

行业深度报告

房企业绩会透露了什么信息？

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*地产*央行再次降准，融资端有望延续改善》 2020-04-06
 《行业动态跟踪报告*地产*疫情下的房企：影响、应对及趋势》 2020-04-02
 《行业深度报告*地产*复盘 2008，楼市何去何从》 2020-04-01
 《行业周报*地产*楼市持续复苏，多家房企销售目标仍增长》 2020-03-29
 《行业周报*地产*短期调整加剧，把握中长期介入良机》 2020-03-22

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
 S1060514080002
 0755-22621493
 YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

郑南宏 一般从业资格编号
 S1060120010016
 ZHENGNAHONG873@PINGAN.CO
 M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **政策以稳为主，融资成本改善。**各家房企基本认为“房住不炒”总基调难以改变，但因城施策背景下，远洋判断各地存在适度放松或刺激地产的冲动，后续仍需关注因城施策力度，恒大、建业认为流动性宽松将有利于需求释放。受益流动性宽松，各家房企融资成本均出现下降，大多数房企预计后续仍将延续下行，融创、佳兆业等房企明确将通过调整融资结构、拓展融资渠道等方式，进一步降低融资成本。
- **复工复产超 90%，楼市逐步回暖。**除湖北外，主流房企售楼处开放比例及项目复工率均超过 90%，楼市亦逐步回暖，3 月百强房企单月销售额同比降 17.2%，较 2 月大幅收窄 20.5 个百分点。龙湖、正荣、弘阳等房企预计 4 月份销售有望恢复至往年正常水平，新城反馈一二线城市复苏略好于三四线，远洋判断一二线市场热度仍将持续。疫情导致工期较往年推迟 1-2 个月，万科、碧桂园、远洋等房企预计将对上半年供货节奏与房屋交付产生一定影响，但多数房企认为对全年冲击相对可控。
- **销售目标整体增长，货值推动为主因。**30 家房企 2020 年销售目标平均增速为 14%，较 2019 年下降 16 个百分点。各家销售增长主要依靠货值推动，25 家房企可售货值平均目标去化率仅 62%。恒大、金茂三年目标依旧较高，2019-2022 年预期复合增速分别达 18.5%和 23.1%。大多数房企对全年行业表现相对谨慎，缺乏政策刺激背景下，世茂、旭辉预计全国销售同比降 10-15%和 7-10%，多数房企相对看好一二线城市。
- **拿地态度分化，注重权益提升及渠道多元。**恒大、融创等明确未来将减少拿地，而时代、中海拿地计划较 2019 年更积极。提升拿地权益及拓展多元化拿地渠道成为大多数房企的共识。在区域选择上，一二线及核心城市圈为大多数房企布局选择。
- **降负债、提质增效、利润导向为 2020 年关键词。**“三稳”政策导向下，恒大、融创、佳兆业等房企均强调将进一步降负债降杠杆；旭辉、美的则注重“提质增效”，高周转、标准化成为多家房企提升管控效率的举措；同时融创、美的、新城均明确将进一步聚焦利润。
- **投资建议：**30 家主流房企 2020 年销售目标增速均值仍达 14%，疫情带来的调整有望加剧行业集中度提升，同时在“三稳”基调下，唯有具备融资管控及品牌优势方能获取超额利润，中长期持续看好龙头品牌房企表现。短期来看，目前主流房企对应 2020 年估值不超过 6.5 倍，潜在股息率超过 4%，配置价值依旧凸显。建议关注：1) 融资管控占优、高股息率的品牌龙头房企万科、保利、金地、招商、华侨城等；2) 业绩销售高增、融资成本改善的弹性二线中南、阳光城、新城等。
- **风险提示：**1) 若新型冠状病毒肺炎疫情持续时间超预期，行业资金压力加大将带来中小房企资金链断裂风险；2) 由于疫情对行业开工、复工的影响，可能导致部分房企面临供货节奏、交付节奏不及预期的风险；3) 由于疫情导致返乡置业缺失，加上三四线供应较大、棚改退潮导致的需求弱化，行业面临三四线城市销售快速下行、部分项目烂尾的风险。

正文目录

引言	4
一、 政策以稳为主，融资成本改善	4
二、 房企积极复工复产，市场持续好转	5
2.1 售楼处普遍开放，销售逐步回暖	5
2.2 项目复工复产超 90%，全年供货交付冲击可控	6
三、 销售目标整体增长，货值推动为主因	7
四、 拿地态度分化，注重权益提升及渠道多元	11
五、 限价、打折项目结算拖累毛利率，短期有望保持平稳	13
六、 降负债、提质增效为 2020 年关键词	13
七、 投资建议	14
八、 风险提示	15

图表目录

图表 1	主流房企对 2020 年政策及资金端看法	4
图表 2	主流房企 2019 年平均融资成本	4
图表 3	2020 年 3 月以来房企发债成本显著下滑	5
图表 4	主流房企售楼处情况（截至 3 月中下旬）	5
图表 5	3 月百强房企单月销售同比降幅大幅收窄	5
图表 6	主流房企 2020 年一季度销售情况	6
图表 7	50 城商品房月日均销售同比情况	6
图表 8	主流房企项目复工情况（截至 3 月中下旬）	7
图表 9	2015-2019 年全国一季度新开工占全年比重	7
图表 10	部分主流房企对全年供货、交付的看法	7
图表 11	30 家主流房企 2020 年销售目标	8
图表 12	30 家主流房企 2020 年销售目标增速分布情况	9
图表 13	25 家主流房企 2020 年可售货值与目标去化率	9
图表 14	多数房企 2019 年销售回款率进一步改善	10
图表 15	主流房企对 2020 年全年楼市看法	10
图表 16	2020 年主流房企拿地预算	11
图表 17	部分主流房企 2019 年拿地权益比同比显著提升	11
图表 18	多元化拿地成为房企拓展重要手段	12
图表 19	2 月以来百城土地周成交中一二线占比显著提高	12
图表 20	部分主流房企 2018-2019 年毛利率及后续展望	13
图表 21	已披露年报的部分 50 强房企净负债率（截至 2019 年末）	14
图表 22	部分主流房企未来经营战略	14

