

回避（首次）

未来毛利率仍承压，再融资能力成主要风险点

禹洲集团 01628.HK

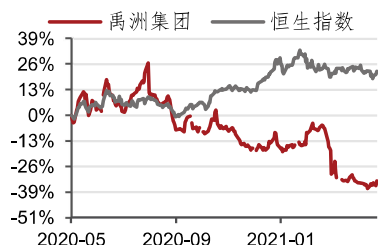
基础数据（CNY）

现金及等价物（亿）	235.9
总资产（亿）	1,782.0
总负债（亿）	1,439.0
所有者权益（亿）	343.0
净债务（亿）	1,203.1

克而瑞证券首次发布禹洲集团（01628.HK）信用深度分析报告，给予公司关联债券“回避”评级。

本篇报告从公司当前负债结构、存量/新增项目利润率、土储规模、销售增速等角度进行分析测算，支持评级结论如下：（1）公司再融资成本边际提升；（2）公司短期低毛利率阵痛仍将延续；（3）公司土地储备保障度下降。

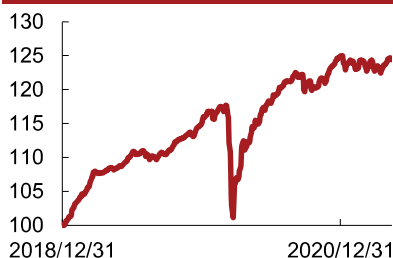
近一年股价走势图



核心观点

- 结算量价齐跌致上年业绩大幅下滑。公司2020年实现收入同比下降55.2%至104.1亿，实现股东应占核心净利润同比下降97.1%至1.17亿，毛利率由2019年26.2%下降21.6 PCT至4.6%。管理层将业绩大幅下跌原因归结为：1）受疫情影响，部分项目交付延迟；2）部分项目因审计原因，当期无法在合并报表层面确认；3）高地价低毛利率项目以及无毛利率项目销售结转。

克而瑞中国地产债券领先指数走势图



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券

- 公司未来再融资能力成为影响信用风险的重要因素。截至2020年末，公司有息债务总额639亿元，其中短期占比约30%。净负债率/现金短债比/经调整资产负债率由19年底的67.0%/2.33/79.2%变化至85.8%/1.83/77.9%，三道红线指标仍为仅触碰一条。在当前行业信贷政策持续收紧的环境下，房企经营容错率进一步降低。公司业绩下滑、评级下降叠加现金流指标不佳或导致公司融资渠道受限及综合融资成本提高。此外，包括与同一实际控制人名下的禹洲金控香港、厦门港谊集团等多个主体平台形成的或有表外资产体系，可能进一步加剧地产平台后期融资难度。

- 公司存量低毛利项目仍未消化完毕，且2020年后新增项目盈利性不乐观。根据公司年报披露的项目列表测算，公司存量低毛利率项目占比仍然较大，测算毛利率低于25%的项目占比54%，其中负毛利率，即销售即亏损的项目占比约为6%，短期内利润或难改善。2020年公司新增17幅招拍挂地块、4幅收并购项目及3幅城市更新项目，对应权益拿地总支出300亿元（其中包含城市更新项目78.19亿元），拿地力度进取。但根据测算，公司新增地块整体毛利率约为23.1%左右，其中3幅地块测算毛利率为负，未来项目毛利率改善情况仍待观测。

- 风险提示：公司销售不及预期；行业调控政策超预期

分析师 董浩

执业证号：BOI846

hao.dong@cricsec.com

联系人 陈雨桦

chenyuhua@cric.com

联系人 李凯

li.kai@cricsec.com

公司财务数据

利润表 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	13671.8	21700.7	24305.9	23240.7	10411.6
营业成本	8712.9	14017.6	16838.6	17149.0	9931.7
毛利	4958.9	7683.1	7467.2	6091.7	479.9
销售费用	293.2	490.8	459.2	659.6	428.0
管理费用	402.9	499.9	606.2	1090.6	803.7
财务费用	245.7	496.7	223.4	181.6	124.3
其他费用/(-收入)	-179.6	5.7	-556.1	-2444.6	-1023.1
除税前溢利	4196.8	6190.1	6734.7	6604.5	147.0
所得税费用	2108.3	3063.0	3008.6	2637.7	-81.2
净利润	2088.5	3127.1	3726.1	3966.8	228.2
少数股东损益	313.6	337.0	221.2	361.0	111.2
归属于母公司净利润	1774.9	2790.0	3504.9	3605.8	117.0

财务指标	2016	2017	2018	2019	2020
盈利能力					
ROE	17.9%	17.9%	17.4%	13.8%	0.7%
毛利率	36.3%	35.4%	30.7%	26.2%	4.6%
除税前利润率	30.7%	28.5%	27.7%	28.4%	1.4%
销售净利率	15.3%	14.4%	15.3%	17.1%	2.2%
成长能力					
营业收入增长率	31.8%	58.7%	12.0%	-4.4%	-55.2%
除税前溢利增长率	33.5%	47.5%	8.8%	-1.9%	-97.8%
净利润增长率	25.2%	49.7%	19.2%	6.5%	-94.2%
偿债能力					
资产负债率	83.0%	78.2%	81.4%	80.4%	80.8%
流动比率	147.2%	131.5%	140.2%	160.0%	155.0%
速动比率	63.9%	74.1%	69.9%	94.5%	79.7%

每股指标与估值	2016	2017	2018	2019	2020
每股指标					
EPS	0.47	0.70	0.78	0.71	0.00
BVPS	2.05	3.06	3.76	5.05	6.02
估值					
P/E	3.8	2.6	2.3	2.5	1,999.0
P/B	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3
P/S	0.7	0.5	0.4	0.4	1.0

