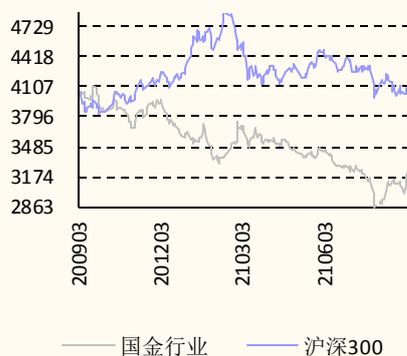


## 市场数据(人民币)

|           |       |
|-----------|-------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金房地产指数   | 3232  |
| 沪深 300 指数 | 4869  |
| 上证指数      | 3597  |
| 深证成指      | 14277 |
| 中小板综指     | 13613 |



## 相关报告

- 1.《结算毛利率仍在下行，销售毛利率有望企稳-房地产行业周报》，2021.4.27
- 2.《关注集中供地和人口政策-房地产行业周报》，2021.4.19
- 3.《调控信号频繁释放，三四线土拍热度上涨-房地产行业周报》，2021.4.12
- 4.《3月销售延续高增长；物业服务板块业绩亮眼-房地产行业周报》，2021.4.6
- 5.《结算毛利率下行，但预计前瞻指标恢复-房地产行业周报》，2021.3.30

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002  
niwenyi@gzq.com.cn

杜昊昊 联系人

## 毛利率见底回升，销售下行亟待政策修复

## 业绩回顾

- **净利润重回正增长，增幅不及收入主因毛利率下滑。**①样本房企 1H21 收入合计 3.0 万亿元，同比+27%；归母净利润合计 2221 亿元，同比+14%。②第一、二、三梯队房企的 1H21 收入同比增速为 25%、28%和 33%；1H21 归母净利润同比增速为 13%、7%和 42%。进一步来看，第一、二、三梯队的 1H21 归母净利润相较 1H19 分别+2.6%；-1.8%、-23.0%。排名靠前的房企相对更能守住利润。③1H21 房企整体净利润增幅不及收入，主要因为 2018 年的低毛利率项目于 2021 年上半年结转，行业毛利率整体下滑明显。
- **毛利率见底，预计未来将逐步回升。**①样本房企 1H21 毛利润率中位值 21.8%，相较去年同期下滑 4.4pcts。②A 股上市房企中超三成 2Q21 毛利率相较 1Q21 已有所回升。从绝对值来看，2Q21 回升的房企，毛利率在 20% 上下，而 68 家中超 1/4 房企的 1H21 毛利率已低于 20%。我们预计房企毛利率已经见底。③随着二次集中供地对土地溢价率的限制，新推地块毛利率有所修复。我们认为房企毛利率未来 1-2 年将逐步回升。
- **销售费用率已较难压缩，向管理要红利成共同选择。**①样本房企 1H21 销售费用率中位值为 3.2%，相较去年同期小幅下降 0.1pcts。②样本房企 1H21 管理费用率中位值为 4.0%，相较去年同期下降 1.0pcts。第一梯队、第二梯队、第三梯队的 1H21 管理费用率中位值为 3.9%、3.8%和 5.1%，相较 1H20 下降 0.6pcts、0.1pcts 和 1.0pcts。
- **应付账款增速放缓，应收账款加速增长。**①在有息负债增量受限的情况下，议价能力较强的房企转而向产业链上游占用更多资金，这表现为应付账款的增长。但供应商的资金承受能力也有边界，目前或已近极限。样本房企 1H21 应付账款合计 3.7 万亿元，相较 2020 年末增长 2.9%。而 2020 年相较 2019 年的增速仍保持在 23.1%的高位。②1H21 样本房企应收账款合计 5.7 万亿元，相较 2020 年末增长 13.2%，增速相较 2020 年的 9.1%提升了 4.1pcts。我们预计应收应付的状况将影响房企的现金流，对未来的拿地、开工、竣工均造成进一步压力。
- **8 月销售数据下滑，政策亟待修复。**8 月百强房企单月销售金额同比下滑 19.6%，30 家上市房企 8 月销售同比增速均值为-16%。主要因为：①去年同期有因疫情影响而延后的购房需求，基数相对较大；②信贷收缩购房需求有所遏制。房企中报营运情况较差，现金流多处于紧张状态，销售下滑或将进一步带动后续拿地、开工、竣工的放缓，我们认为政策亟待边际修复。

## 投资建议

- 房企中报表现不佳，叠加 8 月销售数据下滑，释放政策亟待调整重要信号。我们预计下半年销售市场竞争将十分激烈，因为融资紧张，叠加偿债高峰，房企现金流压力大，对销售回款的依赖程度较以往更重。此外，由于银行贷款额度紧张，放贷周期拉长，我们预计房企下半年销售回款压力较大。我们看好在一二线城市已做了较好布局，且产品力好、营销能力强的房企，我们认为该类房企后续抗风险能力更强。推荐建发国际、保利地产、招商蛇口、万科；建议关注绿城中国、融创中国、旭辉集团、龙湖集团和华润置地。

## 风险提示

- 房地产调控继续收紧；毛利率恢复低于预期；销售数据下滑幅度超预期

## 内容目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 业绩回顾 .....                   | 3  |
| 收入利润正增长，利润增幅不及收入 .....       | 3  |
| 毛利率下滑探底，预计未来逐步回升 .....       | 4  |
| 销售费用率已较难压缩，向管理要红利成共同选择 ..... | 4  |
| 三条红线重压之下，资债指标多数改善 .....      | 5  |
| 预计 2021 全年结算收入增长仍有保障 .....   | 5  |
| 存货小幅增长，周转天数好于疫情前水平 .....     | 6  |
| 应付账款增速放缓，应收账款加速增长 .....      | 6  |
| 上半年销售表现良好 .....              | 7  |
| 8 月销售数据下滑 .....              | 7  |
| 银行放贷周期拉长，预计下半年回款压力较大 .....   | 8  |
| 投资建议 .....                   | 9  |
| 风险提示 .....                   | 9  |
| 附录：样本房企名单 .....              | 10 |

