



整体业绩稳健增长，房企财务分化显著 ——房地产行业 2019 年报综述

业绩增速放缓，盈利空间承压。2019 年，上市房企营业收入增速约 22.5% (2018 年：36.0%)，主要由于 2017-2018 年商品房销售增速有所放缓，2017 及 2018 年全年销售额增速分别为 11%及 15%。归母净利润增速约 13.4% (2018 年：18.5%)，归母净利增速低于营收增速，主要由毛利率下行带动，同时少数股东损益占净利润的平均比重上升约 2 个百分点至 19%。个股业绩增速表现分化，处于快速扩张期的中型房企业绩增长较快。盈利能力方面，2019 年上市房企平均毛利率约 30.3% (2018 年：32.5%)，原因在于 2016-2017 年后土地价格快速上升，房企拿地成本偏高，而后续销售价格受限价影响并未随土地成本上升而出现较大涨幅，导致 2019 年结算毛利率承压。当前核心城市土地竞争仍然较为激烈，新房销售价格较为稳定，行业毛利率未来存在继续下行压力，具备特色商业模式的房企有望凭借其优秀的投资能力维持优于同业的盈利能力。

销售增速持续下降，土储规模稳健增长。2019 年，上市房企平均销售增速约 28.1% (2018 年：54.4%)，2020 销售目标对应增速进一步下行至 14.3%，预计 2020 年销售金额将继续维持稳健增长。土地储备方面，2019 年，上市房企总土地储备面积平均增速约 16.4% (2018 年：23.7%)，整体拿地趋于审慎，拥有独特拿地渠道的房企在土地获取方面优势凸显。

短债占比略有上升，流动性表现分化。2019 年上市房企现金及银行存款增速随销售增速下降而有所放缓，平均增速约 18% (2018 年：43%)；短期债务平均增速为约 24% (2018 年：44%)，增速亦有所放缓；平均短期债务占比约 29.7% (2018 年：29.0%)，整体维持平稳。由于现金及银行存款增速低于短债增速，上市房企平均现金短债比略微下降至 1.78 倍 (2018 年：1.89 倍)，仍可实现对短债的充分覆盖。各房企现金及银行存款增速分化，部分房企近年增强财务纪律，债务结构明显优化，偿债压力有所缓解。

净负债率有所下降，融资成本保持稳定。2019 年，上市房企平均净负债率约 75.5% (2018 年：78.5%)，整体而言有所下降；个股净负债率出现一定分化，部分房企如融创中国、中国奥园、富力地产 2019 年净负债率出现一定上升，佳兆业集团、融信中国及新城控股等 2019 年净负债率下降较快。融资成本方面，上市房企 2019 年平均融资成本为 6.2% (2018 年：6.1%)，变动幅度较

强于大市

(维持)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4699

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

+852 3700 7094



目录

1. 业绩增速放缓，盈利空间承压	5
1.1 业绩持续增长，增速有所放缓	5
1.2 毛利率略有下滑，盈利空间有所承压	11
2. 销售增速持续下降，土储规模稳健增长	15
2.1 销售持续增长，目标增速放缓	15
2.2 土储面积保持增长，增速有所下降	18
3. 短债占比略有上升，流动性表现分化	19
4. 降杠杆成效显著，融资成本保持稳定	25
5. 投资建议	28
6. 风险提示	29

图表目录

图 1：营收持续增长，增速有所下降	5
图 2：归母净利润增速较 2018 年略有下降	5
图 3：全国商品房销售额增速 2017 年起有所放缓	6
图 4：合景泰富集团、金科股份、中国奥园营收增速较快	6
图 5：绿城中国、合景泰富集团、中国奥园归母净利润增速较快	7
图 6：中国奥园、宝龙地产、金科股份核心净利增长率较高	7
图 7：上市房企毛利率略有下滑	11
图 8：归母净利率受毛利率下滑影响略有下降	11
图 9：上市公司 ROE 因权益乘数提升而稳步上行	11

图 10：合生创展集团、华润置地、宝龙地产毛利率较高.....	12
图 11：深圳控股、中国海外发展、合生创展集团核心净利率较高.....	13
图 12：融创中国、新城控股、龙光地产平均 ROE 较高.....	13
图 13：建发国际集团、中骏集团控股、金科股份 2019 年销售额增速较快.....	15
图 14：建发国际集团、中国金茂、宝龙地产 2020 年销售目标对应增速较快.....	15
图 15：现金及银行存款增长率随销售增速放缓而有所下滑.....	19
图 16：短期债务平均增速有所放缓.....	19
图 17：短期债务平均占比略有上升.....	20
图 18：上市房企平均现金短债比有所下行.....	20
图 19：中国奥园、佳兆业集团、合生创展集团现金及银行存款增速较快.....	20
图 20：龙湖集团、越秀地产、远洋集团短期债务占比较低.....	21
图 21：龙湖集团、中国海外发展、越秀地产现金短债比较高.....	21
图 22：上市房企平均净负债率有所下降.....	25
图 23：上市房企平均融资成本保持稳定.....	25
图 24：佳兆业集团、融信中国、新城控股净负债率下降幅度较大.....	26
图 25：正荣地产、时代中国控股、融信中国融资成本下降较多.....	26
表 1：2019 年业绩综述研究对象包含个股.....	5
表 2：个股增速表现分化，中型房企表现亮眼.....	9
表 3：个股盈利能力表现分化.....	14
表 4：房企 2020 年销售目标对应增速较 2019 年销售增速有所放缓.....	16
表 5：上市房企总土地储备面积维持增长，增速有所下降.....	18
表 6：各公司流动性表现分化.....	23



表 7：佳兆业集团、融信中国及新城控股等降杠杆效果显著，多数房企融资成本较为稳定	27
--	----



港股上市房企 2019 年年报披露完毕，我们以 32 家房企（港股 29 家，A 股 3 家）为对象对板块业绩进行了研究，包含个股如下：

表 1：2019 年业绩综述包含个股范围

2019 年业绩综述包含个股			
碧桂园	中国金茂	佳兆业集团	中骏集团控股
中国恒大	富力地产	龙光地产	花样年
融创中国	融信中国	合景泰富集团	越秀地产
中国海外发展	正荣地产	时代中国控股	深圳控股
世茂房地产	绿城中国	宝龙地产	建发国际集团
华润置地	远洋集团	中国海外宏洋	万科 A
龙湖集团	雅居乐集团	合生创展集团	金科股份
旭辉控股集团	中国奥园	禹洲地产	新城控股

