

推荐（维持）

寻求规模增长、盈利能力和财务安全的平衡点

2019年内房股年报业绩综述

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.35	-5.55	7.20
相对表现	-4.60	-2.90	2.29



相关报告

- 《3月数据迎来修复，一二二手房成交环比继续改善：房地产行业周报（04.12-04.18）》2020-04-19
- 《复工潮带动地产各项数据显著改善，预计后续行业景气度仍将持续回升：一季度统计局数据点评》2020-04-19
- 《人民币新发可交债，美元债二级回稳、一级承压：中资地产债市3月回顾》2020-04-17

分析师 董浩

执业证号：BOI846
852-25105555
hao.dong@cricsec.com

联系人 吴威

852-25105555
wuwei@ehousechina.com

投资要点

- 业绩稳健增长，但因结算增速下降和利润率下滑而承压。**2019年样本房企营收同比+20.7%，增速较2018年下降19.6个PCT；归母净利润同比+8.9%，增速较2018年下降5.8个PCT（剔除中国恒大后，样本房企归母净利润增速+19.9%）；核心净利润2716.5亿元，同比-1.6%。营收增速下滑的主要原因是2017年后全国商品房销售金额增速下降，导致期内房企结算金额增速放缓。归母净利润增速不及营收增速的主要原因是：1)当年毛利率较上年下滑3.7个PCT至28.9%；2)三费占比较上年提升0.5个PCT至9.9%；3)少数股东权益占比较上年小幅提升0.7个PCT至22.5%。2019年样本房企ROE达19.8%，较2018年提升1.2个PCT，在销售净利率和总资产周转率下滑背景下，ROE增长主要源于权益乘数的提升。
- 销售仍保持较高增长，土地投资回归一二线。**2019年样本房企销售金额同比+20.7%，增速较2018年下滑16.7个PCT；销售面积同比+20.7%，增速较2018年下滑5.3个PCT；受新冠疫情冲击房企2020年销售目标谨慎但不悲观，预期销售增速均值为12.5%。土地投资方面，样本房企拿地面积同比+7.0%，其中中国恒大、融创中国、世茂房地产、中国金茂、绿城中国等拿地面积增速较高。样本房企拿地面积一线/二线/三四线城市占比分别为6.0%/51.9%/42.1%，相比于2018年分别变化+0.7/+7.3/-7.9个PCT，规模型房企主动从三四线城市向一二线城市回归。
- 净负债率持续降低，融资成本和债务结构整体稳定。**2019年样本房企平均净负债率82.4%，较2018年下降2.0个PCT，在行业规模见顶，融资重要性不断提升的行业背景下，降杠杆成为部分房企2019年的主旋律。2019年样本房企综合融资成本6.6%，较2018年小幅提升0.2个PCT。短期借款与有息负债占比33.5%，较2018年提升0.8个PCT；现金短债比1.7倍，较2018年下降0.3倍，整体能够较好覆盖短期借款。
- 投资建议：**受到结算规模增速下降和毛利率下滑影响，2019年内房整体业绩增速有所下滑，房企之间分化进一步加剧，在实现规模增长、盈利能力和财务安全三者之间寻找较好的平衡点成为部分房企2020年亟待解决的命题。伴随着疫情对于行业销售影响逐步淡化，我们认为城市布局优异，财务状况良好的房企有望持续受益于政策和流动性边际改善，推荐行业首选配置组合：【金地集团】、【龙湖集团】、【万科A】（财务健康叠加基本面良好，全年销售不悲观），同时推荐大湾区旧改资源充沛标的：【龙光地产】、【中国奥园】、【时代中国控股】，建议积极关注【中骏集团控股】、【弘阳地产】等。
- 风险提示：**新冠疫情影超预期，行业销售下滑超预期，政策逆周期调控力度不及预期。

