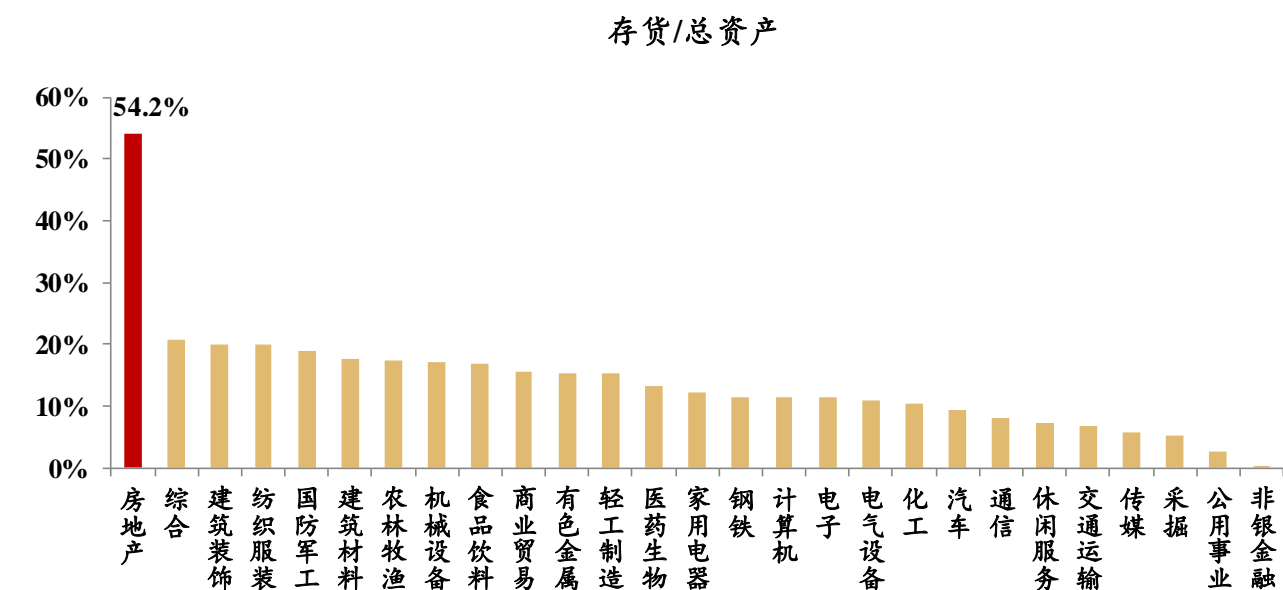
存货类别	含义	备注
已完工开发产品	已建成、待出售的物业	其中包括：土地成本、施工成本和其他成本，以及符合资本化条件的资本化利息
在建开发产品	尚未建成、以出售为目的的物业	其中包括：土地成本、施工成本和其他成本，以及符合资本化条件的资本化利息
拟开发产品	所购入的、已决定将之发展为已完工产品的土地	项目整体开发时，拟开发产品全部转入在建开发产品；项目分期开发，将分期土地转入在建，剩余仍作为拟开发产品
非房地产存货	原材料、库存商品及低值易耗品等	其中包括：采购成本、加工成本和使存货达到目前场所和状态所发生的其他支出，在取得时按实际成本入账

资料来源：公司年报，公开资料整理，华西证券研究所

2.2. 存货的规模

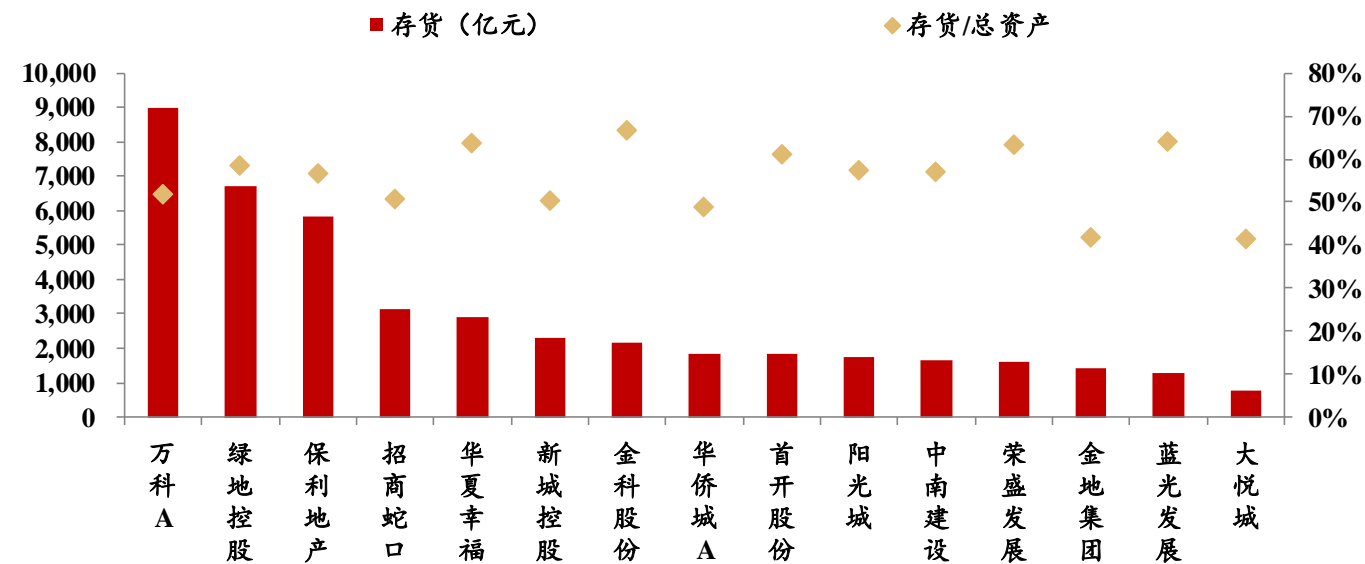
存货是房地产开发企业的核心科目，存货质量很大程度上决定了房地产开发企业的资产质量。同时需要注意的是，房地产企业的存货主要是准备销售的物业，而用于赚取租金或者资本增值的物业，应计入投资性房地产科目。目前，绝大多数房地产开发企业以销售型物业为主，持有型物业较少，因此存货科目的重要性远比投资性房地产高。根据 2019 年年末数据，申万房地产板块存货为 65042 亿元，占总资产的比例为 54.2%，远高于其他行业。这是由于房屋建设周期较长，从获取土地使用权到项目竣工结算通常需要至少 2-3 年时间，拟开发的地产项目、在建的地产项目和已完工的地产项目均计入存货科目。而其他行业所生产的产品通常不需要如此长的生产时间，也不会积压过多的存货。从重点房企来看，其存货占总资产的比例为 41.4%-66.6%，基本在板块平均值附近波动。

