

所属行业 **房地产**  
发布时间 **2019年9月17日**

## 2019 房企半年报综述

### 谁无暴风劲雨时, 守得云开见月明

#### 核心观点:

#### 一、销售放缓, 但全年目标完成压力不大

2019年, 行业销售增速全面放缓。主要表现在, 一是行业门槛值和集中度提升的放缓; 二是企业销售增速的放缓; 三是去化率的下行; 四是销售目标增速的放缓。在行业全面放缓的背景下, 企业通过加大推盘来保证销售业绩目标的完成, 并且对企业经营性现金流提供有效的补充。此外, 对于2019年销售放缓市场早有预期, 2019年初, 主流房企均调低销售目标。因此, 2019年, YH50房企销售目标完成压力不大。

#### 二、投资目标清晰, 保持稳健审慎态度

对房企而言, 融资收紧一定程度上抑制了房企招拍挂拿地的动力。当前, 企业已经结束借助杠杆将风险转移至外部的发展期, 拿地更依赖内生性的销售回款。

我们认为, 企业当下投资拿地更注重两方面: 第一, 怎么能拿到地? 高效回款使公司拥有拿地的底气。另外, 积极开拓拿地方式, 利用旧改、城市更新等一二级联动形式获取土地逐渐成为趋势, 但要注意避坑。第二, 怎么保障利润? 上设顶, 下筑底模式下, 房企在把握投资机会的同时, 更注重土地的利润空间, 重视拿地质量。另外, 提高产品品质等软实力成为房企的关注领域。

#### 三、净负债率略有上行, 狠抓回款应对融资寒冬

在2019年融资环境持续收紧的背景下, YH50房企整体

#### 相关研究:

月度数据点评: 7月销售保持韧性, 投资增速或将继续下行	20190814
2019年7月地产月报: 融资约束强化土地市场偏弱, 预计市场全年呈前高中低后平趋势	20190806
2019年中期策略报告——七月流火, 行情难将持续	20190702
2019年年度策略报告——刚需刚改主导行情, 2019战略年再延续	20190822
2019年报综述——回归核心, 内圣外王	20190508

#### 研究员

于小雨

rain\_yxy (微信号)  
yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲

w18705580201 (微信号)  
wanglin@ehconsulting.com.cn

徐鹏

17601350466 (微信号)  
xupeng@ehconsulting.com.cn

姜晓刚

quit-25 (微信号)  
jiangxiaogang@ehconsulting.com.cn

大涨或大跌的现象，净负债率的变化更多取决于货币资金以及净资产的变化。此外，融资的收紧使部分央企和闽系房企融资成本出现下降，一方面是央企背景和稳健经营的房企受益；另一方面是倒逼依赖非标融资的企业开拓新的融资渠道，从而减少对非标融资的依赖。

总的来看，2019年融资收紧的趋势不可逆，积极应对强于被动应战，未雨绸缪强于临阵磨枪。因此，我们认为对于现金流不是很充裕的企业来说，一是，减少存货的积压，加快推盘，将存货尽可能变现；二是狠抓回款率，在销售规模有限的情况下，使自身得到最大规模的经营性现金流补充；三是审慎投资，不仅仅要考虑项目的盈利性，更要考虑其流动性，能够快速变现。

#### 四、收入增幅放缓，利润率小幅提升

2019年上半年YH50房企营业收入及利润增速放缓，预计全年收入继续放缓，利润率保持平稳。

我们认为在“稳地价”、“稳房价”、“稳预期”的政策导向下，房价难以再出现非理性上涨，同时由于土地资源有限，决定了土地价格将维持较高水平，下跌的可能性比较小，从而形成上设顶、下筑底的局面。在更长周期内，行业和企业的利润率有走低倾向，并最终在一定水平上下波动。

2018年初,亿翰智库以A股和H股上市的50家地产公司作为研究总样本(以下简称YH50),根据公司业绩发布会、中报、年报以及月度销售业绩TOP200等经营数据,对企业当年及往年的战略问题进行深入探讨,截至目前已成文《2017年年报综述:穿越牛市的盛宴》、《2018上半年年报综述——行业焦虑与业绩盛宴》和《2019年年报综述——回归核心,内圣外王》。

房企业绩中期过后,亿翰智库再次从销售、投资、营收、融资四个角度出发,对行业进行战略性剖析:

1、2019年上半年销售端表现如何,对全年有着怎样的规划,下半年的供货情况以及全年销售目标能否实现?

2、2019年上半年投资态度如何,对下半年土地市场的预期以及下半年的投资态度?

3、2019年上半年融资表现如何,面对持续收紧的融资政策,企业如何实现融资破局,改善资金状况?

4、2019年上半年收入预期表现,全年收入预期以及面对土地利润空间压缩,如何实现收入持续增长和利润率提升?

## 目录

一、去化率下行，但 2019 年全年业绩目标完成压力不大.....	6
1、市场降温，门槛值和集中度整体增速放缓.....	6
2、YH50 房企销售降速，但目标完成压力不大.....	7
(1) 去化率下行是销售放缓的主因.....	7
(2) 积极推盘，积极销售是下半年主旋律.....	8
(3) 下半年货量充足，业绩目标完成有保障.....	8
二、投资目标清晰，保持稳健审慎态度.....	10
1、房企投资力度不一，土地成本提升显著.....	10
(1) 投资力度加强和降低的房企数量参半.....	10
(2) 企业重视旧改拿地，缓解土地成本上升压力.....	11
2、土储货值足以满足公司 3 年以上的发展.....	12
3、下半年投资稳健审慎，目标一二线及强三线.....	13
(1) 积极但不心急，保持审慎态度.....	13
(2) 投资目标清晰，重一二线和强三线.....	14
三、整体净负债率略上行，狠抓回款是房企应对融资寒冬的主要方式.....	15
1、YH50 房企净负债率小幅上行.....	15
2、融资环境收紧，但央企和部分闽系房企融资成本持续下降.....	16
3、狠抓回款应对现金流压力.....	17
四、收入增幅放缓，利润率小幅提升.....	18
1、收入同比增幅放缓，但难以大幅下滑.....	18
2、利润增幅放缓，但利润率提升.....	21

## 1、销售放缓，但全年目标完成压力不大

2019年，行业销售增速全面放缓。主要表现在，一是行业门槛值和集中度提升的放缓；二是企业销售增速的放缓；三是去化率的下行；四是销售目标增速的放缓。在行业全面放缓的背景下，企业通过加大推盘来保证销售业绩目标的完成，并且对企业经营性现金流提供有效的补充。此外，对于2019年销售放缓市场早有预期，2019年初，主流房企均调低销售目标。因此，2019年，YH50房企销售目标完成压力不大。

## 2、投资目标清晰，保持稳健审慎态度

对房企而言，融资收紧一定程度上抑制了房企招拍挂拿地的动力。当前，企业已经结束借助杠杆将风险转移至外部的发展期，拿地更依赖内生性的销售回款。

我们认为，企业当下投资拿地更注重两方面：第一，怎么能拿到地？高效回款使公司拥有拿地的底气。另外，积极开拓拿地方式，利用旧改、城市更新等一二级联动形式获取土地逐渐成为趋势。第二，怎么保障利润？上设顶，下筑底模式下，房企在把握投资机会的同时，更注重土地的利润空间，重视拿地质量。

## 3、净负债率略有上行，狠抓回款应对融资寒冬

在2019年融资环境持续收紧的背景下，YH50房企整体净负债率略有提升。短期来看，房企有息负债规模难以出现大涨或大跌的现象，净负债率的变化更多取决于货币资金以及净资产的变化。此外，融资的收紧使部分央企和闽系房企融资成本出现下降，一方面是央企背景和稳健经营的房企受益；另一方面是倒逼依赖非标融资的企业开拓新的融资渠道，从而减少对非标融资的依赖。

总的来看，2019年融资收紧的趋势不可逆，积极应对强于被动应战，未雨绸缪强于临阵磨枪。因此，我们认为对于现金流不是很充裕的企业来说，一是，减少存货的积压，加快推盘，将存货尽可能变现；二是狠抓回款率，在销售规模有限的情况下，使自身得到最大规模的经营性现金流补充；三是审慎投资，不仅仅要考虑项目的盈利性，更要考虑其流动性，能够快速变现。