内容目录

一、业绩稳健增长，但增速放缓	3
二、销售仍保持较高增长，土地投资回归一二线	8
三、净负债率持续降低，融资成本和债务结构整体稳定	9

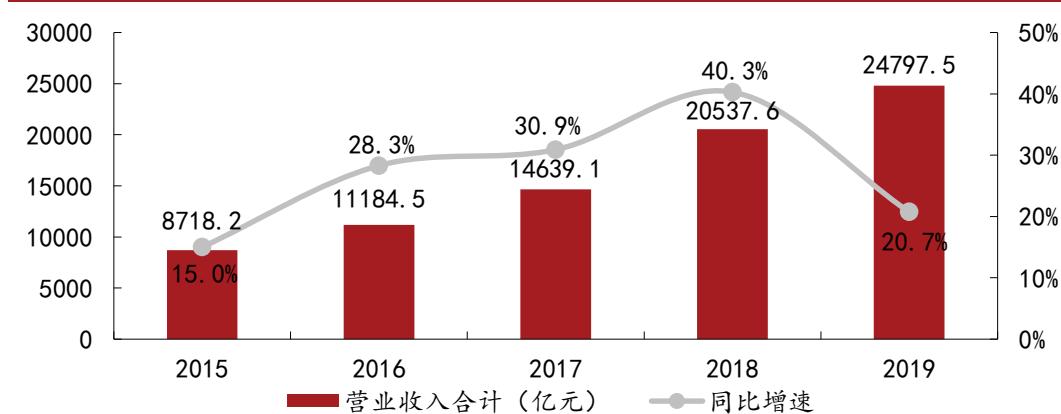
图表目录

图 1: 2015-2019 年样本房企营业收入及增速	3
图 2: 2015-2019 年样本房企归母净利润及增速	3
图 3: 2015-2019 年样本房企三费占比	4
图 4: 2015-2019 年样本房企少数股东损益/净利润	4
图 5: 2015-2019 年样本房企毛利率	4
图 6: 2015-2019 年样本房企净利率	4
图 7: 2019 年样本房企毛利率	5
图 8: 2019 年样本房企核心净利率	5
图 9: 2015-2019 年样本房企分红总额及增速	7
图 10: 2015-2019 年样本房企分红比例	7
图 11: 2014-2019 年样本房企 ROE	7
图 12: 2019 年样本房企 ROE	8
图 13: 2015-2019 年样本房企销售金额及增速	8
图 14: 2015-2019 年样本房企销售面积及增速	8
图 15: 2020 年样本房企目标销售金额及预期增速	9
图 16: 2015-2019 年样本房企拿地面积及增速	9
图 17: 2017-2019 年样本房企拿地城市能级占比（面积口径）	9
图 18: 2015-2019 年样本房企净负债率	10
图 19: 2015-2019 年样本房企加权融资成本	10
图 20: 2015-2019 年短期借款及增速	12
图 21: 2015-2019 年现金及现金等价物和增速	12
图 22: 2015-2019 年样本房企短期借款/有息负债	12
图 23: 2015-2019 年样本房企现金短债比	12
表 1: 样本房企 2018、2019 年毛利率及其变化	5
表 2: 样本房企 2018、2019 年核心净利率及其变化	6
表 3: 样本房企 2018、2019 年净负债率及其变化	10
表 4: 样本房企 2018、2019 年融资成本及其变化	11

一、业绩稳健增长，但增速放缓

业绩稳健增长，但整体盈利因结算增速下降和利润率下滑而承压。2019 年样本房企营收 24794.6 亿元，同比+20.7%，增速较 2018 年下滑 19.6 个 PCT；归母净利润 2719.2 亿元，同比+8.9%，增速较 2018 年下滑 5.8 个 PCT（剔除中国恒大后，样本房企归母净利润增速同比+19.9%）；核心净利润 2716.5 亿元，同比-1.6%（不含花样年控股和当代置业）。营收增速下滑的主要原因是 2017 年后全国商品房销售金额增速下降，导致期内房企结算金额增速放缓。此外，归母净利润增速不及营收增速的主要原因是：1) 当年毛利率较上年下滑 3.7 个 PCT 至 28.9%；2) 三项费率占比较上年提升 0.5 个 PCT 至 9.9%；3) 少数股东权益占净利润比重较上年小幅提升 0.7 个 PCT 至 22.5%。

