

# 平安证券

## 地产杂谈系列之二十一

### 现金流压力犹存，盈利端持续承压

#### 强于大市（维持）

##### 行情走势图



##### 相关研究报告

- 《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之二十：开发承压对物管成长性及格局影响探讨》 2021-10-23
- 《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之十九：“资金+库存”框架下，房企投资如何演绎》 2021-10-13
- 《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之十八：困局之下，地产政策及行业走向思考》 2021-09-22
- 《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之十七：房贷新规效果显现，后续监管高压或将缓和》 2021-09-15
- 《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之十六：社区增值服务模式初探》 2021-09-11
- 《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之十五：业绩多维高成长，拓展运营双提效》 2021-09-06

##### 证券分析师

- 杨侃 投资咨询资格编号  
S1060514080002  
BQV514  
YANGKAN034@pingan.com.cn

##### 研究助理

- 王懂扬 一般证券从业资格编号  
S1060120070024  
WANGDONGYANG339@pingan.com.cn

##### 平安观点：

- 行业盈利持续承压，短期业绩仍有压力：**受毛利率下行和少数股东损益占比提升影响，行业延续“增收不增利”表现，2021 年前三季度 A 股上市房企整体营收同比增 23.2%，归母净利润则同比下降 29.5%，剔除华夏幸福（亏损 134.6 亿）、蓝光发展（亏损 67.1 亿）后行业归母净利润仍同比下降 4.2%。三季度末上市房企合同负债余额 3.8 万亿元，较 2020 年末增长 15.5%，业绩保障度 122%，充足预收为后续营收增长提供确定性保障，但受 2017 年以来高地价及新房限价政策等影响，预计结算毛利率承压仍将对利润端持续产生负面影响。
- 毛利率持续下探，降本提效成效渐显：**新房限价、土价高企、建筑建材成本上升等影响持续显现，2021Q3 末上市房企整体毛利率 20.5%、净利率 6.3%，较 2020 年末降 6.4 个、3.2 个百分点。但二批供地中房企的拿地隐含毛利率已较首批迎来改善，随着“稳地价”等长效机制建立及土拍机制逐步完善，房企拿地端毛利率企稳有望带动未来结算端毛利率企稳。费用率方面，2021Q3 末上市房企管理费用率、财务费用率分别同比下降 0.33pct、0.37pct 至 3.6%、2.8%，整体期间费用率同比降 0.58pct 至 9.5%，管理效率进一步提升。
- 销售景气度明显下滑，2021Q4 压力犹存：**受 2020 年上半年低基数影响，2021 年前三季度上市房企销售商品、提供劳务收到的现金为 2.43 万亿元，同比增长 17.3%，但由于下半年销售急转直下，同比增速较 2021H1 收窄 19.9 个百分点。尽管当前融资端、按揭端已现积极信号，但政策传递存在时滞，加上当前购房者观望情绪浓厚，预计行业四季度销售仍将承压。
- 房企现金流面临考验，财务安全为重中之重：**2021Q3 末上市房企现金短债比为 101.1%，剔除合同负债后的资产负债率为 71.4%，净负债率为 78.1%，除剔除合同负债后的资产负债率略超 70%的红线外，其它两项指标均达标。2021 年 Q3 末上市房企中绿档房企 50 家，较 2021H1 末增多一家，但期末上市房企在手现金总量同比下降 11.9%，较 2021H1 下降 16.9%，在手现金总量处近 4 年低位，现金流面临较大考验。随着融资环境收紧、销售下行压力加大，叠加部分房企信用事件频发，预计强化财务安全将成为各房企工作的重中之重。



- **投资建议：**受结算端毛利率下行影响，行业前三季度业绩延续“增收不增利”现象，房企在手现金明显下滑，但考虑融资端至暗时刻已过，按揭端松动有望带动四季度销售逐步筑底企稳；同时二批土拍政策调整后，房企拿地隐含毛利率已有回升迹象，三批土拍政策亦在持续完善，利好房企投资拿地。考虑短期信用担忧仍在，同时房地产税试点亦对板块情绪形成扰动，中长期建议关注现金流稳健的行业龙头保利发展、金地集团、万科A、招商蛇口等。
- **风险提示：**1) 房地产税出台进一步加大楼市下行压力；2)个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3)若后续房地产行业波动加大，而政策改善及时性较低，可能导致调整幅度及时间超出预期风险。

# 正文目录

一、行业利润持续承压，短期业绩仍有压力 .....	5
二、毛利率持续下探，降本提效成效渐显.....	7
三、销售景气度明显下滑，2021Q4 压力犹存 .....	9
四、房企现金流面临考验，财务安全为重中之重 .....	11
五、投资建议.....	13
六、风险提示.....	13

