

房地产

行业整体业绩增速下移，毛利率下行，杠杆率有待进一步下降——开发类房企 2020 年报总结

证券研究报告

2021 年 05 月 03 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

胡孝宇

联系人

huxiaoyu@tfzq.com

收入增速整体下移，净利润未能实现正增长

2020 年行业整体实现营收 57041.81 亿元，较 2019 年营收同比增长 13%，较去年同期增速下降 9.8pct；2020 年共实现净利润 5618.81 亿元，较 2019 年整体净利润同比下降 1.86%，较去年同期增速下降 16.8pct；2020 年共实现归母净利润 4987.87 亿元，较 2019 年整体归母净利润同比下降 3.15%，较去年同期增速下降 18.57pct。房企整体营收保持双位数增长，但增速放缓，而利润端未能实现正增长。

毛利率继续下行，控费效果提升

2020 年行业整体毛利率为 25.92%，较 2019 年同期下降 4.21pct。我们认为拿地价格提升、热门城市限制新房销售价格等因素导致行业毛利率水平维持低位。行业整体净利率为 9.85%，达到 2015 年以来的历史低位。销管费用率和财务费用率分别为 6.83%、1.04%，费用率持续下降，显示了房企显著的费用管控效果。

周转率有所下降，龙头房企效率更高

2020 年行业整体资产周转率为 22.48%，较 2019 年同期下降 0.73pct。行业整体周转下降，并达到 2016 年以来最低水平，首次跌破 23%。其中龙头房企周转效率最高，TOP10、TOP30、TOP50 房企周转率分别为 24.30%、23.56%、22.92%，分别高出行业整体 1.83pct、1.09pct、0.45pct。龙头房企周转效率高，或与龙头房企具备良好的管理系统、以及充沛的土地储备、在手现金有关。

杠杆率有待进一步下降，两道红线尚未达标

净负债率为 128.82%，较 2020 年 H1 基本持平，但高于 100%的门槛限制。剔除合同负债的资产负债率为 74.38%，较 2020 年 H1 略有下降，但高于 70%的要求。现金短债比为 1.27，较 2020 年 H1 显著提升，满足该比例不得小于 1 的要求。TOP10、TOP30、TOP50 房企净负债率分别为 113.7%、124.52%、128.57%，剔除合同负债的净资产负债率分别为 73.91%、74.18%、74.47%，尽管大中型房企均未达到净负债率小于 100%、剔除合同负债后的资产负债率不超过 70%的要求，但头部房企杠杆控制更为有力。

集中度提升，头部房企销售比重提升，国企土储增速略具优势

1) 销售：2020 年全国房地产行业销售金额为 173613 亿元，同比增长 8.69%，TOP10、TOP30、TOP50 房企 2020 年销售金额增速分别为 7.41%、10.68%、11.26%，占全国销售金额比重分别为 28.24%、45.21%、51.63%，分别较 2019 年降低 0.34pct、提升 0.81pct、提升 1.19pct。2020 年全国房地产行业销售面积为 176086 万方，同比增长 2.64%，TOP10、TOP30、TOP50 房企销售面积增速分别为 11.72%、10.31%、9.28%，占全国销售面积比重分别为 22.10%、33.05%、37.39%，该比重分别较 2019 年提升 1.8pct、2.3pct、2.27pct。从增速和占比变化两个指标可以看出销售向龙头房企集聚效应更为显著。

2) 土储：2020 年样本房企土储总量为 196577 万方，同比增长 5.94%，其中国企土储增速为 6.56%，民企土储增速为 5.86%。国企土储增速略高于整体水平，或与国企资金更为充裕以及拿地受限程度更低有关。

投资建议

行业业绩增速下移，盈利能力较历史水平下降，三道红线有望在未来深刻改变房企经营行为，不少房企不得不加速退出降档举措，行业风险溢价率下行，过去以高于其毛利率为主的强投资公司将弱于以低毛利率投资预期的强运营公司。我们持续推荐：1) 优质龙头：万科 A、保利地产、金地集团、融创中国、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：金科股份、中南建设、阳光城、新城控股、旭辉集团、龙光集团；3) 优质物管：招商积余、保利物业、碧桂园服务、新城悦服务、永升生活服务、绿城服务等；4) 低估价值：城投控股、南山控股、大悦城、光大嘉宝等。持续关注：1) 优质成长：华润置地；2) 优质物管：融创服务。

风险提示：政策变化不及预期；房屋销售不及预期；疫情二次反弹

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:新房找房热度下滑明显，楼市调控收缩深入强化——房地产销售周报 0502》2021-05-02
- 2 《房地产-行业研究周报:土地供应环比降温，楼市因城施策——房地产土地周报 0502》2021-05-02
- 3 《房地产-行业点评:4 月销售增速继续放缓、均价增速下调——4 月百强房企销售点评》2021-05-02

内容目录

1. 业绩端：业绩增速整体下移，毛利率水平维持下行	6
1.1. 营收增速维持双位数，盈利能力整体下行	6
1.1.1. 营收双位数增长、利润未能实现正增长	6
1.1.2. 毛利率持续走低，控费效果较为显著	8
1.2. 中型房企收入增速提升明显，龙头房企权益合作意愿提升	10
1.2.1. 中型房企收入增速提升大，龙头房企净利润增速恢复明显	10
1.2.2. 毛利率水平下降趋势一致，龙头房企控费效果较为明显	12
1.3. 商业公司业绩增速更趋稳定，盈利能力更胜一筹	14
1.3.1. 商业公司营收增速较去年提升，净利润实现同比正增长	14
1.3.2. 毛利率下行趋势一致，商业公司费用管控能力提升	17
1.4. 国企营收增速反超民企，民企权益合作意愿持续提升	19
1.4.1. 国企营收增速五年内首次超过民企	19
1.4.2. 国企毛利率持续高于民企，二者均处于毛利率下行通道	22
2. 销售端：行业整体实现量价齐升，龙头效应更为明显	24
2.1. 行业整体实现量价齐升	24
2.1.1. 销售金额稳定增长	24
2.1.2. 销售面积小幅增长	24
2.1.3. 销售均价提升	25
2.2. 龙头房企销售比重提升	25
2.2.1. 龙头房企销售金额占比提升	25
2.2.2. 龙头房企销售面积增长最高	26
2.2.3. 中型房企销售均价高	26
2.3. 民企销售面积高，销售所占比重进一步提升	27
2.3.1. 民企销售比重进一步提升	27
2.3.2. 民企销售面积高于国企	27
2.3.3. 民企销售均价增速快	28
3. 投资端：新开工、竣工面积同比均下降	28
3.1. 新开工面积同比下降，样本房企开工完成度略有降低	28
3.2. 行业整体竣工下降，样本房企竣工完成度不足 100%	29
3.3. 国企土储增速略高于整体水平	29
4. 财务端：行业整体杠杆率有待继续降低	30
4.1. 三道红线行业整体情况	30
4.1.1. 净负债率：行业整体未能达标	30
4.1.2. 剔除合同负债的资产负债率：行业整体距达标一步之遥	31
4.1.3. 现金短债比：行业整体现金充裕	31
4.2. 龙头房企控制杠杆更为有力，整体着力提升在手现金量	32
4.2.1. 净负债率：龙头房企控制杠杆更为有力	32
4.2.2. 剔除合同负债后的资产负债率：各分位公司均未能达标	33
4.2.3. 现金短债比：各分位房企均着力提升在手现金	33

4.3. 商业公司杠杆低，三道红线要求全部满足	34
4.3.1. 净负债率：商业公司杠杆低	34
4.3.2. 剔除合同负债后的资产负债率：商业公司满足三道红线要求	35
4.3.3. 现金短债比：商业公司波动大	35
4.4. 国企民企分化明显	36
4.4.1. 净负债率：国企达到标准，民企有待继续降杠杆	36
4.4.2. 剔除合同负债后的资产负债率：民企距离达标仅一步之遥	37
4.4.3. 现金短债比：民企在手现金量较为逊色	38
5. 投资建议	39

图表目录

图 1：行业整体营收增速	6
图 2：行业整体净利润增速	6
图 3：行业整体归母净利润增速	6
图 4：少数股东权益占净利润比例	7
图 5：行业整体业绩锁定度	7
图 6：行业整体毛利率水平	8
图 7：行业整体净利率水平	9
图 8：行业整体销管研费用率水平	9
图 9：行业整体财务费用率水平	9
图 10：销售榜单 top 房企收入增速	10
图 11：销售榜单 top 房企净利润增速	11
图 12：销售榜单 top 房企归母净利润增速	11
图 13：销售榜单 top 房企少数股东权益占净利润比例	11
图 14：销售榜单 top 房企业绩锁定度	12
图 15：销售榜单 top 房企毛利率水平	12
图 16：销售榜单 top 房企净利率水平	13
图 17：销售榜单 top 房企销管研费用率水平	13
图 18：销售榜单 top 财务费用率水平	14
图 19：各子行业营收增速	14
图 20：各子行业净利润增速	15
图 21：各子行业归母净利润增速	15
图 22：各子行业少数股东权益占净利润比例	16
图 23：各子行业公允价值变动占收入比例	16
图 24：纯商业公司公允价值变动占收入比例	17
图 25：各子行业毛利率水平	17
图 26：各子行业净利率水平	18
图 27：各子行业销管研费用率水平	18
图 28：各子行业财务费用率水平	19
图 29：国企与民企的营收增速	19

图 30: 国企与民企的净利润增速	20
图 31: 国企与民企的归母净利润增速	20
图 32: 国企民企的少数股东权益占净利润比例	21
图 33: 国企民企业绩锁定度	21
图 34: 国企民企的毛利率水平	22
图 35: 国企民企的净利率水平	23
图 36: 国企民企的销管研费用率	23
图 37: 国企民企的财务费用率	23
图 38: 行业整体销售金额: 亿元	24
图 39: 行业整体销售面积: 万方	25
图 40: 行业整体销售均价: 万元/平米	25
图 41: TOP 房企销售金额: 亿元	26
图 42: TOP 房企销售金额占比	26
图 43: TOP 房企销售面积: 万方	26
图 44: TOP 房企销售面积占比	26
图 45: TOP 房企销售均价: 万元/平米	27
图 46: TOP 房企销售均价倍数	27
图 47: 国企民企销售金额: 亿元	27
图 48: 国企民企销售金额占比	27
图 49: 国企民企销售面积: 万方	27
图 50: 国企民企销售面积占比	27
图 51: 国企民企销售均价: 万元/平米	28
图 52: 国企民企销售均价倍数	28
图 53: 行业整体新开工面积: 万方	29
图 54: 行业整体开工完成度	29
图 55: 行业整体竣工面积: 万方	29
图 56: 行业整体竣工完成度	29
图 57: 行业整体土储: 万方	30
图 58: 国企民企土储增速	30
图 59: 行业整体净负债率	30
图 60: 行业整体剔除合同负债的资产负债率	31
图 61: 行业整体现金短债比	32
图 62: 行业整体长债短债比	32
图 63: 销售榜单 TOP 房企净负债率	32
图 64: 销售榜单 TOP 房企提出合同负债后的资产负债率	33
图 65: 销售榜单 TOP 房企现金短债比	34
图 66: 销售榜单 TOP 房企长债短债比	34
图 67: 各子行业净资产负债率	35
图 68: 各子行业剔除合同负债后的资产负债率	35
图 69: 各子行业现金短债比	36
图 70: 各子行业长债短债比	36

图 71: 国企民企的净资产负债率	37
图 72: 国企民企的剔除合同负债后的资产负债率	37
图 73: 国企民企的现金短债比	38
图 74: 国企民企的长债短债比	38

本篇报告选取 109 家地产开发类上市公司作为 2020 年报总结的研究对象，其中 A 股 72 家，H 股 37 家；根据细分领域分类，5 家公司归为商业子行业、剩余 104 家公司归为开发子行业；根据企业性质分类，48 家公司归为国企类别，剩余 61 家公司归为民企类别。由于港股上市公司的季报披露不完全，我们选取中报和年报数据进行分析。

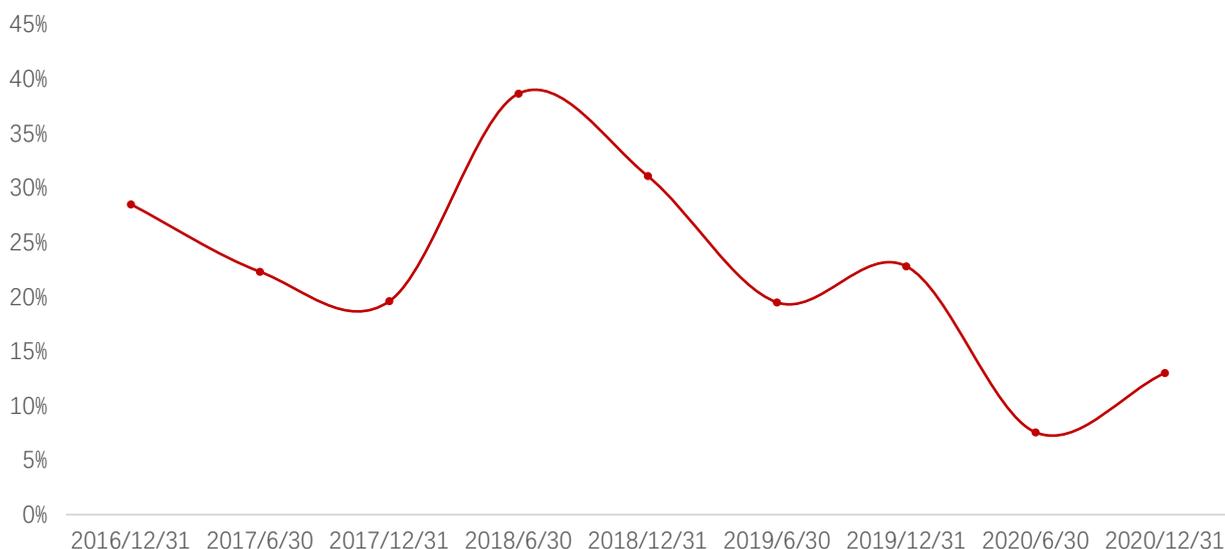
1. 业绩端：业绩增速整体下移，毛利率水平维持下行

1.1. 营收增速维持双位数，盈利能力整体下行

1.1.1. 营收双位数增长、利润未能实现正增长

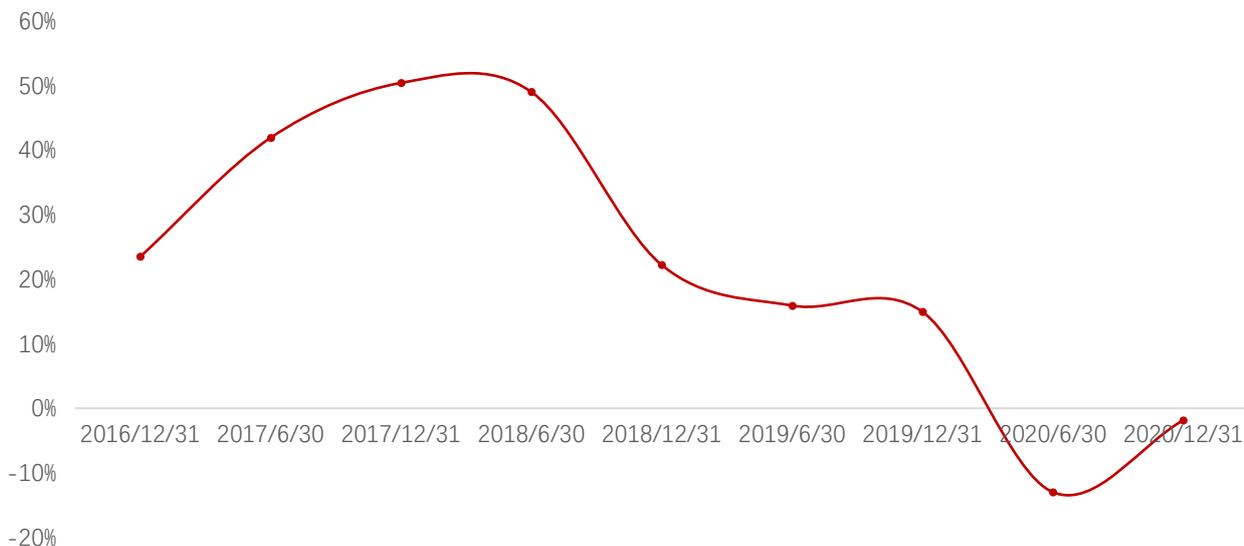
整体来看，这 109 家公司 2020 年共实现营收 57041.81 亿元，较 2019 年营收同比增长 13%，较去年同期增速下降 9.8pct；2020 年共实现净利润 5618.81 亿元，较 2019 年整体净利润同比下降 1.86%，较去年同期增速下降 16.8pct；2020 年共实现归母净利润 4987.87 亿元，较 2019 年整体归母净利润同比下降 3.15%，较去年同期增速下降 18.57pct。房企整体营收保持双位数增长，但增速放缓，而利润端未能实现正增长

图 1：行业整体营收增速



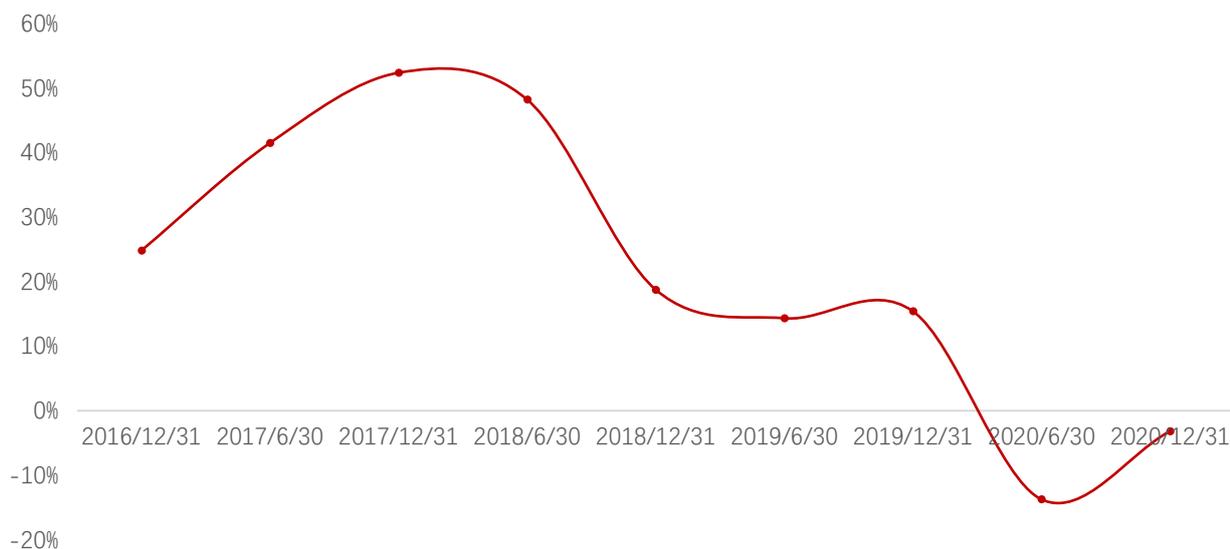
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：行业整体净利润增速



资料来源：wind、天风证券研究所

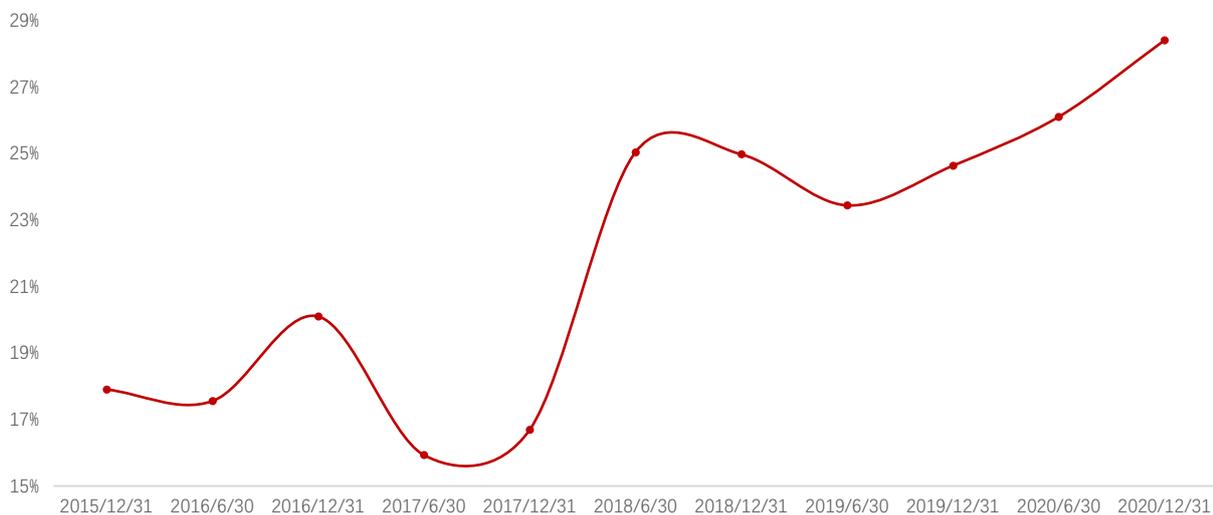
图 3：行业整体归母净利润增速



资料来源: wind、天风证券研究所

我们选取少数股东权益占净利润比例来分析归属上市公司净利润比例, 109 家公司 2020 年整体的少数股东权益/净利润比例为 28.41%, 较 2019 年该比例提升 3.77pct。2015-2020 年该比例整体呈现上升趋势, 其中在 2016-2017 年有所波动, 但在 2018 年 H1 突破 25%, 并从 2018 年开始维持在 23% 以上。2019 年以来行业整体的该比例逐年提升, 2020 年达到 28.41%, 为历史高位。我们认为近年来少数股东权益占净利润比例提升反映了房企权益合作比例提升。