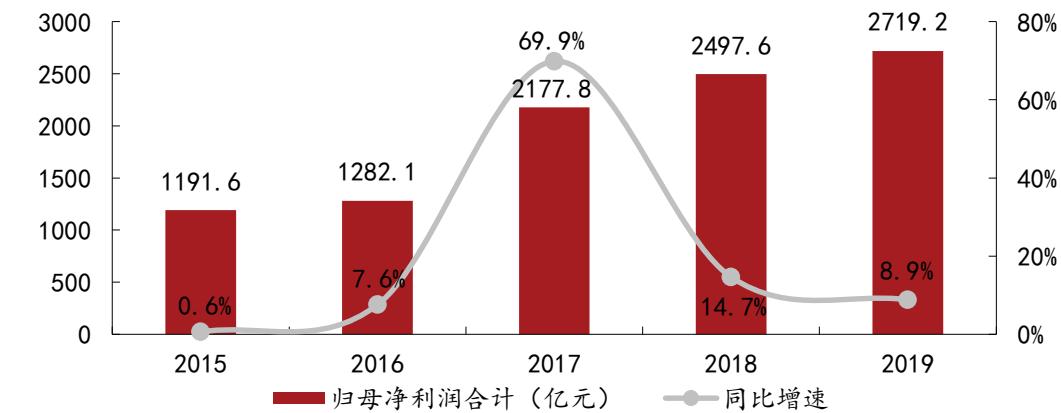
图 1：2015-2019 年样本房企营业收入及增速



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

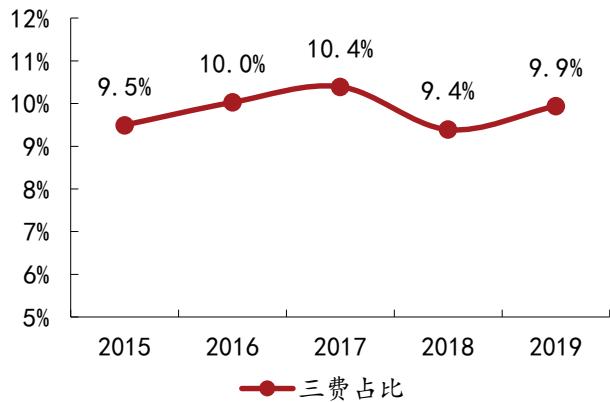
备注：25 家样本房企分别为碧桂园、中国恒大、融创中国、中国海外发展、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、旭辉控股集团、中国金茂、融信中国、正荣地产、绿城中国、雅居乐集团、中国奥园、佳兆业集团、龙光地产、合景泰富集团、时代中国控股、宝龙地产、禹洲地产、中骏集团控股、富力地产、越秀地产、花样年控股、当代置业。如果没有特别备注，下文同。

图 2：2015-2019 年样本房企归母净利润及增速



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 3: 2015-2019 年样本房企三费占比



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

图 4: 2015-2019 年样本房企少数股东损益/净利润



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

限价项目进入结算周期拉低毛利率水平。2019 年, 样本房企毛利率 28.9%, 较 2018 年下降 3.6 个 PCT; 净利率 11.0%, 较 2018 年下降 0.9 个 PCT。毛利率下滑的主要原因或是: (1) 2017 年限价政策在主要城市陆续出台, 根据结算节奏推算, 部分受限价政策影响的项目大部分在 2019 年步入结算周期, 拉低毛利率水平; (2) 前期较高的利息资本化逐步体现为营业成本, 也对当期毛利率造成一定影响。

图 5: 2015-2019 年样本房企毛利率



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

图 6: 2015-2019 年样本房企净利率

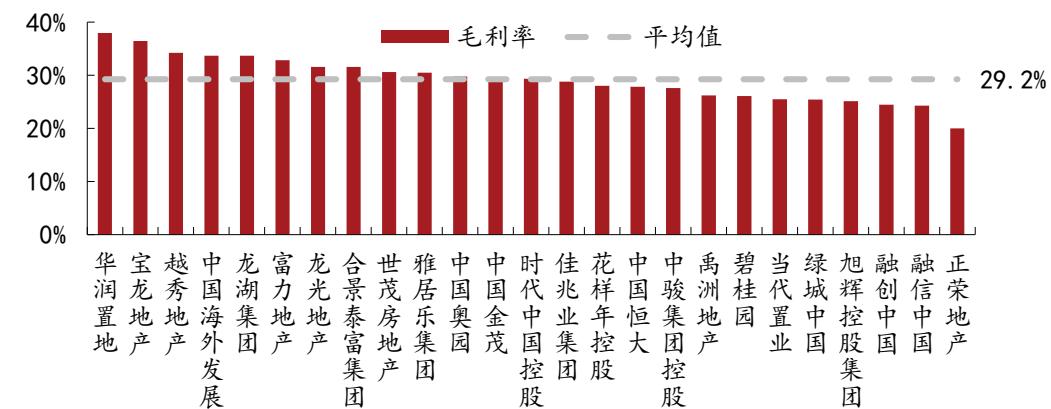


数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

房企盈利能力持续分化。分企业来看, 华润置地、宝龙地产、越秀地产、中国海外发展、龙湖集团位列毛利率 TOP5, 远高于样本房企平均值 29.2%, 一方面源于部分房企拥有国企/央企背景, 市场和非市场化拿地, 不抢高地价项目, 成本可控, 例如越秀地产、中国海外发展、华润置地等; 另一方面部分房企商业和住宅协同发展, 降低综合拿地成本, 例如龙湖集团、宝龙地产、华润置地等。核心净利润率方面,