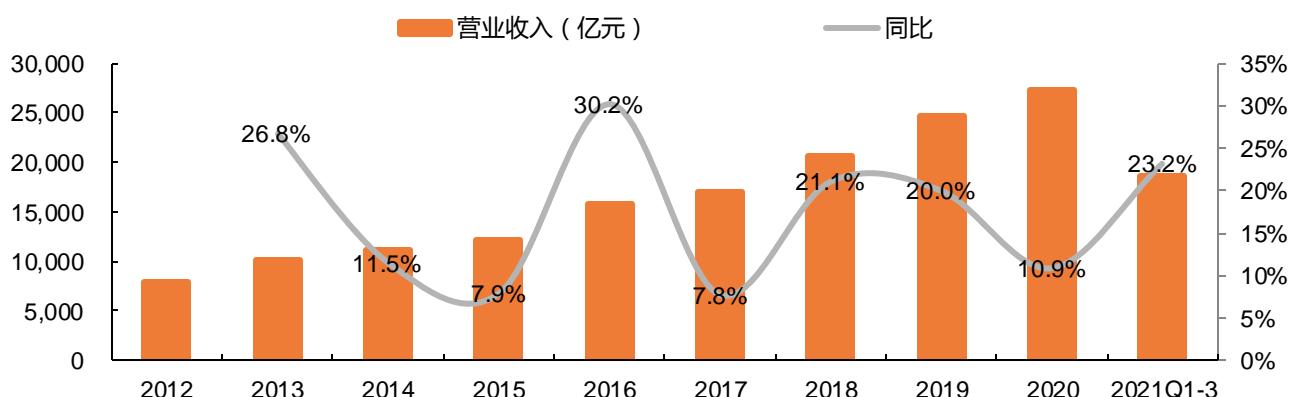
# 图表目录

图表 1 2021 年前三季度 A 股上市房企营收同比增长 23.2%.....	5
图表 2 2021 年前三季度 A 股上市房企归母净利润同比下降 29.5%.....	5
图表 3 2021 年前三季度业绩保障度 122%.....	6
图表 4 2021 年前三季度 A 股上市房企少数股东损益占比持续提升 .....	6
图表 5 2021 年前三季度 A 股上市房企各子板块营收增速表现.....	7
图表 6 2021 年前三季度 A 股上市房企各子板块归母净利润增速表现.....	7
图表 7 2021 年前三季度 A 股上市房企毛利率及净利率延续回落 .....	8
图表 8 A 股上市房企期间费用率走势图 .....	8
图表 9 2021 年前三季度 A 股上市房企各子板块毛利率表现 .....	9
图表 10 2021 年前三季度 A 股上市房企销售商品、提供劳务收到的现金同 .....	9
图表 11 2021 年 10 月百强房企销售额同比下降 30.1%.....	10
图表 12 2021 年前三季度 A 股上市房企存货延续增长 .....	10
图表 13 2021 年前三季度 A 股上市房企整体购地及建安支出同比增长 .....	11
图表 14 上市房企“三条红线”整体走势图 .....	11
图表 15 2021 年前三季度 A 股上市房企“三条红线”超出情况 .....	12
图表 16 2021 年前三季度 A 股上市房企在手现金同比下降 11.9%.....	12
图表 17 2021 年前三季度 A 股上市房企各子板块在手现金情况.....	13

## 一、 行业利润持续承压，短期业绩仍有压力

受毛利率下行冲击，A股上市房企利润持续承压。2021年前三季度 A股上市房企整体营收同比增长 23.2%，归母净利润则同比下降 29.5%，剔除华夏幸福（亏损 134.6 亿）、蓝光发展（亏损 67.1 亿）后行业归母净利润仍同比下降 4.2%。三季度末上市房企合同负债余额 3.8 万亿元，较 2020 年末增长 15.5%，业绩保障度（期末合同负债/过去一年营业收入）122%，充足预收为后续营收增长提供确定性保障，但受 2017 年以来高地价及新房限价政策等影响，预计结算毛利率承压仍将对利润端持续产生负面影响。

