

房企业绩分化加剧，红线指标快速达标

——房地产行业 2020 年报综述

工程进度影响收入结算，结转项目毛利偏低。2020 年，受疫情、拿地成本偏高等因素影响，房企整体营收增速下滑 8.1pct 至 16.5%、整体归母净利润增速下滑 11.7pct 至 2.8%。归母净利润增速低于营收增速，主要系房企在 2016-18 年获取的低毛利项目集中进入结算期，整体盈利能力有所下滑（平均毛利率下滑 4.1pct 至 25.2%）。平均归母净利率降幅则相对较小（下降 2.6pct 至 10.4%），主要系年内部分营销活动受阻、房企运营效率提升，共同带动 SG&A 费率下降。房企间业绩分化加剧，前期销售增速较快的建发、新城、合生创展等营收增速居前，盈利能力仍然较强的合生创展、深圳控股、宝龙等核心净利增速领先。

全年销售稳健增长，土储建面增速放缓。2020 年二季度起，商品房市场快速回暖，房企平均销售增速仅较 2019 年平均增速下降 6.0pct 至 23.1%。然而，随着行业调控政策趋紧，在 32 家已公布 2021 销售目标的龙头房企中，24 家 2021 年对应目标增速小于 2020 年实际增速，龙头房企销售的平均增速或将继续放缓。土地储备方面，2020 年，房企土储建面的平均增速较 2019 年同比增速下滑 7.1pct 至 8.9%，土储建面同比下滑的房企数量由 4 家增至 6 家。在拿地成本压力不减的当下，拥有城市更新、商住协同等特色拿地渠道的房企优势凸显。

债务结构优化，流动性有所提升。2020 年，上市房企加强了对债务总量和结构的管控，短期债务占比均值同比下降约 0.9pct 至 31.4%。流动性方面亦有所改善，上市房企平均现金短债比略微上升 0.02 倍至 1.89 倍，整体而言债务期限结构和流动性状况均有所优化。各房企现金总额、短债占比变动方向均呈现差异，绿城、银城、新城等房企的债务管理取得了一定成效，短债占比分别同比下降 20.5pct、19.5pct、15.2pct；建发、金茂、银城等房企则强化了流动性管理，现金短债比分别提升 3.0 倍、1.4 倍、1.1 倍。

净负债率有所下降，融资成本明显下行。2020 年，随着行业融资监管趋严，上市房企加强杠杆率管控，净负债率中位数同比下降 6.2pct 至 63.8%。融资成本方面，在 2020 年相对宽松的流动性环境下，房企新增债务成本整体有所下降，带动加权平均融资成本下降 0.3pct 至 6.0%。祥生、建发、金辉等权益总额大幅增加，净负债率降幅较大，分别下降 225pct、102pct、92pct；深圳控股、正荣、中梁等通过优化自身财务表现、积极开展主动债务管理等方式，实现了融资成本的较大降幅，降幅分别达约 1.0pct、1.0pct、0.9pct。

红线指标快速达标，16 家房企实现降档。“三道红线”后首份年报，房企指标达标情况普遍较好，有完整数据的 40 家房企中 18 家已完全达标，橙档及红档分别有 2 家，达标情况较 2019 年末明显改善。年内降档房企数量达 16 家，其中龙光、宝龙、融信等 9 家房企未达标指标数由 1 项降为 0 项，2 家房企（建发、佳兆业）由 2 项降为 0 项，1 家房企（金辉控股）由 3 项降为 0 项，进入绿档；绿城、融创未达标指标数分别由 2 项/3 项降至 1 项，进入黄档；祥生、银城未达标指标数由 3 项降至 2 项，进入橙档。年内部分房企通过上市、增加少数股东投入、发行永续债等方式快速增加净资产，通过加强销售回款增加现金和合同负债，通过降低拿地强度或权益比例等方式减少现金支出，使降档得以实现。或主动或被动，上市房企 2020 年偿债指标整体已有较大优化。

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

强于大市

(维持)

微信公众号



蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

+852 3958 4600

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789



目录

核心观点	4
1. 疫情影响收入结算，结转项目毛利偏低	5
1.1 疫情地价共同作用，营收利润增速下滑	5
1.2 低毛利项目集中结算，盈利能力有所下滑	9
2. 全年销售稳健增长，土储建面增速放缓	14
2.1 销售复苏态势良好，后续增速或将放缓	14
2.2 土储建面增速放缓，拿地模式更趋关键	16
3. 债务结构优化，流动性有所提升	18
4. 红线指标快速达标，融资成本明显下行	22
5. 如何看待近期行业重点政策的影响？	28
5.1 银行业房地产贷款集中度管理制度对行业有何影响？	28
5.2 土地集中出让新政对行业有何影响？	30
6. 投资建议	32
7. 风险提示	32

图表目录

图 1：整体营收增速下降约 8.1pct 至 16.5%	5
图 2：整体归母净利润增速下降约 11.7pct 至 2.8%	5
图 3：建发国际集团、合生创展集团、新城控股营收增速较快	6
图 4：绿城中国、宝龙地产、中国奥园归母净利润增速较快	7
图 5：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产核心净利润增速较快	7
图 6：上市房企平均毛利率下降约 4.1pct 至 25.2%	9
图 7：平均归母净利率下降约 2.6pct 至 10.4%	9
图 8：利润率下滑带动平均 ROE 下滑 2.8pct 至 17.1%	9
图 9：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产 2020 年毛利率较高	10
图 10：合生创展集团、深圳控股、中国海外发展 2020 年核心净利率较高	11
图 11：祥生控股集团、中梁控股、中国奥园 2020 年平均 ROE 较高	11



图 12: 建发国际集团、合生创展集团、绿城中国 2020 年销售金额增速居前	14
图 13: 短期债务平均占比下降约 0.9pct 至 31.4%	18
图 14: 上市房企平均现金短债比上升约 0.02 倍至 1.89 倍	18
图 15: 祥生控股集团、建发国际集团、合生创展集团 2020 年现金总额增速居前	19
图 16: 绿城中国、银城国际控股、新城控股 2020 年短期债务占比降幅较大	19
图 17: 建发国际集团、中国金茂、银城国际控股 2020 年现金短债比提升较大	20
图 18: 上市房企净负债率中位数下降 6.2pct 至 63.8%	22
图 19: 上市房企平均融资成本下降约 0.3pct 至 6.0%	22
图 20: 祥生控股集团、建发国际集团、金辉控股净负债率下降幅度较大	23
图 21: 金辉控股、建发国际集团、龙光集团剔除预收款后资产负债率降幅较大	23
图 22: 深圳控股、正荣地产、中梁控股融资成本降幅较大	24
图 23: 个人住房贷款余额占比受限, 按揭贷款投放承压	28
图 24: 近十年来商品住宅月度最高值均出现在 12 月	28
图 25: 13 年起个人住房贷款增速高于整体贷款增速	29
图 26: 2020 年部分热点城市二手房挂牌价明显上涨	29
图 27: 集中土地出让对房企短期资金筹措能力提出了更高要求	30
图 28: 土地集中出让或使商品房入市时间重合度提升	30
图 29: 上海宅地成交总金额分散于年内各月	31
图 30: 当前重庆宅地成交涉及资金相对分散	31
表 1: 2020 年度业绩综述包含个股范围	5
表 2: 房企间营收、业绩分化显著, 中型房企表现突出	8
表 3: 合生创展集团、深圳控股、宝龙地产 2020 年毛利率较高	12
表 4: 房企间盈利能力表现分化, 合生创展集团、深圳控股核心利润率提升	13
表 5: 龙头房企销售额增速或将有所放缓, 部分公司目标增速高于去年实际增速	15
表 6: 2020 年, 龙头房企土储建面平均增速有所下滑	17
表 7: 各公司流动性表现分化	21
表 8: 祥生控股集团、建发国际集团等降杠杆成效显著, 多数房企融资成本有所下行	25
表 9: 多数上市房企“三条红线”指标优化	27



核心观点

受疫情、土地成本上升较快等因素影响，房企 2020 年业绩分化进一步加剧，资本市场对于房企资本运作、报表的关注度也明显提升。在报表压力释放、行业政策保持稳定的背景下，**未来房企的经营、业绩将更加回归常态，分化也将加剧**。尽管业绩整体有所放缓，**但仍有部分公司因其商业模式、管控、禀赋等综合优势实现业绩的明显改善**，如宝龙、佳兆业、新城、龙光等。未来，具备长期逻辑和自身特色的房企也有望获得市场的更多青睐。

增收不增利态势延续，特色房企盈利能力表现出色。2020 年，房企整体营收及归母净利增速分别为 16.5% 和 2.8%（FY19: 24.7% 和 14.5%），利润增速继续明显低于营收增速。拆分看，毛利率下滑是利润增速偏低主因，上市房企 FY20 平均毛利率同比下滑 4.1pct 至 25.2%，主要系 2016-18 年土地成本偏高及限价政策持续。在整体盈利能力下滑的背景下，部分具备商业模式和禀赋优势的房企毛利率维持高位或略有提升，典型房企如宝龙、合景、中海外、华润、佳兆业等。

销售目标整体平稳，土储下滑家数增加。公布 2021 销售额目标的房企平均目标增速为 15.7%，2020 年实际增速为 23.1%。其中，佳兆业、奥园、融创、龙湖、远洋等 2021 目标增速高于去年实际增速。土储方面，上市房企土储面积平均增速较 2019 年下滑 7.1pct 至 8.9%，土储下降房企家数由 4 家增至 6 家。在拿地成本压力不减的当下，拥有城市更新、商住协同等特色拿地渠道的房企优势凸显。

红线指标快速达标，优质房企表现亮眼。“三道红线”后首份年报，房企监管指标达标情况普遍较好，**有完整数据的 40 家房企有 18 家已完全达标，橙档及红档分别有 2 家，达标情况较 2019 年末明显改善**。2020 年，上市房企净负债率中位数下降 6.2pct 至 63.8%；平均现金短债比基本持平，为 1.9 倍；平均融资成本下降 0.3pct 至 6.0%。在整体优化的同时，我们发现房企内部呈现进一步分化，建发、佳兆业、金辉等偿债指标改善明显，中海外、龙湖、招商蛇口、旭辉继续保持稳健。前期积累了丰厚优质土储且权益比例较高的房企腾挪空间自然更大。**或主动或被动，上市房企 2020 年信用状况整体已有较大改善**。

回归商业模式本源，寻找具备长期逻辑标的。必须承认，因自身诉求、市场预期等各种因素影响，房企在快速发展过程中或多或少积累了一些待解问题。2020 年度业绩在反映问题的同时，也是一次风险释放与公司价值的检验。在土地成本偏高、金融杠杆受控的大背景下，**具备城市更新、商住协同、产业勾地等特色拿地渠道的民营房企将脱颖而出，而拥有金融和土地资源的国企、央企也将获得一定领先优势**。具备长期逻辑的房企也有望获得市场的更多青睐。



港股上市房企 2020 年期业绩披露完毕，我们以 41 家房企（港股 38 家，A 股 3 家）为对象对板块业绩进行了研究，包含公司如下：

表 1：2020 年度业绩综述包含公司范围

2020 年业绩综述包含公司				
碧桂园	中国恒大	融创中国	中国海外发展	世茂集团
华润置地	龙湖集团	旭辉控股集团	中国金茂	富力地产
融信中国	正荣地产	绿城中国	远洋集团	雅居乐集团
中国奥园	佳兆业集团	龙光集团	合景泰富集团	时代中国控股
宝龙地产	中国海外宏洋集团	万科 A	招商蛇口	新城控股
合生创展集团	禹洲集团	中骏集团控股	花样年控股	越秀地产
深圳控股	建发国际集团	中梁控股	美的置业	新力控股集团
弘阳地产	建业地产	德信中国	银城国际控股	祥生控股集团
金辉控股				

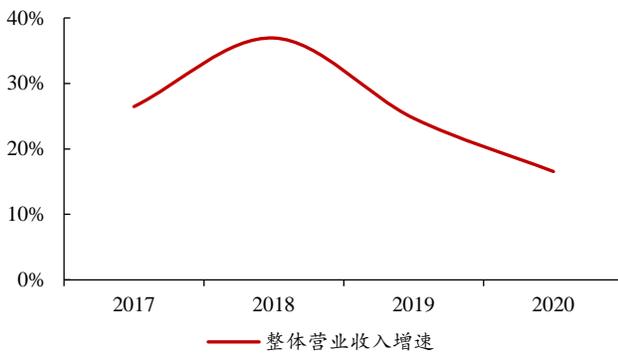
数据来源：中达证券研究

1. 疫情地价影响结算，结转项目毛利偏低

1.1 疫情地价共同作用，营收利润增速下滑

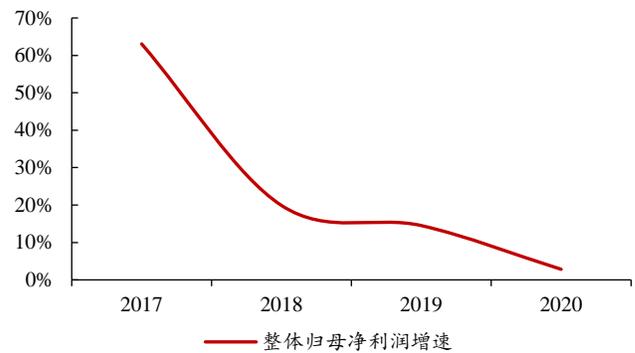
房企工程及交付进度受疫情影响，整体营收及业绩增速有所下滑。2020 年，受到疫情的影响，房企项目的工程及交付进度有所调整，导致整体营业收入增速下滑 8.1 个百分点至 16.5%、整体归母净利润增速下滑 11.7 个百分点至 2.8%。归母净利增速低于营收增速，主要由于房企在 2016-2017 年获取的低毛利项目集中进入结算期，整体盈利能力有所下滑。