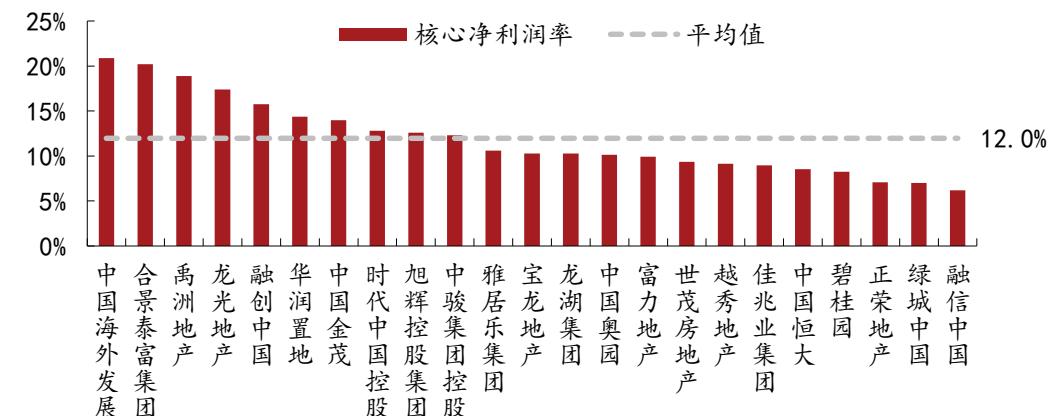
中国海外发展、合景泰富集团、禹洲地产、龙光地产、融创中国核心净利润率分别为 20.9%/20.2%/18.9%/17.4%/15.7%，样本房企平均值 12.0%，房企盈利能力持续分化。

图 7：2019 年样本房企毛利率



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 8：2019 年样本房企核心净利润率



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

表 1：样本房企 2018、2019 年毛利率及其变化

企业简称	2018 年毛利率 (%)	2019 年毛利率 (%)	毛利率变化 (PCT)
绿城中国	22.8	25.4	2.6
越秀地产	31.8	34.2	2.5
当代置业	23.2	25.5	2.2
融信中国	23.5	24.2	0.8
旭辉控股集团	25.0	25.1	0.1
佳兆业集团	28.8	28.8	0.0
龙湖集团	34.1	33.6	-0.5
融创中国	25.0	24.5	-0.5

世茂房地产	31.5	30.6	-0.9
碧桂园	27.0	26.1	-1.0
合景泰富集团	32.8	31.5	-1.3
中国奥园	31.1	29.7	-1.3
时代中国控股	30.9	29.3	-1.6
花样年控股	29.9	28.0	-1.9
宝龙地产	38.5	36.4	-2.1
龙光地产	33.7	31.5	-2.2
正荣地产	22.8	20.0	-2.8
富力地产	36.4	32.8	-3.6
禹洲地产	30.7	26.2	-4.5
中国海外发展	38.2	33.7	-4.5
华润置地	43.4	37.9	-5.5
中骏集团控股	34.6	27.6	-7.0
中国金茂	37.5	29.4	-8.1
中国恒大	36.2	27.8	-8.4
雅居乐集团	43.9	30.5	-13.5

数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

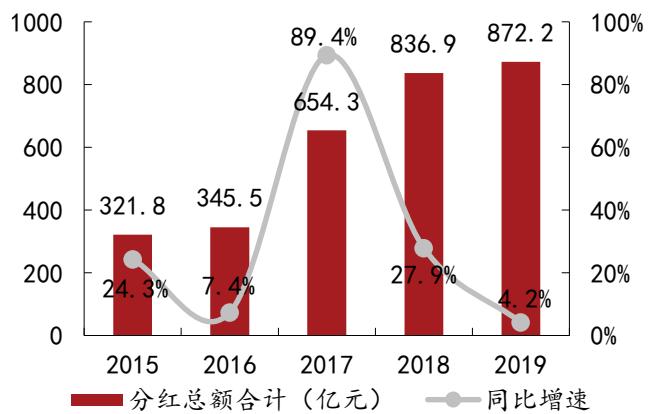
表 2: 样本房企 2018、2019 年核心净利率及其变化

企业简称	2018 年核心净利率 (%)	2019 年核心净利率 (%)	核心净利率变化 (PCT)
禹洲地产	14.0	18.9	4.9
龙光地产	15.9	17.4	1.5
中国金茂	13.0	14.0	1.0
宝龙地产	9.4	10.3	0.9
绿城中国	6.3	7.0	0.7
时代中国控股	12.2	12.8	0.6
中国奥园	9.9	10.1	0.2
中骏集团控股	12.3	12.3	0.0
正荣地产	7.4	7.1	-0.3
旭辉控股集团	13.0	12.6	-0.5
世茂房地产	10.0	9.4	-0.6
碧桂园	9.0	8.2	-0.7
龙湖集团	11.0	10.3	-0.8
融信中国	7.2	6.2	-1.1
雅居乐集团	11.8	10.6	-1.2
融创中国	17.0	15.7	-1.3
越秀地产	10.6	9.2	-1.5
华润置地	15.9	14.4	-1.5
中国海外发展	22.5	20.9	-1.6
佳兆业集团	10.8	9.0	-1.9
富力地产	12.3	9.9	-2.4
中国恒大	16.7	8.5	-8.2
合景泰富集团	48.6	20.2	-28.4