图表1 2021 年前三季度 A 股上市房企营收同比增长 23.2%



资料来源：WIND,平安证券研究所

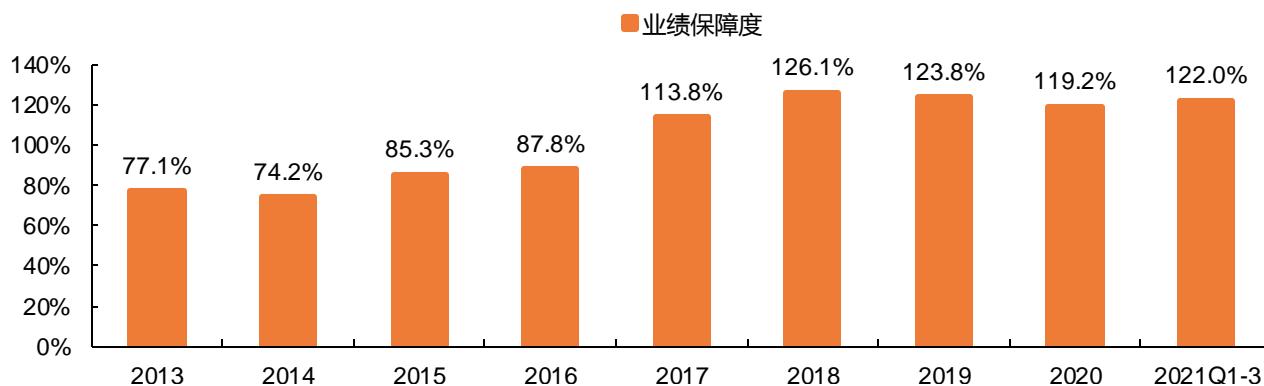
注：板块分析样本为证监会房地产板块，共 121 家

图表2 2021 年前三季度 A 股上市房企归母净利润同比下降 29.5%



资料来源：WIND,平安证券研究所

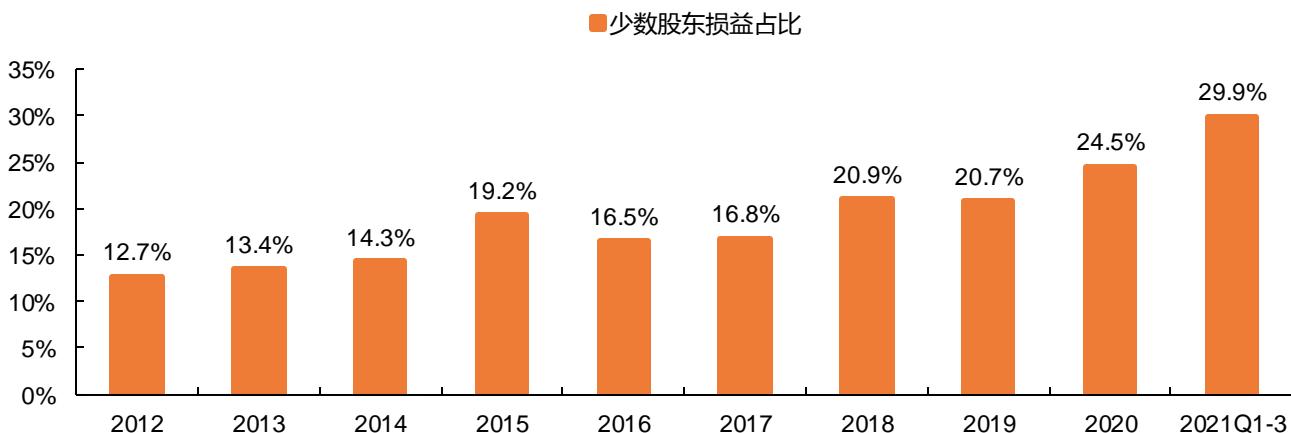
图表3 2021年前三季度业绩保障度 122%



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2021年前三季度行业整体少数股东损益占比同比上升5.4个百分点至29.9%，房企出于扩规模、降负债、分担风险考虑，采用联合营模式进行项目开发现象增多，通过少数股东权益方式扩充并表规模为拖累归母净利润增速的又一重要因素。

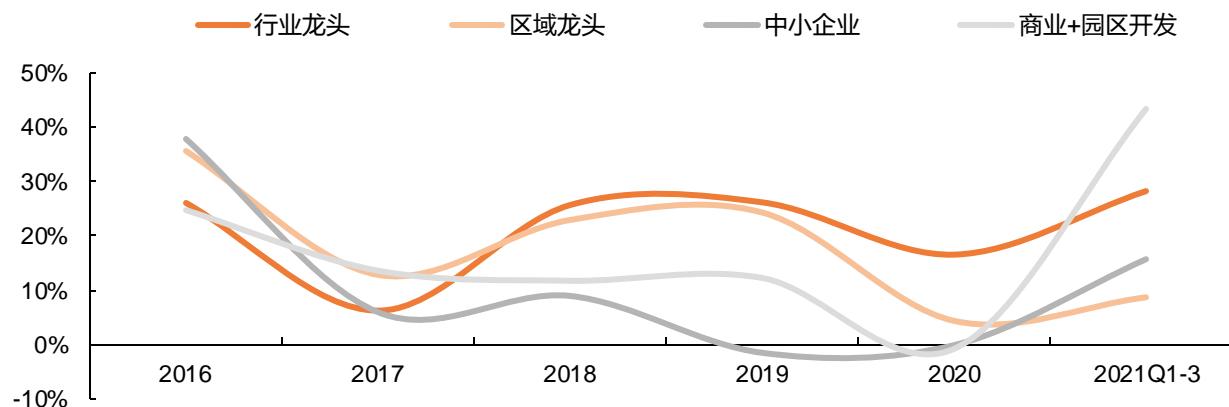
图表4 2021年前三季度A股上市房企少数股东损益占比持续提升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

分公司来看，2021年前三季度商业及园区开发企业营收同比增长43.4%，高于行业龙头（28.3%）、中小房企（15.8%）、区域龙头（8.7%）。从归母净利润角度来看，前三季度行业龙头、区域龙头、中小房企、商业及园区开发企业同比增速分别为-1%、-128.9%、-14.6%、0.3%。区域龙头净利润下滑较多主要因前三季度华夏幸福、蓝光发展分别亏损134.56亿和67.05亿，剔除后区域龙头净利润同比下滑10.8%。从各主流房企来看，万科A、保利地产、金地集团、招商蛇口前三季度净利润增速分别为-16.0%、2.9%、-33.7%和189.8%。