数据来源：中达证券研究

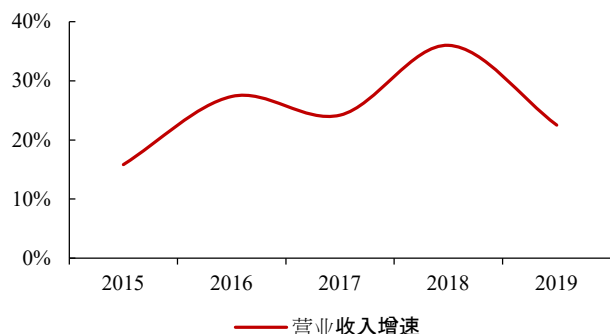
1. 业绩增速放缓，盈利空间承压

1.1 业绩持续增长，增速有所放缓

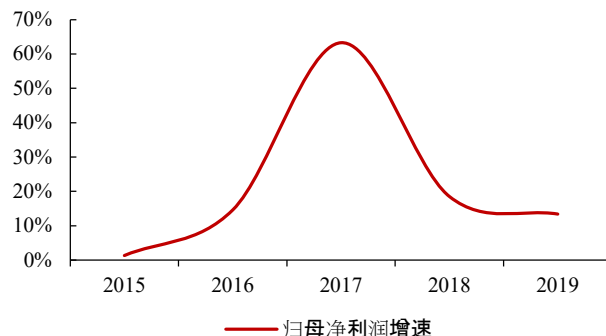
营收持续增长，业绩稳步上行。2019 年，上市房企营业收入平均增速约 22.5%，较 2018 年下降约 13.5 个百分点；营收增速有所下降，主要由于 2017-2018 年商品房销售增速有所放缓，2017 及 2018 年全年增速分别为 11%及 15%。归母净利润平均增速约 13.4%，较 2018 年下降约 5.1 个百分点；归母净利增速低于营收增速，主要由毛利率下行带动，同时少数股东损益占净利润的平均比重上升约 2 个百分点至 19%。

图 1：营收持续增长，增速有所下降

图 2：归母净利润增速较 2018 年略有下降

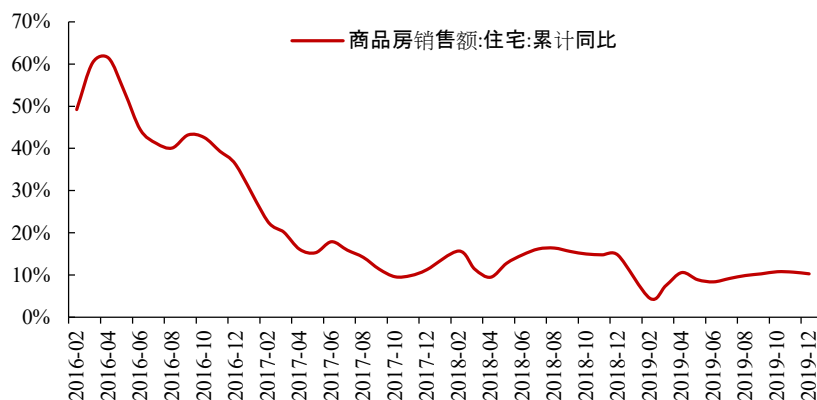


数据来源：Wind, 中达证券研究



数据来源：Wind, 中达证券研究

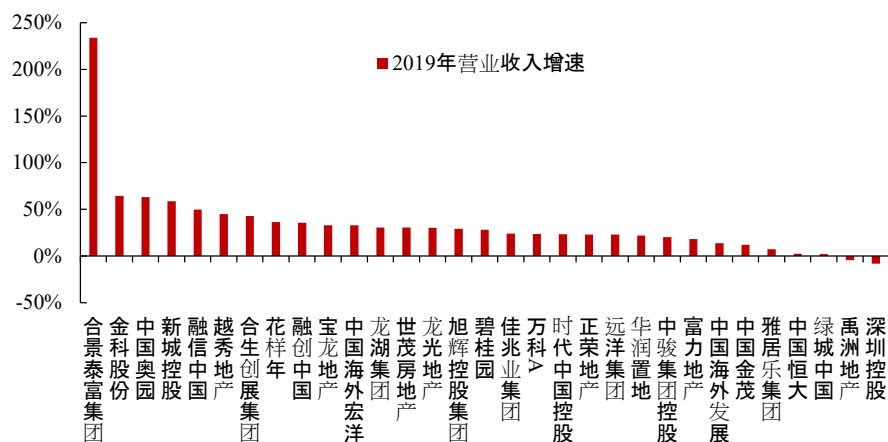
图 3：全国商品房销售额增速 2017 年起有所放缓



数据来源：Wind, 国家统计局，中达证券研究

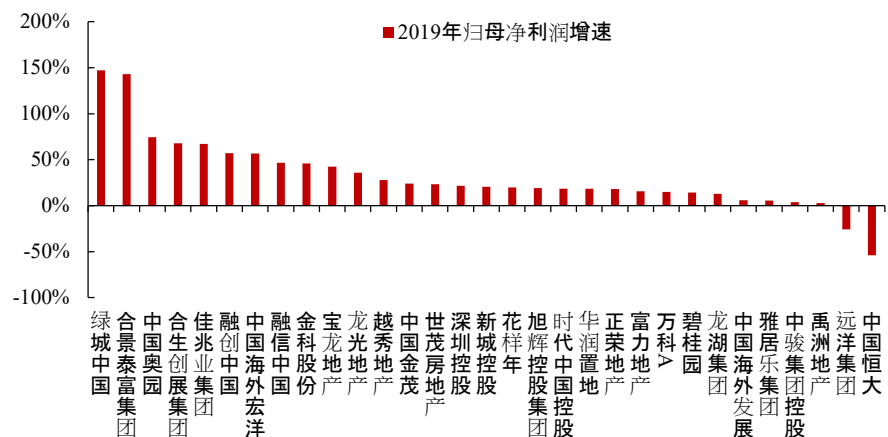
个股增速表现分化，中型房企表现亮眼。营收方面，合景泰富、金科股份、中国奥园增速较快，同比分别增长 234%、64%、63%，归母净利润方面，绿城中国、合景泰富集团、中国奥园分别同比增长 147%、143%、74%。核心净利润方面，中国奥园、宝龙地产、金科股份分别同比增长 60%、45%、43%。2017 及 2018 年较快的销售增长带动上述公司业绩快速增长。整体而言，处于快速扩张期的中型房企业绩增长较快，大型房企增速则由于基数较大和逐渐受限于管理半径而趋于平稳。