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020
现金及现金等价物	15598.6	15596.2	27162.2	28455.7	23586.5
应收账款及其他应收款项	5078.8	18083.8	15845.2	35142.4	41217.5
存货	29408.5	27559.1	45346.1	49087.6	71546.7
其他流动资产	1818.9	1902.0	2117.1	1866.1	2743.2
流动资产合计	51992.3	63158.9	90470.7	119797.0	147233.0
固定资产及在建工程	1061.7	874.7	934.0	2802.9	2548.6
长期股权投资	7518.2	8140.2	10525.8	12864.1	15289.4
无形资产、商誉	100.4	0.0	1133.1	724.1	741.2
其他非流动资产	795.6	741.3	1986.9	907.6	2250.3
非流动资产合计	16868.3	16746.0	24592.3	26638.2	30965.0
资产总计	68860.5	79904.8	115063.0	146435.1	178198.1
短期借贷及长期借贷	4807.8	16704.3	16429.7	15271.6	18883.7
应付账款及其他应付款项	5979.0	5153.5	6857.1	9783.0	8850.9
合同负债	19940.0	18136.0	24059.3	28050.8	32042.3
其他流动负债	1574.9	4600.9	12653.2	16697.5	31197.1
流动负债合计	35326.7	48012.5	64520.1	74851.3	95015.6
长期借款	20979.0	10863.1	27202.2	40396.9	45016.0
其他长期负债	882.1	3585.9	1910.4	2459.3	3863.6
非流动负债合计	21861.1	14449.0	29112.5	42856.2	48879.5
负债合计	57187.8	62461.6	93632.7	117707.5	143895.1
股本	324.5	356.0	410.0	447.1	489.1
储备	10667.3	15632.4	19656.1	22745.8	22563.4
少数股东权益	1006.6	1061.8	1943.8	5824.5	9673.5
负债和股东权益总计	68860.5	79904.8	115063.0	146435.1	178198.1

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020
净利润	1774.9	2790.0	3504.9	3605.8	117.0
折旧摊销	38.7	0.0	77.1	83.2	76.8
营运资本变动	4698.6	4348.6	4268.0	1883.8	1533.8
利息净支出	161.6	401.4	-113.9	-203.9	-416.2
其他非现金调整	-774.3	-1375.7	-4578.9	-11228.0	-11011.8
经营活动现金流	5899.6	6164.4	3157.3	-5859.2	-9700.4
资本支出	162.4	477.6	50.0	24.0	130.8
其他	-1695.4	-1407.1	-4656.4	1446.0	-1539.1
投资活动现金流	-7953.7	-2034.3	-1587.8	-18943.9	-3539.8
债务融资	6398.9	1780.7	9034.9	20956.2	8231.2
权益融资	-157.7	1051.6	928.2	-384.3	-513.8
其它	73.5	-7062.1	-83.7	4728.4	555.2
筹资活动现金流	6314.8	-4229.8	9879.5	25300.4	8272.6
汇率变动	364.6	97.4	117.1	796.2	98.4
现金净增加额	4625.3	-2.3	11566.0	1293.5	-4869.2

数据来源: Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

内容目录

一、结算量价齐跌致公司 2020 年业绩大幅下滑	4
二、公司未来再融资能力成为影响信用风险重要因素。	7
三、部分存量项目毛利率仍较低，预计对 2021 年业绩形成拖累	11
四、新增项目盈利性难言乐观	14
风险提示	16
评级指南及免责声明	17

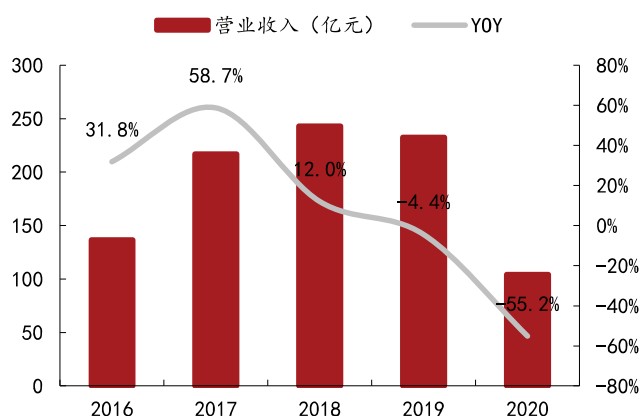
图表目录

图 1：公司近年营业收入及增速	4
图 2：公司近年毛利润及增速	4
图 3：公司近净利润及增速	4
图 4：公司近年归母净利润及增速	4
图 5：26 家 A/H 上市房企经营指标	5
图 6：公司近年毛利率变化趋势	6
图 7：公司近年合约销售均价及增速	6
图 8：公司近年有息负债情况	7
图 9：公司近年净负债率变化趋势	7
图 10：公司近年现金短债比变化	7
图 11：公司近年剔除预收款后资产负债率变化趋势	7
图 12：存量项目测算毛利率分布	11
图 13：招拍挂地块中分级溢价率地块占比	14
图 14：新增项目测算毛利率分布	15
图 15：新增项目分级测算毛利率权益建面占比	15
表 1：部分延迟交付项目	5
表 2：嘉御风华项目明细	6
表 3：公司近年高溢价成交地块明细	6
表 4：公司 2021 年债券到期情况	8
表 5：穆迪长期公司家族评级（外币）	8
表 6：穆迪高级无抵押评级（外币）	9
表 7：公司指标处于可比公司末位	9
表 8：部分存量低毛利率项目明细（按照测算毛利率降序排列）	12
表 9：2020 年新增项目明细	15

一、 结算量价齐跌致公司 2020 年业绩大幅下滑

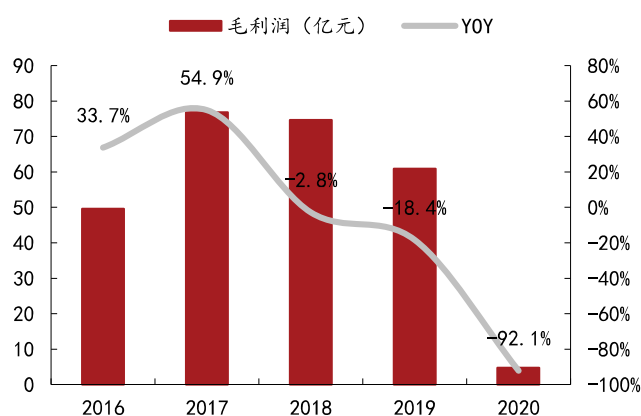
公司 2020 年实现收入同比下降 55.2% 至 104.1 亿，实现股东应占核心净利润同比下降 97.1% 至 1.17 亿，毛利率由 2019 年 26.2% 下降 21.6PCT 至 4.6%。管理层将大幅下跌原因归结为：1) 受到疫情影响，某些项目交付延迟；2) 部分项目因审计原因，当期无法在合并报表层面确认；3) 高地价低毛利率项目以及无毛利率项目销售结转。对比 26 家 “B” 档评级公司，公司营业收入/毛利率/净利率在中均处于靠后水平。