图 1：整体营收增速下降约 8.1pct 至 16.5%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算

图 2：整体归母净利润增速下降约 11.7pct 至 2.8%

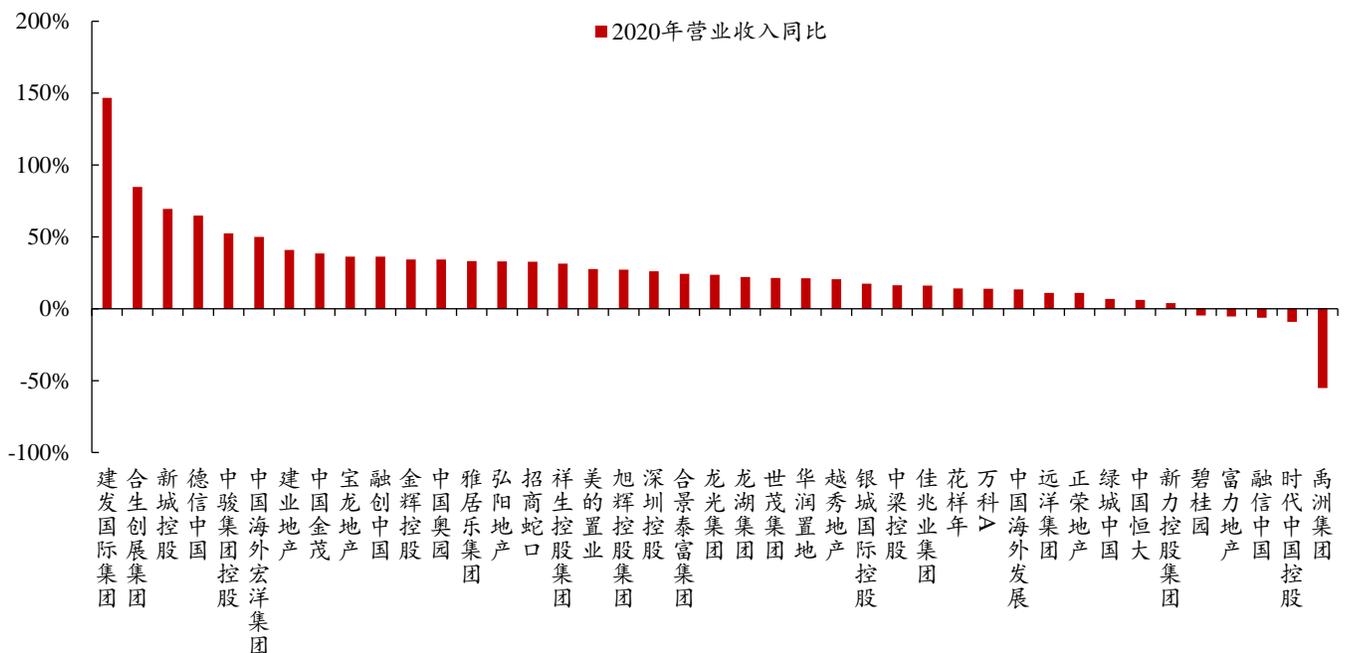


数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算



房企间营收、业绩分化显著。营收方面，建发国际集团、合生创展集团、新城控股增速较快，分别同比增长 146.8%、84.8%、69.5%。归母净利润方面，绿城中国、宝龙地产、中国奥园增速较快，分别同比增长 53.1%、50.8%、40.6%。在披露归母核心净利润/扣非后归母净利润的公司中，合生创展集团、深圳控股、宝龙地产增速最快，分别同比增长 295.8%、48.7%、34.2%。过去数年销售金额的快速增长对部分公司当前的收入结算提供了有力保障（如建发国际集团 2018-2020 年销售额增速分别达 145.5%/104.8%/78.7%）；部分公司新增了毛利率较高的主营业务（如合生创展集团于 2020 年内新增毛利率较高的投资业务）、部分公司结算利润率提升或降幅较小、管控效率有所提升，使得公司利润表现相对更佳。整体而言，2020 年，房企间营收和利润增速均呈现出较大分化。

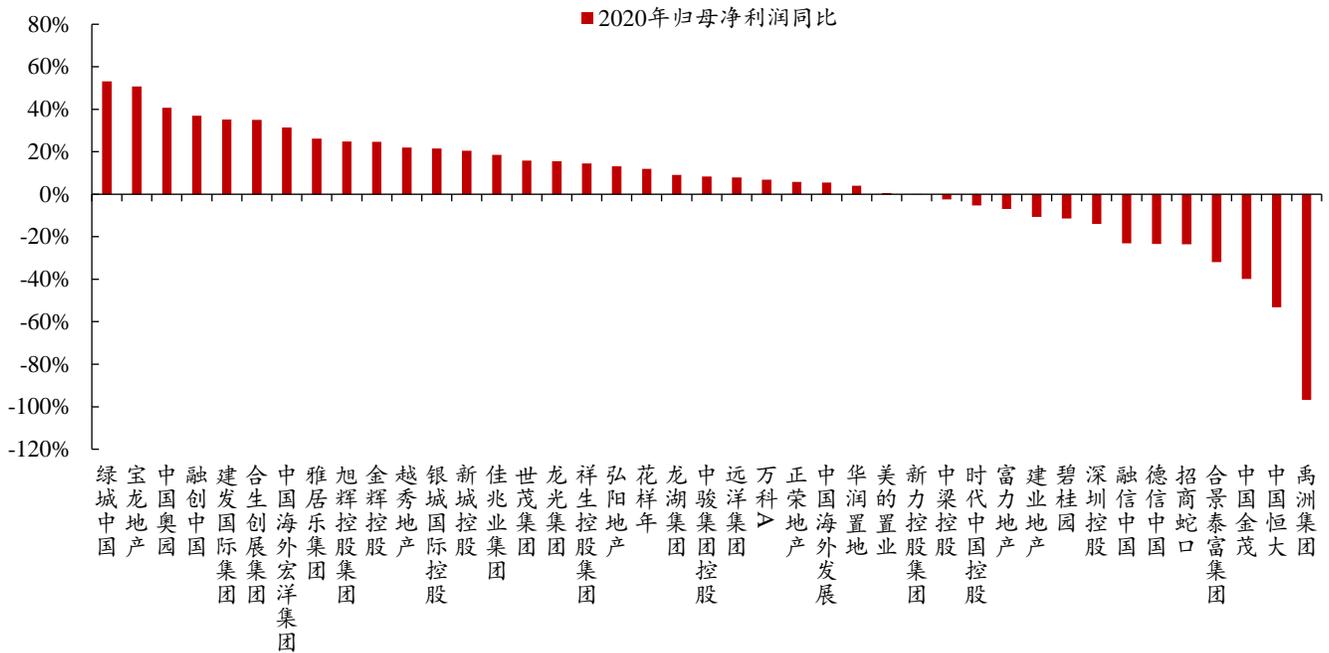
图 3：建发国际集团、合生创展集团、新城控股营收增速较快



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

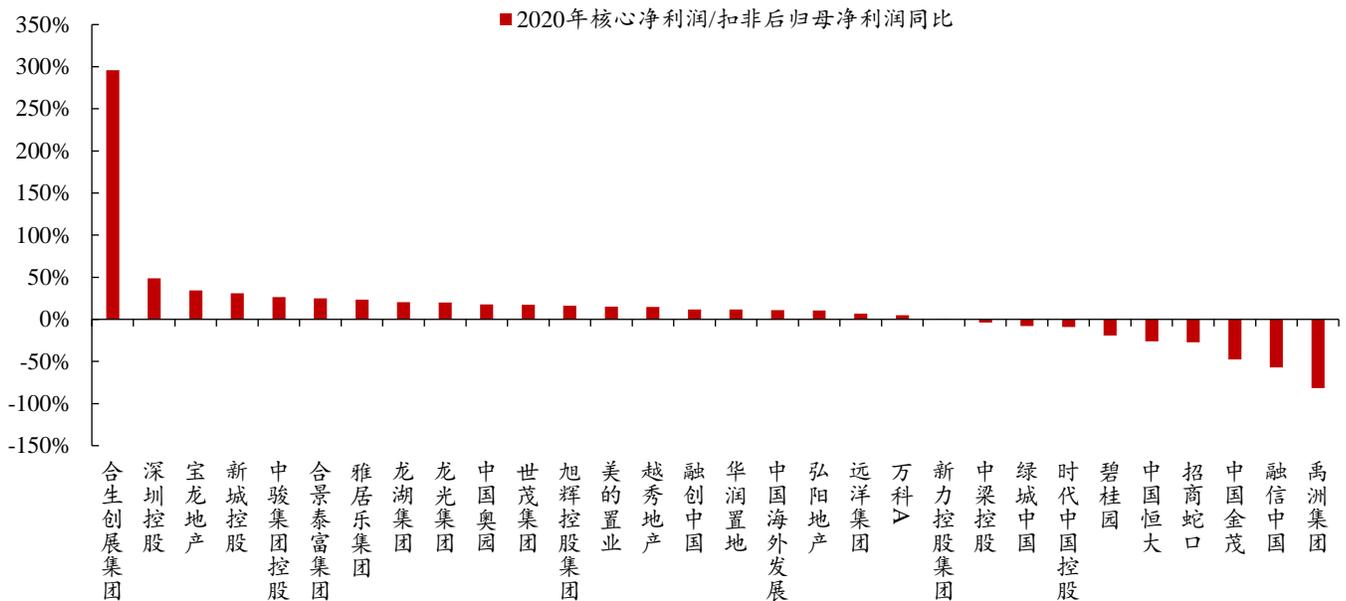


图 4：绿城中国、宝龙地产、中国奥园归母净利润增速较快



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 5：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产核心净利润增速较快



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：中国恒大、合景泰富集团、美的置业为总口径

表 2：房企间营收、业绩分化显著，中型房企表现突出

公司	证券代码	2020 年营收		2020 年核心净利润/扣非归母净利润	
		(亿元)	同比	(亿元)	同比
合生创展集团	0754.HK	343.7	84.8%	127.8	295.8%
深圳控股	0604.HK	188.0	26.0%	45.5	48.7%
宝龙地产	1238.HK	355.0	36.3%	36.0	34.2%
新城控股	601155.SH	1454.8	69.5%	130.6	30.8%
中骏集团控股	1966.HK	325.7	52.4%	33.5	26.6%
合景泰富集团	1813.HK	297.4	24.2%	65.1	24.9%
雅居乐集团	3383.HK	802.5	33.2%	83.5	23.3%
龙湖集团	0960.HK	1845.5	22.2%	186.9	20.2%
龙光集团	3380.HK	710.8	23.7%	120.4	20.2%
中国奥园	3883.HK	677.9	34.2%	48.6	17.8%
世茂集团	0813.HK	1353.5	21.4%	122.8	17.2%
旭辉控股集团	0884.HK	718.0	27.2%	80.3	16.3%
美的置业	3990.HK	524.8	27.6%	48.0	15.0%
越秀地产	0123.HK	462.3	20.6%	40.2	14.5%
融创中国	1918.HK	2305.9	36.2%	302.6	11.8%
华润置地	1109.HK	1795.9	21.2%	241.4	11.6%
中国海外发展	0688.HK	1857.9	13.5%	380.3	10.9%
弘阳地产	1996.HK	201.6	32.9%	13.1	10.7%
远洋集团	3377.HK	565.1	11.0%	22.3	6.9%
万科 A	000002.SZ	4191.1	13.9%	402.4	5.0%
新力控股集团	2103.HK	280.7	4.0%	18.7	0.8%
中梁控股	2772.HK	659.4	16.4%	37.5	-3.8%
绿城中国	3900.HK	657.8	6.8%	39.9	-7.9%
时代中国控股	1233.HK	385.8	-9.1%	49.6	-9.2%
碧桂园	2007.HK	4628.6	-4.7%	323.6	-19.3%
中国恒大	3333.HK	5072.5	6.2%	301.3	-26.2%
招商蛇口	001979.SZ	1296.2	32.7%	90.8	-27.2%
中国金茂	0817.HK	600.5	38.5%	32.3	-47.4%
融信中国	3301.HK	483.0	-6.1%	13.6	-57.2%
禹洲集团	1628.HK	104.1	-55.2%	7.5	-81.6%
平均增长率			22.0%		12.8%

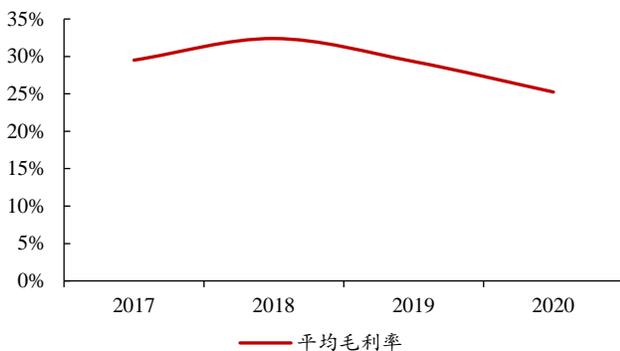
数据来源：公司公告，Wind，中达证券研究；注：中国恒大、合景泰富集团、美的置业核心净利润为总口径；A股为扣非后归母净利润；深圳控股、合生创展集团货币单位为港元



