

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年11月09日

**分析师**

分析师：陈智旭 S1070518060005

☎ 021-31829691

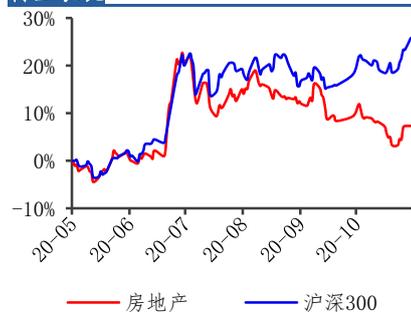
✉ chenzhixu@cgws.com

联系人（研究助理）：高泽洋

S1070119120023

☎ 021-31829690

✉ gaozeyang@cgws.com

**行业表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;投资继续改善，其余指标增速趋缓&gt;&gt;

2020-10-19

&lt;&lt;需求端表现强劲，资金面继续改善&gt;&gt;

2020-09-15

&lt;&lt;疫情影响下业绩下滑，房企分化明显&gt;&gt;

2020-09-11

# 业绩回暖、杠杆下行、分化加剧

## ——房地产行业2020三季度报综述

**核心观点**

- **估值屡创历史新低，集中度小幅下降：**二级市场方面，三季度地产板块表现低迷，估值持续下行，截至10月31日，A股地产板块PE及PB估值分别降至8.3X及1.2X，均低于一年中枢，且相对A股折价幅度屡创历史新高。16家一二线房企平均PE 6.5X，平均PB降至1.0X以下，仅为0.98X，显著低于板块整体，其中首开、华侨城、蓝光、荣盛等9家PB估值低于1X。销售方面，前三季度，行业TOP 5公司及TOP 50公司销售额分别占行业销售额的20.6%及62.0%（全口径），行业集中度较上半年末小幅下降。分梯队来看，前三季度各梯队销售均保持正增长，TOP 31-50房企销售增速领先，TOP 6-10次之，相对而言二线房企增速依然相对较快。
- **盈利水平-业绩回暖，分化加剧：**前三季度板块整体营收较上年同期增长3.5%，增幅较去年同期大幅放缓24个百分点，但相比上半年扩大1.4pct，略有回暖。细分来看，各梯队房企营收增速相比上半年均有改善，其中中小房企恢复最快，前三季度营收增幅为8.0%，较上半年增幅扩大6.5pct，可能与中小房企体量小弹性大有关；一线房企前三季度营收增幅为3.7%，较上半年增幅扩大0.4pct；二线房企增幅为1.4%，其中泰禾同比下降超85%，若剔除泰禾二线增幅为8.8%，较上半年末增幅扩大1.0pct。前三季度板块归母净利润整体亦呈回暖趋势，前三季度同比下降9.9%，降幅较上半年收窄2.3pct。各级公司间分化显著，前三季度一线房企归母净利润降幅仅为0.9%，相比上半年收窄2.4pct；二线房企同比降20.0%，但剔除转亏的泰禾后同比降约6%，降幅较上半年收窄约5pct；中小房企净利润同比降22.5%，降幅较上半年进一步扩大5.3pct。16家一二线房企中业绩增速领先的为中南、阳光城等二线公司，超20%，除泰禾外，城建发展、首开、金融街等7家房企业绩同比下滑，一二线房企中分化同样加剧。
- **盈利能力-受利润率下行拖累行业ROE下滑，一线房企遥遥领先：**前三季度板块整体毛利率32.2%，同比收窄4.1pct，且略低于2018年同期水平，相比上半年进一步回落0.8pct，下降的主要原因是结算以地价较高的17-18年项目为主。分类来看，中小房企毛利率领先，前三季度平均毛利率为37.1%，同比下降3.0pct，中小房企呈现较高的毛利率可能与其结算规模较小，受个别项目影响较大有关；一线房企平均毛利率32.5%，同比下降4.1pct；而二线房企或受高周转模式下规模扩张较快影响，盈利能力相对较弱，前三季度平均毛利率29.5%，同比下降4.7pct。三费率方面，前三季度板块整体三费率10.4%，三费率稳中有降，其中销售费用率及管理费用率同比均有改善，而财务费用率由去年同期的3.1%升至3.4%，但相较于上半年的3.7%有所回落。分类来看，一线房企整体费用控制能力突出，前三季度三费率为8.7%，由于融资成本较低、融资渠道多样，其财务费用率仅为2.4%，显著低于二线及中小房企；二线及中小房企前三季度平

均三费率分别为 10.9% 及 16.2%，中小房企财务费用率高达 7.8%。前三季度板块净利率 9.1%，延续了下行趋势。一线房企净利率水平最高，为 9.9%；二线及中小房企基本相当，分别为 8.1% 及 8.3%，二线房企若剔除亏损的泰禾归母净利率 8.9%。一线房企尽管毛利率表现并不突出，但受益优秀的成本管控能力净利率表现明显领先。受净利率下滑拖累前三季度板块 ROE 快速下滑至 7.74%，同比下降 2.04pct。其中一线房企平均 ROE 同比下降 2.30pct 至 10.13%，仍处于领先地位；二线房企平均 ROE 6.88%，剔除泰禾后平均 ROE 为 7.93%，同比下降 1.61pct；而中小房企平均 ROE 仅为 4.13%，同比下降 1.40pct，ROE 分化非常明显。一二线房企中，ROE 领先的主要为中南、金科、华夏幸福、蓝光等，以二线梯队高周转公司为主，而 ROA 金地遥遥领先，万科、保利紧随其后，均为一线房企。

- **负债水平-杠杆持续下降，短债比例大幅提升：** 三季度末板块剔除预售款后（双向扣除）的资产负债率降低至 73.2%。一二线房企负债率相对较高，剔除预收后分别为 72.0% 及 75.9%，中小房企为 70.5%。净负债率方面，三季度末板块净负债率 95.35%，同比快速下降 10.49pct，较上半年末下降 2.66pct，近两年板块净负债率持续下降。分级来看，受快速扩张战略的影响二线房企净负债率相对最高，三季度末为 134.67%，但相比去年同期及上半年末分别下降 9.43pct 及 4.94pct；一线房企净负债率最低，三季度末为 71.28%，同比下降 13.39pct，与上半年末基本持平；而中小房企净负债率为 88.88%，同比下降 3.26pct，较上半年末下降 4.59pct。具体来看，16 家一二线房企中满足净负债率 100% 以下、剔除预收款项后的资产负债率 70% 以下的仅保利、华侨城及金地，万科净负债率不到 30% 但剔除预收后的资产负债率 74.2%，略高于 70% 的水平。从有息负债结构来看，随着进入偿还高峰期，三季度末板块有息负债中短债比例由上年同期的 27.0% 快速上升至 33.5%，基本与上半年末持平，一线、二线及中小房企短债比例全面上升，中小房企比例扩大 3.5pct 至 36.8%，比重最高，一线房企比例扩大 8.3pct 至 33.0%，二线房企扩大 6.1pct 至 32.8%，其中泰禾比重达到 76.3%。三季度末板块现金短债比由去年同期的 1.22 快速降至 1.04，近几年现金短债比持续下降，其中一线房企现金短债比为 1.29，而二线及中小房企现金短债比均不到 1，分别为 0.87 及 0.85，二线房企中泰禾仅 0.05，若剔除泰禾二线房企现金短债比为 1.09。
- **维持推荐评级：** 三季度地产板块业绩回暖，同比降幅相比上半年明显收窄，但各梯队间分化更为显著，一二线房企中间也出现分化。此外板块盈利能力继续下降，毛利率及净利率水平持续下行，一线房企以优秀的成本管控能力 ROE 遥遥领先。负债率方面，在融资收紧背景下，板块杠杆率持续下行，但二线房企依然维持较高的水平。随着开竣工规模的进一步提升我们预计行业全年业绩表现将进一步提升。考虑到板块估值及仓位处于历史低位，及政策面进一步收紧的必要性和空间在减小等因素，我们认为当前时点可以积极关注地产板块，维持板块“推荐”评级，建议精选优质个股，1) 龙头企业，万科保利，2) 二线优质标的（合规要求部分公司无法覆盖）。
- **风险提示：** 疫情发展超出预期、调控及信贷政策超出预期、房产税出台超出预期、行业公司销售结算不及预期。