## 图表目录

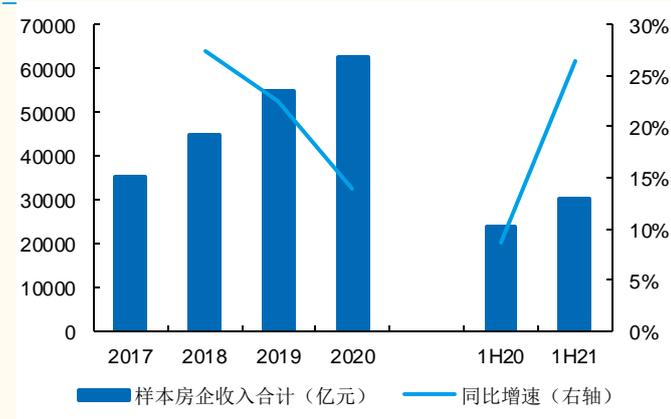
|   |    |
|---|----|
| 图表 1：样本房企 1H21 收入同比+27% .....               | 3  |
| 图表 2：三个梯队房企 1H21 收入增速提速 .....               | 3  |
| 图表 3：样本房企 1H21 归母净利润同比+14% .....            | 3  |
| 图表 4：三个梯队房企 1H21 归母净利润增速转正 .....            | 3  |
| 图表 5：三个梯队房企 1H21 毛利率皆下滑 .....               | 4  |
| 图表 6：部分房企 1H21 毛利率相较 1Q21 有所回升 .....        | 4  |
| 图表 7：样本房企 1H21 管理费用率小幅下降 0.1pcts .....      | 5  |
| 图表 8：三个梯队房企 1H21 管理费用率皆有所下降 .....           | 5  |
| 图表 9：20 强房企三条红线踩线情况 .....                   | 5  |
| 图表 10：样本房企 1H21 存货相较 2020 年末增长 3.8% .....   | 6  |
| 图表 11：三个梯队房企存货周转天数均下降 .....                 | 6  |
| 图表 12：样本房企 1H21 应付账款较 2020 年末增长 2.9% .....  | 6  |
| 图表 13：三个梯队的 1H21 应付账款增速下滑 .....             | 6  |
| 图表 14：样本房企 1H21 应收账款较 2020 年末增长 13.2% ..... | 7  |
| 图表 15：三个梯队的 1H21 应收账款增速皆在 10% 以上 .....      | 7  |
| 图表 16：上市房企 2021 年上半年销售表现良好 .....            | 7  |
| 图表 17：房企 8 月单月销售数据下滑平均 16% .....            | 8  |
| 图表 18：2021 年 6 月个人住房贷款余额增速放缓 .....          | 9  |
| 图表 19：覆盖公司估值情况 .....                        | 9  |
| 图表 20：样本房企名单 .....                          | 10 |

## 业绩回顾

### 收入利润正增长，利润增幅不及收入

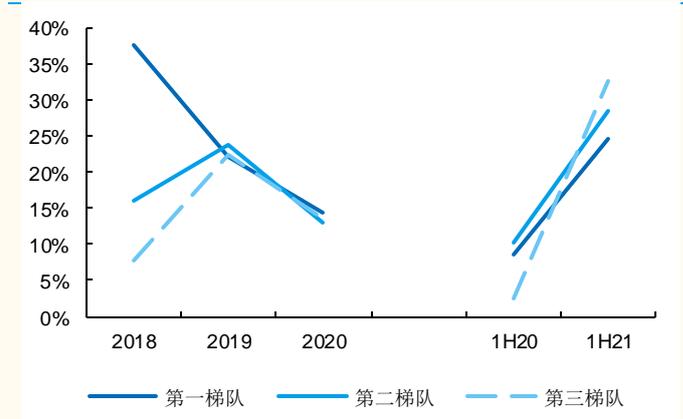
- **说明：**我们选取 2020 年克而瑞全口径销售金额排行榜 TOP100 中的上市房企（剔除部分数据异常的企业，共计 68 家）作为主要分析对象，下文简称“样本房企”。并按照 TOP20，TOP21-50，TOP51-100 划分为三个梯队，下文简称“第一梯队”、“第二梯队”、“第三梯队”。具体房企名单见附录。
- **净利润重回正增长，增幅不及收入主因毛利率下滑。**①样本房企 1H21 收入合计 3.0 万亿元，同比+27%；归母净利润合计 2221 亿元，同比+14%。净利润增速虽然回正，但主要因去年同期受疫情影响基数较低，1H21 相较 1H19 仍下降 1.2%。②分梯队来看，第一、二、三梯队房企的 1H21 收入同比增速分别为 25%、28%和 33%；1H21 归母净利润同比增速分别为 13%、7%和 42%。进一步来看，第一、二、三梯队的 1H21 归母净利润相较 1H19 分别+2.6%；-1.8%、-23.0%。行业严格调控之下，排名靠前的房企相对更能守住利润。③1H21 房企整体净利润增幅不及收入，主要因为 2018 年的低毛利率项目于 2021 年上半年结转，行业毛利率下滑明显。2018 年 3 月“房住不炒”在全国两会中正式提出，随后一整年房地产行业处于严格政策监管之下，那一年房企获取的土地价格都偏高，叠加随后严厉的限价政策，拿地销售两头受压，毛利率普遍较低不到 10%。

