



经营业绩放缓，房企分化加剧 ——房地产行业 2020 年中报综述

业绩增速放缓，盈利水平下滑。2020 上半年，上市房企工程及交付进度受到疫情影响，整体营业收入增速约 10.0%，较 2019 年中下降约 5.1 个百分点；整体归母净利润增速约-6.2%，较 2019 年中下降约 17.1 个百分点。归母净利润增速低于营收增速，主要系 2020 年上半年上市房企结算项目毛利率下滑所致。上市房企 2020 上半年业绩分化显著，前期销售增速较快、盈利能力较强的中型房企表现更为突出。盈利能力方面，2020 年中期，上市房企平均毛利率由 2019 年中期的 32.4% 下降 2.6 个百分点至 29.8%，主要系：1) 2020 年中期结算项目对应毛利水平整体低于 2019 年中期结算项目；2) 部分公司 2020 年中期结算项目结构有所波动。归母净利率下降 2.4 个百分点至 12.8%，归母净利率相对毛利率下降幅度较小，主要系疫情对 2020 年线下营销活动产生了一定影响，叠加各公司管控的加强，带动上市房企各项费用率有所下降。整体而言，上市房企上半年盈利水平有所下滑，预计全年仍将有所承压。

销售金额快速回暖，土储面积小幅提升。二季度快速复苏的商品房市场带动上市房企上半年平均销售金额较去年同期增长约 6.9%，上市房企销售目标平均完成率达到约 40.6%，预计全年有望实现稳健的销售增长。土地储备方面，部分房企出于对市场热度、规模诉求、杠杆水平等因素的考量，拿地意愿有所下降。截至 2020 年中，上市房企总土地储备面积较 2019 年末平均增长 5.4%。拥有更强规模诉求的房企或将维持较高强度的土地投资，而具备特色商业模式的房企在土地获取方面或将继续保持优势，为公司的规模扩张奠定基础。

短债占比有所提升，流动性表现分化。2020 年上半年，上市房企短期债务平均占比较 2019 年末提升约 2.0 个百分点至 31.9%，平均现金短债比由 2019 年末的 1.97 倍略微下降 0.15 倍至 1.82 倍，仍可实现对短债的充分覆盖。上市房企流动性表现较 2019 年末略有下滑，但短期偿债压力仍较为可控。各房企现金总额、短债占比变动方向均呈现差异，部分房企加强了对债务结构的调整和对资金管控的纪律，流动性水平明显优化。

杠杆水平维持平稳，融资成本小幅下行。2020 年中，上市房企平均净负债率维持平稳，中位数为 69.7%，较 2019 年末的 69.3% 提升 0.4 个百分点。个股杠杆水平变动呈现分化，部分房企如融创中国、富力地产、合景泰富集团净负债率下降幅度较大，旭辉控股集团、建发国际集团、佳兆业集团剔除预收款后资产负债率降幅较大，建发国际集团、中国恒大、新城控股净负债率则有所上升。融资成本方面，上半年整体宽松的流动性环境带动 2020 年中期平均融资成本较 2019 年末下行 0.2 个百分点至 6.1%，部分房企通过优化自身财务表现、积极把握融资窗口期、调整借款来源结构等方式实现了融资成本的较大降幅。

房企内部进一步分化，商业模式、区域布局及财务管控优势更为凸显。2020 上半年，房企内部的表现 2019 年的基础上进一步分化，部分具备商业模式优势的房企如宝龙地产等，及具备城市布局优势的房企如金科股份等，在上半年仍实现了业绩的大幅增长。当前，“房住不炒”的行业基调仍维持平稳，流动性环境亦趋于常态化，在此环境下，商业模式独特、区域布局优质、财务管控良好的公司或能够继续取得优于同业的业绩表现。

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

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
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

目录

1. 业绩增速放缓，盈利水平下滑	4
1.1 疫情影响工程进度，营收利润有所下滑	4
1.2 结算项目毛利承压，盈利能力有所下滑	8
2. 销售金额快速回暖，土储面积小幅提升	11
2.1 销售复苏态势良好，房企内部分化加剧	11
2.2 土储面积略有增长，拿地意愿有所分化	13
3. 短债占比有所提升，流动性表现分化	15
4. 杠杆水平维持平稳，融资成本有所下行	19
5. 如何看待房企后续融资情况？	24
6. 投资建议	25
7. 风险提示	26

图表目录

图 1：整体营收增速下降约 5.1pct 至 10.0%	4
图 2：整体归母净利润增速下降约 17.1pct 至 -6.2%	4
图 3：建发国际集团、新城控股、合生创展集团营收增速较快	5
图 4：合生创展集团、金科股份、中国海外宏洋归母净利润增速较快	5
图 5：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产核心净利润/扣非后归母净利润增长率较高	6
图 6：上市房企平均毛利率下降约 2.6pct 至 29.8%	8
图 7：平均归母净利率下降约 2.4pct 至 12.8%	8
图 8：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产毛利率较高	9
图 9：合生创展集团、中国金茂、深圳控股核心净利率较高	9
图 10：建发国际集团、禹洲集团、花样年 2020 上半年销售额增速较快	11
图 11：短期债务平均占比提升约 2.0pct 至 31.9%	15
图 12：上市房企平均现金短债比下降约 0.15 倍至 1.82 倍	15
图 13：深圳控股、远洋集团、龙湖集团现金总额增速较快	16

图 14: 绿城中国、深圳控股、建发国际集团短债占比降幅较大.....	16
图 15: 建发国际集团、中国海外发展、深圳控股现金短债比提升较大.....	17
图 16: 上市房企净负债率中位数提升 0.4pct 至 69.7%.....	19
图 17: 上市房企平均融资成本下降约 0.2pct 至 6.1%.....	19
图 18: 融创中国、富力地产、合景泰富集团净负债率下降幅度较大.....	20
图 19: 正荣地产、碧桂园、旭辉控股集团融资成本降幅较大.....	20
图 20: 旭辉控股集团、建发国际集团、佳兆业集团剔除预收款后资产负债率降幅较大.....	21
图 21: 境内地产债偿债高峰将至	24
图 22: 2021-2022 年为境外地产债偿债高峰	24
表 1: 2020 年中期业绩综述包含个股范围.....	4
表 2: 房企间业绩分化显著, 中型房企表现亮眼.....	7
表 3: 个股盈利能力表现分化	10
表 4: 房企 2020 上半年销售增速有所分化.....	12
表 5: 2020 年中期, 上市房企土储面积平均略有增长	14
表 6: 各公司流动性表现分化	18
表 7: 融创中国、富力地产等降杠杆效果显著, 多数房企融资成本小幅下行.....	22
表 8: 多数上市房企财务状况较为良好	23



上市房企 2020 年中期业绩披露完毕，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 1：2020 年中期业绩综述包含个股范围

