



2020.09.20

报表的拐点

2020 年半年报综述

	谢皓宇(分析师)	白淑媛(分析师)	单戈(研究助理)
	010-83939826	021-38675923	010-83939827
	xiehaoyu@gtjas.com	baishuyuan@gtjas.com	shange@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880518010004	S0880119110057

本报告导读:

去金融化已经开启,报表拐点和周期反映已经出现,房企的大浪淘沙拉开序幕,应对是当前房企迫在眉睫的事情。

摘要:

- 从 2018 年资管新规以来,房企报表的变化进入到 2 个阶段,从表内缩表,到表内表外同步: 1) 表内缩表; 2) 表内出表和表外缩表并存。近年房企报表的复杂程度大幅度提升,由于其金融属性,使得融资一定是房企最核心的要素,本质上是对应了获取土地的能力。然而,与土地增加和杠杆提升一定是正相关,且互为因果,因此,高负债项目出表、低负债项目并表成为了房企的首要考虑因素。由于目前的监管环境进一步严格,预计表内表外都将进入到缩表趋势。
- 2020 年上半年缩表仍在继续,并开始注重费用率管理。1) 重点房企资产负债表中的资产扩张继续收缩 11%,主要源于负债扩张的持续收缩,以及利润扩张的首次收缩。2020 年上半年重点房企资产扩张 6209 亿元,同比减少 11%。2) 重点房企的三费率平均为 8.9%,和 2019 年上半年几乎持平。其中占比最高的管理费用率表现最好,较 2019 年上半年下滑 0.2pct 至 3.6%。
- 从有息负债到无息负债的置换加速,居民杠杆和供应链杠杆将成为未来主流。2020 年上半年有息负债规模合计为 2.8 万亿元,较 2019 年增加 9%,有息负债的增速也从 2019 年开始下降到个位数。在无息负债置换有息负债中,表现突出的是压供应商的账款,目前应付票据及应付账款的增速维持 32% 的高增长态势,这在未来将成为常态。
- 房企土储增加明显趋缓,其中 TOP10 (以 2019 年克而瑞全口径销售将样本房企分类)土储微降。上半年公布土储的样本房企(29 家 A 股重点房企和 10 家港股住宅开发为主的房企)土储总量相比 2019 年末仅增长 2%,增速明显趋缓。结构也出现变化,2019 年规模越小的房企土储增长越快,但 2020 年 H1 小规模房企土储增长 3%,TOP10 土储微降, TOP11-30 增长 9%,仅 TOP11-30 房企在明显扩规模。
- 新开工保持稳健,但竣工受疫情影响下滑明显。新开工达到年初预期的 59%,与 2019 年基本相当。竣工受影响显著,仅完成全年计划的 28%,比 2019 上半年年低 7 个百分点。上半年竣工同比增长 2%,主要是在建规模相比于 2019 年大幅提升。但如果从竣工目标完成率看,2020 年上半年仅为 28%,比 2019 年低 7 个百分点,下半年房企加快施工速度保障竣工目标的压力较大。在去杠杆后期,将有大量的弯道超车机会,我们推荐中南建设、万科 A、保利地产、金地集团、中国金茂、招商蛇口、龙湖集团、大悦城、华夏幸福、蓝光发展、融创中国,受益旭辉控股集团、中骏集团控股等。
- 风险提示: 行业调控超预期,导致缩表速度过快。

评级:

增持

上次评级:

增持

相关报告

房地产《解除风险折价》	2020.09.15
房地产《土地市场走向均衡》	2020.09.14
房地产《估值体系重估》	2020.09.13
房地产《去杠杆不变,楼市将新高》	2020.09.06
房地产《1 年为单位的金融超短周期仍在上演》	2020.08.24

目 录

1. 前言：扩表的拐点.....	3
2. 房企扩张持续减速，盈利下行明显.....	3
2.1. 房企虽负债扩张收缩变缓，但利润扩张首次收缩.....	3
2.2. 受疫情影响结转大幅放缓，业绩首次出现下滑.....	4
2.3. 销售和管理费用率均下滑，财务费用率因上半年融资宽松而上行.....	7
2.4. 高地价被套，存货减值计提成常态.....	7
2.5. 伴随高价地结转，盈利能力继续下行.....	8
3. 无息置换有息加速，房企控规模保现金.....	12
3.1. 疫情影响，回款率创新低.....	12
3.2. 融资宽松，杠杆小幅回升.....	13
3.3. 控制规模，拿地不再激进.....	14
3.4. 无息置换，加大压供应商.....	15
4. 延续去库存趋势，拿地较为理性.....	16
4.1. 土储仅微增且向开发端转移，延续去化趋势.....	16
4.2. 拿地溢价率不高，偏向长三角和一二线.....	17
5. 疫情对销售影响有限，对竣工影响较大.....	19
5.1. 上半年销售较 2019 年略有下滑，销售目标完成率 42%.....	19
5.1.1. 销售金额仅略有下滑，TOP11-30 表现较好.....	19
5.1.2. 销售目标完成率 42%，TOP10 下半年销售压力较小.....	20
5.2. 新开工较为稳健，竣工低于预期.....	21
5.3. 融资成本下降，有息负债增速放缓.....	22

1. 前言：扩表的拐点

从2018年资管新规以来，房企报表的变化进入到2个阶段：1)表内缩表；2)表内出表和表外缩表并存。近年房企报表的复杂程度大幅度提升，由于其金融属性，使得融资一定是房企最核心的要素，本质上是对应了获取土地的能力。然而，与土地增加和杠杆提升一定是正相关，且互为因果，因此，高负债项目出表、低负债项目并表成为了房企的首要考虑因素。由于目前的监管环境进一步严格，预计表内表外都将进入到缩表趋势。

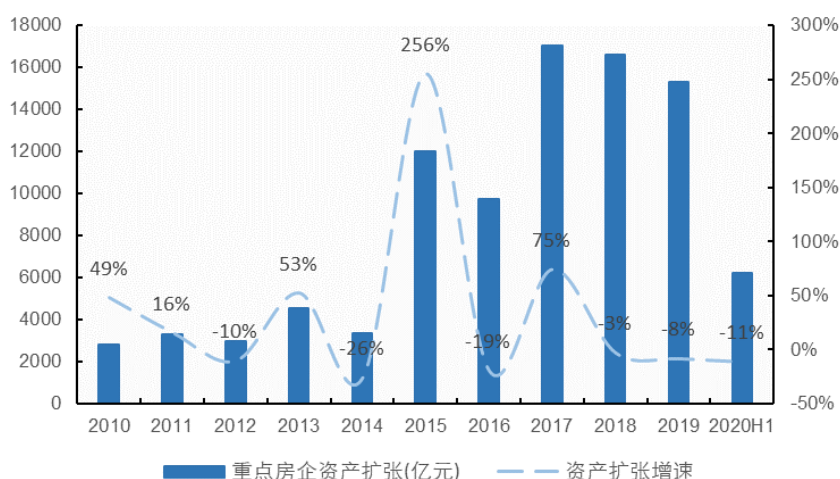
地产的周期性本质是金融周期，在我们此前的报告中已经有详细论证，去金融化带来的报表反映是缩表，那么在周期上的反映就是下行周期。大浪淘沙才真正开启，房企需要非常细致的应对。

2. 房企扩张持续减速，盈利下行明显

2.1. 房企虽负债扩张收缩变缓，但利润扩张首次收缩

2020年上半年，重点房企资产扩张继续收缩11%，主要源于负债扩张的持续收缩，以及利润扩张的首次收缩。2020年上半年重点房企资产扩张6209亿元，同比减少11%。其中：负债扩张5393亿元，同比减少11%；权益扩张-61亿元，同比增加43%；净利润扩张2585亿元，同比增长18%。

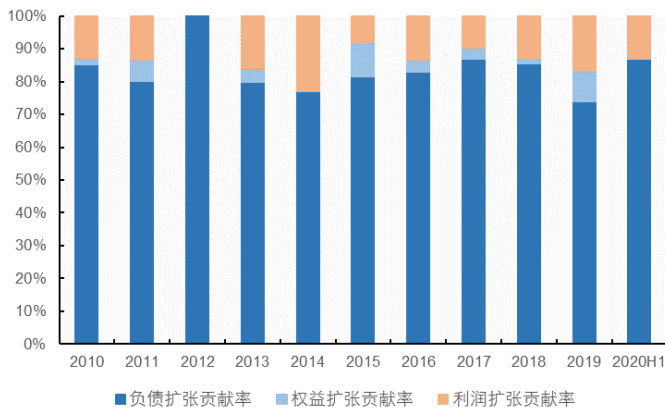
图 1：2020 年 H1，重点房企资产扩张收缩 11%



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

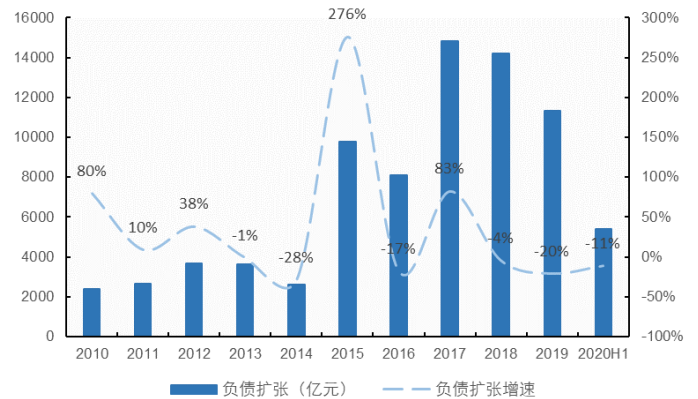
重点房企的资产扩张依然主要来自于负债扩张，不过2020年上半年利润扩张和权益扩张贡献率分别较年初下降3个pct、10个pct。相反，负债扩张的贡献率较年初增加了13个百分点至87%。