图 4：合景泰富集团、金科股份、中国奥园营收增速较快



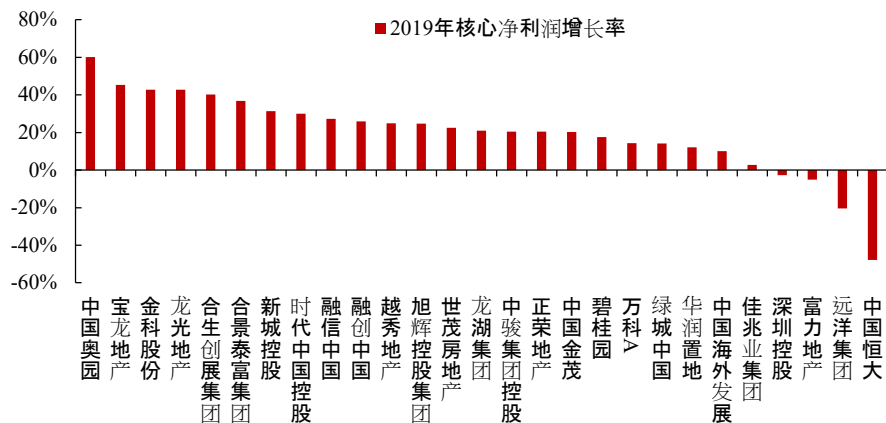
数据来源：Wind, 中达证券研究

图 5：绿城中国、合景泰富集团、中国奥园归母净利润增速较快



数据来源：Wind, 中达证券研究

图 6：中国奥园、宝龙地产、金科股份核心净利增长率较高



数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：A 股为扣非后归母净利润



表 2：个股增速表现分化，中型房企表现亮眼

公司	证券代码	2019 营收		2019 核心净利润	
		(亿元)	同比	(亿元)	同比
中国奥园	3883.HK	505.3	63.0%	41.2	60.1%
宝龙地产	1238.HK	260.4	32.9%	26.8	45.3%
金科股份	000656.SZ	650.7	64.4%	57.3	42.7%
龙光地产	3380.HK	574.8	30.2%	100.2	42.7%
合生创展集团	0754.HK	186.0	43.0%	32.3	40.3%
合景泰富集团	1813.HK	249.6	233.8%	52.1	36.8%
新城控股	601155.SH	802.4	58.6%	99.8	31.4%
时代中国控股	1233.HK	424.3	23.4%	54.7	30.0%
融信中国	3301.HK	514.6	49.7%	31.8	27.3%
融创中国	1918.HK	1693.2	35.7%	270.7	26.0%
越秀地产	0123.HK	383.4	45.0%	35.1	24.9%
旭辉控股集团	0884.HK	547.7	29.3%	69.0	24.7%
世茂房地产	0813.HK	1115.2	30.4%	104.8	22.6%
龙湖集团	0960.HK	1510.3	30.4%	155.5	21.0%
中骏集团控股	1966.HK	213.7	20.2%	26.5	20.5%
正荣地产	6158.HK	325.6	23.1%	23.1	20.4%
中国金茂	0817.HK	433.6	11.9%	61.1	20.3%
碧桂园	2007.HK	4859.1	28.2%	401.2	17.6%
万科 A	000002.SZ	3678.9	23.6%	383.1	14.4%
绿城中国	3900.HK	615.9	2.1%	43.4	14.2%
华润置地	1109.HK	1477.4	21.9%	216.5	12.2%
中国海外发展	0688.HK	1636.5	13.6%	343.0	10.1%
佳兆业集团	1638.HK	480.2	24.1%	43.0	2.7%
深圳控股	0604.HK	149.2	-8.4%	30.6	-2.8%
富力地产	2777.HK	908.1	18.2%	90.5	-5.0%
远洋集团	3377.HK	509.3	22.9%	20.8	-20.4%
中国恒大	3333.HK	4775.6	2.4%	408.2	-47.9%
平均增长率			36.1%		19.7%

数据来源：公司公告，Wind, 中达证券研究；注：合生创展集团、深圳控股货币单位为港元

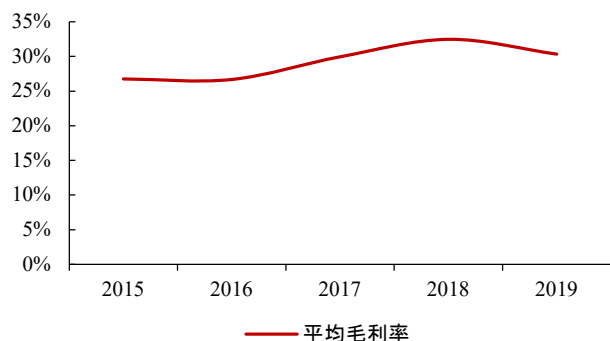




1.2 毛利率略有下滑，盈利空间有所承压

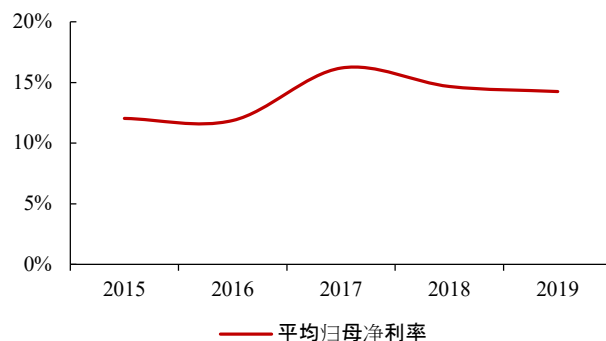
毛利率有所下滑，净利率略有下降。2019 年上市房企平均毛利率由 2018 年的 32.5%下降 2.2 个百分点至 30.3%，原因在于 2016-2017 年后土地价格快速上升，房企拿地成本偏高，而后续销售价格受限价影响并未随土地成本上升而出现较大涨幅，导致 2019 年结算毛利率承压。当前核心城市土地竞争仍然较为激烈，新房销售价格较为稳定，行业毛利率未来存在继续下行压力。归母净利率下降 0.4 个百分点至 14.2%，归母净利率相对毛利率下降幅度较小，主要由于权益性投资收益占营收的比重上升 1.9 个百分点至 4.5%，销售、行政及一般费用占营收比重下降 0.5 个百分点至 8.3%。平均 ROE 上升 1.1 个百分点至 19.7%，主要系由于平均权益乘数上升 0.56 倍至 8.19 倍。

图 7：上市房企毛利率略有下滑



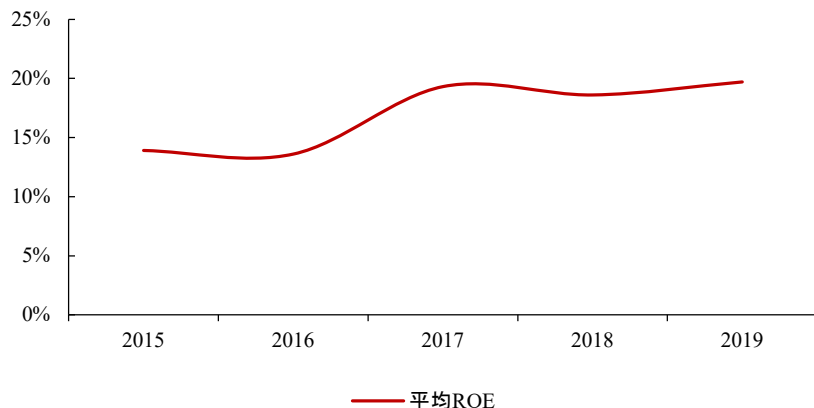
数据来源：Wind, 中达证券研究

图 8：归母净利率受毛利率下滑影响略有下降



数据来源：Wind, 中达证券研究

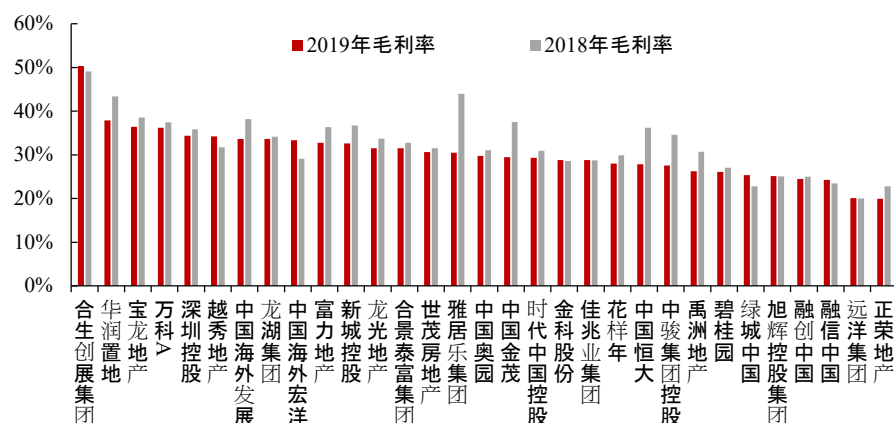
图 9：上市公司 ROE 因权益乘数提升而稳步上行



数据来源：Wind, 中达证券研究

个股盈利能力表现分化。合生创展集团、华润置地、宝龙地产毛利率较高，分别达 50.3%、37.9%、36.4%。合生创展早期于核心城市储备了较多优质项目，土地成本相对较低；华润置地、宝龙地产商管收入占比相对较高，因而毛利率水平相对较高。中国海外发展、深圳控股、龙光地产核心净利率较高，分别达 21.0%、20.5%、17.4%；融创中国、新城控股、龙光地产平均 ROE 较高，分别达 37.2%、36.7%和 35.5%。上述房企因具备特色商业模式，投资能力较强，因而盈利能力优于同业。

