

证券研究报告—深度报告

房地产

房地产行业 2020 年报综述

超配

(维持评级)

2021 年 05 月 24 日

一年该行业与沪深 300 走势比较

行业专题



相关研究报告:

《统计局 4 月房地产数据点评: 数据背后的行业图景, 兼论新开工的弱势》——2021-05-18  
《房地产行业周报: 销售端景气延续, 土地端热度不减》——2021-05-18  
《房地产行业周报: 政策补丁频出, 关注集中供地》——2021-05-13  
《房地产 2021 年 5 月投资策略: 坚守与等待》——2021-04-29  
《房地产行业周报: 销售依旧景气, 调控持续进行》——2021-04-27

证券分析师: 任鹤

电话: 010-88005315  
E-MAIL: renhe@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040006

证券分析师: 王粤雷

电话: 0755-81981019  
E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030001

联系人: 王静

电话: 021-60893314  
E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

身处低谷, 静候曙光

● 业绩总览: 利润首次下滑, 但营收锁定性依旧较强

房企“增收不增利”趋势明显。2020 年板块总营收同比增速为 11.2%, 较上年下降了 9 个百分点; 归母净利润同比增速为-13.5%, 较上年下降了 22 个百分点。通过合同负债&预收账款对 2021 年板块业绩进行预判, 营收锁定性依旧较强。

● 盈利能力: 利润率探底, 有待回升

板块的利润率水平下滑明显, 待前期低毛利项目结算完毕, 有望迎来探底修复。营销费率压降效果良好, “管理红利”成为新焦点。少数股东损益占净利润比重提升, 进一步上升空间不大。ROE 受净利率下滑冲击, 五年来首次跌破 10%。

● 融资能力: “三道红线”压力下, 偿债指标快速优化

板块资产和负债增速平稳, “三道红线”实施后房企财报改善成效显著, 但也可借助以下方式规避: 1.更充分的利用供应链占款; 2.股东借款的无息化处理; 3.溢价出售项目公司部分股权。相关融资监管落地效果的关键判断指标是土地市场热度。

● 周转能力: 放慢步伐, 稳中求进

行业规模增速趋平, 龙头房企销售增速受束缚, 投资态度偏谨慎。存货周转天数下降, 去化能力略有提升。经营性现金流净额稳步增长, 财务安全性更有保障。

● 后市展望与投资建议: 坚守与等待

中短期来看, 销售端的高景气可能继续驱动土地端的高热度, 房企拿地利润率难见系统性改善, 短期内地产股可能仍难有明显超额收益。但中长期来看, 房企补库的动机会边际降低, 行业整体利润率有望企稳, 具备优秀管理能力的房企将脱颖而出。个股方面, 我们看好货值充沛的房企, 以及持有型资源较多的房企, 二者的补库压力相对较小, 同时亦能充分分享资产增值的收益。建议关注融创中国、保利地产、金地集团、龙湖集团、华润置地。

● 风险

1、若行业再度升温、过热, 引发政策超预期收紧; 2、土地市场过热导致利润率进一步下降; 3、销售景气度超预期下行, 公司销售增长失速。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
1918.HK	融创中国	买入	23.66	1,101	6.49	7.20	3.6	3.3
600048	保利地产	买入	13.26	1,587	2.42	2.66	5.5	5.0
600383	金地集团	买入	10.86	490	2.30	2.47	4.7	4.4
0960.HK	龙湖集团	买入	38.22	2,314	3.08	3.67	12.4	10.4
1109.HK	华润置地	买入	29.92	2,129	3.34	3.74	9.0	8.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

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

## 内容目录

<b>业绩总览：利润首次下滑，但营收锁定性依旧较强</b> .....	<b>5</b>
板块营收维持增长，归母净利润首次出现负增长 .....	5
典型房企业绩表现普遍优于行业 .....	5
未来业绩预判：营收锁定性依旧较强 .....	6
<b>盈利能力：利润率探底，有待回升</b> .....	<b>7</b>
板块利润率水平下滑明显，但营销费率压降效果良好 .....	7
少数股东损益占净利润比重提升，进一步上升空间不大 .....	8
ROE 受净利率下滑冲击，五年来首次跌破 10% .....	9
<b>融资能力：“三道红线”压力下，偿债指标快速优化</b> .....	<b>10</b>
板块资产和负债增速平稳 .....	10
“三道红线”实施半年，财报改善成效显著 .....	11
由表及里：“三道红线”可能的规避方式 .....	13
<b>周转能力：放慢步伐，稳中求进</b> .....	<b>13</b>
销售和投资：房企销售增速放缓，投资态度偏谨慎 .....	13
周转和运营：存货去化能力略有提升，经营性现金流稳健 .....	16
<b>后市展望与投资建议：坚守与等待</b> .....	<b>16</b>
行业身处低谷，犹待曙光绽放 .....	16
投资建议 .....	18
<b>风险</b> .....	<b>19</b>
国信证券投资评级 .....	21
分析师承诺 .....	21
风险提示 .....	21
证券投资咨询业务的说明 .....	21

## 图表目录

图 1: 板块历年总营业收入及同比增速 .....	5
图 2: 板块历年总归母净利润及同比增速 .....	5
图 3: 历年营收和归母净利同比正增长的房企数量占比 .....	5
图 4: 历年营收增速高于归母净利增速的房企数量占比 .....	5
图 5: 典型房企营业收入 (亿元), 2020 .....	6
图 6: 典型房企营业收入同比增速, 2020 .....	6
图 7: 典型房企归母净利润 (亿元), 2020 .....	6
图 8: 典型房企归母净利润同比增速, 2020 .....	6
图 9: 板块历年营收锁定性 .....	7
图 10: 历年营收锁定性大于 100% 的房企数量占比 .....	7
图 11: 板块历年毛利率 .....	7
图 12: 板块历年净利率 .....	7
图 13: 板块历年销售费率 .....	8
图 14: 板块历年管理费 .....	8
图 15: 板块历年净利润及同比增速 .....	8
图 16: 板块历年少数股东损益及同比增速 .....	8
图 17: 板块历年少数股东损益占净利润比值 .....	9
图 18: 板块历年归母净利率 .....	9
图 19: 板块历年少数股东权益及同比增速 .....	9
图 20: 板块历年少数股东权益占净资产比值 .....	9
图 21: 板块历年 ROE .....	10
图 22: 板块历年 ROE 构成项变动情况 .....	10
图 23: 板块历年总资产及同比增速 .....	10
图 24: 板块历年净资产及同比增速 .....	10
图 25: 板块历年总负债及同比增速 .....	11
图 26: 板块历年总有息负债及同比增速 .....	11
图 27: 板块历年资产负债率及有息负债率 .....	11
图 28: 板块历年剔除预收款的资产负债率 .....	11
图 29: 板块历年净负债率 .....	11
图 30: 板块历年现金短债比 .....	11
图 31: 典型房企剔除预收款的资产负债率, 2020 .....	12
图 32: 典型房企净负债率, 2020 .....	12
图 33: 典型房企现金短债比, 2020 .....	12
图 34: 典型房企分档情况, 2020 .....	12
图 35: 中国历年商品房销售额及同比 .....	14
图 36: 中国历年商品房销售面积及同比 .....	14
图 37: 大中型房企全口径签约销售额市占率 .....	14
图 38: 大中型房企全口径签约销售额同比增速 .....	14
图 39: 典型房企销售额, 2020 .....	15
图 40: 典型房企销售增速, 2020 .....	15
图 41: 典型房企新增土储建面 (单位: 万 m <sup>2</sup> ), 2020 .....	15
图 42: 典型房企总土储口岸, (单位: 万 m <sup>2</sup> ), 2020 .....	15
图 43: 典型房企拿地销售面积比, 2020 .....	15
图 44: 典型房企现有土储覆盖销售年限, 2020 .....	15
图 45: 板块历年存货及同比增速 .....	16
图 46: 板块历年存货周转天数 .....	16
图 47: 板块历年经营活动产生的现金流量净额 (亿元) .....	16
图 48: 板块历年经营活动净现金流为正的房企数量占比 .....	16
图 49: A 股房地产行业 PE (TTM) 相对于市场走低 .....	17
图 50: H 股房地产行业 PE (TTM) 相对于市场走低 .....	17
图 51: 土地景气度往往与销售景气度同步 .....	17
图 52: 行业有望出现“高景气+低地价”的黄金组合 .....	17
图 53: 土地购置费与土地出让金增速 (单位: %) .....	18
图 54: 300 城土地成交面积增速 (单位: %) .....	18
图 55: 广义库存再次接近历史低位 (单位: 万 m <sup>2</sup> ) .....	18