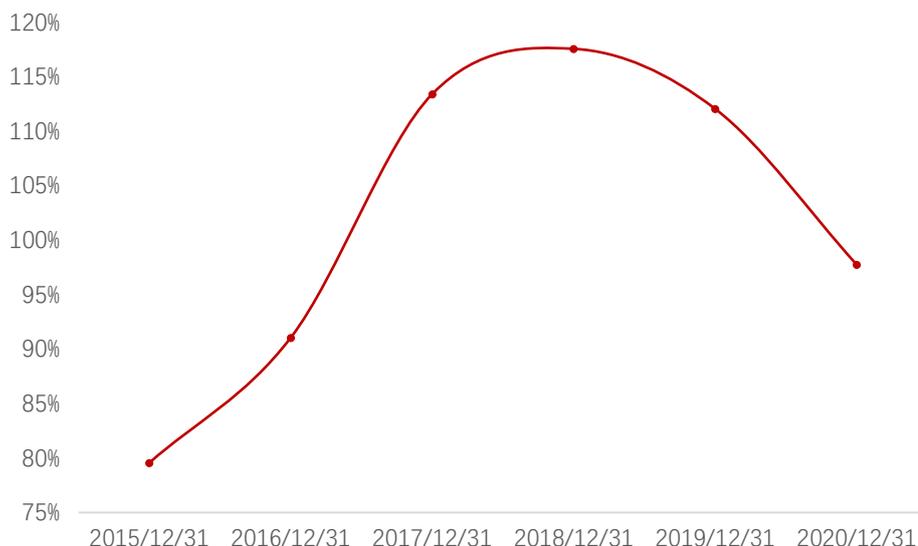
图 4: 少数股东权益占净利润比例



资料来源: wind、天风证券研究所

我们按照当年合同负债/当年营收作为业绩锁定度, 2020 年行业整体的业绩锁定度为 97.75%, 较 2019 年同期下降 14.30pct, 该比例 2015 年-2018 年呈现逐年上升的趋势, 2018 年达到 118% 的峰值, 但接下来的 2019 年-2020 年该比例持续下降, 2020 年该值低于 100%, 是 2017 年以来的首次。

图 5: 行业整体业绩锁定度



资料来源: wind、天风证券研究所

1.1.2. 毛利率持续走低，控费效果较为显著

2020 年行业整体毛利率为 25.92%，较 2019 年同期下降 4.21pct，自 2018 年 H1 至今持续下降，并达到 2015 年以来的最低水平。我们认为有如下原因：

- 1) 拿地价格逐渐提升，导致成本端上升
- 2) 热门城市限制新房销售价格，导致收入端受限

在房住不炒和因城施策的政策背景下，我们认为行业毛利率水平可能会维持低位。

图 6：行业整体毛利率水平



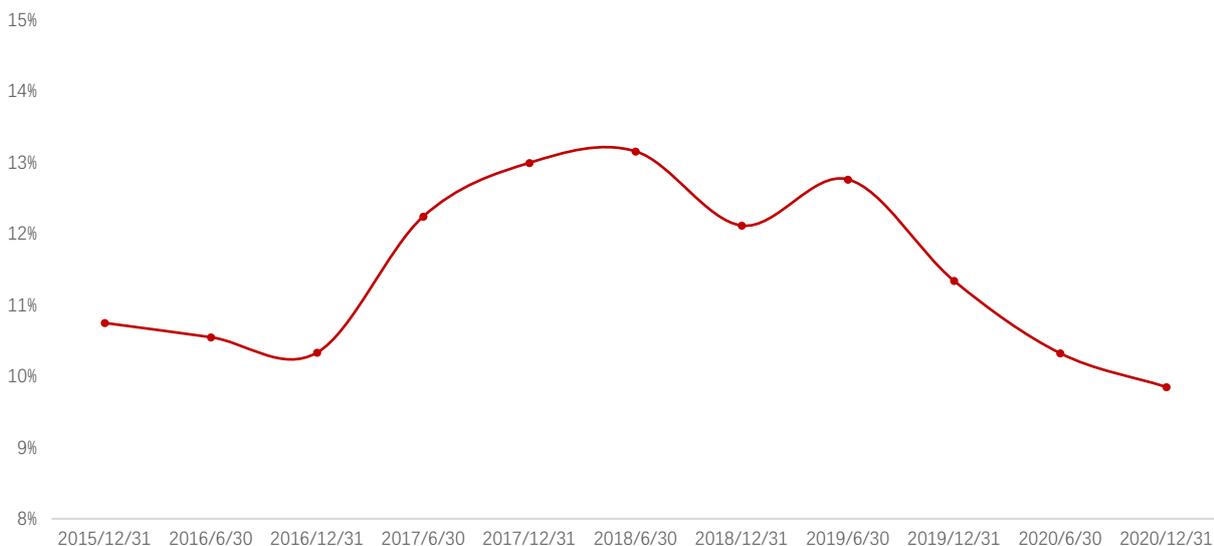
资料来源: wind、天风证券研究所

2020 年行业整体净利率为 9.85%，较 2019 年同期水平下降 1.49pct。行业整体净利率水平从 2019 年开始逐年下降，并达到 2015 年以来的历史低位。从控费的角度看：

- 1) 销管研费用率方面，2020 年行业整体费用率为 6.83%，较 2019 年同期下降 0.46pct。2019 年以来，行业整体费用率水平下降，房企管理效率控费效果明显；
- 2) 财务费用率方面，2020 年行业整体费用率为 1.04%，较 2019 年同期下降 0.29pct，该

费用率水平达到 2015 年以来的最低水平，显示了房企显著的融资端费用管控效果

图 7：行业整体净利率水平



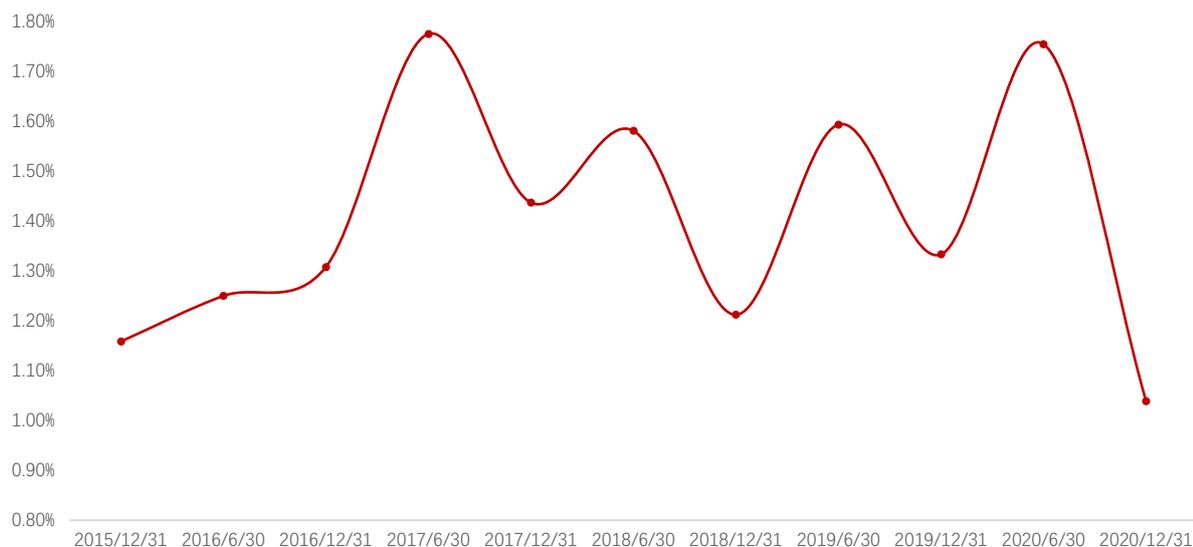
资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：行业整体销管研费率水平



资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：行业整体财务费用率水平



资料来源: wind、天风证券研究所

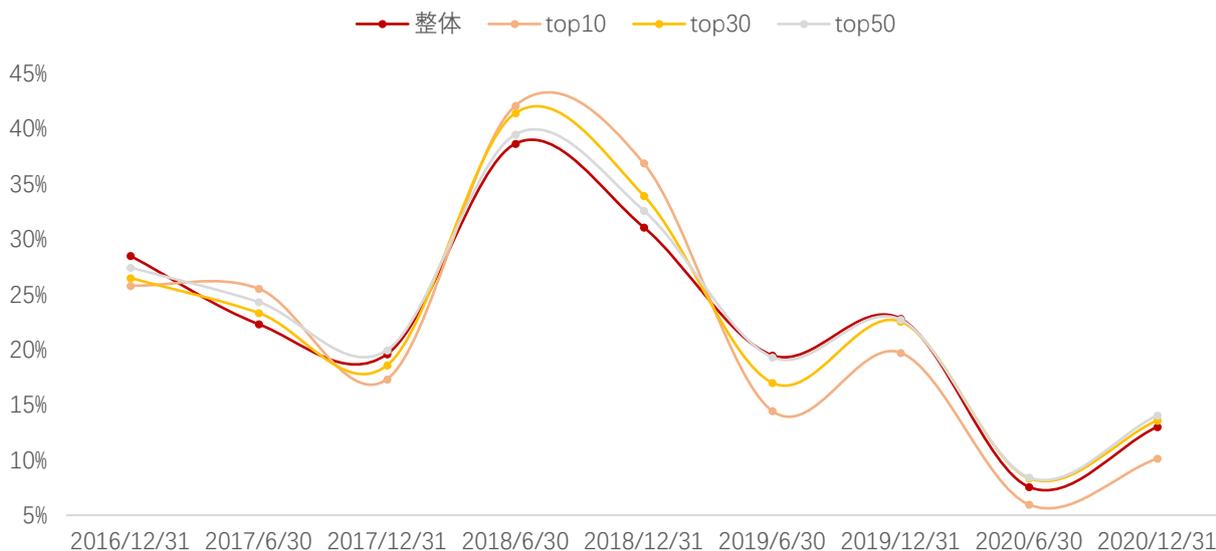
1.2. 中型房企收入增速提升明显，龙头房企权益合作意愿提升

我们根据克而瑞 2020 年全口径销售榜单，看 top10、top30、top50 的房企整体情况。

1.2.1. 中型房企收入增速提升大，龙头房企净利润增速恢复明显

行业整体 2020 年实现收入增速为 13%，TOP10、top30 和 top50 房企收入增速分别为 10.13%、13.59%、14.05%，均较 2019 年同期有所下降，分别下降 9.59pct、8.94pct、8.66pct；较 2020 年 H1 收入增速有所提升，分别提升 4.16pct、5.23pct、5.62pct，好于行业整体水平。Top50 房企的收入增速最高，其房企的收入增速提升最为明显。

图 10：销售榜单 top 房企收入增速



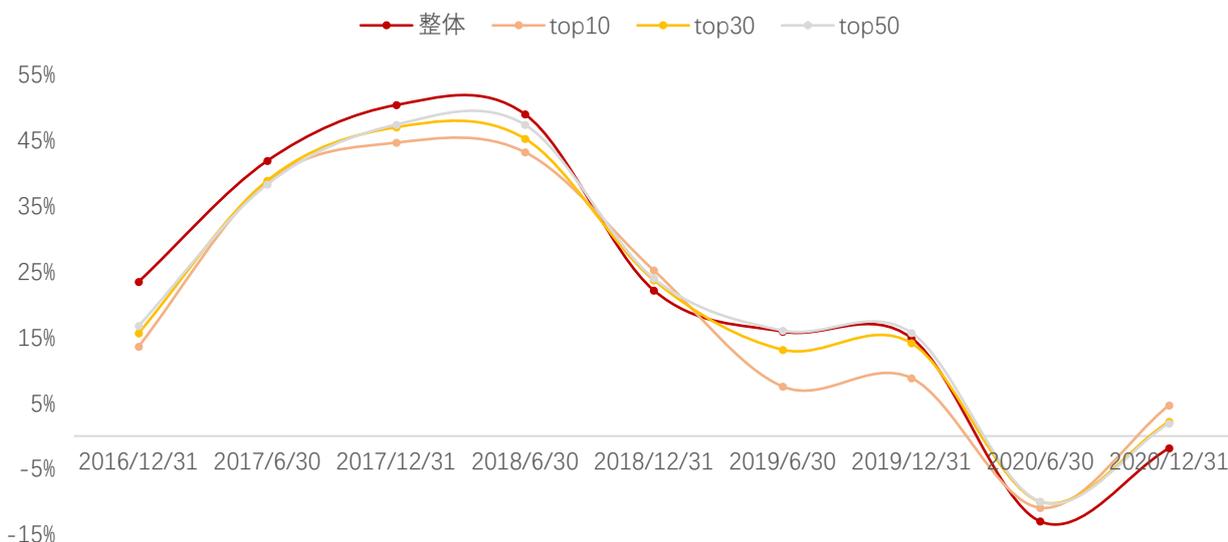
资料来源: wind、克而瑞、天风证券研究所

行业整体 2020 年实现净利润增速为 -1.86%，TOP10、top30 和 top50 房企净利润增速分别为 4.69%、2.21%、1.93%，均较 2019 年同期有所下降，分别下降 4.14pct、11.96pct、13.8pct；但较 2020 年 H1 均有所提升，分别提升 15.61pct、12.20pct、11.92pct。Top10、top30、

top50 的净利润均实现了正增长，好于行业整体水平其中 top10 房企净利润增速恢复最为明显。

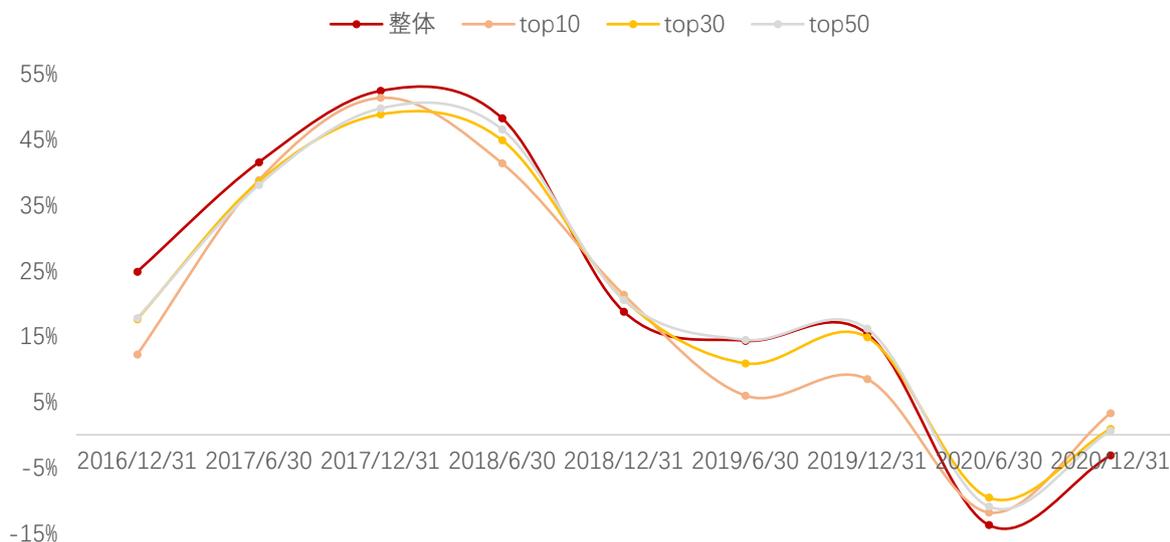
行业整体 2020 年实现归母净利润增速为-3.15%，TOP10、TOP30、TOP50 房企归母净利润增速分别为 3.29%、0.9%、0.61%，均较 2019 年同期有所下降，分别下降 5.19pct、13.97pct、15.56pct；与净利润类似，三者均较 2020 年 H1 有所提升，分别提升 15.11pct、10.47pct、11.54pct，TOP10、TOP30、TOP50 均实现正增长。收入和利润增速均反映了行业的龙头效应。

图 11：销售榜单 top 房企净利润增速



资料来源：wind、克而瑞、天风证券研究所

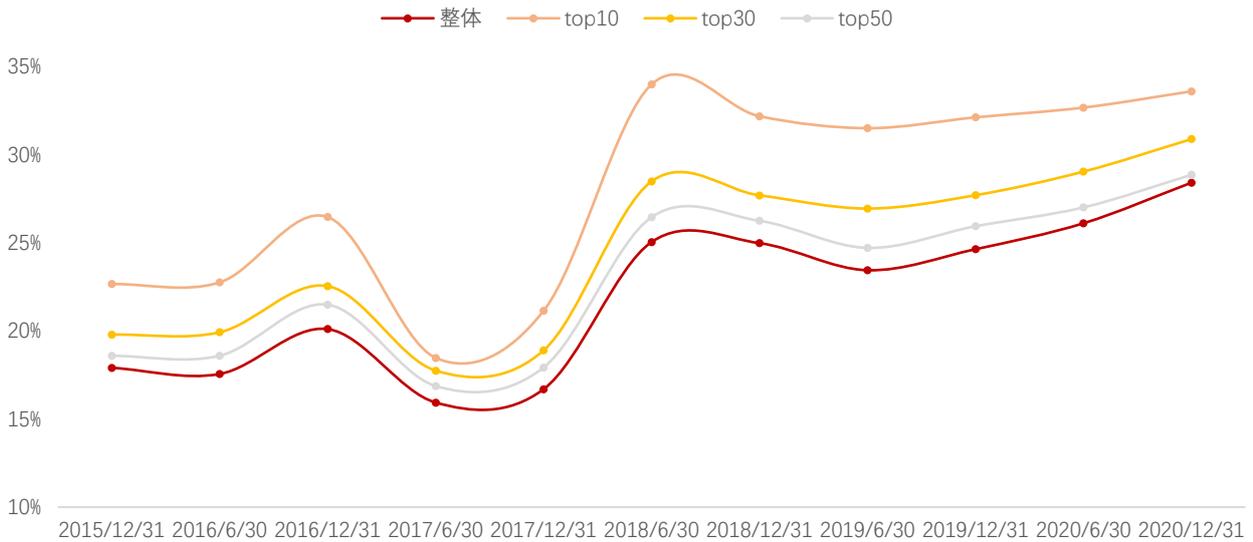
图 12：销售榜单 top 房企归母净利润增速



资料来源：wind、克而瑞、天风证券研究所

从房企权益合作趋势看，选取少数股东权益/净利润这一指标，行业整体 2020 年该比例为 28.41%，top10、top30、top50 房企该比例分别为 33.59%、30.88%、28.85%，较 2019 年同期分别提升 1.48pct、3.18pct、2.92pct，分别较 2020 年 H1 提升 0.92pct、1.85pct、1.85pct。虽然龙头房企该比例最高，但是从较 2019 年同比和 2020 年 H1 环比增幅可以看出中小型房企权益合作比例提升更为明显。

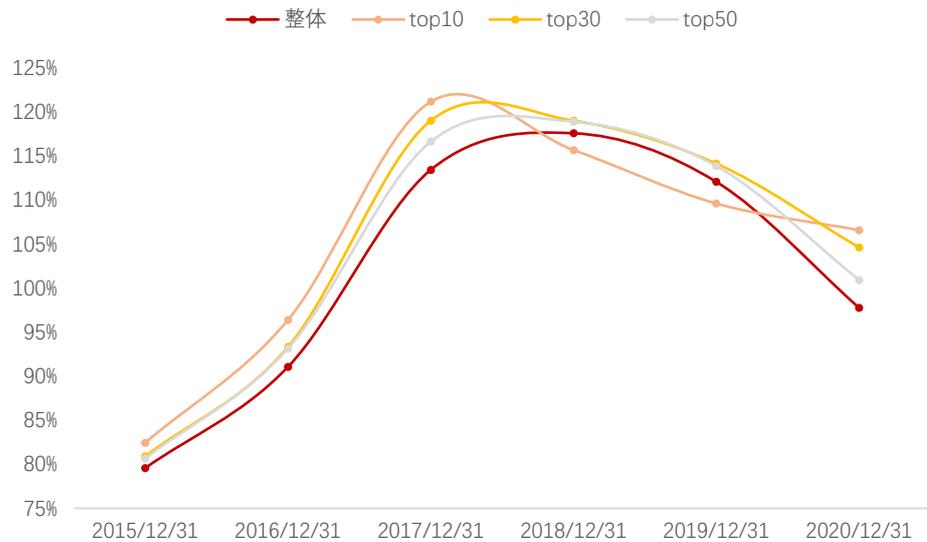
图 13：销售榜单 top 房企少数股东权益占净利润比例



资料来源: wind、克而瑞、天风证券研究所

从业绩锁定度看, 2020 年行业整体业绩锁定度为 97.75%, TOP10、TOP30、TOP50 房企业绩锁定度分别为 106.57%、104.6%、100.92%, 分别较 2019 年下降 3.02pct、9.52pct、12.92pct, 与行业呈现的趋势基本一致, 其中 TOP10 房企业绩锁定度下降最少, 可以看出行业的龙头企业业绩稳定性更为明显。