## 目录

1. 样本选择与分类.....	5
2. 行业：估值屡创历史新低，集中度小幅下降.....	5
2.1 板块估值折价创历史新高，多家一二线房企破净.....	5
2.2 前三季度销售集中度小幅下降，二线房企增速依然相对较快.....	6
3. 盈利能力：业绩回暖，利润率下行，分化加剧.....	7
3.1 板块业绩回暖，分化加剧.....	7
3.2 利润率下行趋势不改，三费率稳中有降，财务费用率较上半年改善.....	8
3.3 ROE：行业 ROE 下滑，一线房企遥遥领先.....	9
3.4 二线房企少数股东权益占比显著上升.....	10
3.5 板块预收增速回落，一二线房企业绩锁定率较高.....	11
3.6 存货稳增，周转率表现平稳.....	12
4. 负债水平：杠杆持续下降，短债比例大幅提升.....	12
4.1 资产负债率稳中有降，一二线相对较高.....	12
4.2 净负债率持续下降，二线相对最高.....	13
4.3 短债比重快速增加，现金短债比持续下降.....	14
5. 投资建议.....	16

图表目录

图 1: 板块 PE 估值.....	5
图 2: 板块 PB 估值.....	5
图 3: 一二线房企估值情况 (截至 2020/10/31) .....	6
图 4: 行业销售额集中度持续提升.....	6
图 5: 前 50 名房企销售额增速.....	6
图 6: 板块营收及同比增速.....	7
图 7: 板块公司营收同比增速.....	7
图 8: 板块归母净利润及同比增速.....	7
图 9: 板块公司归母净利润同比增速.....	7
图 10: 2020 年前三季度一二线房企营收及净利润增长情况*.....	8
图 11: 板块公司毛利率.....	8
图 12: 板块公司净利率.....	8
图 13: 板块公司三费率 (%) *.....	9
图 14: 板块公司财务费用率 (%) .....	9
图 15: 2020 年前三季度一二线房企利润率情况.....	9
图 16: 板块公司 ROE (%) .....	10
图 17: 板块公司 ROA (%) .....	10
图 18: 2020 年前三季度一二线房企 ROA 及 ROE 情况.....	10
图 19: 板块公司少数股东损益占净利润比重.....	11
图 20: 板块公司少数股东权益占所有者权益比重.....	11
图 21: 2020 年前三季度一二线房企少数股东情况.....	11
图 22: 板块整体预收账款及同比增速.....	11
图 23: 板块公司业绩锁定率*.....	11
图 24: 板块整体存货及同比增速.....	12
图 25: 板块公司存货同比增速.....	12
图 26: 板块公司存货周转率.....	12
图 27: 板块公司资产负债率 (%) .....	13
图 28: 板块公司剔除预收款后的资产负债率 (%) .....	13
图 29: 板块公司净负债率 (%) .....	13
图 30: 2020 年三季度末一二线房企负债率情况.....	14
图 30: 板块整体有息负债及同比增速.....	14
图 31: 板块公司有息负债同比增速.....	14
图 32: 板块公司短债占有息负债比重.....	15
图 33: 板块公司现金短债比.....	15
图 34: 2020 年三季度末一二线房企短期负债情况.....	15
图 35: 板块公司销售及提供劳务现金流入.....	15
图 36: 板块公司销售及劳务现金流覆盖营业收入.....	15
表 1: 板块公司分类.....	5

# 1. 样本选择与分类

在收集数据过程中，为真实反应地产公司业务发展情况，我们按照如下标准 1) 公司 2019 年房地产业务营收占总营收 70% 以上；2) 公司过去五年无重大资产重组；3) 公司拥有近 6 年完整季报；选取了 A 股 58 支个股进行分析，并依据公司 2020 年销售情况进一步将 58 支个股分为一线房企、二线房企、中小房企三类进行分析。

表 1: 板块公司分类

分类	公司
一线房企 (5 家)	万科 保利地产 华夏幸福 金地集团 金科股份
二线房企 (11 家)	阳光城 首开股份 中南建设 华侨城 A 泰禾集团 蓝光发展 城建发展 华发股份 金融街 荣盛发展 滨江集团
中小房企 (42 家)	福星股份 云南城投 鲁商置业 中洲控股 黑牡丹 新湖中宝 中国武夷 宋都股份 南国置业 荣安地产 万通发展 南京高科 天房发展 华联控股 苏宁环球 广宇集团 格力地产 财信发展 京汉股份 卧龙地产 深物业 A 顺发恒业 美好置业 深振业 A 栖霞建设 天保基建 深深房 A 合肥城建 粤宏远 A 大龙地产 渝开发 海南高速 华丽家族 沙河股份 阳光股份 海航投资 荣丰控股 亚太实业 绿景控股 中天金融 新华联 大名城
板块 (58 家)	含以上全部

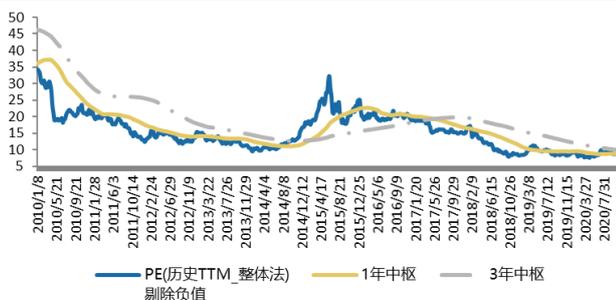
资料来源: Wind, 长城证券研究所

# 2. 行业: 估值屡创历史新低, 集中度小幅下降

## 2.1 板块估值折价创历史新高, 多家一二线房企破净

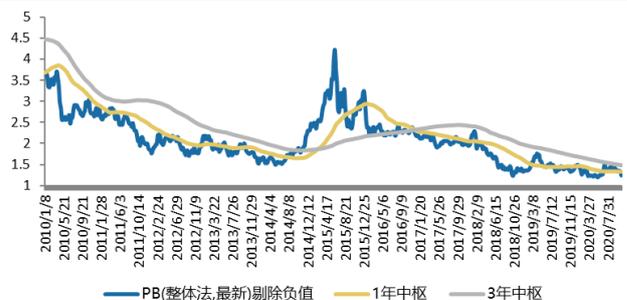
三季度地产板块表现较弱, 估值持续下行, 截至 10 月 31 日, A 股地产板块 PE 及 PB 估值分别降至 8.3X 及 1.2X, 均已低于一年中枢, 且折价幅度创历史新高, 板块 PE 及 PB 估值较全部 A 股分别折价 54% 及 35%; 若剔除银行股折价幅度则分别为 67% 及 50%。而一二线房企平均 PE 6.5X, 平均 PB 降至 1.0X 以下, 仅为 0.98X, 显著低于板块整体, 16 家一二线房企中, 首开、华侨城、蓝光、荣盛等 9 家 PB 估值低于 1X。