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

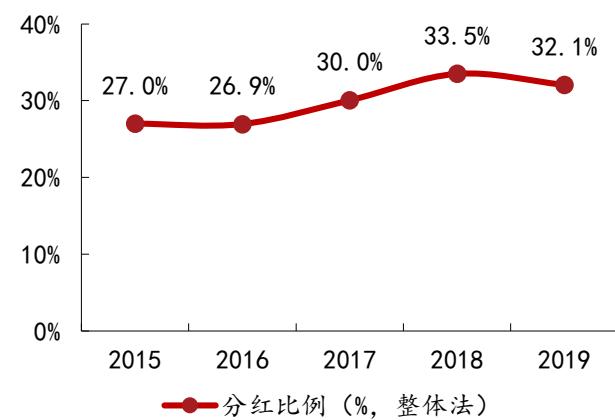
分红比例维持高位。2019 年样本房企分红总额 872.2 亿元，同比+4.2%，增速较 2018 年下滑 23.7 个 PCT。虽然受行业盈利增速下滑以及年初新冠疫情的影响，但整体来看房企仍然进行了较为慷慨的分红措施，最近分红率均保持在 30%以上水平。

图 9：2015-2019 年样本房企分红总额及增速



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 10：2015-2019 年样本房企分红比例



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

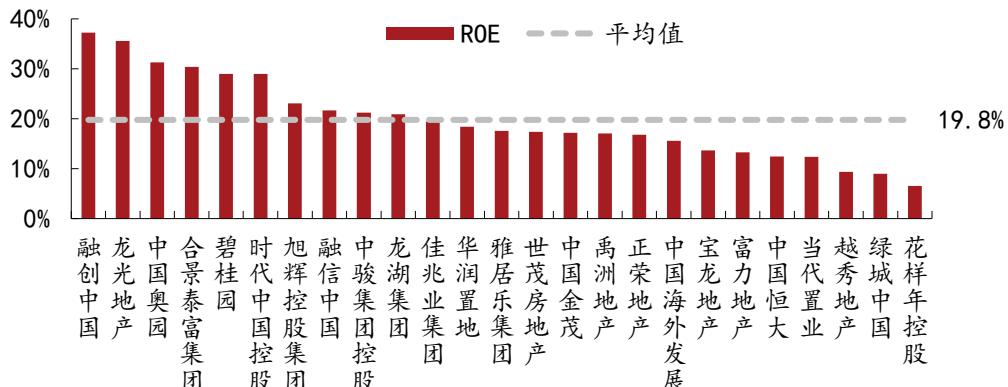
权益乘数增长带动 ROE 提升。2019 年样本房企 ROE 达 19.8%，相比于 2018 年 +1.2pct，在销售净利率和总资产周转率皆出现下滑背景下，ROE 提升主要源于权益乘数提高。分企业来看，融创中国、龙光地产、中国奥园、合景泰富集团、碧桂园的 ROE 位列 TOP5。

图 11：2014-2019 年样本房企 ROE



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 12: 2019 年样本房企 ROE

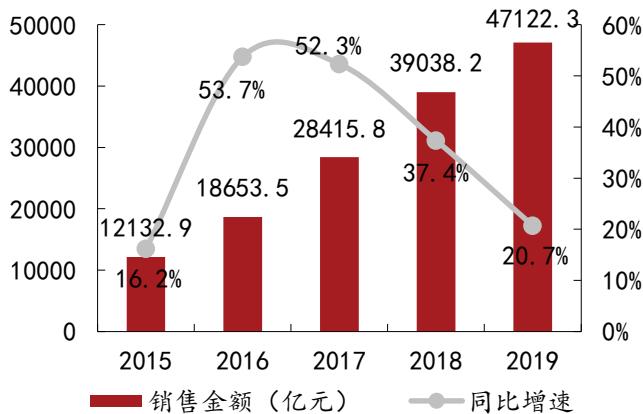


数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

二、销售仍保持较高增长，土地投资回归一二线

销售金额稳步提升，**2020** 年受疫情影响整体目标谨慎但不悲观。2019 年样本房企实现销售金额 47122.3 亿元，同比+20.7%，增速较 2018 年下降 16.7 个 PCT；实现销售面积 34408.4 万平方米，同比+20.7%，增速较 2018 年下降 5.3 个 PCT；销售均价 13695 元/平方米，与 2018 年基本持平。受到新冠疫情冲击，样本房企**2020** 年销售目标预期增速 12.5%，目标较谨慎但并不悲观，其中中国金茂、龙光地产、禹洲地产、宝龙地产、花样年控股等预期增速超过 20%。