图 14: 销售榜单 top 房企业绩锁定度

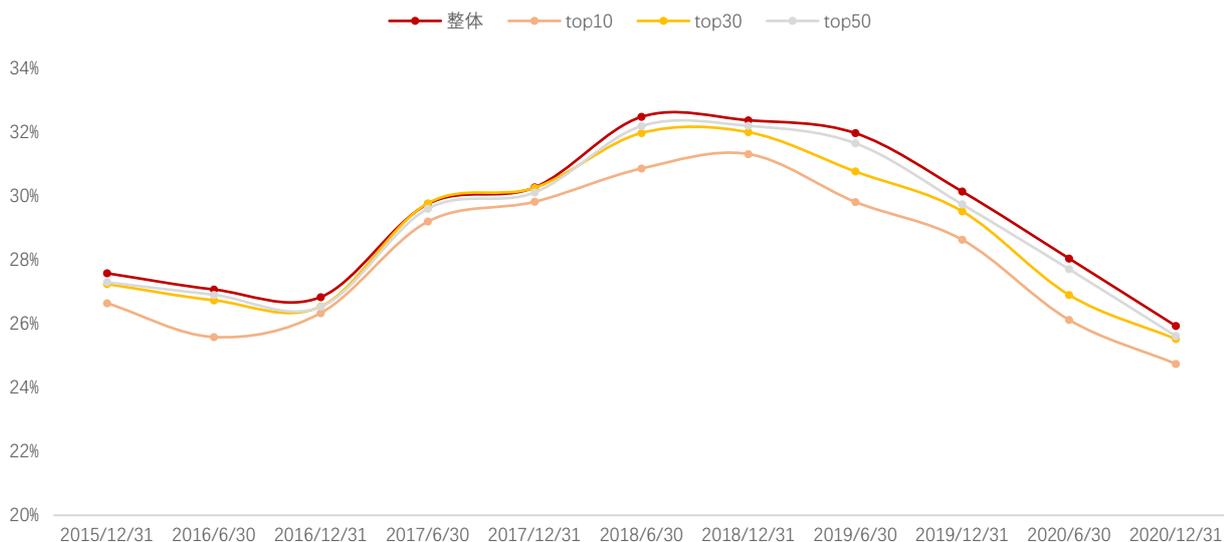


资料来源: wind、天风证券研究所

1.2.2. 毛利率水平下降趋势一致, 龙头房企控费效果较为明显

行业整体 2020 年毛利率为 25.92%, top10、top30、top50 毛利率分别为 24.74%、25.51%、25.60%, 分别较 2019 年同期下降 3.88pct、4.00pct、4.12pct, 分别较 2020 年行业整体水平低 1.18pct、0.41pct、0.32pct, 但趋势与行业整体下降趋势一致。

图 15: 销售榜单 top 房企毛利率水平

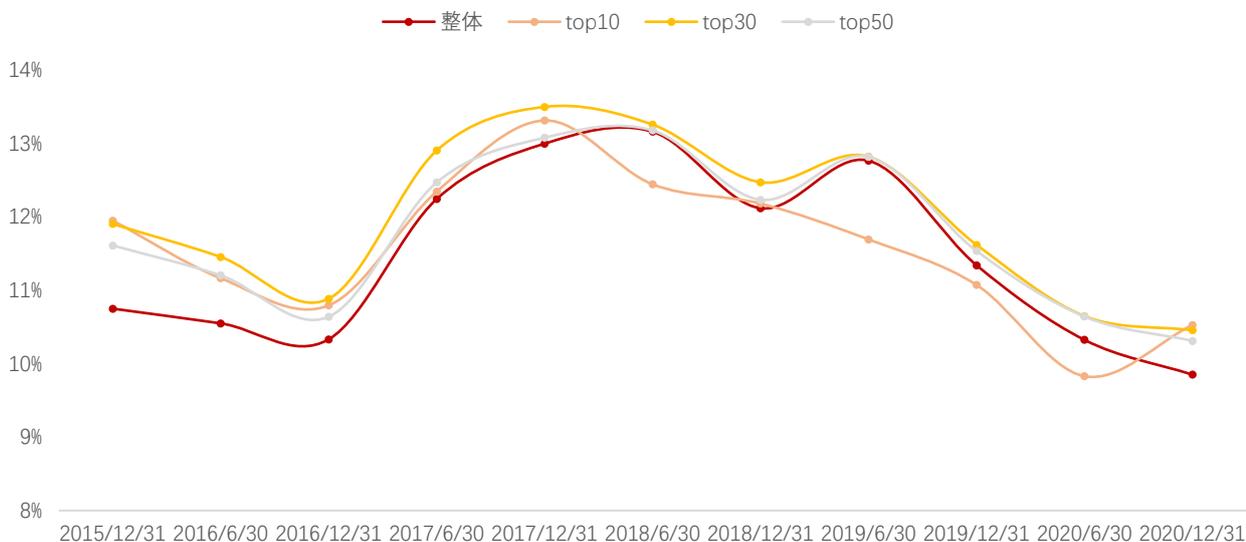


资料来源: wind、克而瑞、天风证券研究所

行业整体 2020 年净利率为 9.85%，TOP10、TOP30、TOP50 净利率分别为 10.53%、10.46%、10.31%，分别较 2019 年同期下降 0.55pct、1.16pct、1.23pct，分别较 2020 年行业整体水平高 0.68pct、0.6pct、0.46pct，其中 TOP10 房企的净利率较 2020 年 H1 有所提升 0.7pct，实现正增长，TOP30 和 TOP50 的净利率较 2020 年 H1 分别下降 0.19pct、0.33pct。从费用角度看：

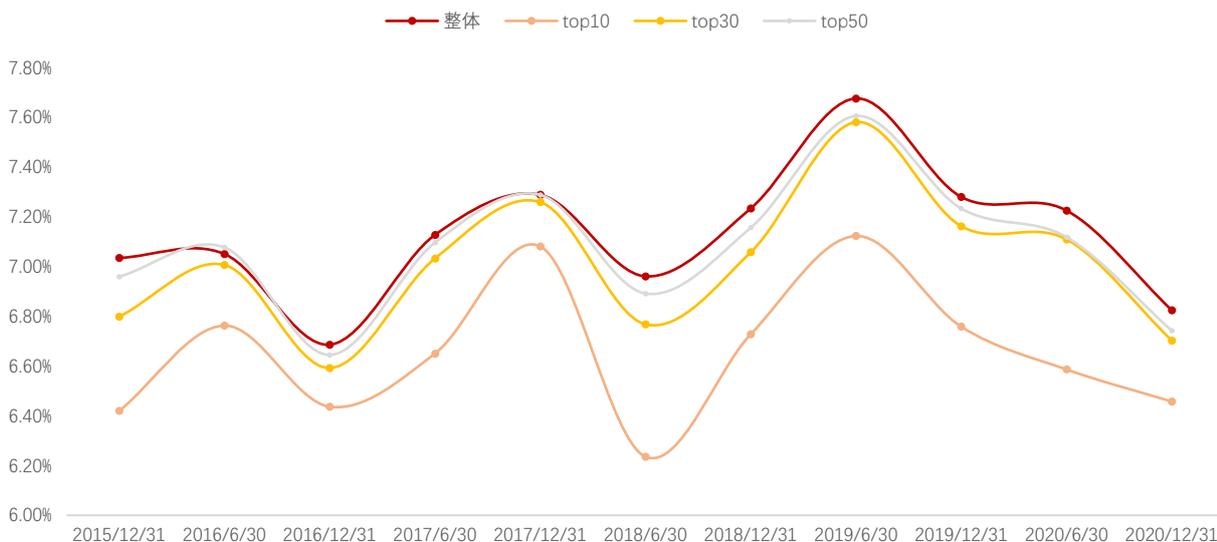
- 1) 销管研费用方面，TOP10、TOP30、TOP50 房企 2020 年销管研费用率分别为 6.46%、6.70%、6.74%，较去年同期分别下降 0.3pct、0.46pct、0.49pct，较 2020 年行业整体水平分别降低 0.37pct、0.12pct、0.08pct，TOP10 房企的费用率最低。
- 2) 财务费用率方面，TOP10、TOP30、TOP50 房企 2020 年财务费用率分别为 1.40%、1.39%、1.36%，较去年同期分别下降 0.21pct、0.19pct、0.17pct，较 2020 年行业整体水平高 0.36pct、0.35pct、0.32pct，龙头房企的融资能力更为明显。

图 16: 销售榜单 top 房企净利率水平



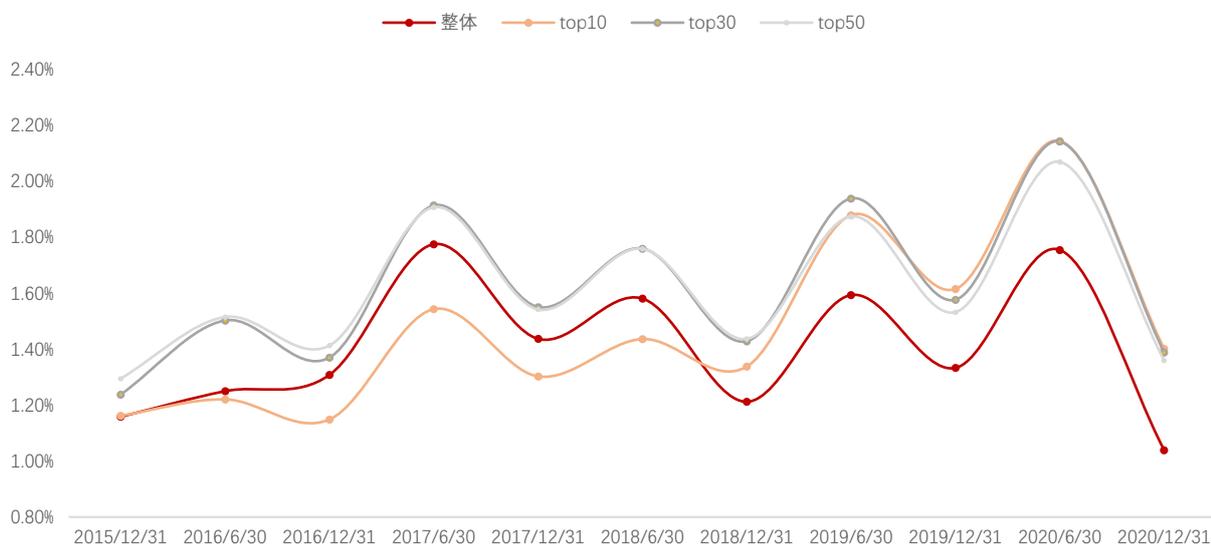
资料来源: wind、克而瑞、天风证券研究所

图 17: 销售榜单 top 房企销管研费用率水平



资料来源: wind、克而瑞、天风证券研究所

图 18: 销售榜单 top 财务费用率水平



资料来源: wind、克而瑞、天风证券研究所

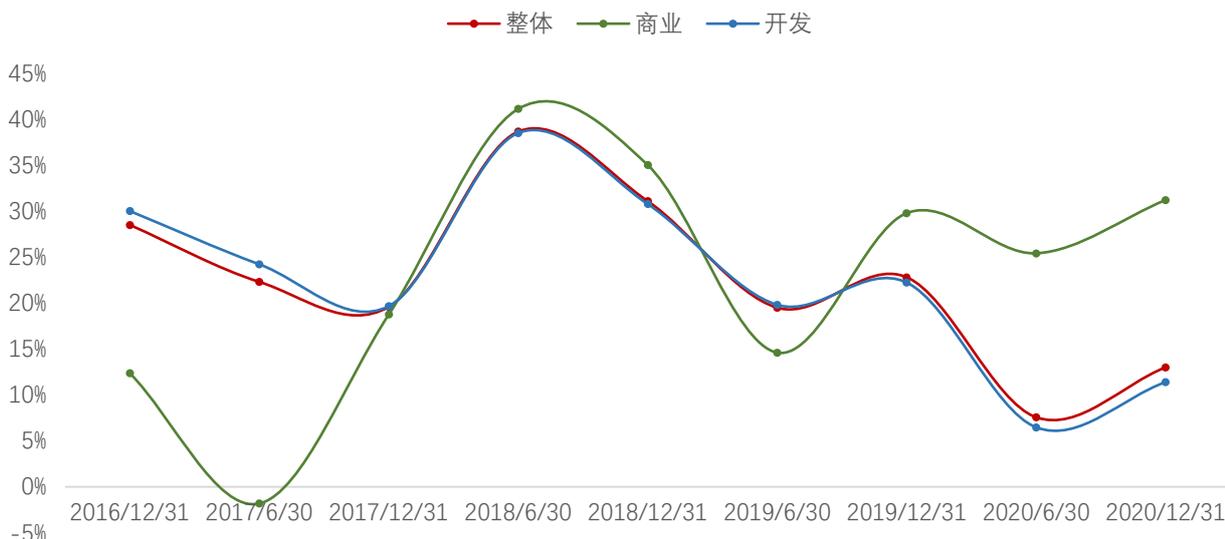
1.3. 商业公司业绩增速更趋稳定，盈利能力更胜一筹

我们在 109 家公司中根据主营业务选取华润置地、龙湖集团、新城控股、世茂股份、电子城等 5 家公司作为子行业为商业的公司，其余公司为子行业为开发的公司。

1.3.1. 商业公司营收增速较去年提升，净利润实现同比正增长

行业整体 2020 年营收增速为 13%，其中商业和开发子行业公司的营收增速分别为 31.21%、11.40%，分别较 2019 年同期增长 1.43%、降低 10.83%，分别较 2020 年行业整体高出 18.21pct、低出 1.6pct；行业整体和商业、开发的营收增速均较 2020 年 H1 有所提升，其中商业的营收增速提升最为明显，达到 5.80pct，开发和行业整体的提升分别为 4.92pct、5.43pct。

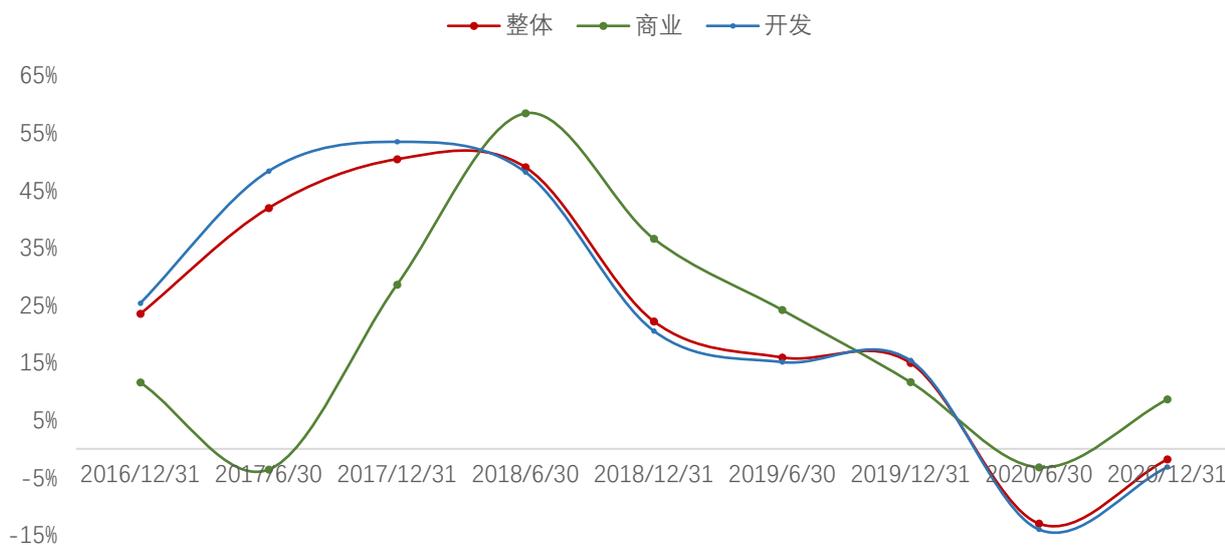
图 19: 各子行业营收增速



资料来源: wind、天风证券研究所

行业整体 2020 年净利润增速为-1.86%，其中商业和开发两个子行业公司的净利润增速分别为 8.61%、-3.18%，较 2019 年同期分别下降 3pct、18.57pct，较 2020 年 H1 分别提升 11.84pct、10.84pct，其中商业公司的净利润增速实现转正，而开发公司和行业整体均未实现增长，但较转正一步之遥。

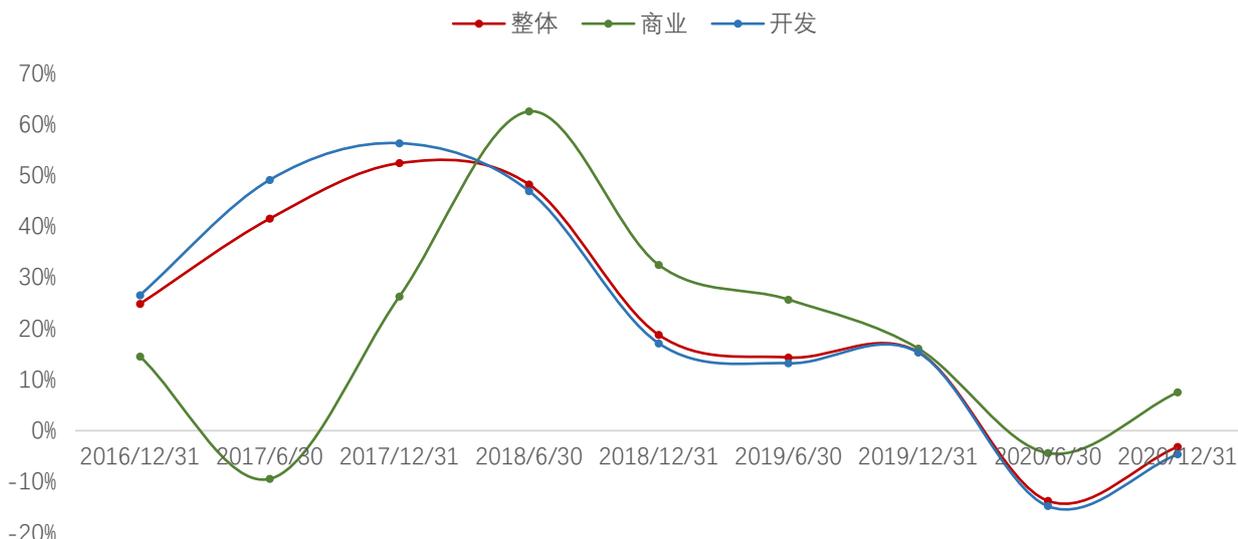
图 20: 各子行业净利润增速



资料来源: wind、天风证券研究所

行业整体 2020 年归母净利润增速为-3.15%，其中商业和开发两个子行业公司的归母净利润增速分别为 7.52%、-4.63%，较 2019 年同期分别下降 8.59pct、19.95pct，较 2020 年 H1 分别提升 11.91pct、10.15pct，其中商业公司的归母净利润增速提升最为显著并回归正增长，开发和整体保持一致的趋势，虽然为负增长但改善明显。

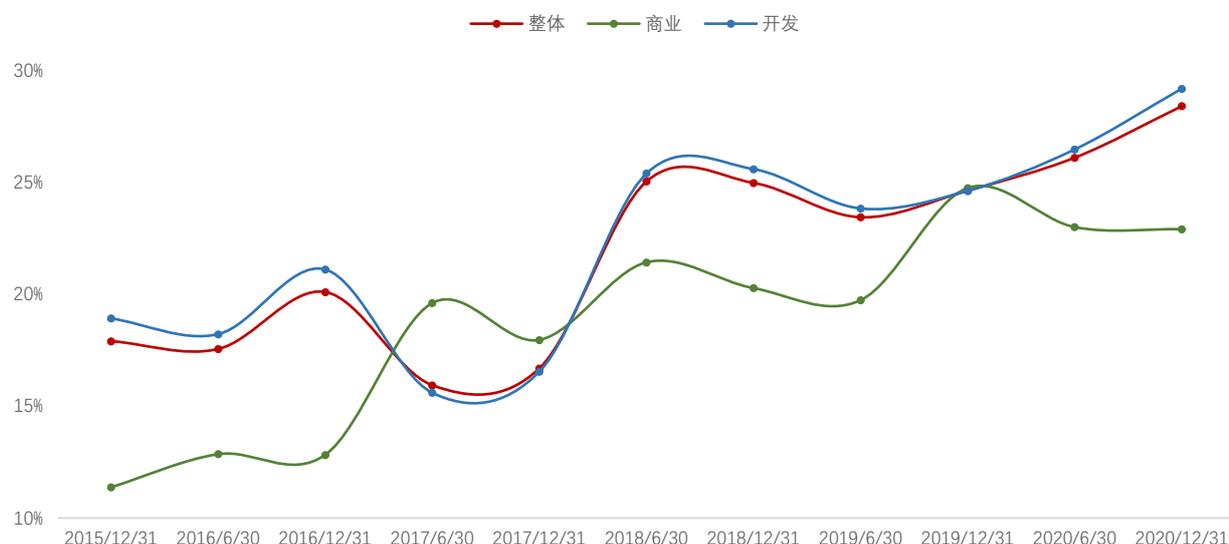
图 21: 各子行业归母净利润增速



资料来源: wind、天风证券研究所

我们选取少数股东权益/净利润作为分析公司权益合作的指标，2020 年行业整体该指标水平为 28.41%，商业公司和开发公司该指标分别为 22.91%、29.19%，较 2019 年同期分别下降 1.84pct、上升 4.57pct，较 2020 年 H1 分别下降 0.09pct、上升 2.72pct，商业公司该比例较为平稳，且保持 2015-2020 年期间，除 2017 年外，其余时间均维持在在行业整体水平之下，而开发类公司则与整体水平基本保持一致，且始终略高于行业整体水平，表明商业公司权益合作较行业整体略低。

图 22: 各子行业少数股东权益占净利润比例



资料来源: wind、天风证券研究所

对于商业公司,我们额外添加了公允价值变动/收入比例来判断收入受投资性房地产价值变动的影响。2020 年行业整体的该比例为 0.62%，商业和开发两个子行业的该比例分别为 2.57%、0.42%，商业公司该比例于 2020 年降至 3%以下，达到 2015 年以来的新低。但是商业公司维持在整体水平之上,商业和开发公司分别较 2019 年同期分别下降 1.79pct、0.26pct,分别较 2020 年 H1 分别下降 2.13pct、0.22pct,商业公司该比例下降最多,主要原因是 2020 年疫情影响了投资性房地产的估值。