图 1: 板块 PE 估值



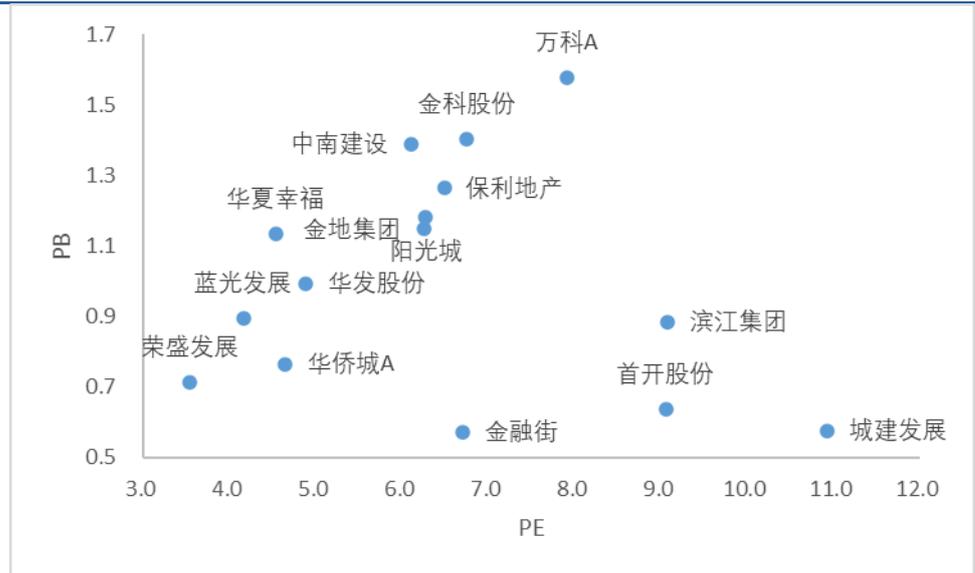
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 2: 板块 PB 估值



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 3: 一二线房企估值情况 (截至 2020/10/31)



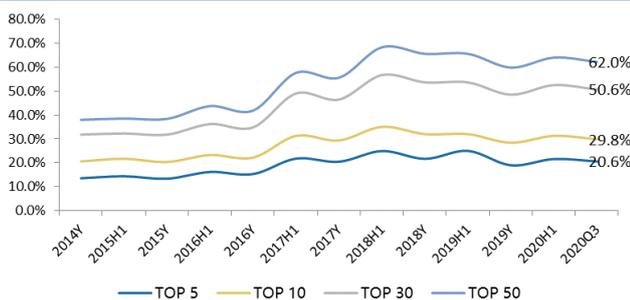
\*不包括泰禾, 泰禾 PE 为负。

资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 2.2 前三季度销售集中度小幅下降, 二线房企增速依然相对较快

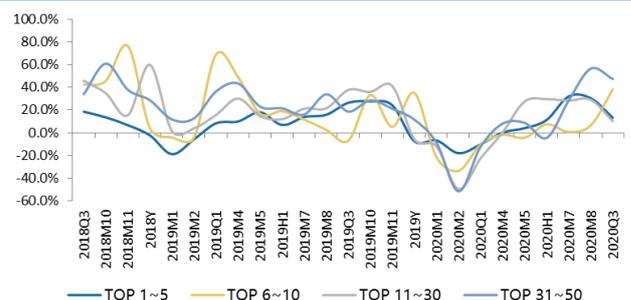
前三季度, 行业 TOP 5 公司及 TOP 50 公司销售额分别占行业销售额的 20.6% 及 62.0% (全口径), 行业集中度较上半年末小幅下滑。分梯队来看, 前三季度各梯队销售均保持正增长, TOP 31-50 房企销售增速领先, TOP 6-10 次之, 相对而言二线房企增速依然相对较快。

图 4: 行业销售额集中度持续提升



资料来源: wind, 国家统计局, 长城证券研究所

图 5: 前 50 名房企销售额增速



资料来源: wind, CRIC, 长城证券研究所

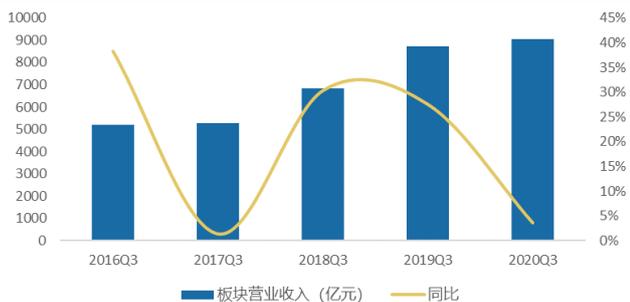
### 3. 盈利能力：业绩回暖，利润率下行，分化加剧

#### 3.1 板块业绩回暖，分化加剧

前三季度板块整体营收较上年同期增长 3.5%，增幅较去年同期大幅放缓 24 个百分点，但相比上半年扩大 1.4pct，略有回暖。

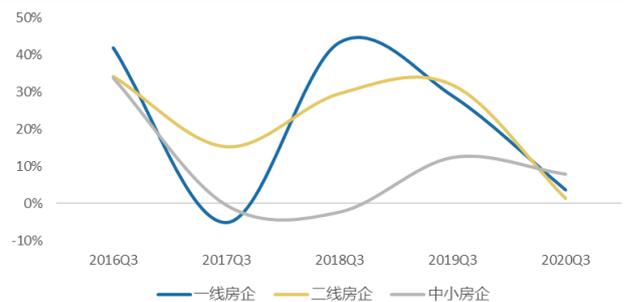
细分来看，各梯队房企营收增速相比上半年均有改善，其中中小房企恢复最快，前三季度营收增幅为 8.0%，同比下降 4.5pct，但较上半年增幅扩大 6.5pct，可能与中小房企体量小弹性大有关；一线房企前三季度营收增幅为 3.7%，较上半年增幅扩大 0.4pct，较上年同期下降 25.3pct，5 个一线房企中华夏幸福及金地营收同比下降；二线房企增幅为 1.4%，较上年同期下降 30.6pct，其中泰禾同比下降超 85%，若剔除泰禾二线增幅为 8.8%，较上年同期下降约 25pct，较上半年末增幅扩大 1.0pct，除泰禾外二线房企中首开、城建发展及金融街营收同比下滑。

图 6：板块营收及同比增速



资料来源：wind、长城证券研究所

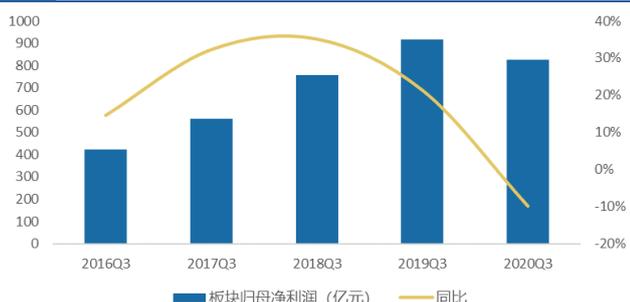
图 7：板块公司营收同比增速



资料来源：wind、长城证券研究所

前三季度板块归母净利润整体亦呈回暖趋势，板块归母净利润同比下降 9.9%，降幅较上半年收窄 2.3pct。分类来看，各级公司间分化显著，前三季度一线房企归母净利润降幅仅为 0.9%，相比上半年收窄 2.4pct，同样华夏幸福及金地集团业绩有所下滑；二线房企归母净利润同比降 20.0%，但剔除转亏的泰禾后同比降约 6%，降幅较上半年收窄约 5pct；中小房企净利润同比降幅 22.5%，降幅较上半年进一步扩大 5.3pct，42 家样本公司中云南城投、南国置业等 11 家公司亏损，去年同期为 10 家。具体来看，16 家一二线房企中业绩增速领先的为中南、阳光城等二线公司，增速超 20%，除泰禾外，城建发展、首开、金融街等 7 家房企业绩同比下滑，一二线房企中分化同样加剧。