图 2: 房企扩张主要来源于负债扩张和利润扩张, 权益扩张贡献



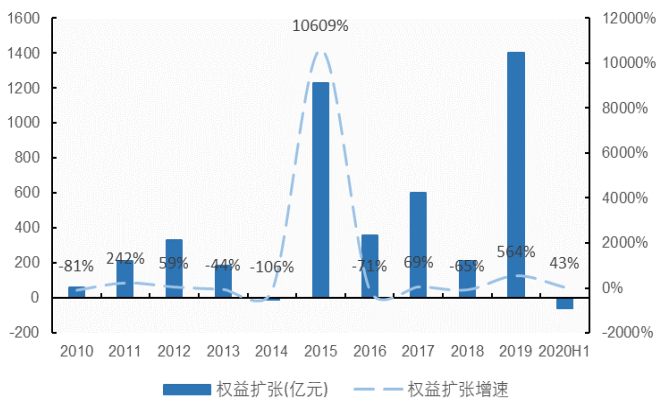
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 3: 2020 年 H1, 重点房企负债扩张同比收缩 11%



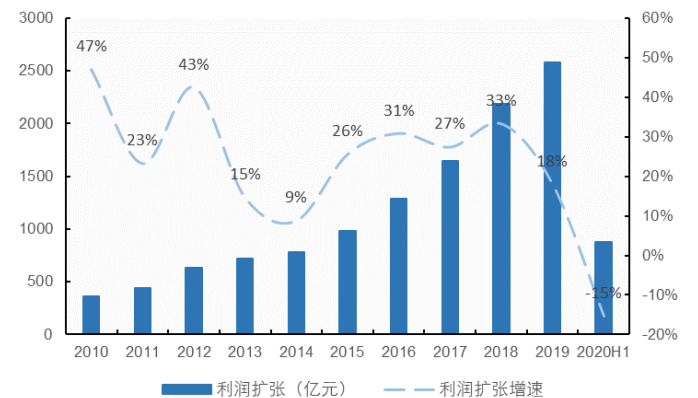
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 4: 2020 年 H1, 重点房企权益扩张同比增加 43%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 5: 2020 年 H1, 重点房企利润扩张同比减少 15%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2.2. 受疫情影响结转大幅放缓, 业绩首次出现下滑

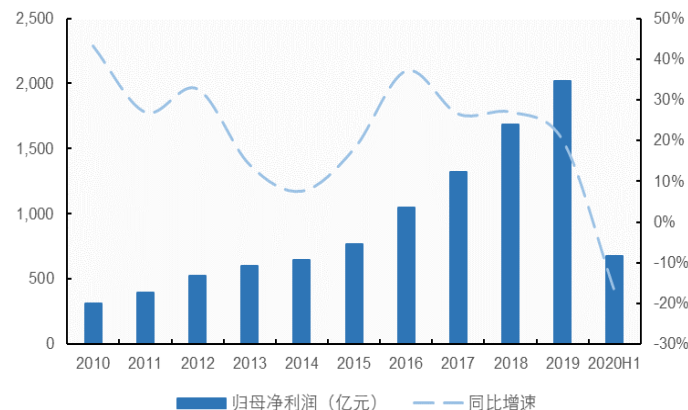
2020 年受疫情影响, A 股重点房企结转大幅放缓, 业绩首次出现下滑。2020 年上半年, A 股 29 家重点房企营收合计实现 8191 亿元, 同比增长仅 3%, 相比 2019 年同期的 28% 增速大幅下滑; 归母净利润实现 674 亿元, 同比减少 17%, 首次出现业绩下滑。一方面, 我们看到本轮重点房企结转速度从 2017 年的低位开始复苏, 房企进入业绩持续释放期, 但 2020 年受疫情影响结转受拖累; 另一方面, 我们也观察到由于利润率的下滑, 存货减值的拖累, 造成归母净利润增速转负。

图 6: 2020 年 H1, A 股重点房企营收增速下降至 3%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 7: 2020 年 H1, A 股重点房企归母净利润增速减少 17%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

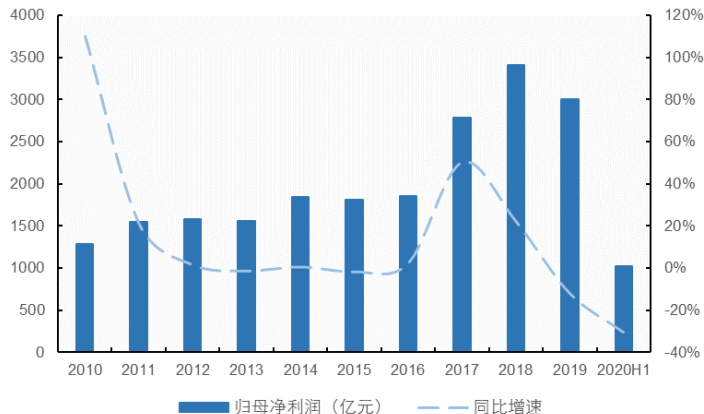
同样受疫情影响, 港股重点房企营收结算大幅放缓, 业绩大幅下行。2020 年上半年, 港股 15 家重点房企营收合计实现 9400 亿元, 同比增长 5.2%, 相比 2019 年上半年 8.7% 的增速下滑 3.5pct; 归母净利润合计实现 1027 亿元, 同比减少 30.3%, 相较 2019 年上半年 -15.6% 的增速依然大幅下滑。

图 8: 2020 年 H1, 港股重点房企营收增速下降至 5%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 9: 2020 年 H1, 港股重点房企归母净利润同比减少 30%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2020 年上半年, 一方面受疫情影响结转, 另一方面随着前期高地价项目和资本化利息进入结算期, 行业整体利润空间进一步受到挤压, 多数房企利润出现下滑, 而港股重点房企比 A 股重点房企利润下滑幅度更严重。

表 1：2020 年 H1，A 股和港股重点房企利润均出现大幅下滑

代码	简称	2020H1 归母净利润增速	代码	简称	2020H1 归母净利润增速
A 股 29 家重点公司	平均	-17%	港股 15 家重点公司	平均	-30%
000002.SZ	万科 A	6%	0016.HK	新鸿基地产	-23%
600048.SH	保利地产	2%	0688.HK	中国海外发展	-6%
001979.SZ	招商蛇口	-81%	0960.HK	龙湖集团	0%
601155.SH	新城控股	24%	1109.HK	华润置地	-9%
600606.SH	绿地控股	-11%	2007.HK	碧桂园	-10%
600340.SH	华夏幸福	-29%	3333.HK	中国恒大	-56%
600383.SH	金地集团	-18%	1918.HK	融创中国	7%
000069.SZ	华侨城 A	-24%	0012.HK	恒基地产	-61%
000656.SZ	金科股份	40%	1972.HK	太古地产	-88%
002146.SZ	荣盛发展	0%	0813.HK	世茂房地产	3%
002244.SZ	滨江集团	40%	1997.HK	九龙仓置业	-166%
000961.SZ	中南建设	56%	0017.HK	新世界发展	-91%
000671.SZ	阳光城	18%	3380.HK	龙光地产	20%
600208.SH	新湖中宝	35%	0817.HK	中国金茂	2%
600675.SH	中华企业	-64%	0884.HK	旭辉控股集团	5%
000031.SZ	大悦城	-71%			
000540.SZ	中天金融	-46%			
000402.SZ	金融街	-76%			
000732.SZ	泰禾集团	-201%			
600748.SH	上实发展	4%			
600376.SH	首开股份	-38%			
600466.SH	蓝光发展	7%			
600823.SH	世茂股份	-34%			
601588.SH	北辰实业	-86%			
000537.SZ	广宇发展	-11%			
600325.SH	华发股份	6%			
000926.SZ	福星股份	-45%			
600683.SH	京投发展	25%			
000797.SZ	中国武夷	-166%			

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

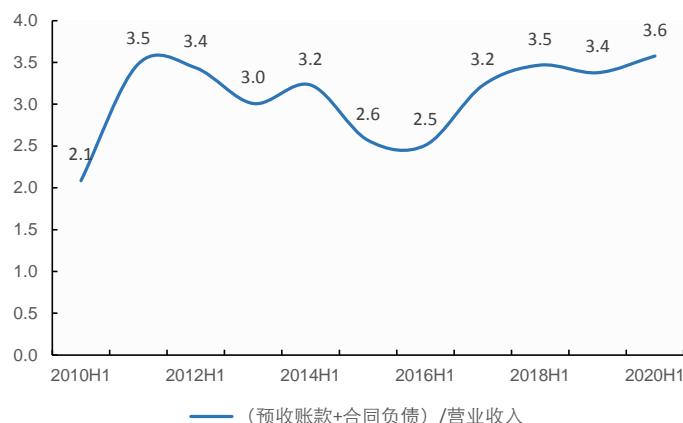
从（预收账款+合同负债）/营收的角度看，重点房企的收入确定性依然维持高位水平。2020 年上半年 A 股重点房企（预收账款+合同负债）/营业收入为 3.6，处于近 10 年的高位，因此重点房企的业绩确定性有高保障。