---

图 56: 广义库存去化周期已处历史低位 (单位: 年) .....	18
表 1: 典型房企降档情况, 2020 .....	12
表 2: “三道红线”三种可能的规避方式及体现 .....	13

## 业绩总览：利润首次下滑，但营收锁定性依旧较强

### 板块营收维持增长，归母净利润首次出现负增长

分析中万房地产开发板块 116 家上市公司的财报数据，从板块整体表现来看，**营收仍维持增长**。板块 2020 年总营业收入为 27501 亿元，同比增速为 11.2%，较 2019 年下降了 9 个百分点。2020 年板块营业收入主要由 2016-2017 年拿地、2017-2018 年销售的项目结转而来。在此期间全国商品房销售总体增速仍然较高，因此 2020 年房地产板块业绩仍然呈现增长态势。

**板块归母净利润首次出现负增长**。2020 年归母净利润为 1900 亿元，同比增速为 -13.5%，较 2019 年下降了 22 个百分点，也是房地产行业近 5 年同比增速一路下滑后首次迎来归母净利润的负增长。

图 1：板块历年总营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

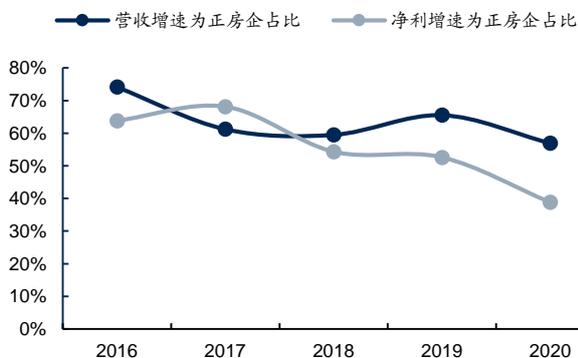
图 2：板块历年总归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**房企“增收不增利”趋势明显**。2020 年板块内营业收入同比正增长和归母净利润同比正增长的房企占比分别为 57% 和 39%，均达到五年来的最低点。营收正增长的房企占比相对维持平稳态势，而归母净利润正增长的房企占比颓势明显。2020 年板块内营收增速高于归母净利润增速的房企占比为 71%，在 2017 年低点 37% 之后一路上涨，显现房企盈利能力相对于增收能力的下滑。

图 3：历年营收和归母净利同比正增长的房企数量占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：历年营收增速高于归母净利增速的房企数量占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

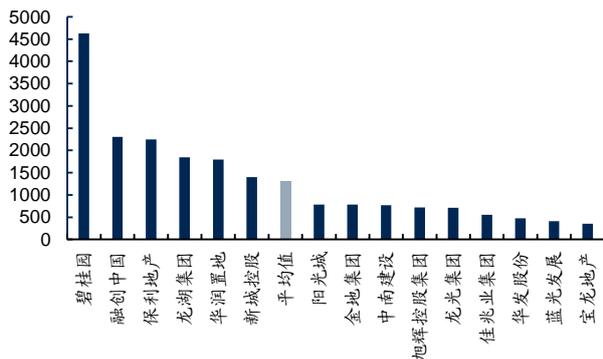
### 典型房企业绩表现普遍优于行业

我们对重点关注的 15 家典型房企（碧桂园、融创中国、保利地产、华润置地、

龙湖集团、金地集团、阳光城、旭辉控股集团、新城控股、中南建设、龙光集团、华发股份、蓝光发展、宝龙地产、佳兆业集团)的业绩表现进行分析。

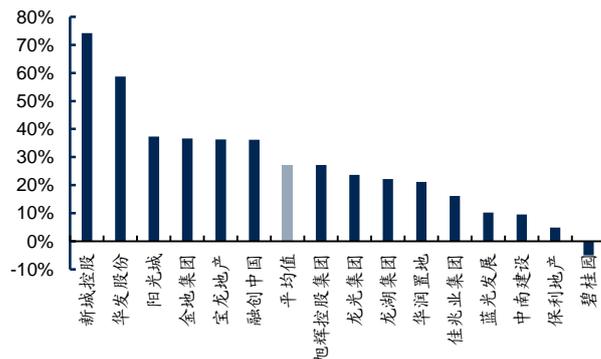
2020 年典型房企营业收入的平均值为 1319 亿元，营业收入的同比增速为 27.3%；2020 年典型房企归母净利润的平均值为 138 亿元，归母净利润的同比增速为 16.0%。我们重点关注的典型房企不论是营业收入还是归母净利润的增速都远远高出行业平均水平。在我们观测的典型房企中，2020 年营收同比下降的仅碧桂园一家，归母净利润同比下降的仅碧桂园和蓝光发展两家。

图 5：典型房企营业收入（亿元），2020



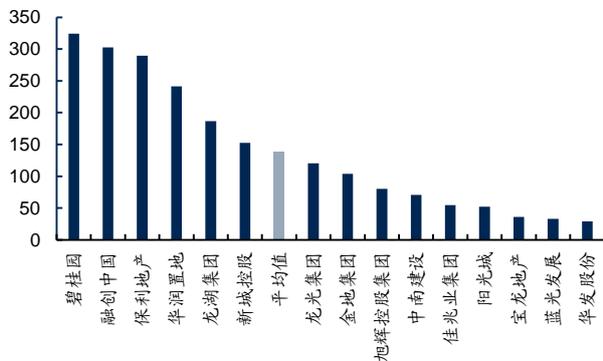
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6：典型房企营业收入同比增速，2020



