

证券研究报告—深度报告

房地产开发 II

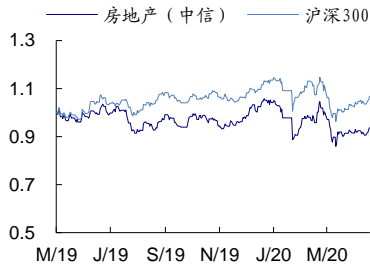
典型房企 2019 年报阐微

超配

(维持评级)

2020 年 05 月 12 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《百强房企 4 月销售数据点评:“填坑”过程或接近尾声,销售下行压力不减》——2020-05-02
《房地产行业 2015 年投资策略:短享繁荣,长思变革》——2015-01-13
《国信证券-房地产行业经营开发数据库(最新更新)-140304》——2014-03-04
《房地产行业 2014 年投资策略:把握低估值下的防御性机会》——2013-12-17
《房地产行业-4 季度投资策略:“短期博弈”“稳增长”,长期亟待“改革红利”》——2013-09-04

证券分析师:任鹤

电话:010-88005315

E-MAIL: renhe@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040006

证券分析师:王粤雷

电话:0755-81981019

E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030001

行业专题

进退之间

● 样本房企 2019 年净经营资产增速创十年新低

17 家样本房企 2019 年末的净经营资产平均值为 3647 亿元,增速平均值为 18%,增速降低 12pct,创 2010 年以来的十年新低,同时,从历史上看,龙头房企与中型房企同时出现净经营资产增速回落的年份仅有 2011 年,2018 年和 2019 年。增速回落的直接原因是合作开发的减少。

● 自由现金流改善,扩张速度放缓

17 家样本房企 2019 年自由现金流平均值为-183 亿元,自由现金流回正的有万科、新城控股、阳光城和龙光地产,除龙光地产外均为 2015 年以来的首次回正,显示样本房企扩张速度放缓。扩张放缓的主要原因是主观扩张意愿的降低,而非客观上的债务限制。

● 经营效率稳定,提升仍有空间

17 家样本房企 2019 年 ROIC 平均值为 9.6%,相对上年小幅下降 0.2pct,基本保持稳定。各家房企的 ROIC 在过去十年间并无趋势性变化,波动主要原因在于房企扩张和收缩周期的交替。通过三大途径,我们认为房企 ROIC 仍有 4pct 以上的提升空间。

● 杠杆高位回落,负债成本稳定

2019 年末 17 家房企平均杠杆率,在过去十年间仅低于 2016 年末和 2018 年末,随着规模诉求的降低,杠杆率有望在 2020 年延续下行。财务杠杆对 ROE 的贡献率为 54%,小幅下降但仍然是房企 ROE 的首要驱动因素。税前债务成本稳中略升,且与财务杠杆率有比较明显的正相关关系。

● 短期政策放松可期,长期关注价值提升

2018 和 2019 两年扩张大幅放缓,削弱了供给驱动的基础,销售延续下行趋势、房企扩张积极性维持低位,将是短期内行业主要特征,下半年政策放松可期。长期视角则建议淡化政策周期,关注 ROIC 提升、自由现金流改善带来的价值提升机会。

● 投资建议

重点看好以下两类房企:一是 ROIC 改善空间大的房企,推荐金地集团、中南建设、华润置地、荣盛发展、华夏幸福;二是 FCFF 改善、现金分红比率有望提升的房企,推荐保利地产、中国海外发展。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
600048	保利地产	买入	15.75	1879	2.75	3.24	5.72	4.86
600383	金地集团	买入	13.13	593	2.66	3.13	4.94	4.20
000961	中南建设	买入	8.20	309	1.87	2.42	4.36	3.41
600340	华夏幸福	买入	23.31	702	6.00	7.28	3.87	3.29
002146	荣盛发展	买入	8.13	354	2.52	3.00	3.20	2.68
1109.HK	华润置地	买入	31.65	2189	4.32	4.96	6.69	5.82
0688.HK	中国海外发展	买入	26.20	2788	4.24	4.86	5.64	4.93

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

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

投资摘要

关键结论与投资建议

2019 年样本房企延续 2018 年以来的减速发展态势，扩张速度进一步下降，主要的原因是房企扩张意愿的降低，这也削弱了供给驱动的基础，今明两年销售下行压力增大。短期销售延续下行趋势，房企扩张积极性维持低位，是行业重要特征，下半年需求端调控政策有望实质性放松。长期建议淡化周期，关注 ROIC 提升、自由现金流改善带来的真实价值提升。

核心假设或逻辑

核心假设 1，未来十年房地产年均需求面积不会出现迅速萎缩。短期内地产销售缓慢下降，不出现断崖式下行。

核心假设 2，房企仍以房地产开发为主业，经营模式不发生根本性变化，在主业增速放缓、自由现金流好转的情况下，房企管理层愿意降低规模诉求，适当提高分红比例。

与市场预期不同之处

方法方面，我们基于净经营资产和自由现金流变化，判断不同房企的扩张节奏，并将现金及现金等价物按照持续经营假设做出了拆分，在此基础上通过 ROIC、净财务杠杆等评价房企经营效率。我们认为该方法相对于常规的拿地/销售/经营现金流出/净负债率等指标，逻辑上更加严密。

结论方面，我们认为房企 2019 年扩张积极性大幅降低，这一方面削弱了未来销售高增的基础，另一方面也将一定程度上催化政策的放松，进而为地产股带来短期估值修复机会。长期视角上，我们认为房企在短周期下行下的财务表现，能够合理外推至未来的长周期下行，ROIC 提升、自由现金流改善有望对冲规模增速降低的影响，提升房企长期价值。

股价变化的催化因素

第一，需求端调控政策出现实质性松动，并能够一定程度上改善房企销售。

第二，经营效率提升，降低房企 ROE 对于财务杠杆的高度依赖，稳定 ROE 的前提下，降低房企经营风险。

第三，增长放缓、自由现金流延续改善的背景下，房企适当提升分红比例。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，我们基于统一标准判断房企的扩张与收缩，这可能与房企的真实诉求有所偏差。

第二，房企财务报表部分科目的披露方式可能有差异，我们尽可能按照同一口径进行了还原，但无法彻底排除差异的可能。

第三，我们选取若干家典型房企作为分析样本，并推导出我们的结论，但实际上这些样本的代表性有可能低于我们的预期。

内容目录

净经营资产增速回落至十年最低	5
样本房企 19 年平均净经营资产同比+18%，增速创十年新低	5
增速回落主因是合作开发减少，意味着规模诉求降低	6
增速回落与基数效应无关	8
自由现金流改善，扩张速度放缓	9
自由现金流明显改善	9
债务限制是否是扩张放缓的原因？	10
扩张放缓的真正原因是扩张意愿降低	12
经营效率稳定，提升仍有空间	13
NOPLAT 增速创五年新低	13
ROIC 保持稳定	15
经营效率提升的途径与空间	15
杠杆高位回落，负债成本稳定	17
对现金及现金等价物的讨论	17
杠杆率高位回落，仍处较高水平	18
ROE 对财务杠杆依赖程度小幅下降	19
债务成本小幅上升	21
结论：短期政策放松可期，长期关注价值提升	22
短期：2015 至 2017 加速扩张的支撑退去，三季度政策放松可期	22
长期：淡化政策周期，关注价值提升	24
投资建议	24
附录	24
国信证券投资评级	26
分析师承诺	26
风险提示	26
证券投资咨询业务的说明	26

图表目录

图 1: 样本房企平均净经营资产增速创十年新低 (单位: 亿元)	5
图 2: 样本房企 2019 年末净经营资产 (单位: 亿元)	6
图 3: 样本房企 2019 年净经营资产增速变化	6
图 4: 龙头与中型房企平均净经营资产 (单位: 亿元)	6
图 5: 18/19 两年两类房企扩表速度均连续下降	6
图 6: 各因素对净经营资产的拉动	7
图 7: 样本房企存货增速	7
图 8: 样本房企权益性投资增速	7
图 9: 样本房企其他资产增速	7
图 10: 样本房企无息负债增速	7
图 11: 3 家房企历年少数股东现金流 (单位: %)	8
图 12: 龙头房企与中型房企增速净经营资产增速降低的幅度并无显著差异	8
图 13: 样本房企 2018/2019 年自由现金流 (单位: 亿元)	9
图 14: 样本房企 2019 年自由现金流变化 (单位: 亿元)	10
图 15: 龙头房企历年自由现金流 (单位: 亿元)	10
图 16: 中型房企历年自由现金流 (单位: 亿元)	10
图 17: 部分房企历年自由现金流 (单位: 亿元)	10
图 18: 部分房企历年自由现金流 (2) (单位: 亿元)	10
图 19: 样本房企 2019 年债权现金流 (单位: 亿元)	11
图 20: 样本房企 2019 年债务扩张幅度	11
图 21: 部分房企历年债权现金流 (单位: 亿元)	12
图 22: 部分房企历年债权现金流 (2) (单位: 亿元)	12
图 23: 样本房企 2019 年息税前经营利润及增速 (单位: 亿元)	14
图 24: 部分房企历年 NOPLAT 增速	14
图 25: 部分房企历年 NOPLAT 增速 (2)	14
图 26: 样本房企 2019 年净利息支出及增速 (单位: 亿元)	14
图 27: 样本房企利息资本化比例	14
图 28: 样本房企 2019 年 ROIC (单位: %)	15
图 29: 部分房企历年 ROIC (单位: %)	15
图 30: 部分房企历年 ROIC (2) (单位: %)	15
图 31: 项目周期 T 为 3 年情况下的 ROIC, 回款周期 1 年时为 14%	17
图 32: 样本房企 2019 年末杠杆率及杠杆率变化	18
图 33: 房企平均杠杆率仍处历史高位	19
图 34: 部分房企历年杠杆率	19
图 35: 部分房企历年杠杆率 (2)	19
图 36: 部分房企历年杠杆率 (3)	19
图 37: 样本房企 2019 年财务杠杆对 ROE 的贡献及占比 (单位: %)	20
图 38: 样本房企 2019 年 ROE 拆分	20
图 39: 部分房企历年杠杆率 (2)	21
图 40: 部分房企历年杠杆率 (3)	21
图 41: 公司税前债务成本与财务杠杆率明显正相关 (单位: %)	21
图 42: 样本房企 2019 年税前债务成本及变化 (单位: %)	22
图 43: 部分房企历年税前债务成本 (单位: %)	22
图 44: 部分房企历年税前债务成本 (2) (单位: %)	22
图 45: 样本房企连续两年扩张减速 (单位: %, 亿元)	23
图 46: 去化周期缓慢上行, 新开去化有所反弹但不该回落趋势	23
图 47: 未来十年年均需求面积仍处高位 (单位: 亿平方米)	24
图 48: 资产负债表调整示意图	25
表 1: 2019 年样本房企四项主要现金流情况 (单位: 亿元)	13
表 2: 不同项目周期与收款周期下的 ROIC	16
表 3: 样本企业历年金融性现金 (单位: 亿元)	18