引言

近期多家房企陆续召开业绩发布会，我们梳理总结了各家房企对 2020 年政策、融资看法，销售及拿地的预期，未来的经营战略等，寄希望通过各家房企的视角，为投资者提供一些参考。

一、政策以稳为主，融资成本改善

“房住不炒”基调难改，受益流动性宽松。从政策端来看，各家房企基本认为“房住不炒”总基调不会改变，但在因城施策的背景下，远洋认为疫情对各地方经济冲击相对较大，各地方存在适度放松或刺激地产的冲动，后续需重点关注各地因城施策的力度。尽管政策基调未变，但恒大认为流动性宽松背景下，有利于需求的释放，将对楼市形成支撑；建业同样认为部分流动性会间接流入房地产。

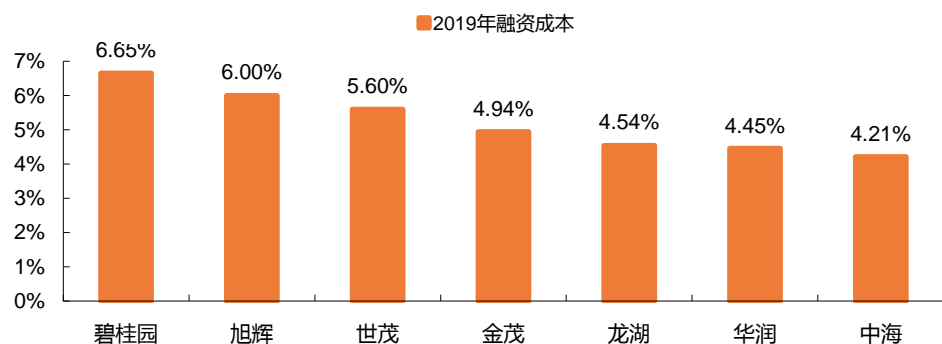
图表1 主流房企对 2020 年政策及资金端看法

房企	政策	流动性
恒大	“房住不炒”基调难改，但流动性宽松利于需求释放	流动性环境改善
碧桂园	“房住不炒”，“房不刺经”为主基调	流动性宽松
融创	“房住不炒”、钱不能太多进入地产，但政策面整体会较 2019 年缓和	年内降低融资成本 1-2 个百分点
旭辉	政策平稳	房地产融资松紧适度，境内融资成本降低
建业	不会因为疫情把房地产的供应端和消费端放开	由于对实体经济不断降准，释放贷款，流动性增加，间接会流入一部分到房地产
远洋	政策稳定且保持定力、各地方因城施策	地产并非国家扶持行业，把握流动性宽松带来的窗口期

资料来源：各房企业绩发布会，平安证券研究所

融资环境改善，把握降成本窗口期。受国外流动性冲击，多家房企判断当前并不是海外债发行较好的窗口；相比之下，境内受益于流动性宽松，房企融资成本呈现不同程度下降，但用途管控仍相对严格，如公司债用途仍仅用于借新还旧。从全年来看，大多数房企认为融资成本仍会延续下行，融创、金茂、佳兆业等房企均表示，将借助流动性宽松的机遇，进一步降低融资成本。其中，融创计划通过调整融资结构、将 2020 年融资成本降低 1-2 个百分点，佳兆业希望通过拓展多元化融资渠道，降低融资成本 1-1.5 个百分点。

图表2 主流房企 2019 年平均融资成本



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 2020年3月以来房企发债成本显著下滑

发行人	证券简称	发行额(亿元)	期限(年)	票面利率(%)	利率变化(pct)	前次发行时间	类型
万科	20万科01	12.5	5	3.02	-0.53	2019-9-24	一般公司债
滨江集团	20滨江房产MTN002	5	3	3.85	-0.15	2020-2-18	一般中期票据
滨江集团	20滨江房产CP003	3	1	3	-0.24	2020-2-24	一般短期融资券
建发地产	20建发地产PPN001	7	5	3.66	-0.62	2019-9-23	定向工具
金地	20金地SCP004	10	0.7397	2.6	-0.03	2020-3-12	超短期融资债券
荣盛	20荣盛地产SCP001	14.1	0.7397	6.98	-0.32	2019-3-11	超短期融资债券
时代控股	20时代04	12.5	7	6.3	0.1	2020-2-20	一般公司债
时代控股	20时代05	12.5	5	5.1	0.1	2020-2-20	一般公司债
美的置业	20美置02	9.84	5	4.2	-1.5	2019-8-1	一般公司债
中交地产	20中交房产MTN001	10	3	3.9	0.2	2019-8-6	一般中期票据
上海世茂	20世茂03	28	7	3.9	-0.9	2019-11-7	一般公司债
光明地产	20光明房产MTN002	7.5	3	3.65	-0.05	2020-2-17	一般中期票据
上海世茂	20世茂02	17	5	3.23	-1.07	2019-11-7	一般公司债