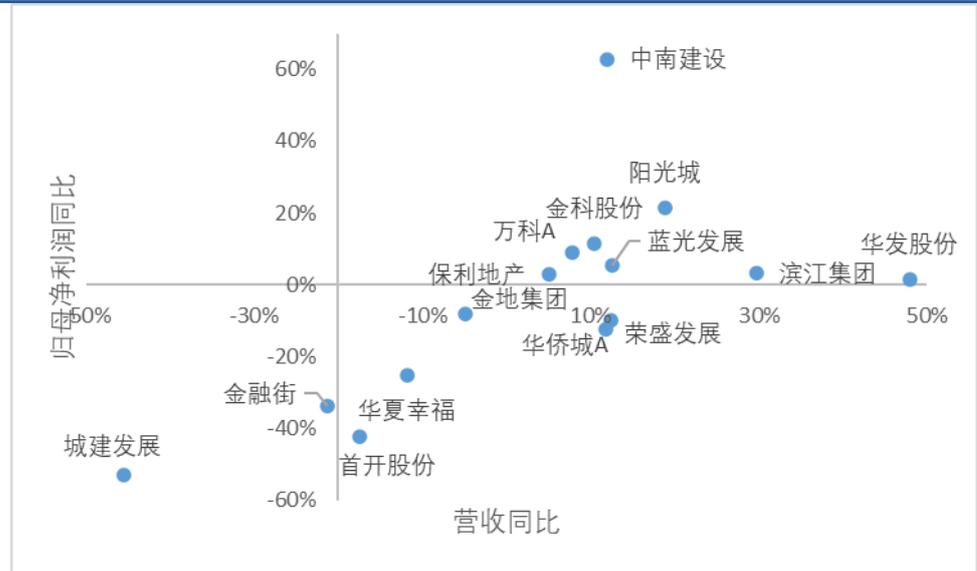
图 8：板块归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 长城证券研究所

资料来源: wind, 长城证券研究所

图 10: 2020 年前三季度一二线房企营收及净利润增长情况\*



\*不包括泰禾。  
资料来源: Wind, 长城证券研究所

### 3.2 利润率下行趋势不改，三费率稳中有降，财务费用率较上半年改善

前三季度板块整体毛利率 32.2%，同比收窄 4.1pct，且略低于 2018 年同期水平，相比上半年进一步回落 0.8pct，下降的主要原因是结算以地价较高的 17-18 年项目为主。分类来看，中小房企毛利率领先，前三季度平均毛利率为 37.1%，同比下降 3.0pct，中小房企呈现较高的毛利率可能与其结算规模较小，受个别项目影响较大有关；一线房企平均毛利率 32.5%，较上年同期下降 4.1pct；而二线房企或受高周转模式下规模扩张较快影响，盈利能力相对较弱，前三季度平均毛利率 29.5%，较上年同期下降 4.7pct。

归母净利率方面，板块净利率延续了下行趋势，前三季度板块净利率 9.1%，较上半年进一步下降 0.9pct，较上年同期下降 1.4pct。分类来看，一线房企净利率水平最高，为 9.9%，较上年同期下降 0.4pct；二线及中小房企基本相当，分别为 8.1% 及 8.3%，同比下降幅度为 2.2pct 及 3.3pct，二线房企若剔除亏损的泰禾归母净利率 8.9%。一线房企尽管毛利率表现并不突出，但净利率表现明显领先。

图 11: 板块公司毛利率

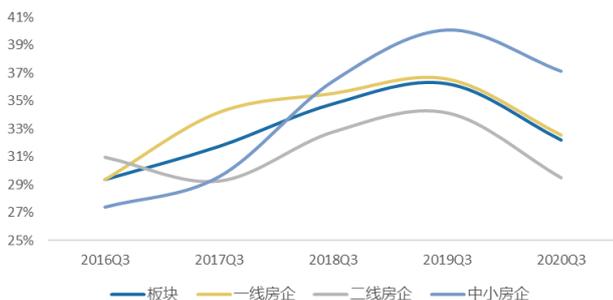
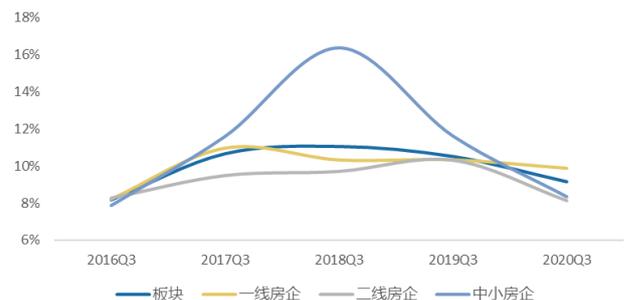


图 12: 板块公司净利率



资料来源: wind、长城证券研究所

资料来源: wind、长城证券研究所

三费率方面,前三季度板块整体三费率 10.4%,较上年同期及上半年均下降 0.1pct,三费率稳中有降,其中销售费用率及管理费用率同比均有下降,而财务费用率由去年同期的 3.1%升至 3.4%,但相较上半年的 3.7%有所回落。分类来看,一线房企整体费用控制能力突出,前三季度三费率为 8.7%,较上年同期下降 0.2pct,由于融资成本较低、融资渠道多样,在“三条红线”背景下优势明显,其财务费用率仅为 2.4%,显著低于二线及中小房企;二线房企前三季度平均三费率较去年同期下降 0.2pct 至 10.9%,若剔除泰禾三费率为 10.3%,同比下降约 0.7pct;中小房企前三季度平均三费率为 16.2%,较去年同期下降 0.3pct,财务费用率高达 7.8%。

图 13: 板块公司三费率 (%) \*

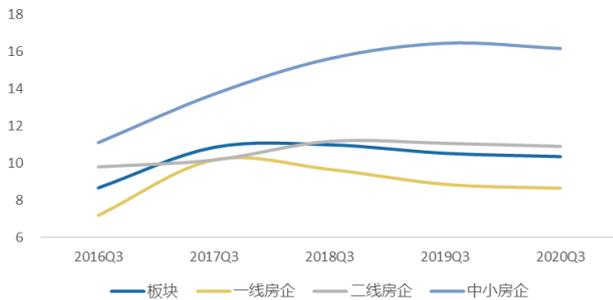
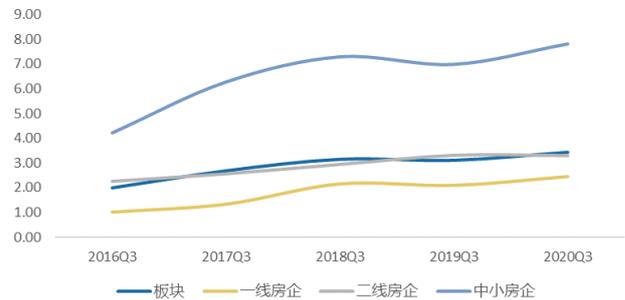