净经营资产增速回落至十年最低

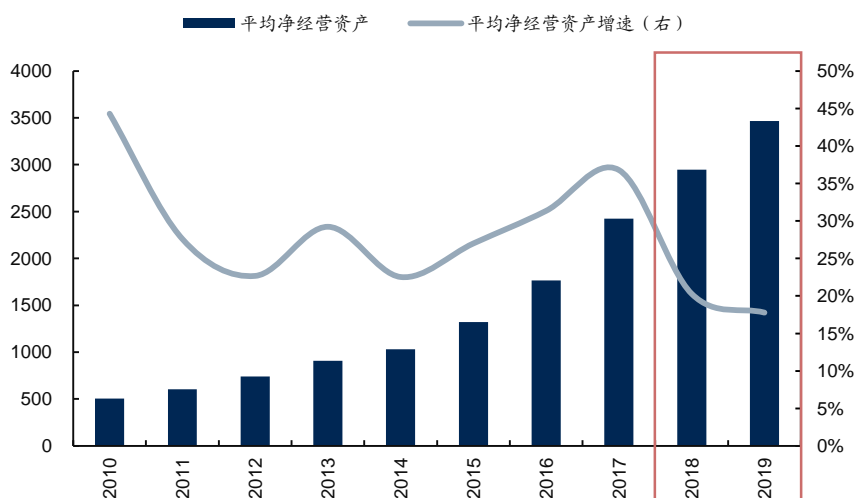
样本房企 19 年平均净经营资产同比+18%，增速创十年新低

对房企而言，净经营资产大致描述了经营负债抵减经营资产后的真实“报表长度”，代表房企用作经营的资源数量。逻辑上，房地产行业的单盘盈利模式在过去十年间并未发生本质改变，**房企的成长仍然主要取决于单盘的线性叠加，表现在财务上即为报表长度的增加**。数据上，房企扩张意愿较强时，净经营资产代表的报表长度也确实迅速增加。

17 家样本房企 2019 年末的净经营资产平均值为 3647 亿元，相对 2009 年增长约十倍，净经营资产最高的为中国恒大（11650 亿元），最低的为龙光地产（958 亿元）。2019 年样本房企净经营资产增速平均值为 18%，增速降低 12pct，**创 2010 年以来的十年新低**。同时，从历史上看，TOP6 房企与中型房企同时出现净经营资产增速回落的年份仅有 2011 年，2018 年和 2019 年。

17 家样本房企中，净经营资产增速回落的有 12 家，增速提升的有 5 家。增速提升最多的是融创中国（+36%），中国恒大（+17%）和中南建设（+14%）也提升较多，反映出以上房企仍有较强的扩张意愿；增速降低最多的是新城控股（-64%），龙头房企中的碧桂园（-34%）、万科（-25%）降低的幅度也较大，反映出以上房企在 2019 年扩张速度明显降低。

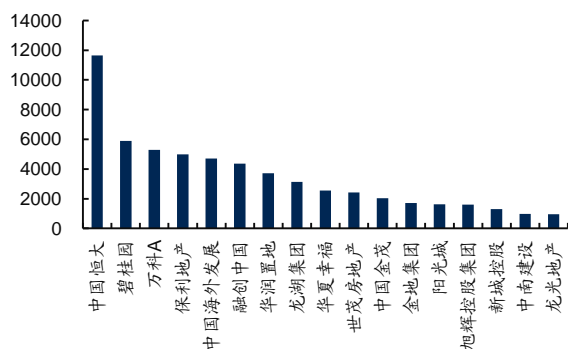
图 1：样本房企平均净经营资产增速创十年新低（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

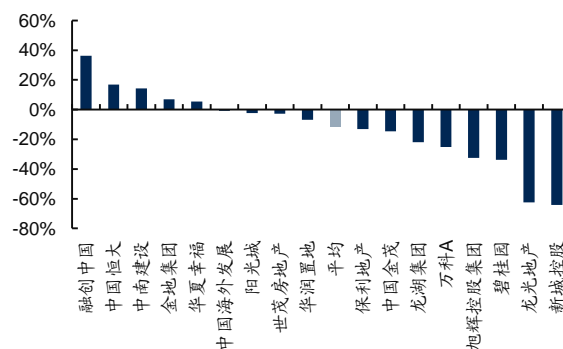
注：计算平均值增速时，剔除了上市较晚的新城控股和华夏幸福。

图 2：样本房企 2019 年末净经营资产（单位：亿元）



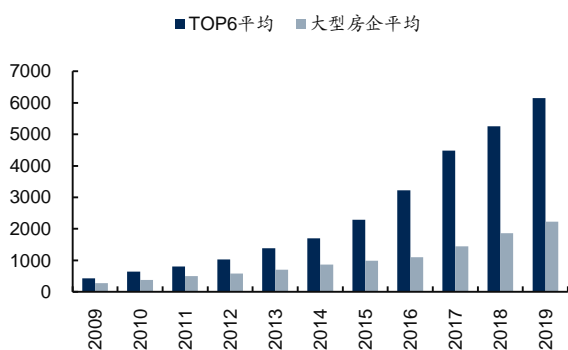
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：样本房企 2019 年净经营资产增速变化



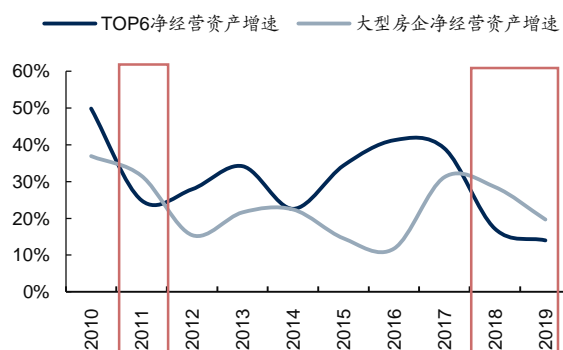
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：龙头与中型房企平均净经营资产（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 5：18/19 两年两类房企扩表速度均连续下降



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

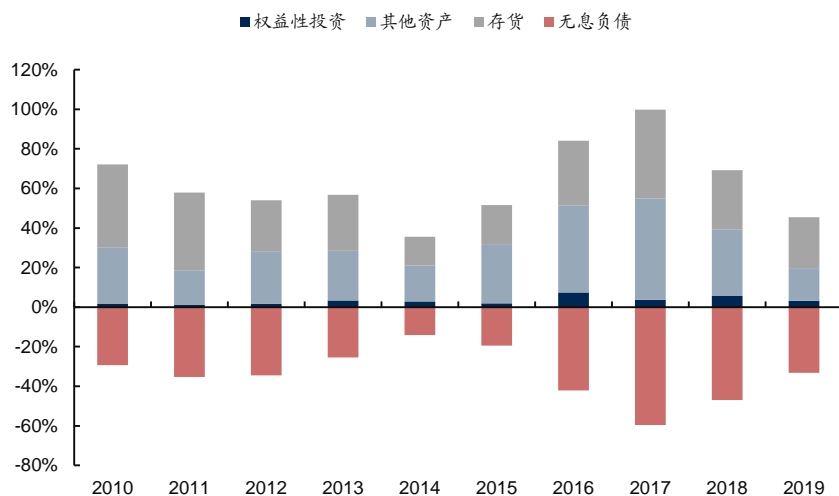
增速回落主因是合作开发减少，意味着规模诉求降低

由于净经营资产=经营资产-经营负债=总资产-无息负债=存货+权益性投资+其他资产-无息负债，我们可以对房企净经营资产增速的拉动因素进行回溯，并分析 2019 年增速降低的核心原因。

我们计算了过去十年上述主要指标对净经营资产的拉动，发现 2019 年净经营资产增速大幅下滑的原因有二：一是权益性投资和其他资产（主要组成部分是其他应收款，与合作开发有关，详情可参考我们的相关报告）的拉动大幅下降，对应房企合作开发的相对减少；二是有息负债（主要是预收款和其他应付款）增速降低，房企主动负债积极性的降低。

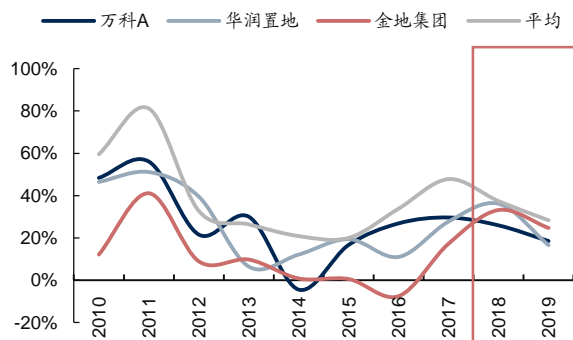
从少数股东现金流的角度，也能够印证 2019 年样本房企合作开发的减少。以增速回落较为明显的碧桂园、万科、保利地产 3 家房企为例，少数股东现金流均出现了明显改善，意味着少数股东资源投入减少，即合作开发的减少。

图 6: 各因素对净经营资产的拉动



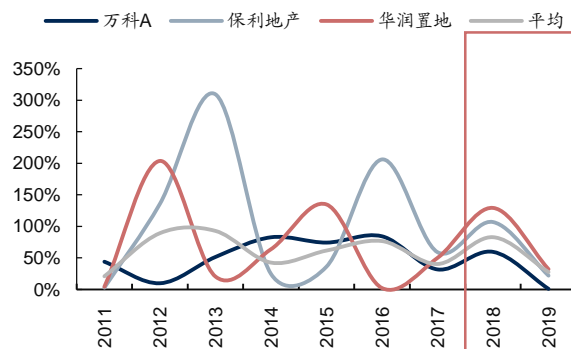
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 样本房企存货增速