2020 年中期业绩综述包含个股			
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

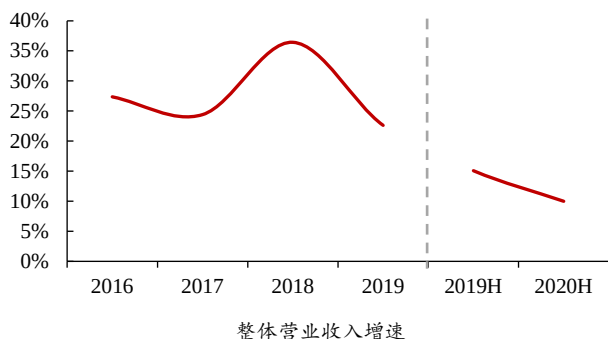
数据来源：中达证券研究

1. 业绩增速放缓，盈利水平下滑

1.1 疫情影响工程进度，营收利润有所下滑

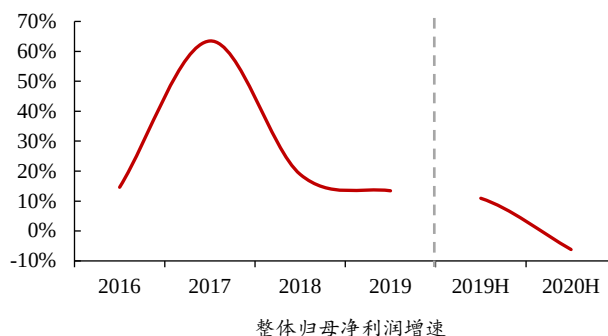
疫情拖累施工交付，整体业绩有所下滑。2020 上半年，上市房企工程及交付进度受到疫情影响，整体营业收入增速约 10.0%，较 2019 年中下降约 5.1 个百分点。整体归母净利润增速约-6.2%，较 2019 年中下降约 17.1 个百分点；归母净利润增速低于营收增速，主要系 2020 年上半年上市房企结算项目毛利率下滑所致。

图 1：整体营收增速下降约 5.1pct 至 10.0%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算

图 2：整体归母净利润增速下降约 17.1pct 至-6.2%

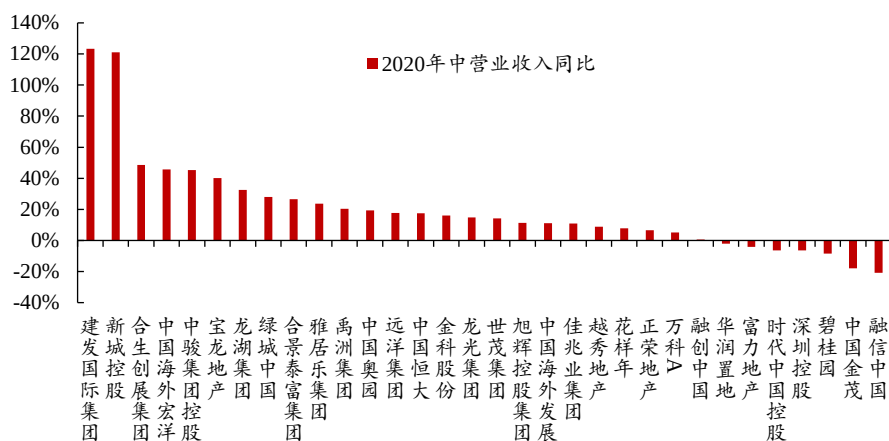


数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算



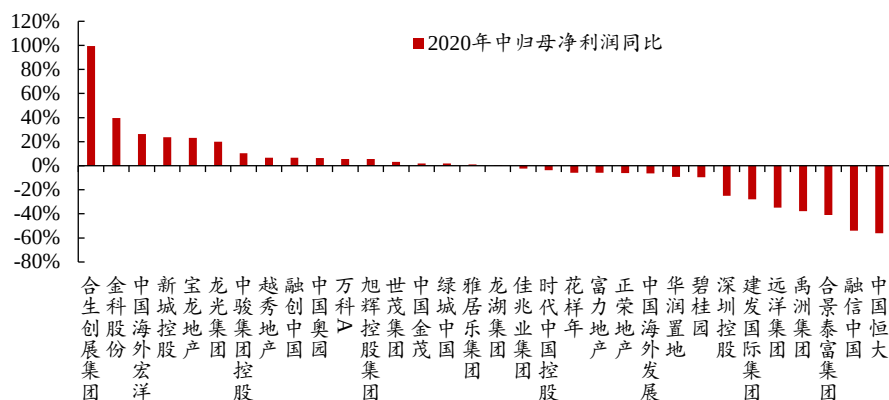
房企间业绩分化显著，中型房企表现亮眼。营收方面，建发国际集团、新城控股、合生创展集团增速较快，分别同比增长 123.3%、121.2%、48.7%，归母净利润方面，合生创展集团、金科股份、中国海外宏洋分别同比增长 99.5%、39.6%、26.3%。核心净利润/扣非后归母净利润方面，合生创展集团、深圳控股、宝龙地产分别同比增长 178.7%、76.1%、44.3%。前期快速增长的销售逐步进入结算期，带动上述公司营业收入快速增长；部分公司结算项目利润率较高，带动归母净利润、核心净利润/扣非后归母净利润增速快于营收增速。上市房企 2020 上半年业绩分化显著，前期销售增速较快、盈利能力较强的中型房企表现更为突出。

图 3：建发国际集团、新城控股、合生创展集团营收增速较快



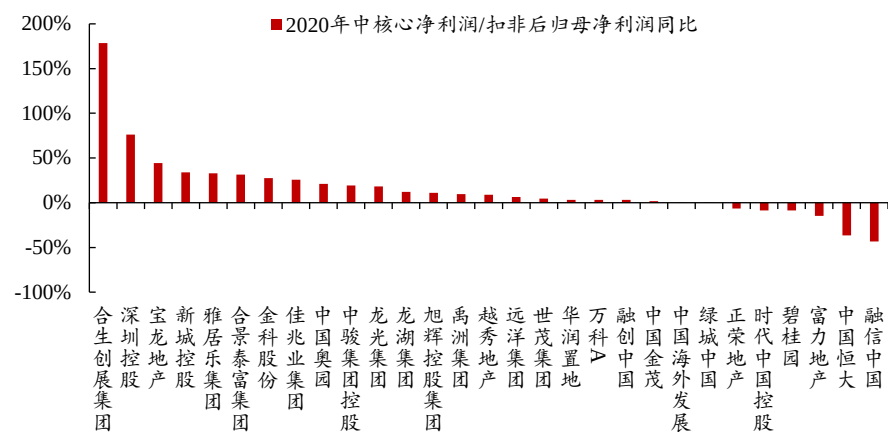
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 4：合生创展集团、金科股份、中国海外宏洋归母净利润增速较快



数据来源：Wind，中达证券研究

图 5：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产核心净利润/扣非后归母净利润增长率较高



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：房企间业绩分化显著，中型房企表现亮眼

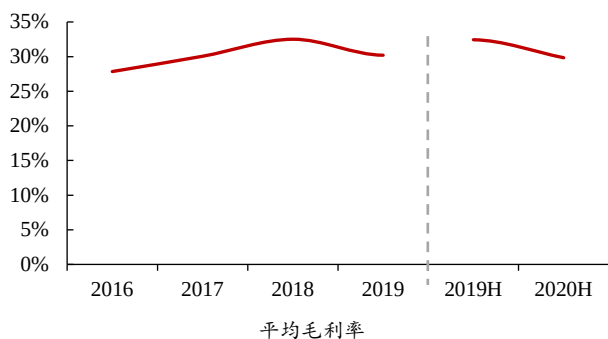
公司	证券代码	2020H 营收		2020H 核心净利润/扣非归母净利润	
		(亿元)	同比	(亿元)	同比
合生创展集团	0754.HK	107.4	48.7%	43.1	178.7%
深圳控股	0604.HK	41.2	-6.4%	10.0	76.1%
宝龙地产	1238.HK	171.7	40.1%	18.0	44.3%
新城控股	601155.SH	377.4	121.2%	27.5	33.9%
雅居乐集团	3383.HK	335.3	23.7%	53.1	32.9%
合景泰富集团	1813.HK	134.8	26.6%	33.0	31.4%
金科股份	000656.SZ	303.1	16.1%	32.9	27.5%
佳兆业集团	1638.HK	223.0	10.9%	34.6	25.7%
中国奥园	3883.HK	282.4	19.3%	24.5	21.0%
中骏集团控股	1966.HK	151.4	45.2%	18.4	19.2%
龙光集团	3380.HK	310.3	14.9%	53.3	18.3%
龙湖集团	0960.HK	511.4	32.6%	52.7	12.1%
旭辉控股集团	0884.HK	230.2	11.3%	31.9	11.2%
禹洲集团	1628.HK	140.1	20.4%	15.3	9.6%
越秀地产	0123.HK	237.1	8.8%	19.9	8.7%
远洋集团	3377.HK	193.7	17.6%	11.2	6.4%
世茂集团	0813.HK	645.5	14.1%	55.6	4.7%
华润置地	1109.HK	448.7	-2.1%	83.7	3.2%
万科 A	000002.SZ	1463.5	5.0%	121.1	3.1%
融创中国	1918.HK	773.4	0.7%	130.4	3.0%
中国金茂	0817.HK	121.0	-17.9%	33.5	1.8%
中国海外发展	0688.HK	886.3	11.0%	179.4	0.3%
绿城中国	3900.HK	239.0	28.1%	24.4	0.2%
正荣地产	6158.HK	145.4	6.5%	8.4	-6.4%
时代中国控股	1233.HK	149.2	-6.4%	15.6	-8.5%
碧桂园	2007.HK	1849.6	-8.4%	146.1	-8.6%
富力地产	2777.HK	335.9	-4.2%	33.8	-14.9%
中国恒大	3333.HK	2666.3	17.5%	193.0	-36.4%
融信中国	3301.HK	210.7	-20.9%	11.1	-43.2%
平均增长率			16.3%		15.7%