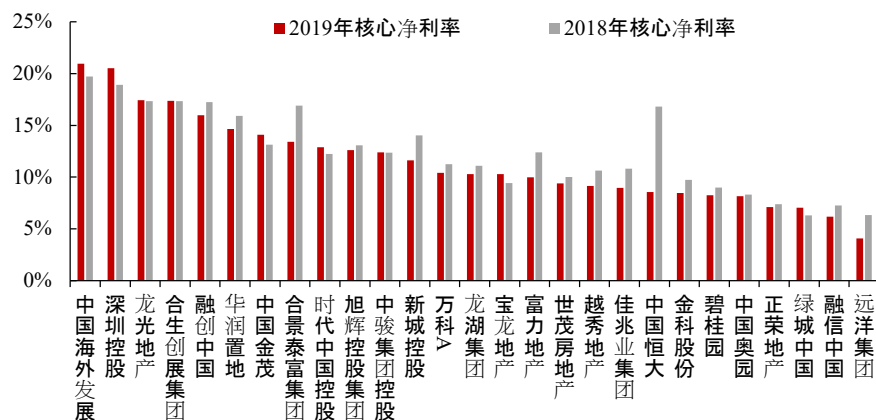
图 10：合生创展集团、华润置地、宝龙地产毛利率较高



数据来源：Wind, 中达证券研究

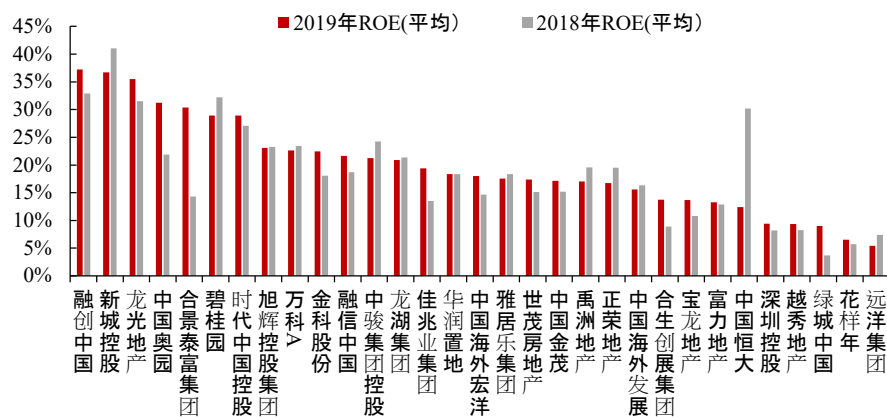


图 11：中国海外发展、深圳控股、龙光地产核心净利率较高



数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：A 股为扣非后归母净利润

图 12：融创中国、新城控股、龙光地产平均 ROE 较高



数据来源：Wind, 中达证券研究



表 3：个股盈利能力表现分化

公司	证券代码	核心净利率		
		2019	2018	同比变动 (pct)
中国海外发展	0688.HK	21.0%	19.7%	1.2
深圳控股	0604.HK	20.5%	18.9%	1.6
龙光地产	3380.HK	17.4%	17.3%	0.1
合生创展集团	0754.HK	17.4%	17.3%	0.0
融创中国	1918.HK	16.0%	17.2%	-1.2
华润置地	1109.HK	14.7%	15.9%	-1.3
中国金茂	0817.HK	14.1%	13.1%	1.0
合景泰富集团	1813.HK	13.4%	16.9%	-3.5
时代中国控股	1233.HK	12.9%	12.2%	0.7
旭辉控股集团	0884.HK	12.6%	13.1%	-0.5
中骏集团控股	1966.HK	12.4%	12.4%	0.0
新城控股	601155.SH	11.6%	14.0%	-2.4
万科A	000002.SZ	10.4%	11.3%	-0.8
龙湖集团	0960.HK	10.3%	11.1%	-0.8
宝龙地产	1238.HK	10.3%	9.4%	0.9
富力地产	2777.HK	10.0%	12.4%	-2.4
世茂房地产	0813.HK	9.4%	10.0%	-0.6
越秀地产	0123.HK	9.2%	10.6%	-1.5
佳兆业集团	1638.HK	9.0%	10.8%	-1.9
中国恒大	3333.HK	8.5%	16.8%	-8.3
金科股份	000656.SZ	8.5%	9.7%	-1.3
碧桂园	2007.HK	8.3%	9.0%	-0.7
中国奥园	3883.HK	8.2%	8.3%	-0.1
正荣地产	6158.HK	7.1%	7.4%	-0.3
绿城中国	3900.HK	7.0%	6.3%	0.7
融信中国	3301.HK	6.2%	7.3%	-1.1
远洋集团	3377.HK	4.1%	6.3%	-2.2
平均		11.5%	12.4%	-0.9

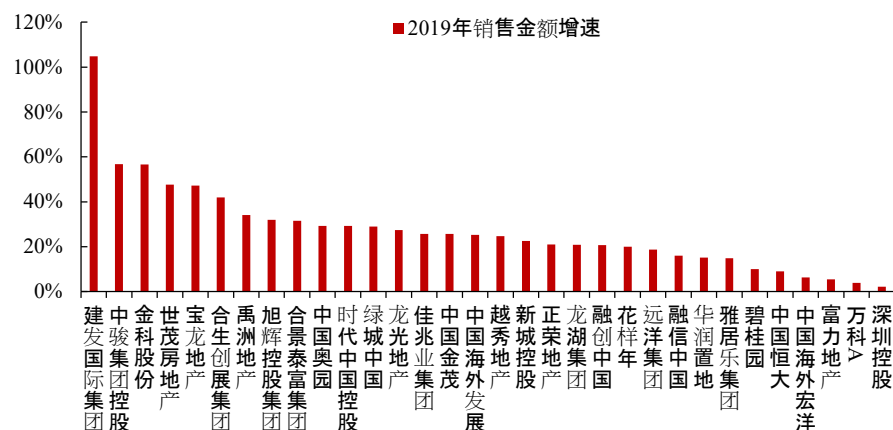
数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：A 股为扣非后归母净利润