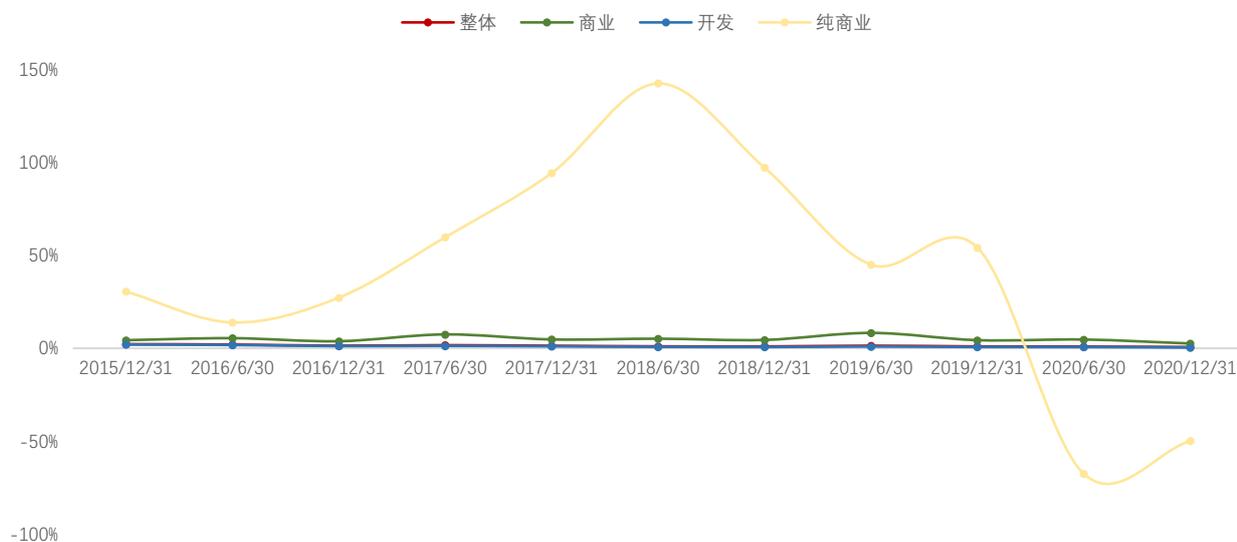
图 23: 各子行业公允价值变动占收入比例



资料来源: wind、天风证券研究所

对于公允价值变动占收入比例这一指标，我们额外选取港股的太古地产和恒隆地产作为纯商业公司与原有的 5 家商业公司和 104 家开发公司进行对比。我们发现纯商业地产公司的公允价值变动损益占收入比例波动非常大，在 2015-2018 年期间，该比例持续上行，并于 2018 年 H1 达到 142% 的峰值，但接下来的时间内则呈现下跌趋势，并于 2020 年跌破 0，公允价值变动为负，2020 年该值略有回升，由 -67% 回升至 50%。

图 24: 纯商业公司公允价值变动占收入比例

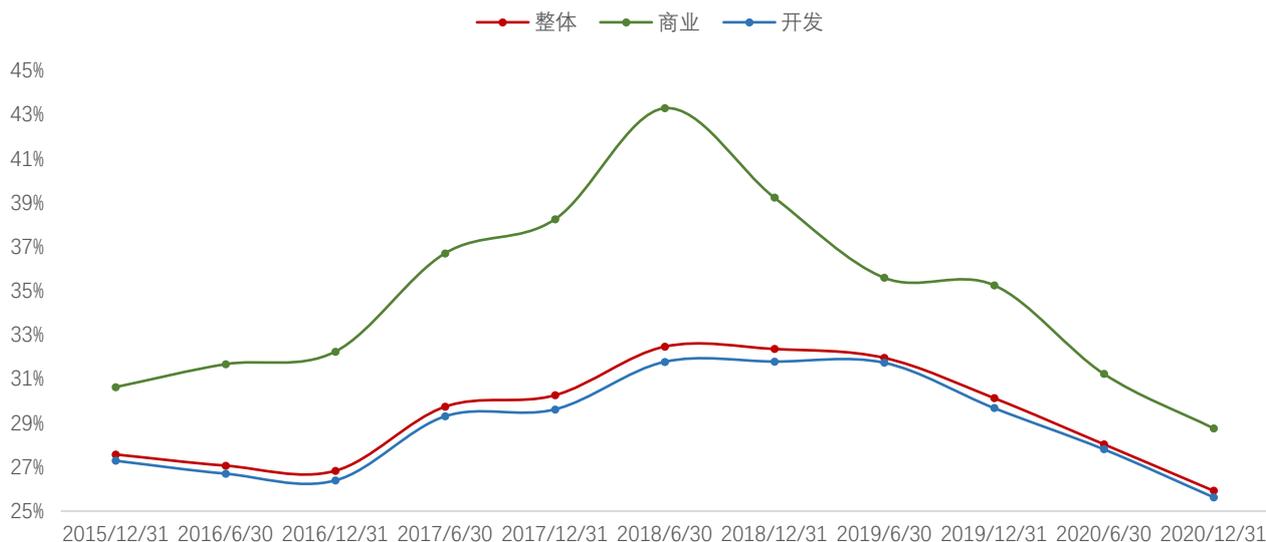


资料来源: wind、天风证券研究所

1.3.2. 毛利率下行趋势一致，商业公司费用管控能力提升

行业整体 2020 年毛利率为 25.92%，商业公司和开发公司的毛利率分别为 28.75%、25.63%，分别较 2019 年同期下降 6.5pct、4.05pct，分别较 2020 年 H1 下降 2.48pct、2.18pct。商业公司的毛利率普遍在行业整体水平以上，2015 年以来，商业公司的毛利率维持在 30% 以上，但 2020 年年报显示商业的公司毛利率首次跌至 30% 以下，降至 28.75%，仅较开发类公司毛利率高 3.13pct。但开发类公司较商业更为稳定，开发类公司毛利率在 2016 年开始稳步提升至 2018 年的水平，随后保持下跌趋势。

图 25: 各子行业毛利率水平



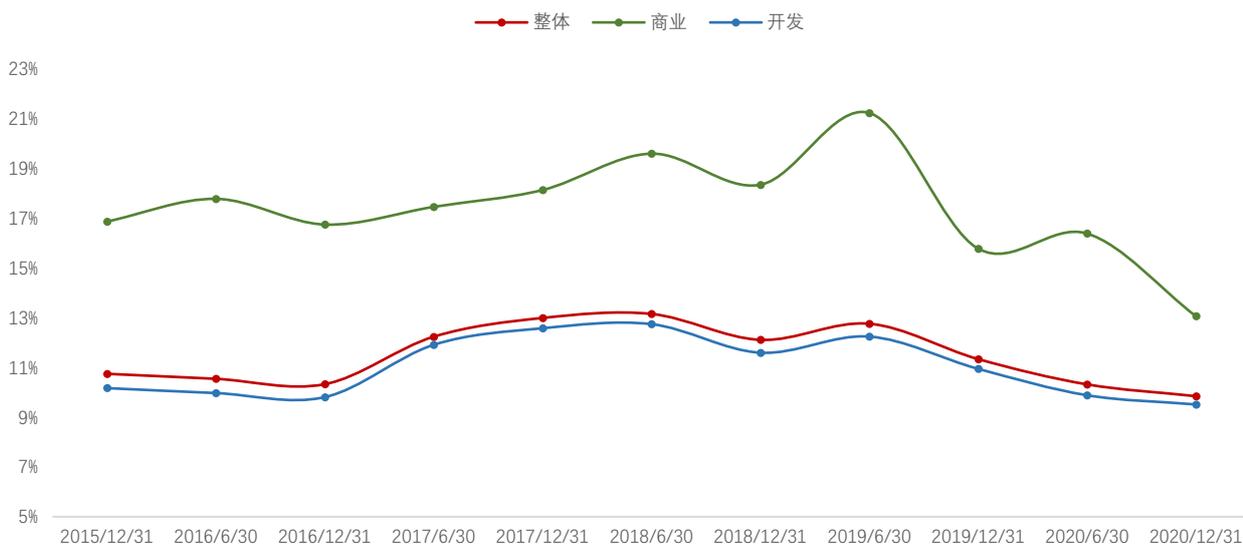
资料来源: wind、天风证券研究所

行业整体 2020 年净利率为 9.85%，商业公司和开发公司的净利率分别为 13.06%、9.52%，分别较 2019 年同期下降 2.72pct、1.43pct，分别较 2020 年 H1 下降 3.33pct、0.37pct。2015 年以来商业公司的净利率普遍在 15%以上，尤其在 2019 年 H1 突破 20%，但在 2019 年年报下跌至 15.78%，并在 2020 年跌破 15%，达到 2015 年以来的最低点。2015 年-2019 年，开发公司的净利率保持在 10%-13%区间内，2020 年则跌破 10%，其变化趋势与商业公司大体维持一致。

从费用角度看，2020 年商业公司的控费能力强于开发类公司，主要体现在：

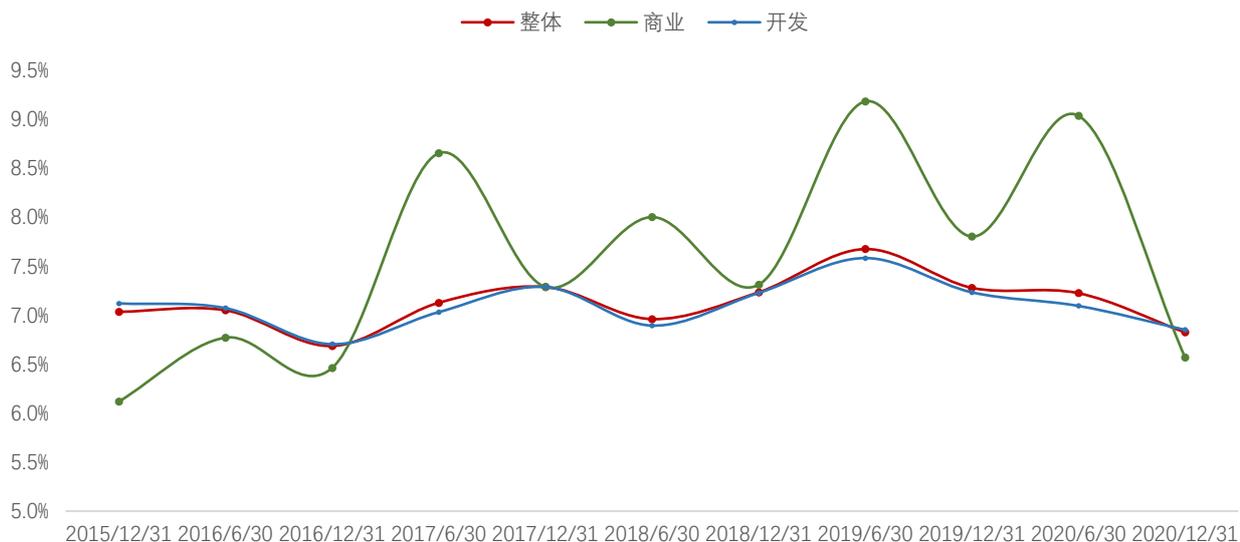
- 1) 销管研费用率方面，商业类公司和开发类公司该费率分别为 6.57%、6.85%，分别较 2019 年同期下降 1.23pct、0.38pct，分别较 2020 年 H1 下降 2.47pct、0.24pct，商业类公司下降幅度较大，并且该费率在 2016 年以来首次实现费率低于开发类公司
- 2) 财务费用率方面，商业类公司和开发类公司该费率分别为 -0.08%、1.16%，商业类公司的财务费用率普遍较行业整体水平和开发类公司低。

图 26: 各子行业净利率水平



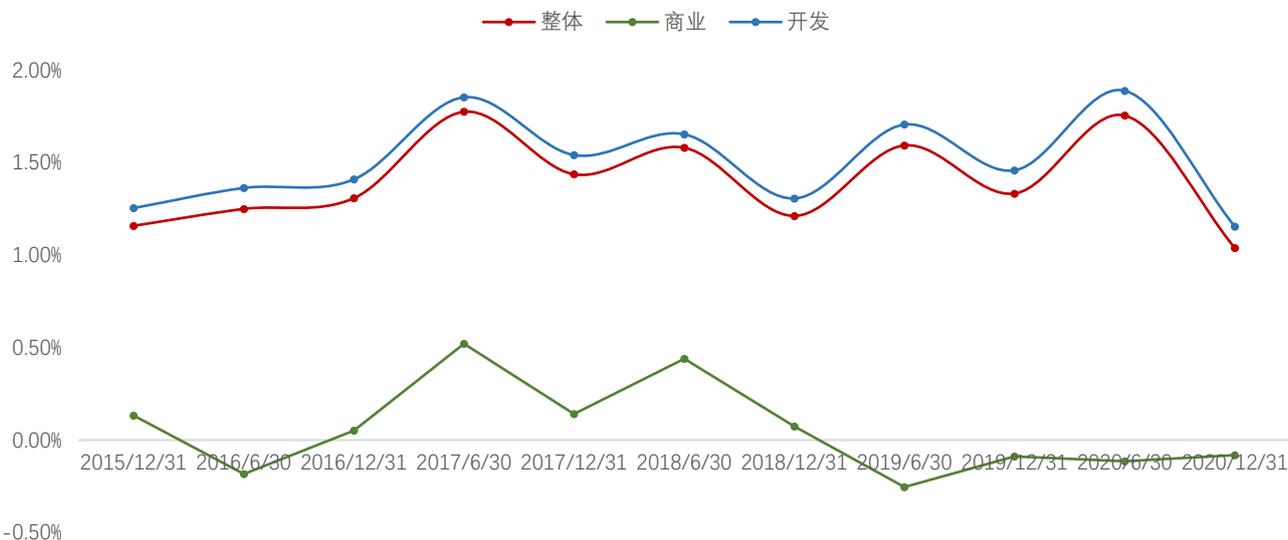
资料来源: wind、天风证券研究所

图 27: 各子行业销管研费用率水平



资料来源: wind、天风证券研究所

图 28: 各子行业财务费用率水平



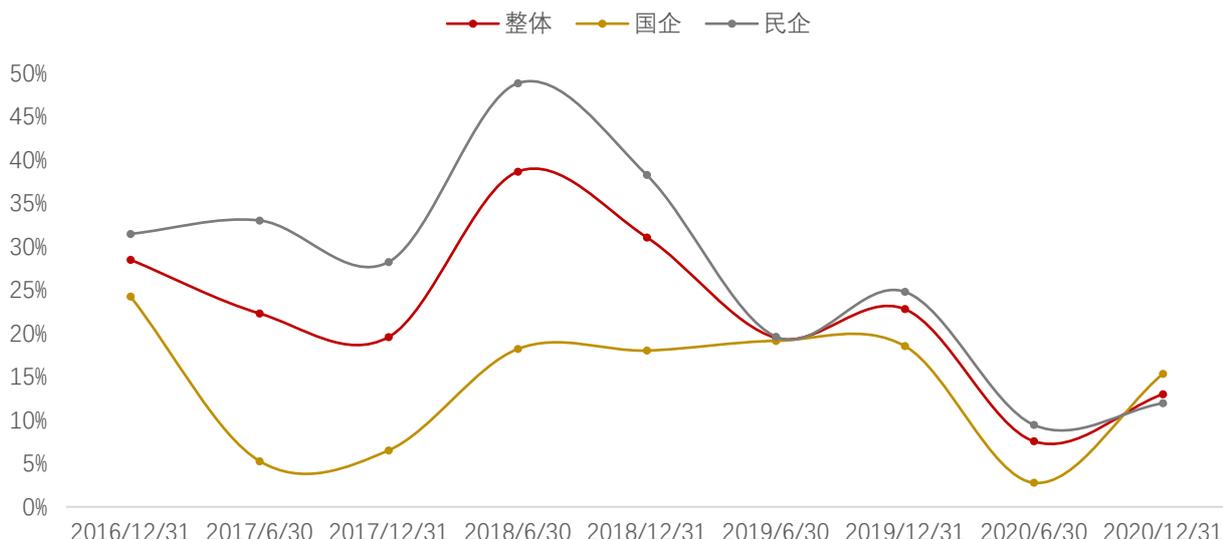
资料来源: wind、天风证券研究所

1.4. 国企营收增速反超民企，民企权益合作意愿持续提升

1.4.1. 国企营收增速五年内首次超过民企

行业整体 2020 年营收增速为 13%，其中国企和民企的营收增速分别为 15.35%、11.96%，分别较 2019 年同期下降 3.2pct、12.85pct，较 2020 年 H1 上升 12.57pct、2.5pct。2016 年以来，国企的营收增速普遍低于整体和民企，但 2020 年国企首次高于行业整体和民企。

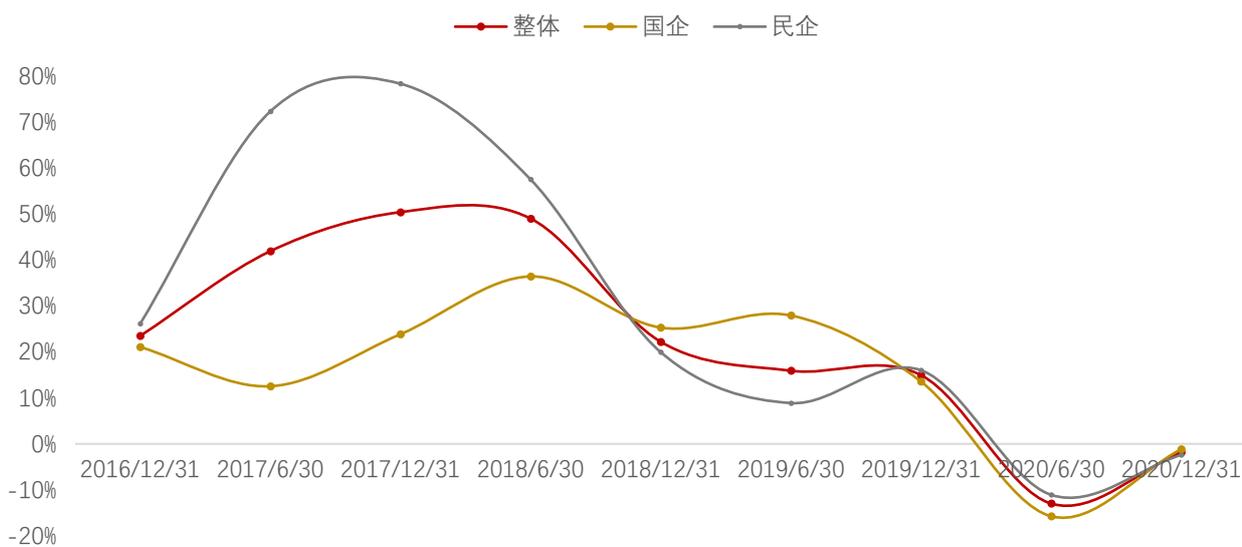
图 29: 国企与民企的营收增速



资料来源: wind、天风证券研究所

行业整体 2020 年净利润增速为-1.86%, 其中国企和民企净利润增速分别为-1.14%、-2.39%, 分别较 2019 年同期下降 14.68pct、18.41pct, 较 2020 年 H1 上升 14.62pct、8.71pct, 其中国企上升幅度最大, 但国企和民企均未能实现净利润正增长。

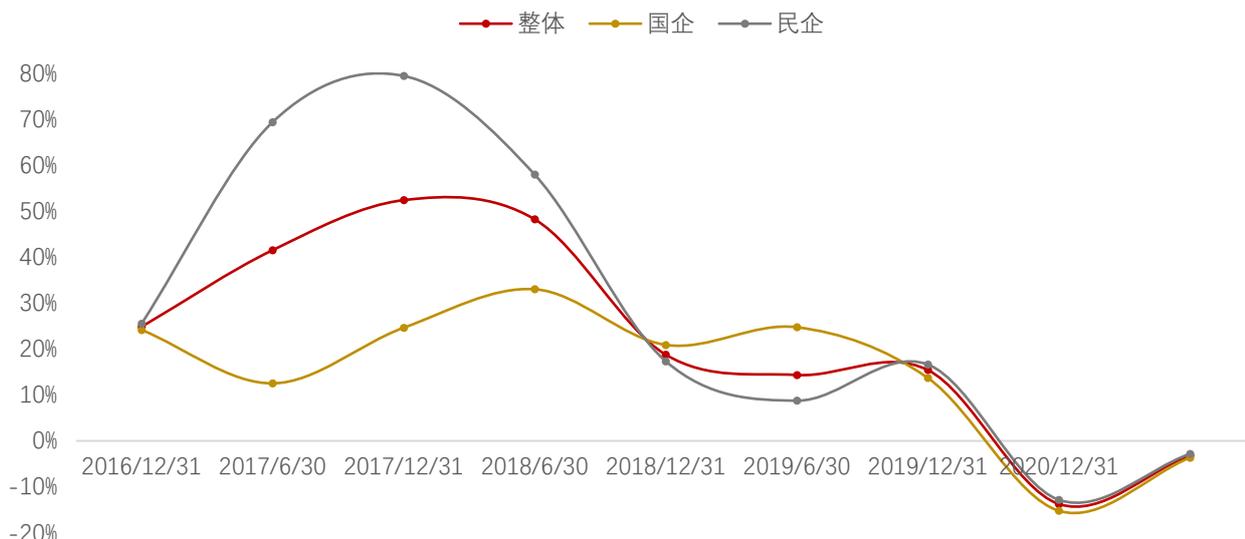
图 30: 国企与民企的净利润增速



资料来源: wind、天风证券研究所

行业整体 2020 年归母净利润增速为-3.15%, 其中国企和民企归母净利润增速分别为-3.65%、-2.82%, 分别较 2019 年同期下降 17.34pct、19.43pct, 较 2020 年 H1 年上升 11.56pct、10.01pct, 国企上升幅度最大, 但 2019 年以来国企与民企的归母净利润增速趋势与行业整体基本保持一致。