数据来源：公司公告，Wind，中达证券研究；注：A 股为扣非后归母净利润，深圳控股、合生创展集团货币单位为港元

1.2 结算项目毛利承压，盈利能力有所下滑

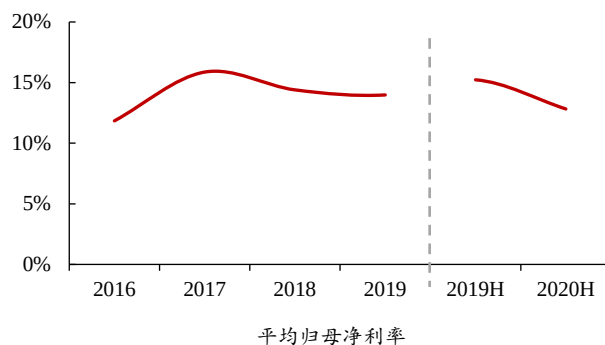
结算项目利润率下滑，盈利能力有所承压。2020 年中期，上市房企平均毛利率由 2019 年中期的 32.4% 下降 2.6 个百分点至 29.8%，主要系：1) 在近年来地价持续上涨、房价相对平稳的行业趋势下，2020 年中期结算项目对应毛利水平整体低于 2019 年中期结算项目；2) 部分公司 2020 年中期结算项目结构有所波动。平均归母净利率下降 2.4 个百分点至 12.8%，归母净利率相对毛利率下降幅度较小，主要系疫情对 2020 年线下营销活动产生了一定影响，叠加各公司管控的加强，带动上市房企各项费用率有所下降。上市房企上半年盈利水平有所下滑，预计全年仍将有所承压。

图 6：上市房企平均毛利率下降约 2.6pct 至 29.8%



数据来源：Wind，中达证券研究

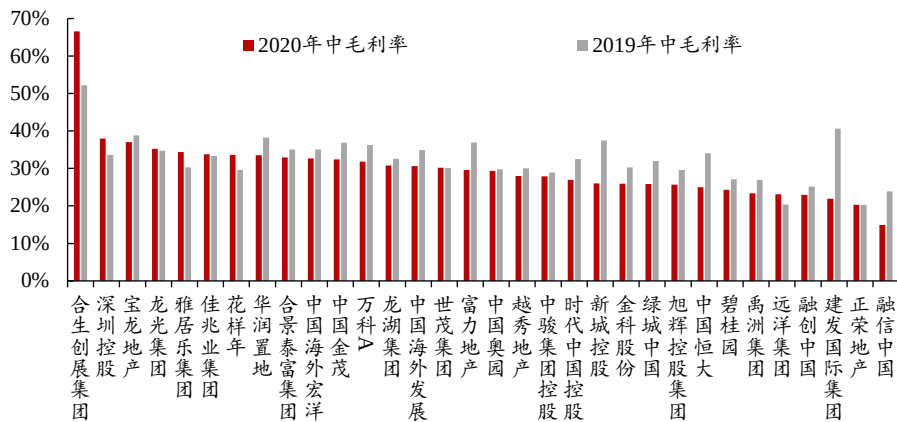
图 7：平均归母净利率下降约 2.4pct 至 12.8%



数据来源：Wind，中达证券研究

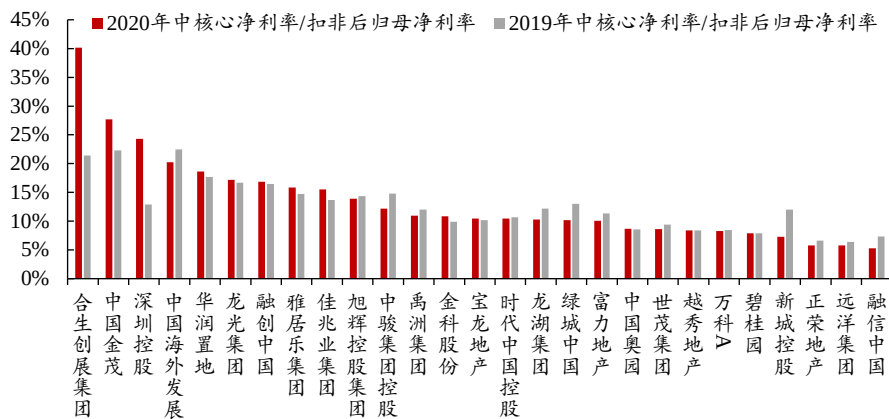
个股盈利能力表现分化。合生创展集团、深圳控股、宝龙地产毛利率较高，分别达 66.6%、38.0%、37.1%。合生创展早期于核心城市储备了较多优质项目，土地成本相对较低，2020 上半年亦新增了毛利率较高的股权投资业务（贡献营收比重达 20.8%），共同使公司毛利率维持高位；深圳控股、宝龙地产租金等非物业销售收入占比相对较高，因而毛利率水平相对较高。合生创展集团、中国金茂、深圳控股核心净利率较高，分别达 40.2%、27.7%、24.3%。上述房企具备特色商业模式或优质的资源禀赋，投资能力较强，因而盈利能力优于同业。

图 8：合生创展集团、深圳控股、宝龙地产毛利率较高



数据来源：Wind，中达证券研究

图 9：合生创展集团、中国金茂、深圳控股核心净利率较高



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率

表 3：个股盈利能力表现分化

公司	证券代码	归母核心净利率/扣非后归母净利率		
		2020H	2019H	同比变动 (pct)
合生创展集团	0754.HK	40.2%	21.4%	18.7
中国金茂	0817.HK	27.7%	22.3%	5.4
深圳控股	0604.HK	24.3%	12.9%	11.4
中国海外发展	0688.HK	20.2%	22.5%	-2.2
华润置地	1109.HK	18.7%	17.7%	1.0
龙光集团	3380.HK	17.2%	16.7%	0.5
融创中国	1918.HK	16.9%	16.5%	0.4
雅居乐集团	3383.HK	15.8%	14.7%	1.1
佳兆业集团	1638.HK	15.5%	13.7%	1.8
旭辉控股集团	0884.HK	13.9%	14.3%	-0.4
中骏集团控股	1966.HK	12.2%	14.8%	-2.6
禹洲集团	1628.HK	10.9%	12.0%	-1.1
金科股份	000656.SZ	10.8%	9.9%	1.0
宝龙地产	1238.HK	10.5%	10.2%	0.3
时代中国控股	1233.HK	10.4%	10.7%	-0.2
龙湖集团	0960.HK	10.3%	12.2%	-1.9
绿城中国	3900.HK	10.2%	13.0%	-2.8
富力地产	2777.HK	10.1%	11.3%	-1.3
中国奥园	3883.HK	8.7%	8.6%	0.1
世茂集团	0813.HK	8.6%	9.4%	-0.8
越秀地产	0123.HK	8.4%	8.4%	0.0
万科A	000002.SZ	8.3%	8.4%	-0.2
碧桂园	2007.HK	7.9%	7.9%	0.0
新城控股	601155.SH	7.3%	12.0%	-4.7
正荣地产	6158.HK	5.8%	6.6%	-0.8
远洋集团	3377.HK	5.8%	6.4%	-0.6
融信中国	3301.HK	5.3%	7.3%	-2.1
平均		13.4%	12.7%	0.7