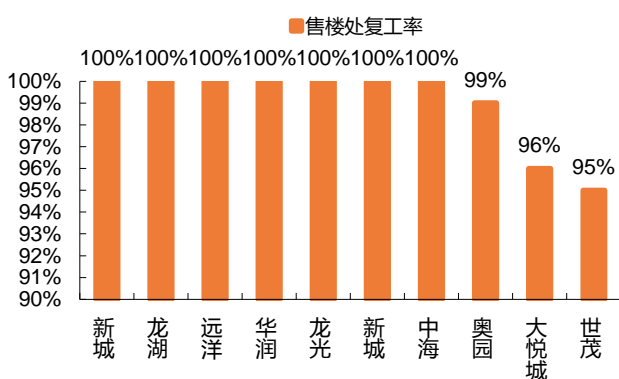
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 房企积极复工复产，市场持续好转

2.1 售楼处普遍开放，销售逐步回暖

售楼处普遍开放，销售端逐步回暖。随着疫情得到控制，目前除湖北区域外，主流房企售楼处开放比例都超过 90%，新城、龙湖、远洋等更是达到 100%，带动销售持续回暖。3 月百强房企单月销售额与销售面积同比降 17.2%和 13.3%，较 2 月大幅收窄 20.5 个和 18.3 个百分点。龙湖、正荣、弘阳等多家房企预计 4 月份销售将恢复至往年正常水平。

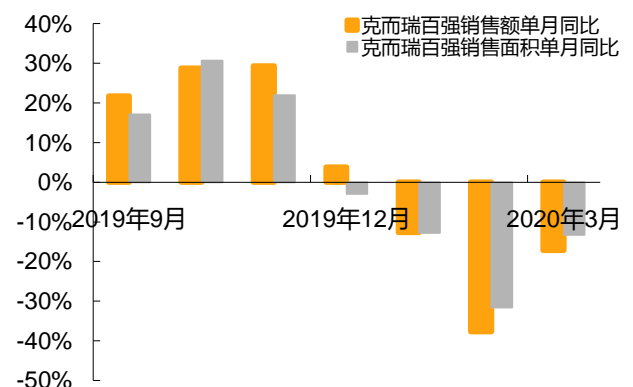
图表4 主流房企售楼处情况（截至3月中下旬）



资料来源: 各房企业绩发布会, 平安证券研究所

注: 新城、龙湖与远洋复工率统计不包含武汉地区, 奥园复工率指在售项目

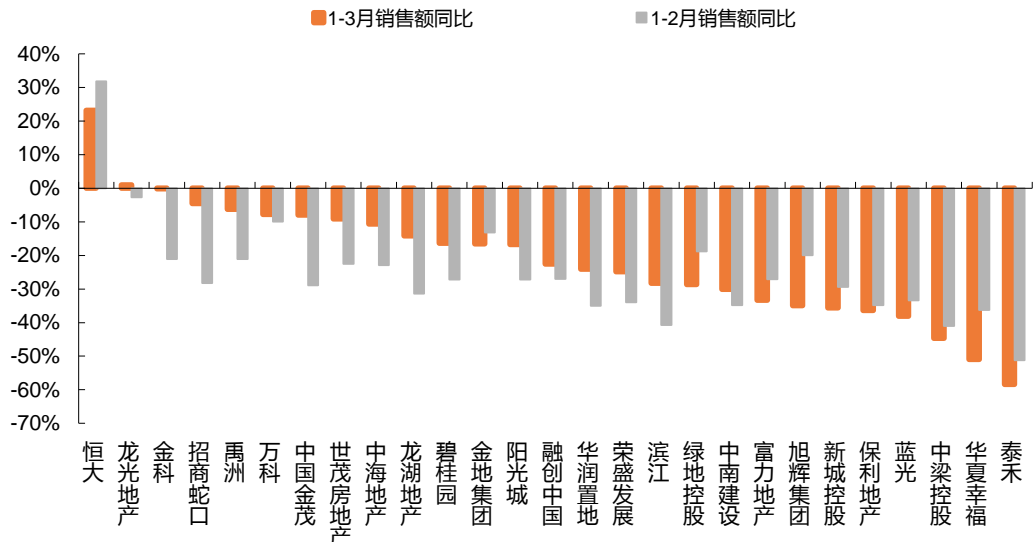
图表5 3月百强房企单月销售同比降幅大幅收窄



资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

从具体房企看，统计的 27 家主流房企一季度销售额同比增速平均值为-21.4%，降幅较 1-2 月收窄 4.1pct。其中，恒大凭借线上推盘、较大力度的推盘及折扣政策，一季度销售同比增长 23.2%，龙光地产同样实现 1%的正增长，其余房企则出现不同程度下滑。