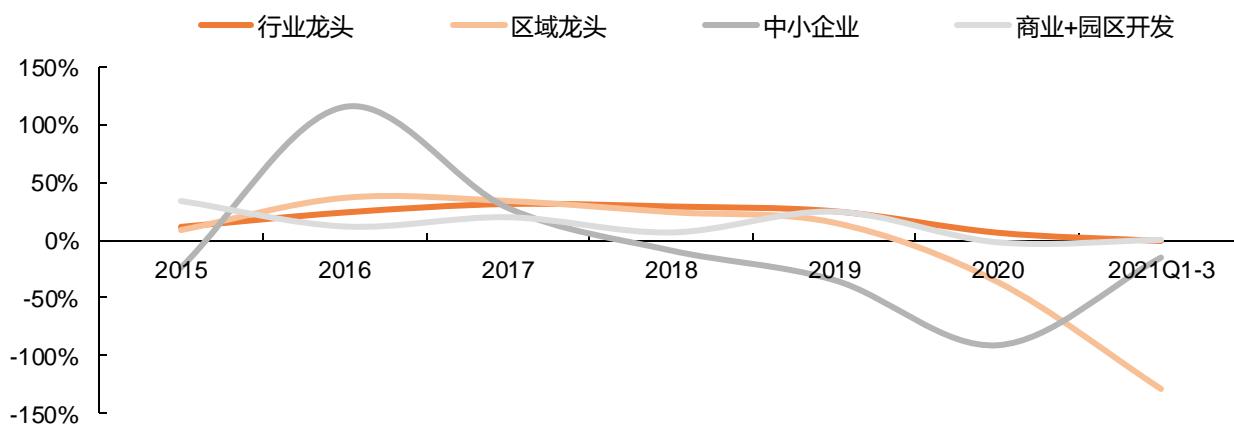
图表5 2021年前三季度A股上市房企各子板块营收增速表现



资料来源：WIND,平安证券研究所

注：行业龙头划分标准为销售额排名前二十房企、区域龙头划分标准为销售额排名前百强房企、除商业+园区开发外其余均分类为中小企业，销售额排名以2020年克而瑞百强名单为准

图表6 2021年前三季度A股上市房企各子板块归母净利润增速表现



资料来源：WIND,平安证券研究所

注：行业龙头划分标准为销售额排名前二十房企、区域龙头划分标准为销售额排名前百强房企、除商业+园区开发外其余均分类为中小企业，销售额排名以2020年克而瑞百强名单为准

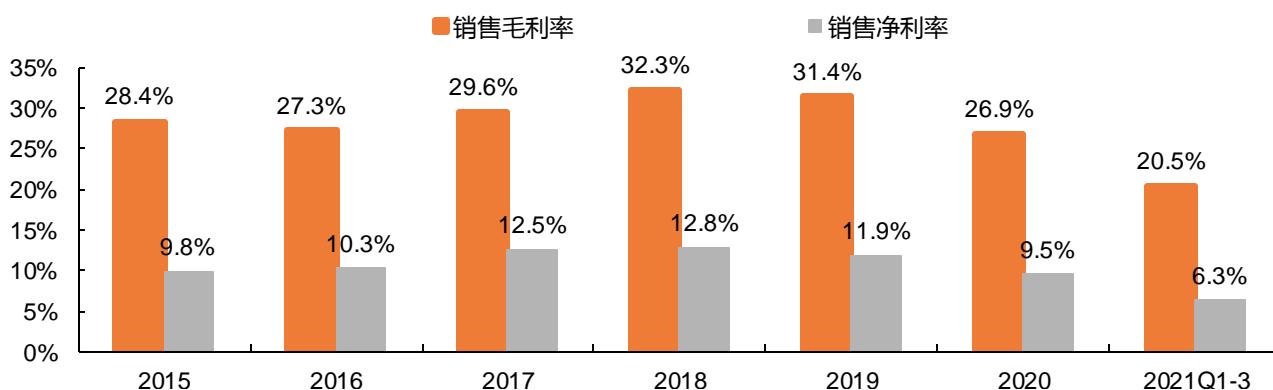
## 二、毛利率持续下探，降本提效成效渐显

受新房限价、土价高企、建筑建材成本上升等影响，2021Q3末上市房企整体毛利率20.5%、净利率6.3%，较2020年末降6.4个、3.2个百分点。从土拍市场看，二批供地中房企的拿地隐含毛利率已较首批迎来改善，近期苏州、南京等地公布三批土拍政策，下调竞拍门槛以提振房企拿地积极性。随着“稳地价”等长效机制建立及土拍机制逐步完善，房企拿地端毛利率企稳有望带动未来结算端毛利率企稳。

费用率方面，A股上市房企管理效率进一步提升，2021Q3末上市房企管理费用率同比下降0.33个百分点至3.6%，同时得

得益于各房企积极降负债、降杠杆，期内财务费用率同比降 0.37 个百分点至 2.8%。但受销售景气度下滑影响，房企更加依赖渠道分销等加快项目去化，2021Q3 末销售费用率同比微增 0.05 个百分点至 2.9%。整体来，2021Q3 末期间费用率同比降 0.58 个百分点至 9.5%。