图 10: 2017 年以来销售增速已经放缓



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 11: 重点房企收入确定性依然维持历史高位水平



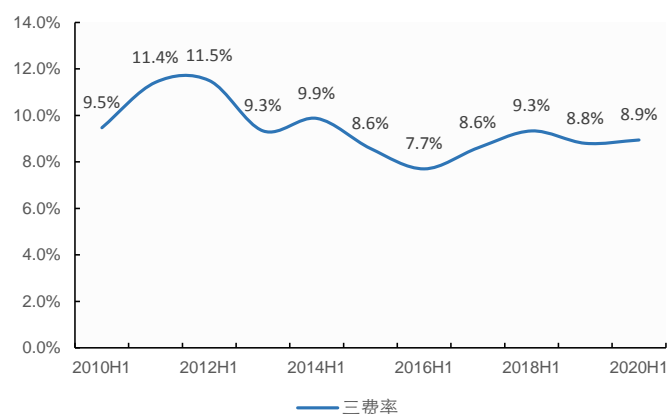
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

注: 日期均为截止 6 月 30 日

2.3. 销售和管理费用率均下滑, 财务费用率因上半年融资宽松而上行

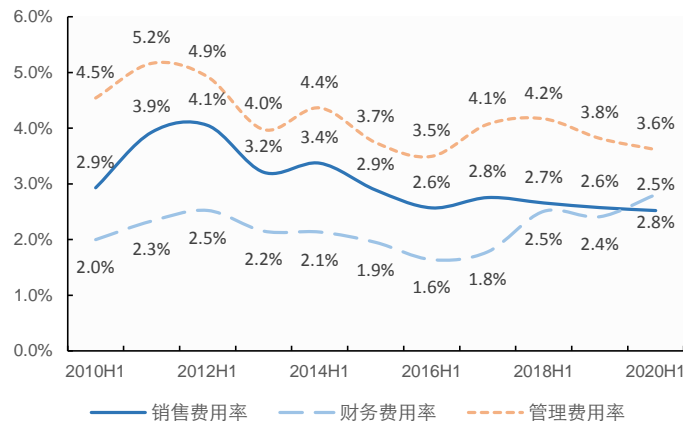
2020 年上半年, 重点房企的三费率平均为 8.9%, 和 2019 年上半年几乎持平。其中占比最高的管理费用率表现最好, 较 2019 年上半年下滑 0.2pct 至 3.6%, 因为多数房企从扩张期进入到深耕期; 其次销售费用率也较 2019 年上半年下降 0.1pct, 主要是 2020 年上半年新房市场去化率高起。而财务费用率却增加 0.4pct 至 2.8%, 因为 2020 年上半年地产融资较宽松, 财务费用依然维持 20% 的增速。

图 12: 2020 年上半年, 三费率上升 0.1pct 至 8.9%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 13: 2020 年上半年, 管理费用率和销售费用率下滑

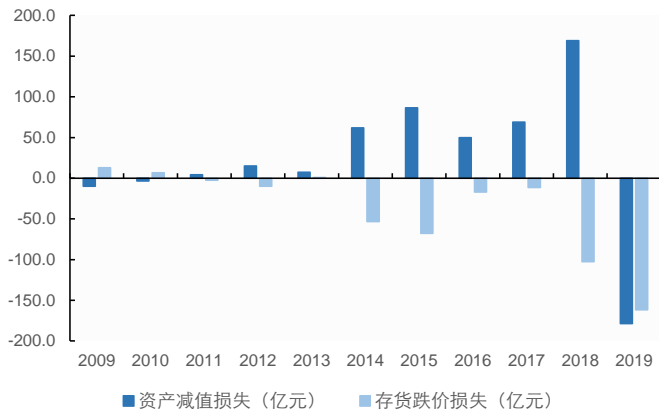


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2.4. 高地价被套, 存货减值计提成常态

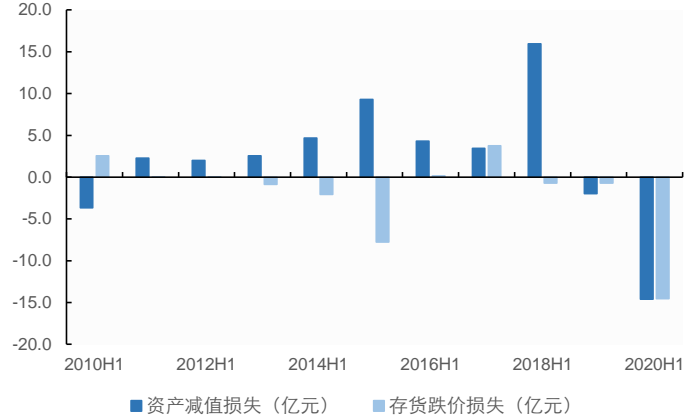
经历过 2017 年火爆抢地, 房企从 2018 年便开始大规模计提存货减值准备, 2019 年的存货跌价损失创新高, 而 2020 年上半年, 资产减值损失中的存货跌价准备计提大幅攀升。由于限价、限签等政策影响的是整个行业, 房企的利润预期也会减少, 甚至可能亏本。

图 14: 存货跌价损失从 2019 年开始大幅攀升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 15: 2020 年 H1, 资产减值损失中的存货计提大幅攀升

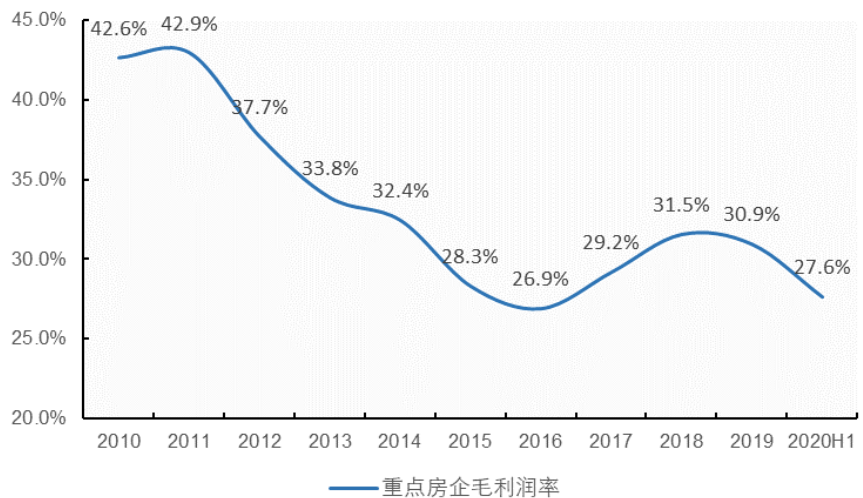


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2.5. 伴随高价地结转，盈利能力继续下行

重点房企毛利率从 2019 年开始下滑，2020 年上半年较 2019 年继续下滑 3.3 个 pct 至 27.6%。重点房企毛利率从 2016 年开始复苏，直到 2019 年出现下滑。究其原因，2016、2017 年为“地王”频出的两年，目前房企已经陆续开始结转这些高价地项目。

图 16: 2020 年上半年，重点房企毛利润率下滑 3.3pct



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2020 年上半年，18 家重点房企毛利率较 2019 年下降，11 家重点房企毛利率较 2019 年上升。大公司中万科和招商蛇口 2020 年上半年毛利率分别较 2019 年下降 4.4pct、10.8pct，重点公司中中国武夷毛利率下降最多（12.2pct）。

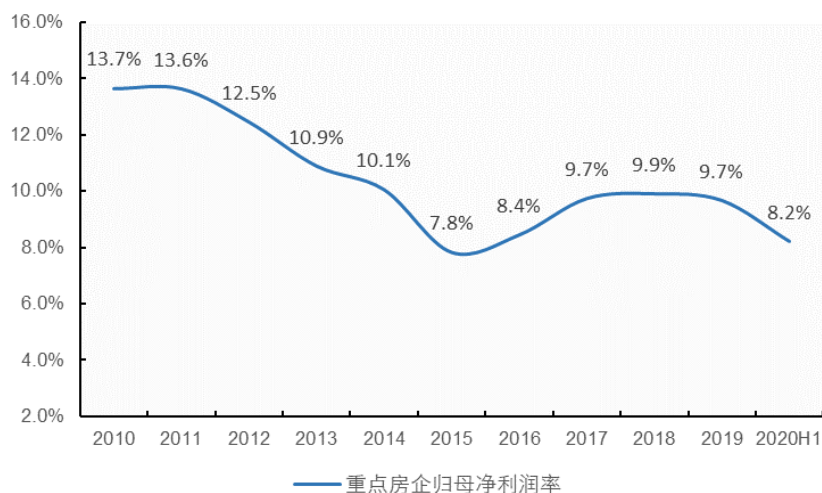
表 2：2020 年 H1，18 家重点房企毛利率较 2019 年下降，11 家重点房企毛利率较 2019 年上升