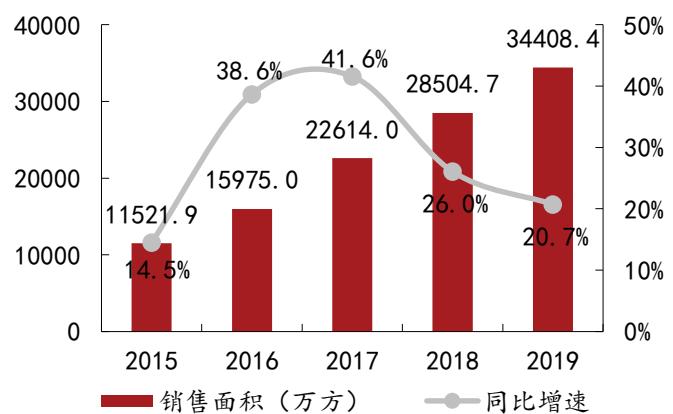
图 13: 2015-2019 年样房企销售金额及增速



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

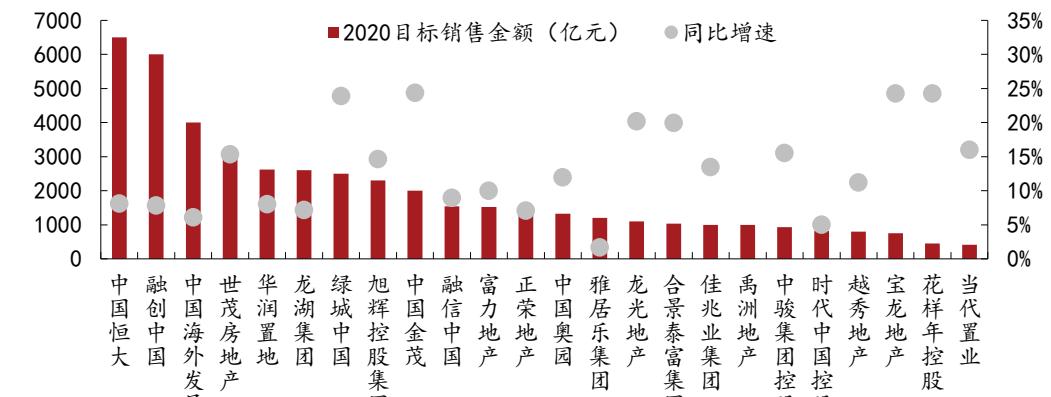
备注: 碧桂园和富力地产为权益口径，其他房企为全口径，右同

图 14: 2015-2019 年样房企销售面积及增速



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

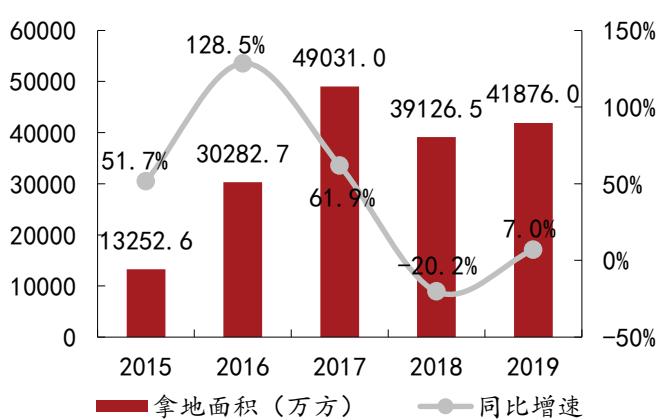
图 15: 2020 年样本房企目标销售金额及预期增速



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

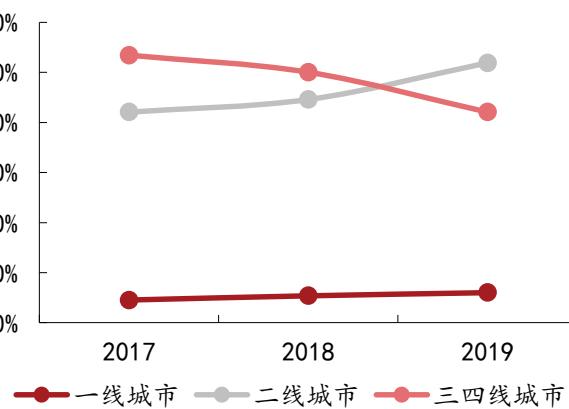
2019 年拿地较谨慎，城市能级逐步向一二线城市回归。2019 年，样本房企拿地面积 41876.0 万平方米，同比+7.0%，增速略有回升，其中中国恒大、融创中国、世茂房地产、中国金茂、绿城中国等房企拿地面积增速相对较高，补库存意愿明显。样本房企拿地面积一线/二线/三四线城市占比分别为 6.0%/51.9%/42.1%，相比于 2018 年分别变化+0.7/+7.3/-7.9 个 PCT，规模型房企主动从三四线城市向一二线城市回归。

图 16: 2015-2019 年样本房企拿地面积及增速



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

图 17: 2017-2019 年样本房企拿地城市能级占比 (面积口径)



数据来源: CRIC, Wind, 克而瑞证券研究院

三、净负债率持续降低，融资成本和债务结构整体稳定

净负债率持续降低。2019 年样本房企平均净负债率达 82.4%，相比于 2018 年-2.0

个 PCT，其中融信中国、佳兆业集团、宝龙地产净负债率分别-35.0、-92.0、-20.4 个 PCT，降净负债效果明显，在行业规模见顶，融资重要性不断提升的行业背景下，降杠杆成为部分房企 2019 年的主旋律。伴随着多家房企持续降低净负债率的决定和意愿，净负债率有望进一步降低。

融资成本整体较为平稳。2019 年样本房企综合融资成本 6.6%，较 2018 年小幅提升 0.2 个 PCT，大中型房企整体融资成本呈小幅下行趋势，世茂房地产、中国金茂、融信中国、正荣地产融资成本-0.2、-0.17、-0.24、-0.3 个 PCT；中小型房企融资成本略有提升，富力地产、当代置业融资成本分别+0.86、+1.70 个 PCT。

图 18：2015-2019 年样本房企净负债率



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 19：2015-2019 年样本房企加权融资成本