图表 1：样本房企 1H21 收入同比+27%



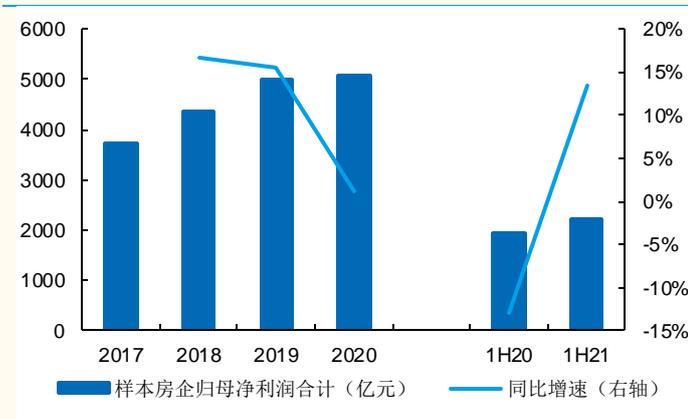
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：三个梯队房企 1H21 收入增速提速



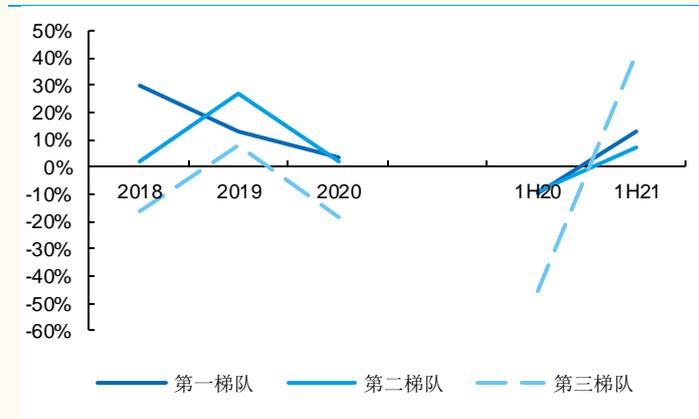
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：样本房企 1H21 归母净利润同比+14%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：三个梯队房企 1H21 归母净利润增速转正

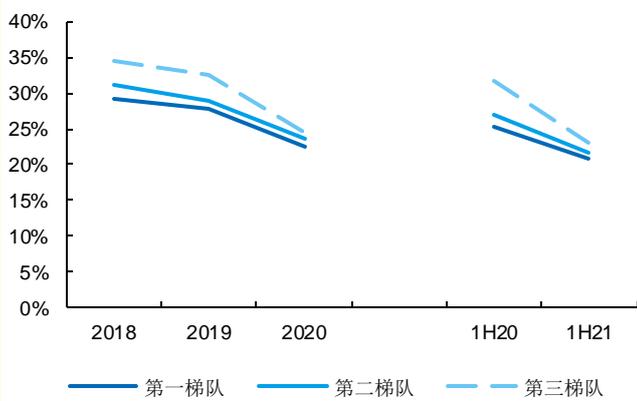


来源：Wind，国金证券研究所

### 毛利率下滑探底，预计未来逐步回升

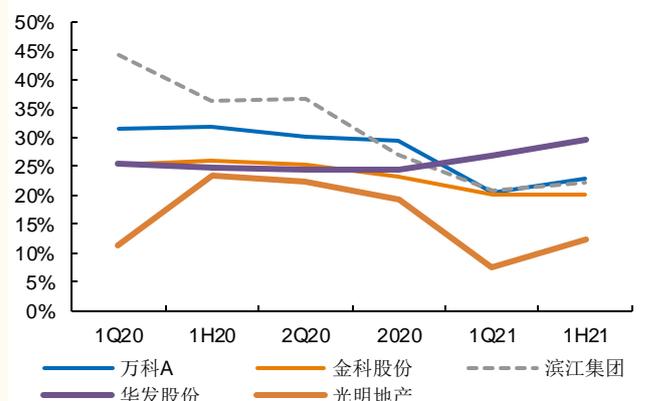
- **1H21 样本房企毛利率整体呈现下滑趋势。**①样本房企 1H21 毛利率中位值 21.8%，相较去年同期下滑 4.4pcts。②从数量上来看，68 家中有 56 家 1H21 毛利率下滑，占比高达 83%。③具体来看，第一、二、三梯队房企的 1H21 毛利润率中位值分别为 20.7%、21.7%和 23.2%，相较去年同期分别下滑 4.6pcts、5.2pcts、8.5pcts。
- **毛利率见底，预计未来逐步回升。**①通过拆分样本房企中的 A 股上市房企的季度数据，我们发现 5 家房企 2Q21 的毛利率相较 1Q21 已有所回升。从中位值来看，5 家 2Q21 毛利率为 22.5%，相较 1Q21 回升 1.9pcts。②从绝对值来看，2Q21 毛利率回升的房企，毛利率大多在 20%上下，而 68 家中超 1/4 房企的 1H21 毛利率已经低于 20%。③随着二次集中供地对土地溢价率的限制，新推地块毛利率有所修复。我们认为毛利率未来 1-2 年将逐步回升。

图表 5: 三个梯队房企 1H21 毛利率皆下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 部分房企 1H21 毛利率相较 1Q21 有所回升