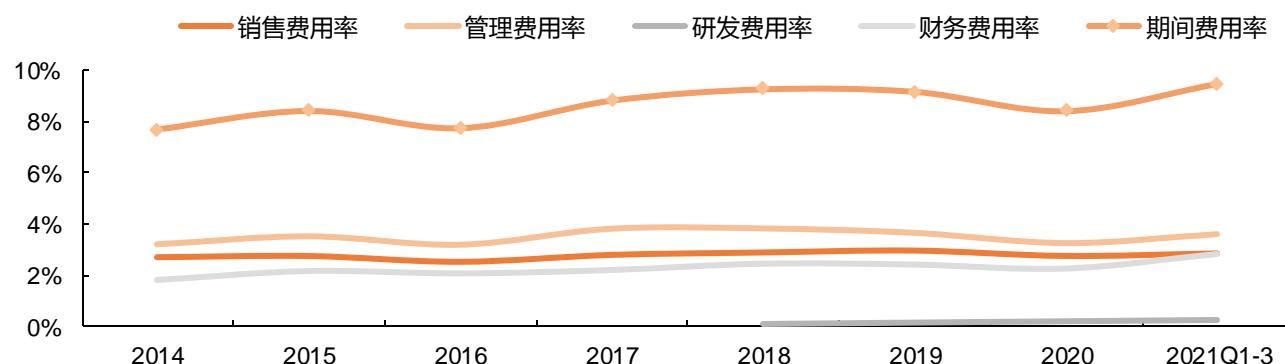
图表7 2021 年前三季度 A 股上市房企毛利率及净利率延续回落



资料来源：WIND, 平安证券研究所

注：行业毛利率通过  $(\text{行业成本} / \text{行业营收}) \times 100\%$  计算，下同

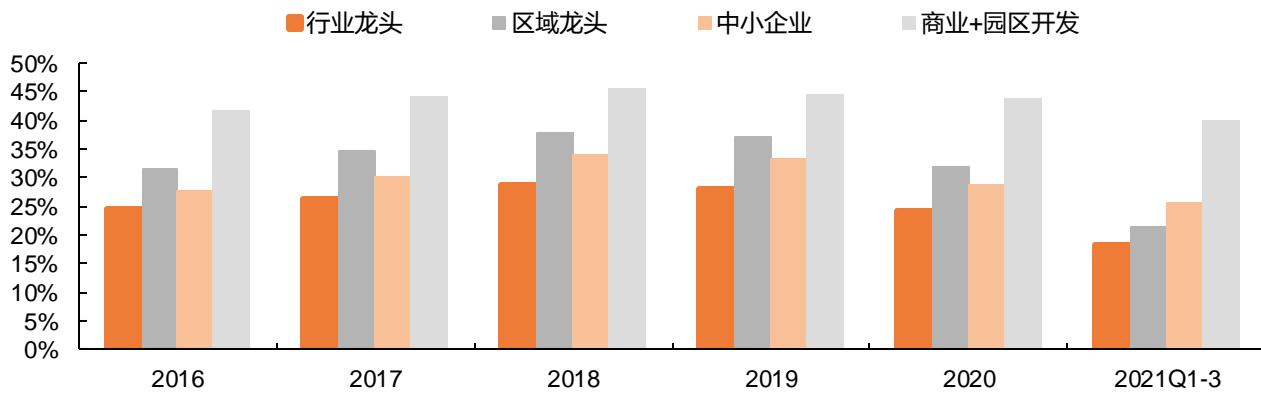
图表8 A 股上市房企期间费用率走势图



资料来源：Wind, 平安证券研究所

分公司来看，2021Q3 行业龙头、区域龙头、中小房企及商业园区开发类企业毛利率分别为 18.4%、21.3%、25.5% 和 39.9%，同比分别下降 5.8 个、10.6 个、3.2 个和 3.8 个百分点。

图表9 2021年前三季度A股上市房企各子板块毛利率表现



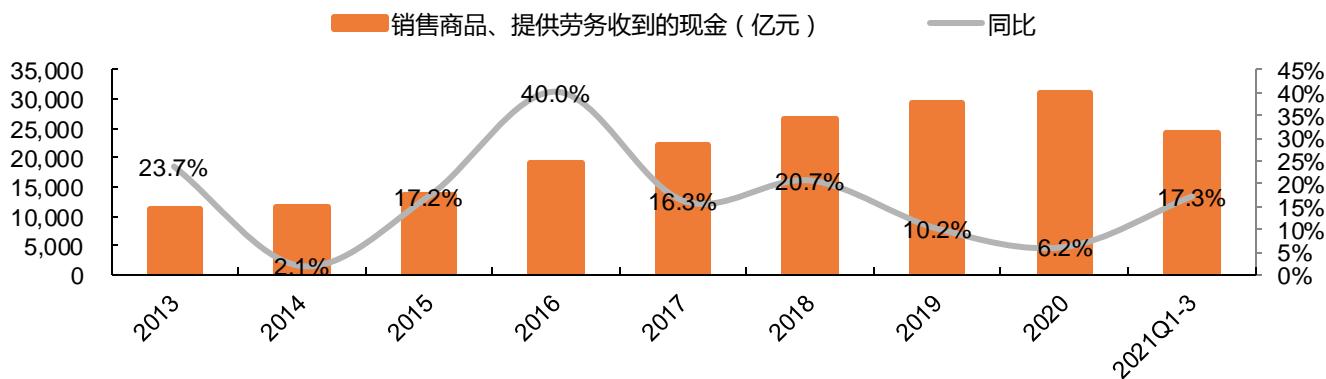
资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 行业龙头划分标准为销售额排名前二十房企、区域龙头划分标准为销售额排名前百强房企、除商业+园区开发外其余均分类为中小企业, 销售额排名以2020年克而瑞百强名单为准