图 3 2019 年末不同行业存货规模占总资产比例



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 4 2019 年部分房企存货规模及占总资产比例



资料来源：公司年报、华西证券研究所

对于存货规模的讨论，我们需要认识到其账面数字的大小不一定代表企业实际资产规模的大小。由于存货按照成本与可变现净值孰低计量，所以存货的账面值主要反映企业拿地价格和建设投入的成本。由于过去十余年房价和地价整体呈逐步上升的趋势，因此存在早期获取的开发项目被低估，账面价值小于其实际公允价值的情况。由

于存货账面价值不能较好的反映房企资产的真实价值，这也使 PB 估值法部分不适用于房地产企业，PB 相对较高不能说明企业的估值水平贵，而可能是由于其存货价值被大幅低估。

以万科 A 为例，根据其 2019 年年报数据，其存货明细中包括深圳臻山府、深圳云城和深圳臻湾汇三个项目，账面价值分别为 43.8 亿元、7.0 亿元和 53.3 亿元。然后通过规划建筑面积减去目前竣工面积估算其待结算面积，并查找该项目目前销售均价，计算出这三个项目预估合理价值分别为 120.0 亿元、98.4 亿元和 416.1 亿元，远高于存货账面价值。这三个项目的拿地时间分别为 2009 年、2013 年和 2013 年，拿地时间较早拿地成本较低，按照历史成本计价导致其存货价值被严重低估。

表 7 2019 年万科 A 部分存货项目概况

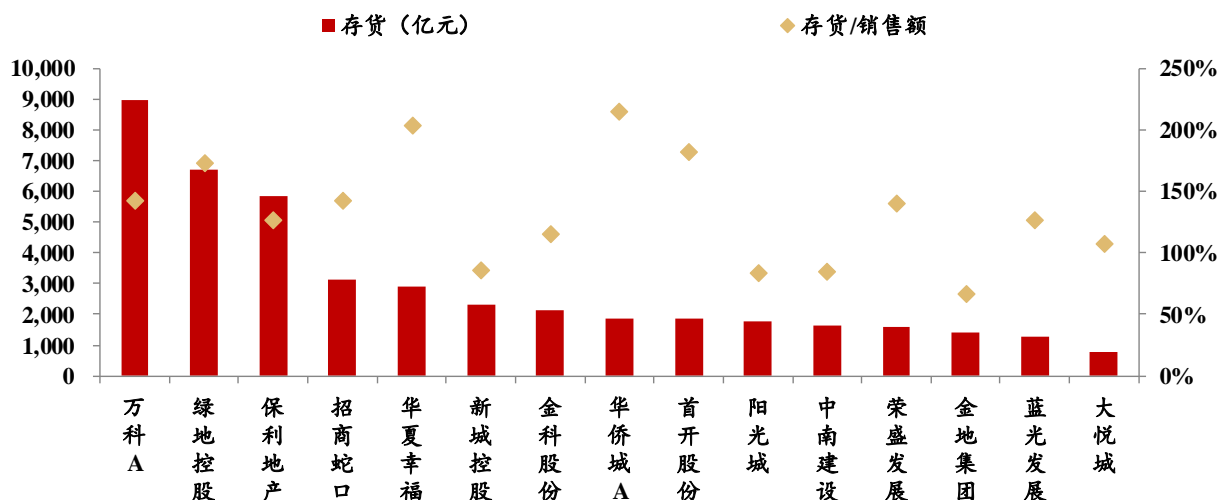
项目名称	位置	规划建筑面积 (平方米)	截至 19 年末竣工面积 (平方米)	未结算面积 (平方米)	目前销售均价 (元/平方米)	预估公允价值 (亿元)	存货账面价值 (亿元)	拿地时间
深圳臻山府	南山区	232,842	107,866	124,976	96000	120.0	43.8	2009 年
深圳云城	南山区	1,335,510	1,209,311	126,199	78000	98.4	7.0	2013 年
深圳臻湾汇	南山区	419,000	72,255	346,745	120000	416.1	53.3	2013 年

资料来源：公司年报，公开资料整理、华西证券研究所

其次，存货是房企持有的项目货值，但我们不能从存货的绝对规模来判断公司的经营能力，而应该通过存货对于销售额的相对规模来判断房企的项目运营情况。若该比值较高，则房企可能去化压力较大，若该比值较低，则房企可能货值不足，不能支撑其未来销售继续增长。从重点房企 2019 年数据来看，其存货/销售额的比值为 0.66-2.15，整体去化压力不大，但不同企业间差异较大。需要注意的是，此处销售额为全口径而非并表口径，而存货则为并表口径，因此对于合作开发占比大的房企，该比值相较于实际情况偏小。

最后，作为销售额未结转收入部分的反应，预收账款与存货均为并表口径，其匹配程度较高（当然需考虑存货成本与房屋售价的比例），则可以更加明确的表明存货的变现情况，对于存货的期间变化额与不考虑营业收入转出情况的预收账款的变化额明显不匹配的企业，需要关注其销售回款能力或销售数据存疑的情况。

图 5 2019 年部分重点房企存货规模及存货与销售额比值



资料来源：公司年报、华西证券研究所

2.3. 存货科目阅读要点

2.3.1. 存货明细表

对于房地产开发企业存货科目的阅读，不仅仅停留在规模的大小上。房地产开发企业通常在存货科目的财务报表附注中详细披露存货项目的明细表，使我们能够进一步的分析房地产企业的存货情况。

以万科为例，其已完工开发产品披露了项目名称、年初数、增加数、减少数、年末数和跌价准备。此部分是房地产开发企业已经竣工的现房项目。若项目竣工较早，同时期末余额较大，则可能该项目去化压力较大。

表 8 2019 年万科 A 已完工产品明细表（节选）

项目名称	竣工时间	年初数 (元)	增加数 (元)	减少数 (元)	年末数 (元)	跌价准备 (元)
鞍山惠斯勒小镇	2019 年 10 月	35,033,115	554,792,751	504,038,792	85,787,074	-
北京翡翠四季二期	2019 年 5 月	178,700,668	639,063,394	615,652,433	202,111,629	-
北京金域华府	2018 年 6 月	66,755,032	171,781,080	134,165,583	104,370,529	-
长春万科城	2019 年 12 月	290,917,841	922,900,475	961,656,940	252,161,376	-
长春新都会	2019 年 12 月	-	397,366,176	325,894,770	71,471,406	-
长沙白鹭郡	2016 年 11 月	104,691,709	-	27,639,914	77,051,795	-
长沙金域国际	2019 年 1 月	202,961,809	540,485,492	525,180,549	218,266,753	-
大连海港城	2019 年 12 月	208,144,412	405,970,735	182,432,035	431,683,113	7,062,575