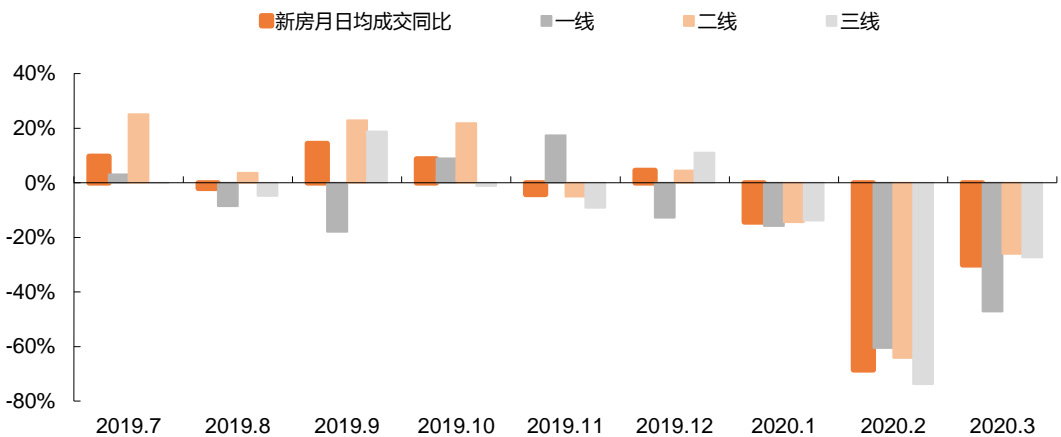
图表6 主流房企 2020 年一季度销售情况



资料来源: 公司公告, 克而瑞, 平安证券研究所

从各城市来看，新城反馈一二线楼市复苏优于三四线，远洋判断一二线市场热度将持续，疫情结束后甚至有望迎来市场反弹。

图表7 50 城商品房月日均成交同比情况

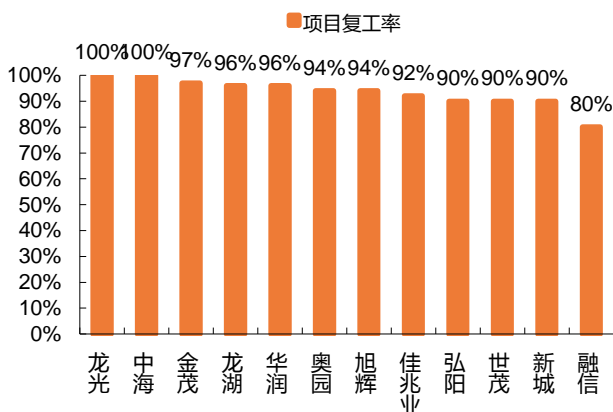


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 项目复工复产超 90%，全年供货交付冲击可控

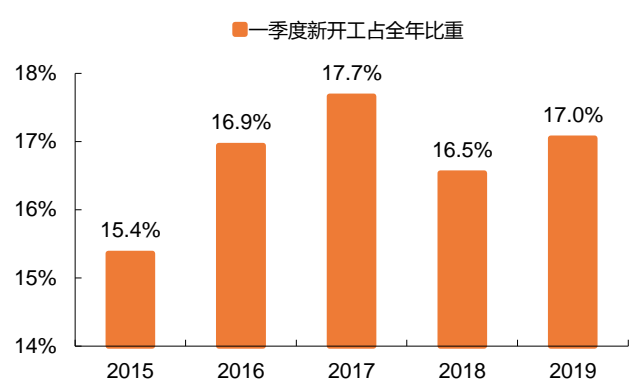
随着疫情得到控制，目前除湖北区域外，主流房企项目复工比例同样达到 90%及以上，龙光、中海甚至达到 100%。由于工期较往年推迟 1-2 个月，万科、碧桂园、远洋、世茂等房企预计将对上半年供货节奏与房屋交付产生一定影响。考虑到一季度开工占全年比重有限（2015-2019 年全国一季度新开工占全年新开工比重平均值仅 16.7%）、叠加后续赶工期带来施工强度提升，多数房企认为对全年冲击相对可控。

图表8 主流房企项目复工情况（截至 3 月中下旬）



资料来源：各房企业绩发布会，平安证券研究所
注：华润、新城项目复工率统计不包含武汉地区

图表9 2015-2019 年全国一季度新开工占全年比重



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表10 部分主流房企对全年供货、交付的看法

房企	对 2020 年房屋交付、供货的看法
碧桂园	一季度供货（510 亿元）同比减少 46%，但对全年供货影响小；竣工交付影响同样有限
远洋	疫情对上半年交付影响较大，全年交付面积仍会实现正增长
中海	将努力完成全年竣工目标，计划同比增长 16%；本年供货仅约 4%存在延误风险
万科	一季度对 1 万户、全年对 3.9 万户交付存在影响
旭辉	全年有信心完成 3800 亿元供货目标；交付方面仅武汉一个项目无法按时交付
华润	半年供货影响在 10%以内，之后会弥补回来，全年仍能按照计划进行供货、交付
金茂	一季度供货仅占全年 14%，全年供货影响有限，2000 亿销售目标也未调整
龙湖	可保证全年整体销售供货，交付方面除武汉外不会受太大影响

资料来源：各房企业绩发布会，平安证券研究所

三、销售目标整体增长，货值推动为主因

房企销售目标整体增长，平均增速达 14%。从各家房企公布的销售目标来看，30 家房企 2020 年销售目标平均增速为 14%，较 2019 年 30%的平均增速下降 16 个百分点；30 家房企 2020 年合计目标销售额 6.16 万亿（其中碧桂园、富力、龙光为权益口径），同比增长 13%，增速较 2019 年减少 9.6 个百分点。

图表11 30家主流房企2020年销售目标

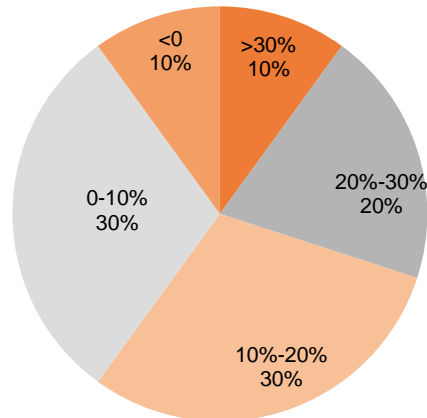
	2018 (亿元)	2019 (亿元)	2020E (亿元)	2020E 增速	2019 年增速
德信中国	396	451	800	77%	14%
建发国际	248	508	700	38%	105%
恒大	5513	6011	8000	33%	9%
中国金茂	1280	1608	2000	24%	26%
宝龙	410	604	750	24%	47%
绿城中国 (含代建)	1564	2018	2500	24%	29%
龙光(权益)	701	915	1100	20%	31%
新力控股	711	914	1096	20%	29%
合景泰富	655	861	1030	20%	31%
世茂	1761	2600	3000	15%	48%
弘阳地产	473	651	750	15%	38%
旭辉	1520	2006	2300	15%	32%
佳兆业	701	881	1000	13%	26%
中国奥园	913	1181	1320	12%	29%
越秀	578	721	802	11%	25%
中梁	1015	1525	1680	10%	50%
碧桂园(权益)	5019	5522	6074	10%	10%
富力(权益)	1311	1382	1520	10%	5%
融信中国	1219	1413	1540	9%	16%
华润置地	2107	2425	2620	8%	15%
融创中国	4650	5562	6000	8%	20%
龙湖	2006	2425	2600	7%	21%
正荣	1080	1307	1400	7%	21%
中海	3012	3772	4000	6%	25%
时代	606	784	823	5%	29%
雅居乐	1027	1180	1200	2%	15%
远洋	1095	1300	1300	0%	19%
首创置业	706	808	800	-1%	14%
新城	2211	2708	2500	-8%	22%
建业	537	1012	800	-21%	88%