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

表 3：样本房企 2018、2019 年净负债率及其变化

企业简称	2018 年净负债率 (%)	2019 年净负债率 (%)	净负债率变化 (PCT)
佳兆业集团	236.0	144.0	-92.0
融信中国	105.0	70.0	-35.0
宝龙地产	101.6	81.2	-20.4
花样年控股	77.4	73.5	-3.9
华润置地	33.9	30.3	-3.6
碧桂园	49.6	46.3	-3.3
龙湖集团	52.9	51.0	-1.9
禹洲地产	67.0	65.6	-1.3
中骏集团控股	60.4	60.0	-0.4
中国海外发展	33.7	33.7	0.0
世茂房地产	59.4	59.7	0.3
当代置业	81.9	82.7	0.8
正荣地产	74.0	75.2	1.2

旭辉控股集团	67.2	68.5	1.3
雅居乐集团	79.1	82.8	3.7
龙光地产	63.2	67.4	4.2
时代中国控股	62.6	67.2	4.6
中国金茂	78.2	83.1	4.9
中国恒大	151.9	159.3	7.4
绿城中国	55.3	63.2	7.9
合景泰富集团	66.4	75.4	9.0
越秀地产	61.2	74.0	12.8
富力地产	184.1	198.9	14.8
中国奥园	58.9	74.9	16.0
融创中国	149.4	172.3	22.9

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 4：样本房企 2018、2019 年融资成本及其变化

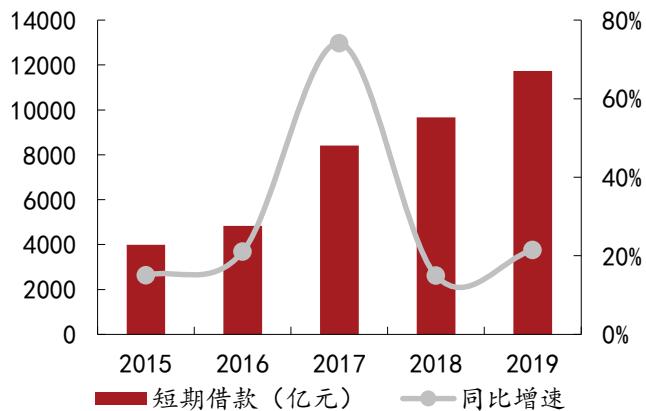
企业简称	2018 年融资成本 (%)	2019 年融资成本 (%)	融资成本变化 (PCT)
正荣地产	7.80	7.50	-0.30
融信中国	7.09	6.85	-0.24
世茂房地产	5.80	5.60	-0.20
时代中国控股	7.70	7.50	-0.20
中国金茂	5.11	4.94	-0.17
禹洲地产	7.23	7.12	-0.11
绿城中国	5.40	5.30	-0.10
中国海外发展	4.30	4.21	-0.09
华润置地	4.47	4.45	-0.02
龙湖集团	4.55	4.54	-0.01
宝龙地产	6.48	6.47	-0.01
龙光地产	6.10	6.10	0.00
合景泰富集团	6.40	6.40	0.00
中国奥园	7.40	7.50	0.10
越秀地产	4.82	4.93	0.11
旭辉控股集团	5.80	6.00	0.20
碧桂园	6.11	6.34	0.23
中骏集团控股	6.40	6.70	0.30
佳兆业集团	8.42	8.80	0.38
雅居乐集团	6.49	7.10	0.61
富力地产	5.74	6.60	0.86
中国恒大	8.13	8.99	0.86
当代置业	8.20	9.90	1.70