资料来源：公司年报、华西证券研究所

继续以万科为例，其开发产品披露了项目名称、最近一期开工时间、预计下批竣工时间、预计总投资、年初数、年末数和跌价准备，其拟开发产品披露了预计开工时间、预计下一期竣工时间、预计总投资、年初数、年末数和跌价准备。相较于已完工产品明细表，在建开发产品和拟开发产品明细表可以获取更多的信息。从开工时间和预计竣工时间，我们可以获取公司的项目开发周期情况，开发周期过长则可能会导致公司资金沉淀较久。

表 9 2019 年万科 A 在建产品明细表（节选）

项目名称	最近一期开工时间	预计下批竣工时间	预计总投资（元）	年初数（元）	年末数（元）	跌价准备（元）
北京城市之光东望	2019 年 12 月	2021 年 6 月	11,500,000,000	-	7,529,194,195	-
北京翠湖国际南区	2018 年 10 月	2021 年 2 月	1,399,696,848	1,024,173,242	1,166,250,332	-
长沙紫台	2018 年 10 月	2020 年 6 月	794,874,240	349,676,732	663,761,971	-
常熟璞悦雅筑	2018 年 6 月	2020 年 6 月	1,552,765,600	-	1,258,138,327	-
常州公园大道	2018 年 10 月	2020 年 12 月	1,221,768,300	489,545,092	935,066,304	-
成都万科云城一期	2019 年 10 月	2020 年 9 月	572,708,800	61,937,056	289,354,642	-
成都新川荟	2019 年 9 月	2021 年 9 月	1,680,000,000	-	746,400,508	-
重庆鹅岭峰	2019 年 11 月	2020 年 12 月	457,606,563	-	227,325,003	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 10 2019 年万科 A 拟开发产品明细表（节选）

项目名称	预计开工时间	预计下一期竣工时间	预计总投资（元）	年初数（元）	年末数（元）	跌价准备（元）
北京哈洛小镇	2020 年 4 月	2022 年 2 月	3,273,762,912	1,565,550,224	1,649,672,539	-
长春翡翠滨江	2020 年 8 月	2022 年 8 月	2,449,170,970	1,534,839,690	1,221,090,017	-
长沙四季花城	2020 年 6 月	2022 年 3 月	3,674,863,287	688,366,584	328,602,244	-
常州教育小镇项目	2020 年 1 月	2022 年 3 月	4,159,441,300	-	2,519,717,142	-
大连海港城	2020 年 4 月	2022 年 7 月	4,057,386,000	769,473,078	667,632,580	169,626,004
大连誉澜道	2020 年 4 月	2022 年 12 月	1,016,900,000	-	686,161,181	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所

财务报表附注中对房地产开发项目的信息披露有限，我们还可以从年度报告中经营情况讨论与分析部分寻找项目披露的相关信息，并充分利用外部数据源扩充项目信息。我们可以通过自然资源局披露的土地成交信息扩充地块相关信息，并可以从房管局披露的预售证信息和预售签约信息获取房屋可售面积、售价等情况，也可从房

天下、安居客等房地产信息平台网站获取项目的参考售价、开盘时间等信息。我们可通过预计总投资/总建筑面积估算项目的单位成本，从该项目在房天下等平台上的参考售价等渠道获取销售均价，来判断项目的预计盈利情况。

表 11 房地产企业项目信息来源

信息大类	详细信息	信息源位置
项目基本信息	项目的名称	存货科目、房天下、安居客、克而瑞数据库等
	项目的地点	拿地公告、房天下、安居客、克而瑞数据库等
	项目状态	存货科目(在建、竣工、土地)、年度报告中经营情况讨论与分析披露信息、克而瑞数据库、实地调研等
	公司权益	拿地公告、年度报告中经营情况讨论与分析披露信息、克而瑞数据库等
	项目占地面积	拿地公告、克而瑞数据库、自然资源规划局官网披露的土地成交信息
	项目计容积率面积	拿地公告、年度报告中经营情况讨论与分析披露信息、自然资源规划局官网披露的土地成交信息
	项目总建筑面积	拿地公告、年度报告中经营情况讨论与分析披露信息、自然资源规划局官网披露的土地成交信息
	项目可售面积	年度报告中经营情况讨论与分析披露信息、各地房管局预售证信息、实地调研
	项目各产品业态占比	实地调研、公司网站中项目介绍等
项目成本信息	楼面地价	拿地公告、自然资源规划局官网披露的土地成交信息
	非地价成本	存货科目中总投资推测、实地调研；税费方面按税法计算
项目销售信息	何时开售	实地调研、房天下、安居客等
	项目售价	房管局预售签约信息、房天下、安居客、克而瑞数据库、实地调研
项目结算信息	销售进度	房管局预售签约信息、克而瑞数据库、实地调研
	何时竣工交付	存货科目、公司年度报告中经营情况讨论与分析披露信息、实地调研
	结算进度	存货科目、公司年度报告中经营情况讨论与分析披露信息

资料来源：公开资料整理、华西证券研究所

此外，关于房地产项目信息中通常有土地占地面积、总建筑面积、计容建筑面积和可售建筑面积四个面积指标，需要对不同口径进行区分。通常土地占地面积仅表明建筑物的土地水平投影面积，重要性相对较低。总建筑面积是建筑物地上面积和地下面积之和，是口径最大的面积指标，房管局房产证备案面积为总建筑面积。计容建筑面积即建筑物地面上面积，可售面积则是可以出售的地上面积和地下面积，因此两个指标孰大孰小不同项目会有所区别。若土地出让时有较多的地上配建要求，这部分不可销售，则计容建筑面积可能较大；若该项目地下可售面积较大，同时地上配建要求较少，则可售面积可能较大。在计算地块楼面价我们使用土地成交金额比上计容建筑面积，在可售面积和计容建筑面积差距较大时，我们不能简单的用楼面价和销售均价来计算项目的盈利水平。

表 12 四种口径土地面积指标定义

项目	定义
土地占地面积	建筑物所占有或使用的土地水平投影面积，计算一般按底层建筑面积。
总建筑面积	指在建设用地范围内单栋或多栋建筑物地面以上及地面以下各层建筑面积之总和。简单的说，就是建筑物各层的水平投影面积的总和。
计容积率建筑面积	建设用地面积×容积率。一般来说，只包括地上建筑面积，不包括赠送露台、飘窗等面积。
可售建筑面积	一般情况下可以出售的总建筑面积指的是计容积率地上建筑面积，还包括可以申报产权的部份地下建筑面积（车库或停车位）。部分承诺公建（如幼儿园等）、人防车位、逃生层等等有特殊规定的不属于可售建筑面积。