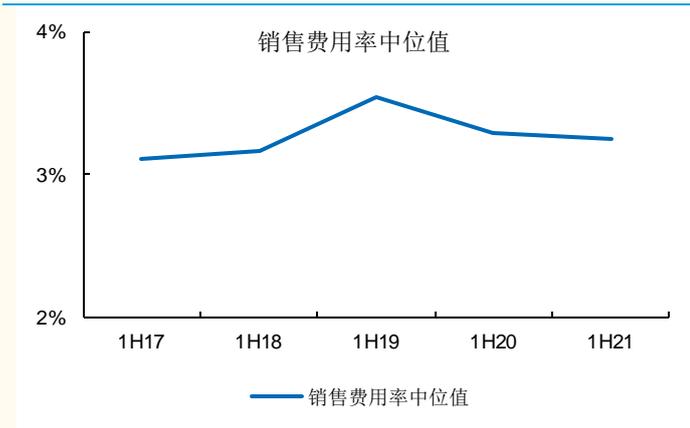


来源: Wind, 国金证券研究所

### 销售费用率已较难压缩，向管理要红利成共同选择

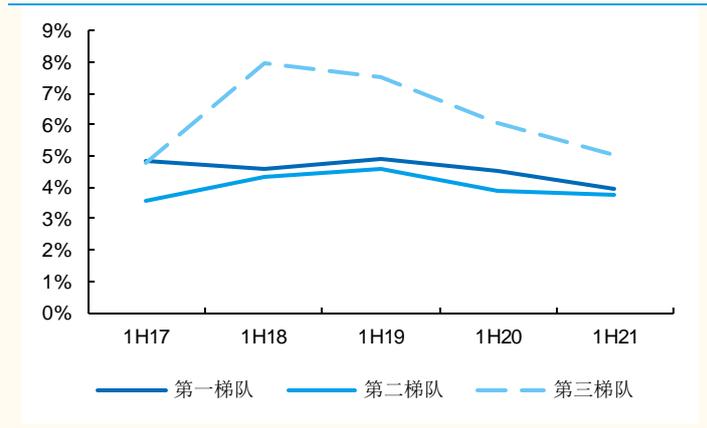
- **销售费用率已难大幅压缩。**①样本房企 1H21 销售费用率中位值为 3.2%，相较去年同期小幅下降 0.1pcts。房企通过压缩销售费用率对冲毛利率下行的幅度在缩窄。1H20 样本房企销售费用率中位值相较 19H1 下降 0.2pcts。②具体来看，第一梯队、第二梯队、第三梯队的 1H21 销售费用率中位值分别为 3.2%、3.5%和 3.2%，相较 1H20 分别下降 0.1pcts、上升 0.3pcts 和下降 0.2pcts。
- **向管理要红利成共同选择。**①样本房企 1H21 管理费用率中位值为 4.0%，相较去年同期下降 1.0pcts。②具体来看，第一梯队、第二梯队、第三梯队的 1H21 管理费用率中位值分别为 3.9%、3.8%和 5.1%，相较 1H20 分别下降 0.6pcts、0.1pcts 和 1.0pcts。

图表 7: 样本房企 1H21 管理费用率小幅下降 0.1pcts



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 三个梯队房企 1H21 管理费用率皆有所下降



来源: Wind, 国金证券研究所

### 全年结算有保障, 应收应付状况变差

#### 三条红线重压之下, 资债指标多数改善

- 20 强除中国恒大外皆未踩中红档。自从三道红线颁布以来, 房企都表示要为降档做努力。从 2021 年中报来看, 万科成功由黄转绿档, 绿地控股由红档转橙档, 而保利地产则由绿档转黄档, 其余均保持不变。截至 1H21, 20 强房企中共计 7 家绿档, 11 家黄档, 1 家橙档, 1 家红档。

图表 9: 20 强房企三条红线踩线情况

| 排名 | 公司简称   | 2020 年踩线数量 | 1H21 踩线数量 |
|----|--------|------------|-----------|
| 1  | 碧桂园    | 1          | 1         |
| 2  | 中国恒大   | 3          | 3         |
| 3  | 万科 A   | 1          | 0         |
| 4  | 融创中国   | 1          | 1         |
| 5  | 保利地产   | 0          | 1         |
| 6  | 中国海外发展 | 0          | 0         |
| 7  | 绿地控股   | 3          | 2         |
| 8  | 世茂集团   | 0          | 0         |
| 9  | 华润置地   | 0          | 0         |
| 10 | 招商蛇口   | 0          | 0         |
| 11 | 龙湖集团   | 0          | 0         |
| 12 | 新城控股   | 1          | 1         |
| 13 | 金地集团   | 0          | 0         |
| 14 | 旭辉控股集团 | 1          | 1         |
| 15 | 中国金茂   | 0          | 0         |
| 16 | 金科股份   | 1          | 1         |
| 17 | 中南建设   | 1          | 1         |
| 18 | 阳光城    | 1          | 1         |
| 19 | 绿城中国   | 1          | 1         |
| 20 | 中梁控股   | 1          | 1         |

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 1) 排名为克而瑞 2020 年全口径销售金额排行榜中的名次; 2) 颜色按 1H21 踩线情况标注

### 预计 2021 全年结算收入增长仍有保障

- 房企近 1 年结算收入增长仍有保障。①截至 1H21, 样本房企合同负债合计 6.9 万亿, 相较 2020 年末增长 12.7%, 是 2020 年总收入的 1.1 倍, 足以支撑未来 1 年的结算收入, 我们预计 2021 全年收入呈现双位数增长仍

有保障。②从平均值来看，样本房企 1H21 合同负债/2020 年收入的平均值为 1.4，第一、二、三梯队的平均值分别为 1.4、1.4 和 1.3。50 强房企的结算相对更有保障。

### 存货小幅增长，周转天数好于疫情前水平

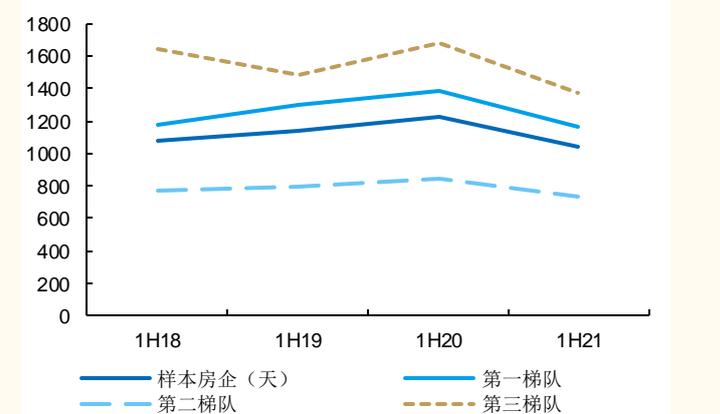
- 存货小幅增长。截至 1H21，样本房企存货合计 14.3 万亿元，相较 2020 年末增长 3.8%。具体来看，第一、二、三梯队房企 1H21 存货相较 2020 年末分别增长 2.6%、5.8%、7.3%。
- 存货周转天数好于疫情前水平。①样本房企 1H21 年化存货周转天数为 1038 天，相较 1H20 下降 182 天，改善幅度达 15%，同时也好于疫情前 2019 年的水平。②具体来看，第一、二、三梯队房企的 1H21 年化存货周转天数分别为 1169 天、735 天和 1373 天，相较 1H20 分别下降了 216 天、106 天和 306 天。