1.2 低毛利项目集中结算，盈利能力有所下滑

低毛利项目集中进入结算期，房企盈利能力有所下滑。2020年，上市房企平均毛利率同比下滑4.1个百分点至25.2%，主要由于低毛利项目集中进入结算期：房企在2016年下半年至2017年获取的项目地价较高、后续限价趋严，导致对应项目利润空间相对较窄。平均归母净利率下降2.6个百分点至10.4%，降幅小于毛利率下降幅度，主要系疫情期间线下售楼渠道受阻、房企运营管控取得成效，共同带动SG&A费率有所下降。利润率的下滑亦带动了平均ROE的下降，2020年龙头房企平均ROE下滑2.8个百分点至约17.1%。

图 6：上市房企平均毛利率下降约 4.1pct 至 25.2%



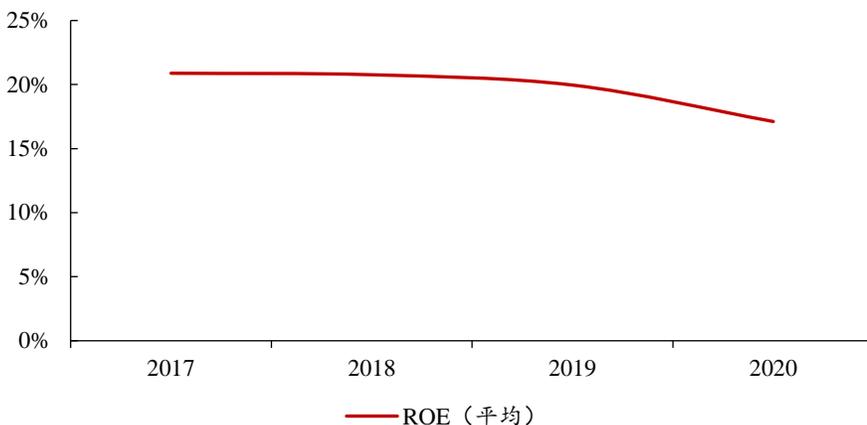
数据来源：Wind，中达证券研究

图 7：平均归母净利率下降约 2.6pct 至 10.4%



数据来源：Wind，中达证券研究

图 8：利润率下滑带动平均 ROE 下滑 2.8pct 至 17.1%

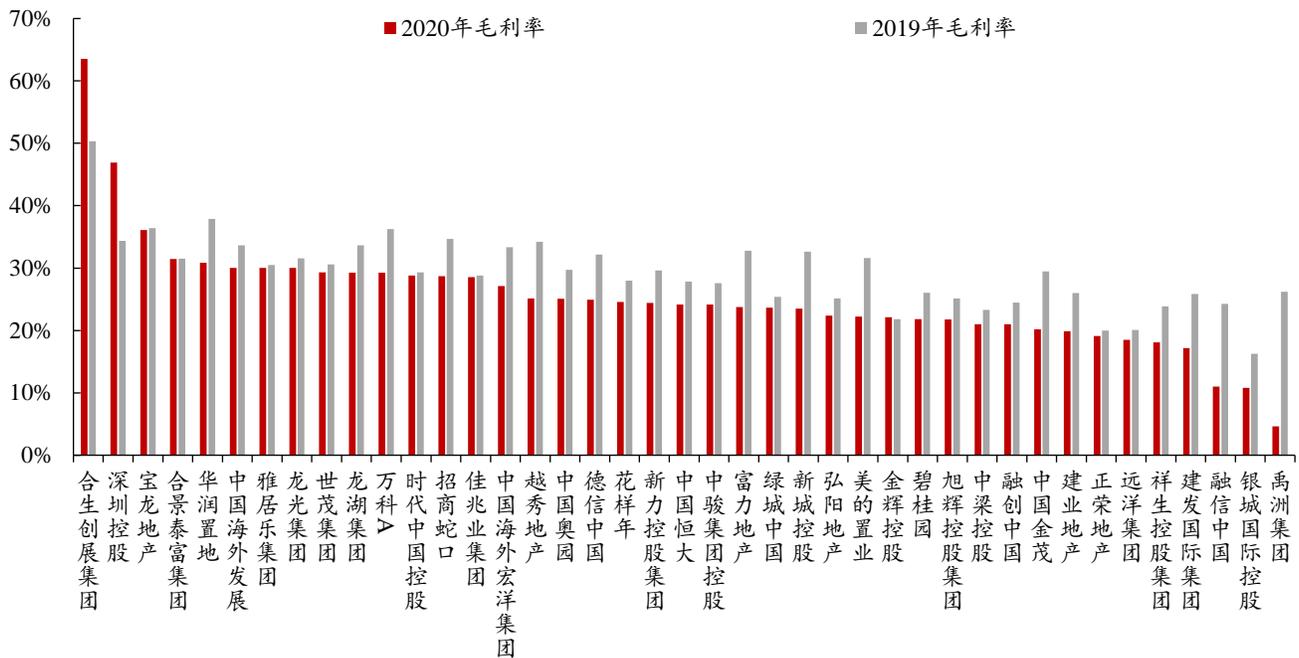


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：样本仅包含披露了2016年财务数据的37家龙头房企



房企间盈利水平分化加剧。毛利率方面，合生创展集团、深圳控股、宝龙地产毛利率较高，分别达 63.5%、46.9%、36.1%。合生创展集团的高毛利率主要源于：1) 公司早年在核心一二线城市储备了部分地价较低的开发项目，使其开发项目利润空间相对丰厚；2) 2020 年新增的投资业务（投资于香港、内地及美国的上市股本证券及于香港、内地的非上市股本及债务证券，2020 年收入占比达 26.9%）毛利率较高。深圳控股在深圳及大湾区具备一定的资源禀赋、宝龙地产能够持续通过商住协同的特色模式在长三角重点城市以合理价格获取土地，因而毛利率水平亦相对较高。在公布了归母核心净利润的 30 家公司中，合生创展集团、深圳控股、中国海外发展核心净利率较高，分别达 37.2%、24.2%、20.5%，中海突出的各项费率控制使其核心净利率亦能够保持领先。ROE 方面，祥生控股集团、中梁控股和中国奥园平均 ROE 较高，分别达 40.6%、38.1%、35.2%，相对较高的权益乘数使得上述公司平均 ROE 高于同业。

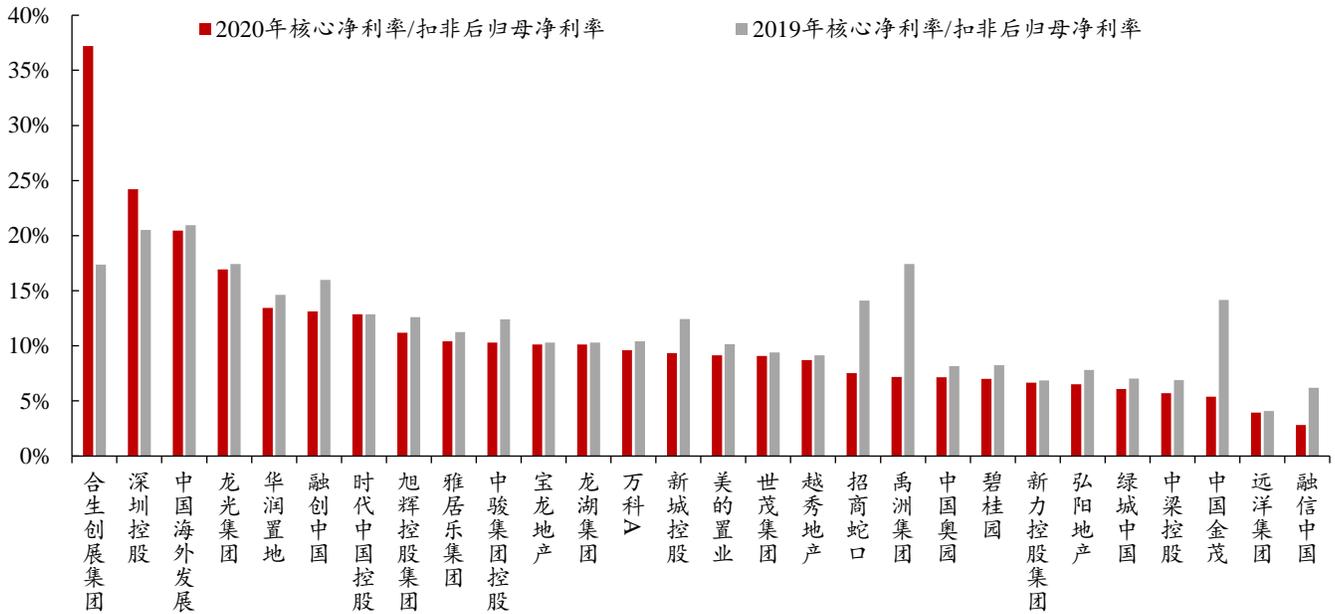
图 9：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产 2020 年毛利率较高