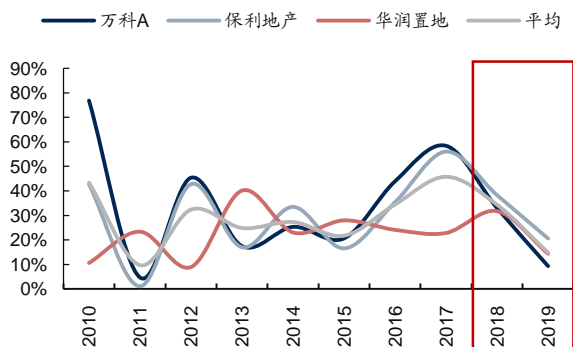
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 样本房企权益性投资增速



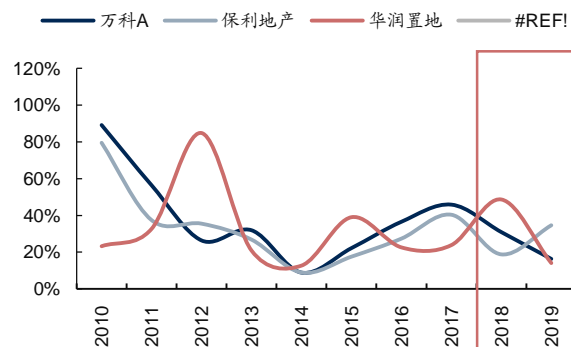
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 样本房企其他资产增速



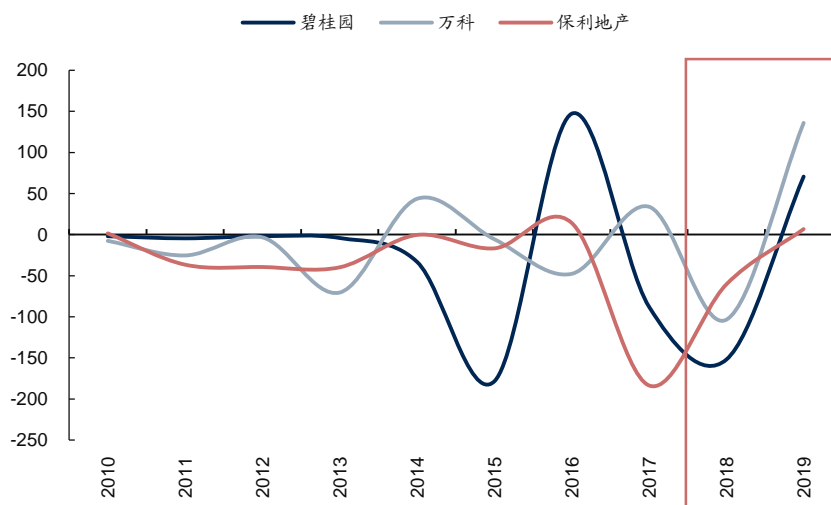
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 样本房企无息负债增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 3 家房企历年少数股东现金流 (单位: %)



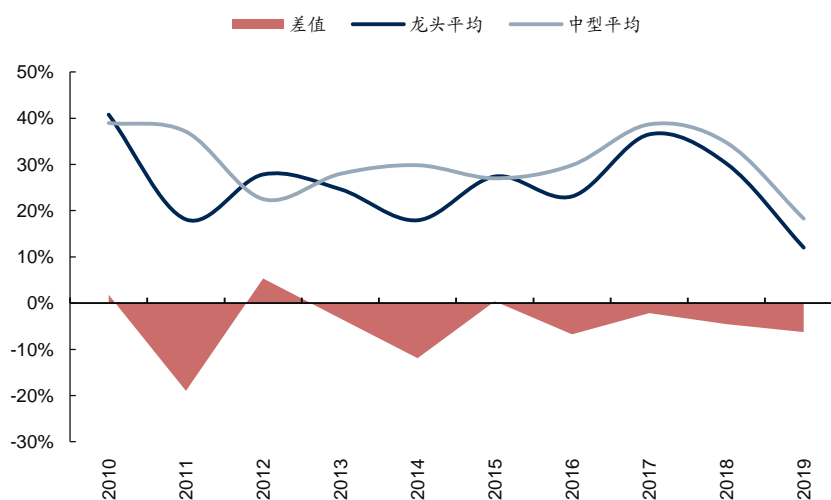
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

增速回落与基数效应无关

随着企业规模的增加, 各项指标的基数越来越大, 理论上增速必然会下降, 那么, 2019 年房企报表长度增速的大幅下降, 原因是否是基数效应呢? 我们认为, 基数效应并非增速回落的主因。

原因是, 如果基数效应是增速降低的原因, 则中型房企增速降低的幅度会低于龙头房企的幅度。但从数据上看, 2019 年龙头房企增速降低的平均幅度为-18% (剔除了 2018/2019 两年增速变化剧烈的中国恒大和融创中国), 中型房企增速降低的平均幅度为-17%, 二者并无明显差距。因此, 我们认为, 各项指标增速的降低并非由于基数效应, 而是行业下行的全局性原因。

图 12: 龙头房企与中型房企增速净经营资产增速降低的幅度并无显著差异



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

自由现金流改善，扩张速度放缓

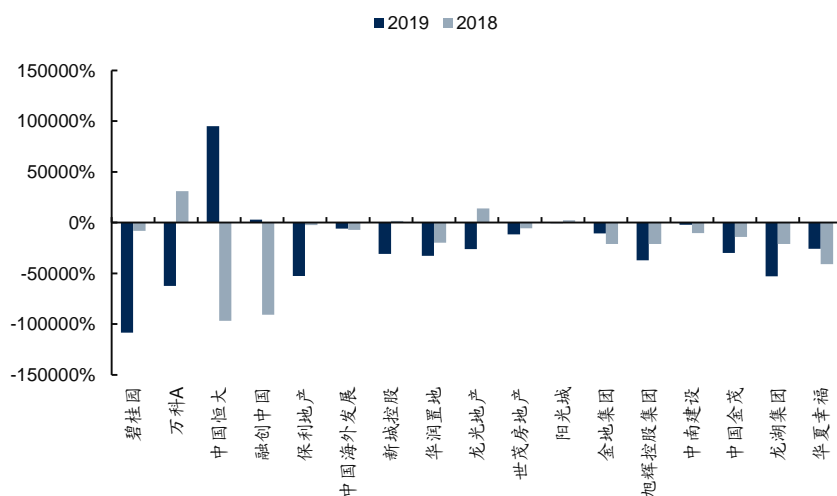
自由现金流明显改善

我们以自由现金流 FCFF（计算公式见附注）代替经营活动产生的现金流，原因在于：1.不同房企现金流量表描述的范畴往往有差异，可比性差（详见我们的相关报告）；2.与其他行业不同，房企的长期股权投资更接近于经营行为，而非投资行为，其对房企的影响不限于投资收益。

17家样本房企2019年自由现金流平均值为-183亿元，相对2018年的-231亿元增加48亿元，自由现金流回正的有万科（309亿元）、新城控股（17亿元）、阳光城（22亿元）和龙光地产（140亿元），除龙光地产外均为**2015年以来的首次回正**，其余13家房企的自由现金流仍然为负。其中，自由现金流现边际改善的有11家，碧桂园、万科、保利地产、龙湖集团、龙光地产改善幅度较大。自由现金流负值增大的有6家，中国恒大、融创中国两家房企自由现金流负值增加显著，显示出较强的逆周期特点。

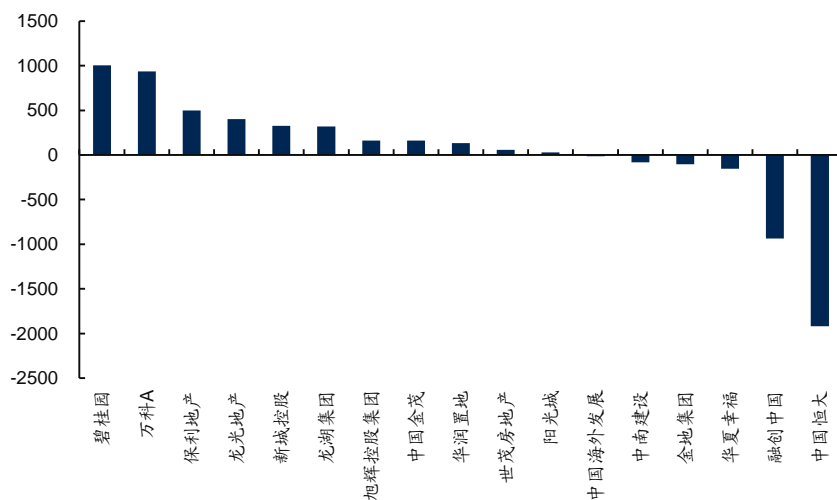
分梯队来看，TOP6房企平均自由现金流为-291亿元，同比-72亿元，剔除中国恒大和融创中国后为32亿元，同比+606亿元，龙头房企战略差异显现。11家中型房企平均自由现金流为-124亿元，同比+113亿元，除新城控股和阳光城外，自由现金流均为负值。

图 13：样本房企 2018/2019 年自由现金流（单位：亿元）



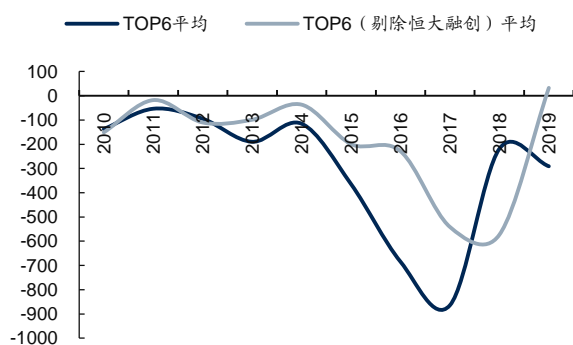
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 14: 样本房企 2019 年自由现金流变化 (单位: 亿元)