图表 10: 样本房企 1H21 存货相较 2020 年末增长 3.8%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 三个梯队房企存货周转天数均下降

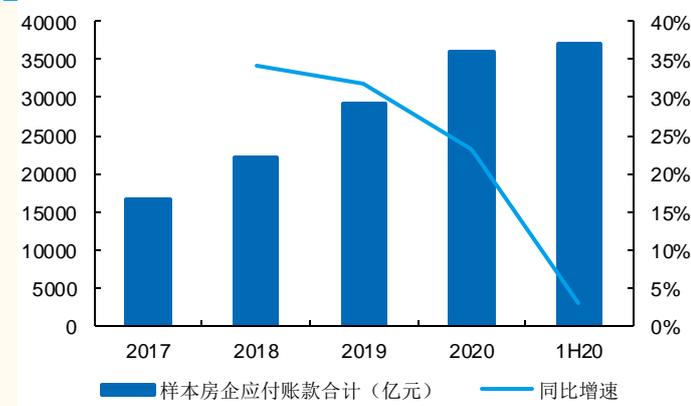


来源: Wind, 国金证券研究所

### 应付账款增速放缓，应收账款加速增长

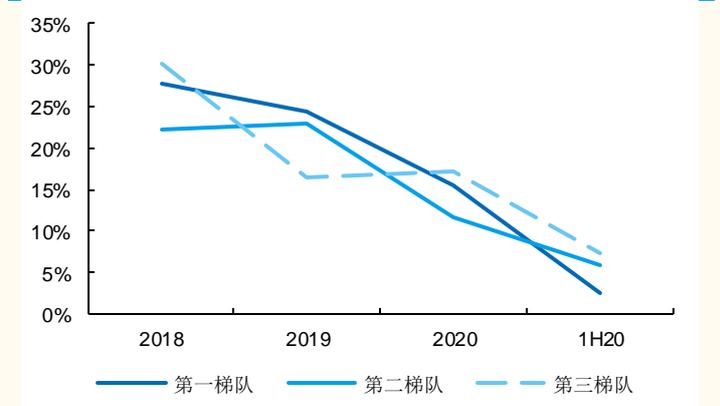
- 应付账款增速放缓至 2.9%。①在有息负债增量被限的情况下，议价能力较强的房企转而向产业链上游占用更多资金，这表现为应付账款的增长。但供应商的资金承受能力也有边界，目前或已近极限。样本房企 1H21 应付账款合计 3.7 万亿元，相较 2020 年末增长 2.9%。而 2020 年相较 2019 年的增速仍保持在 23.1% 的高位。②进一步来看，2020 年第一梯队 20 家房企中有 7 家应付账款增速加速增长，而 1H21 无一家加速，甚至有 7 家的应付账款下降。③第一、二、三梯队房企 1H21 应付账款相较 2020 年末的增速分别为 2.4%、4.3% 和 3.7%。

图表 12: 样本房企 1H21 应付账款较 2020 年末增长 2.9%



来源: Wind, 国金证券研究所

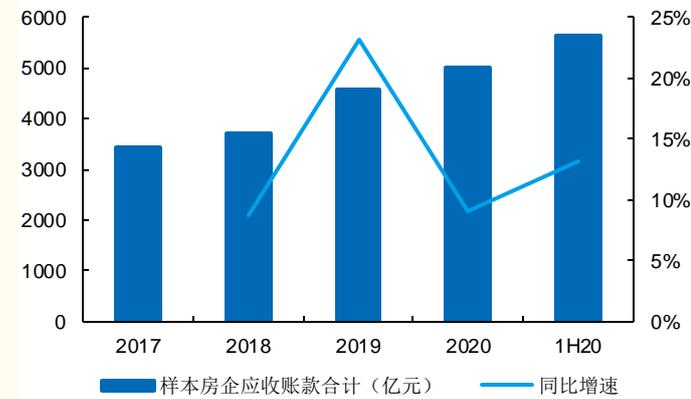
图表 13: 三个梯队的 1H21 应付账款增速下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

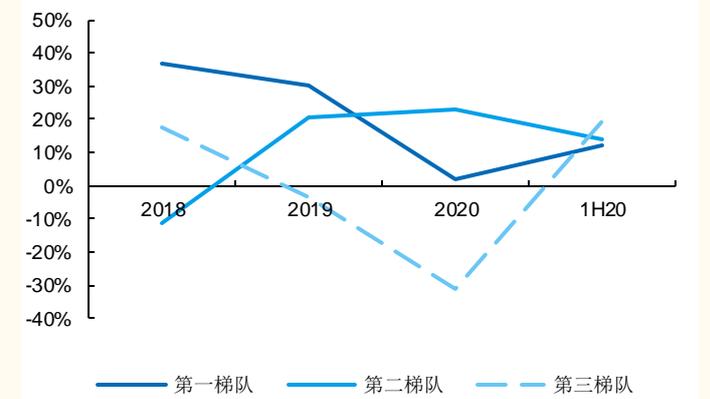
- 应收账款呈现加速增长态势。①1H21 样本房企应收账款合计 5.7 万亿元，相较 2020 年末增长 13.2%，增速相较 2020 年的 9.1% 提升了 4.1pcts。②第一、二、三梯队房企 1H21 应收账款相较 2020 年末的增速分别为 12.0%、13.7% 和 19.6%，皆在 10% 以上。我们预计应收应付的压力将对房企现金流产生压力，并对未来的拿地、开工、竣工造成一定影响。