	代码	简称	2019 年毛利率	2020H1 毛利率
	29 家重点公司	平均	30.9%	27.6%
大公司	000002.SZ	万科 A	36.2%	31.8%
	600048.SH	保利地产	35.0%	35.7%
	001979.SZ	招商蛇口	34.6%	23.9%
中公司	600340.SH	华夏幸福	43.7%	46.9%
	601155.SH	新城控股	32.6%	26.1%
	600606.SH	绿地控股	15.5%	14.9%
	600383.SH	金地集团	40.5%	37.0%
	000069.SZ	华侨城 A	56.6%	54.9%
	000656.SZ	金科股份	28.8%	26.0%
	002146.SZ	荣盛发展	30.1%	31.3%
小公司	000961.SZ	中南建设	16.7%	17.3%
	000671.SZ	阳光城	26.6%	26.5%
	600208.SH	新湖中宝	35.5%	25.6%
	600675.SH	中华企业	54.6%	52.3%
	000031.SZ	大悦城	41.2%	44.9%
	000540.SZ	中天金融	32.5%	33.0%
	000402.SZ	金融街	40.2%	42.5%
	600466.SH	蓝光发展	28.3%	27.3%
	600376.SH	首开股份	37.6%	26.1%
	600823.SH	世茂股份	35.0%	37.7%
	600325.SH	华发股份	29.6%	24.6%
	002244.SZ	滨江集团	35.1%	36.4%
	000537.SZ	广宇发展	38.3%	28.2%
	000732.SZ	泰禾集团	16.2%	15.8%
	600748.SH	上实发展	33.7%	32.7%
	601588.SH	北辰实业	35.9%	40.3%
	000797.SZ	中国武夷	22.4%	10.2%
	000926.SZ	福星股份	24.7%	20.5%
	600683.SH	京投发展	31.7%	32.9%

数据来源：（注：大公司是市值大于 1000 亿，中公司是市值在 1000-500 亿，小公司是市值小于 500 亿；市值是 2020 年 9 月 5 日的数据）、Wind、国泰君安证券研究

2020 年上半年重点房企净利率继续下滑，相较 2019 年下滑 1.5 个 pct 至 8.2%。2020 年上半年重点房企归母净利率已经下滑到比 2016 年还低的水平，接下来伴随着高价地的陆续结转，房企净利润率面临一定压力。

图 17: 2020 年上半年, 重点房企净利润率下滑 1.5pct



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2020 年上半年, 15 家重点房企归母净利润率较 2019 年下降, 14 家重点房企归母净利润率较 2019 年上升。大公司中万科和招商蛇口 2020 年上半年归母净利润率分别下降 2pct、13pct, 重点公司中泰禾集团归母净利润率下降最多 (66pct); 而重点公司中上升最多的是京投发展¹ (3.7pct)。

表 3: 2020 年 H1, 15 家重点房企归母净利润率较 2019 年下降, 14 家重点房企归母净利润率较 2019 年上升

	代码	简称	2019 年净利率	2020H1 净利率
	29 家重点公司	平均	9.7%	8.2%
大公司	000002.SZ	万科 A	10.6%	8.5%
	600048.SH	保利地产	11.8%	13.7%
	001979.SZ	招商蛇口	16.4%	3.8%
中公司	600340.SH	华夏幸福	13.9%	16.2%
	601155.SH	新城控股	14.7%	8.5%
	600606.SH	绿地控股	3.4%	3.8%
	600383.SH	金地集团	15.9%	15.0%
	000069.SZ	华侨城 A	20.6%	12.5%
	000656.SZ	金科股份	8.4%	11.9%
	002146.SZ	荣盛发展	12.9%	11.3%
小公司	000961.SZ	中南建设	5.8%	6.9%
	000671.SZ	阳光城	6.6%	7.1%
	600208.SH	新湖中宝	14.5%	49.1%
	600675.SH	中华企业	17.6%	12.0%
	000031.SZ	大悦城	7.0%	4.6%
	000540.SZ	中天金融	5.2%	5.5%
	000402.SZ	金融街	13.1%	4.3%
	600466.SH	蓝光发展	8.8%	8.6%
	600376.SH	首开股份	5.8%	7.1%
	600823.SH	世茂股份	11.3%	11.3%
	600325.SH	华发股份	8.4%	6.4%

¹ 剔除了新湖中宝

002244.SZ	滨江集团	6.5%	8.4%
000537.SZ	广宇发展	13.7%	13.7%
000732.SZ	泰禾集团	2.0%	-64.2%
600748.SH	上实发展	8.8%	9.6%
601588.SH	北辰实业	8.2%	5.3%
000797.SZ	中国武夷	6.9%	-5.8%
000926.SZ	福星股份	6.2%	7.2%
600683.SH	京投发展	1.8%	5.5%

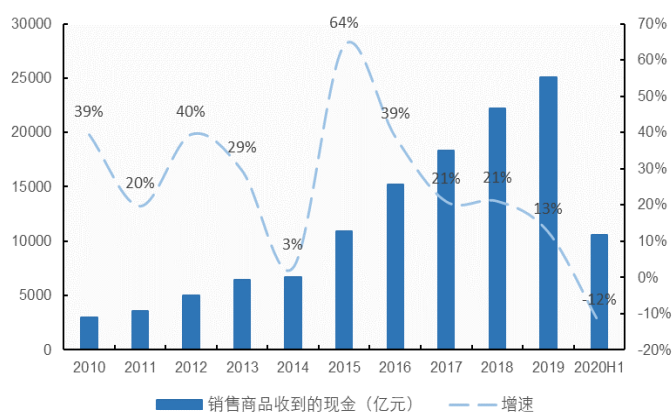
数据来源：(注：大公司是市值大于 1000 亿，中公司是市值在 1000-500 亿，小公司是市值小于 500 亿；市值是 2020 年 9 月 5 日的数据)、Wind、国泰君安证券研究

3. 无息置换有息加速，房企控规模保现金

3.1. 疫情影响，回款率创新低

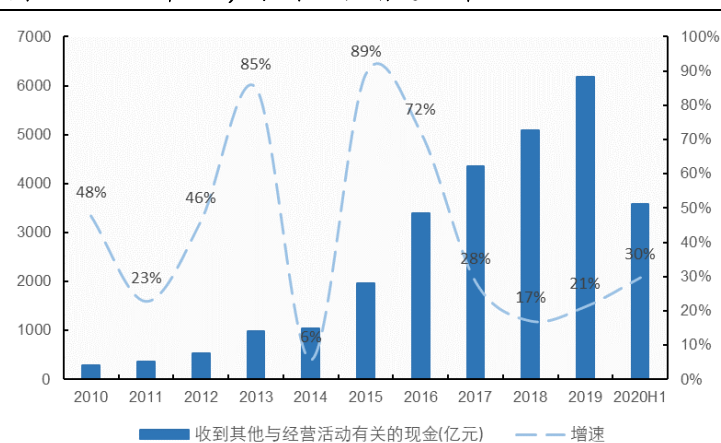
从现金回款的角度来看，受疫情影响，2020年上半年表内项目的回款同比减少12%，而表外项目回款速度却大幅回升（9pct）。以销售商品收到的现金代表表内项目的现金回款，以其他与经营活动有关的现金及取得投资收益收到的现金代表表外项目的现金回款，发现现金回款与预售房款的表现一致。

图 18: 2020 年 H1，表内回款下滑 12%



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

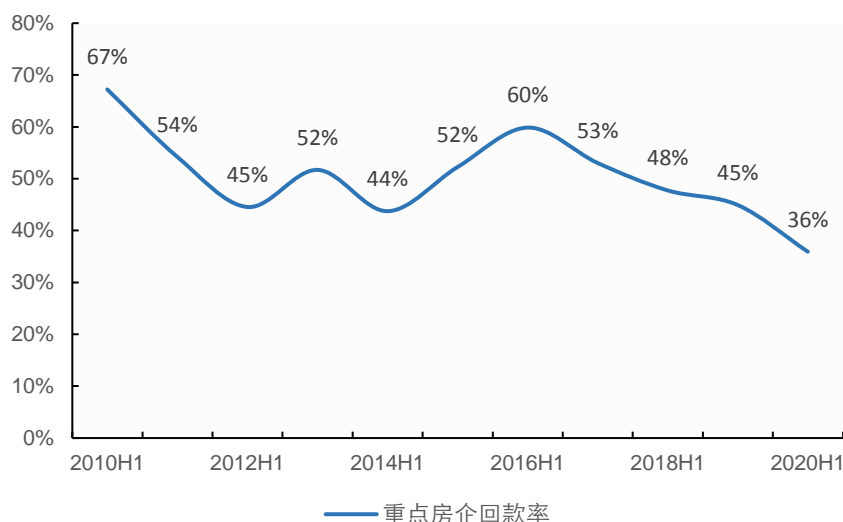
图 19: 2020 年 H1，表外回款增速上升至 30%



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

受疫情影响，重点房企回款增速加速下行，回款率达到近10年低位。以销售商品、提供劳务收到的现金/(预收账款+合同负债)模拟销售回款，可以看到2020年上半年重点房企回款率下滑9pct至36%，处于近10年的历史低位。回溯过往，除去春节这种季节性因素，回款增速下降是因为销售增速的下行，本质是房企融资的受限。

图 20: 2020 年 H1，重点房企回款率相较 2019 年上半年下滑 9pct



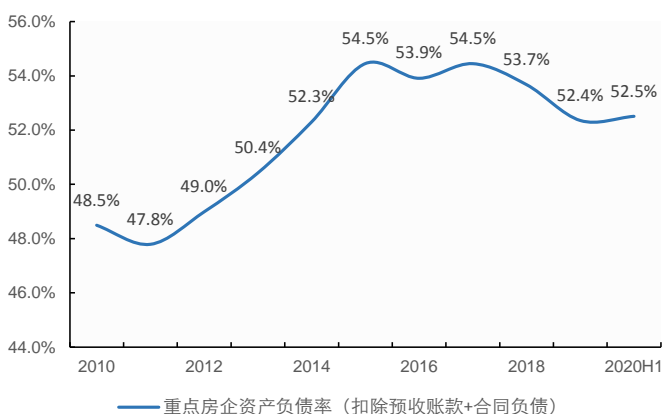
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

