

楼市起伏难预测，有钱才是硬道理

——房企财务系列之现金分析

文/克而瑞研究中心 房玲、俞倩倩、易天宇

2016 年行业“先扬后抑”，前三季度“繁荣、火热”，四季度“调控回落”，企业整体销售业绩普遍大幅增长。与此同时，融资环境较为宽松，房企融资规模大幅增长。双重影响下，企业拿地热情高涨，土地市场地王频出。销售、融资、投资都热火朝天的情况下，2016 年底企业持有现金到底发生怎样的变化呢？面对 2017 年变化的行业环境，哪些企业有足够的现金能够更加从容应对甚至更进一步呢？为此，我们在销售 TOP100 房企中选取了 55 家典型上市房企¹进行深入分析。

一、2016 年房企持有现金增加五成，90%的房企现金增加

1、销售大涨、融资宽松，房企现金平均增长五成

表：2016 年 55 家房企持有现金 TOP20（单位：亿元）

企业	2016 年现金	2015 年现金	同比
中国恒大	3043	1640	86%
中海地产	1399	1093	28%
碧桂园	965	479	102%
万科地产	870	532	64%
融创中国	698	271	158%
保利地产	470	375	25%
华润置地	460	213	116%
富力地产	456	406	12%
招商蛇口	455	368	24%
华夏幸福	415	419	-1%
九龙仓	329	209	57%
金隅股份	280	184	52%
合景泰富	269	126	114%
首开股份	269	196	37%
绿城中国	250	182	37%
远洋地产	223	237	-6%
雅居乐	223	131	70%
世茂房地产	222	264	-16%
越秀地产	220	152	45%
金地集团	216	150	44%

注：港币统一以 0.89 进行换算数据来源：企业年报、CRIC

¹55 家典型上市房企主要指：中国恒大、中海地产、碧桂园、万科地产、融创中国、保利地产、华润置地、富力地产、招商蛇口、华夏幸福、九龙仓、金隅股份、合景泰富、首开股份、绿城中国、远洋地产、雅居乐、世茂房地产、越秀地产、金地集团、旭辉集团、中国金茂、荣盛发展、阳光城、保利置业、仁恒置地、首创置业、金科集团、禹洲集团、龙湖地产、融信中国、华发股份、龙光集团、新城控股、中粮地产、金融街、时代地产、瑞安房地产、建业地产、中国奥园、建发房产、景瑞地产、宝龙地产、北京城建、滨江集团、中骏置业、信达地产、路劲基建、北辰实业、当代置业、合生创展、五矿地产、朗诗集团、中航地产、苏州高新

2016 年，55 家典型上市房企的在手现金为 15967 亿元，同比增长 49%。其中现金同比增长的企业达 48 家，占到了总数的 87%；**有 9 家企业涨幅在 100%以上，还有 20 家企业涨幅超过 50%。**只有 7 家企业持有现金出现减少，占到了总数的 13%。

如果说 2014 年整体市场低迷，融资活动是企业维持现金增加的主要原因，2015 年整体市场回暖，经营性现金流的反转则为企业持有现金的增加带来了双轮驱动。**2016 年前三季度，市场持续升温，全年企业销售普遍大增，销售回款也不断增加，加上持续宽松的融资环境，最终导致了企业持有现金的进一步增加。**

2、恒大现金超三千亿成最大金主，世茂、龙湖等企业现金持有缩水

具体到单个企业来看，以融信中国、融创中国、滨江集团为代表的企业，在手现金的增幅都超出了 150%。中小企业中如路劲基建、朗诗集团等，现金规模比不上行业龙头企业，增幅相对较高。其中，**融信中国以 320%的增幅排名第一。**富力、碧桂园等大型房企增幅也颇为可观。