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

2.3.2. 关注存货受限情况

目前房企主要的融资途径，除直接融资是依赖信用融资外，基本都需要其在售项目的土地或者楼盘进行抵押融资，所以房地产企业存货受限比例普遍较高，可能会影响其资产流动性。因此在进行房企存货资产分析时，我们建议除了关注存货资产的区域布局等因素外，也需考虑其抵押情况，但此项信息的获取通常需要进行大量的项目实地调研或者与相关提供融资机构的交流。

2.3.3. 存货跌价准备

房地产开发企业的存货按照成本与可变现净值孰低计量，当房地产开发企业的单项存货成本高于其可变现净值后，则需要将差额计提存货跌价准备。可变现净值是指在日常活动中，存货的估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用以及相关税费后的金额。这种减值损失将确认在当期，而之后若计提减值损失准备的物业项目销售情况转好，则可将计提的存货跌价准备转回。

存货跌价准备的计提是财务上的审慎处理，但由于房地产开发企业存货占比较大，因此计提的存货跌价准备会对公司的业绩造成较大影响。以万科 A、保利地产等重点房企为例，其 2019 年期末存货跌价准备/存货比例约为 0.3%-1.2%，而净利润/存货的比例约为 2.5%-11.1%。因此，当整体房价下跌 3%-10%时，房地产开发企业则很有可能由于存货跌价准备的计提而导致当期亏损。

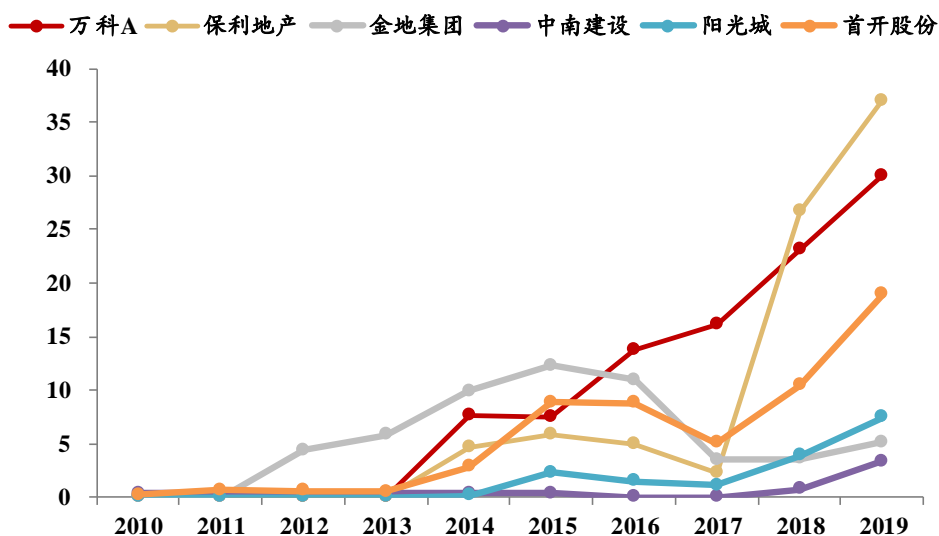
表 13 2019 年部分重点房企存货跌价准备、存货和净利润规模对比

房企名称	存货 (亿元)	存货跌价准备 (亿元)	净利润 (亿元)	存货跌价准备/存货	净利润/存货
万科 A	8970	30.00	551	0.33%	6.1%
保利地产	5840	37.03	376	0.63%	6.4%
招商蛇口	3122	36.06	189	1.16%	6.0%
新城控股	2313	12.29	133	0.53%	5.8%
华夏幸福	2903	30.60	147	1.05%	5.1%
绿地控股	6699	43.46	210	0.65%	3.1%
金地集团	1398	5.14	155	0.37%	11.1%
华侨城 A	1853	0.96	143	0.05%	7.7%
金科股份	2142	10.28	64	0.48%	3.0%
荣盛发展	1609	3.70	96	0.23%	6.0%
中南建设	1656	3.37	46	0.20%	2.8%
阳光城	1758	7.42	43	0.42%	2.5%
大悦城	758	3.66	37	0.48%	4.9%
蓝光发展	1287	14.28	42	1.11%	3.2%
首开股份	1844	18.92	56	1.03%	3.1%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

对于存货的可变现净值的判断也具有一定的主观性，项目的售价受政策环境变化、市场供需情况变化、项目产品力等多种因素影响，因此存货跌价准备的真实性需要我们对公司的整体项目情况进行进一步的研究分析。若公司对于存货可变现净值的判定较为谨慎，则可能提取了较多的存货跌价准备，导致当期利润下滑较多，而完成销售以后，这部分隐藏的利润则将在之后显现出来。若公司对于存货可变现净值的判定较为宽松，高估了存货的可变净现值，那么当期利润波动较小，而完成销售以后，这部分隐藏的亏损则将在之后显现出来。最后，若房地产市场回暖，房价上升，则转回的存货减值准备会大幅增厚当期利润。

图6 近10年部分重点房企存货跌价准备余额（亿元）



资料来源：公司年报、华西证券研究所

其次，存货跌价准备考虑了价值下跌的存货项目，而对价值上升的存货项目依然按成本计量，无法确认这部分收益。因此，对于业务布局较为集中，且布局的区域房价有所下跌的房企，存货跌价准备较好的反映了房企因此受到的损失。然而对于业务布局相对全面的房企，在市场冷热不均时，财务报表中对存货的价值衡量只考虑了房价下跌的地区，而未考虑房价上涨地区的存货可能的收益，则会夸大公司的当期实际损失。近几年随着房地产行业集中度逐步提升，头部房企布局均有所扩大，存货跌价准备的存在很可能夸大了公司的当期实际损失。

2.3.4. 利息资本化

利息资本化指房地产开发企业将可直接归属符合资本化条件的购建或者生产的借款费用，予以资本化并计入相关资产的成本，其他借款费用均于发生当期确认为财务费用。房企会在财务报表附注的存货部分对利息资本化的情况进行披露。当年计入存货的资本化利息总额为当年所有进入存货的资本化利息的总额，资本化利息净额则为资本利息总额减去专门借款产生的阶段性收益。利息资本化比例为资本化利息金额和当年发生的利息总额的比值，资本化率则为资本化借款的成本。

利息资本化的存在，使房地产企业对存货科目具有一定的调节空间。房地产企业通常高负债率经营，资金成本也是房地产企业重要的经营成本之一。若房地产企业将较多的当期利息支出资本化，则这部分费用支出在当期计入了存货中。这样房地产开发企业的当期财务费用率较低，而当该项目进入结算期时，该项目结算的毛利率水平将较低，从而削弱了房企远期业绩盈利情况。若房地产企业将较少的当期利息支出资本化，那么当期的财务费用率将较高，而远期的结算毛利率水平将较高，从而提升了房企远期业绩盈利情况。不过总的来说，资本化的处理是会计上的调节，而对企业实际经营情况不存在影响。

