行业报告

行业研究

证券研究报告

推荐（维持）

风险评级：中风险

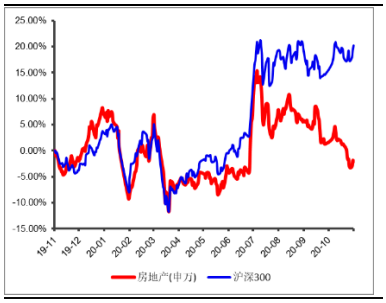
三季度业绩降幅收窄 行业去杠杆有所体现

房地产行业 2020 年三季报综述

2020 年 11 月 5 日

分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-23320072
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

投资要点：

- **行业净利润降幅收窄，累计销售回正。**2020年前三季度营业总收入同比升6.82%，增幅较2019年回落14.43个百分点。前三季营业利润、净利润、归属净利同比分别降7.43%、降6.97%和降9.54%。相比中报，行业营收、营业利润、净利润及归属净利润增幅均有所改善。营收增幅较中报提升2.4个百分点；营业利润、净利润及归属净利润降幅分别收窄6.3个百分点、7个百分点和5.9个百分点。同比降幅收窄较明显，三季度业绩改善。

- **总资产规模扩张明显，利润率水平跌至近年低位。**截止三季末，上市房企资产合计13.19万亿，再创历史新高，较年初增7.11%，同比则增14.68%。三季度行业销售毛利率及净利率均较二季末小幅回落，且跌至近年的低位。过去两年地价相对炽热，而楼市受制于调控政策，价格上涨较平稳，同时开发商加快周转回流现金也在定价上保持谨慎，带来整体利润率水平下行。行业整体高毛利率及高净利润率时代过去，后续维持当前利润率水平可能性较高，进一步大幅度下降可能性预计也较低。

- **待售面积维持低位，开发数据持续改善。**截止9月末，全国商品房及商品住宅待售面积分别为4.95亿平米和2.24亿平米，同比分别上升0.5%和下降0.4%。2020年以来由于疫情带来销售放缓，特别是一季度，待售面积增速转负为正；二季度开始随着销售逐步恢复，待售面积整体增速持续回落，截止9月末待售商品住宅面积同比再次转负。行业整体库存水平不高，待售面积维持低水平下，对房价稳定预期持续存在。

- **降负债有所体现，现金流改善。**截止三季末上市房企整体资产负债率79.5%，较前两年有所回落。下半年开始开发商融资受规管加大，积极推动销售回款的同时，拿地补库存则相对谨慎理性，经营活动现金流改善，现金流净额也持续为正。另一方面，由于二季度以来销售恢复理想，截止三季末整体销售保持相对平稳回升，行业留存可结算资源仍丰富。预计全年业绩将比三季度进一步改善。

- **总结与投资建议。**近两年降杠杆也取得一定成效，行业系统性风险可控。行业当前整体库存维持较低水平，对于房价将有一定的支撑作用。地产板块今年以来整体走势偏弱，跑输大盘。当前行业整体估值水平跌至历史底部区间，向下空间相对有限。另外企业间销售及业绩分化进一步体现，强者恒强愈加凸显。建议重点关注基本面理想、业绩锁定性及股息率较高、估值便宜的一二线龙头个股；另外销售相对理想，债务可控，短期业绩波动及市场情绪带来股价下跌，但整体基本面及行业竞争性保持良好，估值优势突出的个股仍可维持关注。

- **风险提示：**楼市销售不达预期；出现超预期政策调控。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目 录

1. 行业净利润降幅收窄，累计销售回正 3
2. 总资产规模扩张明显，利润率水平跌至近年低位 4
3. 三费率小幅回落，开发资金持续回升 5
4. 待售面积维持低位，开发数据持续改善 6
5. 降负债有所体现，现金流改善 7
6. 总结与投资建议 9
7. 风险提示 9