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

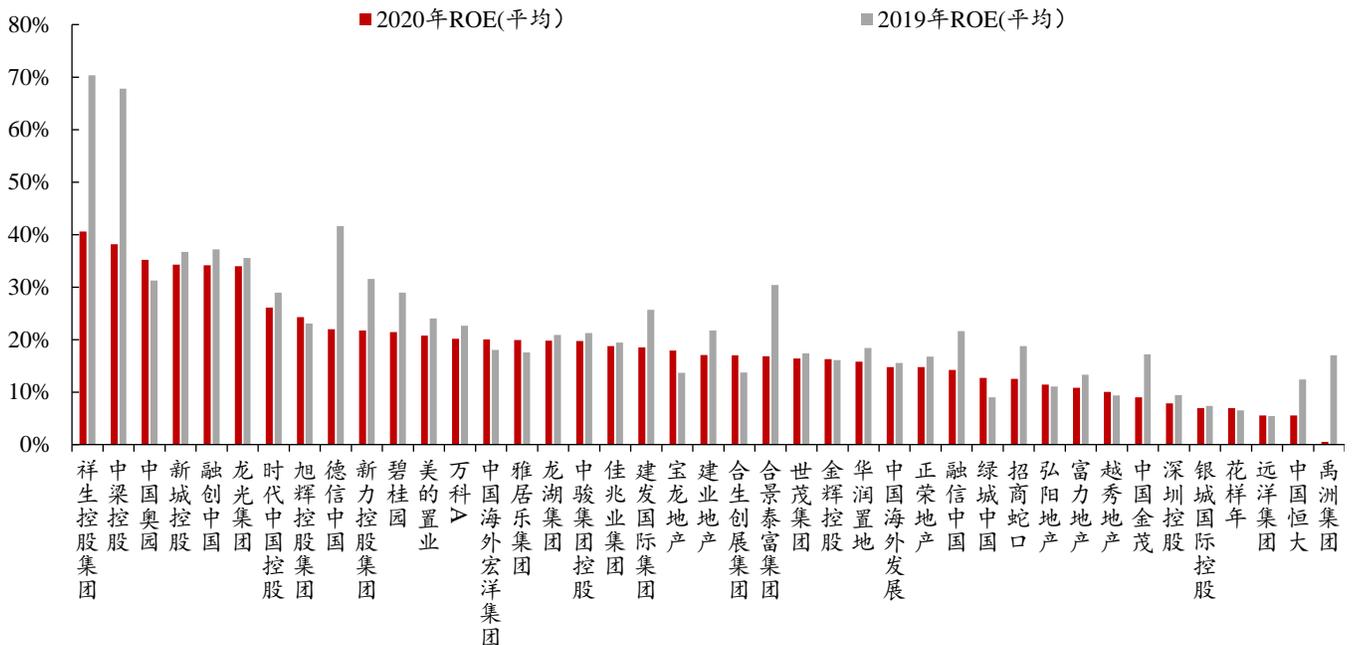


图 10：合生创展集团、深圳控股、中国海外发展 2020 年核心净利率较高



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：A股为扣非后归母净利润率

图 11：祥生控股集团、中梁控股、中国奥园 2020 年平均 ROE 较高



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

表 3: 合生创展集团、深圳控股、宝龙地产 2020 年毛利率较高

公司	证券代码	毛利率			
		2018	2019	2020	2020同比(pct)
合生创展集团	0754.HK	49.1%	50.3%	63.5%	13.2%
深圳控股	0604.HK	35.9%	34.4%	46.9%	12.5%
宝龙地产	1238.HK	38.5%	36.4%	36.1%	-0.3%
合景泰富集团	1813.HK	32.8%	31.5%	31.5%	-0.1%
华润置地	1109.HK	43.4%	37.9%	30.9%	-7.0%
中国海外发展	0688.HK	38.2%	33.7%	30.0%	-3.6%
雅居乐集团	3383.HK	43.9%	30.5%	30.0%	-0.4%
龙光集团	3380.HK	33.7%	31.5%	30.0%	-1.5%
世茂集团	0813.HK	31.5%	30.6%	29.3%	-1.3%
龙湖集团	0960.HK	34.1%	33.6%	29.3%	-4.4%
万科A	000002.SZ	37.5%	36.2%	29.2%	-7.0%
时代中国控股	1233.HK	30.9%	29.3%	28.8%	-0.5%
招商蛇口	001979.SZ	39.5%	34.6%	28.7%	-6.0%
佳兆业集团	1638.HK	28.8%	28.8%	28.5%	-0.3%
中国海外宏洋集团	0081.HK	29.1%	33.3%	27.1%	-6.2%
越秀地产	0123.HK	31.8%	34.2%	25.1%	-9.1%
中国奥园	3883.HK	31.1%	29.7%	25.1%	-4.6%
德信中国	2019.HK	38.0%	32.2%	24.9%	-7.3%
花样年	1777.HK	29.9%	28.0%	24.6%	-3.4%
新力控股集团	2103.HK	37.3%	29.6%	24.4%	-5.2%
中国恒大	3333.HK	36.2%	27.8%	24.2%	-3.7%
中骏集团控股	1966.HK	34.6%	27.6%	24.1%	-3.4%
富力地产	2777.HK	36.4%	32.8%	23.7%	-9.0%
绿城中国	3900.HK	22.8%	25.4%	23.7%	-1.7%
新城控股	601155.SH	36.7%	32.6%	23.5%	-9.1%
弘阳地产	1996.HK	31.2%	25.1%	22.4%	-2.8%
美的置业	3990.HK	32.7%	31.6%	22.2%	-9.4%
金辉控股	9993.HK	30.2%	21.8%	22.1%	0.3%
碧桂园	2007.HK	27.0%	26.1%	21.8%	-4.3%
旭辉控股集团	0884.HK	25.0%	25.1%	21.7%	-3.4%
中梁控股	2772.HK	22.9%	23.3%	21.0%	-2.3%
融创中国	1918.HK	25.0%	24.5%	21.0%	-3.5%
中国金茂	0817.HK	37.5%	29.4%	20.2%	-9.3%
建业地产	0832.HK	34.4%	26.0%	19.9%	-6.1%
正荣地产	6158.HK	22.8%	20.0%	19.1%	-0.8%
远洋集团	3377.HK	20.0%	20.1%	18.5%	-1.6%
祥生控股集团	2599.HK	21.1%	23.9%	18.1%	-5.8%
建发国际集团	1908.HK	33.3%	25.9%	17.2%	-8.7%
融信中国	3301.HK	23.5%	24.2%	11.0%	-13.2%
银城国际控股	1902.HK	29.0%	16.3%	10.8%	-5.5%
禹洲集团	1628.HK	30.7%	26.2%	4.6%	-21.6%
平均		32.4%	29.3%	25.2%	-4.1%

数据来源: 公司公告, 中达证券研究

表 4: 房企间盈利能力表现分化, 合生创展集团、深圳控股核心利润率提升

公司	证券代码	归母核心净利率/扣非后归母净利率			毛利率		
		2020	2019	同比(pct)	2020	2019	同比(pct)
合生创展集团	0754.HK	37.2%	17.4%	19.8	63.5%	50.3%	13.2
深圳控股	0604.HK	24.2%	20.5%	3.7	46.9%	34.4%	12.5
中国海外发展	0688.HK	20.5%	21.0%	-0.5	30.0%	33.7%	-3.6
龙光集团	3380.HK	16.9%	17.4%	-0.5	30.0%	31.5%	-1.5
华润置地	1109.HK	13.4%	14.6%	-1.2	30.9%	37.9%	-7.0
融创中国	1918.HK	13.1%	16.0%	-2.9	21.0%	24.5%	-3.5
时代中国控股	1233.HK	12.9%	12.9%	0.0	28.8%	29.3%	-0.5
旭辉控股集团	0884.HK	11.2%	12.6%	-1.4	21.7%	25.1%	-3.4
雅居乐集团	3383.HK	10.4%	11.2%	-0.8	30.0%	30.5%	-0.4
中骏集团控股	1966.HK	10.3%	12.4%	-2.1	24.1%	27.6%	-3.4
宝龙地产	1238.HK	10.1%	10.3%	-0.2	36.1%	36.4%	-0.3
龙湖集团	0960.HK	10.1%	10.3%	-0.2	29.3%	33.6%	-4.4
万科A	000002.SZ	9.6%	10.4%	-0.8	29.2%	36.2%	-7.0
新城控股	601155.SH	9.3%	12.4%	-3.1	23.5%	32.6%	-9.1
美的置业	3990.HK	9.2%	10.2%	-1.0	22.2%	31.6%	-9.4
世茂集团	0813.HK	9.1%	9.4%	-0.3	29.3%	30.6%	-1.3
越秀地产	0123.HK	8.7%	9.2%	-0.5	25.1%	34.2%	-9.1
招商蛇口	001979.SZ	7.5%	14.1%	-6.6	28.7%	34.6%	-6.0
禹洲集团	1628.HK	7.2%	17.4%	-10.3	4.6%	26.2%	-21.6
中国奥园	3883.HK	7.2%	8.2%	-1.0	25.1%	29.7%	-4.6
碧桂园	2007.HK	7.0%	8.3%	-1.3	21.8%	26.1%	-4.3
新力控股集团	2103.HK	6.7%	6.9%	-0.2	24.4%	29.6%	-5.2
弘阳地产	1996.HK	6.5%	7.8%	-1.3	22.4%	25.1%	-2.8
绿城中国	3900.HK	6.1%	7.0%	-1.0	23.7%	25.4%	-1.7
中梁控股	2772.HK	5.7%	6.9%	-1.2	21.0%	23.3%	-2.3
中国金茂	0817.HK	5.4%	14.2%	-8.8	20.2%	29.4%	-9.3
远洋集团	3377.HK	3.9%	4.1%	-0.2	18.5%	20.1%	-1.6
融信中国	3301.HK	2.8%	6.2%	-3.4	11.0%	24.2%	-13.2
平均		10.8%	11.8%	-1.0	26.5%	30.5%	-4.0

数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: A 股为扣非后归母净利率

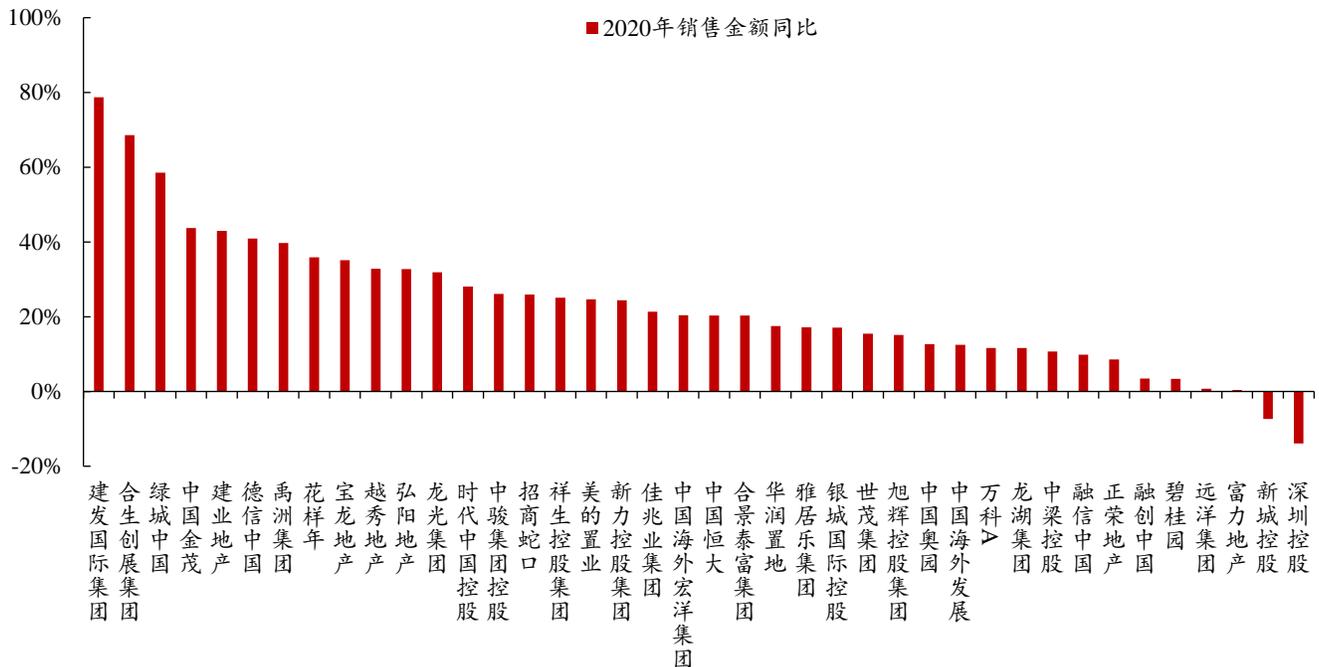


2. 全年销售稳健增长，土储建面增速放缓

2.1 销售复苏态势良好，后续增速或将放缓

2020 全年销售稳健增长，2021 销售目标对应增速有所放缓。2020 年二季度起，商品房市场快速回暖，全年龙头房企平均销售增速仅较 2019 年平均增速下降 6.0 个百分点至 23.1%。公司层面，建发国际集团、合生创展集团、绿城中国销售金额增速较快，分别达 78.7%、68.6%、58.6%，上述房企在销售恢复态势良好的长三角、海西等区域的重点城市布局较多，成功把握了购房需求快速复苏的机遇。随着行业调控政策趋紧，在 32 家已公布 2021 销售目标的龙头房企中，24 家 2021 年对应目标增速小于 2020 年实际增速，平均目标增速亦低于 2020 年实际增速，龙头房企销售的平均增速或将继续放缓。

图 12：建发国际集团、合生创展集团、绿城中国 2020 年销售金额增速居前



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

表 5: 龙头房企销售额增速或将有所放缓, 部分公司目标增速高于去年实际增速

公司	证券代码	2021销售目标		2020年销售金额		2019销售额
		(亿元)	目标增长率	(亿元)	同比	增长率
建发国际集团	1908.HK	1200	32.2%	908	78.7%	104.8%
合生创展集团	0754.HK	500	39.5%	358	68.6%	42.0%
绿城中国	3900.HK	-	-	2147	58.6%	33.8%
中国金茂	0817.HK	2500	8.2%	2311	43.7%	25.6%
建业地产	0832.HK	-	-	1026	43.0%	33.8%
德信中国	2019.HK	800	25.9%	635	40.9%	13.8%
禹洲集团	1628.HK	1100	4.8%	1050	39.7%	34.1%
花样年	1777.HK	600	21.9%	492	35.9%	20.0%
宝龙地产	1238.HK	1050	28.8%	816	35.1%	47.2%
越秀地产	0123.HK	1122	17.2%	958	32.8%	24.7%
弘阳地产	1996.HK	995	15.0%	865	32.8%	37.6%
龙光集团	3380.HK	1448	20.0%	1207	31.9%	27.5%
时代中国控股	1233.HK	1100	9.6%	1004	28.1%	29.3%
中骏集团控股	1966.HK	1200	18.2%	1015	26.1%	56.7%
招商蛇口	001979.SZ	3300	18.9%	2776	25.9%	29.2%
祥生控股集团	2599.HK	-	-	782	25.1%	-
美的置业	3990.HK	1500	18.9%	1262	24.6%	28.1%
新力控股集团	2103.HK	-	-	1137	24.4%	28.6%
佳兆业集团	1638.HK	1300	21.6%	1069	21.3%	25.8%
中国海外宏洋集团	0081.HK	700	8.2%	647	20.4%	6.3%
中国恒大	3333.HK	7500	3.7%	7233	20.3%	9.0%
合景泰富集团	1813.HK	1240	19.7%	1036	20.3%	31.5%
华润置地	1109.HK	3150	10.5%	2850	17.5%	15.1%
雅居乐集团	3383.HK	1500	8.5%	1382	17.1%	14.9%
银城国际控股	1902.HK	300	29.3%	232	17.1%	107.7%
世茂集团	0813.HK	3300	9.9%	3003	15.5%	47.6%
旭辉控股集团	0884.HK	2650	14.7%	2310	15.2%	32.0%
中国奥园	3883.HK	1500	12.8%	1330	12.7%	29.3%
中国海外发展	0688.HK	-	-	3607	12.5%	6.4%
万科A	000002.SZ	-	-	7042	11.6%	3.9%
龙湖集团	0960.HK	3100	14.6%	2706	11.6%	20.9%
中梁控股	2772.HK	1800	6.6%	1688	10.7%	50.2%
融信中国	3301.HK	1600	3.1%	1552	9.8%	15.9%
正荣地产	6158.HK	1500	5.7%	1419	8.6%	21.0%
融创中国	1918.HK	6400	11.3%	5753	3.4%	20.7%
碧桂园	2007.HK	-	-	5707	3.3%	10.0%
远洋集团	3377.HK	1500	14.5%	1310	0.8%	18.7%
富力地产	2777.HK	-	-	1388	0.4%	5.4%
新城控股	601155.SH	2600	3.6%	2510	-7.3%	22.5%
深圳控股	0604.HK	180	24.5%	145	-13.9%	2.1%
平均			15.7%		23.1%	29.1%