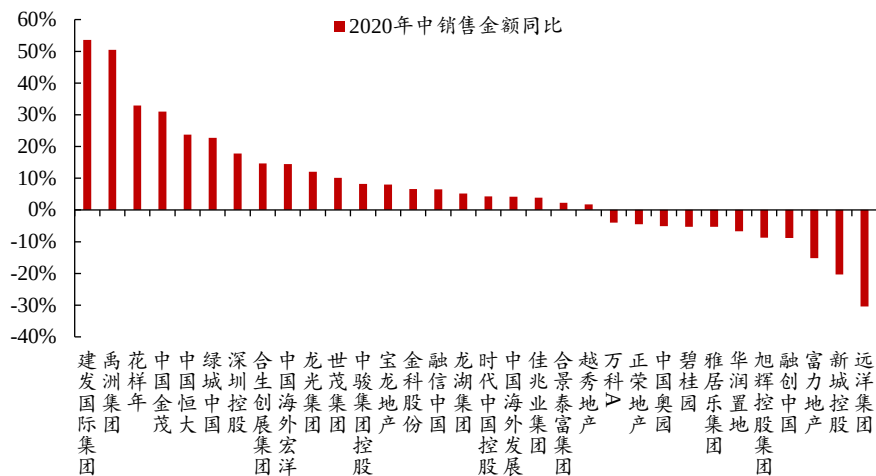
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：A 股为扣非后归母净利率

2. 销售金额快速回暖，土储面积小幅提升

2.1 销售复苏态势良好，房企内部分化加剧

房企间分化较大，区域布局有所影响。2020 上半年，在疫情影响下，上市房企一季度销售情况虽大幅受阻，但二季度快速复苏的商品房市场带动上市房企上半年平均销售金额较去年同期增长约 6.9%，上市房企销售目标平均完成率达到约 40.6%。个股方面，建发国际集团、禹洲集团、花样年销售金额增速较快，分别达 53.6%、50.5%、33.0%，上述房企在二季度快速复苏的长三角、海西、成渝等区域布局较多，优质的区域布局为销售增长提供了有力支撑。中国恒大、中国金茂、中国海外发展2020年销售目标完成率较高，分别达53.7%、51.4%、47.1%。2020 上半年，上市房企销售恢复情况整体较好，全年销售目标完成情况整体较为乐观，预计全年有望实现稳健的销售增长。

图 10：建发国际集团、禹洲集团、花样年 2020 上半年销售额增速较快



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 4：房企 2020 上半年销售增速有所分化

公司	证券代码	2020上半年销售金额		2020销售目标			2019销售额 增长率
		(亿元)	同比	(亿元)	完成率	目标增长率	
建发国际集团	1908.HK	258	53.6%	700	36.9%	37.8%	104.8%
禹洲集团	1628.HK	429	50.5%	1000	42.9%	33.1%	34.1%
花样年	1777.HK	175	33.0%	450	38.9%	24.3%	20.0%
中国金茂	0817.HK	1029	31.0%	2000	51.4%	24.4%	25.6%
中国恒大	3333.HK	3488	23.8%	6500	53.7%	8.1%	9.0%
绿城中国	3900.HK	912	22.7%	2500	36.5%	23.9%	29.0%
深圳控股	0604.HK	76	17.8%	-	-	-	2.1%
合生创展集团	0754.HK	130	14.6%	-	-	-	42.0%
中国海外宏洋	0081.HK	279	14.5%	600	46.4%	11.7%	30.8%
龙光集团	3380.HK	464	12.0%	1100	42.1%	20.2%	27.5%
世茂集团	0813.HK	1105	10.1%	3000	36.8%	15.4%	47.6%
中骏集团控股	1966.HK	401	8.2%	930	43.1%	15.5%	56.7%
宝龙地产	1238.HK	315	8.0%	750	42.0%	24.3%	47.2%
金科股份	000656.SZ	868	6.6%	2200	39.5%	18.3%	56.6%
融信中国	3301.HK	604	6.5%	1500	40.2%	6.1%	15.9%
龙湖集团	0960.HK	1111	5.2%	2600	42.7%	7.2%	20.9%
时代中国控股	1233.HK	326	4.3%	823	39.6%	5.0%	29.3%
中国海外发展	0688.HK	1720	4.2%	4000	47.1%	6.1%	25.2%
佳兆业集团	1638.HK	360	3.9%	1000	36.0%	13.5%	25.8%
合景泰富集团	1813.HK	368	2.2%	1033	35.6%	20.0%	31.5%
越秀地产	0123.HK	376	1.8%	802	46.8%	11.2%	24.7%
万科A	000002.SZ	3205	-4.0%	-	-	-	3.9%
正荣地产	6158.HK	560	-4.5%	1400	40.0%	7.1%	21.0%
中国奥园	3883.HK	509	-5.1%	1322	38.5%	12.0%	29.3%
碧桂园	2007.HK	2670	-5.3%	-	-	-	10.0%
雅居乐集团	3383.HK	551	-5.3%	1200	45.9%	1.7%	14.9%
华润置地	1109.HK	1108	-6.7%	2620	42.3%	8.0%	15.1%
旭辉控股集团	0884.HK	807	-8.7%	2300	35.1%	14.7%	32.0%
融创中国	1918.HK	1953	-8.8%	6000	32.5%	7.9%	20.7%
富力地产	2777.HK	511	-15.2%	1520	33.6%	10.0%	5.4%
新城控股	601155.SH	975	-20.3%	2500	39.0%	-7.7%	22.5%
远洋集团	3377.HK	418	-30.4%	1300	32.2%	0.0%	18.7%
平均			6.9%		40.6%	13.6%	28.1%

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、龙光集团销售金额为权益销售金额；中国海外发展销售目标货币单位为港币，计算完成率时已按2020年6月30日汇率中间价将上半年销售金额货币单位转换为港币



2.2 土储面积略有增长，拿地意愿有所分化

土储面积整体略有增长，部分房企土储倒退。截至 2020 年中，上市房企总土地储备面积较 2019 年末平均增长 5.4%，部分房企土储面积出现了倒退，主要系：

1) 疫情在一定程度上影响了上半年的土地出让安排；2) 第二季度部分地区土地市场热度较高，部分房企拿地意愿相对较低；3) 部分房企出于对规模诉求、杠杆水平等因素的考量，拿地意愿有所下降。个股方面，远洋集团、绿城中国、建发国际集团 2020 年中期土地储备面积增长较快，分别较 2019 年末提升 28.4%、24.0%和 11.2%，拥有更强规模诉求的房企或将维持较高强度的土地投资，而具备特色商业模式的房企在土地获取方面或将继续保持优势，为公司的规模扩张奠定基础。