图表 14: 样本房企 1H21 应收账款较 2020 年末增长 13.2%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 三个梯队的 1H21 应收账款增速皆在 10% 以上



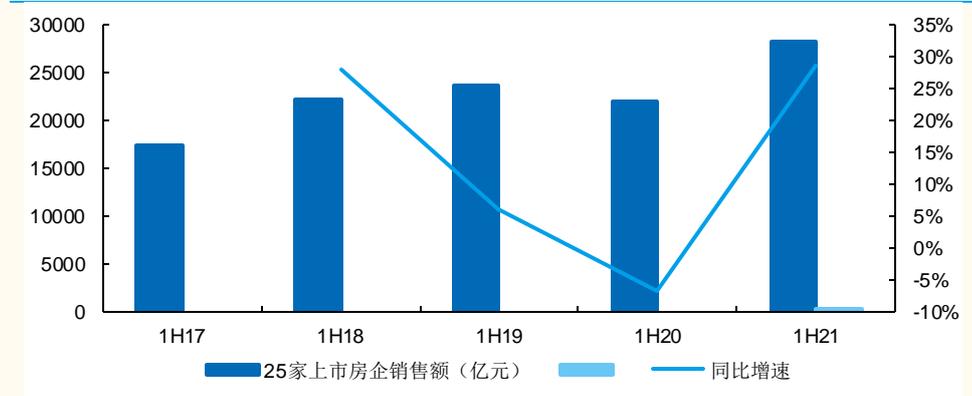
来源: Wind, 国金证券研究所

## 8 月销售数据下滑，政策亟待修复

### 上半年销售表现良好

- 上半年销售情况良好。Wind 统计的 25 家上市房企 2021 年 1-6 月销售金额合计 2.8 万亿元，同比增长 28.5%，相较 2019 年同期也增长了 19.8%。

图表 16: 上市房企 2021 年上半年销售表现良好



来源: Wind, 国金证券研究所 注: 25 家房企为万科、保利地产、金地集团、中国恒大、中国海外发展、绿城中国、碧桂园、龙湖地产、世茂房地产、融创中国、雅居乐、富力地产、远洋集团、保利香港、佳兆业集团、新城控股、合景泰富、首创置业、越秀地产、恒盛地产、建业地产、花样年控股、宝龙地产、禹州地产、中骏置业

### 8 月销售数据下滑

- 克而瑞销售数据显示，百强房企 2021 年 1-8 月全口径销售金额共计 8.9 万亿元，同比增长 22.1% (1-7 月累计金额同比增长 29.6%)。单月来看，8 月单月销售金额同比下滑 19.6%。
- 百强中的 30 家上市房企 8 月单月销售同比增速均值为 -16%，仅绿城中国、保利地产、绿地控股、远洋集团 4 家同比正增长。30 家中仅 4 家 1-8 月累计销售达到年初销售目标完成率。

- 我们认为这主要因为：①去年同期有因疫情影响而延后的购房需求，基数相对较大；②银行按揭额度收紧且信贷收缩，购房需求有所遏制。房企中报营运情况较差，现金流多处于紧张状态，销售下滑恐进一步带动后续开工竣工的放缓，我们认为政策亟待边际修复。