数据来源: 公司公告, 互联网, 中达证券研究; 注: 碧桂园、富力地产、佳兆业集团、龙光集团、祥生控股集团销售金额为权益销售金额; 计算 2019 及 2020 年平均增速时均未包含祥生控股集团



2.2 土储建面增速放缓，拿地模式更趋关键

龙头房企土储建面增速放缓。2020年，上市房企土地储备建筑面积的平均增速较2019年同比增速下滑7.1个百分点至8.9%，土储建面同比下滑的房企数量由4家增至6家。公司层面，建发国际集团、绿城中国、中国奥园2020年土地储备面积增长较快，分别同比增长31.8%、31.1%、27.0%，拥有更强规模诉求、资金面压力更为可控的房企或将维持较高强度的土地投资，而具备特色商业模式的房企在土地获取方面或将继续保持优势，为公司的规模扩张奠定基础。部分房企因去杠杆需要，土地储备较2019年末出现一定幅度下滑。预计未来房企土储规模将因自身增长诉求和资金情况而进一步分化。

融资管控逐步推开，拿地模式更趋关键。在粗放发展时代，房企能够通过拉长土地储备年限获取土地升值红利，高举高打的高杠杆房企能够获得更快的增长和更高的NAV估值，加杠杆的能力和意愿为房企发展的关键点。而在土地红利消退、金融杠杆受限的大背景下，房企投资能力的重要性远胜于加杠杆意愿，事实上部分房企FY20毛利率明显下滑的主因即为过去投资过于激进，未来两年房企报表盈利能力或将继续出现一定阵痛。因此，在拿地模式上具备自身特色的房企能够相对受益，因其单位资金撬动的货值相对更大。另一方面，部分国企、央企开发商在金融资源和土地资源获取方面具备更大优势，因而未来数年也会获得一定发展优势。具备品牌、开发、运营、营销等多方面综合优势的房企也会得到更多与资源方合作的机会。

表 6：2020 年，龙头房企土储建面平均增速有所下滑

公司	证券代码	数据口径	2020土储建面 (万平)	2020年同比	2019年同比
建发国际集团	1908.HK	总可供销售建筑面积	1232	31.8%	67.9%
绿城中国	3900.HK	总建筑面积	5079	31.1%	19.3%
中国奥园	3883.HK	总建筑面积	5718	27.0%	32.1%
中国海外宏洋集团	0081.HK	总楼面面积	3011	25.4%	12.5%
宝龙地产	1238.HK	总建筑面积	3650	22.8%	40.2%
德信中国	2019.HK	总建筑面积	1626	21.1%	-
弘阳地产	1996.HK	总建筑面积	2006	18.5%	29.4%
中骏集团控股	1966.HK	总规划建筑面积	3768	17.4%	33.4%
中国金茂	0817.HK	二级土储规划建筑面积	6872	17.3%	-
新城控股	601155.SH	总建筑面积	14300	15.3%	13.2%
禹洲集团	1628.HK	可供销售建筑面积	2310	14.8%	15.8%
银城国际控股	1902.HK	总建筑面积	599	14.7%	30.2%
中梁控股	2772.HK	总建筑面积	6514	14.2%	-
招商蛇口	001979.SZ	可售面积	5300	14.0%	10.3%
旭辉控股集团	0884.HK	总建筑面积	5654	11.5%	23.1%
融创中国	1918.HK	确权总土地储备	25772	10.1%	41.0%
正荣地产	6158.HK	总建筑面积	2845	8.8%	6.5%
龙湖集团	0960.HK	总建筑面积	7400	8.6%	2.7%
佳兆业集团	1638.HK	总建筑面积	2875	7.3%	11.7%
龙光集团	3380.HK	总建筑面积	3922	6.9%	1.1%
融信中国	3301.HK	总建筑面积	2871	6.5%	6.1%
世茂集团	0813.HK	总计划建筑面积	8175	6.5%	38.7%
碧桂园	2007.HK	权益建面	27520	6.4%	7.4%
雅居乐集团	3383.HK	总建筑面积	5301	6.3%	37.6%
建业地产	0832.HK	总建筑面积	5411	6.2%	10.5%
花样年	1777.HK	已确权建筑面积	1713	3.0%	10.1%
越秀地产	0123.HK	总建筑面积	2454	2.8%	23.0%
美的置业	3990.HK	总建筑面积	5398	2.6%	16.8%
远洋集团	3377.HK	总土地储备面积	3804	2.1%	-7.9%
万科A	000002.SZ	在建及规划中项目总建筑面积	15838	1.2%	4.7%
新力控股集团	2103.HK	权益建筑面积	1521	0.8%	-
深圳控股	0604.HK	计容建筑面积	329	0.6%	-30.0%
华润置地	1109.HK	总建筑面积	6809	-0.9%	15.3%
合生创展集团	0754.HK	可供销售面积	3044	-2.2%	6.5%
中国海外发展	0688.HK	总楼面面积（不含中海宏洋）	6179	-5.3%	-7.0%
时代中国控股	1233.HK	总建筑面积	2159	-6.2%	25.0%
富力地产	2777.HK	权益建面	5190	-10.4%	0.1%
中国恒大	3333.HK	总规划建面	23100	-21.2%	-3.3%
平均增长率				8.9%	16.0%

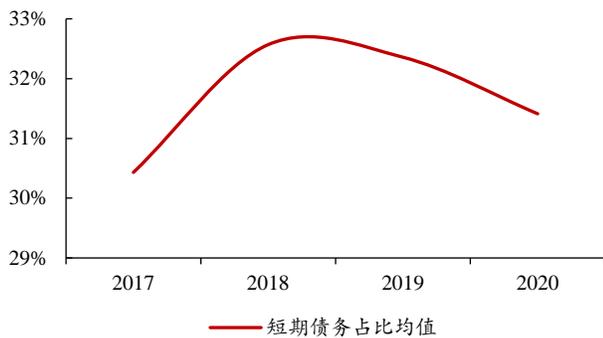
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：计算平均增速时，未包含 2019 年增速数据缺失房企



3. 债务结构优化，流动性有所提升

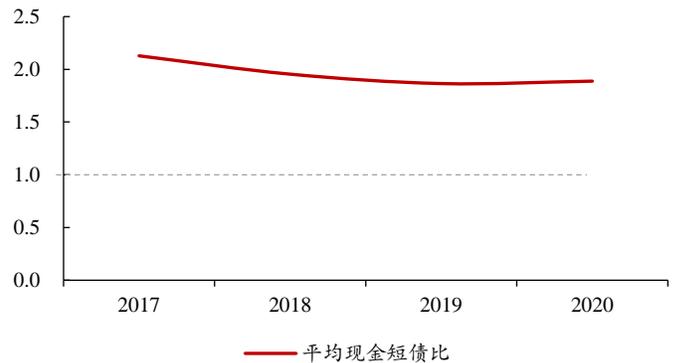
短债占比有所下降，现金短债比小幅提升。2020年，上市房企加强了对债务总量和结构的管控，短期债务占比均值同比下降约0.9个百分点至31.4%。流动性方面亦有所改善，上市房企平均现金短债比略微上升0.02倍至1.89倍，整体而言债务期限结构和流动性状况均有所优化。

图 13：短期债务平均占比下降约 0.9pct 至 31.4%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：数据基于年度业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异

图 14：上市房企平均现金短债比上升约 0.02 倍至 1.89 倍

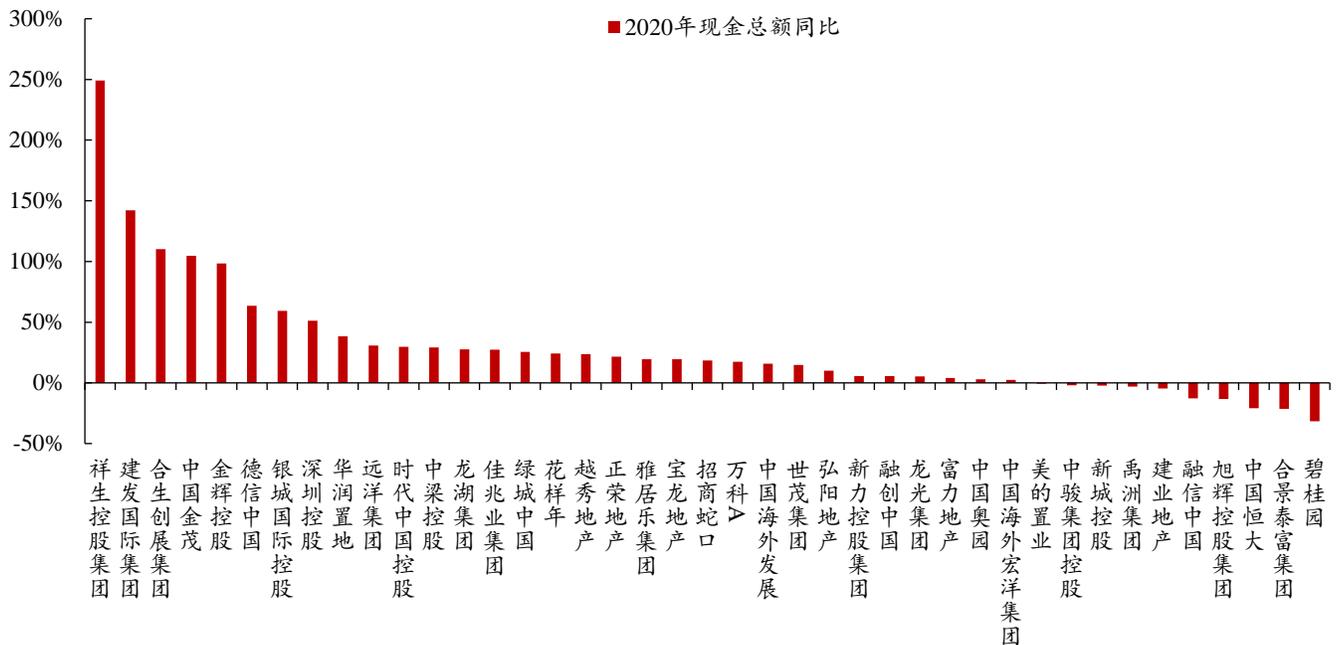


数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：包含受限制现金；数据基于年度业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异

现金总额、短债占比变动方向均呈现差异。祥生控股集团、建发国际集团、合生创展集团现金总额增长较快，分别同比增长 249.1%、142.1%、110.3%。建发国际集团、龙湖集团、旭辉控股集团短期债务占比较低，分别约 10.1%、11.0%、17.9%；绿城中国、银城国际控股、新城控股短期债务占比降幅较大，分别同比下降 20.5 个百分点、19.5 个百分点、15.2 个百分点，上述公司对债务结构的优化取得了一定成效。建发国际集团、龙湖集团、旭辉控股集团等房企流动性表现较为突出，2020 年末现金短债比分别达 5.0 倍、4.2 倍、2.7 倍；部分公司在资金管控方面有所加强，建发国际集团、中国金茂、银城国际控股的现金短债比提升较大，同比分别提升 3.0 倍、1.4 倍、1.1 倍。