2. 销售增速持续下降，土储规模稳健增长

2.1 销售持续增长，目标增速放缓

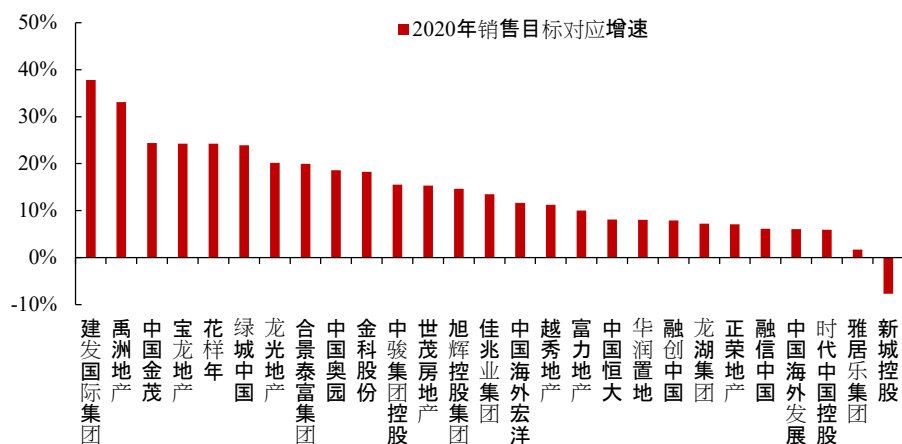
上市房企 2019 销售金额持续增长，2020 年销售目标对应增速较 2019 年销售增速有所放缓。2019 年，上市房企平均销售增速约 28.1%，较 2018 年的 54.4% 有所放缓，2020 销售目标对应增速进一步下行至 14.3%。个股方面，建发国际集团、中骏集团控股、金科股份销售金额增速较快，分别达 104.8%、56.7%、56.6%。建发国际集团、禹洲地产、中国金茂 2020 年销售目标对应增速较快，分别达 37.8%、33.1%、24.4%。上市房企 2020 年销售目标相对保守，预计 2020 年销售金额将继续维持稳健增长。

图 13：建发国际集团、中骏集团控股、金科股份 2019 年销售额增速较快



数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 14：建发国际集团、禹洲地产、中国金茂 2020 年销售目标对应增速较快



数据来源：公司公告, 互联网, 中达证券研究

表 4：房企 2020 年销售目标对应增速较 2019 年销售增速有所放缓



公司	证券代码	2020销售 目标 (亿元)	目标增长率	2019销售 金额 (亿元)	2019增长率	2018增长率
建发国际集团	1908.HK	700	37.8%	508	104.8%	145.5%
中骏集团控股	1966.HK	930	15.5%	805	56.7%	54.5%
金科股份	000656.SZ	2200	18.3%	1860	56.6%	88.6%
世茂房地产	0813.HK	3000	15.4%	2601	47.6%	74.8%
宝龙地产	1238.HK	750	24.3%	604	47.2%	96.2%
合生创展集团	0754.HK	-	-	213	42.0%	62.3%
禹洲地产	1628.HK	1000	33.1%	751	34.1%	39.0%
旭辉控股集团	0884.HK	2300	14.7%	2006	32.0%	46.2%
合景泰富集团	1813.HK	1033	20.0%	861	31.5%	72.4%
中国海外宏洋	0081.HK	600	11.7%	537	30.8%	36.3%
中国奥园	3883.HK	1400	18.6%	1181	29.3%	100.3%
时代中国控股	1233.HK	830	5.9%	784	29.3%	45.6%
绿城中国	3900.HK	2500	23.9%	2018	29.0%	6.9%
龙光地产	3380.HK	1100	20.2%	915	27.5%	65.4%
佳兆业集团	1638.HK	1000	13.5%	881	25.8%	46.8%
中国金茂	0817.HK	2000	24.4%	1608	25.6%	84.7%
中国海外发展	0688.HK	4000	6.1%	3772	25.2%	29.8%
越秀地产	0123.HK	802	11.2%	721	24.7%	41.3%
新城控股	601155.SH	2500	-7.7%	2708	22.5%	74.8%
正荣地产	6158.HK	1400	7.1%	1307	21.0%	53.9%
龙湖集团	0960.HK	2600	7.2%	2425	20.9%	28.5%
融创中国	1918.HK	6000	7.9%	5562	20.7%	27.3%
花样年	1777.HK	450	24.3%	362	20.0%	49.6%
远洋集团	3377.HK	-	-	1300	18.7%	55.2%
融信中国	3301.HK	1500	6.1%	1413	15.9%	142.7%
华润置地	1109.HK	2620	8.0%	2425	15.1%	38.5%
雅居乐集团	3383.HK	1200	1.7%	1180	14.9%	14.4%
碧桂园	2007.HK	-	-	5522	10.0%	-8.9%
中国恒大	3333.HK	6500	8.1%	6011	9.0%	10.1%
富力地产	2777.HK	1520	10.0%	1382	5.4%	60.2%
万科A	000002.SZ	-	-	6308	3.9%	14.5%
深圳控股	0604.HK	-	-	168	2.1%	43.0%
平均增长率			14.3%		28.1%	54.4%

数据来源：公司公告，互联网，中达证券研究；注：碧桂园、富力地产、佳兆业集团、龙光

地产销售金额为权益销售金额，中国海外发展货币单位为港币



2.2 土储面积保持增长，增速有所下降

上市房企 2019 年总土地储备面积继续增长，整体增速有所下滑。2019 年，上市房企总土地储备面积平均增速约 16.4%，较 2018 年下降 7.3 个百分点。个股方面，中国海外发展、金科股份、融创中国 2019 年土地储备面积增长率上升较快，分别较 2018 年提升 39.3 个百分点、39.2 个百分点、24.1 个百分点，金科股份、融创中国、宝龙地产 2019 年总土地储备面积增速较快，分别达 63.4%、41.0%、40.2%。具备特色商业模式的房企在土地获取方面较有优势，充足的土地资源将对公司的规模扩张提供保障。

表 5：上市房企总土地储备面积维持增长，增速有所下降

公司	证券代码	总土地储备面积		
		2019 (万平)	2019 同比	2018 同比
金科股份	000656.SZ	6700	63.4%	24.2%
融创中国	1918.HK	23400	41.0%	16.9%
宝龙地产	1238.HK	2973	40.2%	50.4%
世茂房地产	0813.HK	7679	38.7%	15.6%
中骏集团控股	1966.HK	3209	33.4%	54.5%
中国奥园	3883.HK	4503	32.1%	37.1%
时代中国控股	1233.HK	2300	25.0%	9.3%
旭辉控股集团	0884.HK	5070	23.1%	32.9%
越秀地产	0123.HK	2387	23.0%	19.3%
中国海外发展	0688.HK	6522	22.7%	-16.6%
绿城中国	3900.HK	3873	19.3%	7.1%
禹洲地产	1628.HK	2012	15.8%	46.7%
华润置地	1109.HK	6868	14.9%	22.0%
新城控股	601155.SH	12400	13.2%	62.5%
中国海外宏洋	0081.HK	2401	12.5%	12.2%
佳兆业集团	1638.HK	2680	11.7%	9.1%
花样年	1777.HK	1663	10.1%	14.8%
正荣地产	6158.HK	2615	6.5%	104.7%
合生创展集团	0754.HK	3111	6.5%	-0.4%
融信中国	3301.HK	2696	6.1%	10.0%