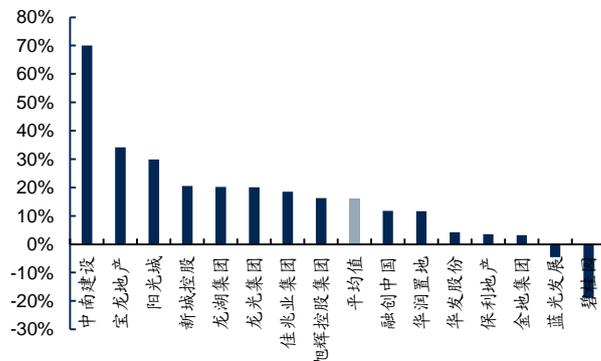
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 7：典型房企归母净利润（亿元），2020



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理  
备注: 港股归母净利润均取核心归母净利润 (佳兆业集团除外)

图 8：典型房企归母净利润同比增速，2020



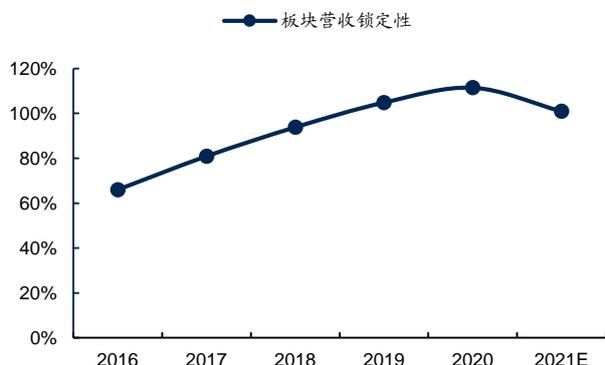
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理  
备注: 港股归母净利润均取核心归母净利润 (佳兆业集团除外)

### 未来业绩预判：营收锁定性依旧较强

由于中国房地产普遍采用预售制度，收到的房款计入合同负债&预收账款科目下，待项目竣工交付后才能转入结算收入，因此合同负债&预收账款在很大程度上可以锁定房企的未来营收。可以看见自 2016 年以来至 2020 年，板块营收锁定性逐步提高，历年营收锁定性大于 100%的房企数量占比也逐步提升，房企营收增长的保障性越来越强。

我们对板块 2020 年末合同负债&预收账款对 2021 年营收的锁定性进行预测。在 2021 年营收预测值的选取上，我们对有 wind 一致预测营收的 43 家公司采用了 wind 一致预测，对没有 wind 一致估测 2021 年营收的公司我们预设了 5% 的营收同比增速。通过计算，我们得出板块 2020 年末合同负债&预收账款对 2021 年营收的锁定比例为 101%，锁定性良好。

图 9: 板块历年营收锁定性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
备注: 营收锁定性=上年末合同负债&预收账款/当年营业收入

图 10: 历年营收锁定性大于 100% 的房企数量占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
备注: 营收锁定性=上年末合同负债&预收账款/当年营业收入

## 盈利能力: 利润率探底, 有待回升

### 板块利润率水平下滑明显, 但营销费率压降效果良好

房企“增收不增利”主要由于利润率普遍明显下降。2020 年, 房地产板块毛利率和净利率分别为 26.5% 和 9.2%, 分别较 2019 年同比下降了 4.6 和 2.1 个百分点, 均为 2015 年来的最低点。行业利润率普遍下滑主要由于前期低地价高房价的项目结算完毕, 而在 2016 年到 2017 年间行业景气度高涨时房企积极扩张获取的高地价项目大量进入结算期。待这批项目结算完毕, 有望迎来房企利润率的探底修复。

图 11: 板块历年毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 板块历年净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

房企的销管费率的改善对净利率均为正向影响。2020 年, 板块销售费率和管理费率分别为 2.8% 和 3.4%, 分别较 2019 年同比下降了 0.2 和 0.4 个百分点。我们推测 2020 年销售费率的下降与疫情后线上营销手段及明显景气的销售市场相关性较大, 而管理费用自 2018 年来呈下降趋势, 更多体现了房企的运营管理能力不断提升。在未来房价地价均受严格管控的行业背景之下, 房企需要更专注于创造“管理红利”, 才能取得较好的业绩表现。

图 13: 板块历年销售费率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 板块历年管理费率



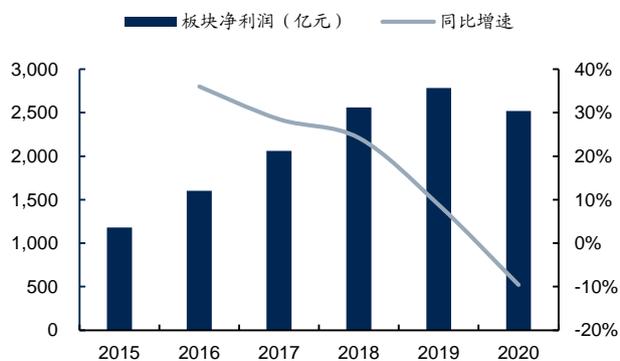
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 少数股东损益占净利润比重提升, 进一步上升空间不大

少数股东损益的来源大多是房企表内项目结算后归属其他少数股东的收益, 近年来随着地价上涨, 房企出于摊分地价的目的选择合作开发项目, 合作项目越多、公司权益占比越低, 结算后少数股东损益占比就会相应提高。但也存在部分“明股实债”现象使得少数股东在项目中获得的收益占比低于项目股权占比。

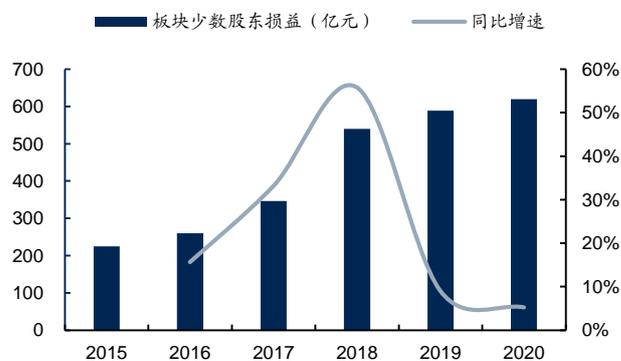
2020年, 房地产板块净利润为2519亿元, 同比下降10%, 而少数股东损益为619亿元, 同比增长5%。由此在2020年少数股东损益占净利润的比重为24.6%, 较上年同比提升3.5个百分点, 而在此影响下, 板块归母净利率为6.9%, 较上年同比下降2个百分点, 连续三年下跌。