### 三、销售景气度明显下滑，2021Q4压力犹存

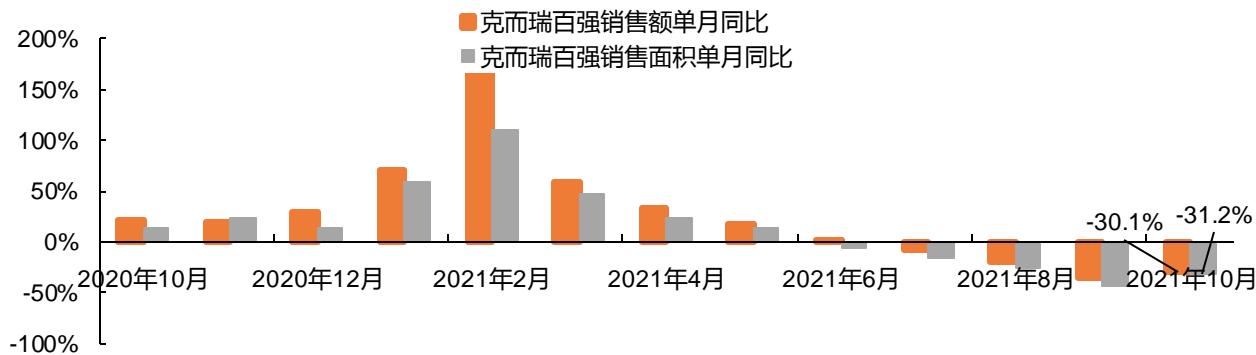
销售连续4个月同比下滑，房企完成全年销售目标难度较大。受2020年上半年低基数影响，2021年前三季度上市房企销售商品、提供劳务收到的现金为2.43万亿元，同比增长17.3%，但由于下半年销售景气度急转直下，同比增速已较2021H1收窄19.9个百分点。尽管当前融资端、按揭端已积极信号，百强房企10月单月销售额、销售面积同比降幅较9月收窄5.9、11.7个百分点，但预计行业四季度销售仍将承压，房企完成全年销售目标难度较大。

图表10 2021年前三季度A股上市房企销售商品、提供劳务收到的现金同比增长17.3%



资料来源: WIND, 平安证券研究所

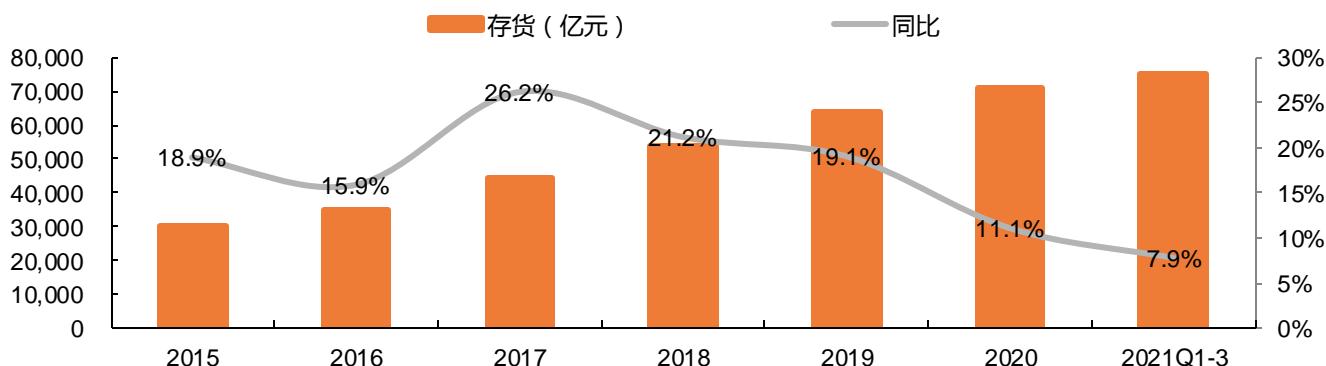
图表11 2021年10月百强房企销售额同比下降30.1%



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2021Q3末板块整体存货达7.5万亿元，同比增长7.9%，较2020年末增长5.9%。随着房企降低拿地、加快现有土储去化，板块整体库存增速有所放缓。