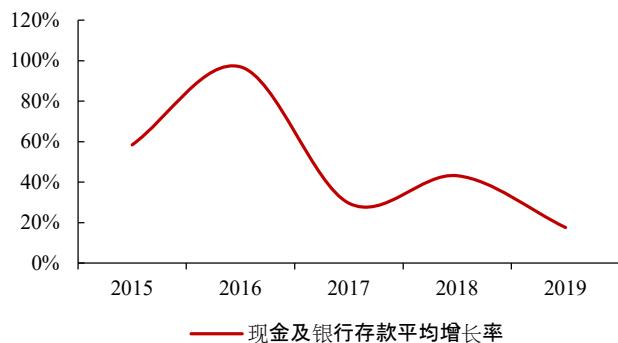
万科 A	000002.SZ	15650	4.7%	13.5%
龙湖集团	0960.HK	6814	2.7%	21.6%
龙光地产	3380.HK	3667	1.1%	32.2%
中国恒大	3333.HK	29300	-3.3%	-2.9%
远洋集团	3377.HK	3724	-7.9%	18.6%
深圳控股	0604.HK	438	-30.3%	-0.2%
平均增长率			16.4%	23.7%

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：金科股份、禹洲地产为可售口径，深圳控股为规划总建筑面积

3. 短债占比略有上升，流动性表现分化

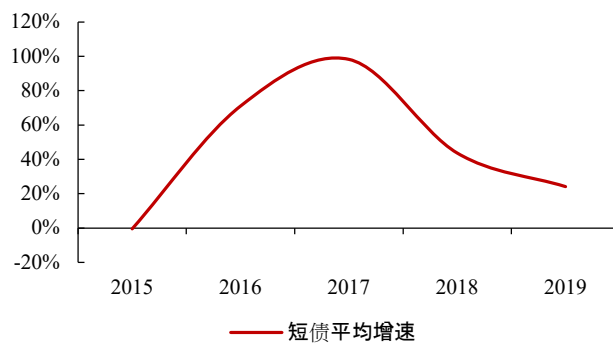
现金及银行存款增速下滑，短期债务增速放缓。2019 年上市房企现金及银行存款增速随销售增速下降而有所放缓，平均增速由 2018 年的约 43%下降至约 18%。短期债务平均增速亦有所放缓，由 2018 年的约 44%下降至约 24%，平均短期债务占比则由 2018 年的 29.0%略微上升 0.7 个百分点至 29.7%。由于现金及银行存款增速低于短债增速，上市房企平均现金短债比由 2018 年的 1.89 倍略微下降 0.10 倍至 1.78 倍，仍可实现对短债的充分覆盖。整体而言，上市房企现金及银行存款持续增加，现金及债务增速均有所放缓，流动性表现略微下滑。

图 15：现金及银行存款增长率随销售增速放缓而有所下滑



数据来源：Wind, 中达证券研究

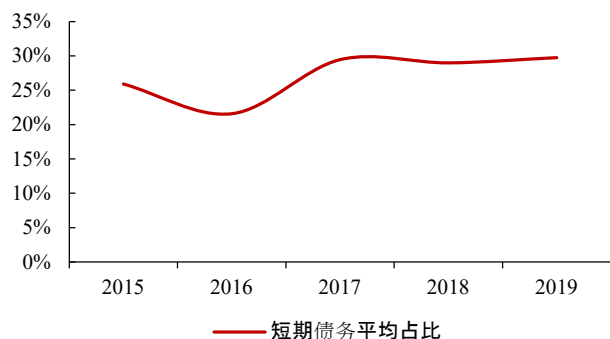
图 16：短期债务平均增速有所放缓



数据来源：Wind, 中达证券研究

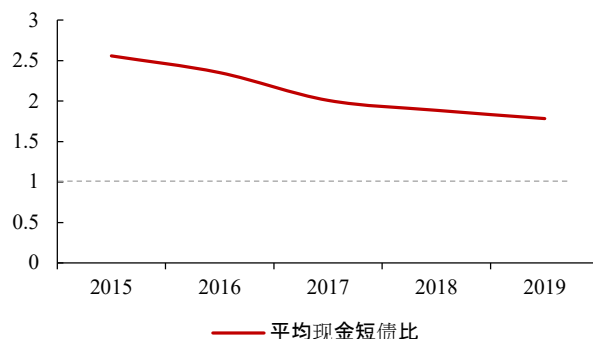


图 17：短期债务平均占比略有上升



数据来源：Wind, 中达证券研究

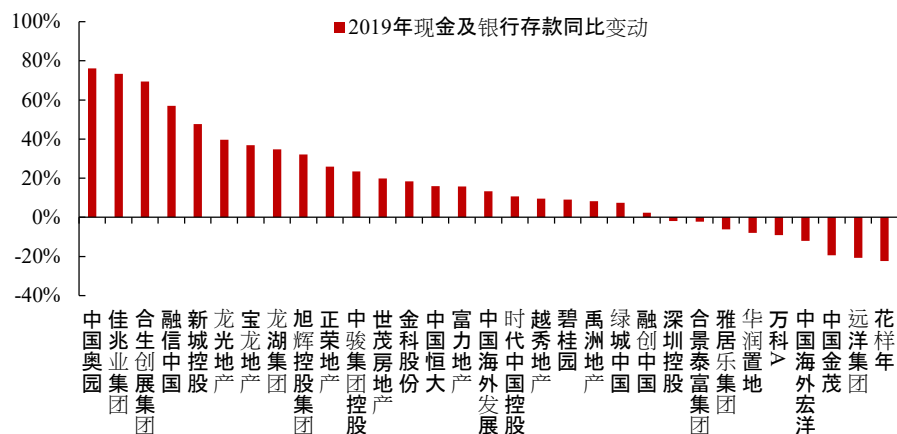
图 18：上市房企平均现金短债比有所下行



数据来源：Wind, 中达证券研究；注：不包含受限制现金

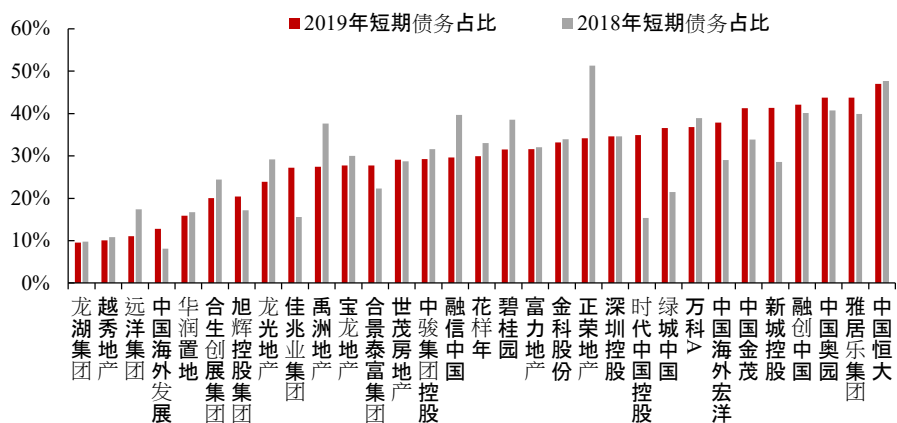
现金及银行存款增速分化，整体债务结构保持平稳。中国奥园、佳兆业集团、合生创展集团现金及银行存款增长较快，2019 年增速分别达 76.2%、73.3%、69.4%。龙湖集团、越秀地产、远洋集团短期债务占比较低，短债占比分别为 9.5%、10.1%、11.1%；正荣地产、禹洲地产、融信中国债务结构有所优化，短期债务占比分别下降 17 个百分点、10 个百分点、10 个百分点，体现出近年来上述公司增强财务纪律的成效。财务状况较为稳定的房企如龙湖集团、中国海外发展、越秀地产偿债压力相对较小，2019 年现金短债比分别达 4.36 倍、4.11 倍、3.38 倍。