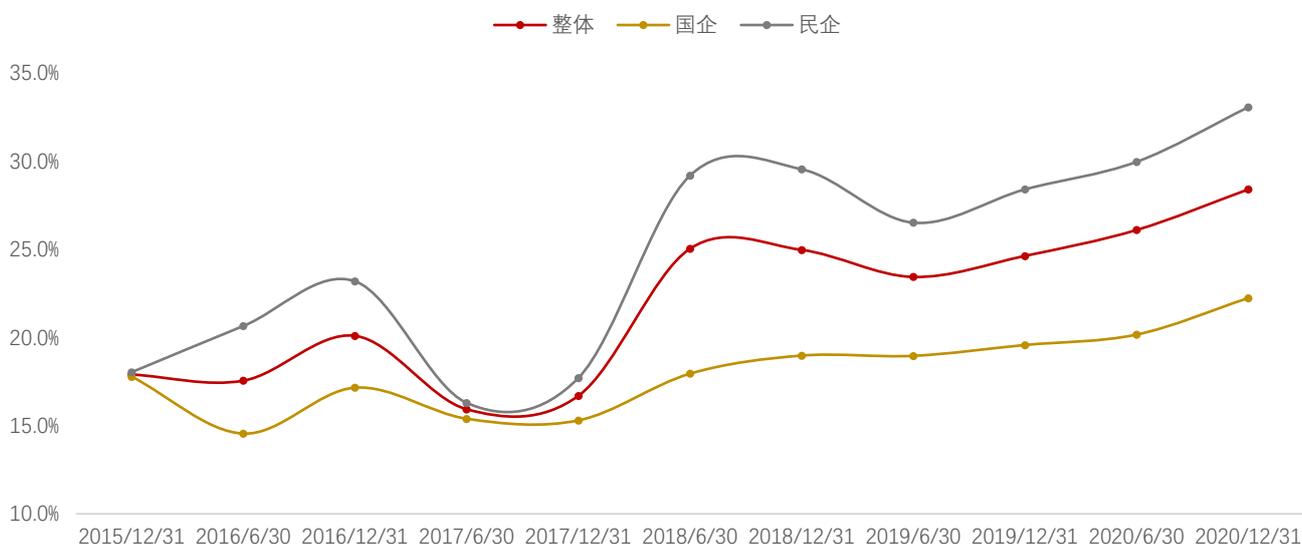
图 31: 国企与民企的归母净利润增速



资料来源: wind、天风证券研究所

在房企权益合作方面,少数股东权益占净利润比例这一指标,行业整体水平为 28.41%, 国企和民企分别为 22.24%、33.07%, 分别较 2019 年同期上升 2.66pct、4.66pct, 分别较 2020 年 H1 上升 2.07pct、3.10pct。2015 年以来, 国企该比例保持在行业整体水平以下, 民企则保持在行业整体水平以上。2020 年民企该比例较国企高 10.83pct, 国企与民企的该比例变化趋势基本保持一致。我们认为在土地集中供地和三道红线等多方面政策下, 行业整体的权益合作比例有望进一步提升, 其中民企与国企的权益合作比例差距将有望进一步扩大。

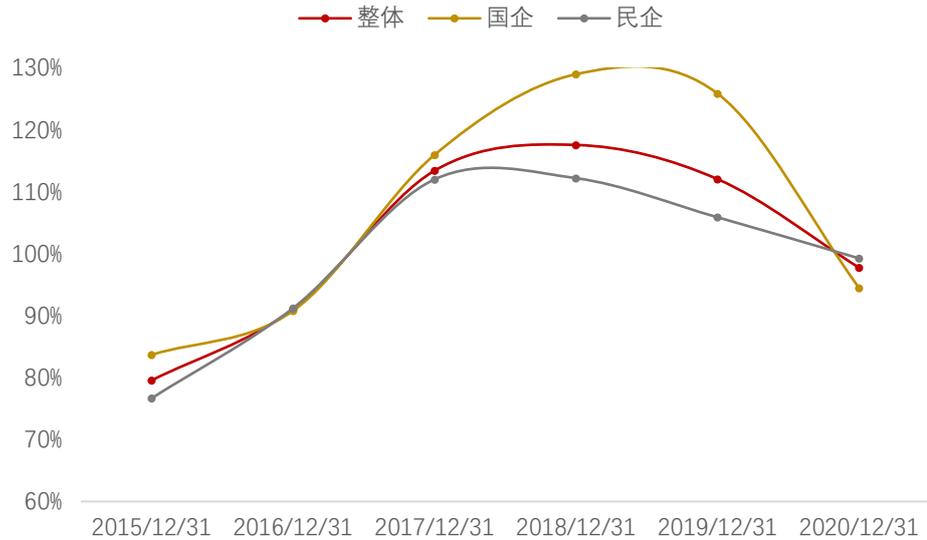
图 32: 国企民企的少数股东权益占净利润比例



资料来源: wind、天风证券研究所

从业绩锁定度这一指标看, 2020 年行业整体业绩锁定度为 97.75%, 国企和民企的该指标分别为 94.48%、99.26%, 分别较 2019 年下降 31.37pct、6.63pct, 其中国企的下降幅度更大。2015-2019 年国企的业绩锁定度维持在行业平均水平以上, 民企则保持在行业水平以下, 2020 年国企业绩锁定度低于民企, 我们认为这或与 2020 年民企加大推货力度有关。

图 33: 国企民企业绩锁定度

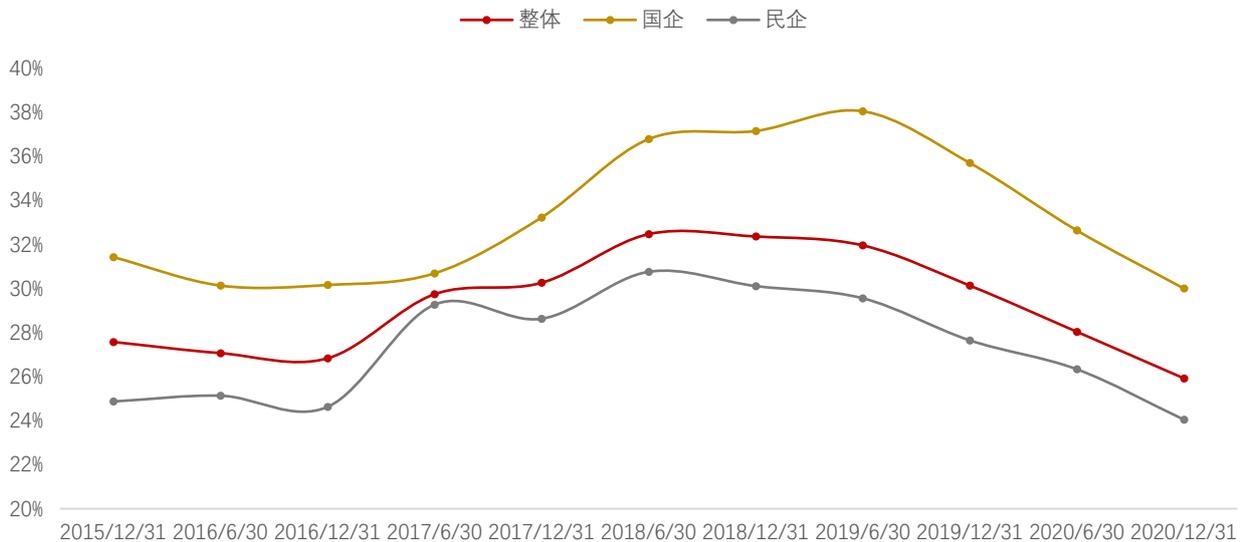


资料来源: wind、天风证券研究所

1.4.2. 国企毛利率持续高于民企，二者均处于毛利率下行通道

行业整体 2020 年毛利率为 25.92%，国企和民企毛利率分别为 30%、24.05%，分别较 2019 年同期下降 5.7pct、3.6pct，分别较 2020 年 H1 下降 2.64pct、2.29pct。其中国企的毛利率持续维持在行业整体水平以上，国企毛利率保持在 30%以上的水平，并于 2019 年 H1 达到 38.04%的峰值，2020 年国企的毛利率持续走低，接近 2016 年以来的最低水平。民企持续维持在行业整体水平以下，2015-2017 年民企毛利率维持在 25%左右，随后至 2019 年 H1，民企的毛利率水平维持在 28%-30%区间内，但在近年来却持续下降，并于 2020 年重新跌回至 25%左右的水平。

图 34: 国企民企的毛利率水平



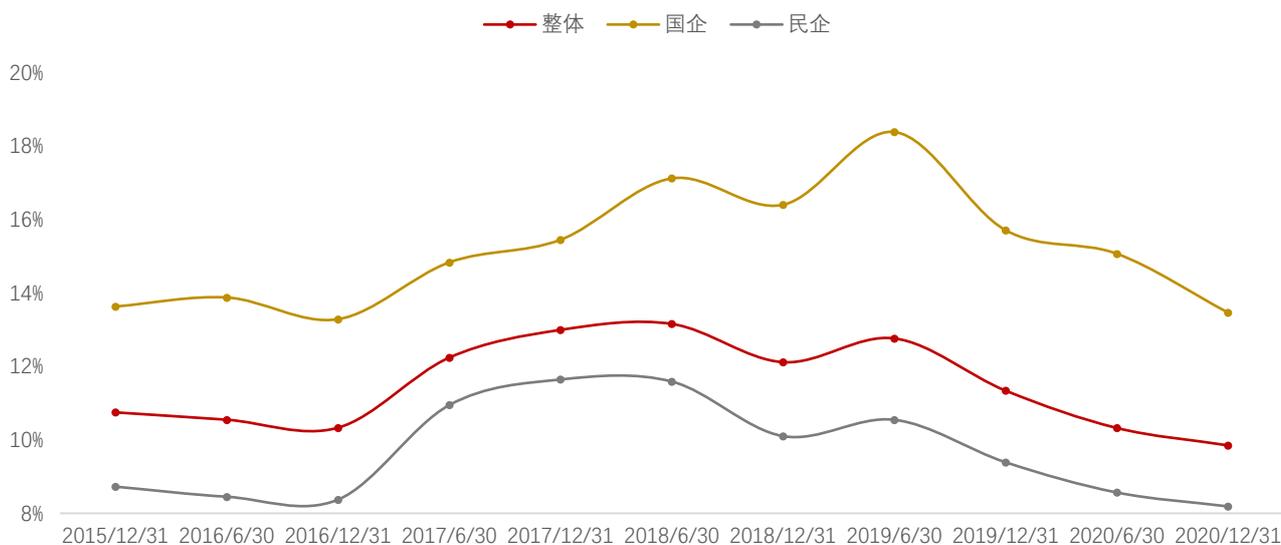
资料来源: wind、天风证券研究所

行业整体 2020 年净利率为 9.85%，国企和民企分别为 13.47%、8.19%，分别较 2019 年同期下降 2.25pct、1.2pct，分别较 2020 年 H1 下降 1.6pct、0.38pct。国企净利率始终维持在行业整体水平以上，2015-2016 年维持在 14%左右，随后至 2019 年逐渐攀升至 18.39%的峰值，并在近年来持续下降，2020 年重新跌破 14%水平。民企净利率普遍低于行业整体水平，趋势与国企类似，2015-2016 年维持在 8%左右，随后至 2018 年 H1 达到 11.6%，近年来净利率在下行通道内，2020 年重新跌回至 8%左右的水平。

费用管控方面，国企与民企的差异较为明显，

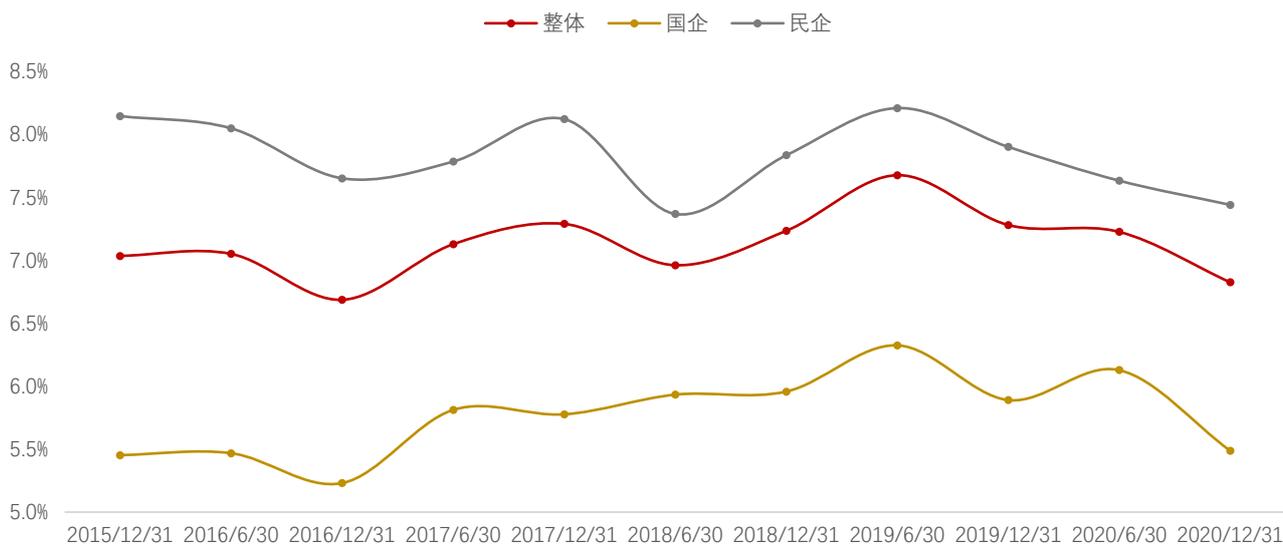
- 1) 销管研费用方面，2020 年国企与民企的费用率分别为 5.49%、7.44%，分别较 2019 年同期下降 0.04pct、0.46pct，较 2020 年 H1 下降 0.64pct、0.19pct，民企费用率维持高于行业整体水平，而国企则维持低于行业整体水平。国企与民企的费用率主要保持下降趋势，表明了二者对费用管控均取得了成效。
- 2) 财务费用方面，2020 年国企与民企的费用率分别为 1.44%、0.86%，分别较 2019 年同期下降 0.11pct、0.38pct，较 2020 年 H1 下降 1.01pct、0.64pct。2015 年以来，民企财务费用率低于行业整体水平，而国企则高于行业整体水平，但在 2017-2018 年期间，民企的财务费用率从 1.66%持续下降至 0.9%，而在此期间国企的财务费用率呈现均值上涨的趋势，表明了民企对于财务费用管控能力更胜一筹。

图 35：国企民企的净利率水平



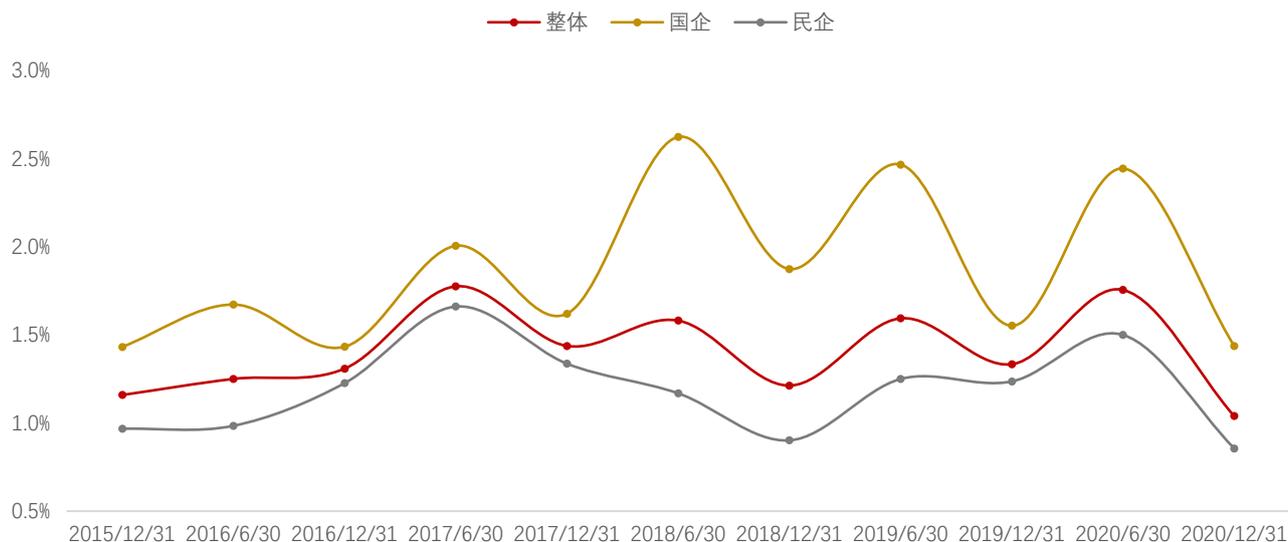
资料来源：wind、天风证券研究所

图 36：国企民企的销管研费用率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 37：国企民企的财务费用率



资料来源: wind、天风证券研究所

2. 销售端：行业整体实现量价齐升，龙头效应更为明显

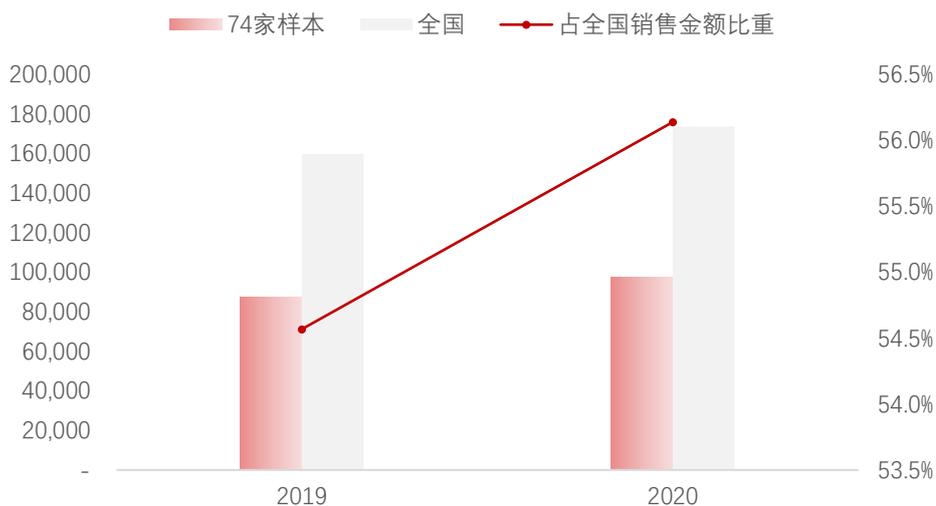
在 109 家房企样本中，我们根据数据完整性以及企业盈利持续性保留了 74 家房企分析房企销售端情况。

2.1. 行业整体实现量价齐升

2.1.1. 销售金额稳定增长

2020 年全国房地产行业销售金额为 173613 亿元，同比增长 8.69%，74 家样本房企总销售金额 97462 亿元，同比增长 11.82%，占 2020 年全国销售金额的 56.14%，该比例较 2019 年提升 1.57pct。

图 38：行业整体销售金额：亿元



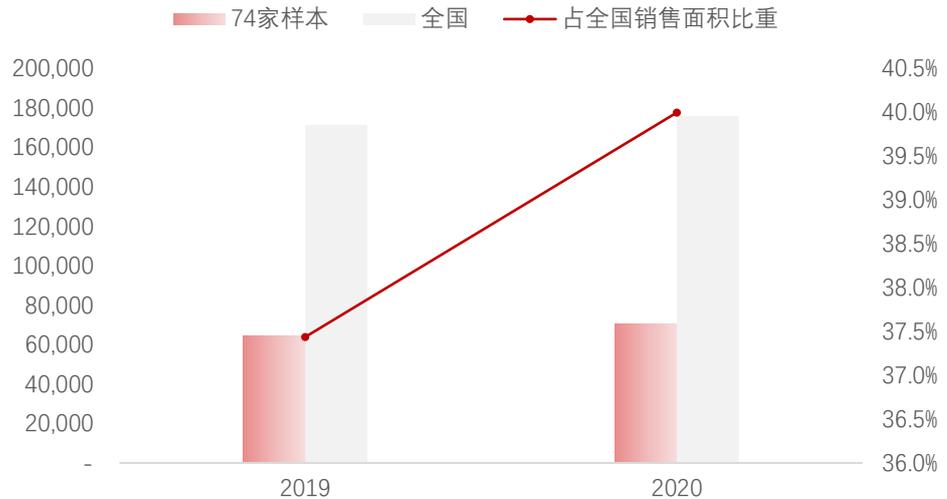
资料来源: wind、国家统计局、天风证券研究所

2.1.2. 销售面积小幅增长

2020 年全国房地产行业销售面积为 176086 万方，同比增长 2.64%，74 家样本房企总销售面积 70434 万方，同比增长 9.66%，占 2020 年全国销售面积的 40%，该比例较 2019 年提

升 2.56pct。

图 39：行业整体销售面积：万方

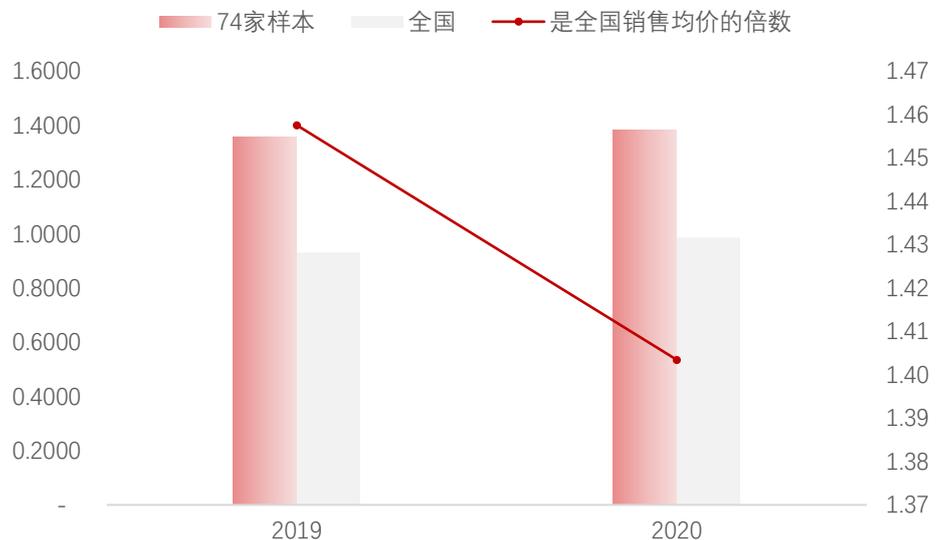


资料来源：wind、国家统计局、天风证券研究所

2.1.3. 销售均价提升

2020 年全国房地产行业销售均价为 0.986 万元/平米，同比增长 5.90%，74 家样本房企销售均价为 1.3837 万元/平米，同比增长 1.97%，是全国销售均价的 1.4 倍，该比率较 2019 年降低 0.05。