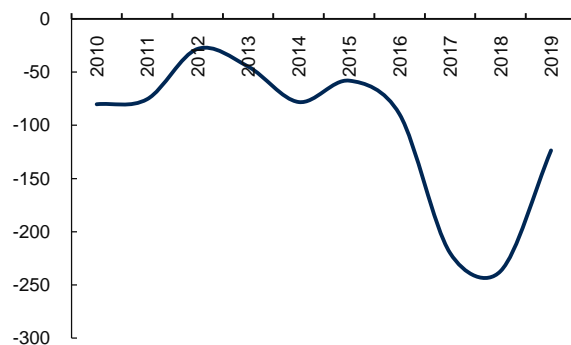
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 龙头房企历年自由现金流 (单位: 亿元)



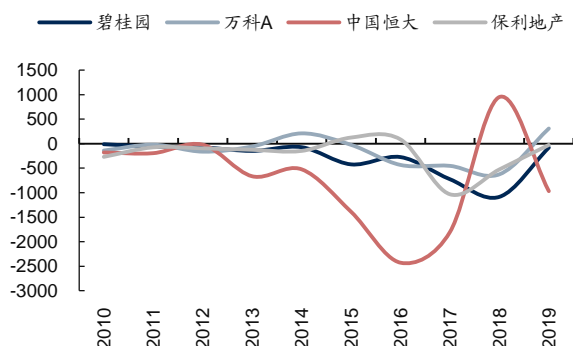
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 中型房企历年自由现金流 (单位: 亿元)



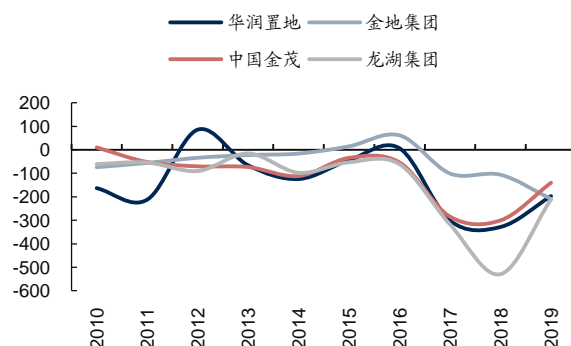
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 部分房企历年自由现金流 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 部分房企历年自由现金流 (2) (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

债务限制是否是扩张放缓的原因?

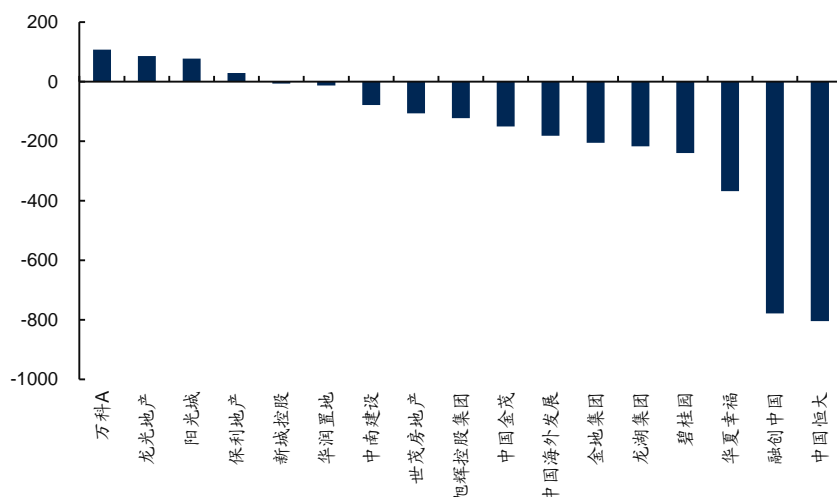
由于 2019 年房企融资整体呈现收紧的趋势, 一个很直观的逻辑是房企扩张放

缓、自由现金流改善的原因可能是被动的债务限制，即房企无法获取足够的有息负债来支持规模扩张。我们的观点是，**债务限制并非扩张放缓的原因**。理由有二：

一是如果债务限制导致房企扩张放缓，那么数据上应该看到高信用等级的房企放缓的幅度小于较低信用等级的房企，但这显然与实际情况不符。因为不管是净经营资产的角度还是自由现金流的角度，二者之间的差异均不明显，如保利和万科，净经营资产增速下降了 13%和 25%，而中国恒大和融创中国则分别上升了 17%和 36%。

二是如果债务限制导致房企扩张放缓，那么高信用等级房企债权现金流回正的幅度（债权现金流为负，代表债权人追加债权投资）应该低于较低信用等级房企，这与实际情况也有较大偏差。为消除规模影响，以债权现金流/净经营资产表示债权人投入或收回投资的幅度（债务扩张幅度），可以看到不同信用等级房企之间的差异并不明显。

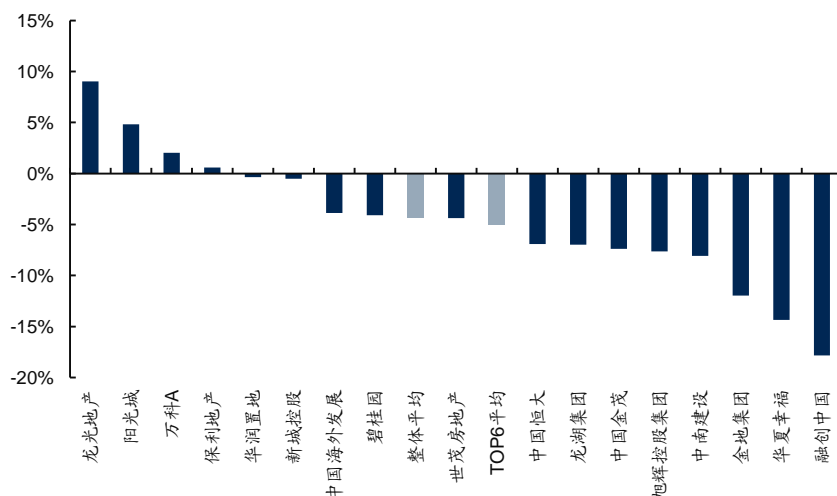
图 19：样本房企 2019 年债权现金流（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

注：债权现金流=利息支出*0.75-净金融负债增加，正值代表债权人对房企债务的净收回。

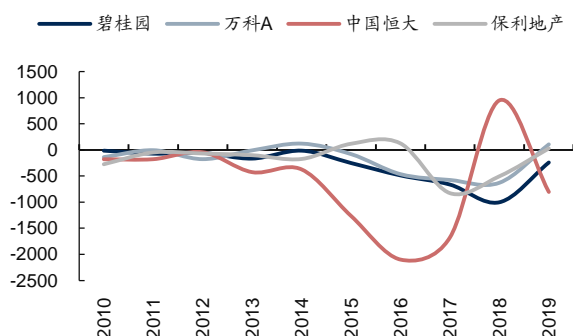
图 20：样本房企 2019 年债务扩张幅度



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

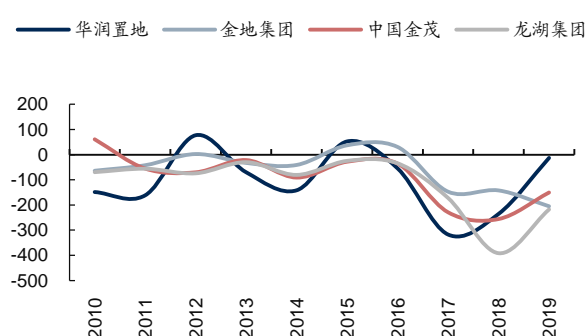
注：债权现金流=利息支出*0.75-净金融负债增加，正值代表债权人净收回。

图 21：部分房企历年债权现金流（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 22：部分房企历年债权现金流（2）（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

扩张放缓的真正原因是扩张意愿降低

房地产开发的商业模式决定了房企的成长与负 FCFF 相伴。在保持正 FCFF 的同时维持一定的成长速度，在商业模式不发生本质变化的情况下，实现难度是比较大的。具体而言，地产开发的以下两个特点，共同决定了上述现象：

一是变动成本占比高，规模经济不明显。房企报表主要由一个个项目公司的报表累加而成，因此房企成本构成与项目成本构成接近。对单个项目而言，占到项目售价的 80%到 85%左右的土地成本、建安成本和期间费用，基本全部是变动成本。变动成本占比高的一个直接结果是，规模经济效应不明显。对房企而言，做大规模可以一定程度上降低融资成本、增加拿地优势，但对成本构成并不带来根本影响。也就是说，想要规模增长、盈利增加，难以通过降低成本来实现，只能增加存货投资；

二是生产周期长，当年资本投入无法在当年收回。房企从拿地到结算的生产过程较长，体现为存货周转天数明显高于多数行业，这决定了房企的存货投资往往是跨期的，即本年的存货投资影响后续 2 到 3 年的盈利规模，远期的成长很大程度上取决于当下的存货投资。

因此，我们认为，多数样本房企 2019 年自由现金流改善的真正原因是现金收回后存货再投资的减少，是房企扩张意愿降低表现，而这也意味着多数房企未来 1 到 3 年销售增速的自然放缓。

表 1：2019 年样本房企四项主要现金流情况（单位：亿元）

公司	自由现金流	债权现金流	归母股权现金流	少数股东现金流
碧桂园	-80	-240	89	71
万科 A	309	107	66	136
中国恒大	-968	-805	46	-209
融创中国	-907	-779	-2	-126
保利地产	-26	29	-61	7
中国海外发展	-73	-182	94	15
绿地控股	-140	-125	59	-75
新城控股	17	-7	47	-24
华润置地	-197	-13	-65	-119
龙光地产	140	86	63	-10
世茂房地产	-57	-106	39	11
招商蛇口	-1201	-204	-29	-967
阳光城	22	78	3	-58
金地集团	-209	-205	24	-29
旭辉控股集团	-210	-123	19	-106
中南建设	-104	-79	2	-27
中国金茂	-140	-150	29	-18
龙湖集团	-211	-218	60	-53
华夏幸福	-410	-368	84	-127

资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 自由现金流=债权现金流+归母股权现金流+少数股东现金流