3.2. 融资宽松，杠杆小幅回升

2018 年的负债水平处于历史最高分位，但随着 2018 年 4 月资管新规，以及 2019 年 5 月银监会发布 23 号文，整个行业前端融资受限，房企被迫降负债。随着竞地价、限房价，房企利润被不断压缩，囤地模式难以继，便开始主动降杠杆。

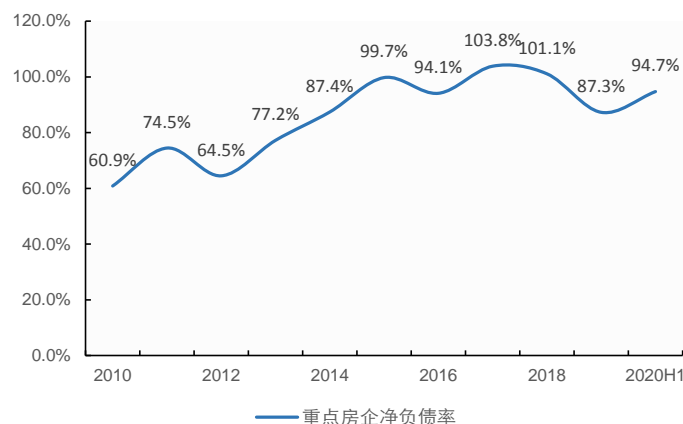
2020 年上半年 A 股重点房企资产负债率（扣除掉预收账款+合同负债）和净负债率较 2019 年均出现上涨，分别上涨 0.1pct、7.4pct，至 52.5%、94.7%。进入 2020 年，受疫情影响境内流动性持续宽松，融资成本走低，地产企业迎来融资窗口期。

图 21: 2020 年 H1，A 股重点房企资产负债率上涨 0.1%



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

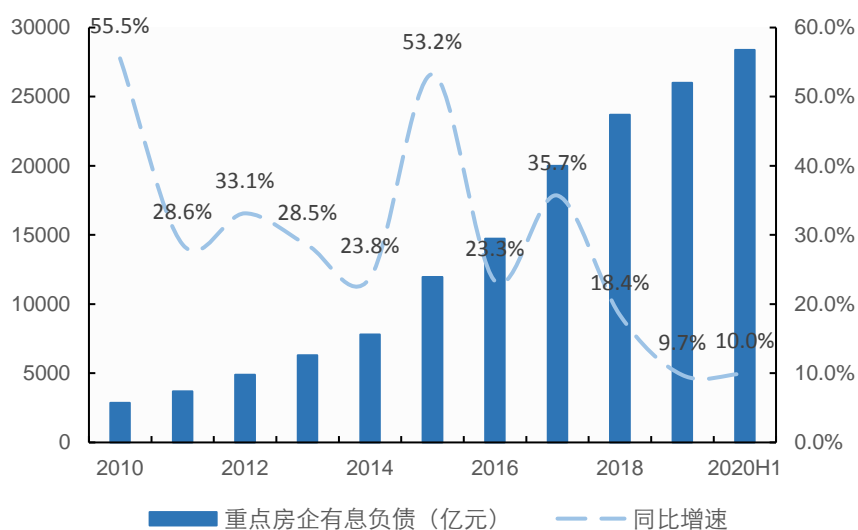
图 22: 2020 年 H1，A 股重点房企净负债率上涨 7.4%



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2020 年上半年，由于融资的宽松，重点房企有息负债增速也从 2019 年的 9.7% 小幅上涨到 10.0%。

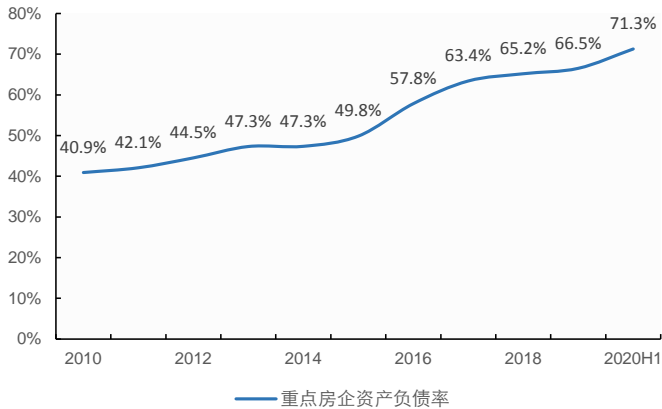
图 23: 2020 年 H1，重点房企有息负债规模增速小幅上行



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

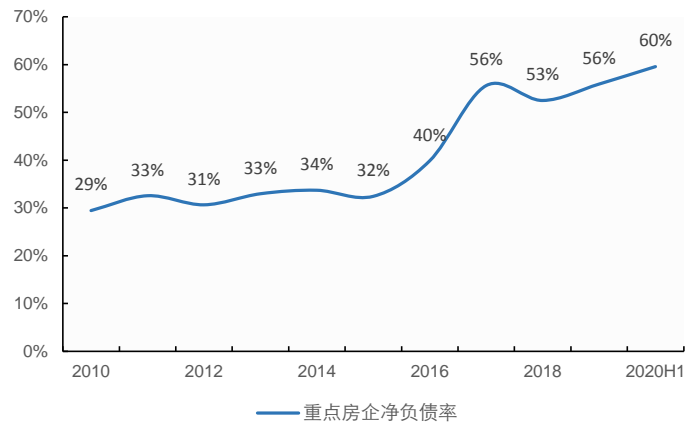
2020 年上半年港股重点房企资产负债率和净负债率均出现上行, 分别提升 4.8pct、3.7pct, 至 71.3%、59.6%。A 股和港股的融资市场差异较大, 首先港股房企负债率较 A 股偏低, 因为除了开发外, 租赁和投资的收益成为港股上市房企利润收入的重要来源 (eg. 新鸿基), 再加上持有物业可以重估, 一定程度压低负债率; 其次, 港股海外有更多的融资渠道, 有加杠杆的空间。

图 24: 2020 年 H1, 港股重点房企资产负债率上升至 71.3%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 25: 2020 年 H1, 港股重点房企净负债率上升至 60%

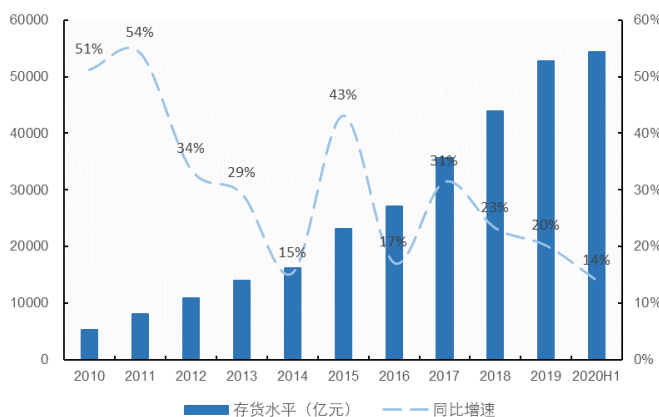


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

3.3. 控制规模, 拿地不再激进

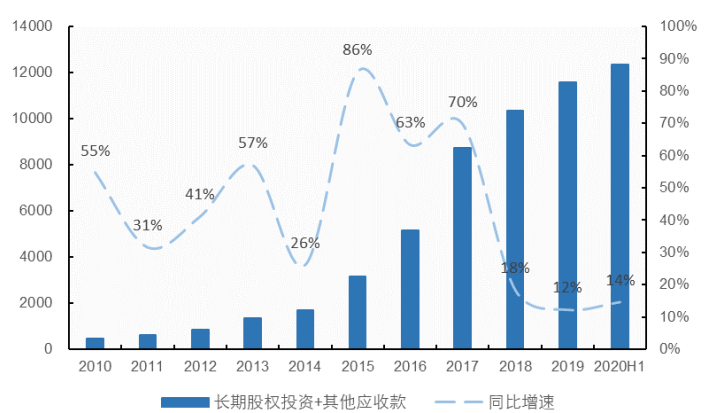
由于融资红利和土地红利的消失, 在降杠杆过程中, 房企土储扩张速度放缓, 尤其是表内土储。以存货代表表内土储, 以长期股权投资+其他应收款代表表外土储的话, 2020 年上半年表内土储增速持续下滑至 14%; 而表外土储增速却小幅回升 2pct 至 14%, 主要还是源于房企联合营模式的项目增加。

图 26: 2020 年 H1, 重点房企表内土储在减速



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 27: 2020 年 H1, 重点房企表外土储小幅上升



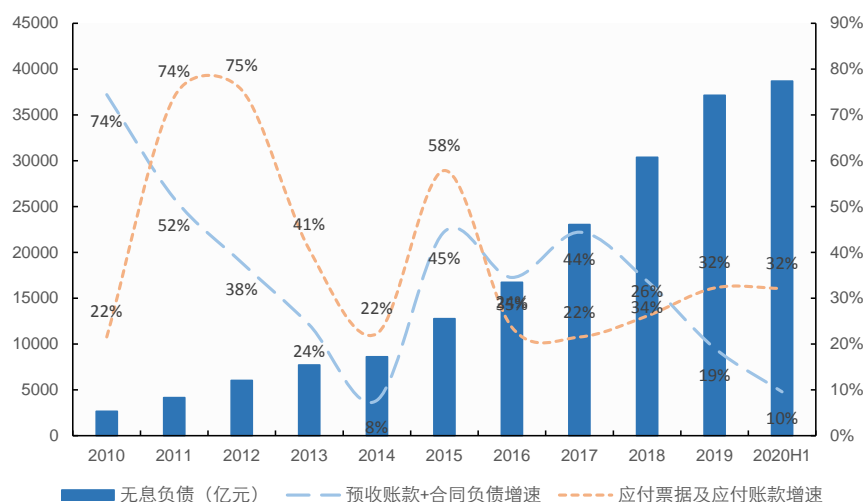
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