图 15: 板块历年净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 板块历年少数股东损益及同比增速



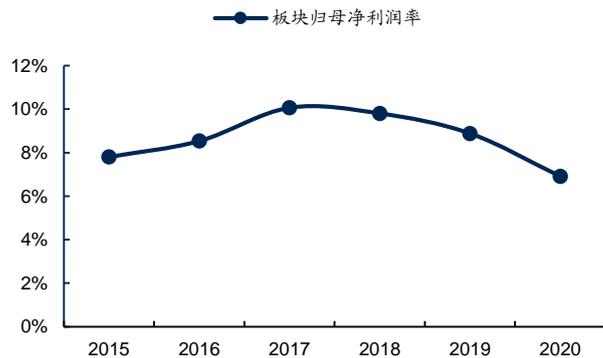
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 板块历年少数股东损益占净利润比值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

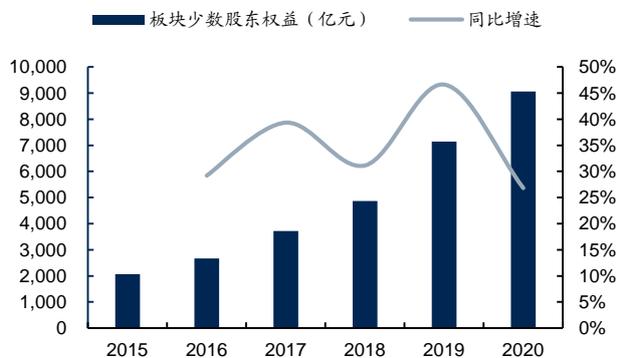
图 18: 板块历年归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2020 年末板块少数股东权益占所有者权益比值为 34%，较 2019 年末提升 4 个百分点，创历史新高，近五年来少数股东权益占比持续上升，印证我们对于房企越来越广泛采用合作模式的观察。但是少数股东损益和少数股东权益占比在财报中并不存在绝对的对对应关系，少数股东的实际投资额不仅仅体现在少数股东权益中，同时，房企从非并表项目里获取的投资收益部分会增厚归母净利润，使得少数股东损益占净利润比重不会与少数股东在并表项目中的权益占比一致。根据推算，我们认为不管权益占比多少，少数股东损益所占净利润比重的峰值应该就是 25%到 30%，未来进一步上升的概率不大。

图 19: 板块历年少数股东权益及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 板块历年少数股东权益占净资产比值

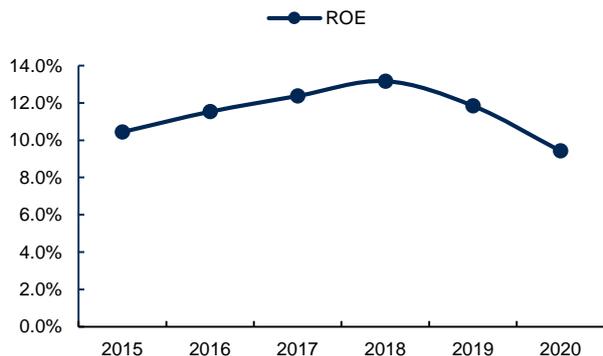


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### ROE 受净利率下滑冲击，五年来首次跌破 10%

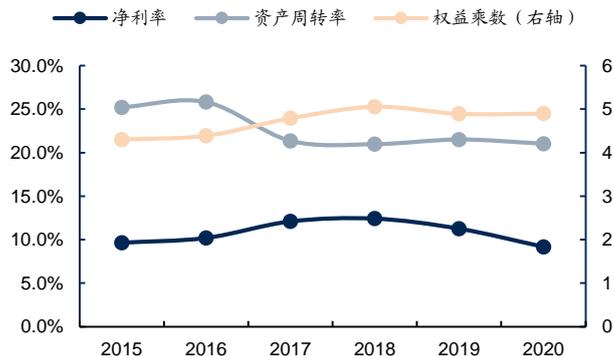
2020 年 A 股房地产板块的投资回报率 ROE 为 9.4%，在 2018 年达到高点 13.2% 后连续两年下滑，也是自 2015 年来首次跌到 10% 以下。通过对 ROE 的三大构成项净利率、资产周转率、权益乘数进行拆分可见，资产周转率和权益乘数这两项的变动均不大。在 2018/2019/2020 年，板块资产周转率分别为 21.0%/21.5%/21.0%，而板块权益乘数分别为 5.05/4.89/4.90。因此近两年影响 ROE 的主要因素是净利率，在 2018/2019/2020 年板块净利率分别为 12.4%/11.3%/9.2%，对 ROE 造成了下滑冲击。

图 21: 板块历年 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
备注: ROE=当年归母净利润/年末公司净资产

图 22: 板块历年 ROE 构成项变动情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

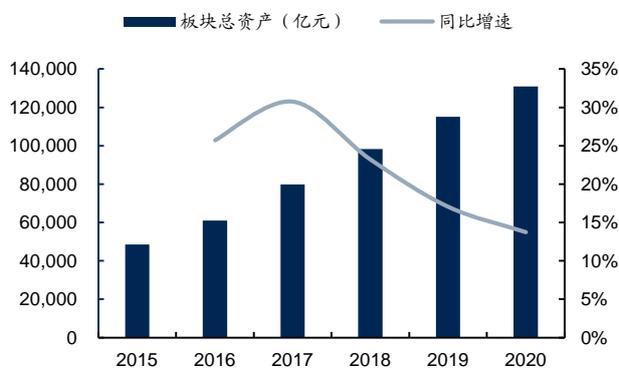
## 融资能力: “三道红线” 压力下, 偿债指标快速优化

### 板块资产和负债增速平稳

从资产端分析, 板块资产增速虽较前几年有所下滑但仍保持相对平稳。2020 年板块总资产为 13.1 万亿元, 同比增速为 13.7%; 而板块净资产为 2.7 万亿元, 同比增速为 13.6%, 两者增速基本持平。从负债端分析, 板块有息负债增速明显下滑。2020 年板块总负债为 10.4 万亿, 同比增速 13.8%; 而板块总有息负债为 2.7 万亿元, 同比增速为 7.3%, 多年来依旧保持低于总负债增速。