经营效率稳定，提升仍有空间

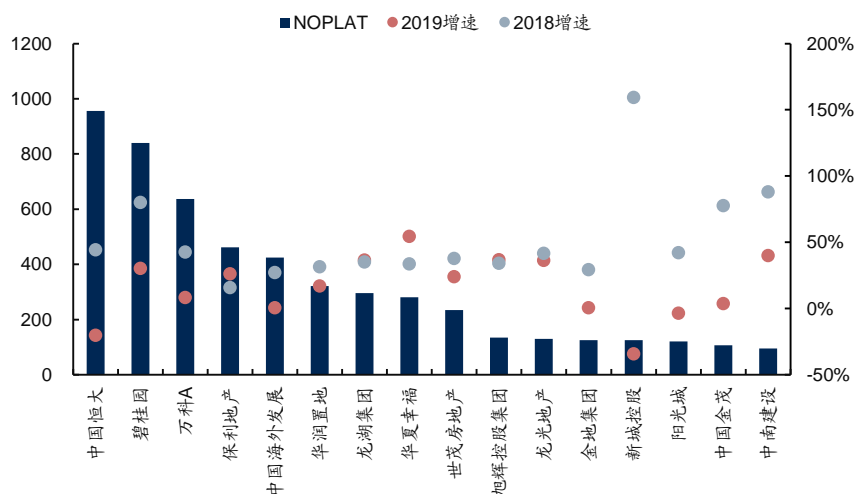
我们主要基于 ROIC 来评价房企。理由是：1.分子为息前税后经营利润（NOPLAT），可以剔除资本结构差异、融资成本差异、资本化比例不同、非经常性损益等因素的影响；2.分母为净经营资产，可以更本质的体现预收账款与经营效率的关系，即相同条件下，预收账款越多，ROIC 越高，对应经营效率也较高。

NOPLAT 增速创五年新低

2019 年 17 家样本房企平均息前税后经营利润为 337 亿元，同比+11%（整体法），增速相对 2018 年大幅下降 41pct。NOPLAT 增速前三为华夏幸福（+54%）、中南建设（+40%）和旭辉控股集团（+37%），增速高于 2018 年的有华夏幸福（+21%）、保利地产（+10%）、旭辉控股集团（+3%）和龙湖集团（+1%）。对比历史数据，可以发现 2019 年样本房企 NOPLAT 增速创 2015 年以来的新低。

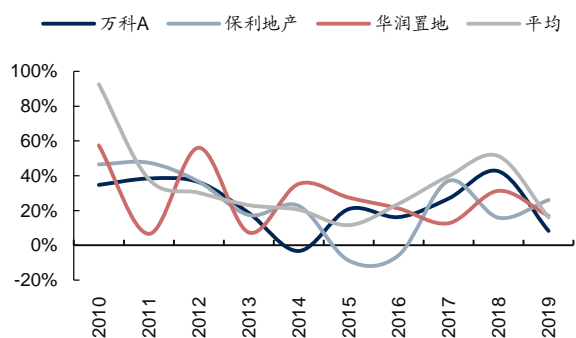
房企 NOPLAT 与会计净利润增速差异较大的核心原因在于利息支出（利息支出=利息费用+资本化利息-利息收入）增速明显下降。由于较高的资本化比例，房企当期减小的利息支出不能立刻体现在会计利润中，但会体现在息前税后经营利润中，这是二者差异的主要来源。此外，非经营性/非经常性损益也会一定程度上增加二者差异。

图 23: 样本房企 2019 年息前税后经营利润及增速 (单位: 亿元)



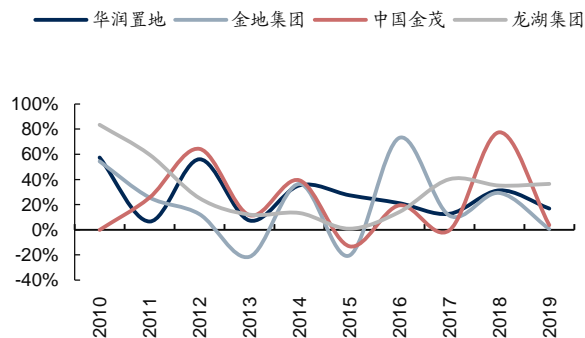
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 部分房企历年 NOPLAT 增速



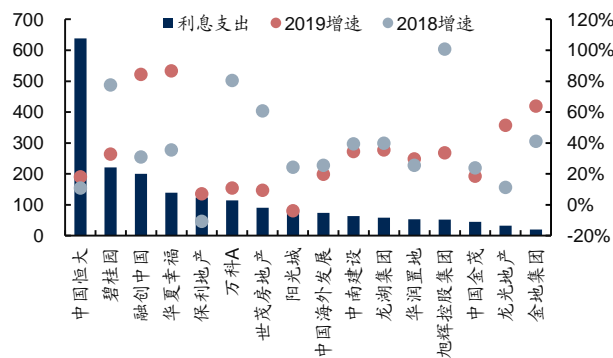
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 部分房企历年 NOPLAT 增速 (2)



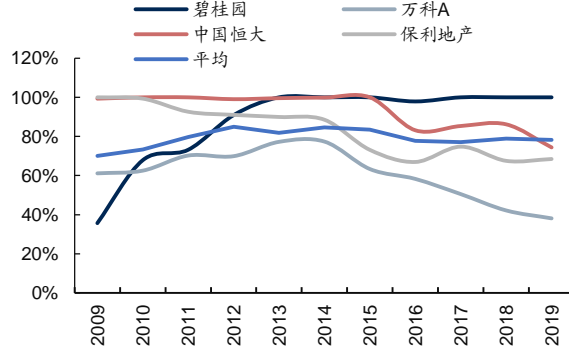
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 样本房企 2019 年净利息支出及增速 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 样本房企利息资本化比例



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

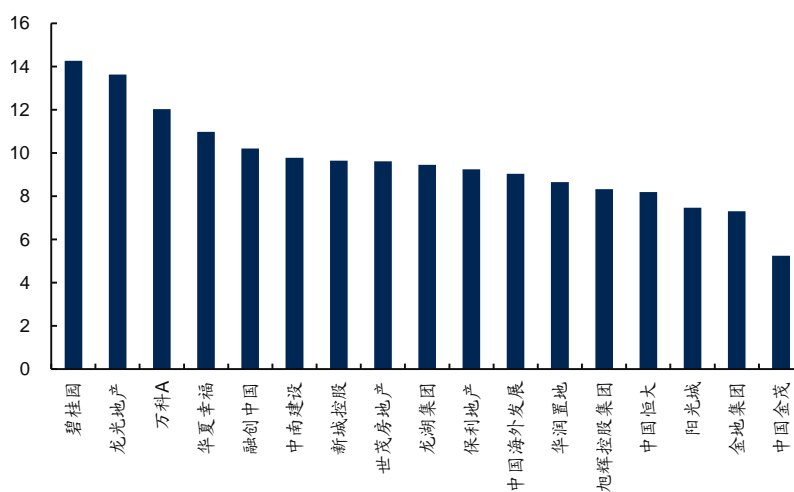
注: 利息资本化比例=资本化利息/(资本化利息+利息费用)。

ROIC 保持稳定

17 家样本房企 2019 年 ROIC 平均值为 9.6%，相对上年小幅下降 0.2pct，基本保持稳定。ROIC 最高的为碧桂园（14.3%）、龙光地产（13.6%）和华夏幸福（11%）。17 家房企中，ROIC 相对 2018 年提升的有 11 家，相对 2018 年下降的有 6 家。

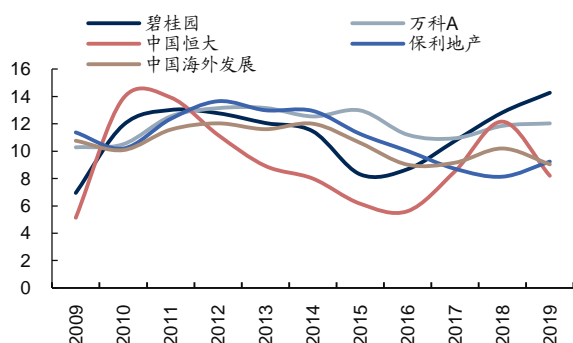
对比历史数据可以看到，虽然本年各家房企 ROIC 有升有降，但一般幅度均比较小。更重要的是，各家房企的 ROIC 在过去十年间并无趋势性变化，波动主要原因在于房企扩张和收缩周期的交替：即在加速扩张阶段，投资资本（IC）迅速增加，但经营利润（NOPLAT）难以当期结算，进而体现出 ROIC 的小幅下降，减速扩张阶段则相反。过去十年里，在周期之外，房地产行业的基础商业模式和模式运行效率，几乎没有发生本质变化。

图 28：样本房企 2019 年 ROIC（单位：%）



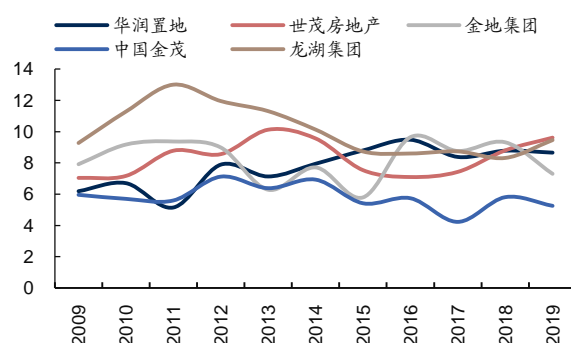
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 29：部分房企历年 ROIC（单位：%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 30：部分房企历年 ROIC（2）（单位：%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

经营效率提升的途径与空间

我们在前期的相关报告中讨论了房企经营效率提升的途径有三：一是快周转，二是供应链融资，三是轻资产输出，重要性依次递减，在此不再赘述。我们认为，快周转是房企提升 ROIC 的关键途径，多数房企仍有提升空间。

根据下表推算，当前多数房企 ROIC 在 9%到 11%之间，对于一般项目周期 3 年的项目，收款周期（收回全部售房款的时间）为 1.3 年到 1.9 年，理论上仍有比较大的提升空间。如果能够将收款周期压缩到 1 年，则 ROIC 将达到 14%，多数房企的 ROIC 能够 4pct 左右。