现金净增加方面，中国恒大、碧桂园、融创中国都超过了 400 亿元，其中最令人瞩目的要数恒大。**2016 年中国恒大现金净增加高达 1403 亿元，成为唯一一家持现金净增加超过千亿的房企，且比第二名远远高出了 189%；2016 年末中国恒大持有现金总量突破 3000 亿元，高达 3043 亿元，比第二名中海超出了近 118%。**此外万科、中海、保利等大型房企现金净增加也不少，但由于现金基数较大，涨幅并未进入前十，这也是企业规模多决定的。

虽然大多数房企现金总量均有了不同程度的增加，但仍有少数房企的现金量出现了显著下降。**其中降幅最大的为五矿地产，同比下降高达 48%。**此外**世茂房地产现金降幅也较高，为 16%，现金净流出方面为 42 亿元，排名第二。**此外 2016 年龙湖地产与华润置地的现金持有都有略微下滑，其中龙湖下降 4%至 174 亿元；华润略微下滑 0.8%至 415 亿元。

表：2016 现金同比增幅 TOP10 (亿元)

排名	企业	2016 年现金	同比
1	融信中国	161	320%
2	景瑞地产	107	191%
3	融创中国	698	158%
4	滨江集团	90	151%
5	路劲基建	73	148%
6	富力地产	460	116%
7	朗诗集团	30	114%
8	合景泰富	269	114%
9	碧桂园	965	102%
10	当代置业	68	89%

表：2016 现金净流入 TOP10 (亿元)

排名	企业	现金净增加
1	中国恒大	1403
2	碧桂园	486
3	融创中国	428
4	万科地产	339
5	中海地产	306
6	富力地产	247
7	合景泰富	143
8	融信中国	123
9	九龙仓	120
10	金隅股份	96

数据来源：企业年报、CRIC

表：2016 现金同比下降的企业 (亿元)

排名	企业	2016 现金	同比
1	五矿地产	50	-48%
2	苏州高新	13	-28%
3	世茂房地产	222	-16%
4	首创置业	179	-11%
5	远洋地产	223	-6%
6	龙湖地产	174	-4%
7	华润置地	415	-1%

表：2016 现金净流出企业 (亿元)

排名	企业	现金净增加
1	五矿地产	-47
2	世茂房地产	-42
3	首创置业	-22
4	远洋地产	-14
5	龙湖地产	-8
6	苏州高新	-5
7	华润置地	-3

数据来源：企业年报、CRIC

二、融资拉动恒大、融创等现金增加，回款为滨江、华发等提供保障

2016 年企业现金普遍都有较大的增加，影响企业现金变动的最主要因素可以说是企业的销售回款、投资开发力度以及融资偿债规模。2016 年很多企业销售大幅增长，但同时为了保持规模持续加速扩张，投资开发的力度也很大，因此通过大举融资增加现金持有量，以备战未来，如中国恒大、融创中国等。此外还有一部分企业于去年融资不多，投资开发相对谨慎，受市场较好原因导致销售回款增加，从而增加了现金持有量，如雅居乐、华发股份、滨江集团等企业。

1、恒大、融创等企业快速扩张，大规模融资备战未来

中国恒大、融创中国等企业 2016 年持有现金增加明显，根本原因都在于融资较多，2016 年总有息负债增长明显。这些企业都是处于大举扩张期的企业，企业销售规模增长明显，投资开发资金需求强烈，销