图 40：行业整体销售均价：万元/平米



资料来源：wind、国家统计局、天风证券研究所

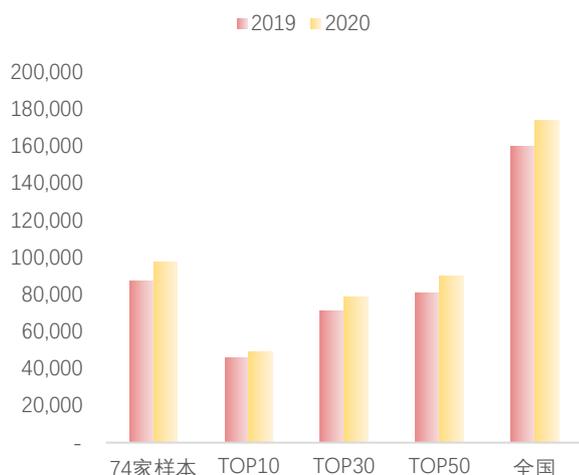
2.2. 龙头房企销售比重提升

2.2.1. 龙头房企销售金额占比提升

2020 年全国房地产销售金额增速为 8.69%，样本房企销售金额增速为 11.82%，根据 2020 年克而瑞全口径销售金额榜单，TOP10、TOP30、TOP50 房企 2020 年销售金额增速分别为 7.41%、10.68%、11.26%，占全国销售金额比重分别为 28.24%、45.21%、51.63%，分别较 2019 年降低 0.34pct、提升 0.81pct、提升 1.19pct，我们可以看出房地产销售逐渐向大中

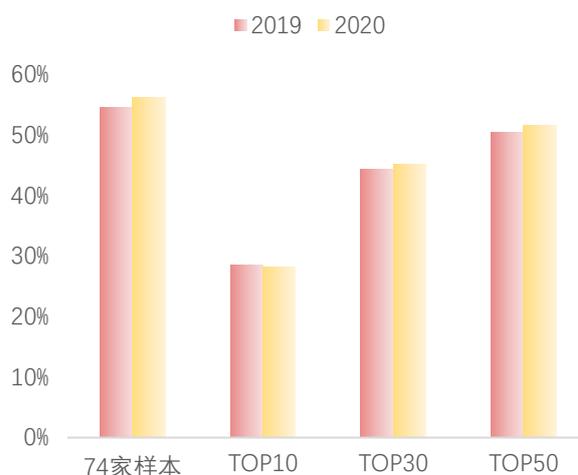
型房企集中。

图 41: TOP 房企销售金额: 亿元



资料来源: wind、国家统计局、天风证券研究所

图 42: TOP 房企销售金额占比

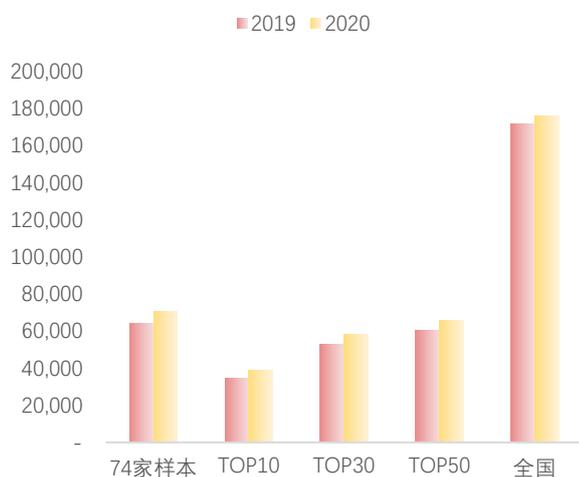


资料来源: wind、国家统计局、天风证券研究所

2.2.2. 龙头房企销售面积增长最高

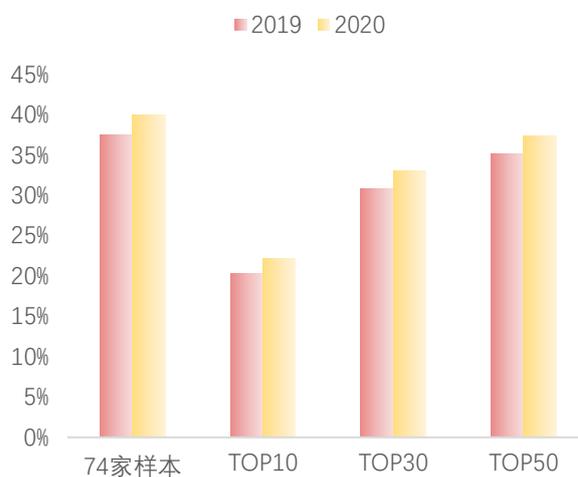
2020 年全国房地产销售面积增速为 2.64%，样本房企销售面积增速为 9.66%，TOP10、TOP30、TOP50 房企销售面积增速分别为 11.72%、10.31%、9.28%，占全国销售面积比重分别为 22.10%、33.05%、37.39%，该比重分别较 2019 年提升 1.8pct、2.3pct、2.27pct，从增速和占比变化两个指标可以看出销售面积向龙头房企积聚效应更为显著。

图 43: TOP 房企销售面积: 万方



资料来源: wind、国家统计局、天风证券研究所

图 44: TOP 房企销售面积占比

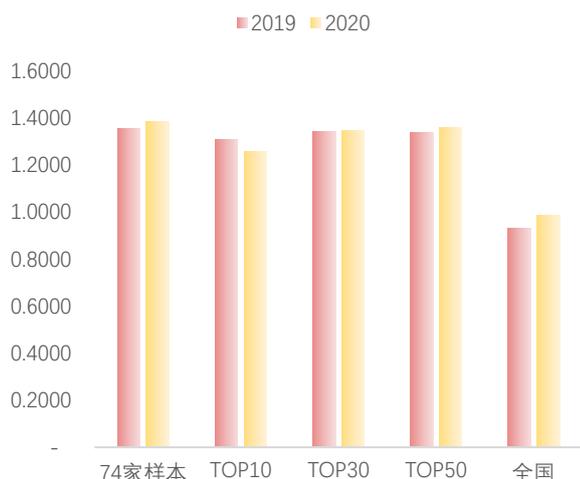


资料来源: wind、国家统计局、天风证券研究所

2.2.3. 中型房企销售均价高

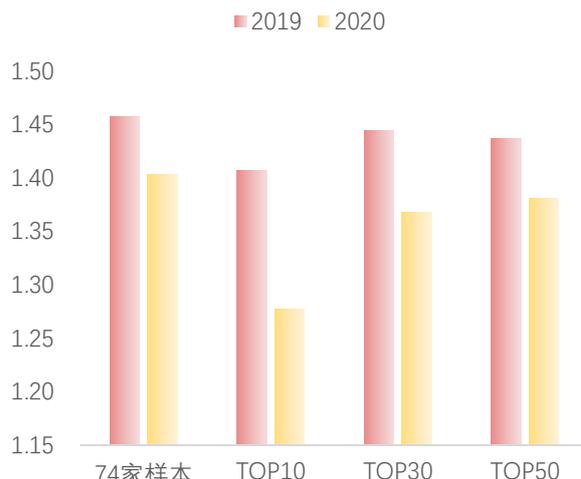
根据销售额/销售面积计算，2020 年全国房地产销售均价为 0.986 万元/平米，较 2019 年增长 5.9%，74 家样本房企销售均价增速为 1.97%，其中 TOP10、TOP30、TOP50 房企销售均价分别为 1.2596 万元/平米、1.3488 万元/平米、1.3616 万元/平米，分别较 2019 年同期下降 3.85%、增长 0.34%、1.81%，分别是全国均价的 1.28 倍、1.37 倍、1.38 倍，该倍数较 2019 年分别下降 0.13、0.08、0.06。龙头房企销售均价有所下降主要与项目更为全国化，同时高能级城市项目限价销售有关。

图 45: TOP 房企销售均价: 万元/平米



资料来源: wind 国家统计局、天风证券研究所

图 46: TOP 房企销售均价倍数



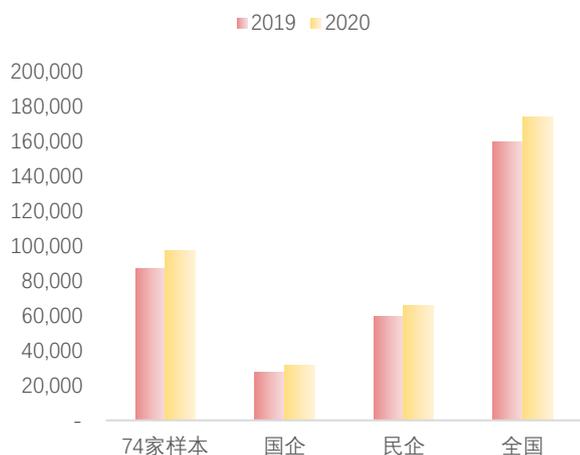
资料来源: wind 国家统计局、天风证券研究所

2.3. 民企销售面积高, 销售所占比重进一步提升

2.3.1. 民企销售比重进一步提升

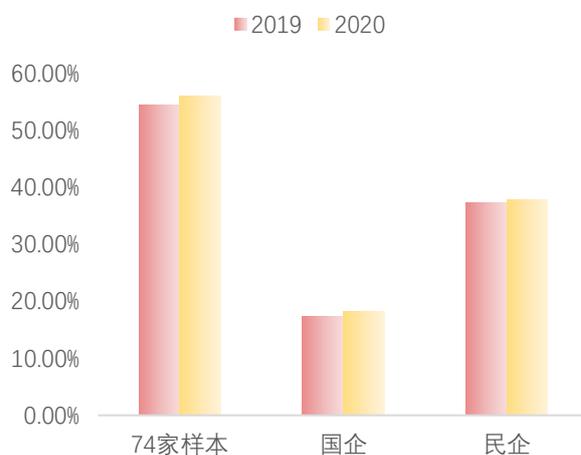
2020 年全国销售金额为 173613 亿元, 同比增长 8.69%, 74 家样本房企销售金额同比增长 11.82%, 其中国企和民企销售金额分别增长 14.86%、10.41%, 销售金额占全国销售金额比重分别为 18.27%、37.87%, 分别较 2019 年提升 0.98pct、0.59pct, 我们注意到民企销售比重进一步提升。

图 47: 国企民企销售金额: 亿元



资料来源: wind、国家统计局、天风证券研究所

图 48: 国企民企销售金额占比



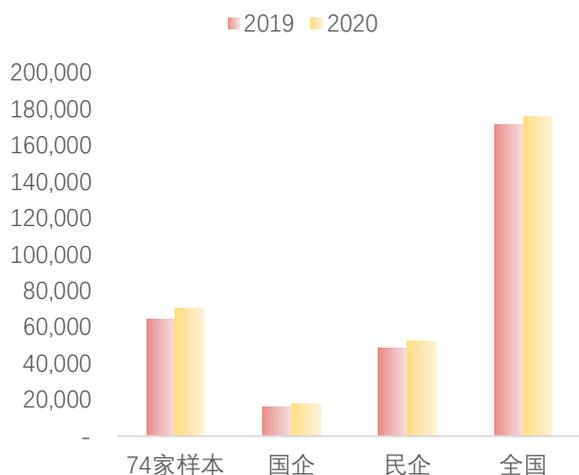
资料来源: wind、国家统计局、天风证券研究所

2.3.2. 民企销售面积高于国企

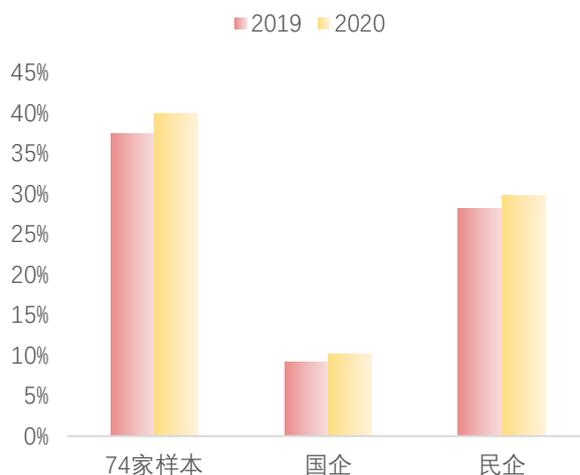
2020 年全国销售面积 176086 万方, 同比增长 2.64%, 74 家样本销售面积增速为 9.66%, 国企、民企销售面积增速分别为 13.25%、8.49%, 销售面积占全国销售面积比重分别为 10.19%、29.80%, 分别较 2019 年提升 0.96pct、1.61pct。尽管民企销售面积增速低于国企, 但鉴于其具有较高基数, 民企销售面积占比依然高于国企。

图 49: 国企民企销售面积: 万方

图 50: 国企民企销售面积占比



资料来源: wind、国家统计局、天风证券研究所



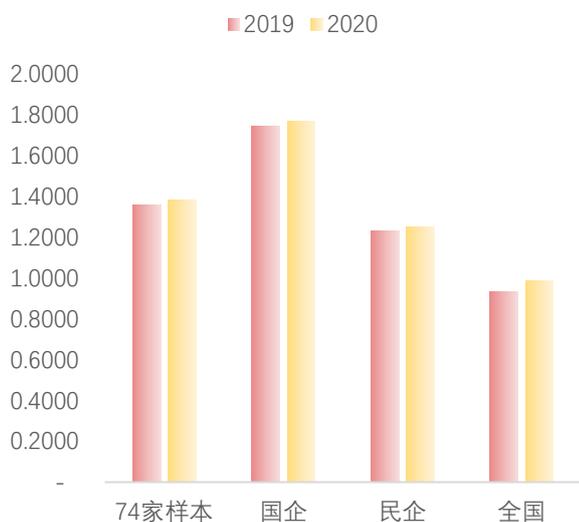
资料来源: wind、国家统计局、天风证券研究所

2.3.3. 民企销售均价增速快

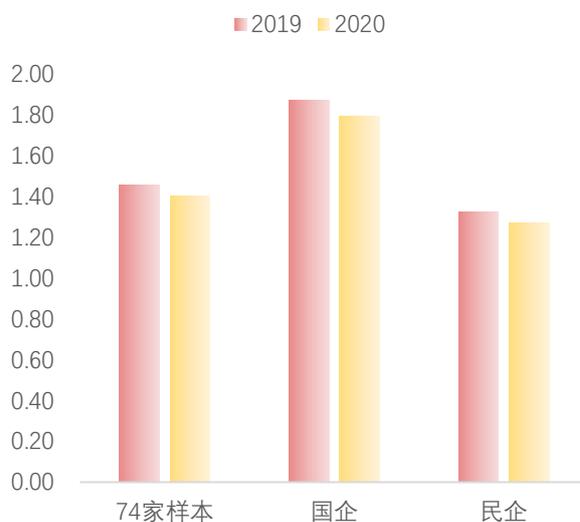
2020 年全国销售均价为 0.986 万元/平米, 同比增长 5.9%, 74 家样本房企销售均价 13837 元/平米, 同比增长 1.97%, 国企、民企销售均价分别为 1.7671 万元/平米、1.2526 万元/平米, 同比增速分别为 1.42%、1.77%, 分别是全国销售均价的 1.79 倍、1.27 倍, 该倍数分别较 2019 年下降 0.08、0.05。民企尽管销售均价低于国企, 但增长速度更胜一筹。

图 51: 国企民企销售均价: 万元/平米

图 52: 国企民企销售均价倍数



资料来源: wind、国家统计局、天风证券研究所



资料来源: wind、国家统计局、天风证券研究所

3. 投资端: 新开工、竣工面积同比均下降

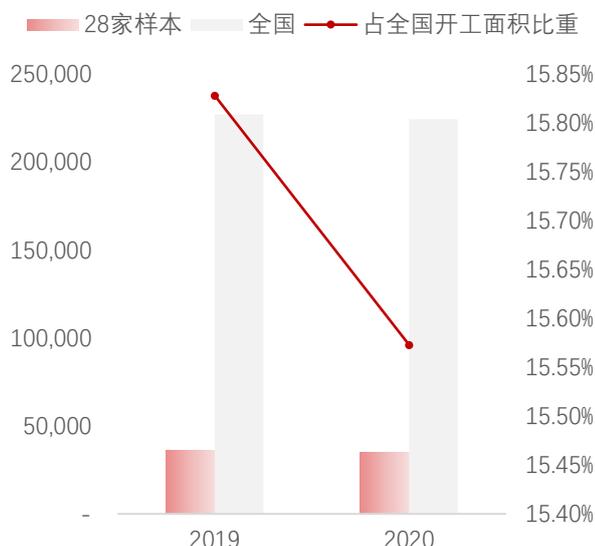
3.1. 新开工面积同比下降, 样本房企开工完成度略有降低

我们在 109 家房企基础上, 根据数据完整性以及企业持续盈利性保留了 28 家房企分析新开工情况。

2020 年全国新开工面积 224433 万方, 同比下降 1.2%, 28 家房企新开工面积 34951 万方, 同比下降 2.79%, 占 2020 年全国新开工面积的 15.57%, 较 2019 年下降 0.26pct,

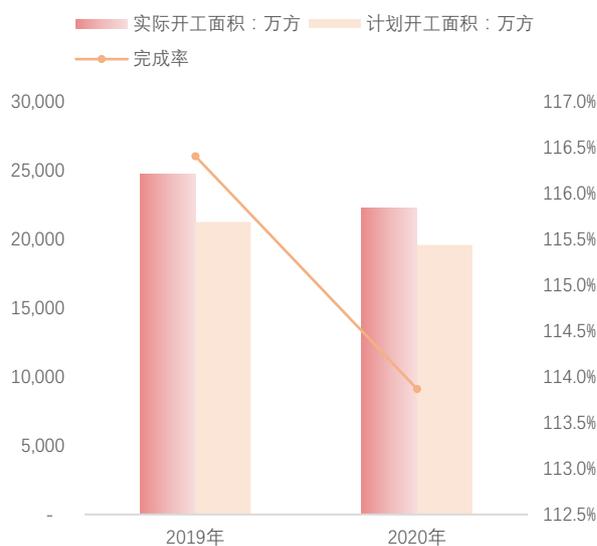
从开工完成度这一指标看，根据房企对于 2019 年、2020 年计划开工面积以及实际开工面积的披露，我们进行汇总整理，2020 年开工完成度为 113.87%，较 2019 年 116.41%略有下降，主要受疫情因素影响。

图 53：行业整体新开工面积：万方



资料来源：wind、国家统计局、天风证券研究所

图 54：行业整体开工完成度



资料来源：wind、天风证券研究所

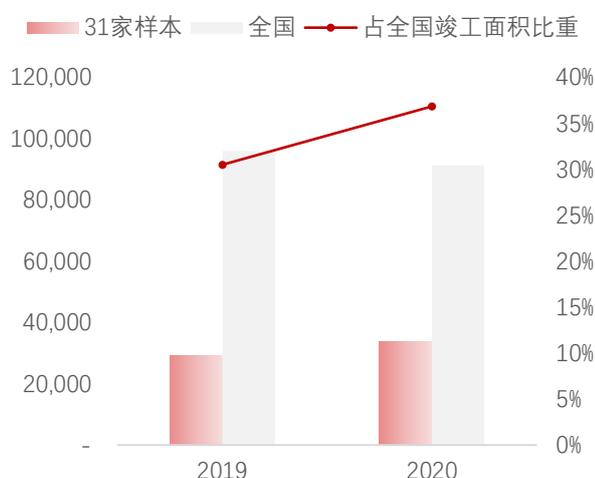
3.2. 行业整体竣工下降，样本房企竣工完成度不足 100%

我们在 109 家房企基础上，根据数据完整性以及企业持续盈利性保留了 31 家房企分析竣工情况。

2020 年全国竣工面积 91218 万方，同比下降 4.92%，31 家样本房企竣工面积 33601 万方，同比增长 14.90%，占全国竣工面积比重 36.84%，较 2019 年提升 6.36pct。

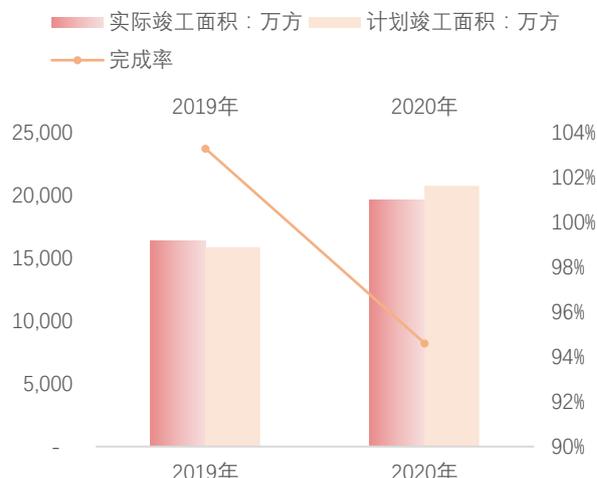
从竣工完成度这一指标看，根据房企对于 2019 年、2020 年计划竣工面积以及实际竣工面积的披露，我们进行汇总整理，2020 年竣工完成度为 94.61%，较 2019 年 103.3%下降明显，并且未达到 100%，我们认为这与 2020 年疫情影响施工进度有关。