图 1：公司近年营业收入及增速



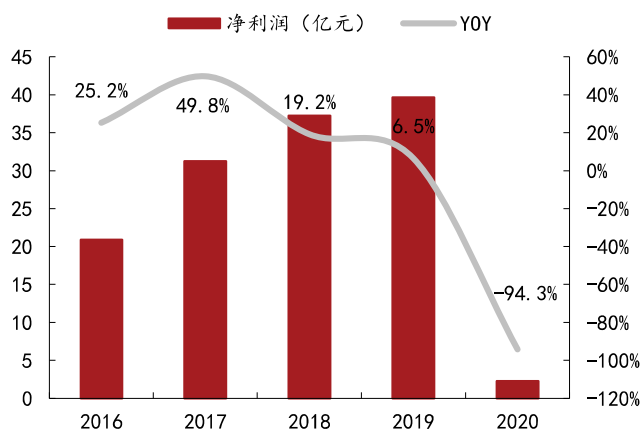
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 2：公司近年毛利润及增速



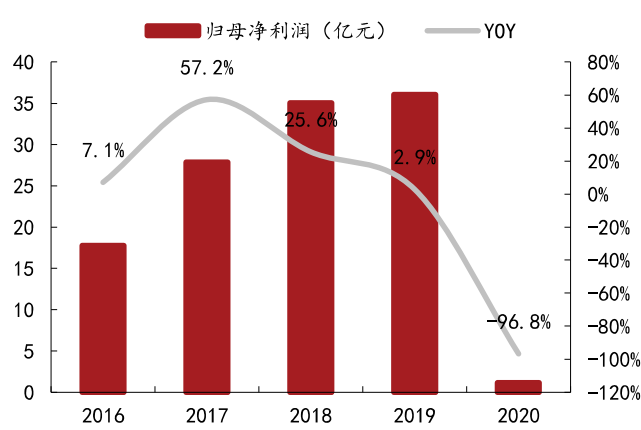
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 3：公司近净利润及增速



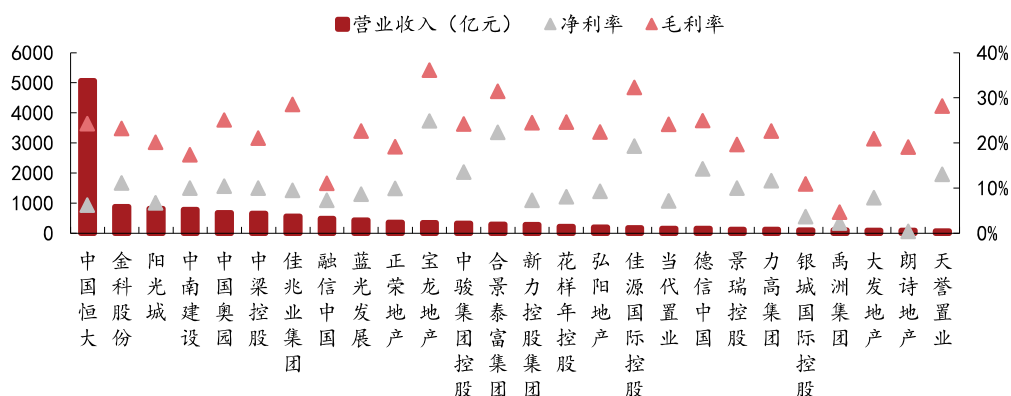
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 4：公司近年归母净利润及增速



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 5：26 家 A/H 上市房企经营指标



注：可比公司为 26 家 A/H 上市公司穆迪/标普/惠誉评级处于 B 档的房企
数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

1) 项目交付延迟导致收入未结转。公司称受到新冠肺炎影响，上海、武汉及唐山等地的物业项目的开发进度及物业交付有所延期，导致收入及利润递延确认。依据公司 2020 年年报和半年报，我们筛选了部分下半年无新交付面积的位于上海、武汉及唐山的项目，并挑选了 3 个项目进行了本应结转收入估算，具体估算假设如下：

- 1) 假设本应结转面积为 2020 年中报中披露的已售未交房面积。
- 2) 预估税后售价按照除税后项目开盘平均售价，税率为 9%。
- 3) 本应转收入 = 预估税后售价 × 已售未交房面积

经测算，以上 3 个项目的延迟交付影响收入约 56.7 亿元。公司 2020 年收入同比下降 128.3 亿元，以上 3 个项目可解释其中 44.2%。

表 1：部分延迟交付项目

项目	位置	平均楼面地价 (元/平米)	已售未交房面积 (万方)	权益占比	预估税后售价 (元/平米)	未结转收入估算 (亿元)
丰南新城	唐山	2135	32	100%	6972	22.4
朗廷元着	武汉	5771	2	98%	16556	2.7
金茂悦	上海	21093	8	50%	41595	31.6
小计			41			56.7

注：公司拥有金茂悦项目控股权，为并表项目
数据来源：公司公告、公开信息、克而瑞证券研究院整理

2) 部分项目因审计原因，当期无法在合并报表层面确认。例如扬州嘉誉风华项目，截至 2020 年 12 月 31 日公司权益占比为 40%，公司称上半年计入非全资子公司，并将进行并表；而年底时，审计师出于谨慎原则认为该项目未达到并表条件，即该项目计入联营公司报表，导致收入无法体现。经估算，若该项目正常并表，可为公司带来 17.3 亿元收入。

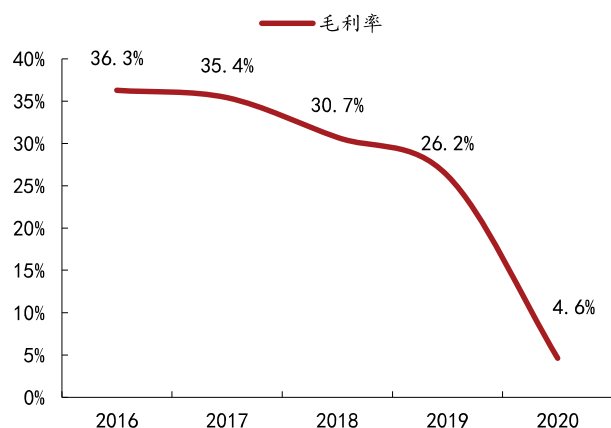
表 2：嘉御风华项目明细

项目	位置	楼面价 (元/平米)	已结转面积 (2019, 万方)	已结转面积 (2020, 万方)	未结转面积 (万方)	总未售面积 (万方)	权益	税后均价 (元/平米)	预计收入 (亿元)
嘉御风华	扬州	1838	0.0	10.6	4.0	2.9	40%	16352	17.3