## 4、收入增幅放缓，利润率小幅提升

2019年上半年YH50房企营业收入及利润增速放缓，预计全年收入继续放缓，利润率保持平稳。

我们认为在“稳地价”、“稳房价”、“稳预期”的政策导向下，房价难以再出现非理性上涨，同时由于土地资源有限，决定了土地价格将维持较高水平，下跌的可能性比较小，从而形成上设顶、下筑底的局面。在更长周期内，行业和企业的利润率有走低倾向，并最终在一定水平上下波动。

## 一、去化率下行，但 2019 年全年业绩目标完成压力不大

2019 年，房企面临双重考验，一是调控政策的持续，多数城市市场的持续回调；二是来自融资环境的压力，非标融资持续收紧，政府坚决抑制资金流入房地产的决心没有动摇。幸运的是，2019 年三四月份，市场迎来“小阳春”，市场销售超预期，为 2019 年全年目标的实现奠定基础。此外，货币市场开启宽松周期，或为地产融资带来边际改善。然而，不可忽视的是，行业环境仍然严峻，市场风险不断集聚。2019 年下半年，在销售端，积极推盘是 YH50 主流房企的主要应对策略。

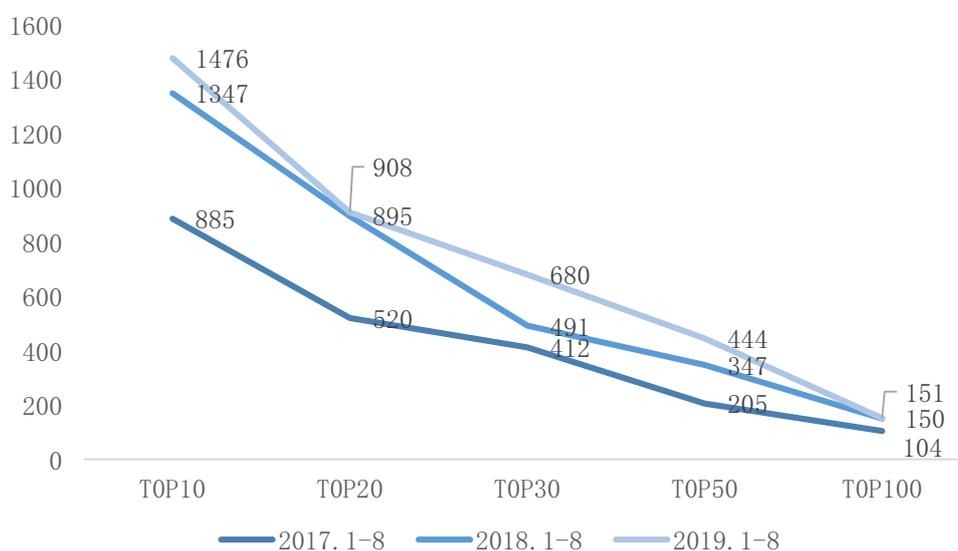
### 1、市场降温，门槛值和集中度整体增速放缓

2019 年以来，房地产市场逐步降温，商品房成交量同比增速开始下降。2019 年 1-8 月，商品房成交金额和面积分别为 95373 亿元和 101849 万平方米，同比分别增长 6.7% 和下降 0.6%，较 2018 年全年分别回落 5.5 个百分点和 1.9 个百分点。

从百强房企的销售表现来看，2019 年 1-8 月行业门槛值和集中度的提升速度均有所放缓。其中门槛值方面，TOP20 门槛值与 2018 年同期基本持平，增速放缓最为明显，较 2018 年同期下降 71 个百分点。但 TOP30 企业规模诉求最为强烈，门槛值显著提升。

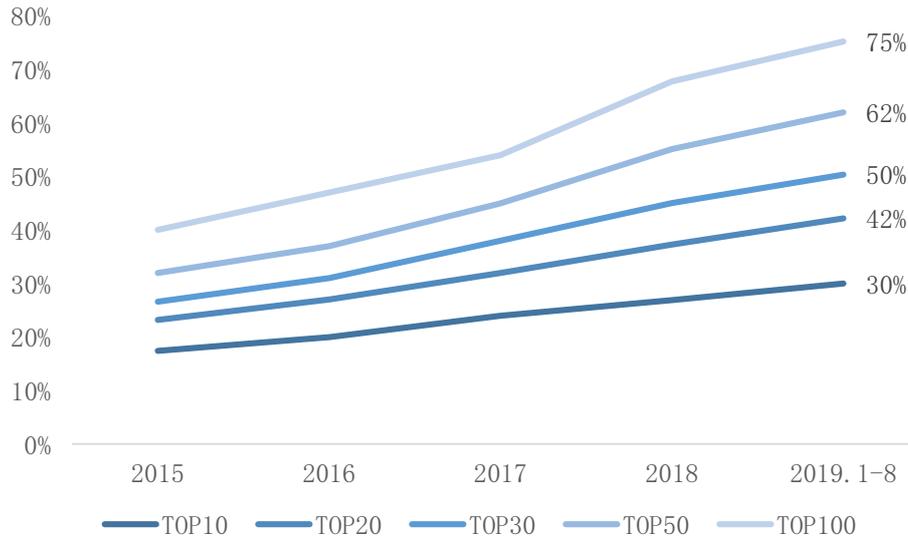
集中度方面，行业集中度仍在提升，2019 年 1-8 月，TOP100 行业集中度达 75%，TOP50 集中度为 62%，TOP20 集中度为 42%，TOP10 集中度为 30%。预计未来行业集中度和门槛值提升的趋势没有变，但整体增速仍会持续放缓，直至行业格局的形成。

图表：2017-2019 年 1-8 月房企销售业绩门槛值



资料来源：公司年报、亿翰智库

图表：2017-2019 年 1-8 月行业集中度趋势



资料来源: 公司年报, 亿翰智库

## 2、YH50 房企销售降速, 但目标完成压力不大

### (1) 去化率下行是销售放缓的主因

受市场环境的影响, YH50 企业销售同比增速也出现明显下滑。2019 年上半年, YH50 房企实现签约销售额为 41613 亿元, 同比增长 13.0%, 较 2018 年全年下降 23 个百分点, 呈现逐年下降的态势。其中, 市场热度下行, 导致在售项目去化率下降是销售规模增速下行的主要原因。从 YH50 房企公布的去化率水平来看, 呈普降趋势。从上半年推盘情况来看, 推盘量持续增加。预计 2019 年下半年, 受传统销售旺季的影响, 去化率较上半年或有所提升, 但同比来看, 将呈持续下行的趋势。而从企业下半年推盘计划来看, 推盘量将会持续提升, 从而弥补去化率下行的问题, 确保全年目标的完成。

图表: 2019H1 与 2018H1 去化率对比情况

企业名称	2019 年 H1 去化率	2018 年 H1 去化率
雅居乐	54.99%	61.51%
深圳控股	-	48.87%
龙湖集团	-	67.00%
绿城中国	61.00%	62.00%
当代置业	64.00%	-
旭辉集团	60.00%	70%以上
龙光地产	60.00%	-
碧桂园	65.00%	70.00%
中海地产	-	60.34%
正荣集团	60%-65%	-
融信集团	70.00%	77.90%
中国恒大	-	86.91%
世茂房地产	50.00%	-
富力地产	33.30%	-
禹洲集团	-	67.00%

奥园集团	55.00%	-
中梁控股	70.00%	-
德信地产	80.00%	-

资料来源：企业业绩会、亿翰智库

图表：2019H1 与 2018H1 推盘货值（亿元）对比

企业名称	2019 年 H1 推盘	2018 年 H1 推盘
雅居乐	1058	756
绿城中国	810	756
旭辉集团	1474	943
碧桂园	6031	5893
融信集团	810	700

资料来源：企业业绩会、亿翰智库

### （2）积极推盘，积极销售是下半年主旋律

在 2019 年下半年市场环境和融资环境双重压力下，积极推盘、积极销售是应对压力的最好路径。从 2019 年企业中期业绩会的预期来看，龙头房企推盘节奏相对来说更为稳健，根据自身销售经营情况制定推盘计划，而 2000 亿规模以下的房企推盘相对更为积极，把握“金九银十”的市场机会，提前锁定业绩，避免后续市场变化带来的风险。总体来看，市场调整趋势难逆的背景下，企业推盘销售热情不减。