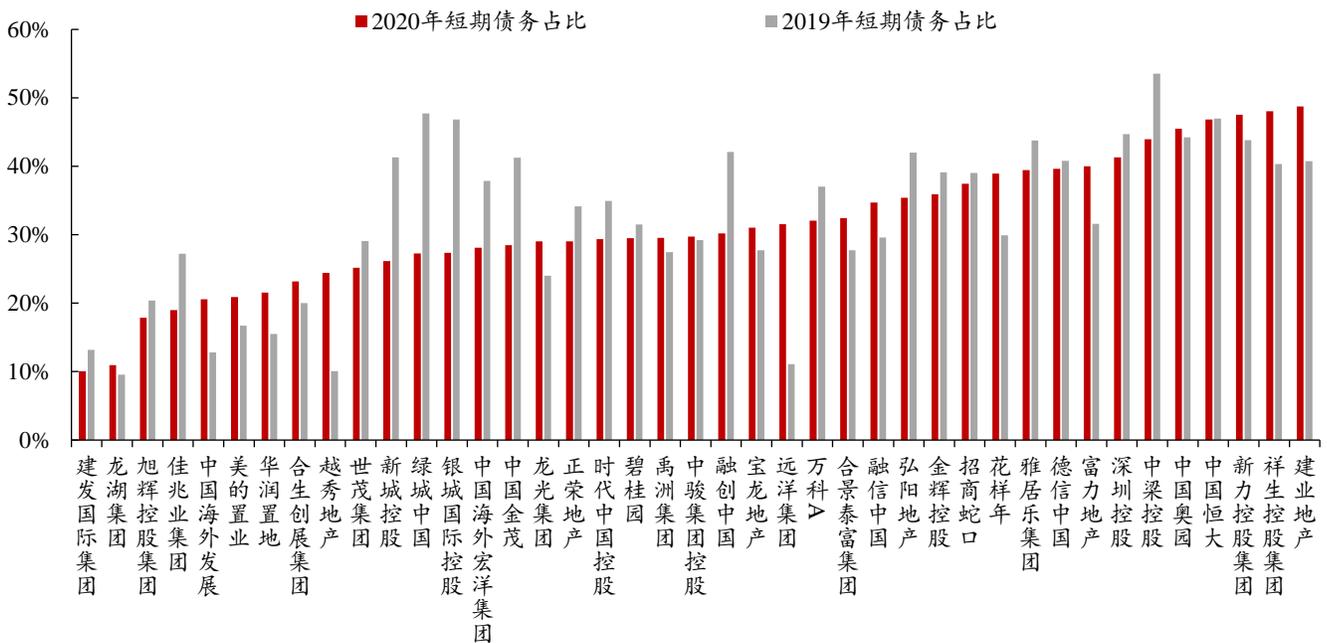


图 15: 祥生控股集团、建发国际集团、合生创展集团 2020 年现金总额增速居前



数据来源: Wind, 中达证券研究; 注: 货币单位为原始货币; 包含受限制现金

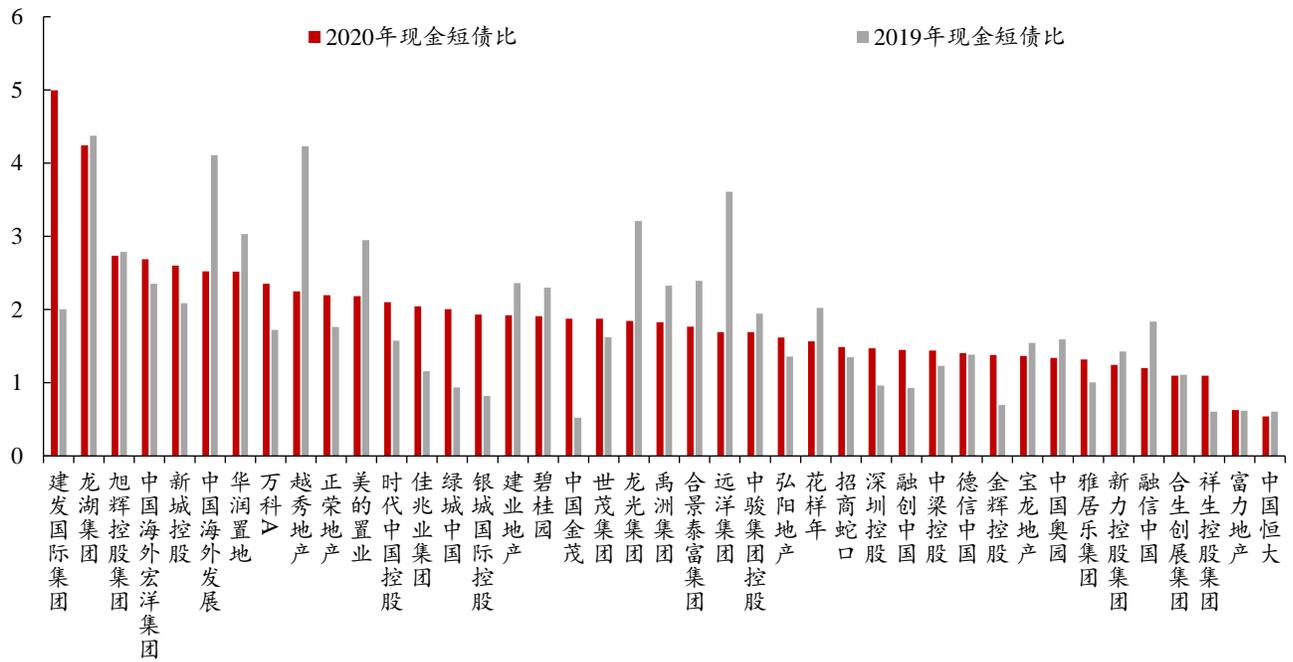
图 16: 绿城中国、银城国际控股、新城控股 2020 年短期债务占比降幅较大



数据来源: Wind, 公司公告, 中达证券研究; 注: 数据基于年度业绩公告, 由于业绩公告附注信息披露不完全, 或与实际债务情况存在一定差异



图 17：建发国际集团、中国金茂、银城国际控股 2020 年现金短债比提升较大



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：包含受限制现金；数据基于年度业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异

表 7：各公司流动性表现分化

公司	证券代码	短期负债 (亿元)	长期负债 (亿元)	短债占比	现金总额 (亿元)	现金短债比
建发国际集团	1908.HK	56	499	10.1%	280	5.0
龙湖集团	0960.HK	183	1490	11.0%	778	4.2
旭辉控股集团	0884.HK	187	860	17.9%	512	2.7
中国海外宏洋集团	0081.HK	104	267	28.1%	281	2.7
新城控股	601155.SH	240	678	26.2%	624	2.6
中国海外发展	0688.HK	438	1692	20.6%	1105	2.5
华润置地	1109.HK	355	1294	21.5%	895	2.5
万科A	000002.SZ	829	1756	32.1%	1952	2.4
越秀地产	0123.HK	166	513	24.4%	373	2.3
正荣地产	6158.HK	195	477	29.1%	430	2.2
美的置业	3990.HK	123	464	20.9%	267	2.2
时代中国控股	1233.HK	181	434	29.4%	380	2.1
佳兆业集团	1638.HK	231	984	19.0%	471	2.0
绿城中国	3900.HK	325	867	27.3%	652	2.0
银城国际控股	1902.HK	33	88	27.4%	64	1.9
建业地产	0832.HK	153	160	48.7%	293	1.9
碧桂园	2007.HK	962	2302	29.5%	1836	1.9
中国金茂	0817.HK	278	698	28.5%	521	1.9
世茂集团	0813.HK	365	1086	25.2%	685	1.9
龙光集团	3380.HK	232	568	29.0%	429	1.8
禹洲集团	1628.HK	189	450	29.6%	345	1.8
合景泰富集团	1813.HK	253	526	32.4%	446	1.8
远洋集团	3377.HK	259	563	31.5%	439	1.7
中骏集团控股	1966.HK	138	327	29.7%	234	1.7
弘阳地产	1996.HK	114	209	35.4%	185	1.6
花样年	1777.HK	183	287	38.9%	286	1.6
招商蛇口	001979.SZ	600	1004	37.4%	893	1.5
深圳控股	0604.HK	127	181	41.3%	187	1.5
融创中国	1918.HK	916	2118	30.2%	1326	1.4
中梁控股	2772.HK	238	303	44.0%	342	1.4
德信中国	2019.HK	111	170	39.6%	156	1.4
金辉控股	9993.HK	193	345	35.9%	266	1.4
宝龙地产	1238.HK	207	459	31.0%	283	1.4
中国奥园	3883.HK	523	626	45.5%	700	1.3
雅居乐集团	3383.HK	386	592	39.4%	509	1.3
新力控股集团	2103.HK	141	156	47.5%	175	1.2
融信中国	3301.HK	249	469	34.7%	299	1.2
合生创展集团	0754.HK	270	897	23.2%	297	1.1
祥生控股集团	2599.HK	222	240	48.1%	243	1.1
富力地产	2777.HK	639	958	40.0%	399	0.6
中国恒大	3333.HK	3355	3811	46.8%	1807	0.5
平均				31.4%		1.9

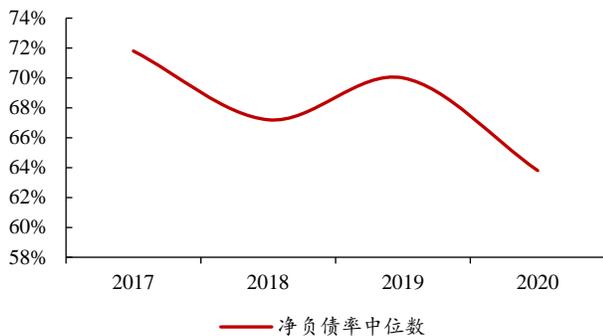
数据来源：Wind，中达证券研究；注：数据截至 2020 年末，合生创展集团、深圳控股货币单位为港元；包含受限制现金；数据基于年度业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异



4. 红线指标快速达标，融资成本明显下行

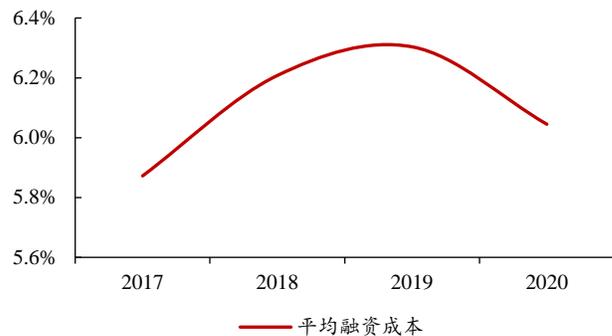
净负债率有所下降，融资成本明显下行。2020年，随着行业融资监管政策的出台，上市房企加强杠杆率管控，净负债率有所下降，中位数同比下降6.2个百分点至63.8%。融资成本方面，在2020年相对宽松的流动性环境下，上市房企新增债务成本整体有所下降，带动2020年平均融资成本同比下降0.3个百分点至6.0%。“三道红线”后首份年报，房企指标达标情况普遍较好，有完整数据的40家房企有18家已完全达标，橙档及红档分别有2家，达标情况较2019年末明显改善。或主动或被动，上市房企2020年偿债指标整体已有较大优化。

图 18：上市房企净负债率中位数下降 6.2pct 至 63.8%



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：除下列公司外，均以公司公告为准：中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产，世茂集团公告口径净负债率考虑了永续资本工具影响，中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率，为统一数据口径，已对上述公司净负债率进行调整

图 19：上市房企平均融资成本下降约 0.3pct 至 6.0%

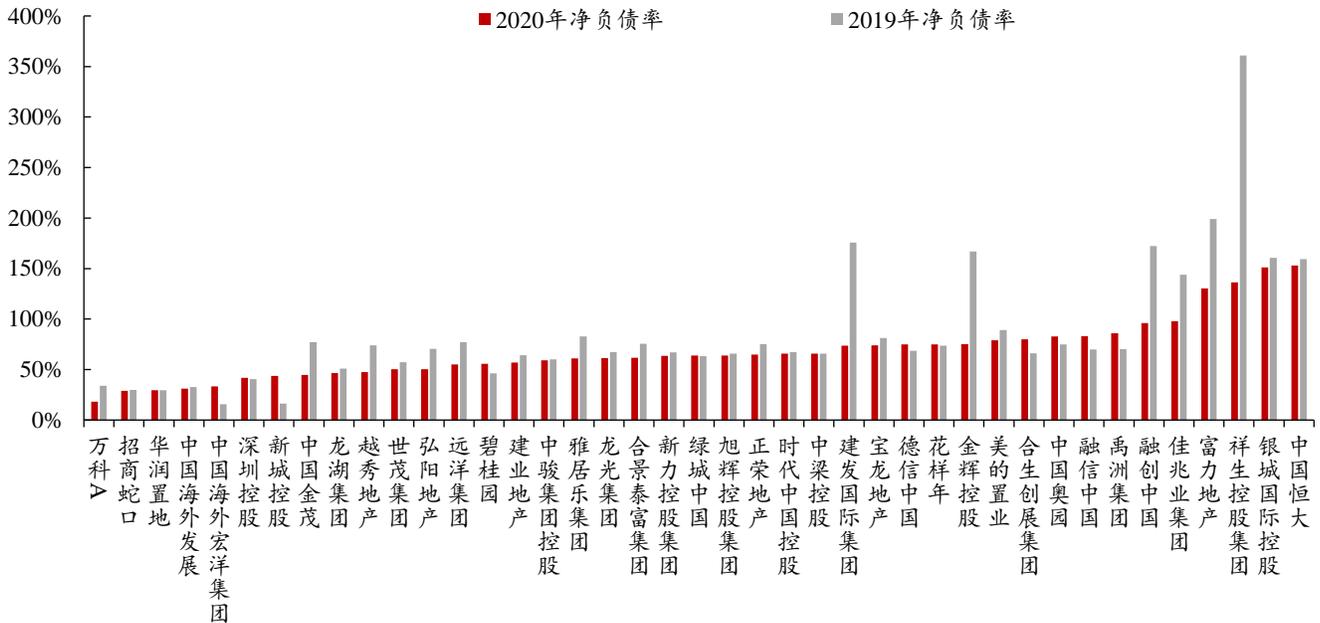


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：样本仅包含已披露2017年融资成本数据的27家房企

祥生控股集团、建发国际集团、金辉控股等降杠杆效果显著，多数房企融资成本有所下行。祥生控股集团、建发国际集团、金辉控股净负债率下降幅度较大，分别同比下降225个百分点、102个百分点、92个百分点；金辉控股、建发国际集团、龙光集团剔除预收款后资产负债率降幅较大，分别同比下降约7.9个百分点、7.1个百分点、6.3个百分点。祥生、金辉在2020年通过上市丰富了融资渠道，少数股东投入增加亦优化了公司的资产负债结构；建发、龙光等公司则通过积极的债务和资金管控降低了杠杆水平。融资成本方面，深圳控股、正荣地产、中梁控股融资成本下降较多，降幅分别达约1.0个百分点、1.0个百分点和0.9个百分点；上述公司通过优化自身财务表现、积极开展主动债务管理及调整债务结构等方式实现了融资成本的较大降幅。