数据来源：公司年报、克而瑞证券研究院

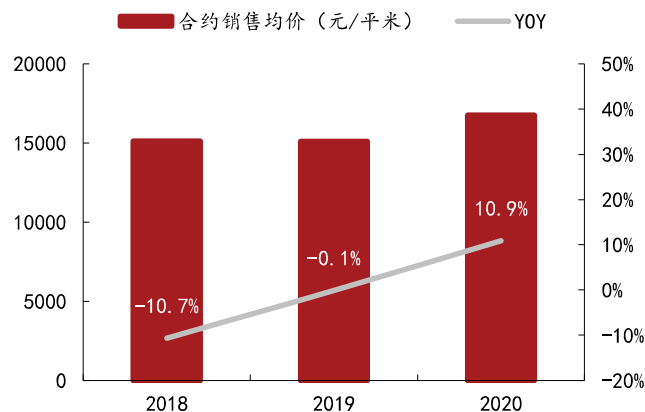
3) 高地价低毛利率项目以及无毛利率项目销售结转。自 2017 年以来，公司毛利率长期处于下降区间，主要由于公司前期年高溢价成交地块集中交付所致，如如合肥瑶海 E1601 地块溢价率为 294%，镇江 2017-1-30 地块溢价率为 430%。同时公司销售均价并无显提高，2020 年合约销售均价为 16756 元，同比仅上升 10.9%。

图 6：公司近年毛利率变化趋势



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 7：公司近年合约销售均价及增速



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 3：公司近年高溢价成交地块明细

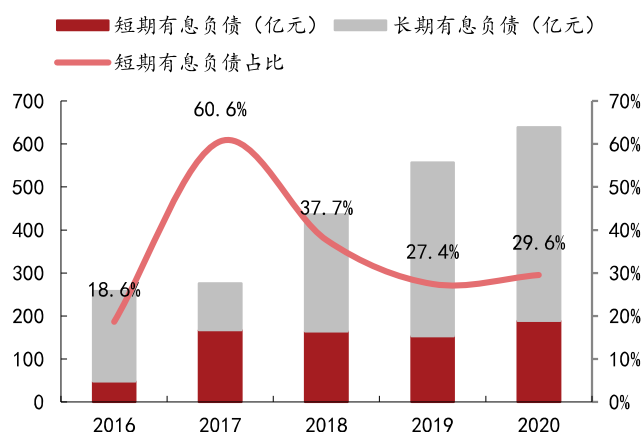
成交日期	城市	地块名称	占地面积 (万方)	总建面 (万方)	成交总价 (亿元)	成交楼板价 (元/平米)	溢价率
2016/4/28	合肥	合国土资公告 (2016) 5 号	2	6	7.2	12120	383.3%
2016/4/28	合肥	合国土资公告 (2016) 5 号	9	23	23.9	10170	294.2%
2016/5/20	合肥	合国土资公告 (2016) 23 号	6	10	11.2	11079	177.0%
2016/8/26	厦门	土地市场告字 (2016) 第 055-060 号	4	9	28.0	32821	183.7%
2017/2/15	镇江	句经地交告 (2017) 字第 1 号	5	6	2.5	3972	430.0%
2017/6/16	南京	2017 年宁溧经网挂第 02 号	4	8	5.9	7035	134.0%
2017/10/26	南京	宁溧经网挂 (2017) 07 号	7	15	11.5	7847	109.0%
2018/3/13	泉州	南国土资告字 (2018010) 号	2	5	1.6	3071	75.0%
2019/5/16	成都	成公资土拍告 (2019) 18 号	2	3	6.0	18400	134.0%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

二、公司未来再融资能力成为影响信用风险重要因素

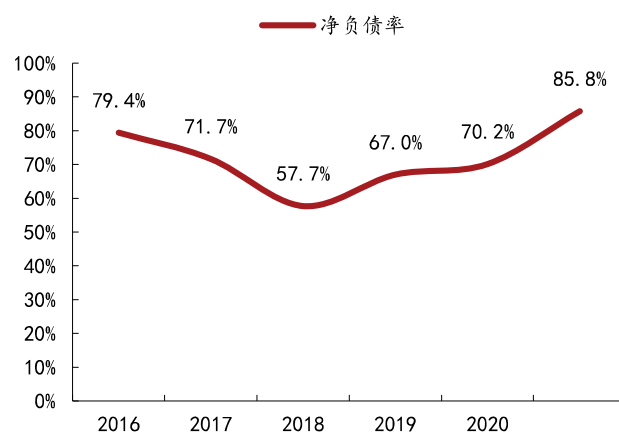
截至 2020 年末，公司净负债率/现金短债比/经调整资产负债率由 19 年底的 67.0%/2.33/79.2%变化至 85.8%/1.83/77.9%，经调整资产负债率略有改善，三道红线指标仍为仅触碰一条，仍处于黄档。公司有息债务总额约 639.0 亿元，其中短期/长期有息负债分别为 188.8 亿元/450.2 亿元，短期负债占比约 29.6%。

图 8：公司近年有息负债情况



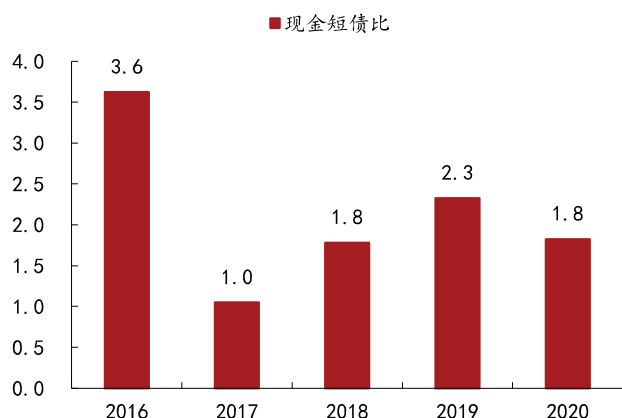
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 9：公司近年净负债率变化趋势