此外，利息资本化也需要遵守相关会计准则规定，若项目已达到使用状态，则之后产生的利息费用不能资本化；其次，若购入土地后未开工建设，没有发生为改变资产形态而进行的实质建造活动，则利息费用也不能进行资本化；最后若借款非地产业务借款，则这部分利息支出不能资本化。

表 14 部分房企 2019 年年报存货科目中对资本化处理的提法

公司名称	2019 年年报存货科目中对资本化处理的提法
万科 A	本集团存货余额中含有借款费用资本化的金额为 163.00 亿元；本集团本期间用于确定借款利息费用的资本化率为 5.01%
保利地产	存货资本化余额为 122.68 亿元
招商蛇口	存货年末余额中含有借款费用资本化金额为 101.34 亿元；本年用于确定借款利息费用的资本化率为 4.92%
新城控股	2019 年度计入存货成本的资本化借款费用为 40.32 亿元；2019 年度用于确定借款费用资本化金额的资本化率分别为年利率 6.73%
华夏幸福	2019 年 12 月 31 日存货期末余额中含有借款费用资本化金额为 226.05 亿元
绿地控股	存货期末余额中含有借款费用资本化金额为 362.66 亿元
金地集团	存货年末余额含有借款费用资本化金额为 20.49 亿元，资本化率为 5.04%
华侨城 A	2019 年度用于确认借款利息费用的资本化率为 5.56%
金科股份	2019 年度存货期末余额中含有借款费用资本化金额为 137.08 亿元；2019 年度用于确定借款费用资本化金额的资本化率为 7.76%
荣盛发展	计入期末存货余额的借款费用资本化金额为 111.86 亿元
中南建设	期末存货余额中含有借款费用资本化金额为 122.81 亿元。本期计入存货的借款费用资本化金额为 58.73 亿元，本期资本化率为 9.45%
阳光城	于 2019 年 12 月 31 日，公司存货开发成本期末余额中含有借款费用资本化的金额为 217.90 亿元
大悦城	本年度借款利息费用的资本化率为 6.32%
蓝光发展	本年度计入存货成本的借款费用金额为 47.40 亿元
首开股份	存货中当期借款费用资本化金额为 40.37 亿元

资料来源：公司年报，华西证券研究所

3. 投资性房地产：计量模式不同导致不可比

3.1. 投资性房地产的定义

投资性房地产是指公司持有的为赚取租金或资本增值，或两者兼有的房地产（包括正在建造或开发过程中将用于出租的建筑物）。需要注意的是，房地产开发企业用于自用的物业，应计入固定资产。对于房企而言，用于赚取租金的自持商场和办公楼应计入投资性房地产科目，而自己经营的酒店则应计入固定资产科目，若房企将酒店出租给酒店管理公司来经营，自己收取固定租金不承担风险，则计入投资性房地产。

表 15 房地产开发企业投资性房地产分类及含义

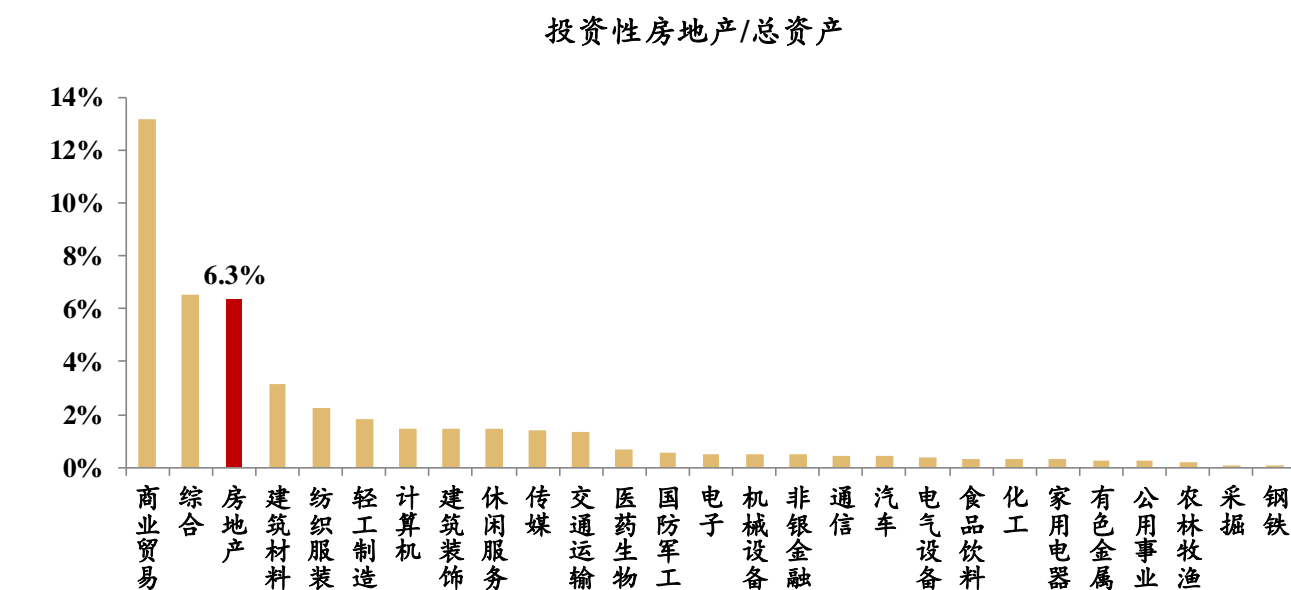
类别	含义
已出租的土地使用权	指企业通过出让或转让方式取得的、以经营租赁方式出租的土地使用权
持有并准备增值后转让的土地使用权	指企业通过出让或转让方式取得并准备增值后转让的土地使用权
已出租的建筑物	指企业拥有产权并以经营租赁方式出租的房屋等建筑物