图 55：行业整体竣工面积：万方



资料来源：wind、国家统计局、天风证券研究所

图 56：行业整体竣工完成度



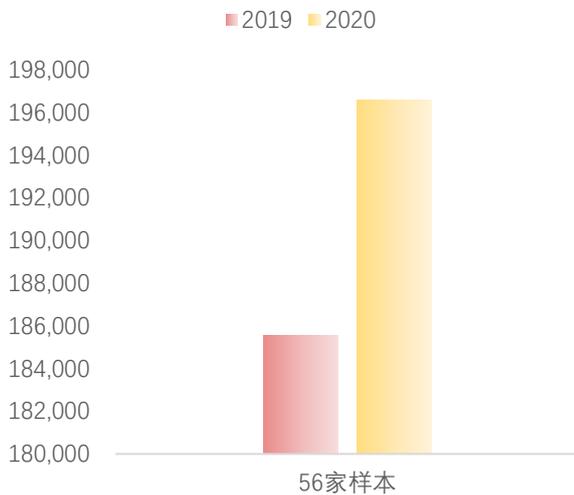
资料来源：wind、天风证券研究所

3.3. 国企土储增速略高于整体水平

我们在 109 家房企基础上，根据数据完整性以及企业持续盈利性保留了 56 家房企分析竣工情况。

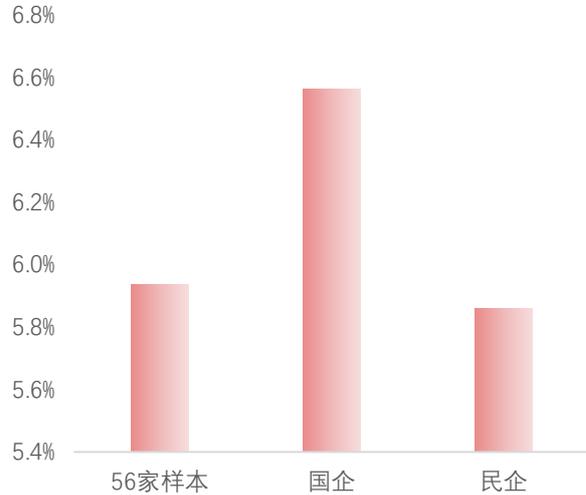
2020 年 56 家房企土储总量为 196577 万方，同比增长 5.94%，其中国企土储增速为 6.56%，民企土储增速为 5.86%。国企土储增速略高于整体水平，或与国企资金更为充裕以及拿地受限程度更低有关。

图 57：行业整体土储：万方



资料来源：wind、天风证券研究所

图 58：国企业土储增速



资料来源：wind、天风证券研究所

4. 财务端：行业整体杠杆率有待继续降低

4.1. 三道红线行业整体情况

2020 年 8 月，住房和城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，会议形成了重点房企资金检测和融资管理的三档规则，即“三道红线”：

- 1) 房企的净负债率不得大于 100%；
- 2) 剔除合同负债后的资产负债率不得大于 70%；
- 3) 房企的现金短债比不得小于 1。

4.1.1. 净负债率：行业整体未能达标

行业整体的净负债率为 128.82%，较实行三道红线前 2020 年 H1 基本持平，但行业整体高于 100% 的门槛限制。2015 年-2017 年，行业的净资产负债率持续提升至 139%，2017 年-2018 年行业整体净资产负债率每年持续下降至 129%，2019 年 H1 行业净资产负债率反弹至 138%，2019 年下跌至 122%，并在 2020 年维持在 125% 的水平。行业整体的净资产负债率依然在高位，未达到三道红线的要求。

图 59：行业整体净负债率



资料来源: wind、天风证券研究所

4.1.2. 剔除合同负债的资产负债率：行业整体距达标一步之遥

行业整体的剔除合同负债的资产负债率为 74.38%，较实行三道红线前 2020 年 H1 略有下降，但行业整体高于 70% 的门槛限制。2015-2016 年 H1 行业整体该比率为 70% 以内，随后在 2016-2017 年持续攀升至 74.56%，2018 年 H1 略微下降，随后在 2019 年 H1 该比率达到 2015 年以来的峰值 75.35%，2019 年-2020 年行业整体维持在 74% 左右的水平。行业整体的剔除合同负债的资产负债率依然未达到三道红线的绿档要求。

图 60：行业整体剔除合同负债的资产负债率

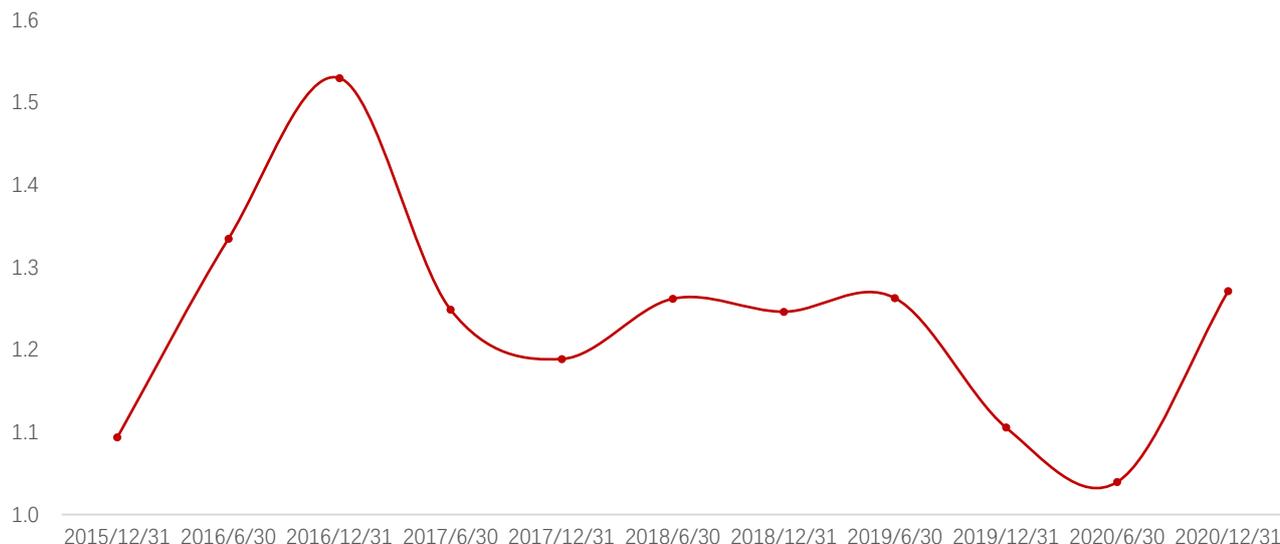


资料来源: wind、天风证券研究所

4.1.3. 现金短债比：行业整体现金充裕

行业整体的现金短债比为 1.27，较实现三道红线前 2020 年 H1 显著提升，行业整体达到现金短债比不得小于 1 的门槛限制。2015-2016 年，行业整体现金短债比逐渐提升并达到峰值 1.53，随后至 2019 年该比例维持在 1.2 水平，2019 年-2020 年 H1 该比例下降至 2015 年以来的最低值 1.04，在实行三道红线后，2020 年该值提升至。行业整体的现金短债比达到三道红线的绿档要求。

图 61: 行业整体现金短债比



资料来源: wind、天风证券研究所

除了三道红线的要求外,我们采用偿债短债比这一指标衡量房企的融资结构。行业整体的长债短债比2020年达到2.15,较2019年同期上涨0.21,较2020年H1上涨0.28。2015-2019年H1行业整体长债短债比维持在2以上,2016年达到2.74的峰值。2017-2019年H1,行业长债短债比在2-2.5区间内波动,2019年-2020年H1该值降至2以下。在三道红线要求下,房企对融资结构进行适当调整,长债比例有所提升。

图 62: 行业整体长债短债比



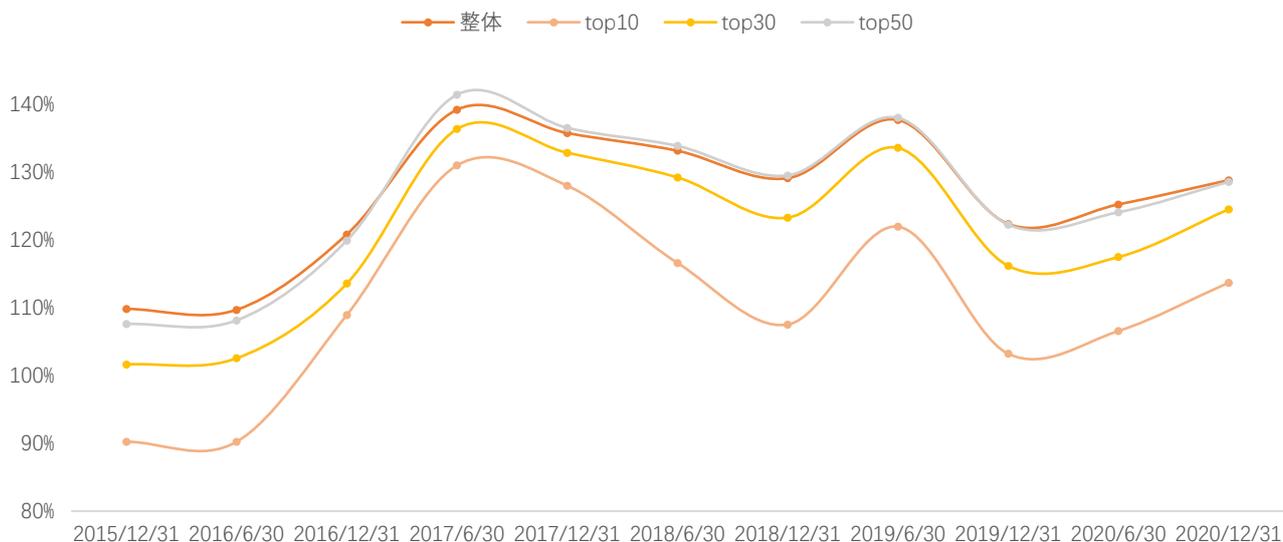
资料来源: wind、天风证券研究所

4.2. 龙头房企控制杠杆更为有力, 整体着力提升在手现金量

4.2.1. 净负债率: 龙头房企控制杠杆更为有力

行业整体2020年净负债率为128.82%,根据克而瑞2020年全口径销售榜单, TOP10、TOP30、TOP50的房企净负债率分别为113.7%、124.52%、128.57%,分别较实行三道红线前2020年H1提升7.13pct、7.04pct、4.48pct。TOP10、TOP30、TOP50的房企净负债率均未能达到100%的门槛要求,但其净负债率依次升高,表明了龙头房企对于杠杆的控制更为有力。

图 63: 销售榜单 TOP 房企净负债率

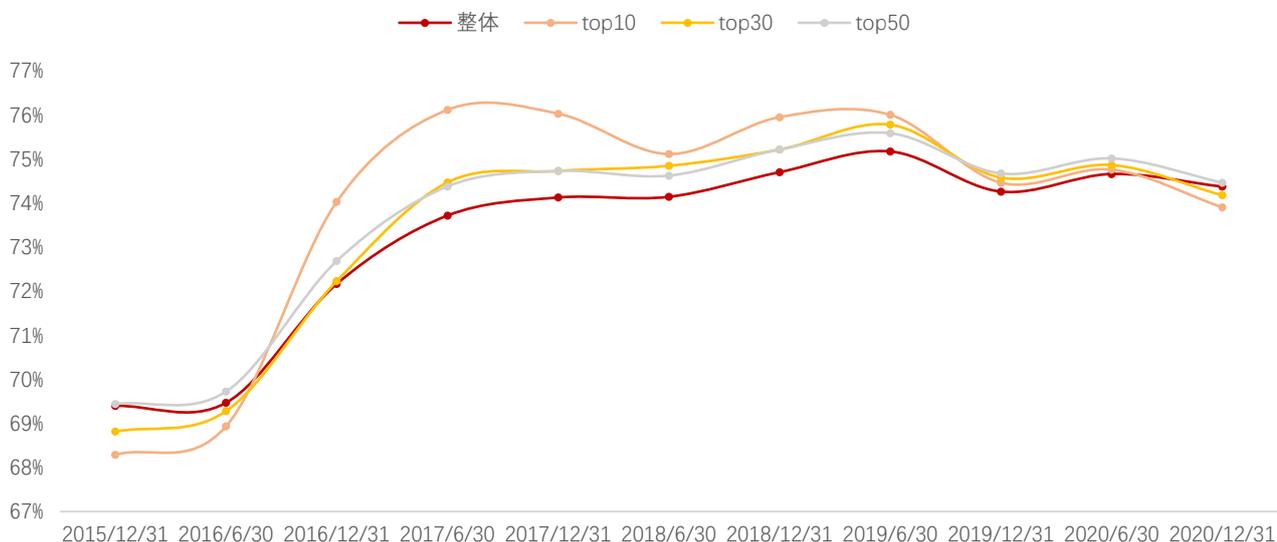


资料来源: wind、克而瑞天风证券研究所

4.2.2. 剔除合同负债后的资产负债率：各分位公司均未能达标

行业整体 2020 年剔除合同负债后的资产负债率为 74.38%，TOP10、TOP30、TOP50 的房企剔除合同负债后的资产负债率分别为 73.91%、74.18%、74.47%，分别较实行三道红线前 2020 年 H1 下降 0.56pct、0.4pct、0.21pct。TOP10、TOP30、TOP50 的房企剔除合同法负债后的资产负债率均未能达到 70%的门槛要求，但三者的该比率非常接近，均在 74%左右的水平。

图 64：销售榜单 TOP 房企剔除合同负债后的资产负债率

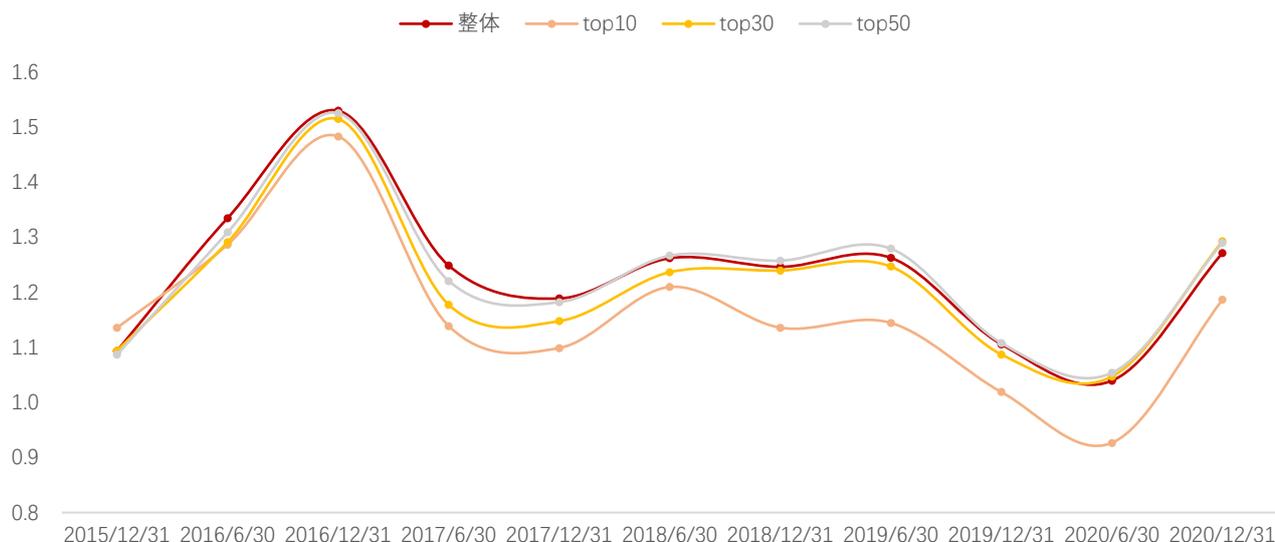


资料来源: wind、克而瑞、天风证券研究所

4.2.3. 现金短债比：各分位房企均着力提升在手现金

行业整体 2020 年现金短债比为 1.27，TOP10、TOP30、TOP50 的房企现金短债比分别为 1.19、1.29、1.29，分别较实行三道红线前 2020 年 H1 提升 0.17、0.21、0.18。其中 TOP10 房企 2020 年 H1 现金短债比未满足三道红线对于该比例不能低于 1 的要求，2020 年 TOP10 房企该比例达到 1.23。TOP30 和 TOP50 的房企该比例提升明显，表明行业整体提升在手现金量。

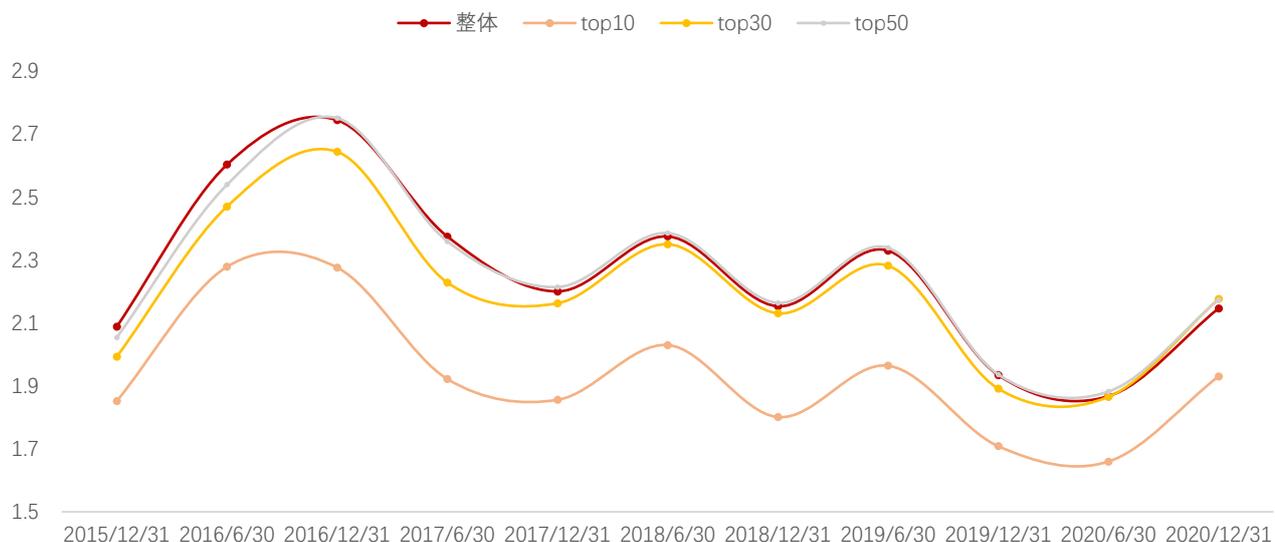
图 65：销售榜单 TOP 房企现金短债比



资料来源：wind、克而瑞、天风证券研究所

在融资结构方面，行业整体 2020 年偿债短债比为 2.15，TOP10、TOP30、TOP50 分别为 1.93、2.18、2.17，较 2019 年同期提升 0.22、0.29、0.24，较 2020 年 H1 提升 0.27、0.31、0.29。TOP10 房企的长债短债比持续维持在最低水平，TOP10、TOP30、TOP50 在 2020 年均有所提升，表明行业各规模的公司均在三道红线后适当调整企业融资结构。

图 66：销售榜单 TOP 房企长债短债比



资料来源：wind、克而瑞、天风证券研究所

4.3. 商业公司杠杆低，三道红线要求全部满足

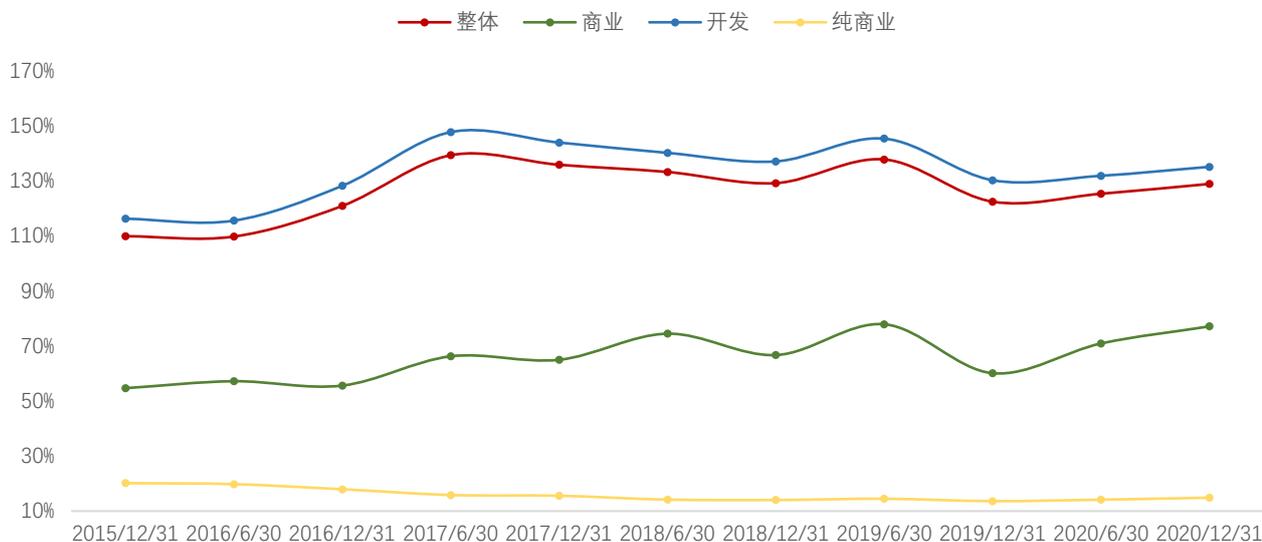
我们在 109 家房企之外，额外增加了太古地产和恒隆地产两家纯商业公司作为对比，观察纯商业公司和开发房企在三道红线上的区别。