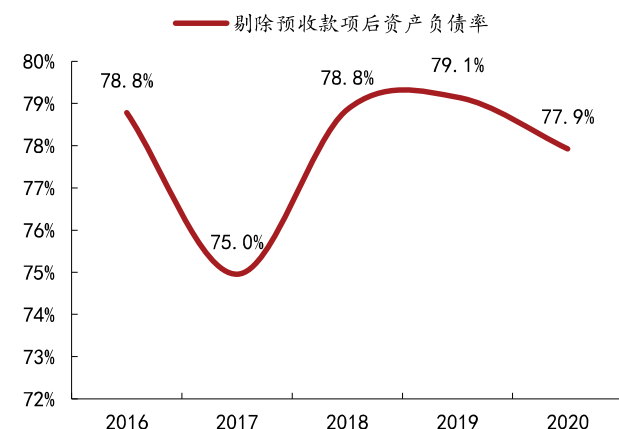
注：现金为总现金（包括受限制现金及无抵押定期存款）
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 10：公司近年现金短债比变化



注：现金为总现金（包括受限制现金及无抵押定期存款）
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 11：公司近年剔除预收款后资产负债率变化趋势



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

公司年后通过偿还数笔借款，短期流动性压力有所减弱。公司 2021 年到期债务总额约 188.8 亿元，根据公开信息，公司已偿还金额约 82.9 亿元，其中于 2021 年 1 月偿还约 5.8 亿元物业 ABS，于 2020 年 3 月提前偿还 2017 银团尾款约 10.7 亿元、3.5 亿元美元债，于 4-5 月返售 20 亿元公司债券，偿还 3.5 亿元美元债。剩余待偿金额约 105.9 亿元，对于未偿还部分 2021 到期债务，公司同样做了融资计划安排，短期内流动性压力较低。

表 4：公司 2021 年债券到期情况

	债务类型	2021 到期情况	融资计划
境外	美元债	3.2 亿美元，2021 年 3 月到期；3.5 亿美元，2021 年 5 月到期	已偿还
	银团/银行贷款	5 月到期 2017 银团尾款约人民币 10.7 亿元；其他境外银行贷款约 26.1 亿元	已完成 21 银团融资，尾款已于 2021 年 3 月初偿还
境内	公司债券	人民币 30 亿元，2021 年 8-9 月到期	人民币 46.5 亿元公司债券额度，已获证监会批复
		人民币 20 亿元，2021 年 4 月可回售期	已返售
	境内开发贷	约人民币 30.8 亿	按销售进度偿还
	信托	人民币 19 亿元	资金可覆盖
	物业 ABS	人民币 5.76 亿元，2021 年 1 月到期	已现金偿还
总计		约人民币 188.8 亿元	

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

但中长期来看，公司再融资风险值得关注。由于公司 2020 年业绩大幅下滑，评级机构穆迪于 2021 年 3 月 23 日将公司长期公司家族评级由 Ba3 降至 B1，将高级无抵押评级由 B1 下调至 B2，且展望为负面。从现金流指标来看，公司处于可比公司末位，总债务/EBITDA、净债务/EBITDA、EBITDA 利息覆盖率分别为 185.06 倍、85.23 倍及 0.07 倍，均位于 26 房企中最后一位。公司业绩下滑、评级下降叠加现金流指标不佳或会制约公司融资渠道，包括与同一实际控制人名下的禹洲金控香港、厦门港谊集团等多个主体平台形成的或有表外资产体系，或进一步加剧地产平台后期融资难度。

表 5：穆迪长期公司家族评级（外币）

日期	当前评级	行动
2021/3/23	B1	下调
2020/6/23	Ba3	确认
2020/4/9	Ba3	观望，或下调评级
2017/11/28	Ba3	上调
2016/12/28	B1	维持评级
2016/10/18	B1	维持评级
2014/9/3	B1	维持评级
2014/1/17	B1	维持评级
2013/9/27	B1	维持评级

2010/11/9	B1	新评级
-----------	----	-----

数据来源: Moody's, 克而瑞证券研究院

表 6: 穆迪高级无抵押评级 (外币)

日期	当前评级	行动
2021/3/23	B2	下调
2020/6/23	B1	确认
2020/4/9	B1	观望, 或下调评级
2017/11/28	B1	确认
2017/10/27	B1	观望, 或下调评级
2016/12/28	B1	维持评级
2016/10/18	B1	维持评级
2014/9/3	B1	上调
2014/1/17	B2	维持评级
2013/9/27	B2	维持评级
2013/6/20	B2	从预期评级转为最终评级
2013/6/19	B2	无变化

数据来源: Moody's, 克而瑞证券研究院

表 7: 公司指标处于可比公司末位

公司名称	评级日期	评级机构	评级 (分档)	评级 (B-/B/B+)	EBITDA (亿元)	总债务 / EBITDA	净债务 / EBITDA	EBITDA 利息覆盖倍数 (X)
宝龙地产	2020/8/31	穆迪	B1	B+	148.69	4.48	2.58	3.63
合景泰富集团	2020/4/29	穆迪	B1	B+	113.89	6.84	2.92	2.01
融信中国	2021/4/8	穆迪	B1	B+	55.24	13.01	8.86	1.03
金科股份	2021/4/12	穆迪	B1	B+	134.68	7.29	4.06	14.48
中骏集团控股	2018/3/20	标普	B+	B+	73.52	6.33	3.41	2.27
中梁控股	2021/3/29	穆迪	B1	B+	110.18	4.91	2.00	2.11
朗诗地产	2019/11/5	穆迪	B2	B	5.72	11.47	2.28	1.01
中国奥园	2021/4/19	穆迪	B1	B+	150.57	7.66	4.18	1.94
佳源国际控股	2021/4/13	穆迪	B2	B	63.98	3.34	1.63	2.60
新力控股集团	2020/6/10	穆迪	B2	B	51.41	5.77	2.36	2.06
中南建设	2020/9/16	穆迪	B1	B+	116.83	6.84	4.03	1.69
德信中国	2019/7/15	穆迪	B2	B	36.83	7.72	3.48	2.20
蓝光发展	2021/5/5	穆迪	B2	B	55.57	12.75	7.39	6.23
正荣地产	2019/4/9	穆迪	B1	B+	64.40	10.45	3.87	1.36
天誉置业	2019/6/28	惠誉	B-	B-	19.97	4.35	3.20	2.88
中国恒大	2020/6/23	穆迪	B1	B+	858.52	8.38	6.27	3.42
阳光城	2020/1/23	穆迪	B1	B+	99.63	10.26	5.26	10.60
佳兆业集团	2019/5/15	穆迪	B1	B+	134.54	9.03	5.88	1.17
弘阳地产	2021/4/19	穆迪	B2	B	39.95	8.09	4.26	1.30
力高集团	2021/3/10	惠誉	B+	B+	21.59	9.32	2.92	1.28
花样年控股	2019/4/3	穆迪	B2	B	72.98	6.42	2.57	2.08
景瑞控股	2018/4/12	穆迪	B2	B	31.19	7.66	3.28	1.57