售回款往往不足以支撑企业的投资开发需求，而企业则通过融资来拉动现金流，抓紧时机囤积资金，为企业未来的后续再扩张开发奠定资金基础。

表：2016 年投资开发力度较大的企业现金流（亿元）指标

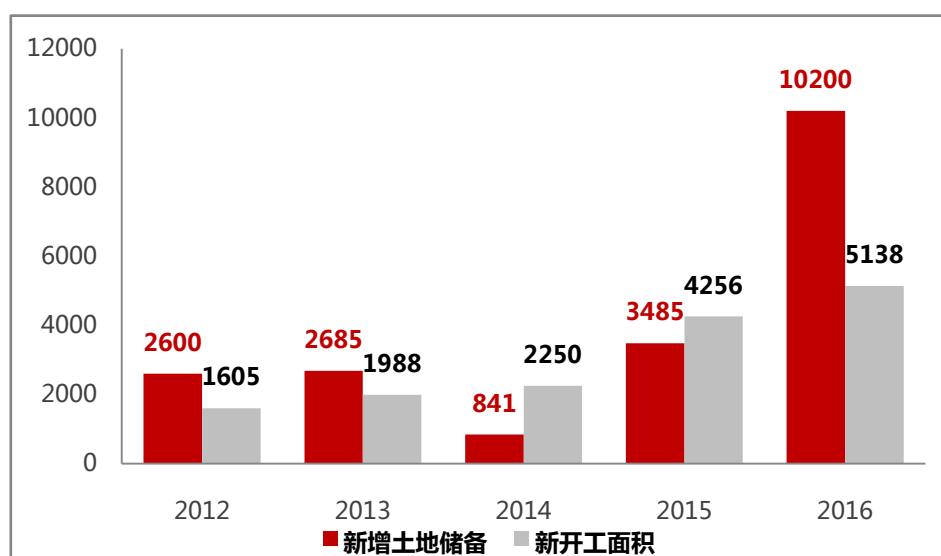
企业	2016 年 现金净增加	2016 年 销售回款	2016 年 投资开发	投资开发/ 销售回款	2016 年 净借贷增加
中国恒大	1403	3158	4269	1.35	2382
碧桂园	486	2441	1989	0.81	465
融创中国	428	556	1112	2.00	710
富力地产	247	506	416	0.82	384
融信中国	123	220	236	1.07	230
金科集团	83	299	248	0.83	56
当代置业	32	109	145	1.33	48

数据来源：企业年报、CRIC

注：销售回款和投资开发均为 CRIC 测算预估；
表格中净借贷变化一律不考虑永久资本证券

以中国恒大为例，近年来恒大的销售规模持续快速增长，2016 年更是问鼎了年度房企销售流量榜及权益榜，实现合约销售金额 3734 亿元，同比增长近 85%。销售增长的背后，是土地储备和在建规模的不断壮大。恒大近年来拿地一直较多，除 2014 年外，2012 年以来的每年的拿地量均在 2600 万平方米以上，2016 年更是新增土地储备 1.02 亿平方米，同比大幅增长 193%。截至 2016 年，恒大项目总数达到了 582 个，总土地储备约为 2.29 亿平方米。此外，2016 年恒大新开工面积为 5138 万平方米，同比上升 21%；年底在建工程面积 8037 万平方米，同比上涨 37%。随着拿地以及开发面积的大幅增长，恒大不仅需要支付更多的地价及建筑成本，所带来的土地增值税及利息等都是不小的开支。2016 年恒大的销售回款虽然达到了 3158 亿元，但企业投资开发却达到了 4269 亿，远远超出了销售回款。

图：2012-2016 年恒大地产新增土储及新开工面积（万平方米）



数据来源：企业年报、CRIC

为了能够在快速扩大规模的同时保障资金供应，恒大通过大量融资发债推动扩张发展。有息负债规模（不含永续债）从 2015 年末的 2969 亿元，增加到 2016 年末的 5351 亿元，同比增长了 80%。此外，永续债方面，恒大地产相比 2015 年增长了 49%，达到了 1129 亿元。2016 年恒大地产通过各种渠道大量融资，这也成为了恒大在 2016 年现金大幅增长的主要因素。值得注意的是，恒大地产还于 2017 年 3 月连续发行了三期优先票据，换算后相当于人民币约 173 亿元，可见恒大仍在积极囤积资金。对于拥有如此庞大资金的恒大而言，2017 年无疑将会继续加快自身发展速度，增加更多优质土地储备，从而促进企业销售的快速增长，为 4500 亿的销售目标奋力一搏。