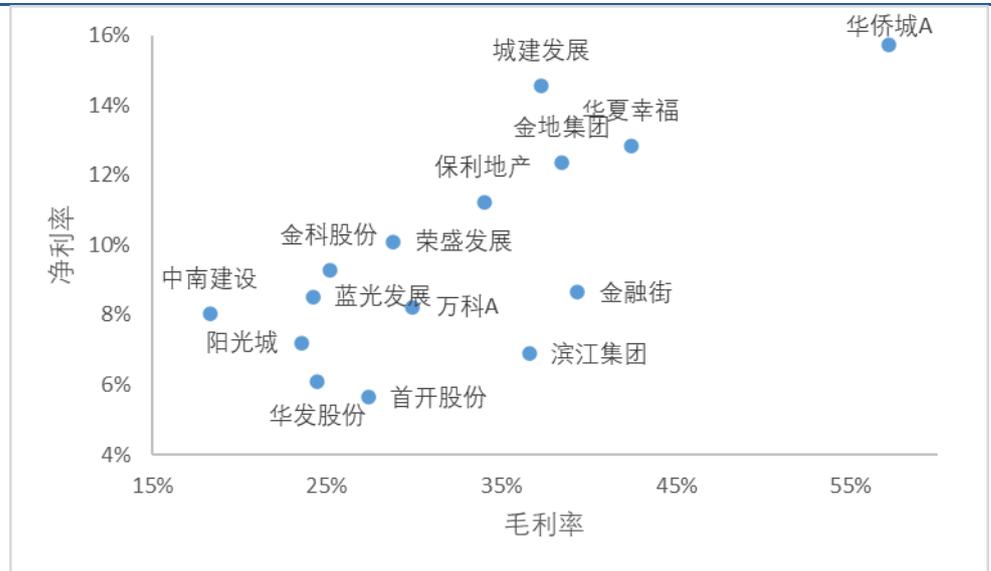
图 14: 板块公司财务费用率 (%)



\* 2018 年开始研发费用从管理费用中拆分为独立科目,考虑到研发费用比重较小,2018 年开始管理费用计算不包括研发费用。  
资料来源: wind、长城证券研究所

资料来源: wind、长城证券研究所

图 15: 2020 年前三季度一二线房企利润率情况



\*不包括泰禾。

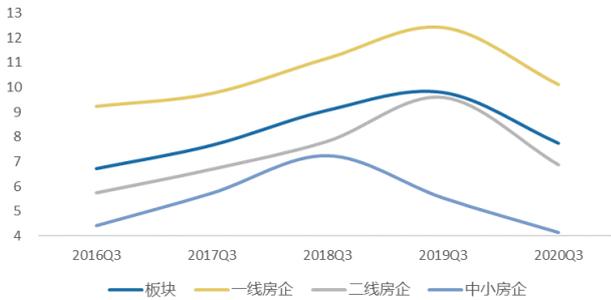
资料来源: Wind, 长城证券研究所

### 3.3 ROE: 行业 ROE 下滑, 一线房企遥遥领先

受净利率下滑拖累前三季度板块 ROE 快速下滑, 板块平均 ROE 7.74%, 较上年同期下降 2.04pct。其中一线房企平均 ROE 为 10.13%, 较上年同期下降 2.30pct, 始终处于领先地位; 二线房企平均 ROE 6.88%, 剔除泰禾后平均 ROE 为 7.93%, 较上年同期下降 1.61pct; 而中小房企平均 ROE 仅为 4.13%, 较上年同期下降 1.40pct, ROE 分化非常明显。不考虑

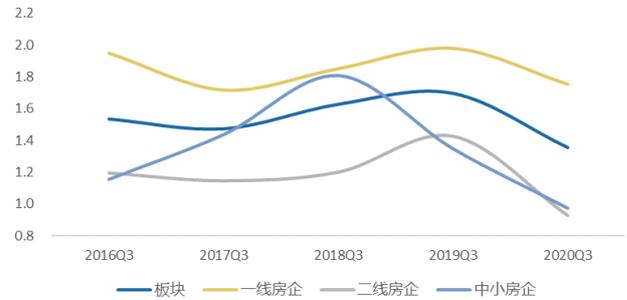
杠杆，一线房企 ROA 同样处于领先地位，而二线及中小房企近两年 ROA 水平基本接近，前三季度分别为 0.93% 及 0.97%，二线房企若剔除泰禾为 1.09%，可见二线房企融资方面的优势。具体来看，一二线房企中，ROE 领先的主要为中南、金科、华夏幸福、蓝光等，以二线梯队高周转公司为主，而 ROA 金地遥遥领先，万科、保利紧随其后，均为一线房企。

图 16: 板块公司 ROE (%)



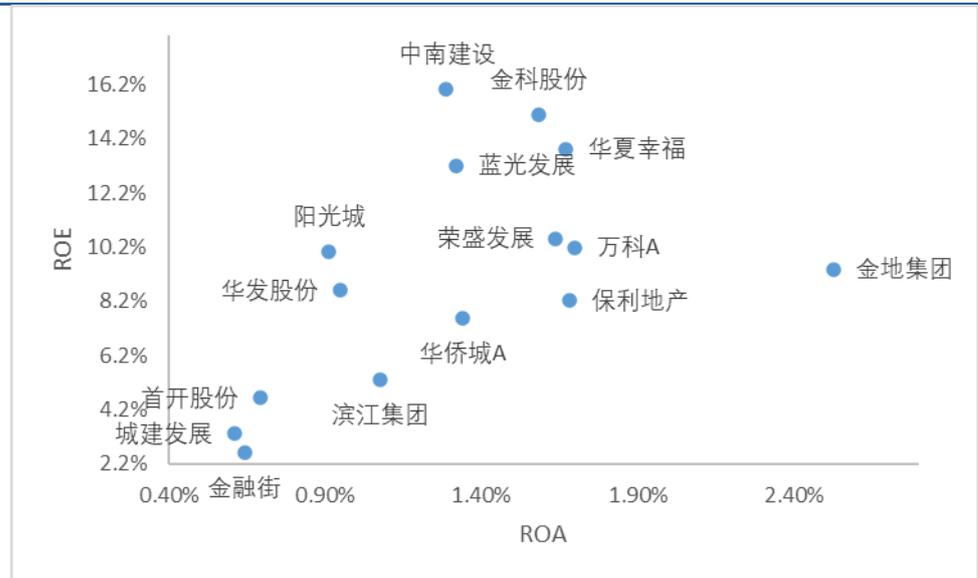
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 17: 板块公司 ROA (%)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 18: 2020 年前三季度一二线房企 ROA 及 ROE 情况



\*不包括泰禾。

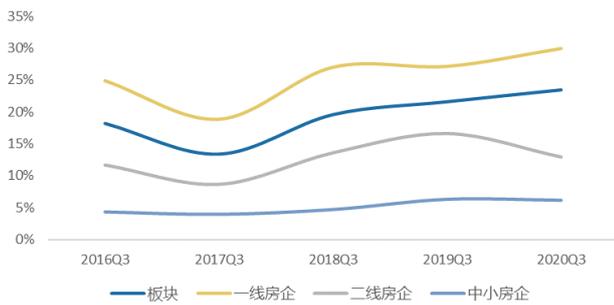
资料来源: Wind, 长城证券研究所

### 3.4 二线房企少数股东权益占比显著上升

前三季度板块少数股东损益占净利润的比重较去年同期上升 1.9pct 至 23.5%，相比上半年也略有提升，上升的主要原因为一线房企少数股东损益占比的明显增加。前三季度一线房企少数股东损益占比为 29.9%，较上年同期增长 2.8pct；而二线房企及中小房企少数股东损益占比则分别下降 3.6pct 及 0.2pct 至 13.0% 及 6.2%。