大发地产	2019/6/6	穆迪	B2	B	15.11	8.37	3.56	1.25
银城国际控股	2020/5/28	穆迪	B2	B	9.16	15.68	8.67	1.03
当代置业	2020/11/2	穆迪	B2	B	33.07	7.44	3.18	1.54
禹洲集团	2021/3/23	穆迪	B1	B+	3.45	185.06	85.23	0.07

注：EBITDA 为除税前溢利/利润总额+折旧/摊销，利息为经营性现金流—已付利息

数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

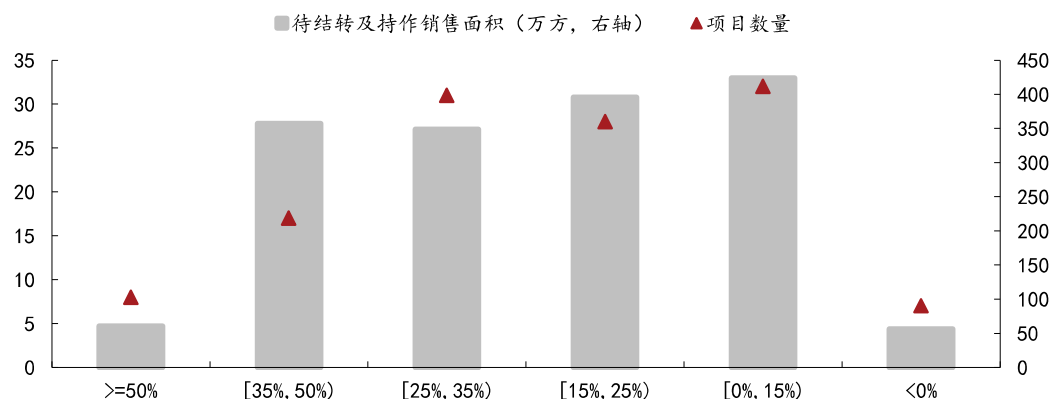
三、部分存量项目毛利率仍较低，预计对 2021 年业绩形成拖累

存量低毛利项目仍未消化完毕，或对 2021 年利润表产生持续影响。我们依据公司年报中披露的项目列表，剔除待结转及持作销售面积之和小于 5000 平方米的项目及少部分因时间久远无法获得售价信息的项目，对剩余 123 个项目进行了毛利率测算，具体测算方法和假设如下：

- 1) 公式：毛利率 = $\frac{(\text{除税后售价} - \text{项目地块成交楼面价} - \text{建安成本} - \text{配套及公建费} - \text{资本化利息})}{\text{除税后售价}}$ 。
- 2) 除税后售价按照项目开盘平均售价（若无平均售价，则取可比楼盘算术平均均价），9%税率计算。
- 3) 建安成本按照城市能级划分，一线、二线、三四线城市建安成本假设分别为人民币 4500 元、3500 元及 3000 元。
- 4) 配套及公建费按照 5% 的建安成本粗略计算。
- 5) 项目资本化利息依据公司年报中披露的资本化利息占当期销售比值进行计算，
即：项目资本化利息 = $\frac{\text{当期资本化利息}}{\text{当期合约销售金额}} \times \text{除税后售价}$ 。

经测算，123 个项目中，低毛利率项目，即测算毛利率低于 25% 项目共计 67 个，占比 54%，其中毛利率低于 15% 的项目有 37 个，占比 30%，毛利率为负，即销售即亏损的项目共计 6 个，其中位于厦门的禹洲璟阅城项目预估毛利率最低为 -52.5%。高地价低毛利项目仍未消化完毕，将影响公司后续盈利情况。