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

房企现金充裕，短债压力整体不大。2019 年样本房企短期借款（含长期借款当期到期部分）合计 11738.0 亿元，同比+21.5%，增速相比于 2018 年+6.5 个 PCT，短期借款与有息负债占比 33.5%，相比于 2018 年小幅提升 0.8 个 PCT，主要源于

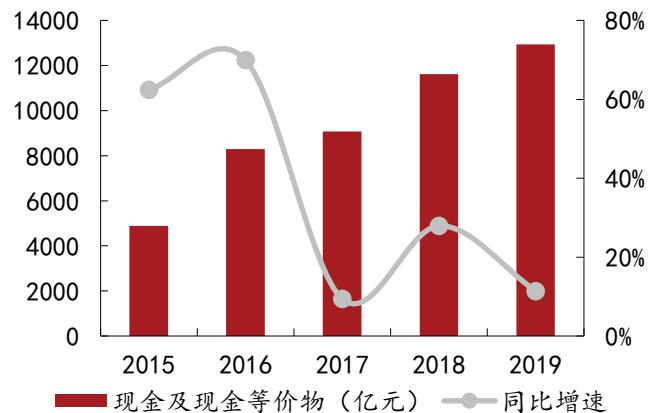
前期的有息负债迎来还款兑付期，其中中国海外发展、旭辉控股集团、绿城中国、中国奥园、佳兆业集团短期借款增速超过 50%。样本房企现金及现金等价物合计 12885.7 亿元，同比+11.0%，现金短债比 1.7（算术平均），较 2018 年减少 0.3 个 PCT，依然能够较好的覆盖短期借款，整体短债压力不大。

图 20：2015-2019 年短期借款及增速



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 21：2015-2019 年现金及现金等价物和增速



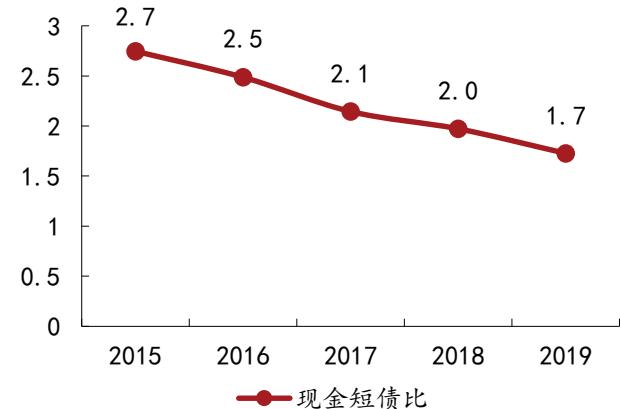
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 22：2015-2019 年样本房企短期借款/有息负债



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 23：2015-2019 年样本房企现金短债比



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

投资建议：受到结算规模增速下降和毛利率下滑影响，2019 年内房整体业绩增速有所下滑，房企之间分化进一步加剧，在实现规模增长、盈利能力和财务安全三者之间寻找较好的平衡点成为部分房企 2020 年亟待解决的命题。伴随着疫情对于行业销售影响逐步淡化，我们认为城市布局优异，财务状况良好的房企有望持续受益于政策和流动性边际改善，推荐行业首选配置组合：【金地集团】、【龙湖集团】、【万科 A】（财务健康叠加基本面良好，全年销售不悲观），同时推荐大湾区旧改资源充沛标的：【龙光地产】、【中国奥园】、【时代中国控股】，建议积极关注【中骏集团控股】、【弘阳地产】等。

风险提示：新冠疫情影超预期，行业销售下滑超预期，政策逆周期调控力度不及预期。

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到10%之间

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司（“克而瑞”）编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。

本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保証此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。

本文件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。

本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。