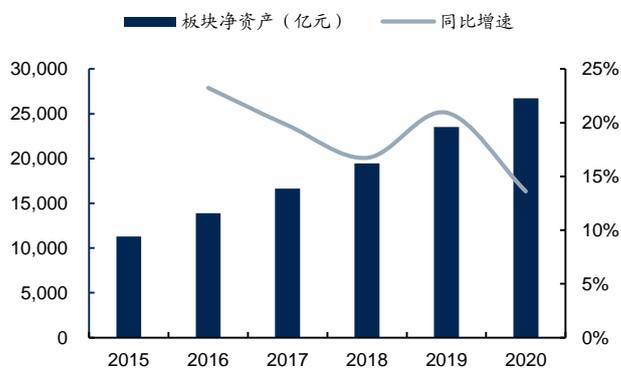
2020 年 8 月, 央行和住建部出台房企资金监测和融资管理规则, 设置“三道红线”(剔除预收的资产负债率 > 70%、净负债率 > 100%、现金短债比 < 1 倍), 根据触线情况不同, 将试点房企分为“红、橙、黄、绿”四档, 分档控制有息负债规模的增速。开发商若三项指标全部“踩线”, 则有息负债相比 2019 年数值不得增加; 若指标中两项“踩线”, 则有息负债规模年增速不得超过 5%; 若只有一项“踩线”, 则有息负债规模年增速可放宽至 10%; 若全部指标符合监管层要求, 则有息负债规模年增速可放宽至 15%。根据板块实际情况, 2018/2019/2020 这三年有息负债增速均在“三道红线”最高增速的控制范围内。

图 23: 板块历年总资产及同比增速



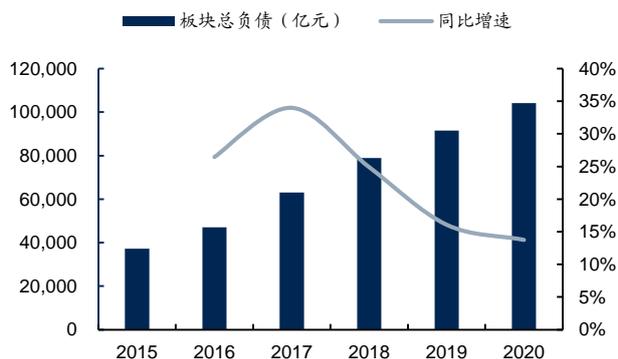
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 板块历年净资产及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 板块历年总负债及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 板块历年总有息负债及同比增速

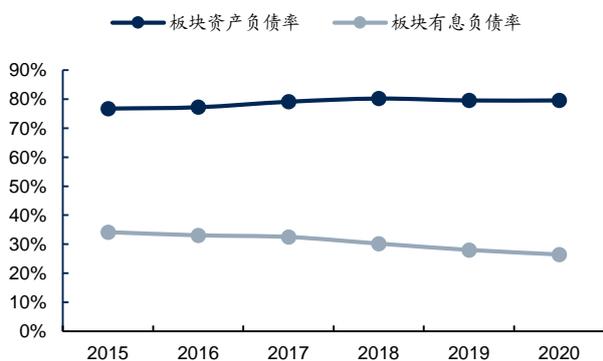


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### “三道红线”实施半年，财报改善成效显著

从板块整体表现来看，整体债务情况较去年同期小幅改善。2020年板块资产负债率为80%，与去年持平，而板块有息负债率为26%，较去年下降2个百分点。截止2020年末，板块剔除预收的资产负债率为73%、净负债率为76%、现金短债比为1.3，分别较上年同期上升1个百分点、下降8个百分点、提升0.2倍，目前仅剔除预收的资产负债率这一项未改善并继续触碰红线。

图 27: 板块历年资产负债率及有息负债率



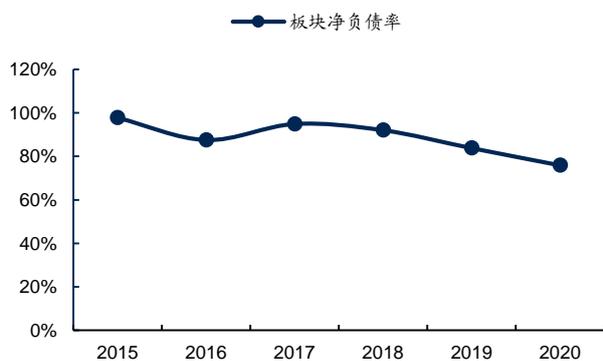
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 板块历年剔除预收款的资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 板块历年净负债率



请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 30: 板块历年现金短债比



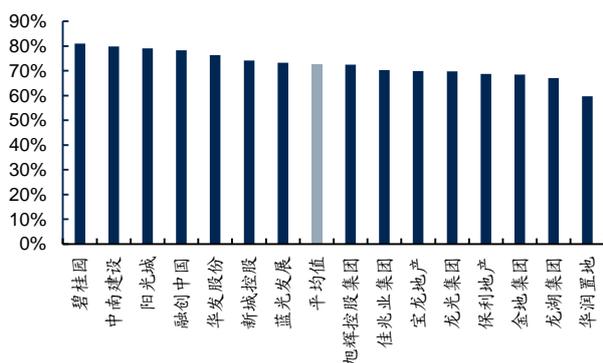
全球视野 本土智慧

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

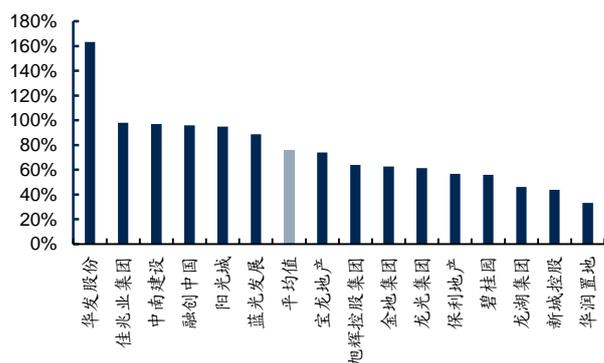
从典型房企表现来看,“三道红线”实施半年,各家房企积极应对,从结果上看成效显著。我们参考房企自行披露的监管口径数据,在我们重点关注的 15 家典型房企中,有 2 家按照“三道红线”分档在 2020 年末较 2020 年中降 2 档,分别为融创中国和蓝光发展;而阳光城、中南建设、龙光集团、华发股份、宝龙地产、佳兆业集团这 6 家房企在 2020 年末较 2020 年中降 1 档,分档未发生变化的房企有 7 家,这 7 家中又有保利地产、华润置地、龙湖集团和金地集团这 4 家房企早在 2020 年中就轻松达到“绿档”没有提升空间。

图 31: 典型房企剔除预收款的资产负债率, 2020



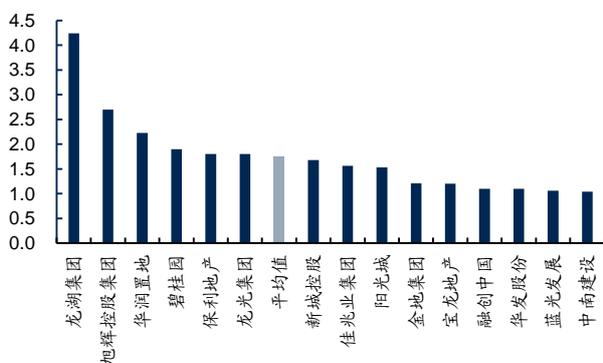
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 32: 典型房企净负债率, 2020