而从少数股东权益占比来看，三季度末板块少数股东权益占比由去年同期的 28.5% 升至 31.7%，相比上半年末也略有扩大，二线房企少数股东权益占比较去年同期扩大超 5pct 至 37.2%，首次超过一线房企 35.9% 的水平，与少数股东损益占比存在明显偏差，随着合作项目增多，预计未来二线房企少数股东损益也将有所提升；而中小房企少数股东权益比例仅为 9.0%，略高于损益比重。

图 19: 板块公司少数股东损益占净利润比重



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 20: 板块公司少数股东权益占所有者权益比重

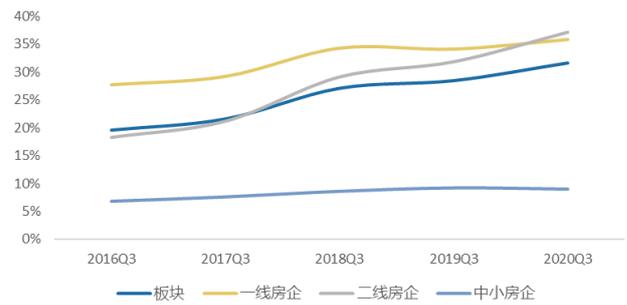
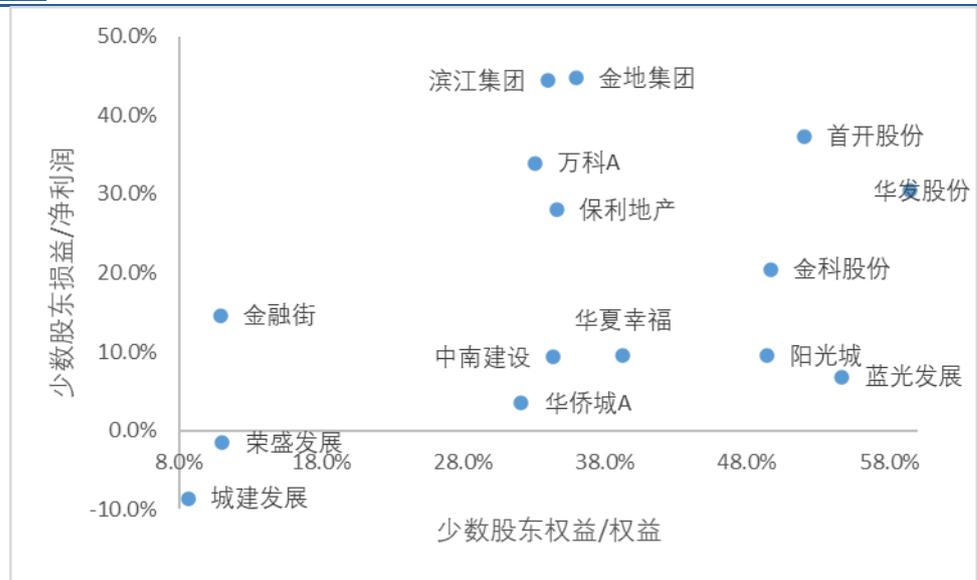


图 21: 2020 年前三季度一二线房企少数股东情况



\*不包括泰禾

资料来源: Wind, 长城证券研究所

### 3.5 板块预收增速回落，一二线房企业绩锁定率较高

三季度末板块预收账款稳步上涨，同比增速 8.1%，近两年持续放缓，但行业整体业绩锁定率依然维持在 1.6 左右的较高水平。分类来看，一线和二线房企业绩锁定率较为接近，三季度末分别为 1.67 及 1.62，同比均有小幅下滑，而中小房企业绩锁定率仅为 1.13。

图 22: 板块整体预收账款及同比增速



图 23: 板块公司业绩锁定率\*



资料来源: wind, 长城证券研究所

业绩锁定率=预收账款/上年营收

资料来源: wind, 长城证券研究所

### 3.6 存货稳增，周转率表现平稳

存货方面，三季度末板块整体存货延续上涨趋势，但增长率放缓至 11.6%。其中二线房企增速领先，同比升幅为 15.9%，相比去年同期收窄不到 3pct，一线及中小房企增速同比分别收窄 8.9pct 及 10.4pct 至 10.0% 及 6.4%。存货周转效率方面，近几年房企存货周转表现平稳，维持在 0.14 左右，其中一线房企周转率表现最好，达 0.16，中小房企次之。

图 24: 板块整体存货及同比增速



图 25: 板块公司存货同比增速

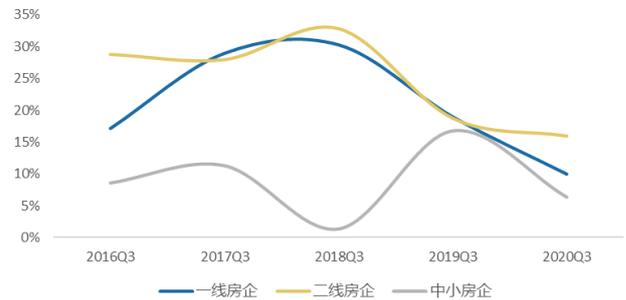
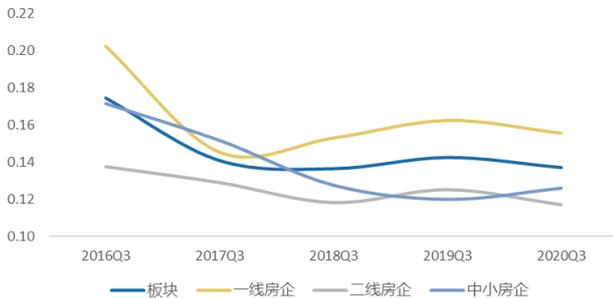


图 26: 板块公司存货周转率



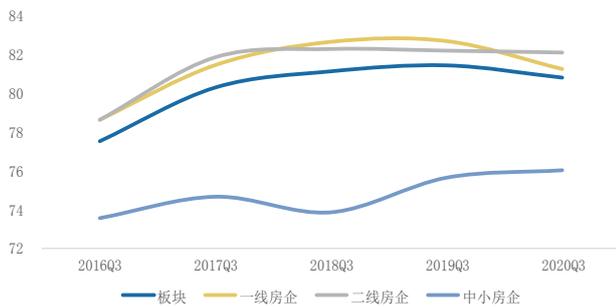
资料来源: wind, 长城证券研究所

## 4. 负债水平：杠杆持续下降，短债比例大幅提升

### 4.1 资产负债率稳中有降，一二线相对较高

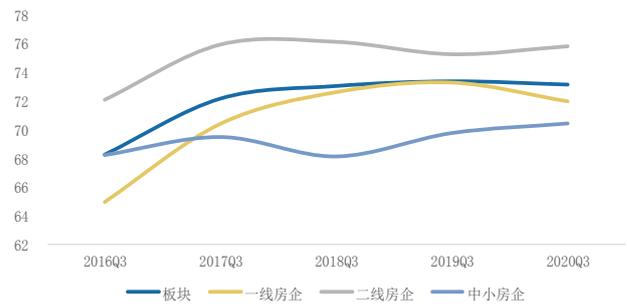
三季度末板块资产负债率 80.9%，较上半年末微降 0.12pct，较上年同期下降 0.64pct，剔除预售款后，板块资产负债率降低至 73.2%。分类来看，一二线房企负债率相对较高，两者分别为 81.3% 及 82.1%，中小房企为 76.0%，相比上半年末二线及中小房企负债率微涨，剔除预收后（双向扣除）三者分别降至 72.0%、75.9% 及 70.5%。