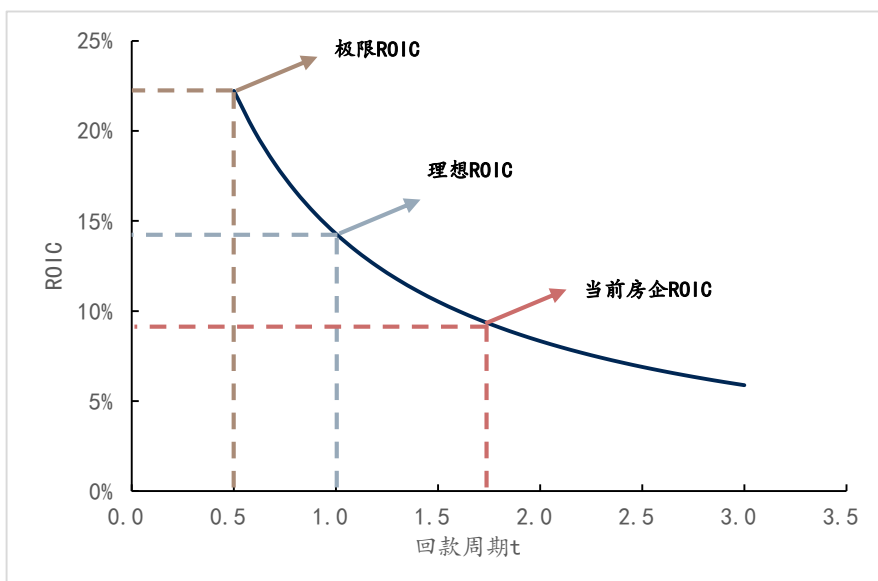
表 2: 不同项目周期与收款周期下的 ROIC

收款周期（年）		项目周期（年）	
t	T=2.5	T=3	T=3.5
0.5	20%	22%	25%
0.6	18%	20%	22%
0.7	17%	18%	20%
0.8	15%	17%	18%
0.9	14%	15%	17%
1.0	13%	14%	15%
1.1	13%	13%	14%
1.2	12%	13%	13%
1.3	11%	12%	13%
1.4	11%	11%	12%
1.5	10%	11%	11%
1.6	10%	10%	11%
1.7	9%	10%	10%
1.8	9%	9%	10%
1.9	8%	9%	9%
2.0	8%	8%	9%
2.1	8%	8%	8%
2.2	7%	8%	8%
2.3	7%	7%	8%
2.4	7%	7%	7%
2.5	7%	7%	7%
2.6		7%	7%
2.7		6%	7%
2.8		6%	6%
2.9		6%	6%
3.0		6%	6%
3.1			6%
3.2			6%
3.3			6%
3.4			5%
3.5			5%

资料来源:国信证券经济研究所测算

注: 详细推导过程及公式可参考我们的相关报告。

图 31：项目周期 T 为 3 年情况下的 ROIC，回款周期 1 年时为 14%



资料来源：wind，国信证券经济研究所测算

杠杆高位回落，负债成本稳定

对现金及现金等价物的讨论

衡量房企杠杆的常用指标有资产负债率、剔除预收账款后的资产负债率和净负债率，每个指标都有各自的适用范围。在本文的讨论中，我们将无息负债作为经营资产的抵减项，而将有息负债（金融负债）作为描述房企对债务资金利用程度的指标，即财务杠杆率（后简称杠杆率）=（有息负债-金融性现金）/归母净资产。

这里的核心是对现金（及现金等价物）的处理，需要区分经营性现金和金融性现金。因为在永续经营假设下，企业的现金及现金等价物中，至少有一部分需要用于经营，如流动资金、补充存货等，不可能全部用于偿还债务，因为若当期将货币资金全部拿去还债或分红，公司就无法进行“现金-存货”循环，生产就会停止。

也就是说，用全部现金及等价物抵减有息负债，然后计算杠杆的做法，更多的是站在终止经营、偿还债务的角度，这与永续经营在逻辑上是对立的，并不适合衡量企业的经营对债务资金的依赖程度。

我们拆分方法是：根据存货周转天数和存货账面价值，计算存货年结转金额，以此金额作为现金及现金等价物中，在正常经营状态下不能用于偿还金融负债的部分，即经营性现金，剩余的部分则是金融性现金。

计算结果显示，多数企业现金及现金等价物中，在正常经营状态下，能够用于偿还金融负债的部分为 0，这或许与直观感受相悖。导致这种问题的原因在于我们假设，企业至少将保持当前的经营规模，则能够用来偿还金融负债的现金不能降低企业用现金获取存货的能力，是一种闲置现金。能够用于偿还金融负债的部分为 0，恰恰说明多数企业并未让现金闲置，而是充分投入到了生产循环中。——这也是很多企业存在所谓“大存大贷”的重要原因。

表 3：样本企业历年金融性现金（单位：亿元）

公司	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
碧桂园	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
万科A	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
中国恒大	23	0	0	0	0	0	0	65	0	0	0
保利地产	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
中国海外发展	0	0	0	0	0	0	6	248	0	0	0
金地集团	2	1	0	0	0	0	0	0	8	87	34
贵州茅台	87	117	165	197	196	224	320	591	688	915	1,133
格力电器	0	0	0	0	0	0	82	2	0	0	0
恒瑞医药	2	4	0	4	9	20	38	33	22	12	15

资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

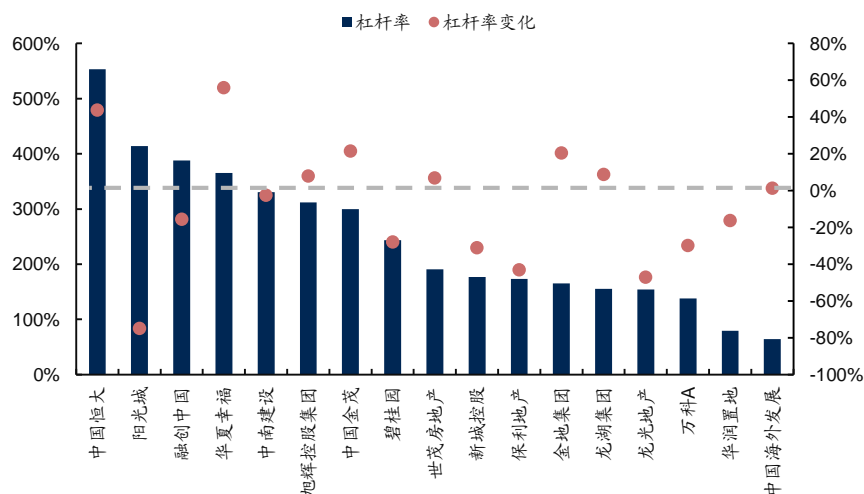
杠杆率高位回落，仍处较高水平

我们按照上述方法对 17 家样本房企的杠杆率进行了计算，需要说明的是，由于方法不同，我们计算出的杠杆率更多是站在企业经营角度，而非偿债角度，并不能直接用于衡量房企的偿债风险。

17 家样本房企 2019 年末平均杠杆率为 247%，相对 2018 年末下降 8pct，杠杆率最低的有中国海外发展（65%）、华润置地（79%）和万科（138%）。其中，杠杆率提升较多的有华夏幸福（+56%）和中国恒大（+44%），金地集团和中国金茂也有 20%以上的提升；杠杆率下降较多的有阳光城（-75%）、龙光地产（-47%）和保利地产（-43%）。

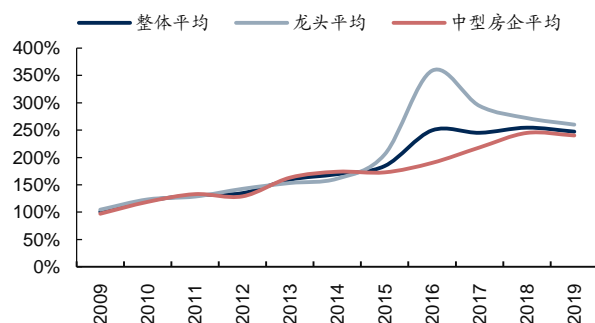
当前房企杠杆率虽有所回落，仍处于较高水平。历史上看，2019 年末 17 家房企平均杠杆率，在过去十年间仅低于 2016 年末和 2018 年末，当前尚未看到趋势性的下行。我们认为，随着规模诉求的降低，房企杠杆率有望在 2020 年延续下行。

图 32：样本房企 2019 年末杠杆率及杠杆率变化



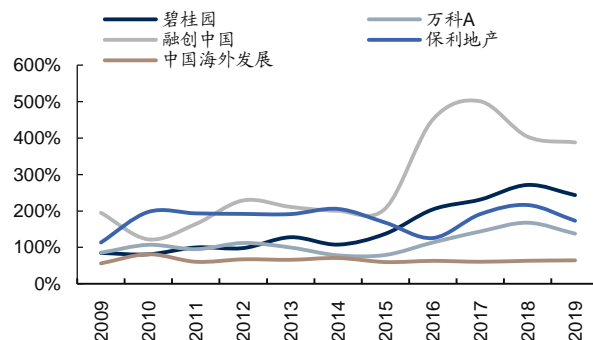
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 房企平均杠杆率仍处历史高位



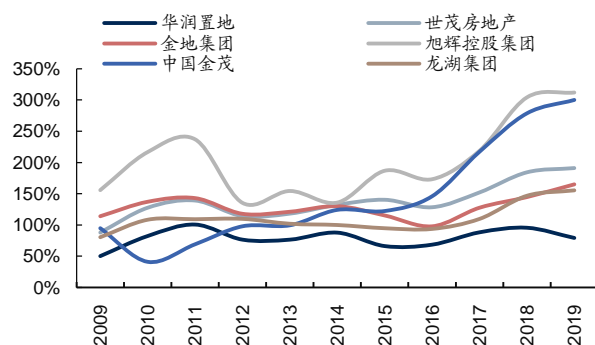
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 部分房企历年杠杆率