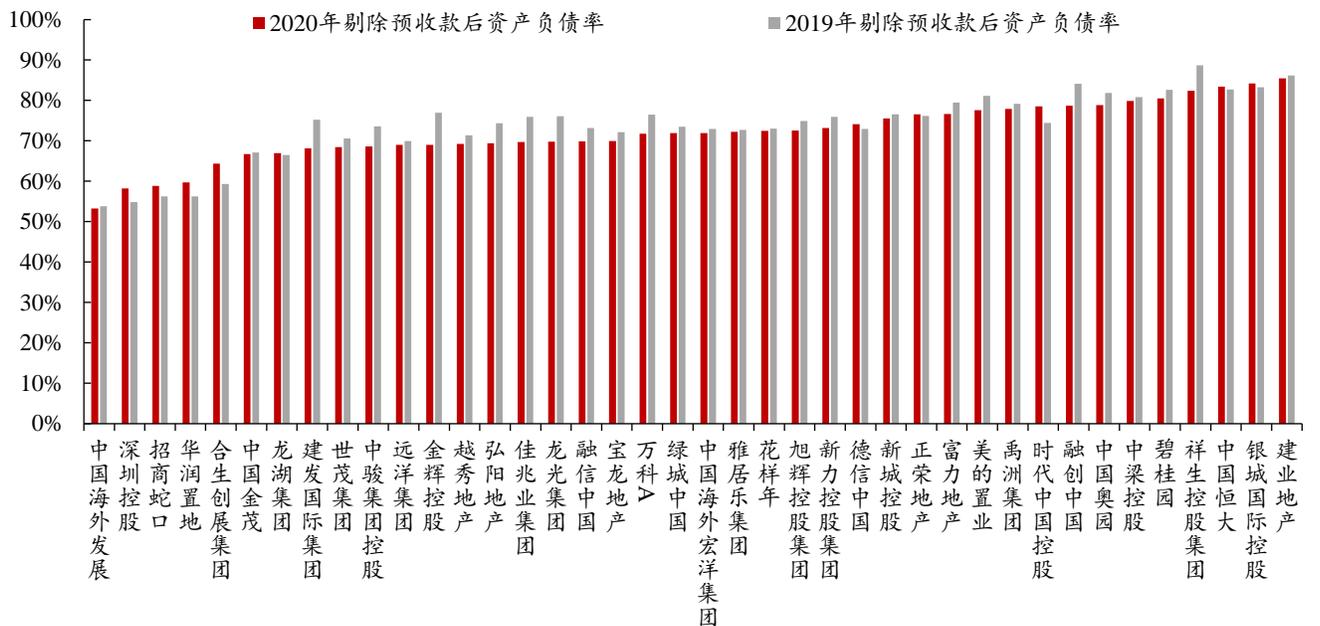


图 20: 祥生控股集团、建发国际集团、金辉控股净负债率下降幅度较大



数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: 除下列公司外, 均以公司公告为准: 中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产, 世茂集团公告口径净负债率考虑了永续资本工具影响, 中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率, 为统一数据口径, 已对上述公司净负债率进行调整

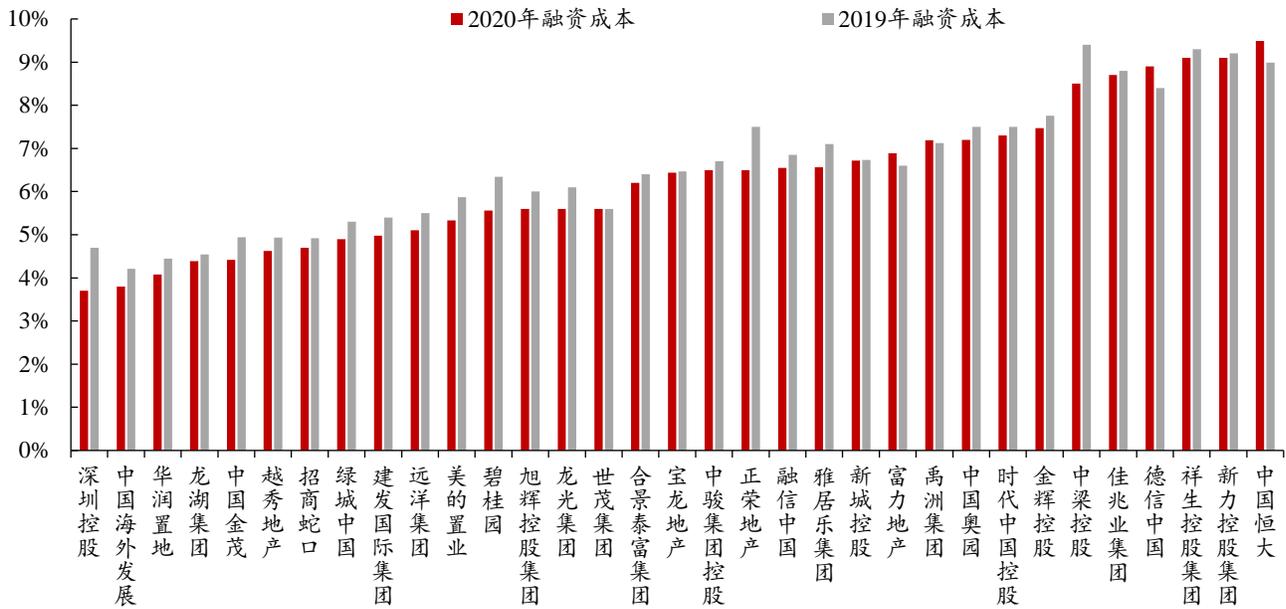
图 21: 金辉控股、建发国际集团、龙光集团剔除预收款后资产负债率降幅较大



数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: 剔除预收款后资产负债率= (总负债-合同负债) / (总资产-合同负债)



图 22：深圳控股、正荣地产、中梁控股融资成本降幅较大



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 8：祥生控股集团、建发国际集团等降杠杆成效显著，多数房企融资成本有所下行

公司	证券代码	净负债率		融资成本	
		2020	同比 (pct)	2020	同比 (bp)
祥生控股集团	2599.HK	136.4%	-224.5	9.1%	-20
建发国际集团	1908.HK	73.8%	-102.0	5.0%	-42
金辉控股	9993.HK	75.3%	-91.6	7.5%	-29
融创中国	1918.HK	96.0%	-76.3	-	-
富力地产	2777.HK	130.2%	-68.7	6.9%	29
佳兆业集团	1638.HK	97.9%	-46.1	8.7%	-10
中国金茂	0817.HK	44.7%	-32.3	4.4%	-52
越秀地产	0123.HK	47.5%	-26.5	4.6%	-31
远洋集团	3377.HK	55.0%	-22.0	5.1%	-40
雅居乐集团	3383.HK	61.0%	-21.8	6.6%	-54
弘阳地产	1996.HK	50.3%	-20.1	-	-
万科A	000002.SZ	18.1%	-15.8	-	-
合景泰富集团	1813.HK	61.7%	-13.7	6.2%	-20
正荣地产	6158.HK	64.7%	-10.5	6.5%	-100
美的置业	3990.HK	79.0%	-10.0	5.3%	-54
银城国际控股	1902.HK	151.0%	-9.6	-	-
建业地产	0832.HK	56.8%	-7.4	-	-
宝龙地产	1238.HK	73.9%	-7.3	6.4%	-3
世茂集团	0813.HK	50.3%	-7.1	5.6%	0
中国恒大	3333.HK	152.9%	-6.4	9.5%	50
龙光集团	3380.HK	61.4%	-6.0	5.6%	-50
龙湖集团	0960.HK	46.5%	-4.5	4.4%	-15
新力控股集团	2103.HK	63.6%	-3.4	9.1%	-10
时代中国控股	1233.HK	65.6%	-1.6	7.3%	-20
旭辉控股集团	0884.HK	64.0%	-1.6	5.6%	-40
中国海外发展	0688.HK	31.2%	-1.5	3.8%	-41
招商蛇口	001979.SZ	28.8%	-0.9	4.7%	-22
中骏集团控股	1966.HK	59.2%	-0.8	6.5%	-20
华润置地	1109.HK	29.5%	-0.2	4.1%	-37
中梁控股	2772.HK	65.8%	0.2	8.5%	-90
绿城中国	3900.HK	63.8%	0.6	4.9%	-40
深圳控股	0604.HK	41.7%	1.0	3.7%	-100
花样年	1777.HK	75.0%	1.5	-	-
德信中国	2019.HK	75.0%	6.3	8.9%	50
中国奥园	3883.HK	82.7%	7.8	7.2%	-30
碧桂园	2007.HK	55.6%	9.3	5.6%	-78
融信中国	3301.HK	83.0%	13.0	6.6%	-30
合生创展集团	0754.HK	80.0%	14.0	-	-
禹洲集团	1628.HK	85.8%	15.6	7.2%	7
中国海外宏洋集团	0081.HK	33.3%	17.7	-	-
新城控股	601155.SH	43.7%	27.3	6.7%	-1
平均		68.6%	-17.7	6.3%	-29

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：除下列公司外，均以公司公告为准：中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产，世茂集团公告口径净负债率考虑了永续资本工具影响，中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率，为统一数据口径，已对上述公司净负债率进行调整



“三条红线”方面，多数房企实现降档。在40家有完整数据的房企中，18家房企达到绿档、18家为黄档、2家为橙档、2家为红档。降档情况方面，龙光、宝龙、融信等9家房企未达标指标数由1项降为0项，2家房企（建发、佳兆业）由2项降为0项，1家房企（金辉控股）由3项降为0项，进入绿档；绿城、融创未达标指标数分别由2项/3项降至1项，进入黄档；祥生、银城未达标指标数由3项降至2项，进入橙档；其余24家房企未达标指标数量未发生变化。

少数股东投入增多、发行永续债、加强销售回款等方式助力房企快速降档。以降档较快的金辉、建发、佳兆业等房企为例：2020年，金辉的少数股东权益由2019年末的45.5亿元大幅提升219.9%至145.5亿元，现金总额亦增长98.4%至265.9亿元，使资产负债结构和偿债能力指标均明显优化，由红档进入绿档。建发于年内发行了95亿元永续债，带动权益总额提升90.5%至373.5亿元，同时年内销售金额增长较快，合约负债增长81.5%至661.2亿元，共同使得现金总额提升142.1%至279.9亿元，带动扣预负债率、净负债率大幅下降，由橙档进入绿档。佳兆业土储权益比例有所下降，由2019年末的约76%下降至2020年末的约67%，少数股东权益增加54.7%至463.9亿元、现金总额增加27.4%至471.1亿元，扣预负债率、净负债率降至达标水平。2020年，增加少数股东投入、发行计入权益的永续债和加强销售回款等方式成功使部分房企实现降档。

表 9：多数上市房企“三条红线”指标优化

公司	代码	剔除预收款后资产负债率		净负债率		现金短债比		未达标指标数	
			>70%		>100%		<1	2020A	2019A
中国海外发展	0688.HK	53%	×	31%	×	2.5	×	0	0
深圳控股	0604.HK	58%	×	42%	×	1.5	×	0	1
招商蛇口	001979.SZ	59%	×	29%	×	1.5	×	0	0
华润置地	1109.HK	60%	×	29%	×	2.5	×	0	0
合生创展集团	0754.HK	64%	×	80%	×	1.1	×	0	0
中国金茂	0817.HK	67%	×	45%	×	1.9	×	0	1
龙湖集团	0960.HK	67%	×	47%	×	4.2	×	0	0
建发国际集团	1908.HK	68%	×	74%	×	5.0	×	0	2
世茂集团	0813.HK	68%	×	50%	×	1.9	×	0	1
中骏集团控股	1966.HK	69%	×	59%	×	1.7	×	0	1
远洋集团	3377.HK	69%	×	55%	×	1.7	×	0	0
金辉控股	9993.HK	69%	×	75%	×	1.4	×	0	3
越秀地产	0123.HK	69%	×	48%	×	2.3	×	0	1
弘阳地产	1996.HK	69%	×	50%	×	1.6	×	0	1
佳兆业集团	1638.HK	70%	×	98%	×	2.0	×	0	2
龙光集团	3380.HK	70%	×	61%	×	1.8	×	0	1
融信中国	3301.HK	70%	×	83%	×	1.2	×	0	1
宝龙地产	1238.HK	70%	×	74%	×	1.4	×	0	1
万科A	000002.SZ	72%	✓	18%	×	2.4	×	1	1
绿城中国	3900.HK	72%	✓	64%	×	2.0	×	1	2
中国海外宏洋集团	0081.HK	72%	✓	33%	×	2.7	×	1	1
雅居乐集团	3383.HK	72%	✓	61%	×	1.3	×	1	1
花样年	1777.HK	72%	✓	75%	×	1.6	×	1	1
旭辉控股集团	0884.HK	73%	✓	64%	×	2.7	×	1	1
新力控股集团	2103.HK	73%	✓	64%	×	1.2	×	1	1
德信中国	2019.HK	74%	✓	75%	×	1.4	×	1	1
新城控股	601155.SH	76%	✓	44%	×	2.6	×	1	1
正荣地产	6158.HK	77%	✓	65%	×	2.2	×	1	1
富力地产	2777.HK	77%	✓	130%	✓	0.6	✓	3	3
美的置业	3990.HK	78%	✓	79%	×	2.2	×	1	1
禹洲集团	1628.HK	78%	✓	86%	×	1.8	×	1	1
时代中国控股	1233.HK	79%	✓	66%	×	2.1	×	1	1
融创中国	1918.HK	79%	✓	96%	×	1.4	×	1	3
中国奥园	3883.HK	79%	✓	83%	×	1.3	×	1	1
中梁控股	2772.HK	80%	✓	66%	×	1.4	×	1	1
碧桂园	2007.HK	81%	✓	56%	×	1.9	×	1	1
祥生控股集团	2599.HK	82%	✓	136%	✓	1.1	×	2	3
中国恒大	3333.HK	83%	✓	153%	✓	0.5	✓	3	3
银城国际控股	1902.HK	84%	✓	151%	✓	1.9	×	2	3
建业地产	0832.HK	86%	✓	57%	×	1.9	×	1	1
合景泰富集团	1813.HK	-	-	62%	×	1.8	×	-	1