图 12：存量项目测算毛利率分布



数据来源：公司年报、CRIC、公开信息、克而瑞证券研究院整理

表 8：部分存量低毛利率项目明细（按照测算毛利率降序排列）

项目名称	城市	平均楼面价 (元/平米)	待结转面积 (万方)	持作销售面积 (万方)	权益占比	参考售价 (元/平米)	测算毛利率
洛克公园	苏州	13649	15.1	5.0	19%	27502	24.6%
和昌金域东方	南京	11242	13.1	0.2	9%	23745	24.4%
朗廷湾	佛山	4470	9.9	20.2	100%	12493	24.3%
樾山林语	南京	16615	3.7	3.4	20%	31879	24.1%
城上城	龙岩	1858	0.6	0.0	100%	7600	23.4%
望林府	杭州	24815	9.4	9.4	50%	43891	23.2%
茂悦中心	福州	11537	1.1	0.0	20%	23000	23.1%
宸悦	常州	12802	6.0	7.3	49%	24848	23.0%
朗廷雅筑	重庆	4100	5.6	25.7	49%	11685	22.7%
嘉誉公元	新乡	1262	19.0	6.8	51%	6600	22.3%
嘉誉山	苏州	8866	0.9	0.0	100%	18500	21.3%
溪堤尚城	厦门	1556	3.3	0.0	100%	7692	21.1%
宸风云庐	无锡	18000	6.9	7.4	40%	32587	21.0%
嘉誉山	石家庄	7168	1.7	2.1	80%	16500	20.3%
上东逸境	南京	12066	3.6	2.5	40%	23577	20.1%
国宸府	杭州	13473	21.1	6.4	23%	25600	20.1%
时代领峯	合肥	11739	14.3	10.1	40%	22352	20.0%
国宸府	扬州	8064	8.4	1.9	40%	16900	19.6%
丰南新城	唐山	2,135	76.9	1.1	100%	7600	19.4%
锦绣首玺	合肥	12915	9.9	0.5	40%	24536	19.3%
朗廷湾	青岛	10265	5.4	2.0	81%	20548	18.6%
运河与岸	苏州	13500	2.4	0.0	20%	25000	18.1%
平澜府	南京	4010	11.2	3.2	35%	11566	18.1%
晏山河	成都	18394	0.2	3.0	51%	31621	17.4%
山云庭	苏州	13867	4.1	5.8	49%	25275	17.4%
御江台	天津	21996	7.6	0.2	33%	35855	17.2%
云着花园	天津	13033	4.0	3.4	40%	23060	16.2%
橡树澜湾	苏州	11633	11.5	10.6	50%	21798	16.1%
白马涧项目	苏州	14763	0.0	6.5	49%	26000	15.8%
朗廷湾	福州	9558	2.6	0.0	100%	18087	15.4%
铂宸府	无锡	17305	6.1	8.9	50%	28500	15.0%
兰园	合肥	15691	16.2	6.0	50%	26948	14.8%
雍荣府	合肥	12177	15.3	7.1	34%	21975	14.1%
金茂逸墅	南京	3641	19.1	7.6	51%	10496	14.0%
禹洲广场	沈阳	1600	9.6	0.2	100%	7700	13.4%
嘉誉风华	郑州	2669	1.2	10.9	100%	7750	13.4%
龙子湖郡	蚌埠	631	44.4	6.7	100%	5000	12.8%
西城雅苑	郑州	2539	0.0	11.1	34%	7500	12.5%
新城晟昱	金华	7555	4.8	0.1	34%	14800	12.5%
星辰四季	苏州	14186	2.9	5.1	30%	24157	12.3%
玺湾	福州	14497	7.1	1.4	61%	23908	12.3%
建发央誉	南京	7847	6.8	1.2	20%	15781	12.2%
曦悦	佛山	7061	0.9	4.7	51%	13983	11.7%
嘉誉府	开封	3000	17.7	4.5	90%	8000	11.4%
嘉誉山河	成都	3640	0.6	3.3	100%	9500	11.3%

朗晴苑	佛山	2190	0.6	6.0	49%	6900	10.8%
中央广场	合肥	1421	16.6	10.4	65%	6500	9.7%
雍泽府	苏州	12942	5.0	0.0	51%	21000	8.9%
嘉誉府	泉州	1603	11.3	0.2	100%	6000	8.8%
嘉誉东方	合肥	4950	2.1	12.6	100%	10200	8.6%
禹洲城	合肥	3900	1.1	0.4	51%	9531	8.6%
禹洲府	上海	28972	2.5	0.1	40%	42799	8.1%
蔚蓝四季	苏州	9405	10.6	1.8	33%	16923	7.7%
平湖秋月	合肥	11086	1.3	0.0	100%	18165	6.6%
朗悦	佛山	4823	0.8	7.9	100%	10270	5.3%
名邦状元府	亳州	2506	3.1	0.1	50%	6700	3.2%
东岸朗廷	厦门	14208	11.4	5.4	33%	21750	3.1%
嘉誉风华	泉州	3071	3.2	0.0	100%	7300	2.3%
郎溪上里	合肥	10170	21.7	1.8	20%	16146	1.7%
雍锦府	重庆	5140	14.2	10.9	100%	10161	0.6%
嘉誉风华	苏州	9393	3.2	0.0	66%	14916	-0.3%
中粮都会 09	南京	7035	5.1	0.2	20%	11820	-8.2%
泊朗廷	杭州	20060	0.0	15.0	71%	25000	-8.3%
珑玥湾	合肥	12121	5.9	0.0	20%	16487	-9.2%
雍江府	漳州	10797	11.0	0.7	51%	14478	-9.8%
雍禧澜湾	漳州	10801	5.6	1.1	51%	12655	-25.0%
環阅城	厦门	32825	7.3	1.2	51%	27304	-52.5%

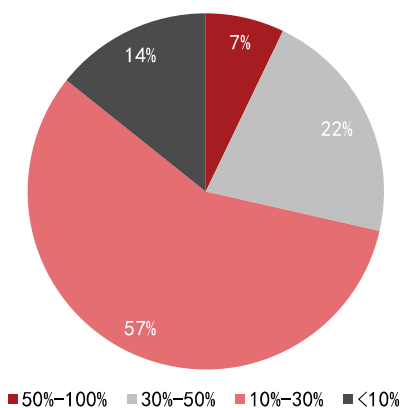
数据来源：公司年报、CRIC、公开信息、克而瑞证券研究院整理

四、新增项目盈利性难言乐观

公司 2020 年后新增项目盈利性不乐观，未来毛利率改善情况有待观测。2020 年公司新增 17 幅招拍挂地块、4 幅收并购项目及 3 幅城市更新项目，对应权益拿地总支出 300 亿元（其中包含城市更新项目 78.19 亿元），拿地力度进取。

从溢价率角度观测，公司新增地块溢价水平较过往已有所缓和，招拍挂项目整体溢价率为 25.3%，其中武汉地块成交溢价率最高为 86.9%，成交金额约 29 亿元，成交楼面价为 13003 元/平米。17 幅招拍挂地块中多数溢价率位于 10%至 30%之间，占比 57%，溢价率位于 50%-100%/30%-50%/<10%的地块分别占比 7%/22%/14%。