基于利润率下滑, 保卫资金链的策略, 房企的投资也显得更加谨慎而稳健。随着招拍挂市场竞争越来越激烈, 更多的企业开始拓展多元化的拿地方式, 例如产业勾地、城市更新三旧改造和收并购。

3.4. 无息置换，加大压供应商

房企降杠杆过程中，以无息负债置换有息负债的趋势越来越明显，尤其是面向供应商的账款。我们观察到一方面无息负债中面向供应商的在提速，而另一方面面向居民的无息负债因为销售下行而减速。2020 年上半年有息负债规模合计为 2.8 万亿元，较 2019 年增加 9%，有息负债的增速也从 2019 年开始下降到个位数。在无息负债置换有息负债中，表现突出的是压供应商的账款，目前应付票据及应付账款的增速维持 32% 的高增长态势，这在未来将成为常态。

图 28：2020 年 H1，重点房企面向供应商的无息负债提速



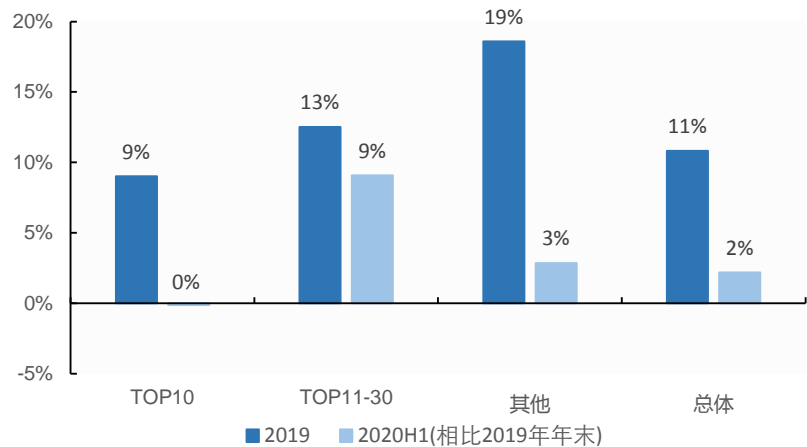
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

4. 延续去库存趋势，拿地较为理性

4.1. 土储仅微增且向开发端转移，延续去化趋势

房企土储增加明显趋缓，其中 TOP10（以 2019 年克而瑞全口径销售将样本房企分类）土储微降。上半年公布土储的样本房企（29 家 A 股重点房企和 10 家港股住宅开发为主的房企）土储总量相比于 2019 年末仅增长 2%，增速明显趋缓。结构也出现变化，2019 年规模越小的房企土储增长越快，但 2020 年上半年小规模房企土储增长 3%，TOP10 土储微降，TOP11-30 增长 9%，仅 TOP11-30 房企在明显扩规模。

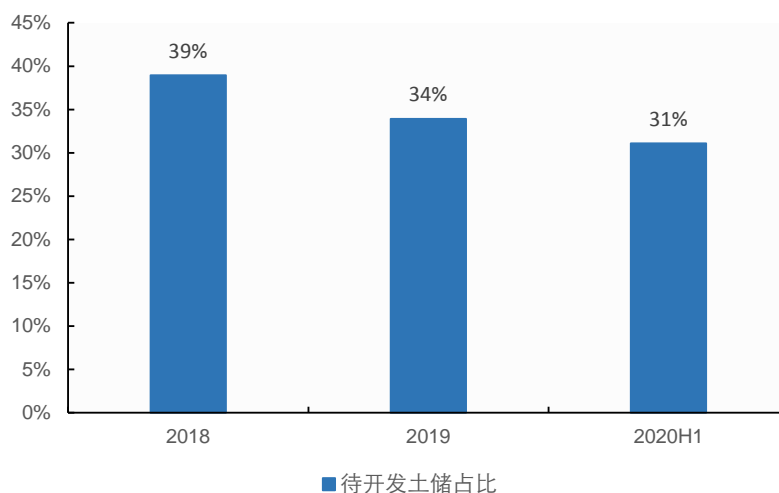
图 29 上半年土储微增 2%，TOP11-30 对规模要求仍较强



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

房企土储中待开发占比明显下行，去库存趋势明显。因为多数房企土储为未结算口径（涵盖未开工、开工未售、已售未结等），即使加大销售力度但如果结算进度较慢，短期难从土储总量上看到去库存。但从披露待开发土储口径的可比公司看，从 2019 年开始，土储中待开发占比明显下滑，这意味着开发商加大了土储向新开工进而销售的转化力度，在主动去库存。

图 30 待开发土储占比下降，去库存趋势明显

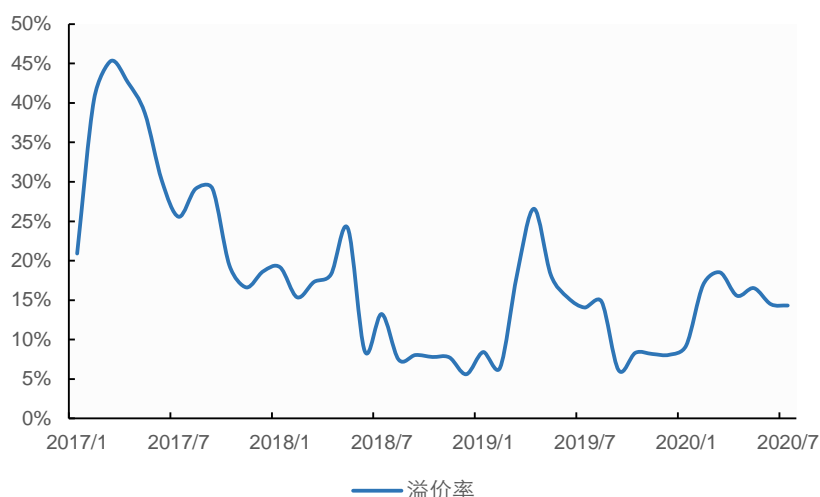


数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

4.2. 拿地溢价率不高，偏向长三角和一二线

从上半年拿地溢价率看，房企拿地较为理性。由于融资和开发进度的原因，房企一般上半年拿地较多，从而推动土地市场溢价率上行。从 2020 年溢价率看，高点出现在 3 月为 18.5%，其明显低于 2017-2019 年的上半年拿地高点，房企拿地实际较为理性。

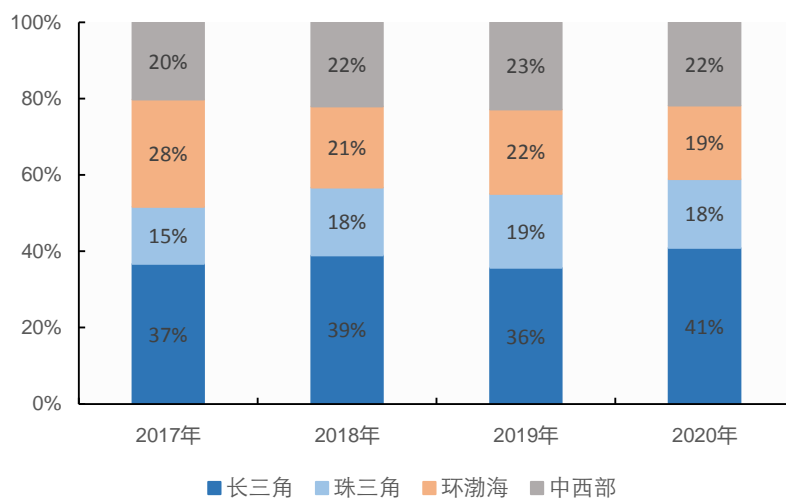
图 31 上半年拿地溢价率与历史比并不高



数据来源：中指数据库、国泰君安证券研究

上半年房企拿地向长三角集中。根据中指拿地数据，上半年样本房企 41% 拿地金额投向长三角地区，比 2019 年提升 5 个百分点；珠三角和中西部占比仍较为稳定，分别为 18%、22%。环渤海拿地金额占比降至 19%。

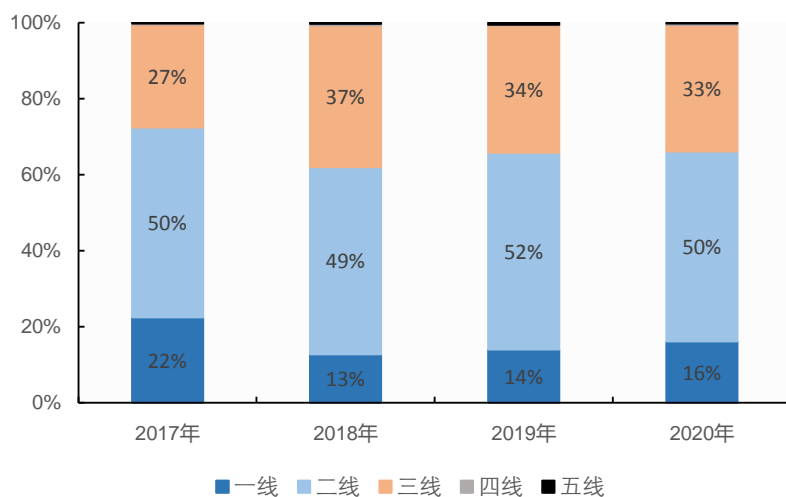
图 32 从拿地金额占比看，上半年拿地向长三角集中



数据来源：中指数据库、国泰君安证券研究

上半年拿地一线城市占比有所提升。上半年房企拿地的城市层级结构较为稳定，一二线占比 66%，与 2019 年相当，不过其中一线占比有所提升至 16%；三线城市占比 33%。