图 27: 板块公司资产负债率 (%)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 28: 板块公司剔除预收款后的资产负债率 (%)



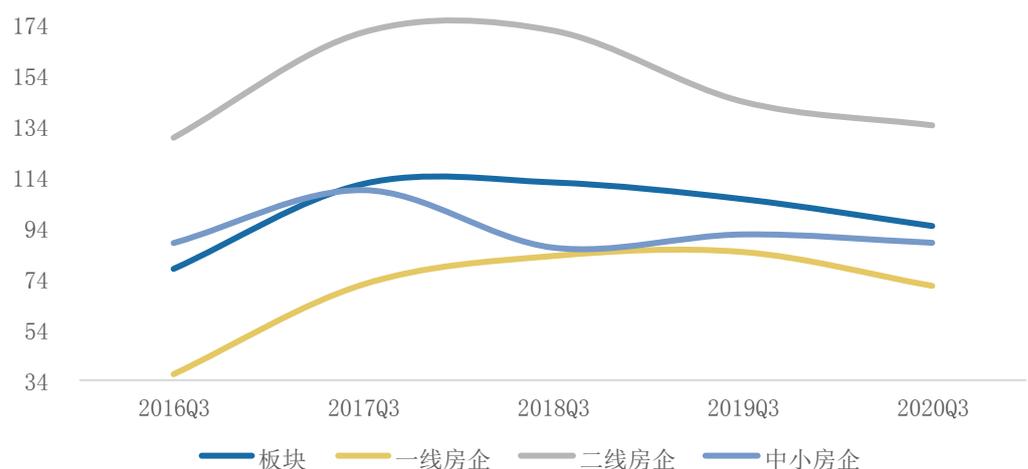
资料来源: wind, 长城证券研究所

## 4.2 净负债率持续下降，二线相对最高

净负债率方面，三季度末板块净负债率 95.35%，较上半年末下降 2.66pct，较去年同期快速下降 10.49pct，近两年板块净负债率持续下降。分级来看，受快速扩张战略的影响二线房企净负债率相对最高，三季度末为 134.67%，但相比去年同期及上半年末分别下降 9.43pct 及 4.94pct；一线房企净负债率最低，三季度末为 71.28%，较去年同期下降 13.39pct，与上半年末基本持平；而中小房企净负债率为 88.88%，较去年同期下降 3.26pct，较上半年末下降 4.59pct。

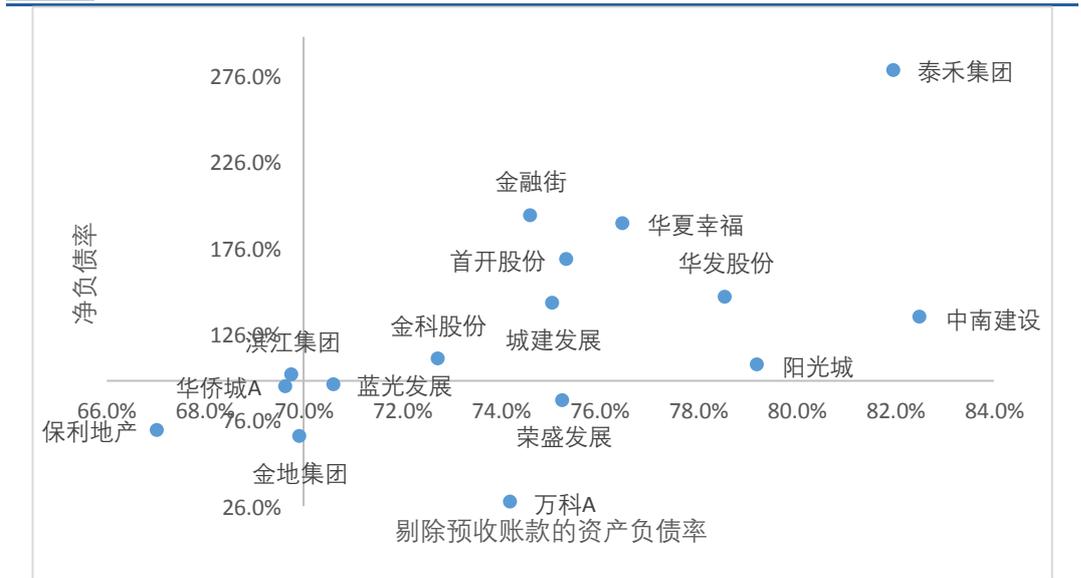
具体来看，16 家一二线房企中满足净负债率 100% 以下、剔除预收款项后的资产负债率（双向扣除）70% 以下的仅保利、华侨城及金地，万科净负债率不到 30% 但剔除预收后的资产负债率 74.2%，略高于 70% 的水平。净负债率不到 100% 的有 6 家，其中超过 150% 的有 4 家，泰禾 280.0%、金融街 195.8%、华夏幸福 190.4% 及首开股份 169.9%，剔除预收后的资产负债率不到 70% 的有 4 家，超过 80% 的为中南建设 82.5% 及泰禾集团 82.0%。

图 29: 板块公司净负债率 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 30: 2020 年三季度末一二线房企负债率情况

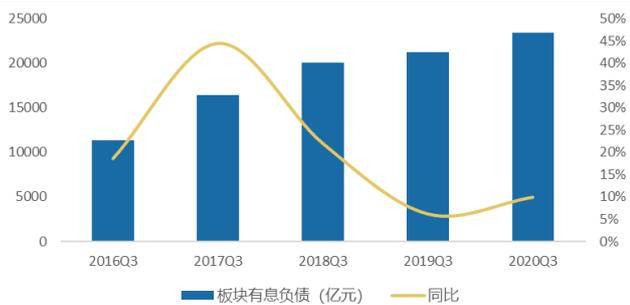


资料来源: Wind、长城证券研究所

### 4.3 短债比重快速增加，现金短债比持续下降

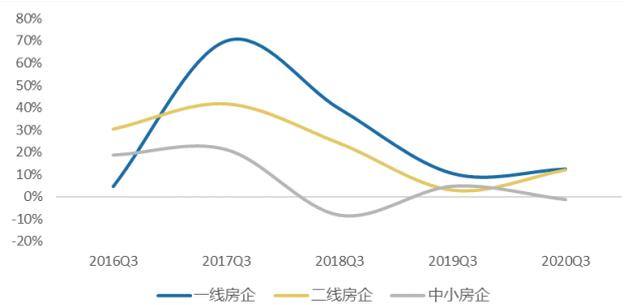
三季度末板块有息负债规模同比增长 9.9%，增速较上年同期扩大 3.7pct。分类来看，一二线房企三季度末有息负债同比增长 12.5%及 12.0%，较上半年末增速下降 3.3pct 及扩大 3.6pct，较上年同期扩大 2.0pct 及 9.1pct；中小房企三季度末有息负债同比转负至降 1.3%，降幅相比上半年有所扩大。总体来看二线房企有息负债增速较快。