政策基调维持稳定，城市分化料将加大。2020 年上半年，4-6 月各线城市的宅地成交溢价率均出现了明显的提升，主要系畅旺的销售为开发商带来了一定的补库存需求，上半年较为宽松的流动性环境亦使市场对行业销售形成了较为乐观的预期。进入下半年以来，土地市场政策频出，中央层面召开了 10 城市参加房地产工作会议，住建部提出住房供需矛盾突出的城市要增加住宅及用地供应；地方层面，南京土地出让明确涉宅地块达最高限价后改为摇号方式确定竞得人，江苏将重点加强对南京、无锡、苏州住宅用地供应监测、评价和考核。在整体基调维持稳定、流动性环境趋于常态化的下半年，各城市的政策态度或使地方土地市场出现一定分化。



表 5：2020 年中期，上市房企土储面积平均略有增长

公司	证券代码	2020 土地储备建筑面积		
		数据口径	(万平)	较 2019 年末增长
远洋集团	3377.HK	总土地储备面积	4782	28.4%
绿城中国	3900.HK	总建筑面积	4801	24.0%
建发国际集团	1908.HK	总可供销售建筑面积	1040	11.2%
深圳控股	0604.HK	规划总建筑面积	486	11.0%
新城控股	601155.SH	总建筑面积	13700	10.5%
金科股份	000656.SZ	可售面积	7400	10.4%
中国金茂	0817.HK	二级土储规划建筑面积	6431	9.8%
中国海外宏洋	0081.HK	总楼面面积	2634	9.7%
世茂集团	0813.HK	总计划建筑面积	8393	9.3%
中国奥园	3883.HK	总建筑面积	4874	8.2%
龙湖集团	0960.HK	总建筑面积	7354	7.9%
龙光集团	3380.HK	总建筑面积	3920	6.9%
花样年	1777.HK	已确权建筑面积	1777	6.9%
雅居乐集团	3383.HK	总建筑面积	5303	6.4%
融创中国	1918.HK	确权总土地储备	24776	5.9%
正荣地产	6158.HK	总建筑面积	2740	4.8%
融信中国	3301.HK	总建筑面积	2803	4.0%
旭辉控股集团	0884.HK	总建筑面积	5266	3.9%
华润置地	1109.HK	总建筑面积	7109	3.5%
中骏集团控股	1966.HK	总规划建筑面积	3303	2.9%
碧桂园	2007.HK	权益建筑面积	26580	2.8%
合生创展集团	0754.HK	可供销售面积	3170	1.9%
禹洲集团	1628.HK	可供销售建筑面积	2024	0.6%
万科 A	000002.SZ	在建及规划中项目总建筑面积	15720	0.4%
佳兆业集团	1638.HK	总建筑面积	2680	0.0%
越秀地产	0123.HK	总建筑面积	2363	-1.0%
中国海外发展	0688.HK	总楼面面积（不含中海宏洋）	6372	-2.3%
宝龙地产	1238.HK	总建筑面积	2859	-3.8%
时代中国控股	1233.HK	总建筑面积	2180	-5.2%
中国恒大	3333.HK	总规划建筑面积	24000	-18.1%
平均增长率				5.4%

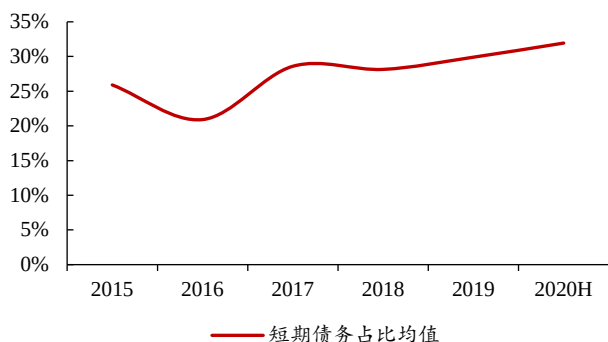
数据来源：公司公告，中达证券研究



3. 短债占比有所提升，流动性表现分化

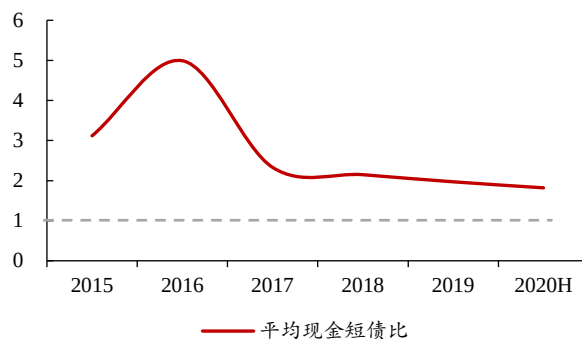
债务结构略有变动，在手现金对短债覆盖整体仍较充足。2020 年上半年，上市房企短期债务平均占比较 2019 年末提升约 2.0 个百分点至 31.9%，平均现金短债比由 2019 年末的 1.97 倍略微下降 0.15 倍至 1.82 倍，仍可实现对短债的充分覆盖。上市房企流动性表现较 2019 年末略有下滑，但短期偿债压力仍较为可控。

图 11：短期债务平均占比提升约 2.0pct 至 31.9%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：数据基于中期业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异

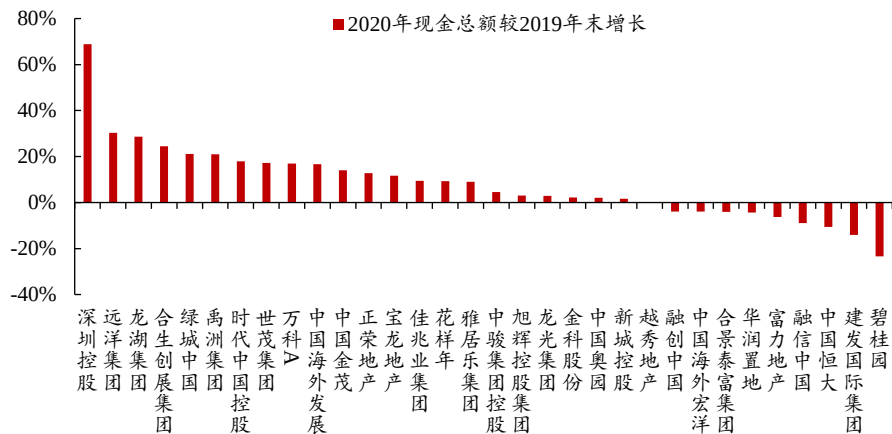
图 12：上市房企平均现金短债比下降约 0.15 倍至 1.82 倍



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：包含受限制现金；数据基于中期业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异

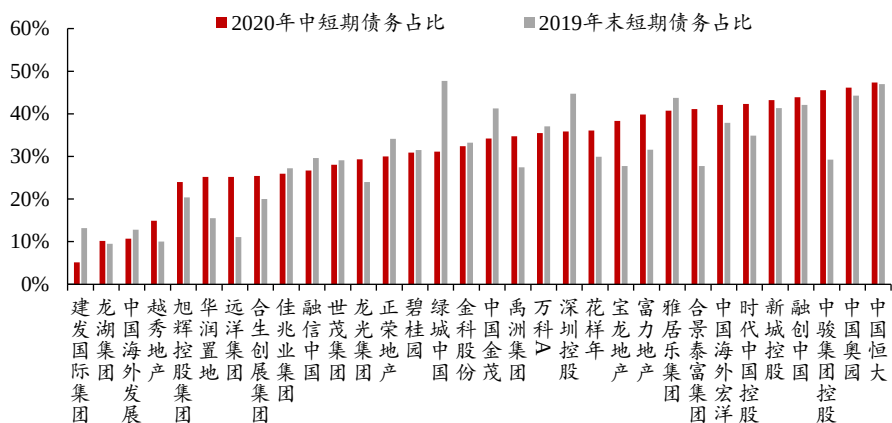
现金总额、短债占比变动方向均呈现差异。深圳控股、远洋集团、龙湖集团现金总额增长较快，2020 年中期较 2019 年末分别增长 68.8%、30.3%、28.6%。建发国际集团、龙湖集团、中国海外发展短期债务占比较低，短债占比分别为 5.2%、10.2%和 10.7%；绿城中国、深圳控股、建发国际集团短期债务占比降幅较大，分别下降 16.6 个百分点、8.9 个百分点、8.0 个百分点，上述公司对债务结构的调整取得了一定成效。财务状况较为稳定的房企如中国海外发展、龙湖集团、越秀地产偿债压力相对较小，2020 年中期现金短债比分别达 5.3 倍、4.6 倍、2.8 倍；部分公司在资金管控方面有所加强，建发国际集团、中国海外发展、深圳控股的现金短债比提升较大，分别较 2019 年末提升 1.5 倍、1.2 倍和 1.1 倍。