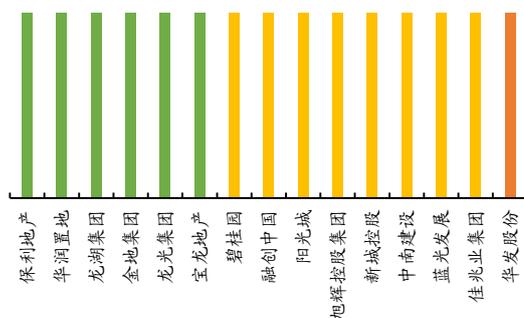
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 33: 典型房企现金短债比, 2020



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 34: 典型房企分档情况, 2020



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 典型房企降档情况, 2020

	2020 年末分档	2020 年中期分档	升降情况
碧桂园	黄	黄	-
融创中国	黄	红	降两档
保利地产	绿	绿	-
华润置地	绿	绿	-
龙湖集团	绿	绿	-
金地集团	绿	绿	-
阳光城	黄	橙	降一档
旭辉控股集团	黄	黄	-
新城控股	黄	黄	-

中南建设	黄	橙	降一档
龙光集团	绿	黄	降一档
华发股份	橙	红	降一档
蓝光发展	黄	红	降两档
宝龙地产	绿	黄	降一档
佳兆业集团	黄	橙	降一档

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 由表及里：“三道红线”可能的规避方式

但我们不得不指出，“三道红线”政策的关键是对房企“有息负债”的认定，需要按照实质重于形式的原则，彻底廓清非标融资手段的“股债二象性”，以此计算房企的真实杠杆水平。比如：对合作方是否有相关保底承诺或回购承诺、股东借款是否带息、永续债是否真的永续等。但这些依据公开资料无法区分，因此目前我们计算出的房企分档数据，参考意义并不强。

房企降杠杆的手段有很多，但归根到底无非多销售少拿地，减少资本占用，体现在报表上就是自由现金流的改善和占用资本的减少。在快周转接近极限的背景下，既要扩张，又要降杠杆，本质上是是不可能的。

假设房企仍要扩张，或者不希望自身真实的杠杆水平降得太快，那么可能的规避方式有三：一是更充分的利用供应链占款；二是股东借款的无息化处理；三是溢价出售项目公司部分股权。三道红线事实上能否落地仍然存疑，关键指标就是土地市场的热度。

- ◆ **更充分的利用供应链。**通过一定的账期占用供方资金来进行建设，是行业惯例，但如上文所述，房企并没有系统性的通过拉长账期来获取融资。由于供方企业并不纳入相关监管范围，后续可通过**拉长账期+应收账款保理**方式，通过供应商获取融资，**相关融资成本可以通过增加合同成本进行无息化处理。**
- ◆ **股东借款无息化。**以往合作开发多采用“股权+股东借款”模式，二者比例在 1:9 到 1:1 之间。通过增加股权占比、降低股东借款占比，可以有效做大权益，而权益增加对各类杠杆指标的计算都会有立竿见影的效果。
- ◆ **溢价出售项目公司部分股权。**对于全资项目，溢价出售部分股权可以通过增加公司的资本公积来做大权益，改善杠杆数据。股权购买方可能是非标渠道的资金方，也可能是其他房企（**相互溢价购买对方项目公司股权，共同做大权益**）。

**表 2：“三道红线”三种可能的规避方式及体现**

规避方式	大致操作	报表体现
更充分利用供应链	拉长账期+应收账款保理方式，通过供应商获取融资，相关融资成本可以通过增加合同成本进行无息化处理。	应付款项/应付票据增加，有息负债减少
股东借款无息化	在传统的“股权+股东借款”操作模式中，增加股权占比、降低股东借款占比。	少数股东权益增加，其他应付款减少
溢价出售项目公司股权	溢价出售全资项目的部分股权，获取现金或其他资产的同时，增加资本公积。	资本公积增加

资料来源: 国信证券经济研究所整理

## 周转能力：放慢步伐，稳中求进

**销售和投资：房企销售增速放缓，投资态度偏谨慎**

**行业规模增速趋平，龙头房企规模受缚**

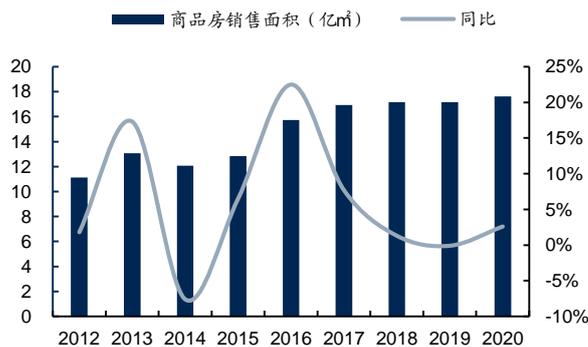
2016年以来，行业增速有所下滑，一方面受政府调控政策的影响，另一方面受房价收入比增高、居民杠杆率承压等对需求端的影响。不过2020年即使在1季度受疫情影响下，全年商品房销售额仍达17.4万亿元，同比增长8.7%，较上年提升2个百分点；销售面积达17.6亿m<sup>2</sup>，同比增长2.6%，较上年提升3个百分点。但我们担忧，疫情后的销售火热局面某种程度上是在预售政策宽松及贷款难度较低的情况下提前透支了居民购买力。未来数年间，我们认为行业总销售面积会面临横盘甚至小幅下滑，进一步影响房企在未来的营收增速。

图 35: 中国历年商品房销售额及同比



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 36: 中国历年商品房销售面积及同比



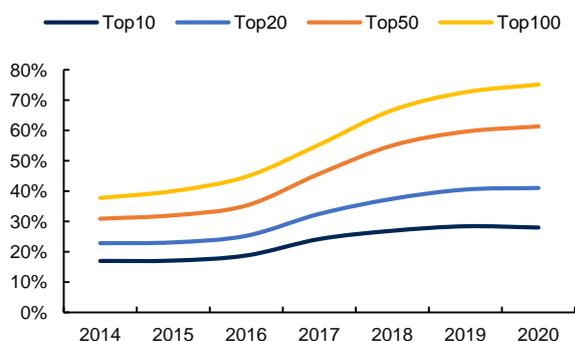
资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

此外，龙头房企也面临规模增长困境。由于近期融资政策的收紧、“三道红线”对于投融资比例的直接管控，类似2016年至2018年间大幅超越行业增速的情况将不复存在，头部房企市占率提升放缓，规模扩张速度也受限。

2020年Top10/Top20/Top50/Top100房企全口径签约销售额市占率分别为28.0%/41.0%/61.4%/75.1%，较2019年分别变动-0.4/+0.5%/+1.7%/+2.5个百分点。同时，2020年Top10/Top20/Top50/Top100房企全口径签约销售额的同比增速分别为7.1%/10.1%/11.8%/12.4%，较2019年分别变动-5.3%/-5.1%/-3.5%/-3.5个百分点。我们重点关注的15家典型房企，2020年平均增速为14%，比行业平均增速高5个百分点，但较过去几年的增速劲头也略显颓势。