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

3.2. 投资性房地产的规模

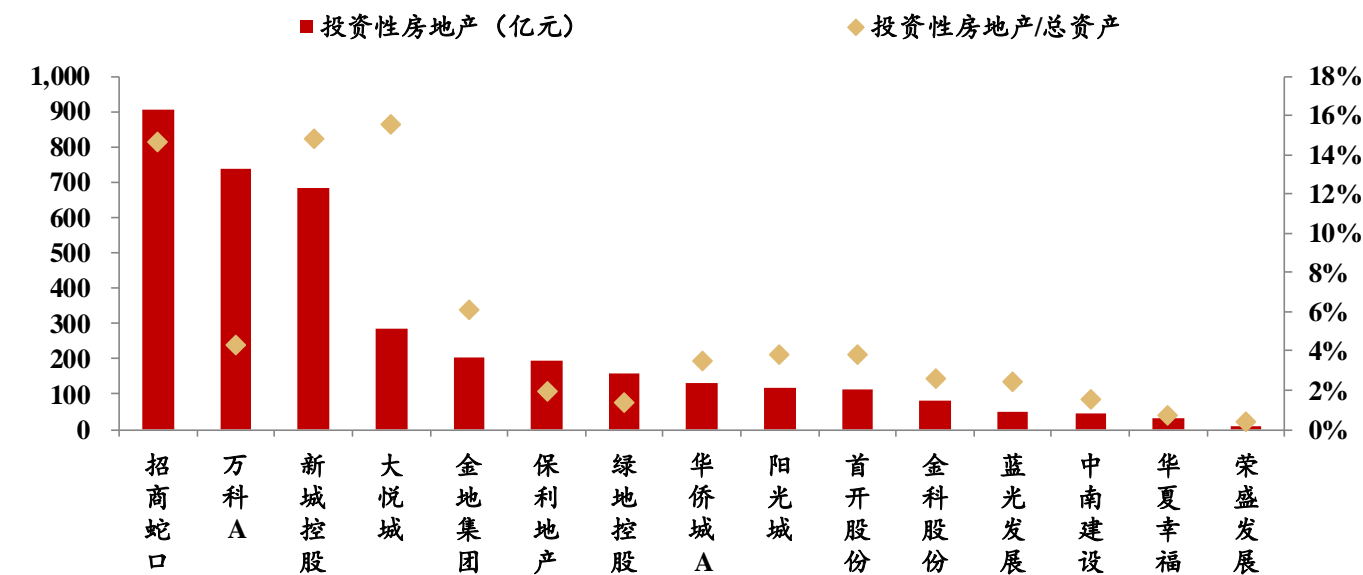
目前我国商办物业出租回报率较低，房地产开发企业大多数以销售型物业为主，持有型物业较少。根据 2019 年年末数据，申万房地产板块投资性房地产为 7593 亿元，占总资产的比例为 6.3%，略高于其他行业但占比仍较低。从重点房企来看，大多数房企投资性房地产占比在 5% 以下，而商业地产和办公楼业务占比较高的大悦城、新城控股和招商蛇口投资性房地产占比分别为 15.5%、14.8%、14.6%。

图 7 2019 年末不同行业投资性房地产规模占总资产比例



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 8 2019 年部分重点房企投资性房地产规模及占总资产比例



资料来源：公司年报、华西证券研究所

3.3. 投资性房地产科目阅读要点

3.3.1. 投资性房地产的计量模式

投资性房地产的计量模式有成本模式和公允价值模式，目前多数房地产开发企业采用成本模式。我国房地产物业的价值在过去较长的时间里整体呈上升趋势，投资性房地产的公允价值多数在不断提升，尤其是对于一二线城市核心地段的物业。因此，当房地产开发企业对投资性房地产采取成本模式时，投资性房地产的账面价值通常远低于其实际公允价值，这部分就成为了房企的隐藏资产。对于投资性房地产占比较高的房地产开发企业，我们评价其杠杆率水平或者用 PB 估值法进行估值时，需要关注其由于投资性房地产计量模式的不同带来的资产账面值的不可比，而应该对公司投资性房地产的账面值进行相应的调整。

表 16 2019 年部分重点房企投资性房地产计量模式

公司名称	投资性房地产（亿元）	投资性房地产计量模式
招商蛇口	904	成本模式
万科 A	736	成本模式
新城控股	682	公允价值模式
大悦城	356	成本模式
金地集团	204	公允价值模式
保利地产	195	成本模式
绿地控股	179	成本模式
华侨城 A	156	成本模式
首开股份	114	成本模式
阳光城	86	公允价值模式
金科股份	83	公允价值模式
蓝光发展	48	公允价值模式
中南建设	44	公允价值模式
华夏幸福	33	公允价值模式
荣盛发展	9	成本模式

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3.2. 投资性房地产的公允价值变动

当房地产开发企业采取公允价值模式对投资性房地产进行计量时，其公允价值变动将计入非经常性损益，从而影响公司的利润水平。以新城控股为例，其 2019 年投资性房地产公允价值变动收益 25.50 亿元，占公司当年净利润的 19.1%，对盈利情况影响较大。因此，以公允价值计量的投资性房地产若其估值与实际价值相差较大，则可能虚增利润或削弱利润。

对于投资性房地产公允价值的确定，以新城控股为例，其投资性房地产采取投资法进行估值，使用的主要参数包括实际租金、预计租金、租期收益率、复归收益率、开发利润率、投资性房地产项目尚未投入的开发成本等。在判断公司投资性房地产公允价值变动是否合理时，我们需要综合考虑其所持有的物业所处区位、租金收入情况、空置率水平、物业运营情况等。对于以成本模式计量的投资性房地产，其增值带来的利润并没有消失，只是其释放相对较晚。

表 17 2019 年新城控股房地产出租情况（节选）

地区	项目	总建筑面积 (平方米)	可供出租面 积 (平方 米)	出租率 (%)	出租房地产 的建筑面积 (平方米)	出租房地产 的租金收入 (万元)	租金收入/ 房地产公允 价值(%)
常州	武进吾悦广场	142,226	99,338	99.18	98,518	20,726	12.19
常州	吾悦国际广场	102,367	62,438	99.09	61,867	15,336	8.39
上海	青浦吾悦广场	86,349	58,679	94.39	55,386	13,921	10.61
苏州	吴江吾悦广场	110,834	61,995	98.86	61,291	7,724	9.81
张家港	张家港吾悦广场	108,517	60,844	99.03	60,257	7,979	7.76
丹阳	丹阳吾悦广场	103,919	67,771	99.55	67,465	10,161	10.53
海口	海口吾悦广场	112,649	65,849	100	65,849	11,666	10.15
南昌	南昌吾悦广场	89,685	61,031	99.02	60,434	7,744	7.88
金坛	金坛吾悦广场	87,225	61,769	99.24	61,299	9,378	13.3
安庆	安庆吾悦广场	99,940	65,784	99.57	65,501	7,899	10.08
成都	成都吾悦广场	78,315	51,488	100	51,488	9,197	16.48
桐乡	桐乡吾悦广场	86,046	54,656	100	54,656	10,561	16.12
衢州	衢州吾悦广场	86,983	56,200	100	56,200	7,952	12.48
长春	长春吾悦广场	130,715	69,094	99.45	68,713	9,489	10

资料来源：公司年报，华西证券研究所

在计算房地产企业 PE 估值时，由于公允价值变动会影响公司当期利润，所以也需要考虑公允价值变动对收益带来的影响。我们在研究公司业绩时，投资性房地产的公允价值变动反映了房价的变化。这部分收益不能给公司直接带来现金的流入，但我们需要承认持有物业升值带来的好处，其所带来的收益应该考虑在内。同时，对于以成本模式对投资性房地产进行计量的房地产公司，其持有的投资性房地产物业的增值未计算在收益中，则应该酌情给予更高的 PE。