表：2016 年至今恒大地产部分融资情况（单位：亿元）

类型	时间	规模	年限	利率
公募债券	2016 年 1 月	100	4	6.98%
私募票据	2016 年 1 月	28	3	7.80%
优先票据	2016 年 1 月	21	3	8.00%
私募债券	2016 年 8 月	42	2	6.80%
优先票据	2017 年 3 月	35	4	7.00%
优先票据	2017 年 3 月	69	6	8.25%
优先票据	2017 年 3 月	69	8	9.50%
合计	/	364	/	/

数据来源：企业年报、CRIC

注：私募债券及优先票据为美元债券，美元统一以 6.94 进行换算

2、华发、滨江等受益于市场较热，销售回款增加为主因

雅居乐、华发股份、滨江集团等为代表的企业，2016 年销售回款的大幅增加，是企业现金增加的主要原因。这些企业 2016 年在资本市场表现平平，投资力度一般，但是 2016 年受益于上半年部分城市市场火热，销售回款显著增加。

表：2016 年投资开发及融资力度较大的企业现金流（亿元）指标

企业	2016 年 现金净增加	2016 年 销售回款	2016 年 投资开发	投资开发/ 销售回款	2016 年 净借贷增加
雅居乐	92	483	236	0.49	40
景瑞地产	70	148	99	0.67	29
华发股份	69	288	195	0.68	-7
新城控股	60	410	265	0.65	82
滨江集团	54	213	103	0.48	8
路劲基建	44	184	130	0.71	37

数据来源：企业年报、CRIC

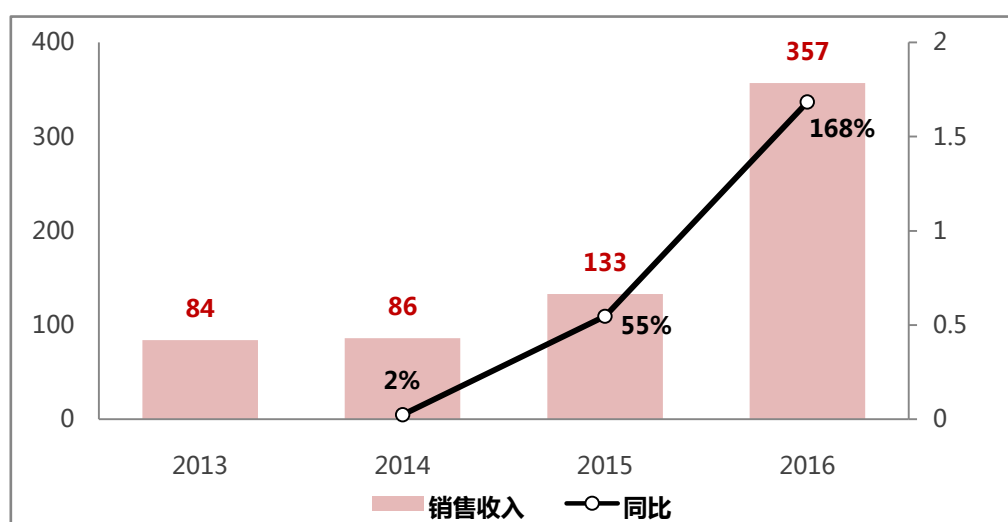
注：销售回款和投资开发均为 CRIC 测算预估；
表格中净借贷变化一律不考虑永久资本证券

滨江集团 2016 年受杭州等地市场利好影响，销售收入大幅增加，销售金额达到 367 亿元（含协议金

额), 同比增长 57%, 首次冲破了 300 亿的大关。而在拿地方面, 2016 年滨江集团拿地建筑面积为 161 万平米, 同比增长了 54%, 且大部分项目都为合作项目, 据测算 2016 年投资开发仅占销售回款的一半, 这也与滨江目前走轻资产发展道路有关。此外值得注意的是, 滨江还于 2016 年通过非公开发行股票募集资金 27 亿元, 这也造成了其持有现金的增加, 因此 2016 年滨江集团在融资方面力度不大, 总有息负债规模基本没变。