资料来源：各房企业绩发布会，平安证券研究所

注：中海销售额单位为港币，其余为人民币

具体来看，销售目标增速在20%及以上有9家、占比30%，增速为负的有3家、占比10%。其中目标增速最高的为德信地产，增速达77%；目标增速最低的为建业地产，2020年销售目标同比降21%，但建业2019年增速高达88%，同时从公司反馈来看，销售额目标下滑主要为下沉市县较多，拉低成交单价，预计销售面积仍有望维持正增长。从龙头房企来看，目标销售额相对较高的为恒大，全年目标8000亿，同比增长33%，碧桂园、融创分别为10%和8%。

图表12 30家主流房企2020年销售目标增速分布情况

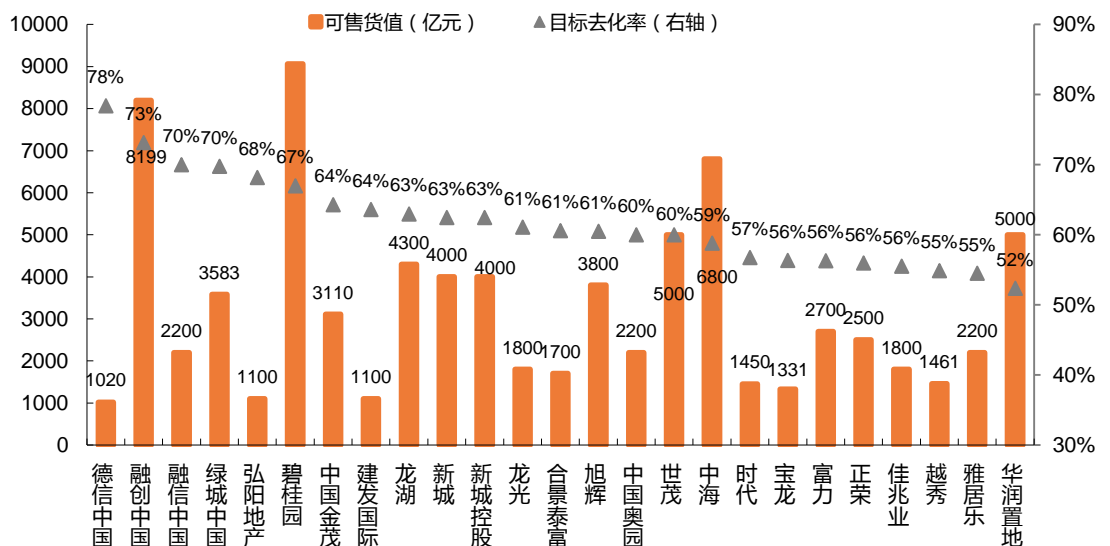


资料来源: 各房企业绩发布会, 平安证券研究所

房企销售增长主要源自货值推动。从各家房企可售货值及预期去化率来看, 2020年各家销售增长主要靠货值推动, 25家房企可售货值平均目标去化率仅62%, 其中9家目标去化率在60%以下。目标去化率最高的为德信中国(78%), 最低的为华润置地, 2020年可售货值5000亿, 目标销售额2620亿, 对应去化率仅52%。从去化率对比来看, 碧桂园、世茂2019年去化率分别为72%和65%, 但实现2020年销售目标对应去化率仅为67%和60%。

从中长期目标来看, 恒大、金茂三年目标依旧较高, 恒大目标2022年实现1万亿、金茂为3000亿, 2019-2022年三年预期复合增速分别达18.5%和23.1%。

图表13 25家主流房企2020年可售货值与目标去化率



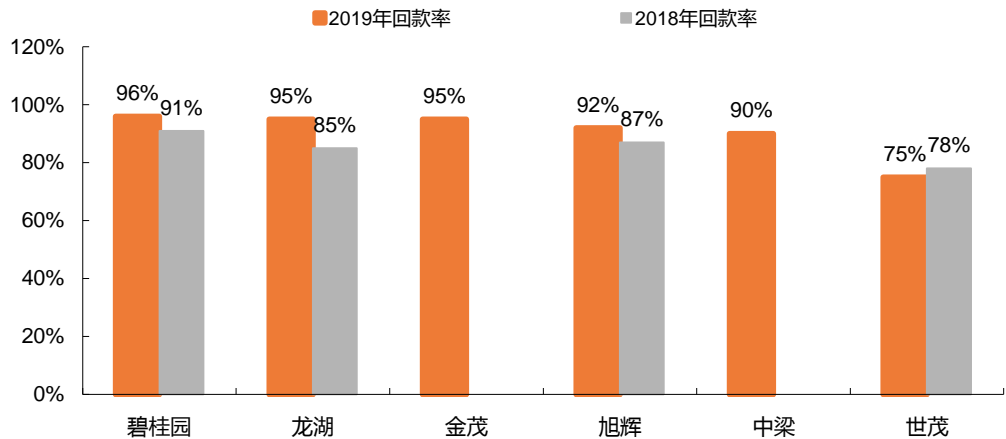
资料来源: 各房企业绩发布会, 平安证券研究所

注: 中海销售额单位为港币, 其余为人民币; 碧桂园、龙光、富力为权益口径, 其余为全口径; 绿城含代建项目

从销售回款看, 2019年各家房企对回款率重视度进一步提升。碧桂园明确将更多追求有利润的现金流, 2019年专门制定权益回款考核, 促使回款率超过历史水平, 达到96%; 金茂2019年对销售考