图表 17: 房企 8 月单月销售数据下滑平均 16%

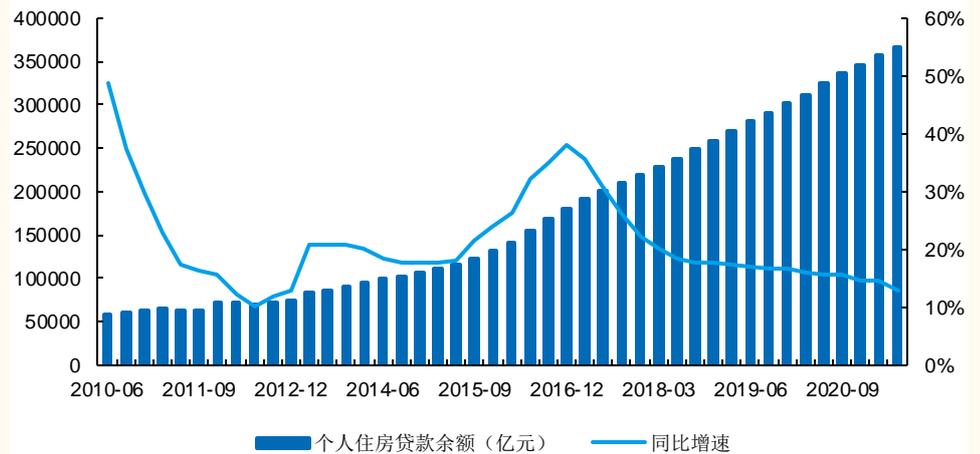
| 房企         | 2021 年 1-8 月<br>累计销售金额<br>(亿元) | 2021 年 8 月单<br>月销售金额<br>(亿元) | 累计同比         | 单月同比          | 单月环比         | 销售目标<br>完成率 |
|------------|--------------------------------|------------------------------|--------------|---------------|--------------|-------------|
| 万科         | 4,450                          | 390                          | 1.5%         | -33.6%        | -24.3%       | 59%         |
| 中国恒大       | 4,369                          | 363                          | -3.1%        | -29.5%        | -17.1%       | 58%         |
| 融创中国       | 4,151                          | 450                          | 33.2%        | -30.0%        | -8.8%        | 65%         |
| 碧桂园        | 3,998                          | 425                          | 4.6%         | -30.3%        | -21.8%       | 64%         |
| 保利发展       | 3,742                          | 469                          | 18.0%        | 6.7%          | 11.2%        | 68%         |
| 中海地产       | 2,569                          | 270                          | 15.6%        | -6.2%         | 18.9%        | 65%         |
| 招商蛇口       | 2,174                          | 201                          | 35.6%        | -24.9%        | -0.8%        | 66%         |
| 绿地控股       | 2,086                          | 215                          | 23.2%        | 7.1%          | -6.6%        |             |
| 华润置地       | 2,080                          | 202                          | 28.4%        | -25.7%        | -12.2%       | 66%         |
| 金地集团       | 2,075                          | 190                          | 43.8%        | -12.4%        | -26.0%       | 74%         |
| 世茂集团       | 1,989                          | 240                          | 17.7%        | -18.7%        | 8.9%         | 60%         |
| 龙湖集团       | 1,817                          | 201                          | 16.3%        | -17.1%        | 5.6%         | 59%         |
| 旭辉集团       | 1,771                          | 200                          | 38.0%        | -21.8%        | -4.1%        | 57%         |
| 绿城中国       | 1,748                          | 225                          | 85.0%        | 39.1%         | 54.4%        | 66%         |
| 中国金茂       | 1,620                          | 144                          | 11.1%        | -33.3%        | -18.0%       | 65%         |
| 新城控股       | 1,517                          | 172                          | 9.1%         | -16.7%        | 1.6%         | 58%         |
| 中南置地       | 1,401                          | 135                          | 17.3%        | -33.5%        | -23.8%       | 56%         |
| 阳光城        | 1,329                          | 191                          | 3.5%         | -6.2%         | 52.9%        | 60%         |
| 金科集团       | 1,309                          | 122                          | 5.6%         | -36.4%        | -26.8%       | 52%         |
| 融信集团       | 1,098                          | 110                          | 29.9%        | -8.4%         | -30.5%       |             |
| 正荣集团       | 1,058                          | 106                          | 25.0%        | -5.5%         | -11.5%       | 71%         |
| 美的置业       | 1,012                          | 81                           | 40.9%        | -38.2%        | -22.8%       | 67%         |
| 雅居乐        | 921                            | 85                           | 18.5%        | -28.7%        | 4.0%         | 61%         |
| 奥园集团       | 876                            | 104                          | 22.8%        | -4.5%         | 7.7%         | 58%         |
| 富力地产       | 826                            | 93                           | 5.2%         | -22.0%        | 12.1%        | 55%         |
| 佳兆业        | 819                            | 80                           | 49.1%        | -15.1%        | -21.3%       | 63%         |
| 荣盛发展       | 776                            | 81                           | 17.3%        | -21.3%        | -16.4%       | 60%         |
| 中骏集团       | 751                            | 81                           | 31.8%        | -12.6%        | 0.3%         | 63%         |
| 远洋集团       | 729                            | 102                          | 21.5%        | 11.3%         | -2.2%        | 49%         |
| 合景泰富       | 715                            | 72                           | 28.6%        | -25.2%        | -11.5%       | 58%         |
| <b>平均值</b> | <b>1,859</b>                   | <b>193</b>                   | <b>23.2%</b> | <b>-16.4%</b> | <b>-4.3%</b> | <b>62%</b>  |
| <b>中位值</b> | <b>1,569</b>                   | <b>181</b>                   | <b>20.0%</b> | <b>-20.0%</b> | <b>-7.7%</b> | <b>61%</b>  |

来源: Wind, 国金证券研究所

#### 银行放贷周期拉长，预计下半年回款压力较大

- 个人住房贷款余额增速放缓。2021 年 6 月个人住房贷款余额 36.6 万亿元，同比增速 13.0%，相较 2021 年 3 月的增速下滑 1.5pcts，主要因为各大银行放贷周期拉长。此外，2021 年多个城市上调了贷款利率，我们预计房企下半年销售回款压力较大。

图表 18: 2021 年 6 月个人住房贷款余额增速放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

### 投资建议

- 房企中报表现不佳, 叠加 8 月销售数据下滑, 释放政策亟待调整重要信号。我们预计下半年销售市场竞争将十分激烈, 因为融资紧张, 叠加偿债高峰, 房企现金流压力大, 对销售回款的依赖程度较以往更重。此外, 由于银行房贷额度紧张, 放贷周期拉长, 我们预计房企下半年销售回款压力较大。我们看好在一二线城市已做了较好布局, 且产品力好、营销能力强的房企, 我们认为该类房企后续抗风险能力更强。推荐建发国际、保利地产、招商蛇口、万科; 建议关注绿城中国、融创中国、旭辉集团、龙湖集团和华润置地。

图表 19: 覆盖公司估值情况

| 公司         | 代码        | 评级 | 市值<br>(亿元)   | EPS         |             | PE         |            | 归母净利润<br>(百万元) |            | 归母净利润增速      |              |
|------------|-----------|----|--------------|-------------|-------------|------------|------------|----------------|------------|--------------|--------------|
|            |           |    |              | 2020A       | 2021E       | 2020A      | 2021E      | 2020A          | 2021E      | 2020A        | 2021E        |
| 万科 A       | 000002.SZ | 买入 | 2,407        | 3.57        | 2.7         | 5.8        | 5.1        | 415            | 463        | 7.5%         | 11.4%        |
| 保利地产       | 600048.SH | 买入 | 1,488        | 2.42        | 2.71        | 5.1        | 6.1        | 289            | 324        | 3.5%         | 12.0%        |
| 招商蛇口       | 001979.SZ | 买入 | 826          | 1.46        | 1.69        | 6.7        | 7.1        | 123            | 134        | -23.6%       | 9.2%         |
| 建发国际       | 1908.HK   | 买入 | 179          | 1.75        | 2.53        | 8.1        | 8.1        | 22             | 32         | 35.1%        | 44.2%        |
| 龙光集团       | 3380.HK   | 买入 | 423          | 2.34        | 2.84        | 3.8        | 9.1        | 111            | 157        | 36.7%        | 41.2%        |
| <b>平均值</b> |           |    | <b>1,065</b> | <b>2.31</b> | <b>2.49</b> | <b>5.8</b> | <b>5.1</b> | <b>192</b>     | <b>222</b> | <b>11.8%</b> | <b>23.6%</b> |