图 19：中国奥园、佳兆业集团、合生创展集团现金及银行存款增速较快



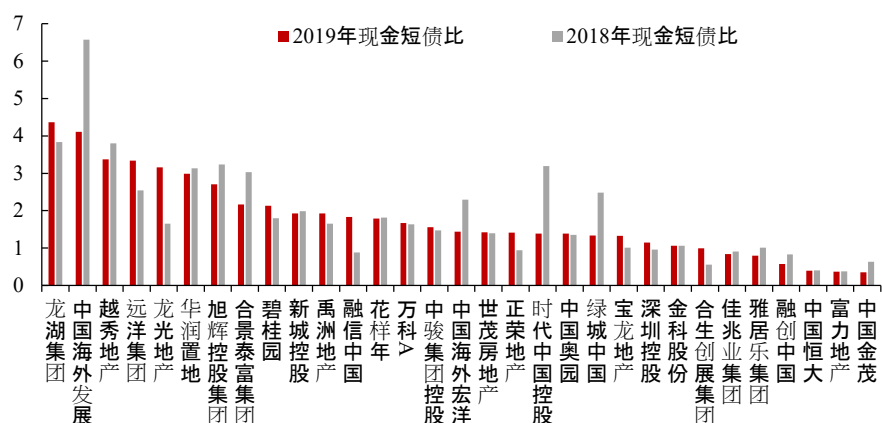
数据来源：Wind, 中达证券研究

图 20：龙湖集团、越秀地产、远洋集团短期债务占比较低



数据来源：Wind, 中达证券研究

图 21：龙湖集团、中国海外发展、越秀地产现金短债比较高



数据来源：Wind, 中达证券研究；注：不包含受限制现金



表 6：各公司流动性表现分化

公司	证券代码	短期负债 (亿元)	长期负债 (亿元)	短债占比	现金及银 行存款 (亿元)	现金短债比
龙湖集团	0960.HK	139.3	1320.7	9.5%	607.8	4.4
中国海外发展	0688.HK	232.2	1578.9	12.8%	954.5	4.1
越秀地产	0123.HK	71.4	638.8	10.1%	241.1	3.4
远洋集团	3377.HK	93.0	746.1	11.1%	310.5	3.3
龙光地产	3380.HK	125.7	400.8	23.9%	397.2	3.2
华润置地	1109.HK	213.4	1132.0	15.9%	637.0	3.0
旭辉控股集团	0884.HK	211.4	825.6	20.4%	572.5	2.7
新城控股	601155.SH	306.0	434.7	41.3%	590.8	2.4
合景泰富集团	1813.HK	237.3	618.5	27.7%	513.8	2.2
碧桂园	2007.HK	1165.5	2533.3	31.5%	2489.9	2.1
禹洲地产	1628.HK	152.7	404.0	27.4%	294.1	1.9
融信中国	3301.HK	187.1	444.7	29.6%	343.1	1.8
花样年	1777.HK	113.9	266.7	29.9%	203.8	1.8
万科A	000002.SZ	955.9	1639.7	36.8%	1597.4	1.7
中骏集团控股	1966.HK	123.0	297.8	29.2%	191.5	1.6
中国海外宏洋	0081.HK	116.6	191.3	37.9%	167.6	1.4
世茂房地产	0813.HK	367.8	897.7	29.1%	523.6	1.4
正荣地产	6158.HK	200.4	386.3	34.2%	283.7	1.4
时代中国控股	1233.HK	186.0	346.6	34.9%	258.7	1.4
中国奥园	3883.HK	418.7	538.9	43.7%	580.4	1.4
绿城中国	3900.HK	349.4	606.4	36.6%	465.7	1.3
宝龙地产	1238.HK	153.2	399.4	27.7%	203.1	1.3
深圳控股	0604.HK	84.1	158.9	34.6%	96.5	1.1
金科股份	000656.SZ	327.7	659.2	33.2%	348.9	1.1
合生创展集团	0754.HK	126.9	507.0	20.0%	126.4	1.0
佳兆业集团	1638.HK	318.9	853.0	27.2%	268.2	0.8
雅居乐集团	3383.HK	423.0	543.7	43.8%	335.5	0.8
融创中国	1918.HK	1357.3	1865.4	42.1%	779.4	0.6
中国恒大	3333.HK	3787.5	4277.3	47.0%	1500.6	0.4
富力地产	2777.HK	622.7	1348.7	31.6%	229.0	0.4
中国金茂	0817.HK	487.4	693.7	41.3%	171.7	0.4
平均				29.7%		1.8

数据来源：Wind，中达证券研究；注：数据截至 2019 年末，不包含受限制现金，深圳控股、

合生创展集团报表货币单位为港币，已统一转换为人民币

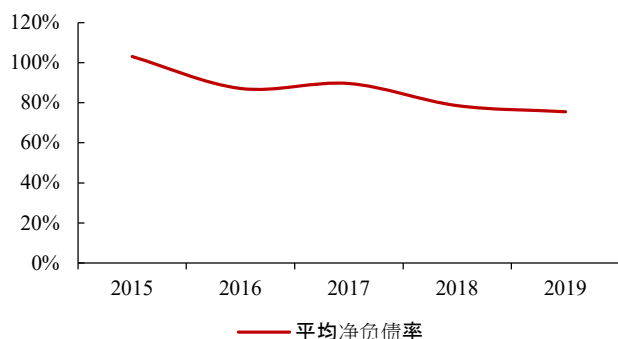




4. 降杠杆成效显著，融资成本保持稳定

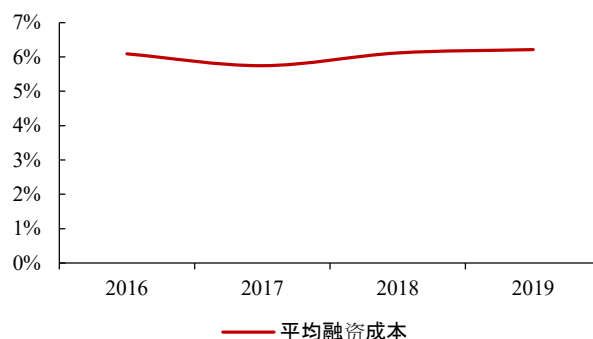
净负债率有所下降，融资成本保持稳定。2019 年，上市房企平均净负债率有所下降，2019 年为 75.5%，较 2018 年的 78.5%下降 3.1 个百分点；各公司净负债率表现出现一定分化，部分房企如融创中国、中国奥园、富力地产 2019 年净负债率出现一定上升，佳兆业集团、融信中国及新城控股等 2019 年净负债率下降较快。融资成本方面，上市房企平均融资成本保持稳定，2019 年为 6.2%，较 2018 年小幅上升 0.1 个百分点。整体而言，多数房企 2019 年去杠杆成效显著，融资成本变动幅度较小。