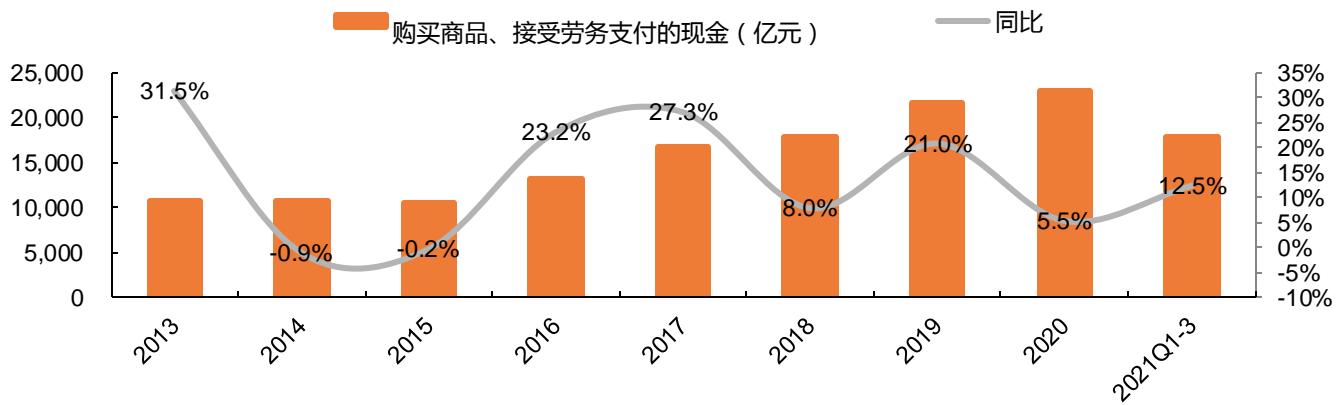
图表12 2021年前三季度A股上市房企存货延续增长



资料来源: WIND, 平安证券研究所

由于2020年上半年疫情导致的低基数，2021年前三季度上市房企整体购买商品、接受劳务支付现金17954亿元，同比增长12.5%，但增速已较2021H1回落22个百分点。销售下滑及行业融资端收紧导致房企资金端承压，叠加集中供地等政策影响，房企投资拿地态度趋于谨慎，1-9月50强房企整体拿地力度不及2020年同期，拿地销售金额比、面积比分别为23.7%、42.1%，同比降10.5pct、降36.4pct。往后看，尽管目前行业融资端已现边际改善信号，多地土拍政策亦下调竞拍门槛以提振房企积极性，但考虑近期房企信用事件频发，行业中长期融资收紧基调难以逆转，且销售端尚未明显改善，预计房企将更加注重财务安全，保持“以销定投”的审慎投资态度。

图表13 2021年前三季度A股上市房企整体购地及建安支出同比增长12.5%

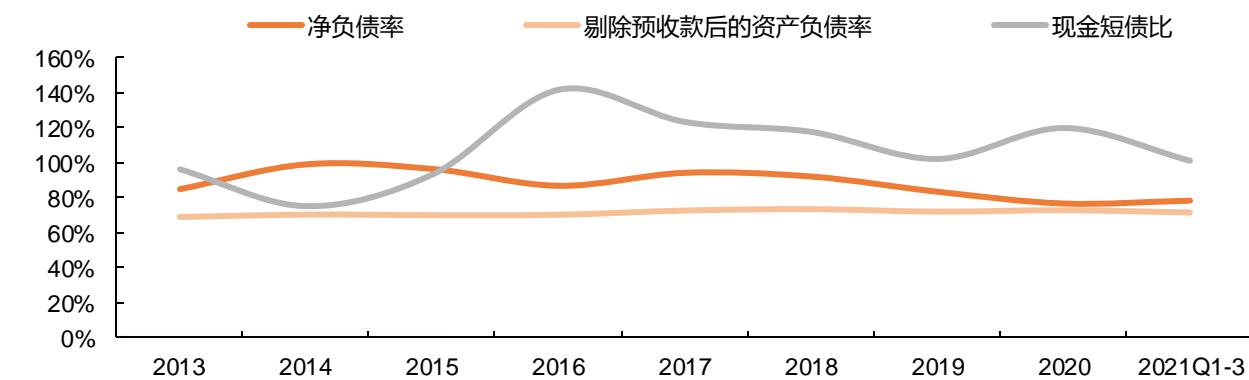


资料来源: WIND,平安证券研究所

## 四、房企现金流面临考验，财务安全为重中之重

从“三条红线”达标情况来看，2021Q3末上市房企整体在手现金对一年内到期长短期债务覆盖比例为101.1%，较2020年末下降18.5个百分点，但处于2016年以来低位。剔除合同负债后的资产负债率为71.4%，较上年末下降1.1个百分点，净负债率为78.1%，较上年末提升1.6个百分点。整体来看，除剔除合同负债后的资产负债率略超70%的红线外，其它两项指标均达标。