图 13：招拍挂地块中分级溢价率地块占比



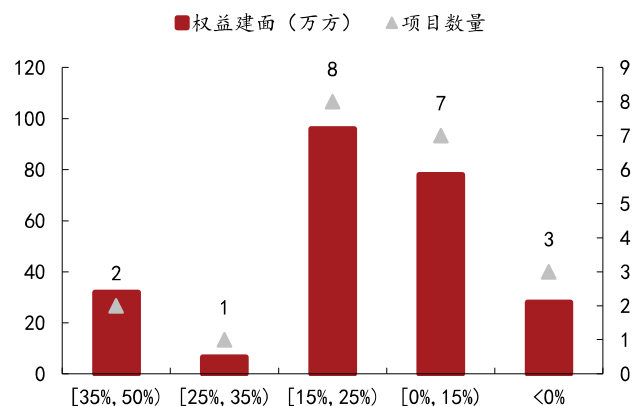
数据来源：公司公告、公开信息、克而瑞证券研究院整理

我们同样对新增项目进行大致毛利率测算，测算逻辑与存量项目测算逻辑一致，新增如下假设：

- 1) 假设总建面为全部为可售面积。
- 2) 售价按货值对应售价和预估售价分别计算，预估售价为地块周围新开盘项目销售均价。

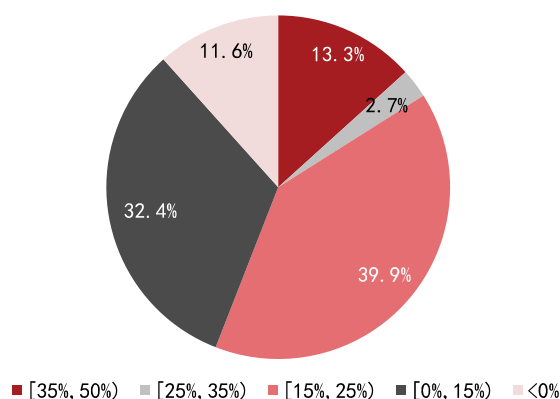
经测算，公司新增项目整体毛利率为 23.1%。新增项目中，预估毛利率低于 25% 的项目共计 18 个，权益建面 202.0 万方，占比 84.0%，其中负毛利率项目共计 3 个，权益建面 28 万方，占比 11.6%。仅 3 个项目预估毛利率超过 35%，权益建面占比 16.0%，高毛利率项目占比仍较低。未来若行业基本面以及限价政策无重大变化，则毛利率改善情况仍有待观测。

图 14: 新增项目测算毛利率分布



数据来源: 克而瑞证券研究院

图 15: 新增项目分级测算毛利率权益建面占比



数据来源: 克而瑞证券研究院

表 9: 2020 年新增项目明细

城市	类型	权益	权益地价 (亿元)	楼面价 (元/平米)	权益货值 (亿元)	货值对应售价 (元/平米)	预估售价 (元/平米)	估算毛利率 (货值口径)	估算毛利率 (预估售价)	溢价率
招拍挂/收并购项目										
苏州	住宅	49%	7	13867	14	29140	22000	26.6%	4.3%	10.9%
苏州	住宅	49%	5	14763	10	30741	22000	27.0%	-0.1%	13.6%
成都	商住	100%	1	3640	4	10113	10113	7.7%	7.7%	21.3%
无锡	住宅	100%	27	18000	52	34203	34203	23.6%	23.6%	11.0%
扬州	商住	30%	8	8958	17	18971	18971	18.0%	18.0%	收并购
无锡	住宅	50%	13	17305	24	31974	31974	20.9%	20.9%	收并购
苏州	住宅	30%	3	14186	6	26137	26137	17.4%	17.4%	收并购
常州	住宅	49%	8	12802	18	27700	27700	27.2%	27.2%	2.4%
合肥	住宅	100%	7	4950	18	12187	12187	10.9%	10.9%	15.8%
宁波	住宅	100%	10	13770	20	27446	23500	22.7%	10.6%	25.2%
绍兴	住宅	100%	26	20545	53	41422	30000	29.4%	4.3%	28.5%
武汉	住宅	100%	29	13003	55	25093	18000	19.3%	-10.6%	86.9%
成都	商住	40%	33	11724	92	32933	32933	41.6%	41.6%	收并购
上海	住宅	100%	10	16524	19	32138	32138	20.4%	20.4%	3.3%
重庆	住宅	100%	15	6432	35	15419	13000	18.1%	3.7%	39.4%
合肥	住宅	100%	9	7343	18	15453	15453	11.8%	11.8%	39.9%
苏州	商住	30%	3	9393	6	19664	15000	18.3%	-5.6%	44.5%
苏州	住宅	100%	8	12768	16	24812	24812	19.4%	19.4%	14.7%
小计			222	11852	477	26340	24379	27.5%	22.1%	25.3%
城市更新项目										
珠海	商住	67%	67	16000	172	40987	30000	40.7%	20.8%	城市更新
深圳	商住	35%	8	19360	22	51999	51999	43.0%	43.0%	城市更新
惠州	商住	51%	3	4206	9	11975	11975	16.2%	16.2%	城市更新
小计			79	39566	203	37588	29904	39.9%	25.6%	-
总计			300	12479	680	29033	25702	31.4%	23.1%	25.3%

注: 整体溢价率仅包含招拍挂地块

数据来源: 公司公告、公开信息、克而瑞证券研究院整理

风险提示

政策调控超预期：部分城市房地产限购、限贷、限售、限价政策加码，市场销售压力会增大。

居民加杠杆：如贷款利率进一步提升，增加购房成本，可能影响行业销售增速。

房地产企业融资风险：如果后期出现人民币或美元的相关政策导致社会整体的资金出现收紧，银行发放贷款审核条件更加严格，房企海外发债审核更加严格，房企发债未达预期等情况都有可能造成房企融资压力进一步加大。

房地产企业销售业绩未完成风险：房地产市场波动大，企业原定的销售目标存在未完成的风险。

房地产企业短期土地储备不足带来规模增长不及预期：集中供地政策造成标的公司主要布局的如武汉、苏州、合肥等城市招拍挂项目获取难度增加，未来造成可售货值不足的风险。

评级指南及免责声明

披露事项

本报告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/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被调研公司有股权关系。

克而瑞及其子公司, 母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:-

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管, 除了向 **CEO** 直接汇报外, 分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序, 以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序, 并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (**ChineseWall**), 以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司, 或与此有关的任何其他人士提供任何信息或陈述或保证。特别是, 本文所表达的意见, 估算和预测完全是本文作者的意见, 估计和推测, 而不是作为上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司或任何其他人士或作为任何发售的管理人或承销商的意见, 估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息, 但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实, 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。对于本报告所含信息, 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, 上述被研究公司, 其股东, 或任何其他人士, 对于因使用本报告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。

本报告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, 本文作本报告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认购证券的决定, 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为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考, 不得以任何目的复制, 分发或直接或间接传递给任何其他人士或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国, 加拿大或日本取得或传送, 也不得在美国, 加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 **S** 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制, 持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

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。

本报告所载之意见, 估计, 预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前, 客户应考虑该等意见是否适合其特定情况, 并在必要时寻求专业建议。

预测, 推测和估值纯属猜测, 且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测, 推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测, 推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产, 未经克而瑞事前书面同意, 任何人士或机构均不得复制, 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报告内的全部或部分内容的任何责任。

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(**CENo.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。