图 13: 深圳控股、远洋集团、龙湖集团现金总额增速较快



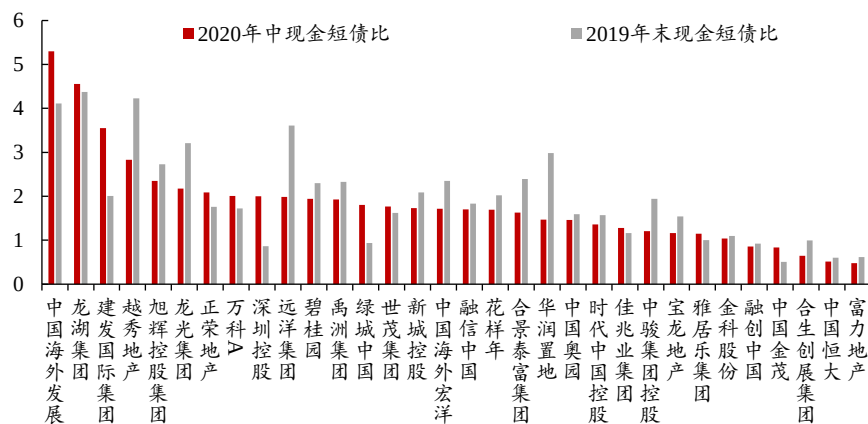
数据来源: Wind, 中达证券研究; 注: 货币单位均已转换为人民币; 包含受限制现金

图 14: 绿城中国、深圳控股、建发国际集团短债占比降幅较大



数据来源: Wind, 中达证券研究; 注: 货币单位均已转换为人民币; 数据基于中期业绩公告, 由于业绩公告附注信息披露不完全, 或与实际债务情况存在一定差异

图 15：建发国际集团、中国海外发展、深圳控股现金短债比提升较大



数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均已转换为人民币；包含受限制现金；数据基于中期业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异

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	现金总额 (亿元)	现金短债比
中国海外发展	0688.HK	210	1752	10.7%	1114	5.3
龙湖集团	0960.HK	172	1513	10.2%	784	4.6
建发国际集团	1908.HK	28	514	5.2%	99	3.6
越秀地产	0123.HK	106	608	14.9%	302	2.8
旭辉控股集团	0884.HK	253	800	24.0%	594	2.4
龙光集团	3380.HK	192	465	29.3%	419	2.2
正荣地产	6158.HK	191	445	30.0%	398	2.1
万科A	000002.SZ	968	1762	41.3%	1943	2.0
深圳控股	0604.HK	94	167	35.8%	187	2.0
远洋集团	3377.HK	220	654	25.2%	437	2.0
碧桂园	2007.HK	1058	2362	30.9%	2055	1.9
禹洲集团	1628.HK	223	418	34.8%	430	1.9
绿城中国	3900.HK	348	771	31.1%	628	1.8
世茂集团	0813.HK	396	1017	28.0%	699	1.8
新城控股	601155.SH	376	493	43.2%	650	1.7
中国海外宏洋	0081.HK	153	211	42.1%	263	1.7
融信中国	3301.HK	184	505	26.7%	313	1.7
花样年	1777.HK	148	263	36.1%	252	1.7
合景泰富集团	1813.HK	334	479	41.1%	544	1.6
华润置地	1109.HK	414	1231	25.2%	609	1.5
中国奥园	3883.HK	475	555	46.1%	694	1.5
时代中国控股	1233.HK	254	346	42.3%	345	1.4
佳兆业集团	1638.HK	316	901	26.0%	405	1.3
中骏集团控股	1966.HK	207	248	45.5%	250	1.2
宝龙地产	1238.HK	227	365	38.3%	264	1.2
雅居乐集团	3383.HK	403	586	40.7%	464	1.2
金科股份	000656.SZ	354	740	32.4%	368	1.0
融创中国	1918.HK	1406	1797	43.9%	1209	0.9
中国金茂	0817.HK	337	649	34.2%	281	0.8
合生创展集团	0754.HK	244	716	25.4%	157	0.6
中国恒大	3333.HK	3957	4398	47.4%	2046	0.5
富力地产	2777.HK	748	1129	39.8%	360	0.5
平均				32.1%		1.8

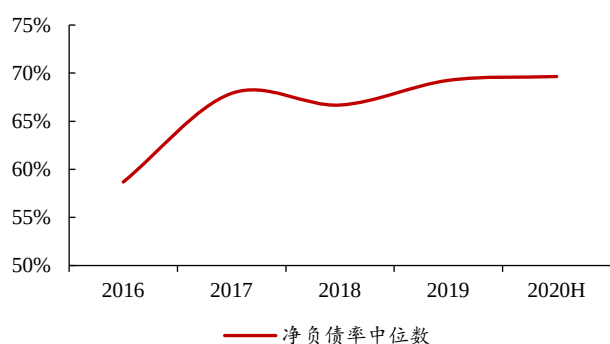
数据来源：Wind，中达证券研究；注：数据截至 2020 年中，货币单位均已转换为人民币；
包含受限现金；数据基于中期业绩公告，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异



4. 杠杆水平维持平稳，融资成本有所下行

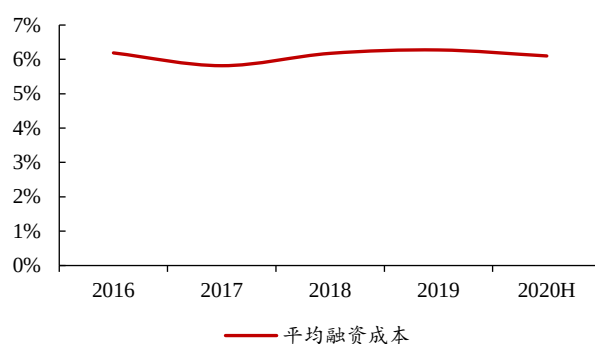
净负债率整体维持平稳，融资成本有所下行。2020年中，上市房企平均净负债率维持平稳，中位数为69.7%，较2019年末的69.3%提升0.4个百分点。融资成本方面，在上半年整体宽松的流动性环境下，上市房企新增债务成本整体有所下降，带动2020年中期平均融资成本较2019年末下行0.2个百分点至6.1%。2020上半年，上市房企杠杆水平较为平稳，融资成本有所下行。

图 16：上市房企净负债率中位数提升 0.4pct 至 69.7%



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产，世茂集团公告口径净负债率考虑了永续资本工具影响，中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率，为统一数据口径，已对上述公司净负债率进行调整；中国恒大、金科股份未披露净负债率数据，根据公司业绩公告口径借款及现金总额计算得出