3.3.3. 存货转为投资性房地产的会计处理

当房地产企业将存货转换为以公允价值计量的投资性房地产时，我们需要对其会计处理方法有所了解。由于存货按照成本与可变现净值孰低计量，所以通常转换时存货的账面价值低于该物业的公允价值，这部分差额将计入资本公积，以避免企业通过物业的转换来对利润进行操作。而若出现转换时该物业的公允价值低于存货的账面价值，则应确认减值损失，将其计入当期损益。

4. 其他应收款：部分反映房企合作开发规模的大小

4.1. 其他应收款的定义

其他应收款是指企业除应收票据、应收账款、预付账款、应收股利、应收利息、长期应收款等以外的其他各种应收、暂付及代垫款项。对于房地产开发企业而言，其他应收款主要包括土地及其他保证金、应收联营/合营企业款和合作方经营往来款。

土地及其他保证金是房企在参与土地招拍挂时，需要在资格审查阶段缴纳投标保证金，这部分保证金就计入了其他应收款中。一般情况下，投标保证金不低于标的金额的 20%，各地政府会根据房地产行业调控情况调整保证金缴纳比例。若招投标成功摘牌，则这部分竞拍保证金会视作土地使用权出让金的一部分。若招投标未成功摘牌，则这部分保证金会被退回。

同时，近些年房企共同拿地、合作开发的情况越来越普遍，导致其他应收款中的应收联营/合营企业款和合作方经营往来款占比提升。在房企合作开发时，通常会依照“同股同投（资金）、同股同调（资金）”的公平对等原则处理合作过程中的资金投入和调用问题。在合作开发早期，房企在向共同设立的项目公司投入股权资金的同时也会投入一定的债权资金。若该房企作为子公司的参股方，该项目子公司不并入报表，则对子公司的债权资金投入就构成了其他应收款的应收联营/合营企业款。在合作开发中后期，房企共同设立的项目子公司收到了较多的销售回款后，项目子公司在满足日常经营所需之外会存在较多富余资金，此时合作各方房企享有按出资比例同等条件调用这部分富余资金的权利。若该房企作为子公司的控股方，该项目子公司并入财务报表，则子公司的其余合作方按其出资比例调用项目子公司富余资金将构成其他应收款的合作方经营往来款。

此外，其他应收款还包括物业维修金、保修金、应收利息、应收股利等，但对于房地产开发商而言这部分其他应收款占比通常很小。

表 18 房地产公司其他应收款的主要种类及含义

主要种类	含义
土地及其他保证金	主要是在土地招标过程中支付土地出让投标保证金
应收联营/合营企业款	主要是与不合并报表的参股子公司之间的往来款
合作方经营往来款	主要是与合并报表的非全资控股子公司的合作方之间的往来款

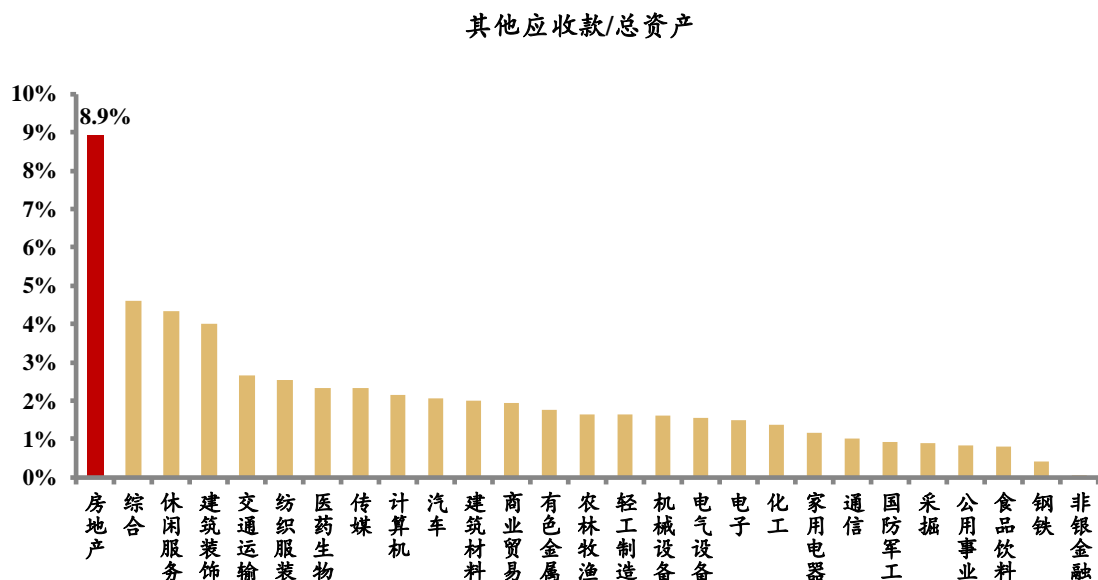
资料来源：公开资料整理、华西证券研究所

4.2. 其他应收款的规模

由于土地竞拍保证金数额通常较大和房企合作开发的情况越来越普遍，房企其他应收款规模较大。根据 2019 年年末数据，申万房地产板块其他应收款为 10698 亿元，占总资产的比例为 8.9%，高于其他行业。从重点房企来看，15 家重点房企其他应收款占总资产的比例为 11.1%，高于申万地产板块占比。其中金地集团、首开股份和万科 A 其他应收款占总资产比例为 23.2%、14.5%和 13.6%，远高于平均水平。我们认为重点房企其他应收款占比较高是由于相较于中小型房企，重点房企通常布局更趋均衡，所进入城市较多，而中小型房企通常深耕局部区域。在进入新城市时，房企通常会与