4.3.1. 净负债率：商业公司杠杆低

行业整体净负债率为 128.82%，商业子行业、开发子行业以及纯商业公司的净负债率分别为 77.08%、135.02%、14.87%，开发类企业的净负债率未能达到三道红线对此指标 100%的要求，同时该三类公司较三道红线实行前 2020 年 H1 分别提升 17.01pct、4.87pct、1.25pct。我们可以注意到纯商业公司的净资产负债率比较稳定，2017 年以来维持在 20%以内的水平，

商业类公司净资产负债率也较低,尽管在 2019-2020 年有所提升,但总体维持 80%的水平。商业类公司的杠杆低,一方面与商业本身的行业具有较低杠杆的特点有关,另一方面与 5 家公司较为稳健的运营特点有关。

图 67: 各子行业净资产负债率

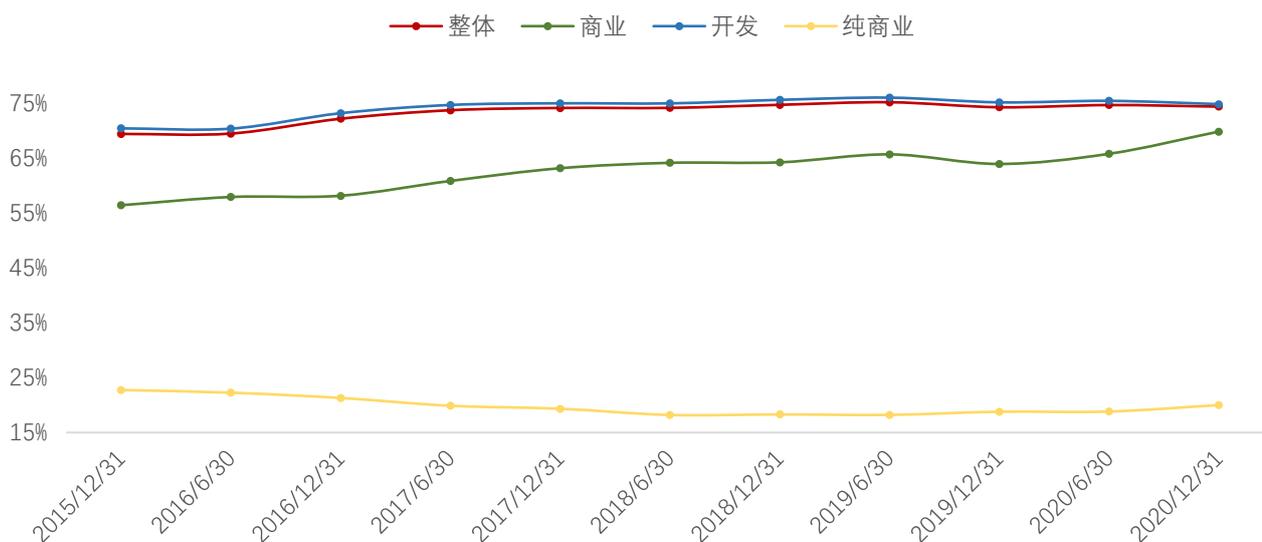


资料来源: wind、天风证券研究所

4.3.2. 剔除合同负债后的资产负债率: 商业公司满足三道红线要求

行业整体剔除合同负债的资产负债率为 74.38%, 商业子行业、开发子行业以及纯商业公司的该比率分别为 69.82%、74.83%、20.01%, 开发类企业的该比率未能达到三道红线对此指标 70%的要求, 同时该三类公司较三道红线实行前 2020 年 H1 分别提升 5.89pct、降低 0.32pct、提升 1.21pct。纯商业公司的该比率仅维持在 20%的水平, 远低于三道红线的要求。商业类公司尽管 2020 年该比率较 2015-2019 年有提升, 但依然维持在 70%内。

图 68: 各子行业剔除合同负债后的资产负债率

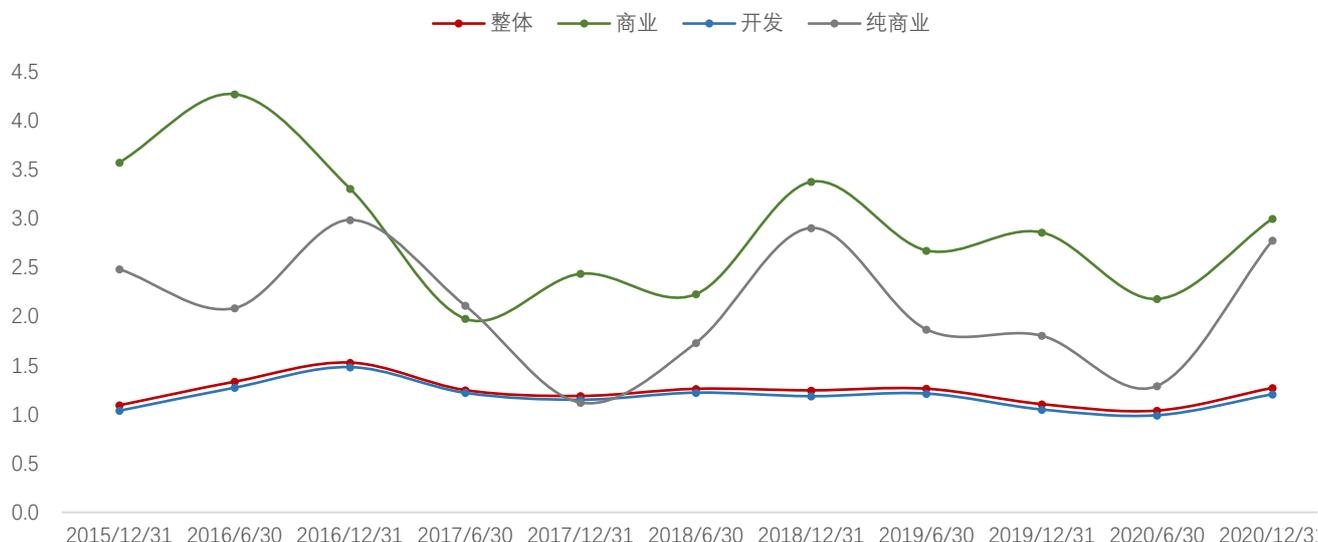


资料来源: wind、天风证券研究所

4.3.3. 现金短债比: 商业公司波动大

行业整体现金短债比为 1.27, 商业子行业、开发子行业以及纯商业公司的该比例分别为 3、1.21、2.78, 均达到了三道红线对于该指标不得小于 1 的标准, 同时该三类公司较三道红线实行前 2020 年 H1 分别提升 0.82、0.21、1.49。商业类公司的该比例较纯商业公司高, 这与商业类公司公司经营性现金流良好以及公司稳健运营有关。

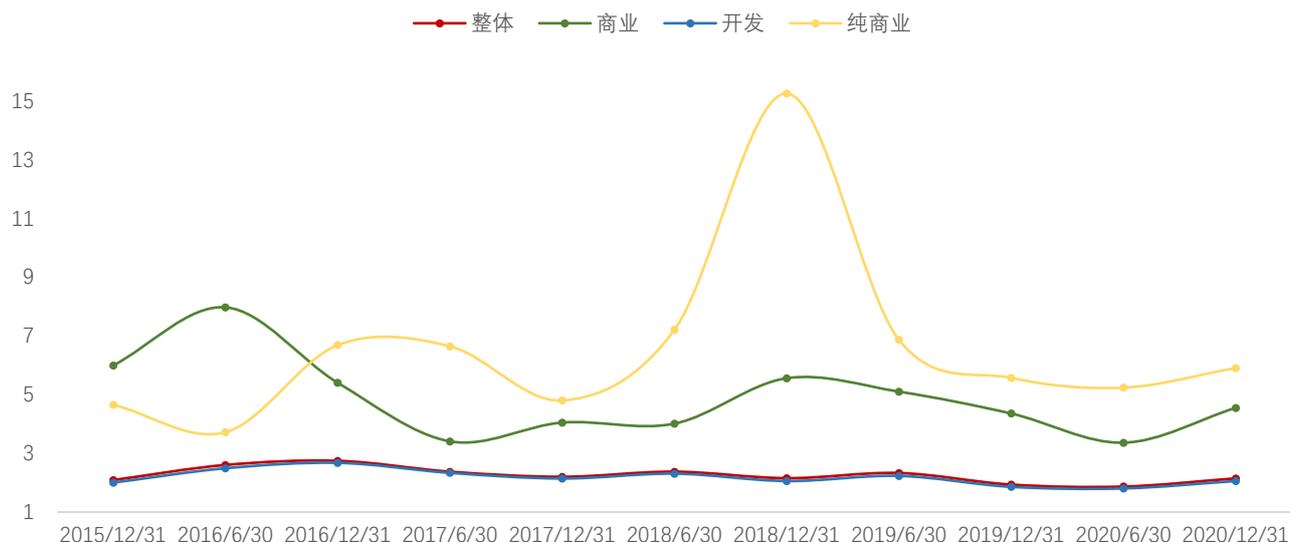
图 69: 各子行业现金短债比



资料来源: wind、天风证券研究所

在融资结构方面, 行业整体长债短债比为 2.15, 商业子行业、开发子行业以及纯商业公司的长债短债比为 4.55、2.06、5.91, 分别较 2019 年同期增长 0.19、0.20、0.34, 较 2020 年 H1 增长 1.19、0.25、0.67。纯商业公司该比例在 2018 年达到 15.25 的峰值, 主要由于太古地产 2018 年短债规模降低明显。但随后恢复至 7 以内水平。2020 年三个类别的房企的长债短债比均有小幅提升, 其中商业类公司提升幅度最大, 主要由于房企均在调整内部融资结构。

图 70: 各子行业长债短债比



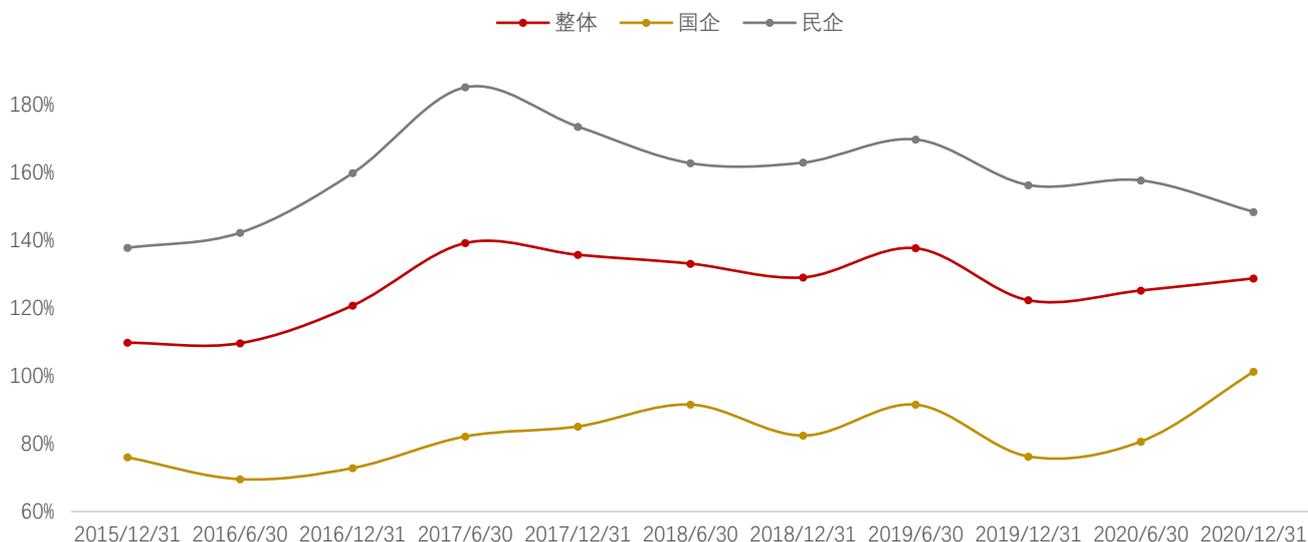
资料来源: wind、天风证券研究所

4.4. 国企民企分化明显

4.4.1. 净负债率: 国企达到标准, 民企有待继续降杠杆

行业整体净资产负债率为 128.82%，国企和民企的净资产负债率分别为 101.27%、148.45%，分别较三道红线实行前上升 25pct、下降 7.91pct。国企的净负债率自 2015 年以来始终维持在 100%以内，尽管 2020 年有所提升，但依然达到三道红线对于该比率 100%的要求。民企的净负债率自 2015 年以来始终维持在 135%以上，尽管 2017 年以来维持下降趋势，但是依然未能达到三道红线对于该比率不得高于 100%的标准。

图 71：国企民企的净资产负债率

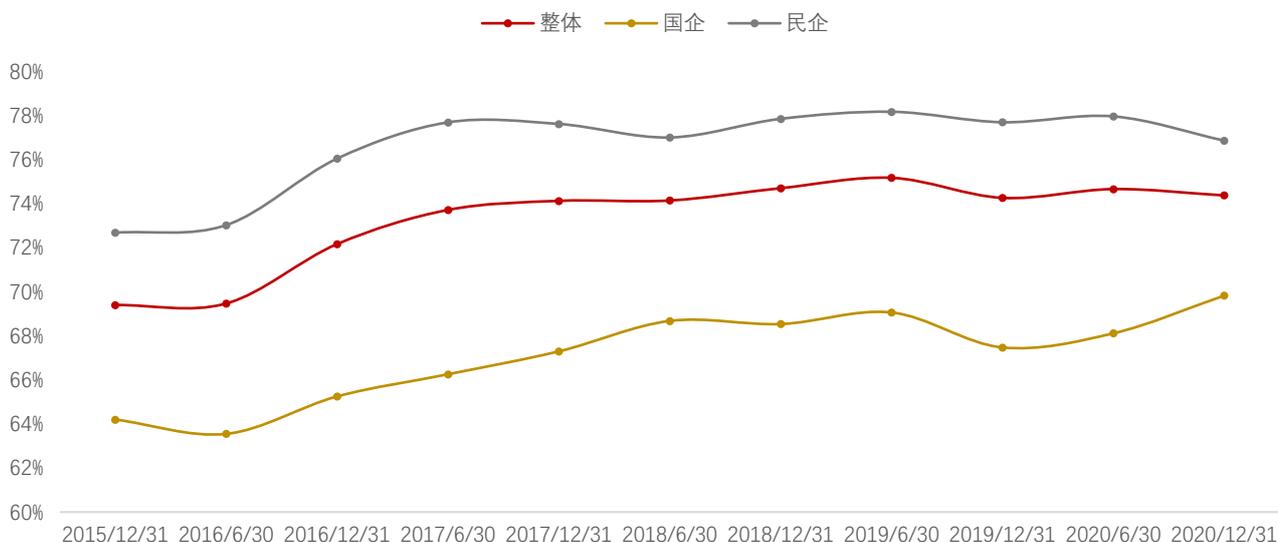


资料来源：wind、天风证券研究所

4.4.2. 剔除合同负债后的资产负债率：民企距离达标仅一步之遥

行业整体剔除合同负债后的资产负债率为 74.38%，国企和民企的该比率分别为 69.83%、76.86%，分别较三道红线实行前上升 2.35pct、下降 0.84pct。国企的该比率自 2015 年以来持续维持在 63%-70%区间内，始终满足三道红线对于该比率不得高于 70%的要求。民企自 2015 年以来持续维持在 73%-80%区间内，尽管 2020 年该比率有所下降，但依然未能满足三道红线对于该比率不得高于 70%的要求。

图 72：国企民企的剔除合同负债后的资产负债率

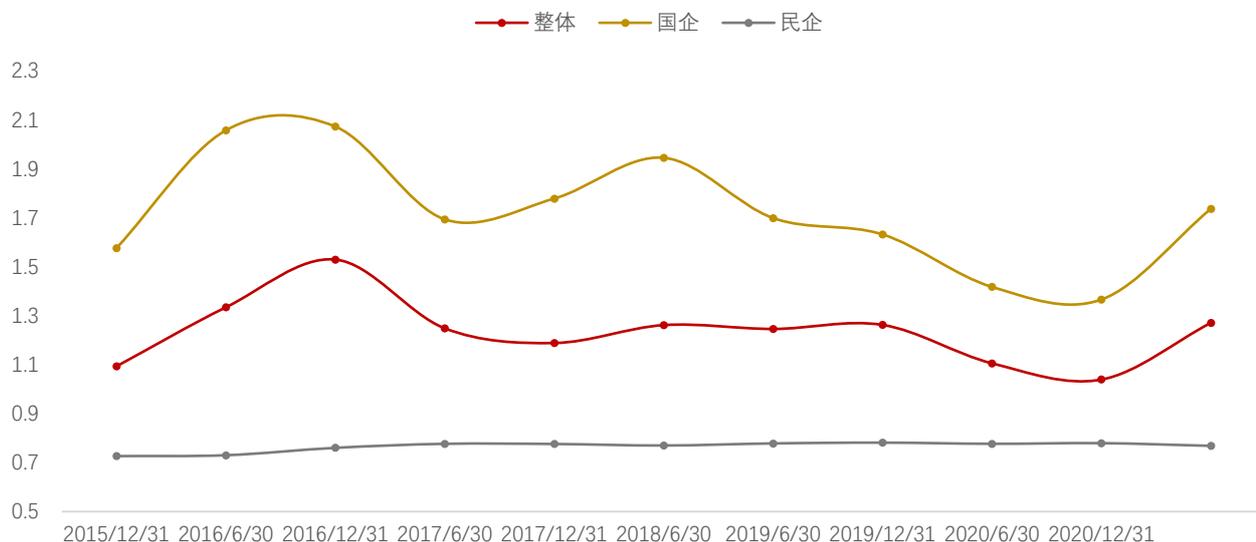


资料来源：wind、天风证券研究所

4.4.3. 现金短债比：民企在手现金量较为逊色

行业整体现金短债比为 1.27，国企和民企该比例分别为 1.74、1.09，分别较三道红线实行前 2020 年 H1 上升 31.94pct、9.55pct。国企现金短债比自 2015 年以来持续维持在 1.5 以上，仅 2019 年和 2020 年 H1 略低于 1.5，并在 2020 年提升至 1.79，现金充裕，始终满足三道红线对于该比例不得小于 1 的要求。民企的现金短债比则持续维持在 73%-78%区间内，尽管该比例较为稳定，但始终未能满足三道红线对于该比例不得小于 1 的要求。

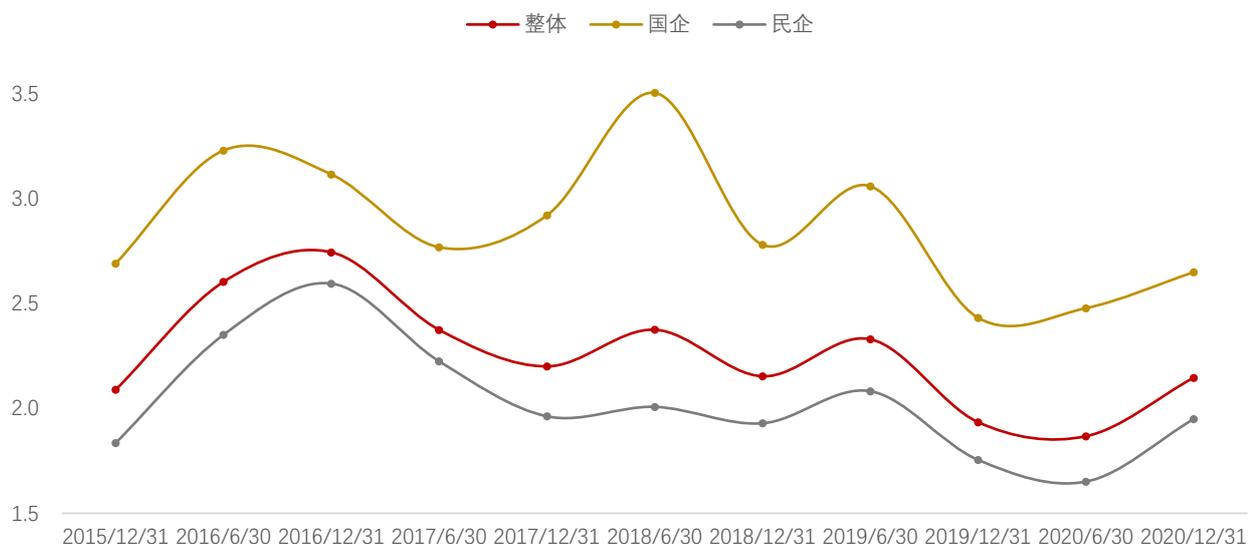
图 73：国企民企的现金短债比



资料来源：wind、天风证券研究所

从融资结构看，行业整体的长债短债比为 2.15，国企和民企该比例分别为 2.65、1.95，分别较 2019 年同期上升 0.22、0.19，较 2020 年 H1 上升 0.17、0.30。国企的长债短债比始终高于行业整体水平并且长期维持在 2.5 以上（仅 2019 年为 2.43）。民企的长债短债比则与行业整体水平更为贴近，2015 年-2016 年持续提升至峰值，随后逐年下降至 2020 年 H1 达到 2015 年以来的最低点，并在 2020 年提升至 1.99。综合来看，2020 年国企和民企均调整融资结构，长债比例均有所提升。

图 74：国企民企的长债短债比



资料来源：wind、天风证券研究所

5. 投资建议

行业业绩增速下移，盈利能力较历史水平下降，三道红线有望在未来深刻改变房企经营行为，不少房企不得不加速退出降档举措，行业风险溢价率下行，过去以高于其毛利率为主的强投资公司将弱于以低毛利率投资预期的强运营公司。我们持续推荐：1) 优质龙头：万科 A、保利地产、金地集团、融创中国、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：金科股份、中南建设、阳光城、新城控股、旭辉集团、龙光集团；3) 优质物管：招商积余、保利物业、碧桂园服务、新城悦服务、永升生活服务、绿城服务等；4) 低估价值：城投控股、南山控股、大悦城、光大嘉宝等。持续关注：1) 优质成长：华润置地；2) 优质物管：融创服务。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com