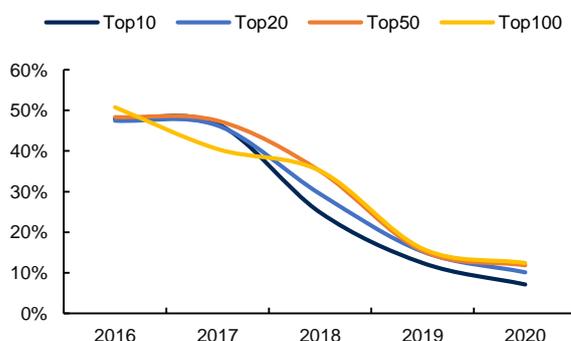
不过，龙头房企的优势仍在。在利润受到限制、融资不断收紧的趋势下，中小房企的生存空间被压缩，融资成本低、运营成本管控能力较强的龙头房企在盈利能力上的优势会越来越凸显。

图 37: 大中型房企全口径签约销售额市占率



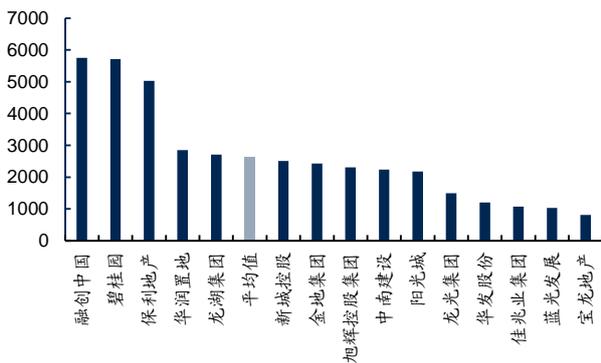
资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图 38: 大中型房企全口径签约销售额同比增速



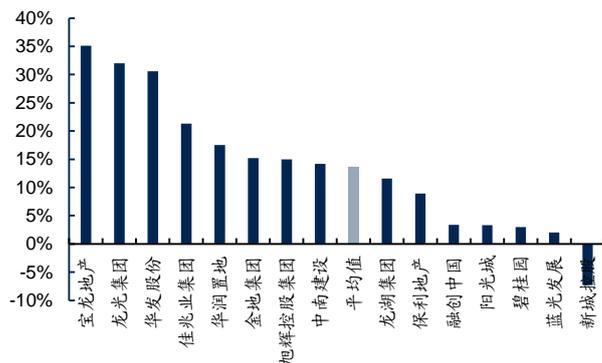
资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图 39: 典型房企销售额, 2020



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理  
备注: 除碧桂园、佳兆业披露权益口径外其余为全口径, 龙光取自克而瑞

图 40: 典型房企销售增速, 2020

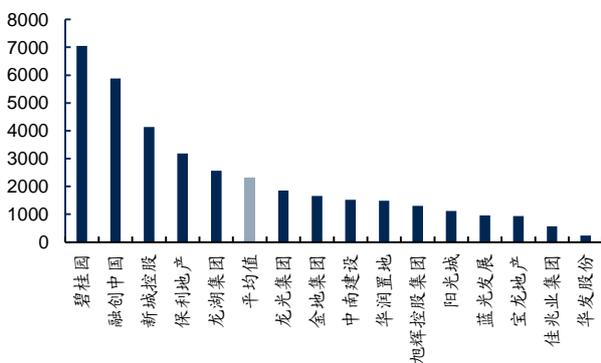


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 房企投资偏向谨慎, 缓慢消耗土储余粮

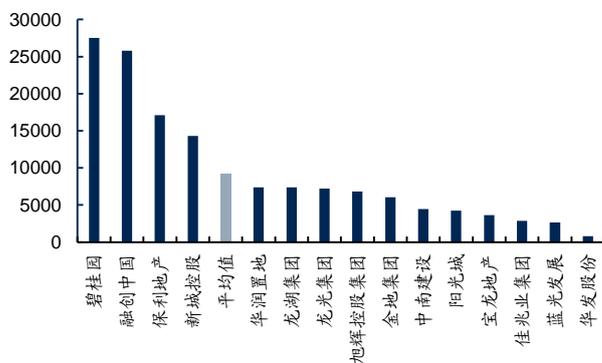
我们重点关注的 15 家典型房企 2020 年平均新增土储建面 2298 万 $m^2$ , 总土储面积 9217 万 $m^2$ , 拿地销售面积比 1.15, 现有土储覆盖销售 4.4 年。需要指出的是, 房企披露的新增土储建面和总土储建面并非可售口径, 新增土储建面中可能包括商业不可售、自持部分等, 而总土储建面基本上还包含尚未结算的已售、在建、自持面积之和, 因此我们计算的拿地销售面积比以及现有土储覆盖销售年限仅做参考, 但从中也能感知到房企对未来的谨慎判断。

图 41: 典型房企新增土储建面 (单位: 万 $m^2$ ), 2020



资料来源: 公司公告, 克而瑞, 国信证券经济研究所整理  
备注: 除碧桂园、佳兆业披露权益口径外其余为全口径; 华发取自克而瑞

图 42: 典型房企总土储口岸, (单位: 万 $m^2$ ), 2020



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理  
备注: 除碧桂园、佳兆业披露权益口径外其余为全口径

图 43: 典型房企拿地销售面积比, 2020

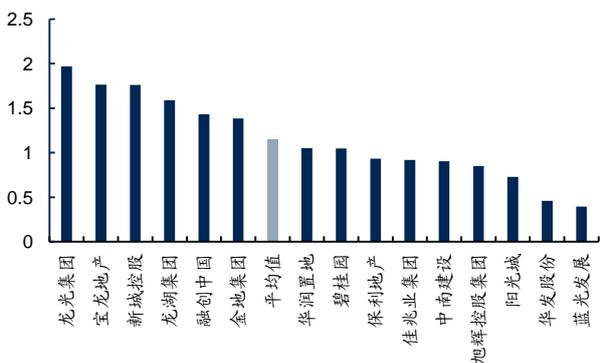
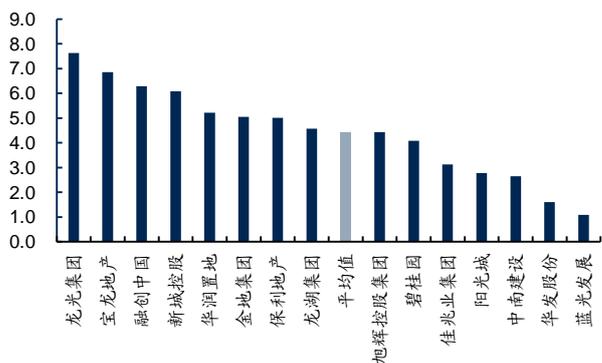