核大幅调整，仅考核回款而不考核签约，促使回款率达到 95%；龙湖、旭辉 2019 年回款率也分别提高至 95%、92%；而世茂由于 2019 年四季度推盘及销售力度加大，部分回款滞后导致全年回款率同比降 3 个百分点至 75%。展望 2020 年，碧桂园表示将通过现金流抓住机遇，在现金流稳健情况下增加利润，旭辉则持续强调“有回款的销售”。

图表14 多数房企 2019 年销售回款率进一步改善



资料来源：各房企业绩发布会，平安证券研究所 注：碧桂园回款率为权益口径

预计全国销售同比下滑，城市表现分化。对全年楼市看法，大多数房企相对谨慎，认为 2020 年全国销售会出现下滑，其中世茂认为在缺乏政策刺激前提下，全国全年销售将同比降 10-15%、旭辉判断会下降 7-10%；中海、旭辉、世茂判断房价会平稳上涨；从城市来看，房企大多看好一二线城市。

图表15 主流房企对 2020 年全年楼市看法

房企	对全国楼市看法	对各线城市看法
中海	谨慎乐观，延续过去三年趋势可能性较大，面积可能有所减少，价格会有个位数增长	一二线安全边际更高，抗风险能力强
恒大	全国成交量不会下降；房价不会上升，但也不会大跌	——
世茂	若无政策托底，全国销售下滑 10-15%	——
融创	房地产大涨大跌都不会出现	一二线风险已经释放、三四线压力较大；一二线风险在于地价买贵，三四线为供应大、房价涨太多
旭辉	预计全国销售下滑 7-10%，下半年销售会好于上半年；房价平稳增长	一二线、强三线市场表现好于三四线
远洋	——	一二线市场热度将继续维持，疫情结束后甚至有望迎来市场反弹
龙湖	——	一二线城市需求基本面强，人口还在积聚
建业	2020 年市场可能有 10%左右的下调影响	——
碧桂园	——	三四线复工复产快于一二线，三四线在 2 月中旬后逐步放开，促进三四线销售有序释放；刺激消费、城镇化推进对三四线肯定是利好

资料来源：各房企业绩发布会，平安证券研究所

四、拿地态度分化，注重权益提升及渠道多元

从拿地计划看，各房企态度呈现分化。其中龙头房企恒大、融创均表示将通过减少拿地来降低负债水平，其余房企拿地态度分化，奥园、世茂、远洋、龙光 2020 年计划拿地销售比均较 2019 年下降，相比之下，时代、中海拿地态度相对较 2019 年更积极。

图表16 2020年主流房企拿地预算

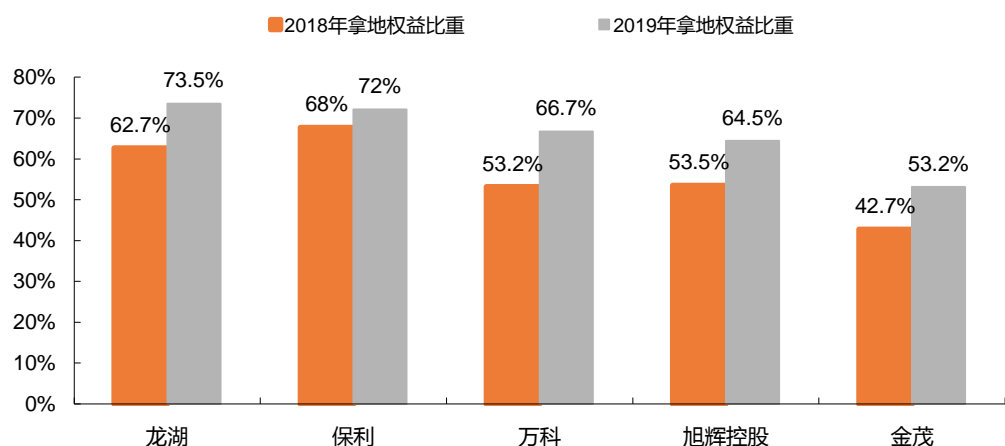
拿地态度	房企	2019年拿地销售比	2020年拿地计划
偏积极	时代	拿地销售比 32%	拿地金额约占销售回款的 40%-50%
	中梁	拿地销售比 50%	拿地销售比约 50%-60%
	中海	拿地销售比 44%	投资预算 1400 亿元人民币，同增 23%
	弘阳	——	拿地金额约占销售回款的 40%-50%
	融信	拿地销售比 34%	拿地销售比 30-50%
偏谨慎	奥园	拿地销售比约 34%	拿地销售比不超过 33%
	金茂	拿地销售比 65%	拿地销售比约 50%
	世茂	拿地销售比 60%	拿地销售比约 50%
	远洋	拿地销售比 32%	不设具体预算，采取量入为出策略
	龙光	拿地销售比 83%	拿地金额约占销售回款的 50%
	龙湖	拿地销售比 44%	较上年稳中有升