图表：2019H2 典型房企营销策略

企业	营销策略
碧桂园	下半年超过 4000 亿的货量，会根据市场的情况以销定产，有序的推出；
万科地产	积极销售，积极回款，根据经营情况制定推盘计划
中海地产	推货节奏适现金流/利润而定：在一定阶段我们会先追求利润，所以销售速度可能会慢一点。当然有时候需要现金流的时候，销售速度放慢一点，所以价格跟销售速度它存在一定比例的关系
阳光城	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓贯彻抢销策略：力争完成“51 行动”的指标，争取在 9 月底基本持平去年的全年销售额，再从四季度的销售额中实现今年的增量；</li> <li>✓部分项目以价换量：目前已经有 200 多个项目在卖，会有部分项目会通过先降价跑量</li> </ul>
旭辉集团	加快销售、冲刺金九银十，提早锁定业绩
中梁控股	推货节奏稳健：全年供货没有特别的集中期，每个月都有新的。
正荣地产	提升营销效率：适当扩大合作项目权益，提升营销效率。

资料来源：企业业绩会、亿翰智库

### （3）下半年货量充足，业绩目标完成有保障

在 2019 年市场整体增速有所放缓的情况下，多数企业调低销售目标增速，因此 2019 年典型房企目标完成压力并不大。此外，2019 年上半年，市场表现超预期，叠加下半年 YH50 推盘货量充裕，助力企业完成全年业绩。从中期业绩公布的去化率和推盘量来估算（利用全年销售目标减去 2019 年上半年销售情况得出下半年目标完成额，再通过 2019 年下半年目标完成额比上 2019 年下半年推货量求出 2019 年下半年的去化率），2019 年下半年能够实现估算出的去化率，则企业即能实现全年销售目标。我们发现，大多数企业 2019 年下半年去化率在 60% 以下。同时对比上下半年的去化率情况发现，仅富力地产 2019 年下半年需要

实现的去化率略高于上半年，其他企业均低于上半年或持平。但总体来看，富力地产需要实现的去化率实际很低，不足40%。因此，根据企业上半年的去化率、业绩完成情况以及下半年的推货情况，YH50销售目标完成压力不大。

图表：2019年完成业绩目标下半年去化率估算

梯队	企业名称	2019全年销售目标	2019H2推盘货值	2019年H1去化率	2019H2去化率
[1000,+∞)	中国恒大	6000	7400	-	43.00%
	融创中国	5500	5722	-	58.69%
	中海地产	3500	4500	-	39.76%
	新城控股	2700	-	-	-
	华润置地	2420	-	-	-
	龙湖集团	2200	-	-	-
	招商蛇口	2000	-	-	-
	世茂房地产	2100	3000	50.00%	36.55%
[500,1000)	阳光城	1800	-	-	-
	旭辉集团	1900	2300	60.00%	44.16%
	金科集团	1500	-	-	-
	中国金茂	1500	-	-	-
	绿城中国	1800-2000	2263	61.00%	46.7%-55.5%
	中梁控股	1300	-	70.00%	-
	富力地产	1600	2380	33.30%	39.89%
	正荣集团	1300	-	60%-65%	-
	雅居乐	1130	998	60%-65%	54.91%
	泰禾集团	1500	-	-	-
	融信集团	1400	1200	70.00%	69.44%
	奥园集团	1140	1300	55.00%	46.44%
	蓝光发展	1100	-	-	-
	滨江集团	1000	-	-	-
[300,500)	美的置业	1000	-	-	-
	荣盛发展	1120	-	-	-
	龙光地产	850	1047	60.00%	37.91%
	华发股份	1100	-	-	-
	首创置业	800	811	-	48.66%
	首开股份	1010	-	-	-
	越秀地产	680	943	-	32.98%
	合景泰富	850	1000	-	48.96%
	佳兆业	875	1200	-	44.01%
	时代中国	750	-	-	-
[300,0)	宝龙地产	550	631	-	40.88%
	当代置业	400	360	64.00%	64.81%
	深圳控股	180	290	-	39.88%

资料来源：企业业绩会、亿翰智库

## 二、投资目标清晰，保持稳健审慎态度

在行业调控、融资收紧的背景下，上半年土地市场呈现两种状况：第一，一季度受春节等因素影响，土地市场成交较为冷淡；第二，4、5、6月份，土地市场回暖明显，量价齐升，溢价率回升。

### 1、房企投资力度不一，土地成本提升显著

#### (1) 投资力度加强和降低的房企数量参半

对房企而言，融资收紧一定程度上抑制了房企招拍挂拿地的动力。当前，企业已经结束借助杠杆的高速发展期，拿地更依赖销售回款。叠加“稳地价”的政策导向，以及土地市场窗口期变短，更考验企业市场判断能力。融创中国董事局主席孙宏斌先生在2019年中期业绩会上表示，公司自5月已经停止招拍挂拿地，若下半年土地市场继续下行，公司将不再拿地。

在这样的背景下，企业投资动向已经清晰，并分为两种情况：

第一，把握投资窗口期，通过多种拿地模式积极加大投资力度，试图在行业调整期实现弯道超越；

第二，谨慎投资，宁愿不拿地也不能拿错地，更加看重土地质量，避免流动性风险。

从典型房企新增土储来看，2019年上半年投资力度加强和降低的房企数量参半。债务结构良好和规模诉求高的房企投资力度相对较大，其中，世茂房地产上半年新增土地1412万平方米，几乎是2018年同期的两倍，新增土地支出788亿元，几乎是2018年同期的3倍，投资态度比较积极，力争冲进第一阵营。

而审慎投资的企业中，中南置地和远洋地产无论是投资支出或是投资拿地规模相比2018年同期都是大幅减少。还有一部分房企，虽然新增土地规模相比往年有所减少，但是由于重点投资一二线城市主流地段，拿地支出增加，在行业降温的背景下这类公司在保持谨慎投资的情况下，更倾向拿高价值、低风险土地，例如中海、阳光城、龙光等。

图表：2018H1-2019H1 典型房企新增土地储备情况

企业名称	2018H1 新增土储建面 (万平方米)	2019H1 新增土储建面 (万平方米)	同比增速	2018H1 新增土储总价 (亿元)	2019H1 新增土储总价 (亿元)	同比增速	投销比
世茂房地产	773	1412	82.7%	296	788	166.5%	2.54
时代中国	169	517	206.1%	61	188	206.5%	2.51
新城控股	2074	2459	18.6%	491	735	49.9%	2.34
中国金茂	548	643	17.3%	471	341	-27.6%	1.80
宝龙地产	332	311	-6.3%	166	160	-4.1%	1.74
金科集团	1012	1530	51.2%	270	423	56.7%	1.72
雅居乐	557	692	24.2%	251	291	16.0%	1.70
中国恒大	3086	4449	44.2%	446	756	69.5%	1.70

绿城中国	440	322	-26.8%	248	252	1.6%	1.63
华润置地	817	1021	25.0%	673	821	21.9%	1.63
金地集团	577	675	17.0%	569	554	-2.6%	1.58
旭辉集团	869	770	-11.4%	530	373	-29.7%	1.51
融信集团	248	421	69.7%	249	177	-28.9%	1.49
首创置业	214	238	11.0%	254	239	-6.0%	1.46
龙湖集团	1298	924	-28.8%	-	-	-	1.42
佳兆业(权益)	109	246	125.7%	54	162	200.0%	1.25
龙光地产	645	417	-35.4%	224	263	17.3%	1.23
当代置业	151	190	25.5%	32	47	45.7%	1.15
富力地产(权益)	836	653	-21.9%	214	180	-15.9%	1.07
滨江集团	297	171	-42.5%	409	270	-34.1%	0.98
正荣集团	586	290	-50.5%	251	182	-27.6%	0.76
阳光城	552	527	-4.6%	197	273	138.9%	0.75
招商蛇口	751	383	-49.0%	604	-	-	0.74
中南置地	1138	420	-63.1%	493	269	-45.5%	0.65
万科地产	2049	1373	-33.0%	1036	947	-8.5%	0.64
东原集团	150	134	-10.4%	-	-	-	0.61
保利发展	1510	826	-45.3%	1072	533	-50.3%	0.50
中海地产(港币)	789	464	-41.2%	460	752	163.6%	0.50
远洋地产	604	103	-83.0%	562	56	-90.0%	0.36