图 31: 板块整体有息负债及同比增速



资料来源: wind、长城证券研究所

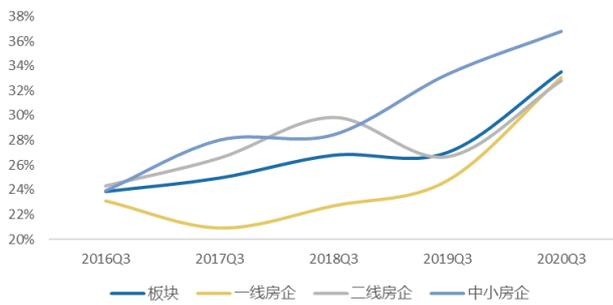
图 32: 板块公司有息负债同比增速



资料来源: wind、长城证券研究所

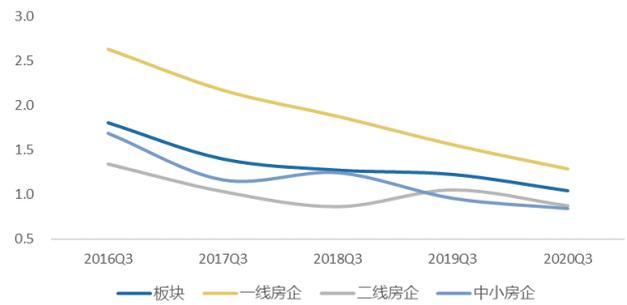
从有息负债结构来看，随着有息负债进入偿还高峰期，三季度末板块有息负债中短债比例由上年同期的 27.0% 快速上升至 33.5%，基本与上半年末持平，一线、二线及中小房企短债比例全面上升，中小房企比例扩大 3.5pct 至 36.8%，比重最高，一线房企比例扩大 8.3pct 至 33.0%，二线房企扩大 6.1pct 至 32.8%，其中泰禾比重达到 76.3%。三季度末板块现金短债比由去年同期的 1.22 快速降至 1.04，近几年现金短债比持续下降，其中一线房企现金短债比为 1.29，而二线及中小房企现金短债比均不到 1，分别为 0.87 及 0.85，二线房企中泰禾仅 0.05，若剔除泰禾二线房企现金短债比为 1.09。具体来看，除泰禾外一二线房企中现金短债比不到 1 的有 3 家，华夏幸福 0.41、金融街 0.55 及蓝光发展 0.81。

图 33: 板块公司短债占有息负债比重



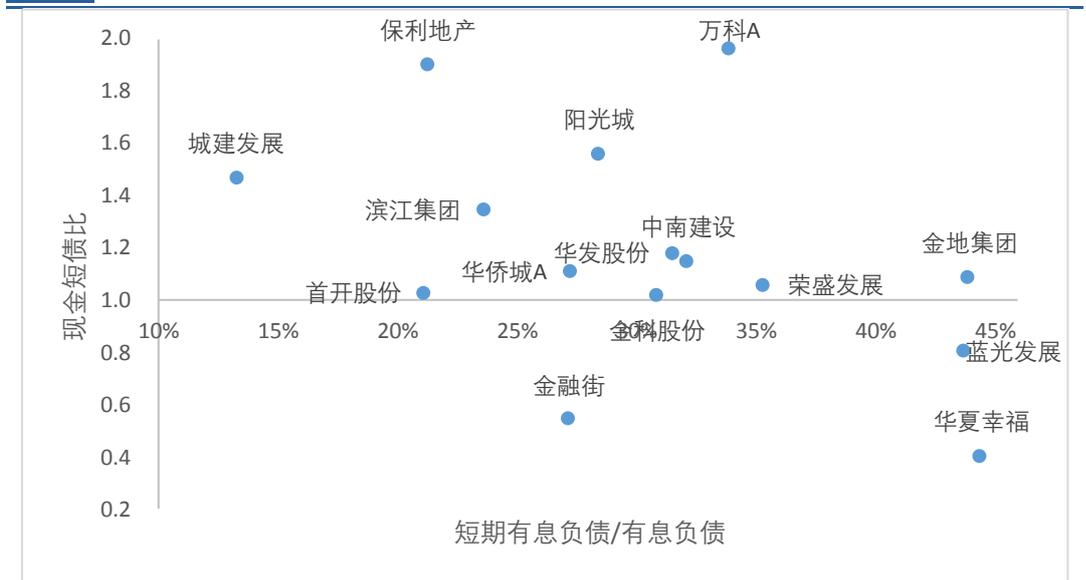
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 34: 板块公司现金短债比



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 35: 2020 年三季度末一二线房企短期负债情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

现金流方面, 前三季度板块整体销售及劳务现金流入同比下降 3.1%, 降幅较上半年末大幅收窄, 三季度现金流改善明显。分类来看, 各梯队房企销售流入表现相比上半年均有改善, 一线房企同比下降 0.7%, 降幅最小, 二线及中小房企降幅分别为 5.6%及 6.5%。从销售流入与营收比例来看, 前三季度一二线及中小房企比例分别为 1.38、1.53 及 1.18, 二线房企相对较高。

图 36: 板块公司销售及提供劳务现金流入

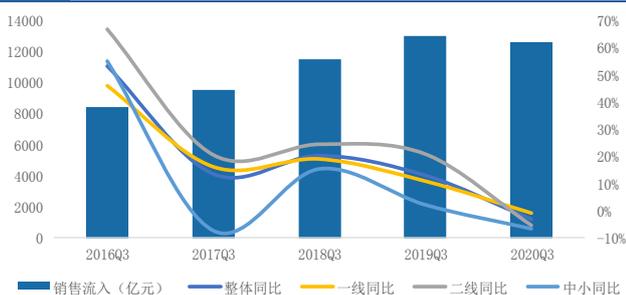
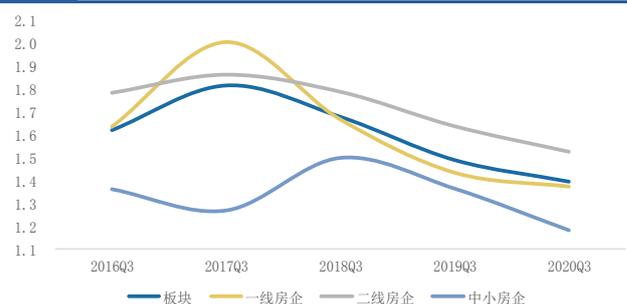


图 37: 板块公司销售及劳务现金流覆盖营业收入



资料来源: wind、长城证券研究所

资料来源: wind、长城证券研究所

## 5. 投资建议

- **维持推荐评级:** 三季度地产板块业绩回暖, 同比降幅相比上半年明显收窄, 但各梯队间分化更为显著, 一二线房企中间也出现分化。此外板块盈利能力继续下降, 毛利率及净利率水平持续下行, 一线房企以优秀的成本管控能力 ROE 遥遥领先。负债率方面, 在融资收紧背景下, 板块杠杆率持续下行, 但二线房企依然维持较高的水平。随着开竣工规模的进一步提升我们预计行业全年业绩表现将进一步提升。考虑到板块估值及仓位处于历史低位, 及政策面进一步收紧的必要性和空间在减小等因素, 我们认为当前时点可以积极关注地产板块, 维持板块“推荐”评级, 建议精选优质个股, 1) 龙头企业, 万科保利, 2) 二线优质标的 (合规要求部分公司无法覆盖)。
- **风险提示:** 疫情发展超出预期、调控及信贷政策超出预期、房产税出台超出预期、行业公司销售结算不及预期。

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>