图 33 上半年拿地一线城市占比提升



数据来源：中指数据库、国泰君安证券研究

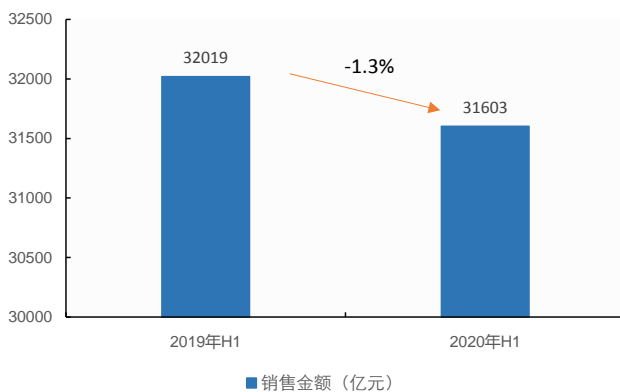
5. 疫情对销售影响有限，对竣工影响较大

5.1. 上半年销售较 2019 年略有下滑，销售目标完成率 42%

5.1.1. 销售金额仅略有下滑，TOP11-30 表现较好

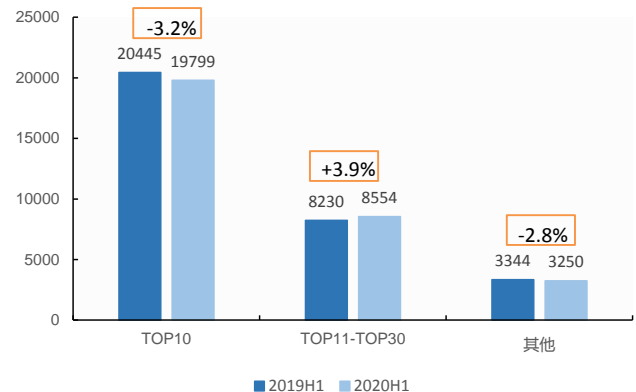
疫情对上半年销售影响较小，总体销售金额略有下滑，TOP11-30 房企较有优势。从样本房企合计看，上半年销售金额下滑 1.3%，由于 5-6 月销售快速恢复，疫情影响相对有限。分结构看，仅 TOP11-30 维持较快 3.9% 的增长，我们认为部分中游房企有较大冲规模动力，且城市布局有一定优势，所以外部冲击下销售韧性较强。

图 34：疫情对上半年销售冲击有限，总销售额下滑 1.3%



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

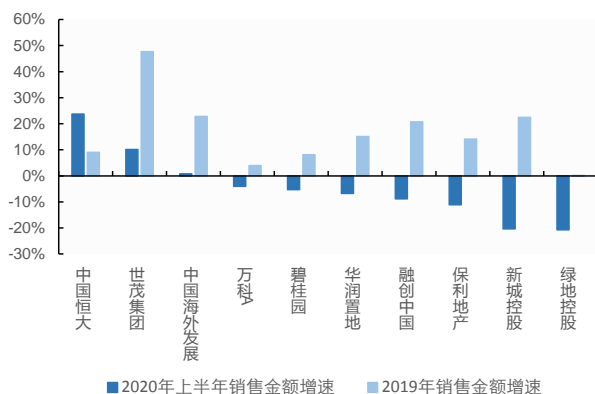
图 35：TOP11-30 房企销售仍保持正增长



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

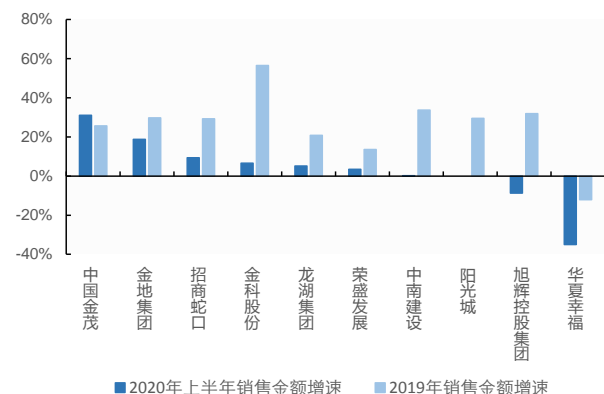
头部梯队中，恒大、金茂表现较好。1) TOP10 房企虽然多数销售增速出现下滑，但恒大凭借营销端优势，逆势增长 24%，世茂增速也达到 10%，而新城、绿地则销售大幅下滑；2) TOP11-30 房企中，金茂、金地领先，增速分别为 31%、19%，华夏幸福销售明显下滑。

图 36：恒大、世茂在 TOP10 中销售增速较高



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

图 37：金茂、金地在 TOP11-30 表现增速较高

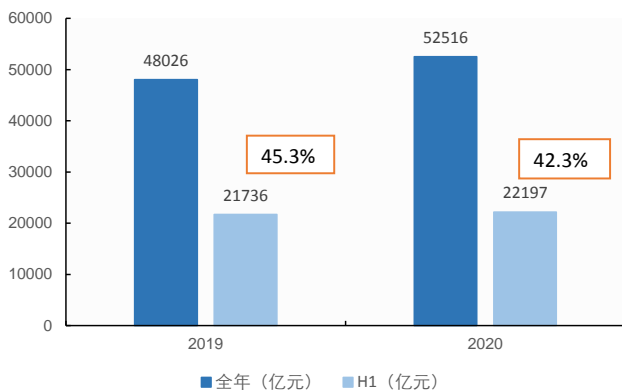


数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

5.1.2. 销售目标完成率 42%，TOP10 下半年销售压力较小

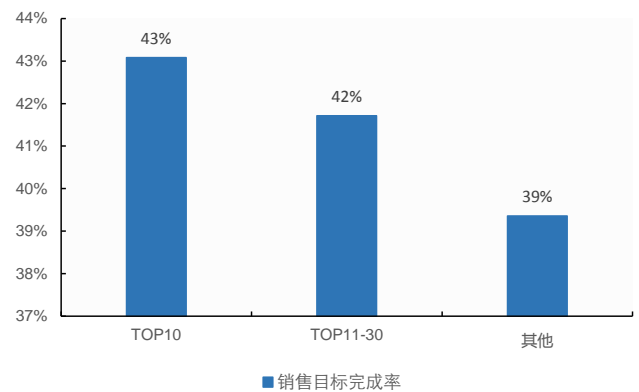
上半年销售目标完成率为 42%，略低于 2019 年上半年占全年的水平，下半年仍需发力。从公布销售目标的 25 家房企看，2020 年全年销售目标增速 9.3%，而上半年销售增速为 2.1%，上半年完成全年销售目标的 42.3%，而 2019 年上半年销售额占全年销售的 45.3%。从不同梯队销售目标完成率看，TOP10 表现最好。

图 38：上半年销售目标完成 42.3%，略低于 2019 年上半年占比



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

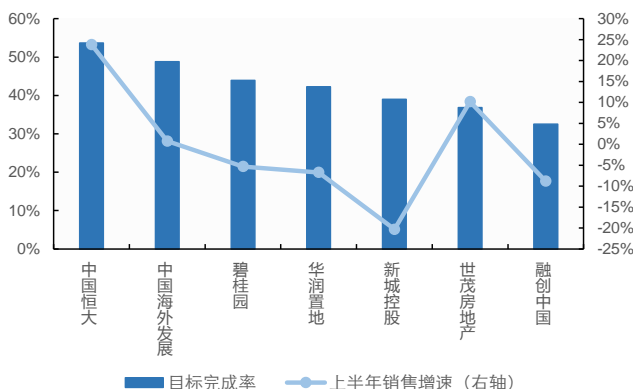
图 39：TOP10 房企销售目标完成率最高



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

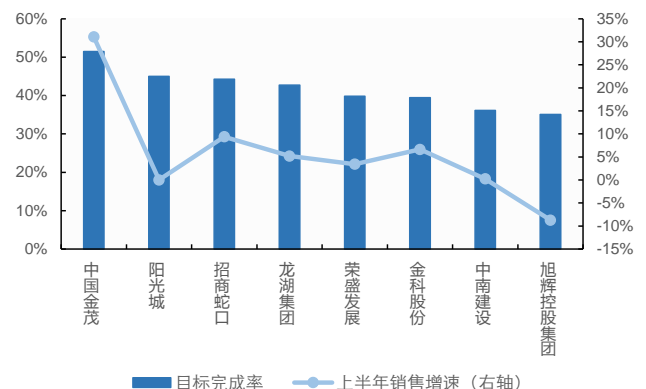
从具体企业看，恒大、金茂目标完成率较高。1) TOP10 房企中，目标完成率最高的是恒大和中海，分别为 54%、49%，世茂、融创相对偏低。2) TOP11-30 房企中，中国金茂和阳光城目标完成率分别达到 51%、45%，中南和旭辉目标完成率较低。