资料来源: 公司年报、亿翰智库

备注: 投销比=当年新增土地储备/当年销售面积

## (2) 企业重视旧改拿地, 缓解土地成本上升压力

随着传统拿地方式难度加大, 房企普遍通过多样化的方式拿地。招拍挂和收并购是房企拿地的传统手段, 但是招拍挂拿地方式成本逐渐增加以及门槛提高, 使收并购、旧改以及城市更新成为房企拿地的重要方式。尤其是旧改和城市更新成为部分房企近两年来新的拿地方式。以佳兆业为例, 公司通过旧改方式拿地规模超过 3200 万平米, 而且这部分土地尚未纳入公司土地储备以及计算容积率。若推进旧改项目, 每年能实现 80-100 万平米的旧改用地, 仅在 2019 年, 佳兆业通过旧改项目的销售占比已达到 33%。可见, 旧改和城市更新具有巨大的潜力空间, 未来不排除会有越来越多的房企通过城市更新、旧改的方式获取土地, 而且这种方式成本较低, 可转化成土储的规模较大。

图表: 2018H1 与 2019H1 典型房企新增土地成本情况 (元/平米)

企业名称	2018H1 总土地成本	2019H1 新增土地成本	同比增速	2019H1 销售均价	房地比
------	--------------	---------------	------	-------------	-----

禹洲地产	4995	11106	122.3%	15366	0.72
龙光地产	3951	6313	59.8%	13186	0.48
阳光城	3333	5183	55.5%	12829	0.40
雅居乐	2740	4200	53.3%	14340	0.29
龙湖集团	5142	7761	50.9%	16229	0.48
绿城中国	5239	7826	49.4%	25031	0.31
佳兆业	4934	6600	33.8%	17704	0.37
融创中国	3620	4307	19.0%	14549	0.30
富力地产	2300	2700	17.4%	10645	0.25
世茂房地产	5325	5581	4.8%	18047	0.31
正荣集团	4843	4624	-4.5%	15392	0.30
中国恒大	1805	1699	-5.9%	10756	0.16
首创置业	12100	10046	-17.0%	24912	0.40
旭辉集团	6276	4841	-22.9%	17400	0.28
融信集团	6463	4207	-34.9%	20100	0.21

资料来源: 公司年报、亿翰智库

## 2、土储货值足以满足公司3年以上的发展

土地资源是房企未来业绩增长的保障,拥有充足的土地储备足够企业未来好几年的发展。从上半年房企土地储备看,龙头房企,如碧桂园、融创中国土地储备过亿,但是由于其超高的销售规模使公司的存续比处于合理水平。由于2019年尚未结束,我们采用的是2018年房企销售额数据测算,但土地储备包含上半年新增,即使我们将存续比减去1,多数公司拥有的货值也足够未来3年以上的使用。

若使用这种方法计算的话,阳光城和中梁的土地储备就相对紧俏,相比其他房企,仅能满足未来2-3年的消耗,对公司拿地和销售之间的平衡是一个考验。不用担心的是,房企完全停止拿地的行为难以出现,在保持量入为出的投资策略下,企业会拥有足够的土地推动业绩增长。

图表: 2019H1 典型房企总货值及存续比

企业名称	2019H1 土地储备 (万平米)	总货值 (亿元)	2018 销售额 (亿元)	存续比
龙光地产	5469	7250	718	10.10
合景泰富	1780	5030	655	7.68
富力地产	6100	7810	1018	7.67
宝龙地产	2437	3000	410	7.31
佳兆业	2600	5000	701	7.14
旭辉集团	6300	9800	1520	6.45

融创中国	21300	28200	4608	6.12
禹洲地产	1918	3400	560	6.07
世茂房地产	6407	10500	1762	5.96
碧桂园	-	27838	5019	5.55
德信地产	1225	2100	396	5.30
中国奥园	4012	4255	913	4.66
首创置业	1309	3100	706	4.39
正荣集团	2634	4500	1080	4.17
当代置业	995	1330	322	4.14
绿城中国	3412	5388	1564	3.45
阳光城	4396	5467	1629	3.36
中梁控股	5300	3400	1015	3.35

资料来源: 公司年报、企业业绩会、亿翰智库

备注: ①富力、碧桂园、合景泰富采用权益数据;

②存续比=当年土储货值/当年销售金额

### 3、下半年投资稳健审慎，目标一二线及强三线

#### (1) 积极但不心急，保持审慎态度

房企对下半年的投资态度延续上半年，即把握拿地窗口，审慎投资。其中，国企与民营房企的投资态度相似但略有差异，以中海、华润为代表的国企，由于并不着重担心融资方面的问题，投资拿地更为积极，但为了保障拿地的利润空间会控制溢价率和土地成本。对以融创、阳光城、融信等为代表的民营房企而言，虽然规模房企融资有一定的优势，但是在信贷紧缩的当下，企业融资门槛提高，公司在拿地方面更注重以稳为主，跟着政策大势走，并且以成本为导向，保持谨慎，稳定公司现金流。

总之，房企对下半年的投资态度表现为三个方面：第一，积极把握市场窗口，在能拿地的时候尽量多拿地；第二，在拿地的过程中，考虑限价等政策因素谨慎拿地，保障去化和利润空间；第三，多方式拿地，除传统招拍挂和收并购以外，积极利用产业、旧改、城市更新等一二级联动方式获取土地。

图表：2019H2 典型房企投资态度

企业	投资态度
融创中国	市场处于下行通道，坚持审慎的投资态度
中海地产	土地市场积极参与，审慎出价，投资时考虑限价、限签等因素，控制溢价率和成本
华润置地	保持积极的投资态度
阳光城	以稳为主，如果时机不对会谨慎拿地
旭辉集团	坚持逆周期拿地，量入为出，坚决不拿“地王”

正荣地产	利用招拍挂拿地机会
融信集团	谨慎拿地，以低成本为导向
雅居乐	审慎购地，多方式拿地、拿好地、不拿错地
中国奥园	利用并购的传统优势，战略性补充土地
首创置业	稳健投资
龙光地产	量入为出，按照销售额控制拿地金额
中梁控股	严谨的拿地策略，多样式拿地

资料来源：企业业绩会、亿翰智库

## (2) 投资目标清晰，重一二线和强三线

2019 年上半年，我们判断房地产市场为脉冲式行情，在这一轮市场行情中，一二线城市出现反弹，三四线城市成交缩量。房企对下半年的投资方向也较为明确，普遍关注一二线城市，并重点关注具有产业支撑和人口流入的三线城市。我们认为在当前市场环境下，重点关注一二线城市和强三线城市土地市场能有效规避房企面临的土地减值风险，并且布局产业基础优良、人口流入充足和经济水平较高的城市抗风险能力更强，需求更为旺盛，待土地开发后有利于快速实现项目去化，实现资金回流，缓解现金流压力。

图表：2019H2 典型房企投资动向

企业	投资方向
中海地产	重点关注一线城市，适当关注二线城市，坚持主流城市主流地段策略
华润置地	一二线城市和有产业支撑、人口流入的三线城市
正荣地产	策略性聚焦强二线城市，三线城市关注核心地段
融信集团	聚焦高效能城市，包括一线和强二线城市
首创置业	坚持聚焦三大核心城市圈及潜力型单核强二线城市
佳兆业	关注一线和重点二线城市
禹洲地产	战略方向还是一二线城市
中梁控股	重点关注长三角，以二三线城市为主
宝龙地产	聚焦江浙沪，深度受惠长三角一体化战略

资料来源：企业业绩会、亿翰智库

综上，土地作为房企发展必备要素，短时间内土地转让又是地方政府财政收入的重要来源，这些因素决定房企即使在土地价格上升、融资窗口收紧的情况下，仍会尽量获取可供未来发展的充足货源。

相比往年相对宽松的市场环境，企业当下投资拿地更注重两方面：

第一，怎么能拿到地？融资收紧直接使房企面临土地扩充危机，在外部资金难以借到的情况下，充足的自有资金是房企能够拿到地的底气，这也是为什么当下各个房企对外反馈重视现金回款的重要原因。高效回款可以满足公司拿地的底气，另外积极开拓拿地方式，利用旧改、城市更新等一二级联动形式获取土地逐渐成为趋势，但旧改和城市更新不确定性相对