此外, 华发股份于近年来销售也有较高增长, 近两年受益于珠三角市场的火热, 华发的销售收入出现了大幅提高, 尤其是 2016 年, 实现销售金额 357 亿元, 同比增长近 169%。而拿地方面, 华发 2016 年新增土地 70 万平方米, 相比 2015 年的 97 万平米(权益面积)反而下降了 28%, 2016 年新开工面积 235 万平方米, 同比增长也仅有 7%, 投资开发力度并不大。融资方面, 2016 年华发仅发行了 70 亿的公司债, 此外还偿还了一笔短期负债, 有息短债从 2015 年的 92 亿元骤降 68%至 2016 年的 29 亿元, 这也就造成了总有息负债的减少。可以说华发在改善财务结构的同时, 销售回款大幅增加使得企业的现金持有也水涨船高。

图：2013-2016 年华发股份销售收入及同比（单位：亿元）



数据来源：企业年报、CRIC

三、世茂、龙湖等企业发展稳健，持有现金略有减少

虽然大多数房企 2016 年现金持有量增加, 但仍有少数房企的现金量出现了下降的情况, 但下降幅度并不大。部分企业现金下降主要是因为企业 2016 年将资金偿还银行借贷、票据债券等等, 总有息负债减少, 改善财务结构, 比如远洋地产、世茂等。部分企业是因为投资开发力度相对较大, 但是为了保持财务的稳健融资力度相对较小, 如龙湖、华润等。

表：2016 年现金持有减少企业现金流（亿元）指标

企业	2016 年 现金净增加	2016 年 销售回款	2016 年 投资开发	投资开发/ 销售回款	2016 年净 借贷增加
五矿地产	-47	118	67	0.57	-9
世茂房地产	-42	573	444	0.77	-29
首创置业	-22	228	230	1.01	80
远洋地产	-14	303	288	0.95	-81
龙湖地产	-8	622	573	0.92	56
苏州高新	-5	50	5	0.10	-21
华润置地	-3	962	689	0.72	24

数据来源：企业年报、CRIC

注：销售回款和投资开发均为 CRIC 测算预估；
表格中净借贷变化一律不考虑永久资本证券

以龙湖地产为例，龙湖一直以稳健著称，历年负债率一直维持在较低水平，2016 年龙湖负债率为 53.94%，相比 2015 年又下降了 0.66 个百分点。此外 2016 年龙湖的综合融资成本为 4.92%，相比 2015 年的 5.74%又下降了 0.82 个百分点，处于民营企业的最低行列。为了维持财务的持续稳健，龙湖一直较为关注负债规模的控制，2016 年龙湖共发行了 118 亿元的公司债，发债规模不大。**与此同时龙湖还于 2016 年 11 月 25 日赎回了所有利率为 6.875%的 2019 年到期的优先票据，赎回价约 4.16 亿多美元，这也造成了 2016 年龙湖的净有息负债仅增加了 56 亿元。**

虽然 2016 年龙湖的销售收入有着较好增长，2016 年龙湖的合约销售金额为 881 亿元，同比增长 62%，但投资开发力度也不小，约占销售回款的九成。此外，龙湖同时坚持将每年销售回款的 10%的资金投资于商业地产开发，以实现未来长期稳定的现金流。这就造成了一定的沉淀资金，这也从另一方面造成了企业现金流的减少。

综合来看，2016 大部分房企的持有现金都有不同程度的增长，这主要依赖于 2016 年整体市场环境较热，企业销售回款增加所致；此外部分企业为了实现规模的快速增长，通过融资来拉动现金流，以实现未来的后续再扩张。**具体从企业来看，中国恒大、中海地产、融创中国等企业拥有现金较多，预计 2017 年将会进一步增加拿地或并购，加大房地产开发投资力度，维持销售规模增长的需要。而相对部分现金持有负增长的企业也应积极通过融资手段，推动销售的进一步扩张。**