资料来源：各房企业绩发布会，公司公告，平安证券研究所

注：龙光拿地销售比采用面积口径，其余为金额口径；奥园未披露 2019 年拿地金额，采取当年拿地预算代替

在拿地权益上，旭辉、金茂、远洋、碧桂园均表示未来将进一步提高拿地权益占比。其中旭辉、金茂 2019 年拿地权益比重已明显提高，分别从 53.5%、42.7% 上升至 64.5% 和 53.2%，龙湖、保利与万科 2019 年拿地权益亦出现回升。

图表17 部分主流房企 2019 年拿地权益比同比显著提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：龙湖、保利为建面口径、其余为金额口径

在拿地方式上，多家房企均强调把握多元化拿地机会。旭辉计划未来多元化拿地比重提升至 50%（2019 年为 33%），金茂目标未来通过城市运营拿地比重提高到 60%（2019 年 40%），世茂、中海、华润也都表示将通过收并购、旧改等多种渠道拓展土地。由于疫情导致中小房企资金端压力加大，龙光、旭辉均表示行业将进入加速整合期。尽管疫情可能导致行业收并购机会增加，但融创、世茂均反馈好的标的并不一定很多，世茂明确将提高收并购标准。

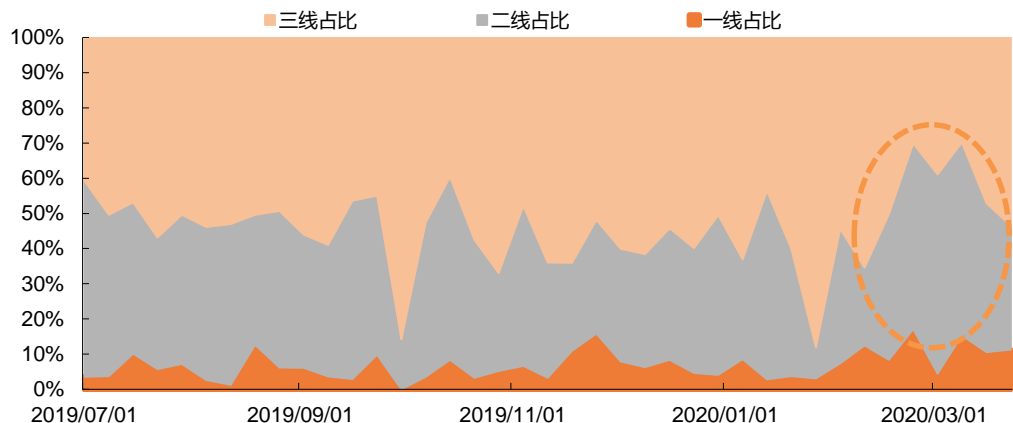
图表18 多元化拿地成为房企拓展重要手段

房企	2019 年多元化拿地情况	未来计划
万科	2019 年新增土储中，31%来自招拍挂、38%来自二手地、31%来自一二手联动	——
旭辉	2019 年非公开市场拿地金额占比提高 22pct 至 33%，其中合作并购占 21%，旧改加商业勾地占 12%	未来多元化拿地比例会提高到 50%
金茂	2019 年城市运营项目贡献约 40%新增土储建面	计划未来城市运营拿地占比达到 60%，拿地关注二、四季度 3002
世茂	2019 年新增土储中收并购占比 67%	2020 年拿地相对谨慎，会利用土拍、收并购与旧改多种渠道获取土地，但收并购要求会更严格
中海	2019 年权益地价中非公开市场获取的占 15%	未来将会拓宽多元化拿地渠道
华润	——	未来将加大收并购等拿地方式
正荣	——	坚持多元化拿地，其中，高周转的短平快项目会以公开招拍挂为主，占比约 70%，高货值的粮仓项目会采取并购等模式，占比约 30%

资料来源：各房企业绩发布会，平安证券研究所

在拿地分布上，一二线与核心城市圈凭借人口与产业优势，为房企布局重心。华润表示坚持在重点区域深耕战略，加大优质资源配置；绿城明确将加大长三角投资比重，重点布局粤港澳大湾区和成渝及关中城市群；远洋、龙光等也表态主要布局大湾区、长三角等城市圈。房企纷纷回归一二线城市，也导致近期一二线地价回升。越秀表示一、二线土地市场供不应求，热度不减，四线城市则供大于求；世茂认为流动性导致当前一二线土地市场较火，目前不是拿地的好时点，金茂则表示会在二、四季度重点关注土地市场机会。

图表19 2月以来百城土地周成交中一二线占比显著提高



资料来源：Wind，平安证券研究所

五、 限价、打折项目结算拖累毛利率，短期有望保持平稳

限价、打折项目结算拖累 2019 年毛利率。受 2016 年以来一二线限价政策、2018H2 房企以价换量影响，2019 年多数房企结算毛利率出现下滑，万科、碧桂园、融创等 8 家主流房企平均毛利率较 2018 年下滑 2.0 个百分点至 29.1%，其中仅远洋集团实现正增长（+0.1 个百分点），但毛利率绝对值仅为 20.1%。

短期来看，考虑房企已售未结资源毛利率仍相对较高，预计短期毛利率有望保持平稳。如碧桂园已售未结资源毛利率 24%（2019 年销售毛利率 26.1%），远洋已售未结毛利率 20%以上（2019 年毛利率 20.1%）。中长期来看，考虑中央坚持“稳地价、稳房价、稳预期”的政策导向，龙湖、新城、万科等房企均表示毛利率下行为趋势。