大、变现周期相对较长，企业需谨慎考察获取项目，也可以采取合作方式。

第二，怎么保障利润？土地市场的竞争直接推升了土地价格的上涨，但是在限房价的政策下，直接压缩了土地所产生的利润空间，即上设顶，下筑底模式形成。由此，上半年房企把握投资机会的同时，更注重土地的利润空间，重视拿地的质量。另外，在土地利润空间压缩后，当前房企更注重产品的打造，提升产品溢价率，从而实现品质取胜，加快去化。

### 三、整体净负债率略上行，狠抓回款是房企应对融资寒冬的主要方式

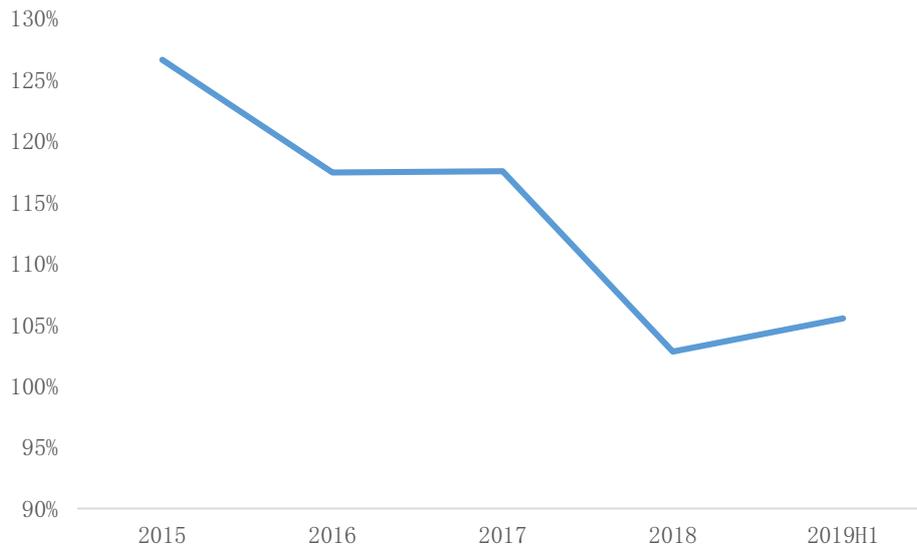
2019年，即使在货币政策适度放宽的背景下，政府依然持续限制资金流入房地产行业。主要通过定向降准降息、限制房企参与非标融资以及窗口指导等方式。在限制政策的影响下，各项融资渠道的融资成本均成上升态势。与此同时，房企间融资情况分化也更为明显，财务结构稳健，信用评级较高的企业占据更多融资份额以及继续享受较低的融资成本。短期来看，房地产行业融资环境难以大幅改善，未来通过提升经营杠杆以及狠抓回款是应对融资寒冬的最好办法。

#### 1、YH50 房企净负债率小幅上行

截止到2019年中期，总体来看，YH50房企净负债率水平较2018年年底略有升高，提升2.7个百分点。其中有30家企业净负债率出现提升，20家企业下降。在融资环境趋紧的情况下，房企的有息负债总额难以出现大幅提升的可能，多数融资用于“借新还旧，借低还高”，改善债务结构。因此，短期来看，企业有息债务规模将维持稳定，难以出现大涨或大跌的现象，净负债率的变化更多取决于货币资金以及净资产的变化。企业通过加快推货销售，狠抓回款增加货币资金体量以及通过定增、引入少数股东权益等方式能够有效降低净负债率。

从企业净负债率分布区间来看，整体呈改善的态势。主要表现为高净负债率房企的数量在减少，低净负债率的房企净负债率有所提升。具体表现为，2019年中期，净负债率超过300%的企业数量下降为0个，净负债率超过100%的房企下降至17个。这也进一步表明，高净负债率的房企更加注重风险的控制，而低净负债率的企业融资渠道更为通畅。

图表：2015-2019H1 YH50 房企净负债率走势



资料来源：公司年报、亿翰智库

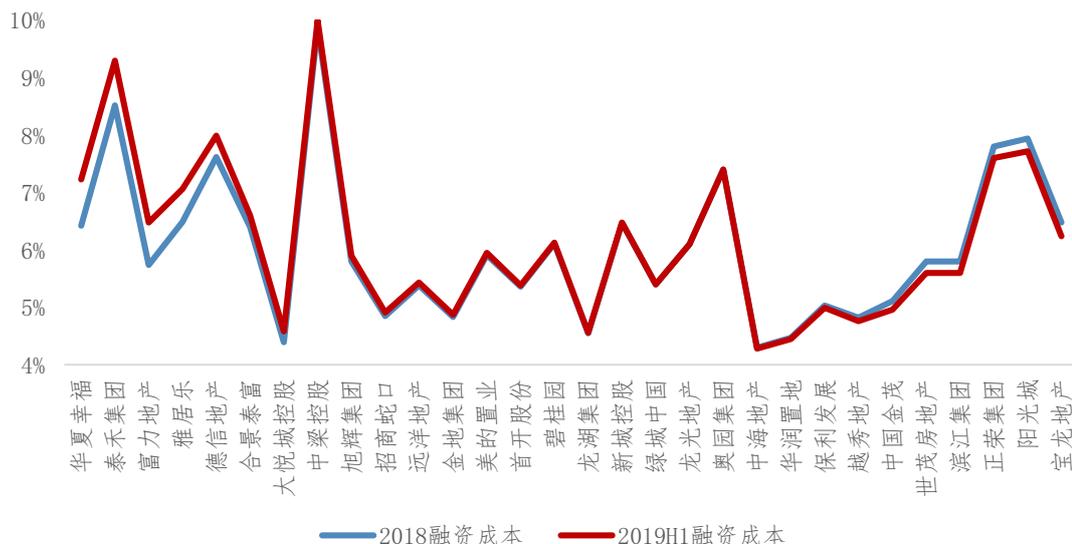
## 2、融资环境收紧，但央企和部分闽系房企融资成本持续下降

2019年，随着融资环境的趋紧，以及定向降息降准下，非标融资规模大幅减少。在此背景下，房企的各项融资渠道成本提升。融资成本的上升将影响企业的盈利水平，对于房企的资金周转能力的要求将更高。

从统计的YH50中的30家企业来看，共有17家企业融资成本较2018年年底出现不同程度的上升，3家企业融资成本持平，另有10家企业融资成本出现下降。

通过研究融资成本下降的企业我们发现，主要分为两类，一类是央企背景，且负债率始终保持稳健的央企，例如中海地产和华润置地等；另一类是通过信托等非标融资扩张的闽系房企，例如正荣和阳光城等。主要原因有两方面，一方面，融资环境趋紧的背景下，债务情况较好的房企，尤其有国资背景的央企受益，其资金优势更加明显；另一方面，随着非标融资的收紧，依赖信托等非标融资的房企不得不拓展新的融资渠道来缓解资金问题，而信托等非标融资成本一般是行业融资成本最高的融资方式，因此，在行业融资环境收紧的倒逼下，这类企业的融资成本也出现下降。例如，2019年初正荣融资成本由2018年年底的7.8%下降至2019年中期的7.6%，其境内非银借款比例由2018年底的36%下降至29%。

图表：30家典型房企融资成本情况



资料来源：企业业绩会、亿翰智库

### 3、狠抓回款应对现金流压力

资金是房企的生命线，在外部资金来源趋紧并且短期内难有大幅改善可能的情况下，企业有三种应对方式，一是增加回款，二是减少土地投资，三是提升周转率，提升资金使用效率。目前来看，房企主要通过提升回款率等方式来补充流动性资金。

而土地投资和周转率方面，2019年土地市场也异常严峻，土地投资机会稍纵即逝，整体来看，企业存货规模在持续增加。此外，叠加2019年企业销售规模增速开始大幅放缓，使2019年中期YH50企业整体存货周转率出现明显的下降。销售的放缓也会影响到回款的绝对规模，势必会加重企业的资金压力。

具体数据方面，从2019年中期YH50企业回款率来看，多数企业回款率出现明显提升，例如旭辉控股和保利发展，2019年中期回款率较2018年同期提升均在10个百分点以上。在企业狠抓回款以及年底效应的影响下，2019年企业的回款率或将更上一个台阶。

从企业周转率来看，2019年中期，YH50加权平均存货周转率为0.436，较2018年同期0.493有所下降。其中，有34家存货周转率出现下降，仅16家上身升。从企业表现来看，中国金茂和新城控股下降最为明显，主要是因为销售业绩增长速度的放缓和存货增长过快。