图 40：恒大、中海上半年已完成目标销售额的 50%



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

图 41：金茂、阳光城目标完成率较高

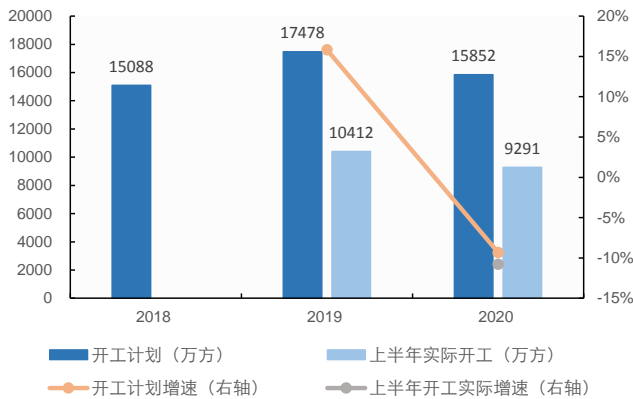


数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

5.2. 新开工较为稳健，竣工低于预期

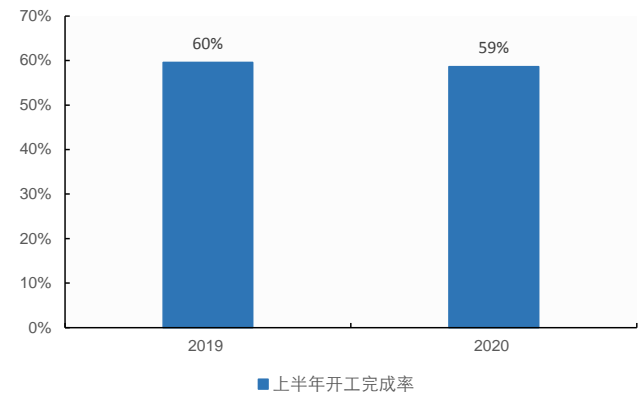
新开工达到年初预期的 59%，与 2019 年基本相当。由于房企年初公布的新开工数据一般不包括当年拿地开工情况，所以最终开工实际数往往超过年初计划的 30% 以上。从上半年开工数据看，虽然同比下滑 11%，但由于房企开工计划大幅下滑，所以上半年开工计划完成率基本平稳。

图 42：上半年新开工同比下滑 11%，略低于计划增速



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

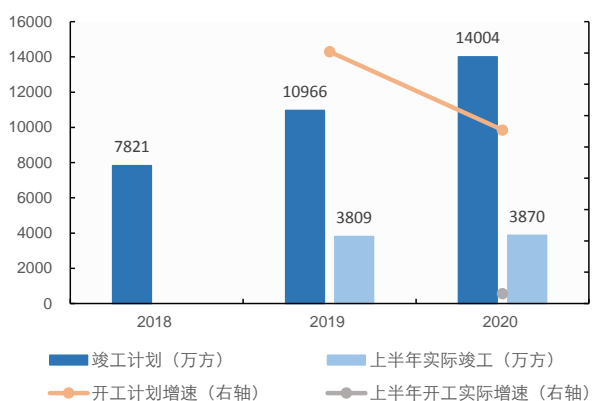
图 43：上半年新开工完成率 59%，与 2019 年相当



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

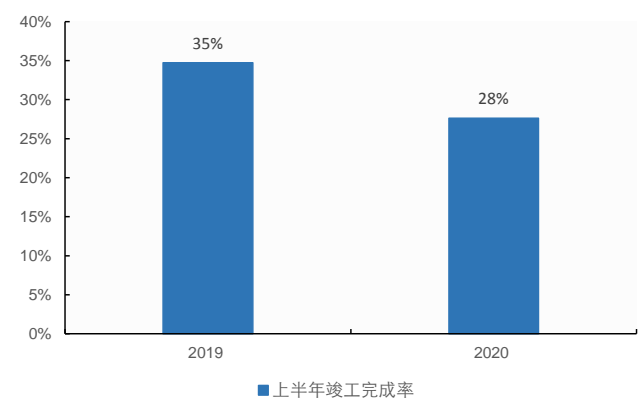
竣工受影响显著，仅完成全年计划的 28%，比 2019 上半年年低 7 个百分点。上半年竣工同比增长 2%，主要是在建规模相比于 2019 年大幅提升。但如果从竣工目标完成率看，2020 年上半年仅为 28%，比 2019 年低 7 个百分点，下半年房企加快施工进度保障竣工目标的压力较大。

图 44：上半年竣工同比增长 2%，大幅低于计划增速



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

图 45：上半年竣工完成率 28%，大幅低于 2019 年水平

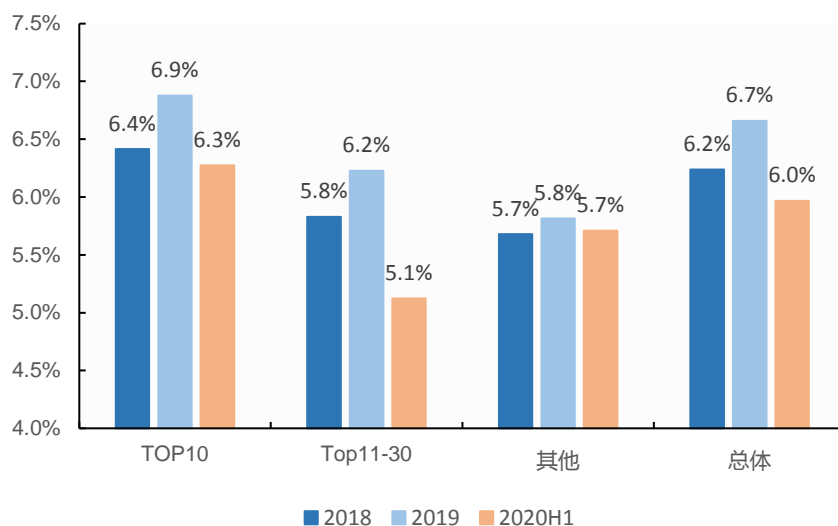


数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

5.3. 融资成本下降，有息负债增速放缓

上半年有息负债成本下行，TOP11-30 下行幅度最大。上半年样本房企融资成本 6.0%，较 2019 年下行 0.7 个百分点。其中，TOP11-30 房企融资成本下行幅度最大，从 6.2% 下行至 5.1%；TOP10 房企融资成本从 6.9% 下行至 6.1%。

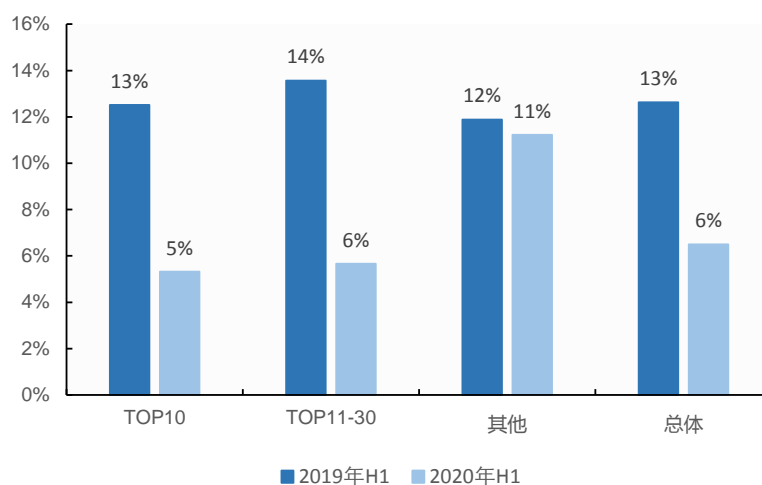
图 46 上半年房企融资成本从 6.7% 降至 6.0%



数据来源：Wind、公司年报、国泰君安证券研究

上半年有息负债扩张放缓，小规模房企仍维持较高增速。上半年样本房企有息负债相比于 2019 年年底增长 6%，较 2019 年上半年降低 7 个百分点。其中，TOP10、TOP11-30 房企有息负债增速分别为 5%、6%，较 2019 年上半年均下降 8 个百分点。而剩余房企仍维持与 2019 年上半年持平的有息负债增速。

图 47 上半年房企有息负债增速较 2019 年上半年放缓



数据来源：Wind、公司年报、国泰君安证券研究

在去杠杆后期, 将有大量的弯道超车机会, 我们推荐中南建设、万科 A、保利地产、中国金茂、招商蛇口、龙湖集团、大悦城、华夏幸福、蓝光发展、融创中国, 受益旭辉控股集团、中骏集团控股等。

表 4: 重点公司盈利预测

	证券简称	9.11 最新股价	19 EPS	20E EPS	19 PE	20E PE	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	年初 涨幅	投资 评级
000002.SZ	万科 A	28.00	3.47	4.19	8.1	6.7	3,133	116	-10%	增持
600048.SH	保利地产	16.58	2.35	2.73	7.1	6.1	1,979	119	8%	增持
001979.SZ	招商蛇口	16.05	1.99	2.24	8.1	7.2	1,272	79	-16%	增持
600340.SH	华夏幸福	15.90	4.70	6.01	3.4	2.6	622	39	-24%	增持
600466.SH	蓝光发展	5.38	1.02	1.66	5.3	3.2	163	30	-23%	增持
000961.SZ	中南建设	9.19	1.12	1.89	8.2	4.9	347	38	-10%	增持
000031.SZ	大悦城	5.10	0.61	0.72	8.4	7.1	219	43	-27%	增持
1918.HK	融创中国	27.83	5.92	6.99	4.7	4.0	1,297	47	-29%	增持
0960.HK	龙湖集团	36.38	3.07	3.82	11.9	9.5	2,183	60	16%	增持
0817.HK	中国金茂	4.19	0.55	0.61	7.6	6.9	534	127	-20%	增持

数据来源: (注: 港股以人民币计价) WIND, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		