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2021 年 9 月 2 日; 2) 预测数据为国金预测

### 风险提示

- 房地产行业政策调控超预期
- 毛利率恢复低于预期
- 销售数据下滑幅度超预期

## 附录：样本房企名单

图表 20：样本房企名单

| 梯队   | 排名 | 股票代码      | 股票简称   | 梯队   | 排名        | 股票代码      | 股票简称    |
|------|----|-----------|--------|------|-----------|-----------|---------|
| 第一梯队 | 1  | 2007.HK   | 碧桂园    | 第三梯队 | 51        | 3366.HK   | 华侨城(亚洲) |
|      | 2  | 3333.HK   | 中国恒大   |      | 53        | 0169.HK   | 万达酒店发展  |
|      | 3  | 000002.SZ | 万科 A   |      | 54        | 000031.SZ | 大悦城     |
|      | 4  | 1918.HK   | 融创中国   |      | 55        | 1238.HK   | 宝龙地产    |
|      | 5  | 600048.SH | 保利地产   |      | 57        | 0832.HK   | 建业地产    |
|      | 6  | 0688.HK   | 中国海外发展 |      | 58        | 2868.HK   | 首创置业    |
|      | 7  | 600606.SH | 绿地控股   |      | 62        | 2019.HK   | 德信中国    |
|      | 8  | 0813.HK   | 世茂集团   |      | 65        | 1098.HK   | 路劲      |
|      | 9  | 1109.HK   | 华润置地   |      | 66        | 2009.HK   | 金隅集团    |
|      | 10 | 001979.SZ | 招商蛇口   |      | 67        | 0119.HK   | 保利置业集团  |
|      | 11 | 0960.HK   | 龙湖集团   |      | 72        | 1777.HK   | 花样年控股   |
|      | 12 | 601155.SH | 新城控股   |      | 74        | 2183.HK   | 三盛控股    |
|      | 13 | 600383.SH | 金地集团   |      | 76        | 1107.HK   | 当代置业    |
|      | 14 | 0884.HK   | 旭辉控股集团 |      | 79        | 1622.HK   | 力高集团    |
|      | 15 | 0817.HK   | 中国金茂   |      | 81        | 000402.SZ | 金融街     |
|      | 16 | 000656.SZ | 金科股份   |      | 83        | 600708.SH | 光明地产    |
|      | 17 | 000961.SZ | 中南建设   |      | 86        | 6968.HK   | 港龙中国地产  |
|      | 18 | 000671.SZ | 阳光城    |      | 87        | 2768.HK   | 佳源国际控股  |
|      | 19 | 3900.HK   | 绿城中国   |      | 90        | 6111.HK   | 大发地产    |
|      | 20 | 2772.HK   | 中梁控股   |      | 91        | 0754.HK   | 合生创展集团  |
| 第二梯队 | 21 | 3301.HK   | 融信中国   | 92   | 0106.HK   | 朗诗地产      |         |
|      | 22 | 6158.HK   | 正荣地产   | 94   | 000732.SZ | 泰禾集团      |         |
|      | 23 | 3380.HK   | 龙光集团   | 95   | 0004.HK   | 九龙仓集团     |         |
|      | 24 | 2777.HK   | 富力地产   | 97   | 6900.HK   | 上坤地产      |         |
|      | 25 | 1638.HK   | 佳兆业集团  | 98   | 6999.HK   | 领地控股      |         |
|      | 26 | 3383.HK   | 雅居乐集团  |      |           |           |         |
|      | 27 | 002244.SZ | 滨江集团   |      |           |           |         |
|      | 28 | 002146.SZ | 荣盛发展   |      |           |           |         |
|      | 29 | 3883.HK   | 中国奥园   |      |           |           |         |
|      | 30 | 2599.HK   | 祥生控股集团 |      |           |           |         |
|      | 31 | 1908.HK   | 建发国际集团 |      |           |           |         |
|      | 32 | 1186.HK   | 中国铁建   |      |           |           |         |
|      | 33 | 3990.HK   | 美的置业   |      |           |           |         |
|      | 34 | 600325.SH | 华发股份   |      |           |           |         |
|      | 35 | 2103.HK   | 新力控股集团 |      |           |           |         |
|      | 36 | 3377.HK   | 远洋集团   |      |           |           |         |
|      | 37 | 1628.HK   | 禹洲集团   |      |           |           |         |
|      | 39 | 1813.HK   | 合景泰富集团 |      |           |           |         |
|      | 41 | 1966.HK   | 中骏集团控股 |      |           |           |         |
|      | 42 | 600376.SH | 首开股份   |      |           |           |         |
|      | 43 | 1233.HK   | 时代中国控股 |      |           |           |         |
|      | 46 | 0123.HK   | 越秀地产   |      |           |           |         |
|      | 49 | 1996.HK   | 弘阳地产   |      |           |           |         |

来源：Wind，国金证券研究所 注：排名为克而瑞 2020 年全口径销售金额排行榜中的名次

#### 公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

#### 行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；  
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

| 上海                                 | 北京                         | 深圳                                       |
|------------------------------------|----------------------------|--|
| 电话: 021-60753903                   | 电话: 010-66216979           | 电话: 0755-83831378                        |
| 传真: 021-61038200                   | 传真: 010-66216793           | 传真: 0755-83830558                        |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn               |
| 邮编: 201204                         | 邮编: 100053                 | 邮编: 518000                               |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层     | 地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号<br>嘉里建设广场 T3-2402 |