未来房地产融资环境难以大幅改善，对于现金流不是很充裕的企业来说，积极做好应对措施。一是，减少存货的积压，加快推盘，将存货尽可能变现；二是狠抓回款率，在销售规模有限的情况下，使自身得到最大规模的经营性现金流补充；三是审慎投资，不仅仅要考虑项目的盈利性，更要考虑其流动性，能够快速变现。

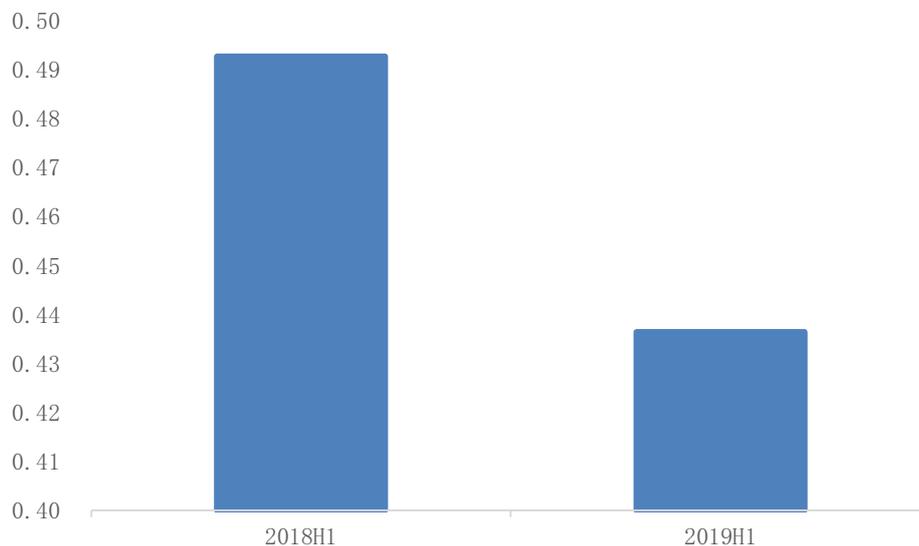
图表：2018和2019年中期典型房企回款率情况

企业名称	2019H1 回款率	2018H1 回款率
旭辉控股	95.0%	80.0%
碧桂园	94.3%	-
当代置业	90%以上	-
中梁控股	90.0%	-

德信地产	90.0%	-
绿城中国	88.0%	-
保利发展	86.0%	78.9%
融信中国	81.0%	-
世茂房地产	81.0%	76.0%
阳光城	80.5%	-
金地集团	超过 80%	-
绿地控股	79.0%	-
正荣地产	75.0%	-
佳兆业	75.0%	-
中国奥园	75.0%	80.0%
远洋集团	68.0%	-

资料来源：企业业绩会、亿翰智库

图表：2018 和 2019 年中期 YH50 平均存货周转率情况



注：实际存货周转率=当年的销售金额/平均存货

资料来源：公司中报、亿翰智库

#### 四、收入增幅放缓，利润率小幅提升

##### 1、收入同比增幅放缓，但难以大幅下滑

房地产行业中的营业收入相比销售存在滞后性，2019 年的营业收入主要反映房企 2017 年下半年和 2018 年销售金额的结转。2019 年上半年，YH50 房企营业收入总额为 18295.1 亿元，同比增长 19.1%，增速较前期有明显下滑。

与营业收入不同的是，预收款项主要反映房企当期销售房屋取得的预收款，一定程度上反映企业未来能够结转的收入。上半年，YH50 房企预收款项合计 49288.0 亿元，同比增长 27.7%，增速较前期同样有所下滑。

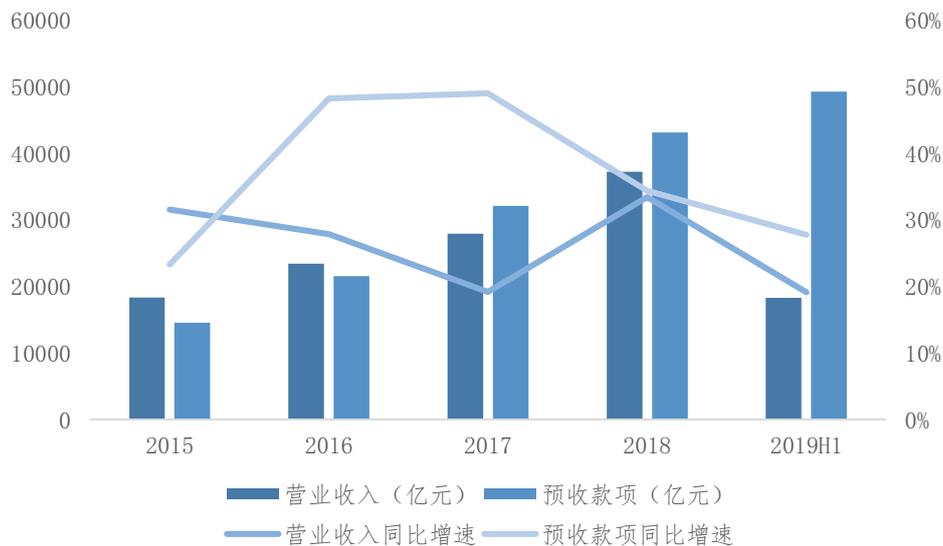
我们认为房企营业收入和预收款项增速放缓的原因在于：

第一，房住不炒、融资渠道收紧以及去杠杆等政策的影响下，房企借助外部资金扩充规模的时代逐渐结束，同时调控政策进一步抑制投资性需求，使房企销售额虽保持体量的增长，

但是增速下滑，进一步导致结转收入增速的滑坡。

第二，2017年和2018年三四线城市市场火爆，推动成交量提升。当前三四线城市表现不一，过度消耗的三四线城市刚需需要再次积累，而尚未过度消耗且经济实力相对较强的三四线城市成交体量仍在增长，但介于成交基数较高，增幅相比往年有所放缓，从而使当期预收款项增速放慢。

图表：2015-2019H1YH50 房企营业收入与预收款项表现



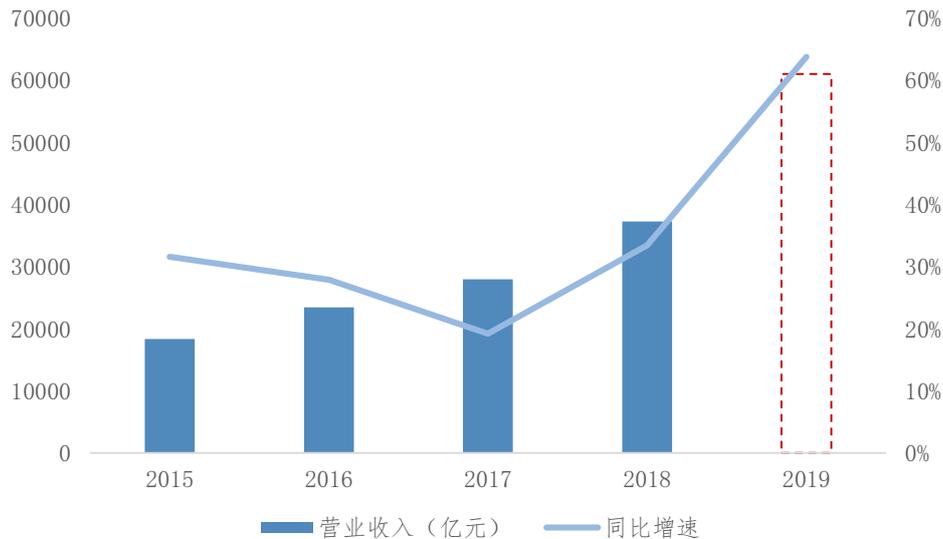
资料来源：公司年报、亿翰智库

受当期政策抑制和刚需再次积累影响，预计2019年或2020年房企营业收入增速有走低趋势。根据往年房企营业收入情况，我们发现上下半年营业收入分布在40:60左右。为此，我们分别假设上下半年营业收入比例为30:70、40:60、50:50三种情况，以此对房企2019年全年的营业收入做出测算。

#### 情形一：

当上下半年营业收入比例为30:70时，预计2019年全年YH50房企营业收入可达到60983.6亿元，同比增幅超过60%。当然这是市场处于扩张阶段时或许能产生的数据，而在当下很难达到这样的增长幅度。