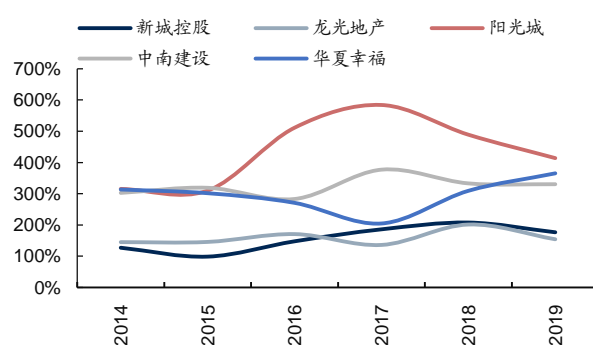
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 部分房企历年杠杆率 (2)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 部分房企历年杠杆率 (3)



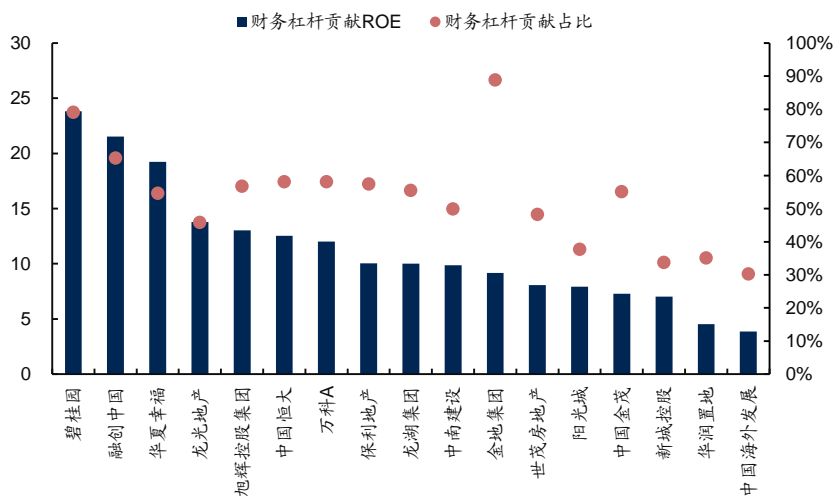
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

ROE 对财务杠杆依赖程度小幅下降

按照公司金融的一般原理, 财务杠杆对归母 ROE 的提升可以用公式计算: $(ROIC - \text{税后利息率}) \times \text{净金融负债} / \text{归母权益}$ 。2019 年 17 家样本房企财务杠杆平均贡献 ROE 为 11%, 相对 2018 贡献下降 2pct。在三大因素 (ROIC、财务杠杆、权益杠杆) 中贡献率为 54%, 仍然是房企 ROE 的首要驱动因素。与 2018 年相比, 财务杠杆贡献率小幅下降 2pct, 但仍处过去十年间的高位。

17 家样本房企中有 5 家财务杠杆贡献率有所提升, 金地集团 (+18%) 和世茂房地产 (+11%) 提升较多。12 家房企财务杠杆贡献率下降, 中国恒大 (-25%)、阳光城 (-15%) 和龙光地产 (-13%) 下降较多。

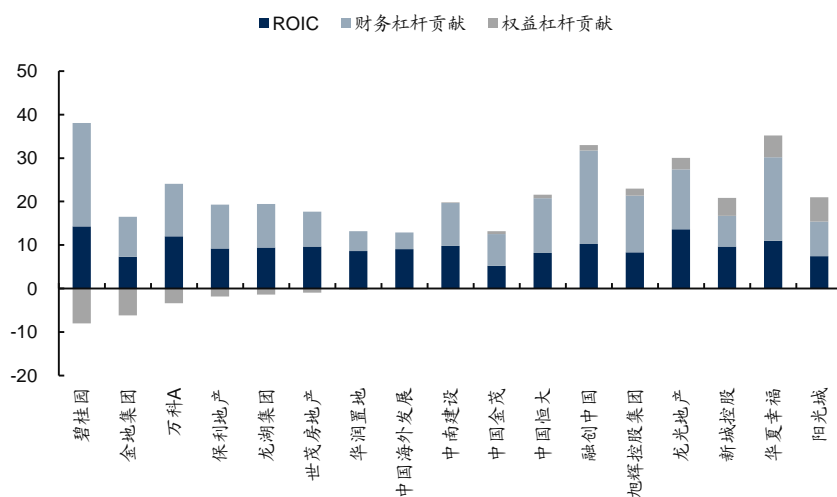
图 37: 样本房企 2019 年财务杠杆对 ROE 的贡献及占比 (单位: %)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

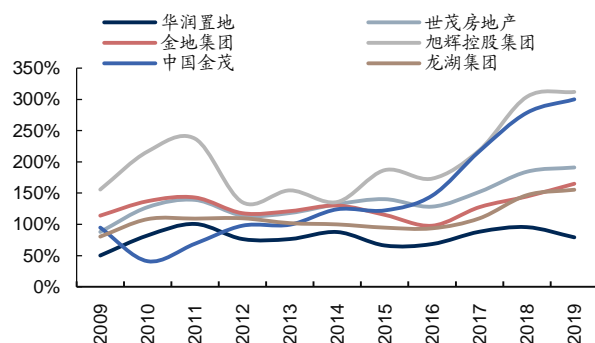
注: 报告中涉及的 ROE, 均为扣除非经常性/非经营性损益后的归属母公司股东的 ROE。

图 38: 样本房企 2019 年 ROE 拆分



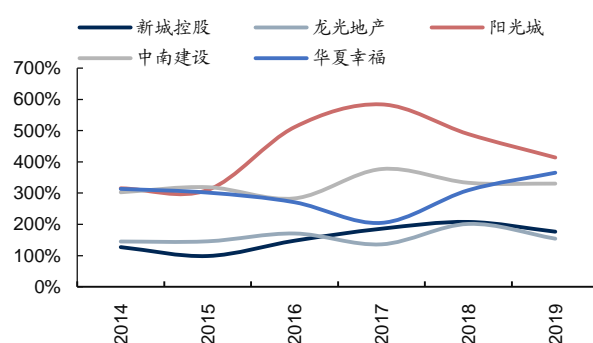
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 部分房企历年杠杆率 (2)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 部分房企历年杠杆率 (3)



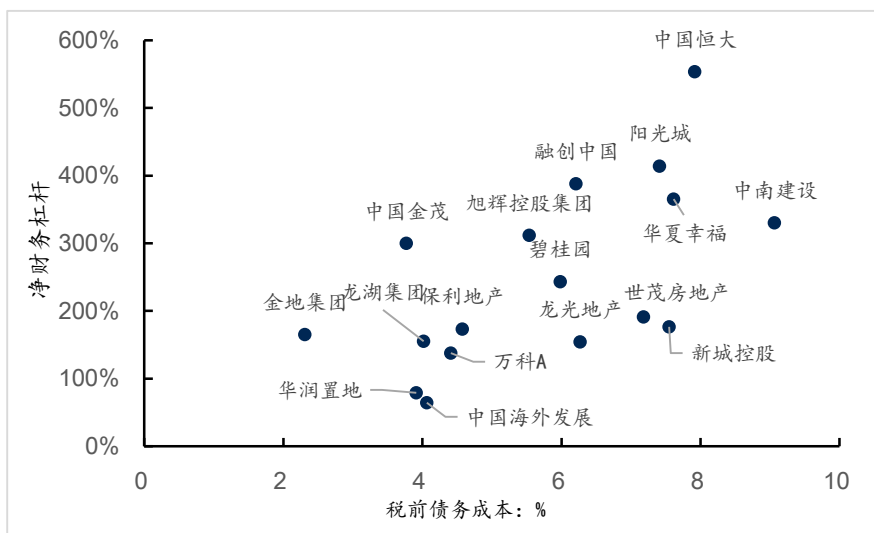
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

债务成本小幅上升

我们用税前利息净支出 (利息费用+资本化利息-利息收入) 与净有息负债余额的比值来衡量房企的债务成本。此指标考虑了利息收入和在手现金的影响, 因此与企业披露的平均债务融资成本在数值上并不完全一致。

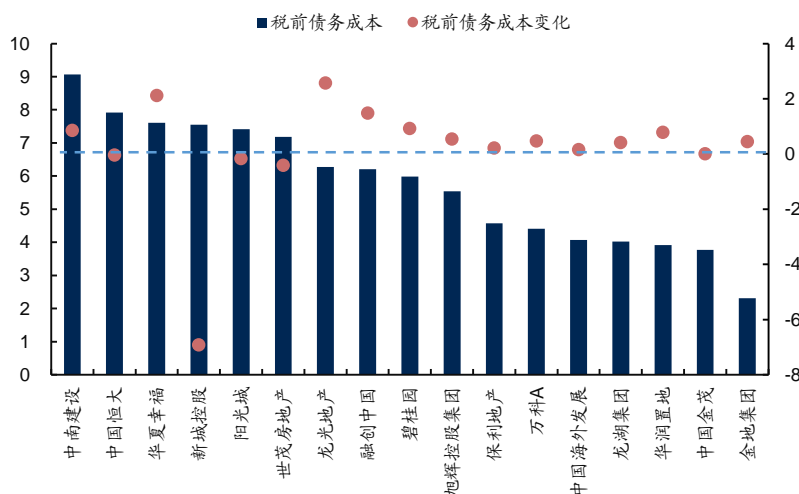
17 家样本房企 2019 年平均税前债务成本为 5.8%, 相对 2018 年上升 0.2pct, 延续了 2018 年开始的上升趋势, 但梯度明显放缓。多数样本房企债务成本基本保持稳定, 但成本上升的房企达到 14 家。债务成本下降的有新城控股 (-6.9%)、世茂房地产 (-0.4%) 和阳光城 (-0.2%), 变动较大的有新城控股 (-6.9%)、华夏幸福 (+2.1%) 和融创中国 (+1.5%)。整体上看, 公司税前债务成本与公司的财务杠杆率有比较明显的正相关关系。

图 41: 公司税前债务成本与财务杠杆率明显正相关 (单位: %)



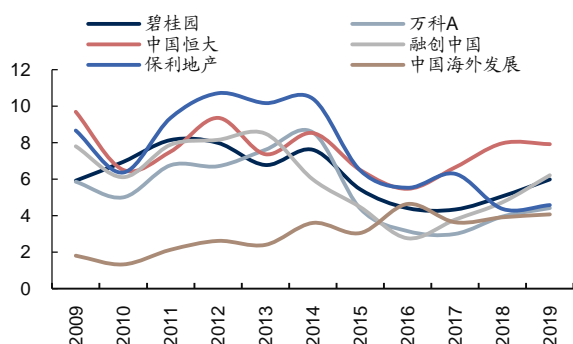
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 样本房企 2019 年税前债务成本及变化 (单位: %)