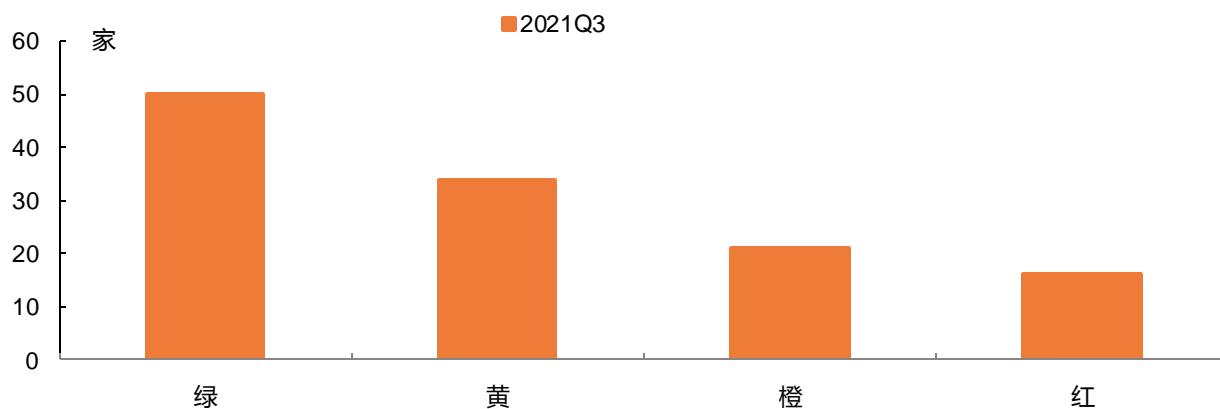
图表14 上市房企“三条红线”整体走势图



资料来源: WIND,平安证券研究所

具体从各家房企来看，2021年Q3末121家A股上市房企中绿档房企50家，较2021H1末增多一家，黄、橙、红档房企分别为34家、21家和16家。

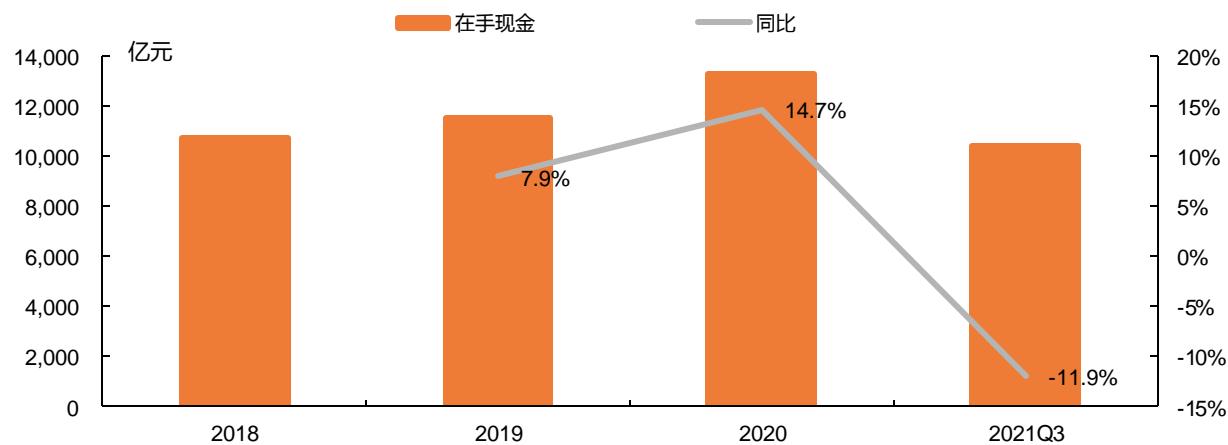
图表15 2021年前三季度A股上市房企“三条红线”超出情况



资料来源：WIND,平安证券研究所

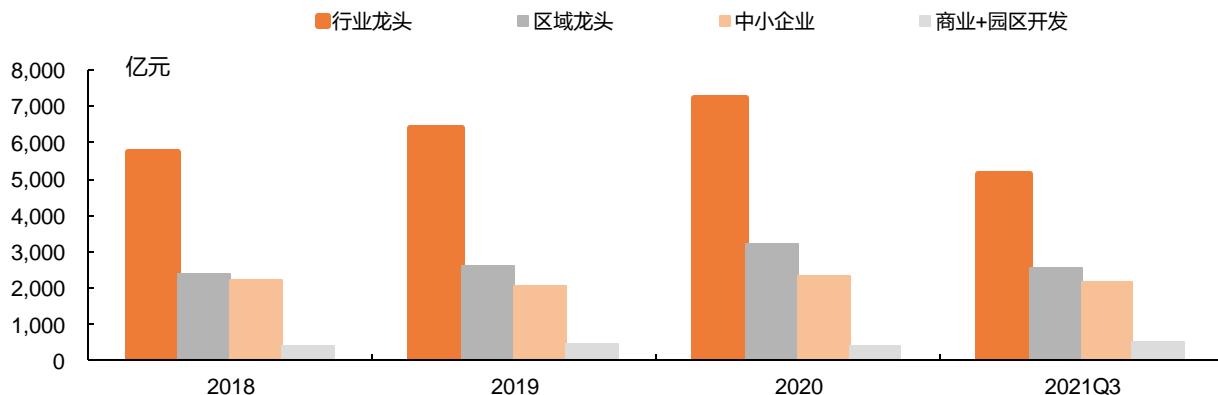
**房企现金流面临考验，在手现金明显下滑。**2021Q3末A股上市房企整体在手现金共1.04万亿元，同比下降11.9%，较2021H1（1.25万亿元）下降16.9%，在手现金总量处近4年低位。分子板块看，仅中小企业在手现金呈现正增长，同比微增1.2%；行业龙头、区域龙头在手现金降幅较大，分别同比下降17.5%、11.6%，远高于商业及园区开发企业（-1%）。随着融资环境收紧、销售下行压力加大，叠加部分房企信用事件频发，预计强化财务安全、降低负债率及融资成本将成为各房企工作的重中之重。

图表16 2021年前三季度A股上市房企在手现金同比下降11.9%



资料来源：WIND,平安证券研究所

图表17 2021年前三季度A股上市房企各子板块在手现金情况



资料来源：WIND,平安证券研究所

注：行业龙头划分标准为销售额排名前二十房企、区域龙头划分标准为销售额排名前百强房企、除商业+园区开发外其余均分类为中小企业，销售额排名以2020年克而瑞百强名单为准

## 五、 投资建议

受结算端毛利率下行影响，行业前三季度业绩延续“增收不增利”现象，房企在手现金明显下滑，但考虑政策端底部已经显现，融资端至暗时刻已过，按揭端松动有望带动四季度销售逐步筑底企稳；同时二批土拍政策调整后，土地市场明显降温，房企拿地隐含毛利率已有回升迹象，三批土拍政策亦在持续完善以利好房企投资拿地。短期行业阵痛期有望加速房企优胜劣汰，未来“幸存”房企无论经营、财务将更加稳健，拥有品牌、管理、融资等优势的房企有望持续享受更高利润率水平。考虑短期信用担忧仍在，同时房地产税试点亦对板块情绪形成扰动，中长期建议关注现金流稳健的行业龙头保利发展、金地集团、万科A、招商蛇口等。

## 六、 风险提示

- 1) 房地产税出台进一步加大楼市下行压力；
- 2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；
- 3) 若后续房地产行业波动加大，而政策改善及时性较低，可能导致调整幅度及时间超出预期风险。

# 平安证券研究所投资评级：

## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）  
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）  
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033
--	--	--