图表：30:70比例下，2019年YH50房企营业收入测算

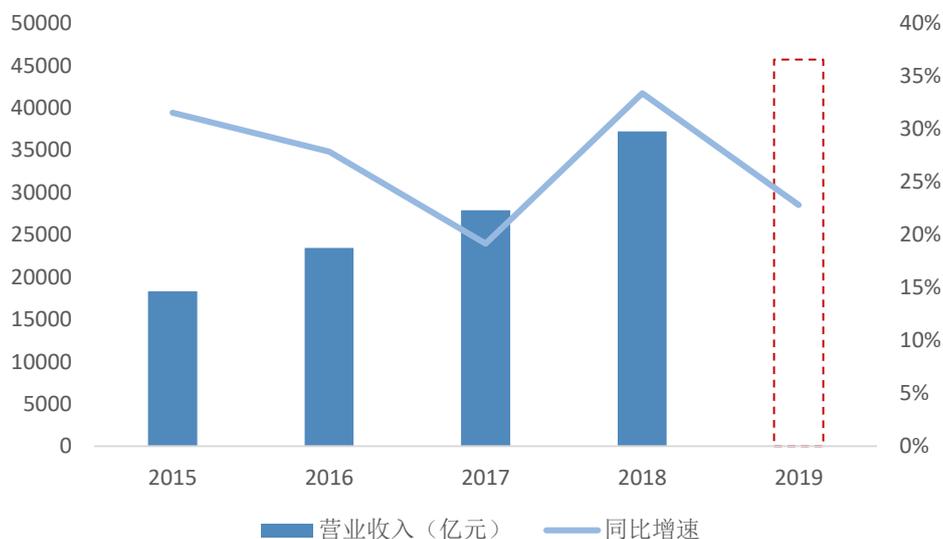


资料来源: 公司年报、亿翰智库

### 情形二:

当上下半年营业收入比例为 40: 60 时, 预计 2019 年全年 YH50 房企营业收入可达到 45737.7 亿元, 同比增幅超过 22.8%。此时, 当市场处于不过度扩张也不处于过度收缩阶段时, YH50 房企的营业收入增速相比 2018 年已出现下降趋势。

图表: 40: 60 比例下, 2019 年 YH50 房企营业收入测算

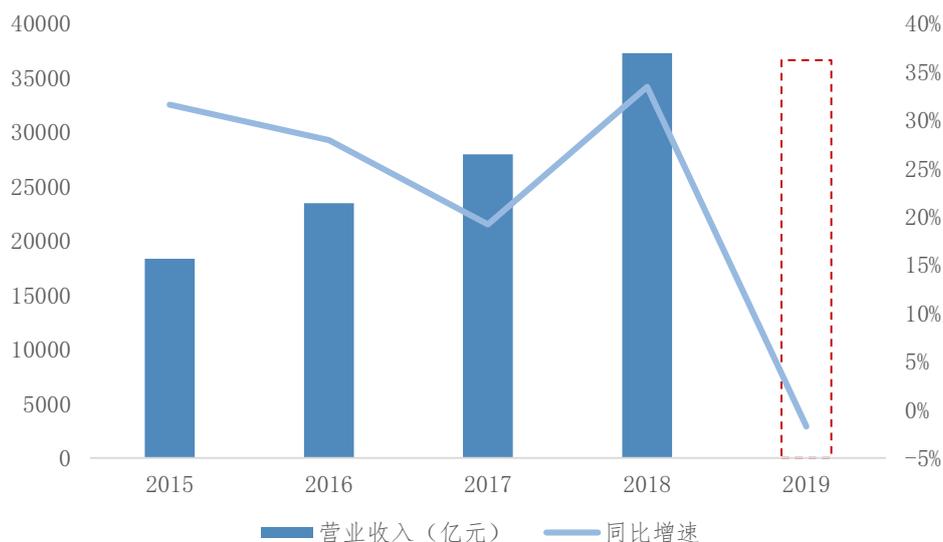


资料来源: 公司年报、亿翰智库

### 情形三:

当上下半年营业收入比例为 50: 50 时, 预计 2019 年全年 YH50 房企营业收入可达到 36590.2 亿元, 同比下降 1.2%。此时, 市场处于收缩阶段, YH50 房企的营业收入体量略低于 2018 年, 进入负增长阶段。

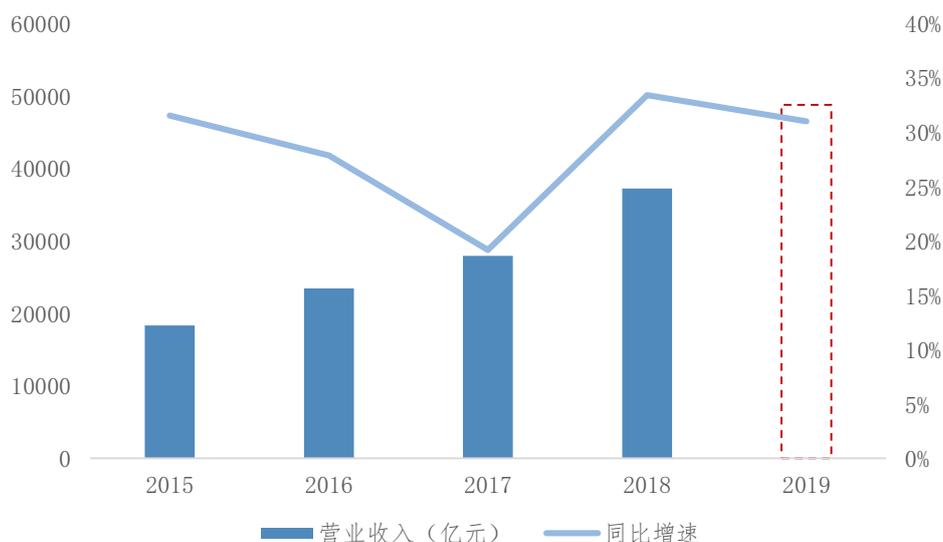
图表: 50: 50 比例下, 2019 年 YH50 房企营业收入测算



资料来源：公司年报、亿翰智库

综合以上3种假设情形,我们采取营业收入的均值作为我们的预测结果:48786.9亿元。我们预计2019年营业收入同比增幅为31%,相比2018年略有下降,但基本持平。我们认为未来房企销售规模降速但不失速,营业收入增幅下滑但难以大幅滑坡。