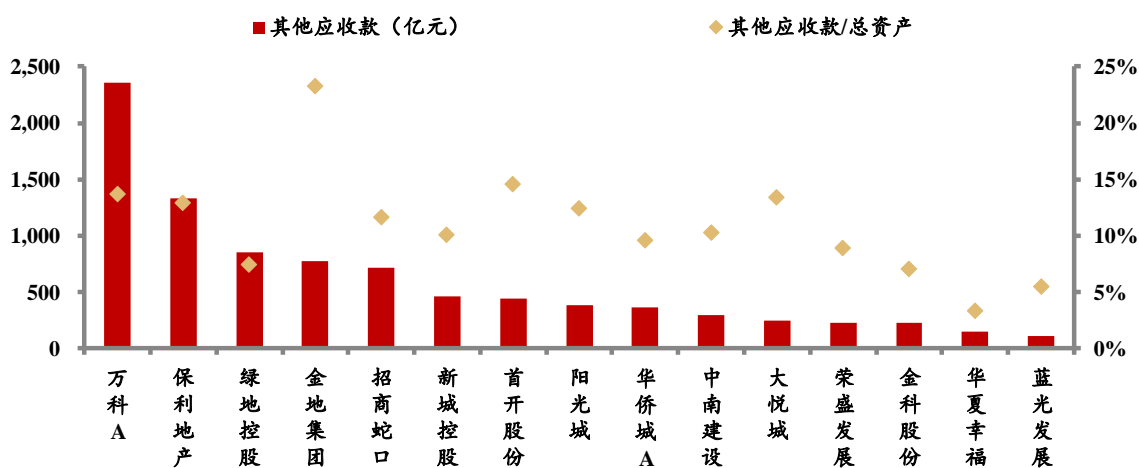
当地龙头房企进行合作，共同开发，来减少进入新城市的市场风险。重点房企需进入的新城市较多，从而导致其合作开发比例更高，其他应收款的占比也因此高于板块均值。

图 9 2019 年末不同行业其他应收款占总资产比例



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 10 2019 年部分重点房企其他应收款规模及占总资产比例



资料来源：公司年报、华西证券研究所

4.3. 其他应收款科目阅读要点

4.3.1. 其他应收款不同构成及占比

对于房地产开发企业其他应收款科目的阅读，我们主要关注其他应收款/总资产的比值来判断房企合作开发规模的大小。但由于土地保证金也属于其他应收款的重要来源，所以在用其他应收款/总资产指标来判断房企合作开发规模时，我们应该剔除土地保证金，只考虑合作方往来款项和应收联营/合营企业的款项，这样得到的数据更真实反映合作开发规模的大小。其次，若应收联营/合营企业的款项占比较高，则公司可能主要以参股的方式进行合作开发，对于项目的实际影响力较低。

从重点房企来看，在保证金组合方面，荣盛发展、华夏幸福占比超过 40%；在合作方往来款项方面，蓝光发展、招商蛇口占比超过 40%；在应收联营/合营企业的款项方面，华侨城 A、中南建设、保利地产及绿地控股占比超过 50%。

表 19 2019 年部分重点房企其他应收款构成占比

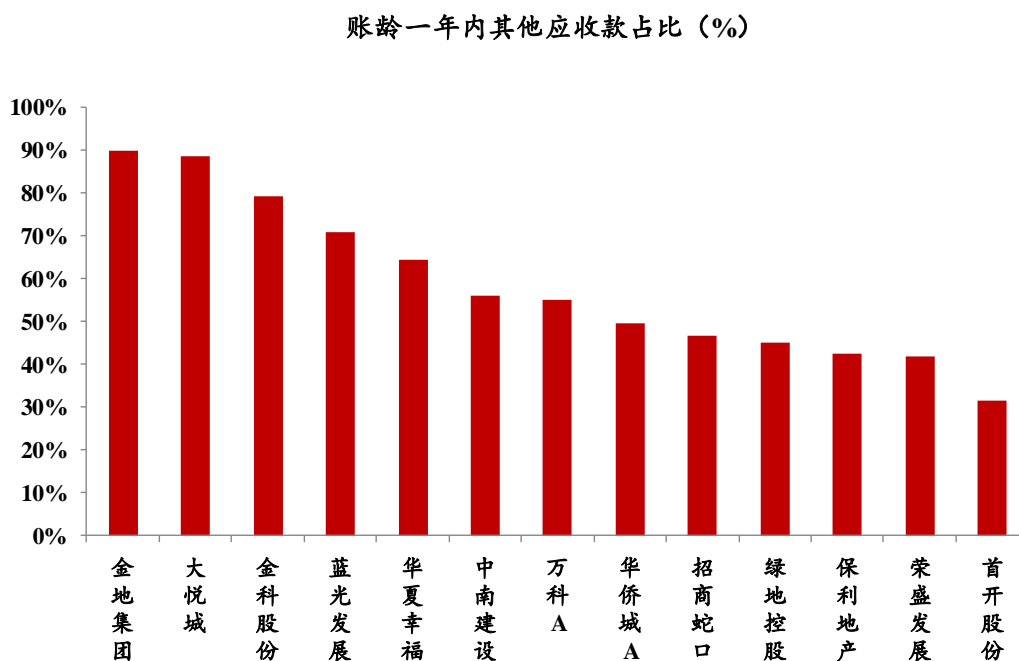
证券简称	保证金组合占比 (%)	合作方往来款项占比 (%)	应收联营/合营企业的款项占比 (%)	其他占比 (%)
万科 A	11.1%	38.4%	48.3%	2.3%
保利地产	2.8%	38.4%	58.8%	0.0%
绿地控股	25.0%	23.8%	51.3%	0.0%
金地集团	7.9%	89.5%		2.6%
招商蛇口	4.8%	45.8%	46.1%	3.3%
新城控股	6.4%	35.2%	47.6%	10.8%
首开股份	3.2%	96.0%		0.8%
阳光城	13.3%	20.9%	48.2%	17.6%
华侨城 A	21.1%	7.3%	68.1%	3.4%
中南建设	9.9%	10.6%	63.3%	16.3%
大悦城	2.8%	97.3%		1.0%
荣盛发展	50.5%	39.9%	0.0%	9.5%
金科股份	25.1%	35.1%	31.5%	8.3%
华夏幸福	40.4%	35.0%		24.6%
蓝光发展	3.4%	69.8%	12.4%	14.4%

资料来源：公司年报、华西证券研究所

4.3.2. 其他应收款的账龄

我们可以从财务报表附注中了解到其他应收款的账龄结构，账龄在1年以内的其他应收款的相对规模越大，则表明企业对于其他应收款的回收能力越强。从重点房企其他应收款1年以内（含1年）余额占比来看，金地集团、大悦城和金科股份占比分别为89.8%、88.6%和79.1%，高于其他房企。

图 11 部分重点房企其他应收款账龄1年以内（含1年）余额占比



资料来源：WIND、华西证券研究所

5. 投资建议

行业方面，政策面依旧延续“因城施策”和“稳房价、稳地价、稳预期”的指导方针，房地产行业将保持平稳发展态势。房企方面，随着疫情基本得到控制，销售正稳步恢复中，并且在货币及财政政策更为积极的情况下，房企的融资环境有望持续改善。当前，板块估值仍处历史低位，值得重点关注，推荐业绩确定性强的龙头房企万科A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、招商蛇口、蓝光发展、荣盛发展、华夏幸福，以及现金流稳定的物管公司新大正等。相关受益标的有融创中国、中国恒大、龙湖集团、旭辉集团、保利物业、招商积余等。

6. 风险提示

房地产调控政策的不确定性，销售不及预期。

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。