图 44: 典型房企现有土储覆盖销售年限, 2020



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理  
备注：拿地销售面积比=当年新增土储建面/当年销售面积

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理  
备注：现有土储覆盖销售年限=当年总土储建面/当年销售面积

## 周转和运营：存货去化能力略有提升，经营性现金流稳健

### 存货周转天数下降，去化能力提升

板块的存货状态与资产、营收的增速放缓保持一致，2020年板块总存货为70282亿元，同比增速为10.9%，较上年下降8个百分点。2020年板块存货周转天数为1191天，较上年下降42天，下降比例为3.4%，虽然尚未恢复至2018年以前的水平，但相较前两年，行业整体去化情况已经有所改善。

图 45：板块历年存货及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 46：板块历年存货周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 经营性现金流净额稳步增长，财务安全性更有保障

2020年，板块经营活动产生的现金流量净额为3088亿元，可以观察到近三年都在稳健上涨，房地产板块的安全性不断提升。从房企表现来看，板块2020年经营活动净现金流为正的房企数量占比73%，达到近五年来的最高值。

图 47：板块历年经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 48：板块历年经营活动净现金流为正的房企数量占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 后市展望与投资建议：坚守与等待

### 行业身处低谷，犹待曙光绽放

### 行业估值处于低位，待行业利润率隐患修复后上涨空间充分

当前A股地产板块PE估值历经连续5年下杀，且A股、H股内房板块的估值

均相对全市场而言处于历史最低水平。除对房地产开发空间预期悲观以外，拿地利润率的下降是地产股相对估值连续5年下杀的重要原因。虽然地产股估值低不是涨的理由，但留足了上涨空间。

图 49: A 股地产行业 PE (TTM) 相对于市场走低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 50: H 股地产行业 PE (TTM) 相对于市场走低



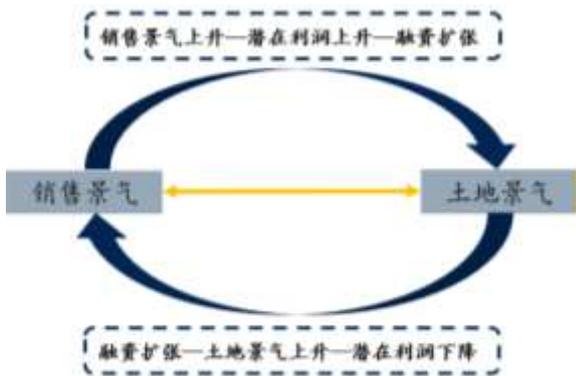
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

“稳地价”政策效果仍不明显，土地市场热度待降温

由于房地产开发高度同质化、供需两端均充分竞争、进入门槛和退出门槛低，土地景气度往往与销售景气度同步，激烈竞争加剧地价上涨，压低利润。2021年2月24日起，部分城市根据自然资源部的要求陆续实行住宅用地“两集中”同步公开出让，保证土地供应量、更及时准确全面地披露待拍地块信息。

土地集中出让一定程度上是政府在地价上让利，土地市场竞争有效降低，地块利润率上升，有望带来行业整体盈利能力的修复。根据我们的“销售-地价”四象限模型，期待行业出现“高景气+低地价”的黄金组合。

图 51: 土地景气度往往与销售景气度同步



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 52: 行业有望出现“高景气+低地价”的黄金组合



资料来源: 国信证券经济研究所整理

虽然“稳地价”政策到位，但效果仍不明显，主要由于房企在2021年初补库存的热情高涨。房企经历了2013年至2017年的加速扩张之后（也是库存积累的过程），2018年开始放缓扩张节奏，至2020年已进入收缩（十年间的首次缩量）。从2018年下半年至2020年年末，土地购置费、土地出让金、300城土地成交金额/面积，三大数据增速较2017年和2018年上半年均显著下行，反映出土地市场的整体降温，行业整体拿地积极性下降。实际上，房企对于未来房地产市场的谨慎态度，是2018年至今地产行业和资本市场的普遍共识。此外，地产融资的持续收紧，也是房企开始收缩的催化因素之一。

但从2020年下半年开始，销售端的景气度超过了多数房企的预期。如果说2020年三季度的高景气仍有可能是“填坑”的后续，2020年四季度至本年一季度的

销售表现，则使得大多数房企确认了销售端的高景气。持续三年的扩张放缓，带来了房企整体的低库存水平，“猝不及防”的高景气之下，积极补库成了房企的共同选择。这也是“三道红线”压顶、土地“两集中”试图降温之下，土地市场仍旧维持热度的原因。

图 53: 土地购置费与土地出让金增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 54: 300 城土地成交面积增速 (单位: %)



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

### 短周期供不应求的局面仍将延续，拿地利润率的拐点仍需等待

展望全年，短期积极拿地可能无法完全迅速补充三年扩张放缓带来的低库存，加之拿地到形成可售货值至少需要 4 到 6 个月的时间，因此若无需求端的“切实”措施出台，短周期供不应求的局面仍将延续。而在融资渠道不做进一步的“切实”管控的情况下，销售景气度向土地景气度的传导也很难被打破，拿地利润率的拐点仍需等待。

图 55: 广义库存再次接近历史低位 (单位: 万㎡)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 56: 广义库存去化周期已处历史低位 (单位: 年)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

### 投资建议

中短期来看，销售端的高景气可能继续驱动土地端的高热度，房企拿地利润率难见系统性改善。三年放缓扩张导致的整体低库存，也一定程度上降低了房企享受销售高景气的收益。短期内地产股可能仍难有明显超额收益。但中长期来看，房企补库的动机会边际降低，行业整体利润率有望企稳，具备优秀管理能力的房企将脱颖而出。个股方面，我们看好货值充沛的房企，以及持有型资源较多的房企，二者的补库压力相对较小，同时亦能充分分享资产增值的收益。建议关注融创中国、保利地产、金地集团、龙湖集团、华润置地。

## 风险

1、若行业再度升温、过热，引发政策超预期收紧；2、土地市场过热导致利润率进一步下降；3、销售景气度超预期下行，公司销售增长失速。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
01918	融创中国	买入	23.66	6.49	7.20	7.92	3.6	3.3	3.0	0.9
600048	保利地产	买入	13.26	2.42	2.66	2.91	5.5	5.0	4.6	1.0
600383	金地集团	买入	10.86	2.30	2.47	2.74	4.7	4.4	4.0	0.8
00960	龙湖集团	买入	38.22	3.08	3.67	4.45	12.4	10.4	8.6	2.2
01109	华润置地	买入	29.92	3.34	3.74	4.26	9.0	8.0	7.0	1.1

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理预测

备注：港股数据已调整为以人民币计价；港股 EPS 均为核心 EPS（佳兆业集团除外）

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032