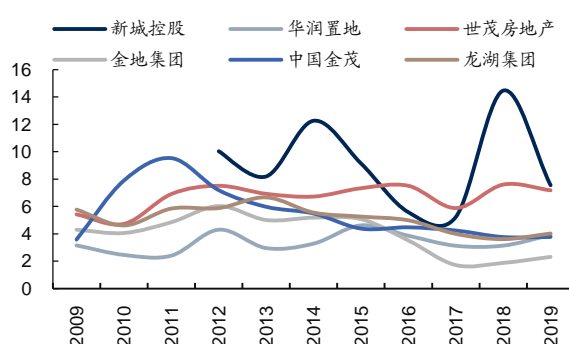
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 43: 部分房企历年税前债务成本 (单位: %)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 44: 部分房企历年税前债务成本 (2) (单位: %)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

结论: 短期政策放松可期, 长期关注价值提升

短期: 2015 至 2017 加速扩张的支撑退去, 三季度政策放松可期

从前面的分析可以看出, 2019 年样本房企延续了 2018 年开始的减速发展态势, 扩张速度进一步下降, 因而出现净经营资产增速降低、自由现金流改善等财务表现。更重要的是, 这样的减速趋势与客观上的基数效应、债务限制关系不大, **更主要的原因是房企扩张意愿的降低。**

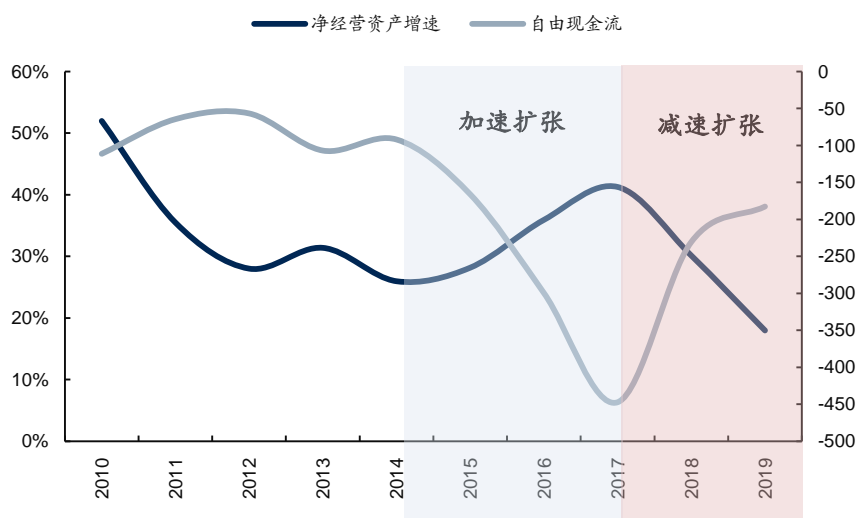
基于房企的扩张行为, 我们可以将 2015 到 2019 年划分为两个阶段: 阶段一, **2015 至 2017 年的加速扩张阶段**, 此阶段房企净经营资产增速提升, 自由现金流迅速下降; 阶段二, **2018 至 2019 年的减速扩张阶段**, 此阶段房企净经营资产增速下降, 自由现金流迅速好转。

站在当下, 我们认为 2015 至 2017 房企的加速扩张支撑了 2018 年和 2019 年销售, 即我们一直以来坚持的“供给驱动成交”逻辑。延续此逻辑, 由于 2018 和 2019 两年扩张大幅放缓, 大大削弱了供给驱动的基础, 今明两年新开工和

推盘速度都会相对继续下降，如果需求端政策不发生足够幅度的调整，去化率将继续下行，销售下行的趋势很难发生方向性改变，短期的销售回暖不宜做线性外推。

因此，销售延续下行趋势、房企扩张积极性维持低位，是短期内行业的重要特征。这一特征也是我们看好下半年出现需求端政策宽松的逻辑起点：一方面，销售下行本身会削弱房价上涨的动力（大概率在三季度出现），进而减小政策放松面临的压力；另一方面，房企扩张动机是土地市场维持整体热度的必要条件，本年土地市场并不具备大幅回暖的基础，地方政府财政压力的增大（有可能在三四季度出现）也会提升政策放松动机。

图 45：样本房企连续两年扩张减速（单位：%、亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 46：去化周期缓慢上行，新开去化有所反弹但不该回落趋势



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

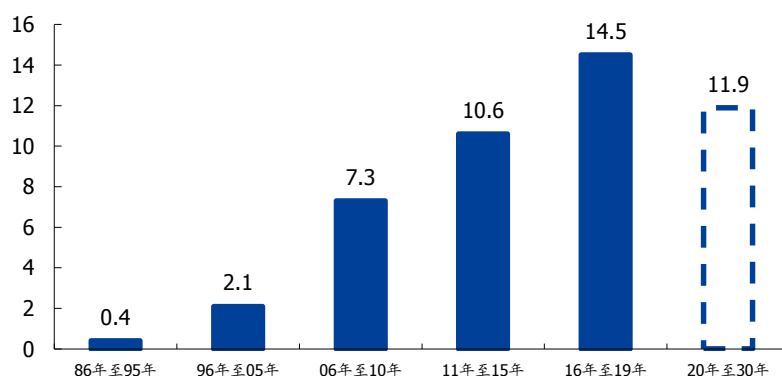
长期：淡化政策周期，关注价值提升

首先，上文分析中有 3 个结论值得关注：一是自由现金流随扩张速度降低而明显改善，二是近年典型房企 ROIC 保持较低位的稳定，三是 ROE 对财务杠杆依赖程度的下降。我们认为，由于房地产开发模式在可预见的未来不会发生本质改变，那么**短周期下行阶段的财务表现，可以合理外推至更长周期**。

其次，根据测算，我们认为未来十年内商品住宅需求并不会明显萎缩，年均销售面积大致为 12 亿平方米，虽然相对 16 年到 19 年 14.5 亿平米的年均销售面积有所下降，但从历史上看，处 86 年以来的次高水平，甚至高于 10 年至 15 年的 10.6 亿平方米，即**长周期来看，行业规模将基本稳定，行业增速将继续下行**。

因此，**长周期看，在规模不再迅速增加的情况下，房企价值提升的可能途径有二**：一是 ROIC 持续提升，可以降低 ROE 对财务杠杆的依赖，降低分母端的风险溢价；二是自由现金流持续改善，现金分红比率将持续提升，EPS 不变的情况下，分子端每股现金分红提升。

图 47：未来十年年均需求面积仍处高位（单位：亿平方米）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所预测

投资建议

短期视角：地产股核心逻辑为基本面下行背景下，下半年有望出现政策放松，这是短期内的一个重要预期差。此外，当前地产股估值水平几乎处于近 10 年最低水平，市场已经将行业空间有限、政策延续“房住不炒”等利空因素充分 price in，加之较高的股息率，估值进一步下降的概率和空间都不大。**16-19 销售高峰**积累了大量业绩，随着竣工上修、交房结算，**20/21 两年业绩确定性增长**，这将驱动板块实现绝对收益。推荐金地集团、华夏幸福、保利地产、荣盛发展。

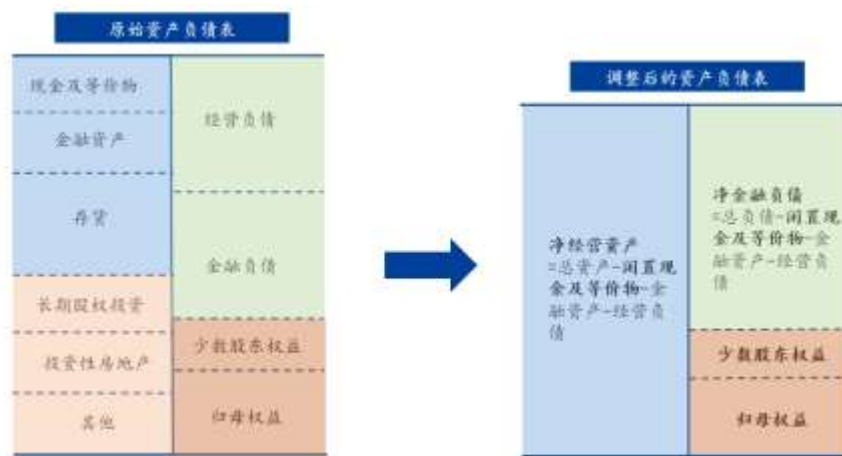
长期视角：重点看好以下两类房企：一是 ROIC 改善空间大的房企，推荐金地集团、中南建设、华润置地、荣盛发展、华夏幸福；二是 FCFF 改善、现金分红比率有望提升的房企，推荐保利地产、中国海外发展。

附录

借鉴管理用报表系统的逻辑，将公司活动分为经营活动和金融活动，经营活动

包含主营业务，也包含部分投资活动（对应为长期股权投资等经营性资产的增减），金融活动包含筹资活动，也包含了部分投资活动（对应金融资产的增减）。

图 48：资产负债表调整示意图



资料来源：国信证券经济研究所整理

相关公式为：

经营资产 = 总资产 - 闲置现金及现金等价物 - 金融资产；

经营负债 = 总负债 - 短期借款 - 长期借款 - 应付债券 - 其他金融负债；

净经营资产 = 经营资产 - 经营负债；

净金融负债 = 总负债 - 经营性负债 - 金融性现金及现金等价物 - 金融资产；

净经营资产 = 净金融负债 + 归母权益 + 少数股东权益 = IC；

NOPLAT = 净利润 + (利息费用 + 资本化利息 - 利息收入) * (1 - T) - 其他非经营性损益 * (1 - T) - 非经常性损益 * (1 - T)；

ROIC = NOPLAT / IC = 息前税后经营利润 / 净经营资产；

FCFF = NOPLAT - 净经营资产净增加 = 净利润 + (利息费用 - 利息收入 + 资本化利息) * (1 - T) - 净经营资产净增加。

(各类指标的分析讨论、计算思路和可能存在的误差，详见我们的相关报告。)

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

风险提示

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

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所整理

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032