图表：中位数下，2019年YH50房企营业收入情况

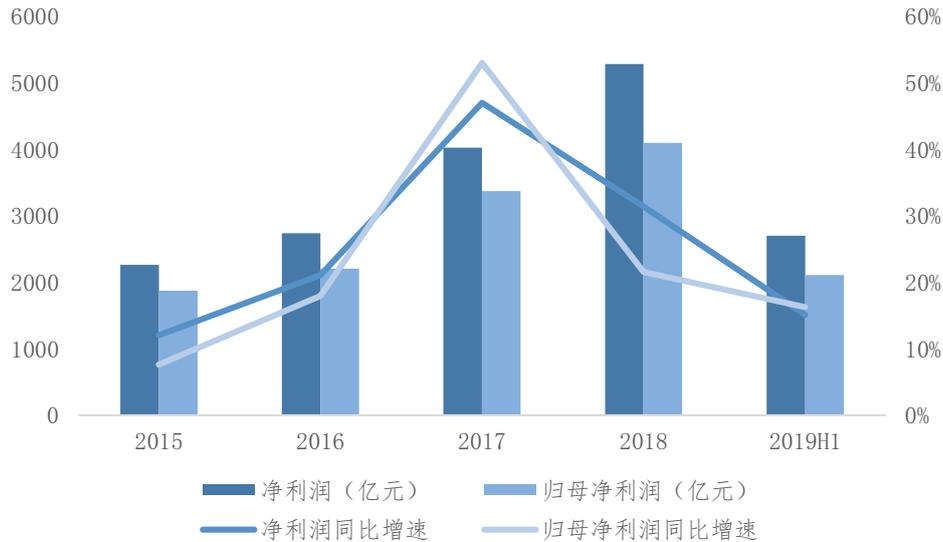


资料来源：公司年报、亿翰智库

## 2、利润增幅放缓，但利润率提升

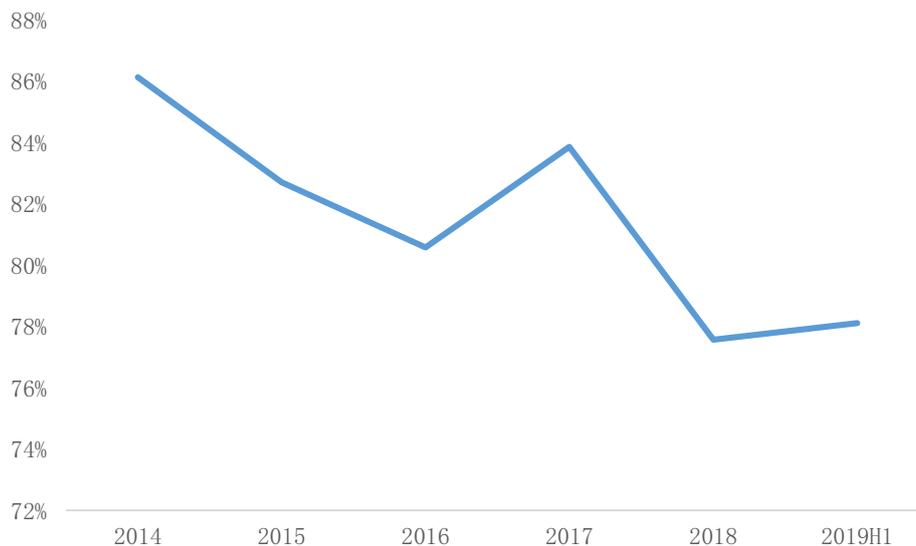
收入增幅的下滑带动企业利润增速下降,且归母净利润增速降低。上半年,YH50房企净利润合计2697.9亿元,同比增长15.1%,增速下降明显;归母净利润合计2107.3亿元,同比增长16.3%。2019年房企新增加土地储备已经逐渐提升股权比例,预计未来归母净利润会有明显增长。

图表：2015-2019H1 YH50房企利润表现



资料来源: 公司年报、亿翰智库

图表: 2014-2019H1 YH50 房企归母净利润占比

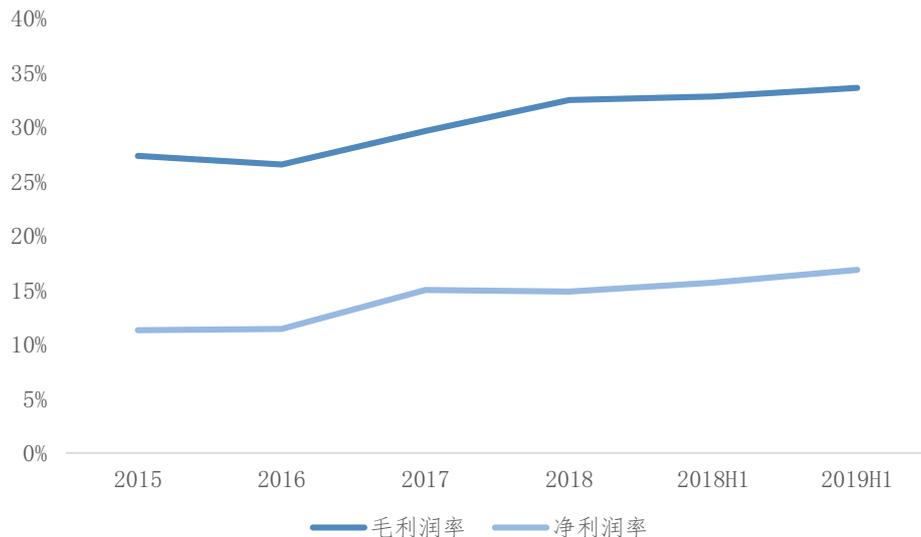


资料来源: 公司年报、亿翰智库

从利润率表现来看, YH50 房企毛利润率和净利润率分别为 33.6%和 16.8%, 相比 2018 年同期分别增长 0.8 和 1.2 个百分点。由此, 上半年房企形成收入、利润增幅减缓但利润率增加的局面。

我们认为形成这样局势的主要原因是 2018 年和 2019 年房企增加合作、并购股权方式获取土地及项目使联营、合营企业增加, 从而导致公司投资收益增加。同时, 房企布局的商业、酒店、物业等非地产业务份额增加, 而这些业务利润率偏高, 又存在公允价值变动收益, 由此拉高了公司的利润率。以合景泰富为例, 2019 年上半年实现毛利润率 35.1%, 但是净利润率达到了 57.8%, 归母净利润率达到了 56%, 主要是公司分占合营公司收益 26 亿元, 相比 2018 年同期增长 5.7 倍; 获取投资物业公允价值收益 30.5 亿元, 同比增长 157.6%。

图表: 2015-2019H1 YH50 房企利润率表现



资料来源：公司年报、亿翰智库

总而言之，2019年上半年在“稳地价”、“稳房价”、“稳预期”的政策导向下，房价难以再出现非理性上涨，同时由于土地资源有限，决定了土地价格将维持较高水平，下跌的可能性比较小，从而形成上设顶、下筑底的局面。在更长周期内，行业和企业的利润率有走低倾向，并最终在一定水平上下波动。房企为应对利润率下滑，从多方面采取措施：

第一，减少招拍挂拿地，增加合作、收并购获取股权的拿地方式。如前文所讲，合作及收并购获取股权拿地方式产生收益主要反映联营、合营企业投资收益的增加。

第二，加大研发，提升产品溢价。例如，上半年阳光城完成“规模上台阶”的战略目标后，“品质树标杆”也提上议程，确立设计在品质提升中的作用，明确促使产品品质提升。

### 展望 2019 年全年，我们认为：

①销售目标依行业环境及企业自身水平而定，不过度激进，不过度保守，不骄不躁，预计多数企业完成全年目标难度不大。

长期来看，房企规模增长空间有限，尤其是当前头部房企已经主动放缓增速，坚定不移拓展多元化，为企业规模增长创造新的核心极，寻求天花板出口。而对中型房企，销售规模的提升是当下追求的，这也是我们为什么看到越来越多的房企不断增加合作力度。只有当规模达到一定量级的时候，才会为企业带来融资、拿地等方面的充分优势。未来，企业的发展要遵循自身境况，保持稳健，不过分激进，方能长期稳定在发展的快车道上。

②2019 年房企投资态度、投资方向都已清晰。在投资态度上，对土地市场保持审慎但不消极，着重把握缩短的窗口期，考量利润空间，控制成本和溢价率，谨慎拿地；在投资方向上，针对能级城市，各大房企向一二线城市回归，并关注强三线城市，这些区域土地增值空间大，抗风险能力强，有利于企业快速实现现金回款。针对城市群，房企已普遍形成以京津冀、长三角、粤港澳大湾区以及中西部城市群为核心这样的认知，重点深耕以一线城市为主的城市群，以及具有增长潜力的单核高价值城市。

在这样的投资导向下，房企间的竞争便来到拿地端的竞争。对于能拿到地，尤其是能拿到利润空间充足土地的企业来讲，规模增长已经先行一步。

③房企经历 2015 年和 2016 年的信贷宽松期后，2018 年和 2019 年融资环境收紧让房企叫苦不迭。尤其是当下处于房企的偿债高峰期，怎么才能借到钱，是对企业融资部门融资能力的考验。

在这样的行业背景下，企业见招拆招，不断创新融资方式，ABS、类 REITs 等资产证券化产品不断涌现，但这并不能解决企业的融资难题。于是，房企为应对资金压力，减少企业间的外部竞争，转而以参股方式合作开发项目，并重视销售回款，多数房企甚至将回款作为业绩考核指标，以此来解决融资难的问题。在债务偿还上，企业愿意承担高额成本换取资金空缺，解决流动性风险。

④上半年，房企收入和利润增速都有所放缓，而结转收入与房企销售走势又有一定的吻合性，预计增幅将持续放缓，收入高增长时代或将成为过去。利润率的小幅提升犹如暴雨之后的彩虹，让人看到希望。在收入难以保持高增长的时候，如何提升利润率是对房企的考校，越来越多的房企开始注重提升品质，提高产品的溢价能力，表明企业提升盈利质量的态度正逐渐发生转变。未来，不断提升的产品溢价能力或成为企业利润增长的重要因素。

当周期下行至最低点后，怀疑主义会驱使悲观主义心理预期上升，从而形成周期上行，房地产行业同理，定能守得云开见月明。

## 【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

## 【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码