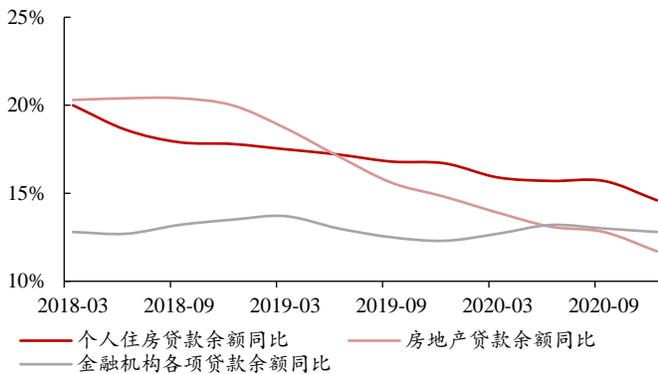
数据来源：公司公告，Wind，中达证券研究；注：数据截至 2020 年末，剔除预收款后资产负债率=（总负债-合同负债）/（总资产-合同负债）；合景泰富集团合同负债计入其他应付款和应计款项科目，业绩公告暂未包含该科目附注。由于业绩公告中债务相关科目附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异；计算现金短债比时包含受限现金。净负债率除下列公司外，均以公司公告为准：中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产，世茂集团公告口径净负债率考虑了永续资本工具影响，中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率，为统一数据口径，已对上述公司净负债率进行调整

5. 如何看待近期行业重点政策的影响？

5.1 银行业房地产贷款集中度管理制度对行业有何影响？

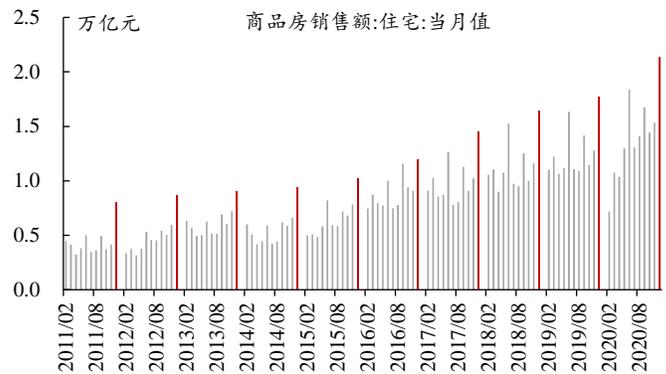
贷款集中度管理制度的出台并非年初按揭贷款额度紧张的唯一原因。截至 2020 年末，个人住房贷款、房地产贷款、全部贷款增速分别为 11.7%、12.8% 和 14.6%，银行为保持或降低个人住房贷款余额占比，将限制个人住房贷款的投放。由于放贷计划等或受《制度》出台而需作出调整，因而上述限制在《制度》落地的初期将更为明显。**季节性因素亦为年初按揭贷款额度偏紧的重要原因：**年末商品住宅销售畅旺导致年末及下年年初按揭贷款需求提升，2020 年下半年，百强房企的合计单月销售额增速均高于 20%（12 月达 29.2%）；通常年末的部分按揭贷款将延后至下年年初投放，进一步带动了年初的按揭贷款需求。

图 23：个人住房贷款余额占比受限，按揭贷款投放承压



数据来源：Wind，中国人民银行，中达证券研究

图 24：近十年来商品住宅月度最高值均出现在 12 月

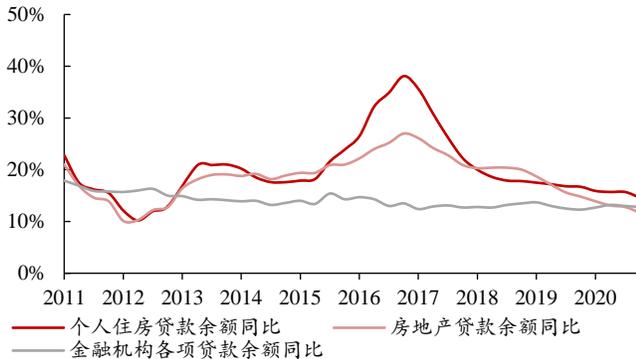


数据来源：Wind，国家统计局，中达证券研究

按揭贷款的增量限制料将延续。按揭贷款的增量限制来源于经济发展路径切换对信贷结构调整和成本要素稳定的需求。**1) 信贷结构调整：**当前我国经济发展更依赖于制造业、科技等重点发展领域，产业发展需要信贷的倾斜。然而，由于个人住房贷款有房屋作为抵押、贷款时间较长，因而相对部分中小实业的贷款更为优质；这使得在整体流动性收紧的环境下，银行业资金更倾向于向住房贷款而非向小微企业的投放，2013 年起个人住房贷款增速持续高于整体贷款增速。**2) 成本要素稳定：**在增长动能切换的过程中，作为成本要素的房价和房租亦需保持稳定，而部分热点城市二手房挂牌价在 2020 年大幅上涨，限制新增按揭贷款额度为稳定成本要素的重要手段。



图 25：13 年起个人住房贷款增速高于整体贷款增速



数据来源：Wind，中国人民银行，中达证券研究

图 26：2020 年部分热点城市二手房挂牌价明显上涨



数据来源：Wind，中达证券研究；注：以 2018 年 1 月 7 日值为 100

中长期来看，按揭额度紧张状态或不会持续。按揭额度不足将影响居民对顺利获取低利率贷款的预期，从而影响后续的购房需求和住房贷款需求的释放节奏，最终使得个人住房贷款的供需达到相对平衡的状态，中长期而言额度紧张的状态或不会持续。

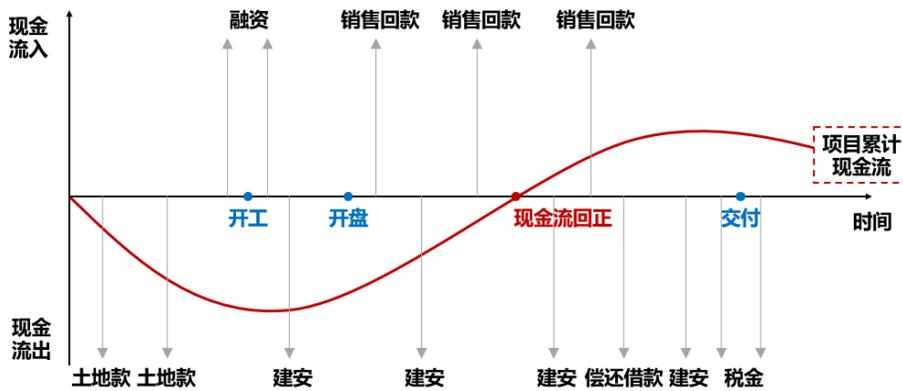
城市和区域层面的分化料将加剧。当前按揭额度紧张的现象主要出现在房贷需求更为旺盛的一二线热点城市；随着后续银行业各机构对信贷投放铺排节奏和区域分布的完善，各城市间的额度分配与贷款需求亦将形成新的平衡。在达到平衡状态的过程中，部分热点城市银行的放款速度、按揭利率和对购房者的审查力度或将受到更大的影响。实际上，近日部分城市出台的调控政策中，对购房者资金方面的审查已有所加大，如包括深圳、广州、北京在内的多个城市严查经营贷违规流入商品房市场等。

资金管控重要性凸显，房企间融资成本和财务表现或将进一步分化。由于按揭贷款利率的上升，商品房销售额将受到影响；按揭贷款投放的放缓则将进一步对房企的回款情况带来影响。就房企层面而言，按揭贷款额度的紧张状态或将使银行在铺排开发贷和按揭贷款投放时，更倾向于规模更大、财务更稳健的房企及其项目，银行业涉房贷款或将更集中于头部房企及部分知名国企、央企，房企间的融资成本和财务表现或将进一步分化。

5.2 土地集中出让新政对行业有何影响？

集中土地出让对房企短期资金筹措能力提出了更高要求，对资金使用效率带来了一定压力。在房地产开发项目中，开发商通过部分自有资金支付土地成本后，通过融资、收取预售款等方式获取现金流入，并逐步支付工程款等支出，房企自有资金能够在交付前回正，并投入其他项目的投资当中。集中土地出让对房企在短期的资金筹措能力提出了更高要求：一方面，房企需在短期内获取更大额度的融资；另一方面，房企需对各个项目的开发和回款进度做出调整，以最大限度减少资金闲置带来的使用效率下滑。

图 27：集中土地出让对房企短期资金筹措能力提出了更高要求



数据来源：中达证券研究

集中供地亦将对房企销售、运营等方面带来重大影响，房企运营管控能力将有所提升。获取土地后，房地产项目将开始施工、预售等流程，土地获取时间集中将导致各房企的项目进度和商品房入市时间的重合度提升，进而影响各项目在竞争中的去化情况、折扣投放等营销手段的开展等。房企或将对当前的运营体系和项目铺排做出调整，短期内或将面临一定运营压力；长期来看，上述压力将驱动房企在运营管控方面更趋全局化和精细化。

图 28：土地集中出让或使商品房入市时间重合度提升

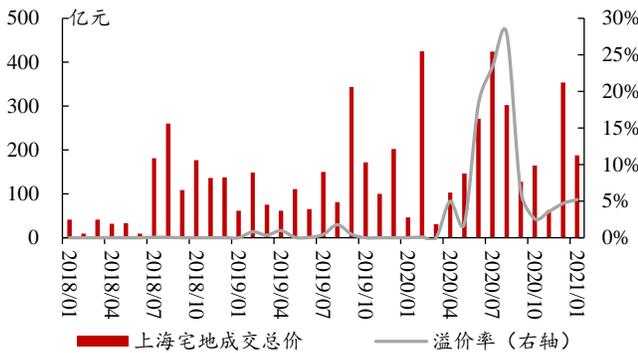


数据来源：中达证券研究

合作、并购或将增多，特色拿地模式的优势将更为突出。出于对土地获取和土地成本的考量，部分房企或将进一步采用合作方式参与土拍，以降低资金压力；同时，在短期内土地热度难见降低的城市中，部分房企在旧改资源禀赋、商住协同拓储、城市运营模式等方面的优势将进一步凸显。另一方面，部分房企或将扩大对存量土地市场的探索，加大收并购力度。

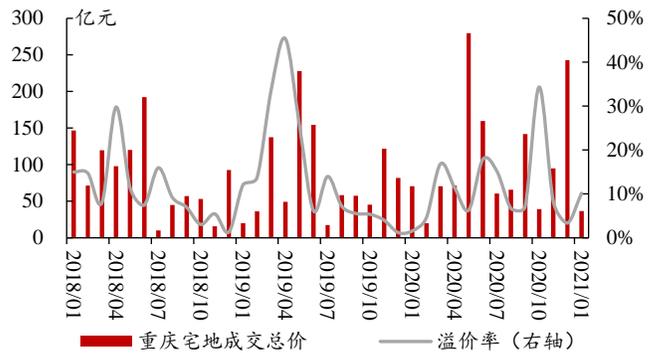
行业方面，宅地集中出让将对城市分化和行业集中度带来影响。1) 城市分化料将加大：当前各大城市的土地供给多分布于年内各月，以2020年宅地成交金额最高的上海为例，成交宅地建面最高的月份仅贡献了全年成交建面的24.3%、成交金额最高的月份仅贡献了全年成交金额的17.3%；宅地集中供应对房企在土地出让节点的资金要求将有所提升，短期内更符合房企投资逻辑的区域或将获得房企更多的资源倾斜，进而面临更大的交易拥挤度。2) 行业集中度或将进一步提升：由于土地集中出让对出让节点资金和房企经营能力均提出了更高要求，具备显著资金优势、经营更为成熟的龙头房企或将在出让新规下更为从容，进而使行业集中度进一步提升。

图 29：上海宅地成交总金额分散于年内各月



数据来源：Wind，中达证券研究

图 30：当前重庆宅地成交涉及资金相对分散



数据来源：Wind，中达证券研究



6. 投资建议

回归商业模式本源，寻找具备长期逻辑标的。必须承认，因自身诉求、市场预期等各种因素影响，房企在快速发展过程中或多或少积累了一些待解问题。2020 年度业绩在反映问题的同时，也是一次风险释放与公司价值的检验。在土地成本偏高、金融杠杆受控的大背景下，具备城市更新、商住协同、产业勾地等特色拿地渠道的民营房企将脱颖而出，而拥有金融和土地资源的国企、央企也将获得一定领先优势。具备长期逻辑的房企也有望获得市场的更多青睐。

7. 风险提示

- 1) 行业调控及融资政策或存在一定不确定性，影响上市公司销售业绩；
- 2) 宏观经济波动可能对行业内企业经营造成一定影响；
- 3) 疫情控制具有不确定性。



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

- 买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
- 增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；
- 持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

- 强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
- 中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。