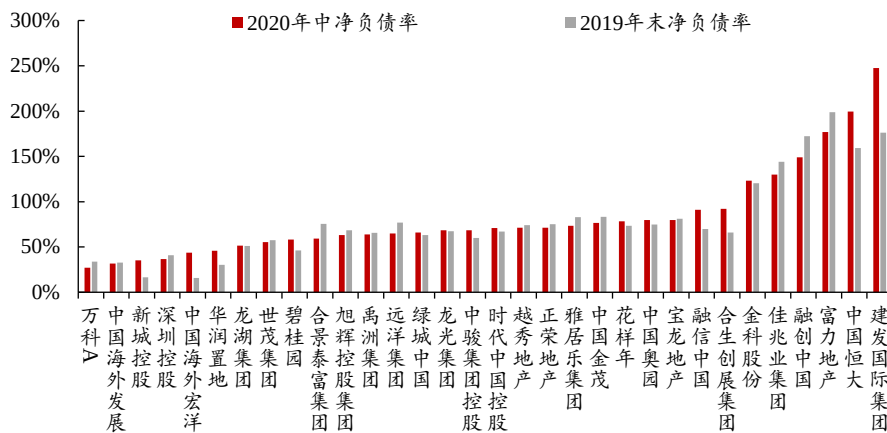
图 17：上市房企平均融资成本下降约 0.2pct 至 6.1%



数据来源：公司公告，中达证券研究

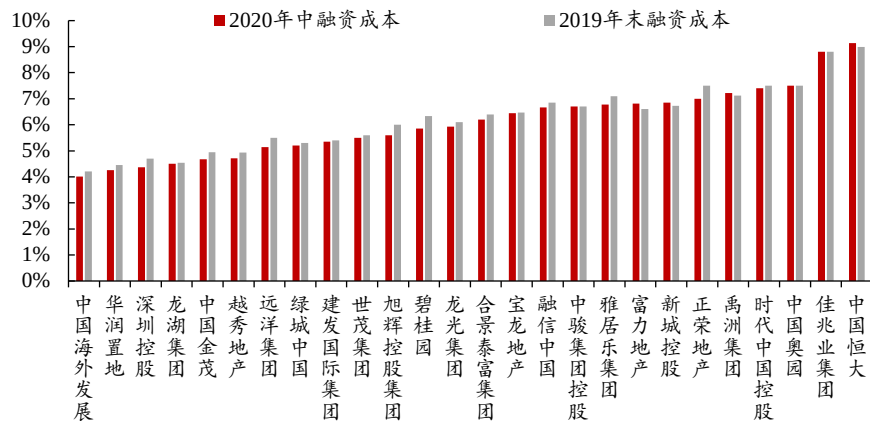
融创中国、富力地产、合景泰富集团等降杠杆效果显著，多数房企融资成本小幅下行。融创中国、富力地产、合景泰富集团净负债率下降幅度较大，分别较2019年末下降达23个百分点、22个百分点、16个百分点；旭辉控股集团、建发国际集团、佳兆业集团剔除预收款后资产负债率降幅较大，分别较2019年末下降约3.0个百分点、2.5个百分点、2.4个百分点。上述公司在2020上半年更注重融资及现金流管控，去杠杆成效显著。建发国际集团、中国恒大、新城控股净负债率上升幅度较大，原因包含规模扩张及拿地恢复使杠杆水平有所提升等。融资成本方面，正荣地产、碧桂园、旭辉控股集团融资成本较2019年末下降较多，降幅分别达约0.5个百分点、0.5个百分点和0.4个百分点；上述公司通过优化自身财务表现、积极把握融资窗口期、调整借款来源结构等方式实现了融资成本的较大降幅。

图 18: 融创中国、富力地产、合景泰富集团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: 中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产, 世茂集团公告口径净负债率考虑了永续资本工具影响, 中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率, 为统一数据口径, 已对上述公司净负债率进行调整; 中国恒大、金科股份未披露净负债率数据, 根据公司业绩公告口径借款及现金总额计算得出

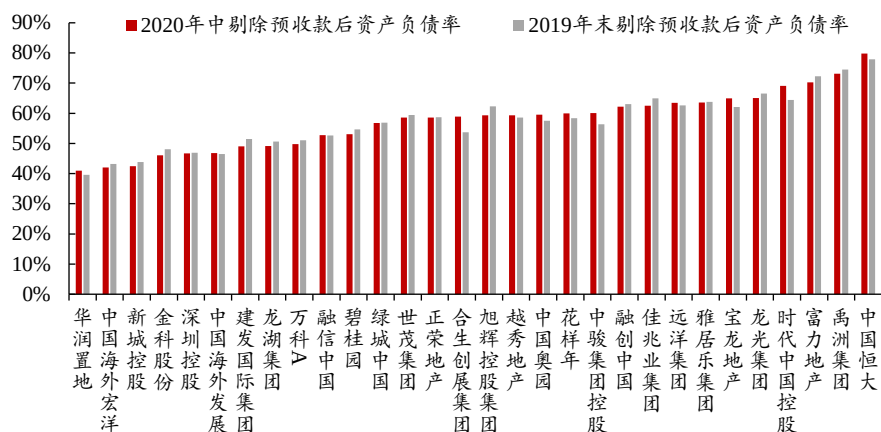
图 19: 正荣地产、碧桂园、旭辉控股集团融资成本降幅较大



数据来源: 公司公告, 中达证券研究



图 20：旭辉控股集团、建发国际集团、佳兆业集团剔除预收款后资产负债率降幅较大



数据来源：公司公告，Wind，中达证券研究；注：剔除预收款后资产负债率=（总负债-预收款项-合同负债）/总资产

表 7：融创中国、富力地产等降杠杆效果显著，多数房企融资成本小幅下行

公司	证券代码	净负债率		融资成本	
		2020H	变动 (pct)	2020H	变动 (bp)
融创中国	1918.HK	149.0%	-23.3	-	-
富力地产	2777.HK	177.0%	-21.9	6.8%	21
合景泰富集团	1813.HK	59.2%	-16.2	6.2%	-20
佳兆业集团	1638.HK	130.0%	-14.0	8.8%	0
远洋集团	3377.HK	65.0%	-12.0	5.1%	-36
雅居乐集团	3383.HK	73.3%	-9.5	6.8%	-32
万科A	000002.SZ	27.0%	-6.9	-	-
中国金茂	0817.HK	76.6%	-6.5	4.7%	-26
旭辉控股集团	0884.HK	63.2%	-5.3	5.6%	-40
深圳控股	0604.HK	36.7%	-4.0	4.4%	-33
正荣地产	6158.HK	71.4%	-3.8	7.0%	-50
越秀地产	0123.HK	71.2%	-2.8	4.7%	-22
禹洲集团	1628.HK	63.7%	-1.9	7.2%	10
世茂集团	0813.HK	55.4%	-1.9	5.5%	-10
宝龙地产	1238.HK	79.9%	-1.3	6.5%	-2
中国海外发展	0688.HK	31.6%	-1.1	4.0%	-20
龙湖集团	0960.HK	51.4%	0.4	4.5%	-4
龙光集团	3380.HK	68.3%	0.9	5.9%	-17
金科股份	000656.SZ	123.1%	2.9	-	-
绿城中国	3900.HK	66.1%	2.9	5.2%	-10
时代中国控股	1233.HK	71.0%	4.0	7.4%	-10
花样年	1777.HK	78.3%	4.8	-	-
中国奥园	3883.HK	79.8%	4.9	7.5%	0
中骏集团控股	1966.HK	68.3%	8.3	6.7%	0
碧桂园	2007.HK	58.1%	11.8	5.9%	-49
华润置地	1109.HK	45.9%	15.6	4.3%	-19
新城控股	601155.SH	35.1%	18.7	6.9%	12
融信中国	3301.HK	91.0%	21.0	6.7%	-18
合生创展集团	0754.HK	92.0%	26.0	-	-
中国海外宏洋	0081.HK	43.8%	28.1	-	-
中国恒大	3333.HK	199.4%	40.1	9.1%	15
建发国际集团	1908.HK	247.7%	71.5	5.4%	-5
平均		82.8%	4.0	6.1%	-14