图 22：上市房企平均净负债率有所下降



数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 23：上市房企平均融资成本保持稳定

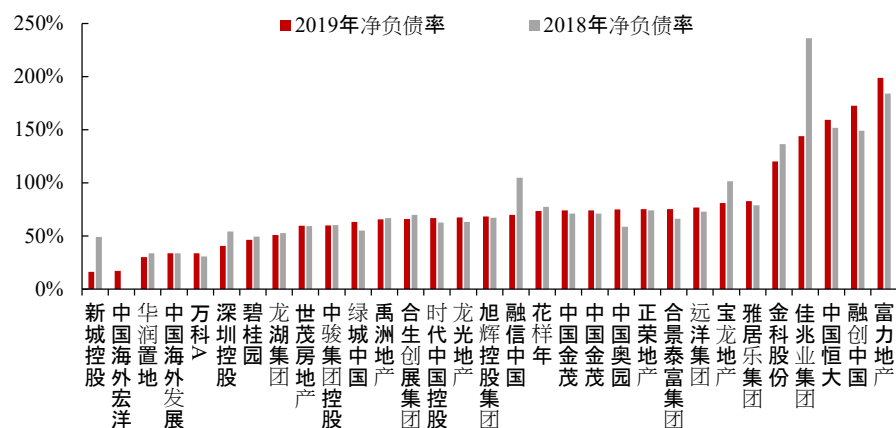


数据来源：公司公告, 中达证券研究

佳兆业集团、融信中国及新城控股等降杠杆效果显著，多数房企融资成本较为稳定。佳兆业集团、融信中国、新城控股净负债率下降幅度较大，分别达 92 个百分点、35 个百分点、33 个百分点；上述公司在投资方面更为审慎，同时加强了融资及现金流管控，去杠杆成效显著。融资成本方面，中国恒大、富力地产及雅居乐集团融资成本上升较多，正荣地产、时代中国控股、融信中国融资成本下降较多，体现出各家房企在财务状况方面的差异。

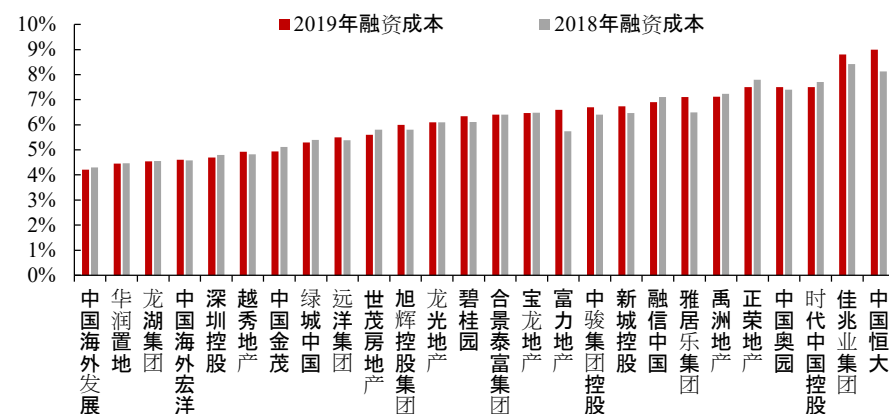


图 24：佳兆业集团、融信中国、新城控股净负债率下降幅度较大



数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：中海宏洋 2018 年为净现金

图 25：正荣地产、时代中国控股、融信中国融资成本下降较多



数据来源：公司公告, 中达证券研究



表 7：佳兆业集团、融信中国及新城控股等降杠杆效果显著，多数房企融资成本较为稳定

公司	证券代码	净负债率		融资成本	
		2019	变动 (pct)	2019	变动 (bp)
佳兆业集团	1638.HK	144.0%	-92.0	8.8%	38
融信中国	3301.HK	70.0%	-35.0	6.9%	-20
新城控股	601155.SH	16.4%	-32.8	6.7%	26
宝龙地产	1238.HK	81.2%	-20.4	6.5%	-1
金科股份	000656.SZ	120.2%	-16.3	-	-
深圳控股	0604.HK	40.7%	-13.5	4.7%	-10
合生创展集团	0754.HK	66.0%	-4.0	-	-
花样年	1777.HK	73.5%	-3.9	-	-
华润置地	1109.HK	30.3%	-3.6	4.5%	-2
碧桂园	2007.HK	46.3%	-3.3	6.3%	23
龙湖集团	0960.HK	51.0%	-1.9	4.5%	-1
禹洲地产	1628.HK	65.6%	-1.3	7.1%	-11
中骏集团控股	1966.HK	60.0%	-0.4	6.7%	30
中国海外发展	0688.HK	33.7%	0.0	4.2%	-9
世茂房地产	0813.HK	59.7%	0.3	5.6%	-20
正荣地产	6158.HK	75.2%	1.2	7.5%	-30
旭辉控股集团	0884.HK	68.5%	1.3	6.0%	20
万科A	000002.SZ	33.9%	3.0	-	-
中国金茂	0817.HK	74.0%	3.0	4.9%	-17
雅居乐集团	3383.HK	82.8%	3.7	7.1%	61
远洋集团	3377.HK	77.0%	4.0	5.5%	12
龙光地产	3380.HK	67.4%	4.2	6.1%	0
时代中国控股	1233.HK	67.0%	4.4	7.5%	-20
中国恒大	3333.HK	159.3%	7.4	9.0%	86
绿城中国	3900.HK	63.2%	7.9	5.3%	-10
合景泰富集团	1813.HK	75.4%	9.0	6.4%	0
越秀地产	0123.HK	74.0%	12.8	4.9%	11
富力地产	2777.HK	198.9%	14.8	6.6%	86
中国奥园	3883.HK	74.9%	16.0	7.5%	10
中国海外宏洋	0081.HK	17.2%	17.2	4.6%	2
融创中国	1918.HK	172.5%	23.5	-	-
平均		75.5%	-3.1	6.2%	10

数据来源：公司公告, 中达证券研究

5. 投资建议

房企内部分化加大，推荐具备商业模式优势及区域布局优势的龙头房企。2019年，房企业绩增速有所放缓，毛利率继续承压。与2018年相异，各房企之间表现出较大分化，部分具备商业模式优势的房企如宝龙地产、新城控股等，及具备城市布局优势的房企如金科股份等，在保持业绩高速增长的同时，在保持业绩高速增长的同时，财务状况继续优化。展望后市，预计政策环境仍将维持平稳，龙头房企业绩增速、盈利能力及财务指标的分化或将因行业需求增长放缓而继续加大。在此背景下，具备独特商业模式及融资优势的房企表现或将持续优于同业，如城市更新、商住协同及围绕核心城市进行布局等。



6. 风险提示

- 1) 行业调控及融资政策或存在一定不确定性，影响上市公司销售业绩；
- 2) 宏观经济波动可能对行业内企业经营造成一定影响；
- 3) 疫情控制具有不确定性。



分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

- 买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
- 增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；
- 持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

- 强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
- 中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

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。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。