图表20 部分主流房企 2018-2019 年毛利率及后续展望

房企	2018 年	2019 年	毛利率展望
金茂	37.5%	29.4%	已售未结毛利率 25%-26%
碧桂园	27.0%	26.1%	已售未结毛利率 24%
远洋	20.0%	20.1%	已售未结毛利率 20%以上
融创	25.0%	24.5%	已售未结毛利率 20%-25%
世茂	31.5%	30.6%	2020-2021 年预计毛利率 30%以上
龙湖	34.1%	33.6%	未来行业毛利率回归到 25%-30%，公司会保持相对靠前
新城	36.7%	32.6%	未来毛利率会有所下降
万科	37.5%	36.2%	长期来看毛利率下降是趋势

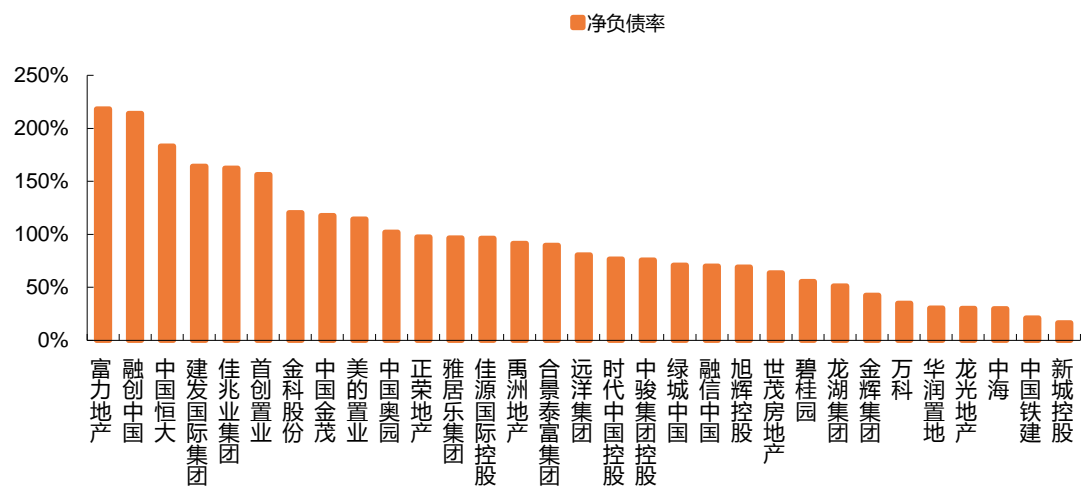
资料来源：Wind，各房企业绩发布会，平安证券研究所

注：各家房企毛利率口径可能会有差异，导致相互间不一定可比

六、 降负债、提质增效为 2020 年关键词

降低负债、提质增效、利润导向。截至 2019 年末，已披露年报的 50 强房企中有 10 家净负债率超过 100%，其中富力、融创、恒大分别高达 218%、214%与 183%。部分前期拿地相对积极的房企均表示未来将积极降低负债、提高经营质量。其中，恒大提出“高增长、控规模、降负债”的新战略，将通过销售高增、缩减拿地支出来降低负债；融创表示除了减少拿地支出与保持销售增长，还将通过出让部分文旅资产实现降负债，同时强调利润为第一目标；美的置业也提出未来将注重规模、盈利与负债的平衡，更加关注现金流、实行利润导向。

图表21 已披露年报的部分 50 强房企净负债率（截至 2019 年末）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 50 强房企中祥生地产、新力地产、卓越集团与新希望地产 4 家未上市

图表22 部分主流房企未来经营战略

房企	经营策略或战略
旭辉	“提质增效”：推动战略落地，业务前移，发展一线，“大平台、小集团、项目集群、三级管控；开盘效率提升（2019 年平均 6.6 个月），平均工期节省四个月
佳兆业	2020 年要稳增长（加快供货推货、保持拓展力度），调结构（加速旧改转化、优化战略布局区域投资），降负债（优化资本结构，降低融资成本，加快销售回款），谋新篇（把握大湾区优势，抓住深圳示范区机遇，“地产+城市更新+产业”三驾马车）
恒大	“高增长、控规模、降负债”：销售增长要高速、土地规模要严控、负债比例要大幅下降
融创	调整融资结构，降低融资成本；处理部分持有资产，优化资产结构；审慎补充优质土储；利润为第一目标
美的	精细运营，提质增效；强去化、强回款；稳开工、稳存销比；将利润牵引原则贯穿投资布局全过程

资料来源: 各房企业绩发布会, 平安证券研究所

七、投资建议

30 家主流房企 2020 年销售目标增速均值仍达 14%，疫情带来的调整有望加剧行业集中度提升，同时在“三稳”基调下，唯有具备融资管控及品牌优势方能获取超额利润，中长期持续看好龙头品牌房企表现。短期来看，目前主流房企对应 2020 年估值不超过 6.5 倍，潜在股息率超过 4%，同时政策及流动性改善亦有望提升行业估值，当前位置板块配置价值依旧凸显。建议关注：1）融资管控占优、高股息率的品牌龙头房企万科、保利、金地、招商、华侨城等；2）业绩销售高增、融资成本改善的弹性二线中南、阳光城、新城等。

八、风险提示

- 1) 若境外新型冠状病毒肺炎疫情持续时间超预期，将通过影响收入、就业等影响地产需求，进而导致房屋销售大幅下降、中小房企资金链断裂的风险。
- 2) 由于疫情对行业开工、复工的影响，可能导致部分房企面临供货节奏、交付节奏不及预期的风险。
- 3) 若需求恢复低于预期，未来房企或进一步降价、以价换量以提升需求，将带来房企大规模减值风险，同时需求低迷带来销售回款不及预期，将增加行业资金压力，进而导致资金链风险。
- 4) 由于疫情导致返乡置业缺失，加上三四线供应较大、棚改退潮导致的需求弱化，行业面临三四线楼市销售快速下行、部分项目烂尾的风险。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033