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产，世茂集团公告口径净负债率考虑了永续资本工具影响，中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率，为统一数据口径，已对上述公司净负债率进行调整；中国恒大、金科股份未披露净负债率数据，根据公司业绩公告口径借款及现金总额计算得出

表 8：多数上市房企财务状况较为良好

公司	代码	剔除预收款后资产负债率		净负债率		现金短债比		未达标指标数
			>70%		>100%		<1	
华润置地	1109.HK	41%	×	46%	×	1.5	×	0
中国海外宏洋	0081.HK	42%	×	44%	×	1.7	×	0
新城控股	601155.SH	43%	×	35%	×	1.7	×	0
金科股份	000656.SZ	46%	×	123%	✓	1.0	×	1
深圳控股	0604.HK	47%	×	37%	×	2.0	×	0
中国海外发展	0688.HK	47%	×	32%	×	5.3	×	0
建发国际集团	1908.HK	49%	×	248%	✓	3.6	×	1
龙湖集团	0960.HK	49%	×	51%	×	4.6	×	0
万科A	000002.SZ	50%	×	27%	×	2.0	×	0
融信中国	3301.HK	53%	×	91%	×	1.7	×	0
碧桂园	2007.HK	53%	×	58%	×	1.9	×	0
绿城中国	3900.HK	57%	×	66%	×	1.8	×	0
世茂集团	0813.HK	59%	×	55%	×	1.8	×	0
正荣地产	6158.HK	59%	×	71%	×	2.1	×	0
合生创展集团	0754.HK	59%	×	92%	×	0.6	✓	1
旭辉控股集团	0884.HK	59%	×	63%	×	2.4	×	0
越秀地产	0123.HK	59%	×	71%	×	2.8	×	0
中国奥园	3883.HK	60%	×	80%	×	1.5	×	0
花样年	1777.HK	60%	×	78%	×	1.7	×	0
中骏集团控股	1966.HK	60%	×	68%	×	1.2	×	0
融创中国	1918.HK	62%	×	149%	✓	0.9	✓	2
佳兆业集团	1638.HK	63%	×	130%	✓	1.3	×	1
远洋集团	3377.HK	63%	×	65%	×	2.0	×	0
雅居乐集团	3383.HK	64%	×	73%	×	1.2	×	0
宝龙地产	1238.HK	65%	×	80%	×	1.2	×	0
龙光集团	3380.HK	65%	×	68%	×	2.2	×	0
时代中国控股	1233.HK	69%	×	71%	×	1.4	×	0
富力地产	2777.HK	70%	✓	177%	✓	0.5	✓	3
禹洲集团	1628.HK	73%	✓	64%	×	1.9	×	1
中国恒大	3333.HK	80%	✓	199%	✓	0.5	✓	3

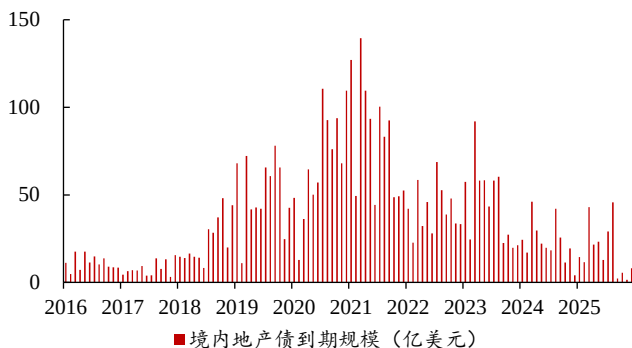
数据来源：公司公告，Wind，中达证券研究；注：数据截至 2020 年中，剔除预收款后资产负债率=（总负债-预收款项-合同负债）/总资产；中国金茂、合景泰富集团合同负债计入其他应付款和应计款项科目，中期业绩公告暂未包含其附注。现金及短期债务货币单位均已转换为人民币，由于业绩公告附注信息披露不完全，或与实际债务情况存在一定差异；包含受限制现金。净负债率基于中期业绩公告，中国海外发展及中国海外宏洋公告口径净负债率分母为归母净资产，世茂集团公告口径净负债率考虑了永续资本工具影响，中国金茂公告口径净负债率为净债务与调整后资本比率，为统一数据口径，已对上述公司净负债率进行调整；中国恒大、金科股份未披露净负债率数据，根据公司业绩公告口径借款及现金总额计算得出

5. 如何看待房企后续融资情况？

流动性环境：货币政策趋于常态化，房住不炒基调持续。从近月复工复产、经济复苏情况和近期顶层对货币政策的表述来看，货币政策将趋于常态化。同时，顶层对房地产行业整体基调的表述亦未发生变化。整体而言，行业的流动性环境或将维持平稳。

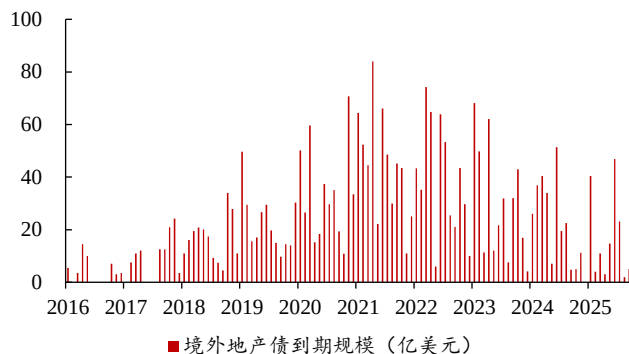
资金需求：经营与再融资需求的平衡。经营方面，当前整体地价稳步上涨，而房价则趋于平稳，在此环境下，主流房企在拿地方面整体更趋谨慎，2019 年及 2020 上半年各规模的主流房企土储规模增速亦均出现了放缓；同时，上市房企上半年销售复苏情况良好，房企在经营方面对资金的需求或较为平稳。**再融资方面，**未来数年为房企偿债高峰，房企对资金的需求将会增大，而未见放松的融资环境或将导致房企间的进一步分化。

图 21：境内地产债偿债高峰将至



数据来源：Bloomberg，中达证券研究

图 22：2021-2022 年为境外地产债偿债高峰



数据来源：Bloomberg，中达证券研究

融资规则意在稳定预期及促进行业健康发展，销售良好、财务稳健的房企受影响程度或较小。较为稳定的货币政策、未见放宽的行业基调和即将到来的偿债高峰或将共同驱使房企间的流动性和杠杆水平表现继续分化。8 月 20 日，住建部及人民银行召开重点房地产企业座谈会。会议肯定了有关部门和地方前期调控的成果，指出“房地产市场保持了平稳健康发展”，并表示“形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则”，市场化、规则化、透明化的融资规则意在稳定房企的金融政策预期和促进房地产行业持续平稳健康发展。在此环境下，销售情况良好、财务状况稳健的公司受到的影响或相对较小。



6. 投资建议

房企内部进一步分化，商业模式、区域布局及财务管控优势更为凸显。2020 上半年，疫情对工程及交付带来了一定影响，结算项目结构亦出现了一定变动，共同导致房企业绩增速有所放缓。二季度后复工复产态势良好，或有望使全年收入增速较中期有所提升；而随着毛利承压项目逐步进入结算期，全年盈利水平或将与中期相若。另一方面，房企内部的表现 在 2019 年的基础上进一步分化，部分具备商业模式优势的房企如宝龙地产等，及具备城市布局优势的房企如金科股份等，在上半年仍实现了业绩的大幅增长。当前，“房住不炒”的行业基调仍维持平稳，流动性环境亦趋于常态化，在此环境下，商业模式独特、区域布局优质、财务管控良好的公司或能够继续取得优于同业的业绩表现。

7 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。