插图目录

图 1：上市房企营业收入增长变化 ..... **错误!未定义书签。**
图 2：营业利润、归属净利润同比变化 ..... **错误!未定义书签。**
图 3：商品房销售面积变化 4
图 4：商品房销售额变化 4
图 5：上市房企资产总计变化 4
图 6：销售毛利率、净利润率变化 4
图 7：三费同比变化 5
图 8：三费率同比变化 5
图 9：房企开发资金来源合计 6
图 10：房企开发资金来源变化 6
图 11：存货水平变化 6
图 12：行业待售面积同比变化 6
图 13：房屋施工面积同比变化 7
图 14：房屋新开工及竣工同比变化 7
图 15：房地产行业负债水平变化 8
图 16：房企现金流情况变化 8

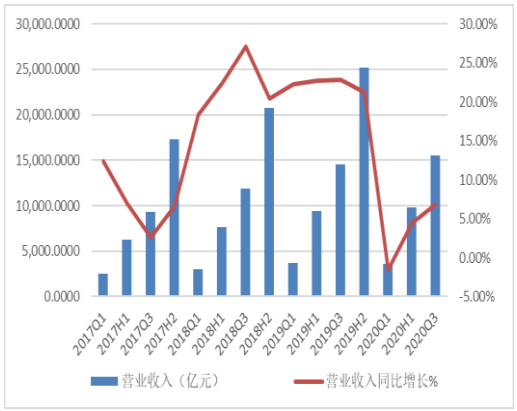
1. 行业净利润降幅收窄，累计销售回正

上市公司 2020 年三季报已全部公布完毕。我们统计了上市房地产开发企业（按申万房地产分类），2020 年前三季度共实现营业总收入 15558 亿，同比上升 6.82%，增幅较 2019 年全年营收增幅回落 14.43 个百分点，较 2019 年前三季增幅下降 16 个百分点。前三季度共实现营业利润 2249 亿，净利润 1615 亿，归属母公司股东净利 1247 亿，同比分别下降 7.43%、下降 6.97%和下降 9.54%。营业利润增幅相比 2019 年全年下降 22.4 个百分点；净利润增幅下降 18 个百分点；归属净利润增幅则下降 20.4 个百分点。

但整体看，相比今年中报，行业营收、营业利润、净利润及归属净利润增幅均有所改善。营收增幅较中报提升 2.4 个百分点；营业利润、净利润及归属净利润降幅分别收窄 6.3 个百分点、7 个百分点和 5.9 个百分点。同比降幅收窄较明显，三季度业绩出现改善。

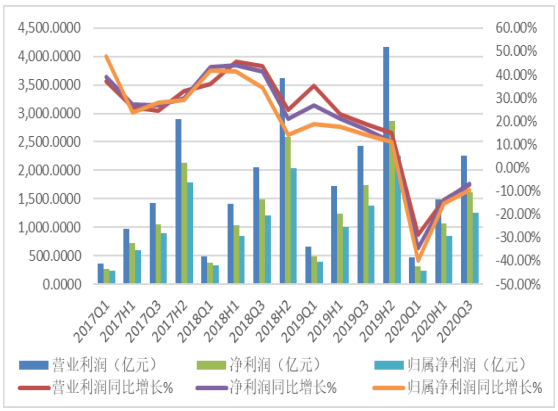
今年由于疫情影响销售及开工，同时叠加近年土地市场相对炽热开发商拿地成本较高，但另一方面楼市调控持续带来销售价格提升受阻，行业整体毛利率下降，净利润、归属净利润出现自 2014 年以来首次负增长。但相信四季度施工继续积极推进，以及集中结算，行业利润增速相比三季度进一步改善可期，同时企业间业绩分化情况将更为明显。

图1：上市房企营业收入增长变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

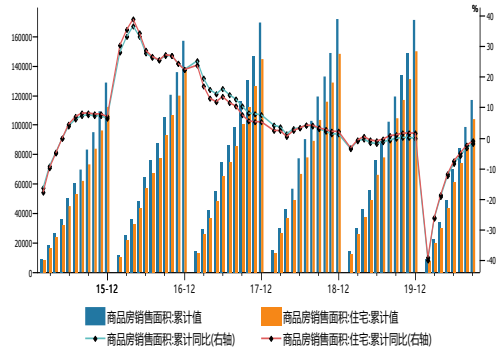
图2：营业利润、归属净利润同比变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

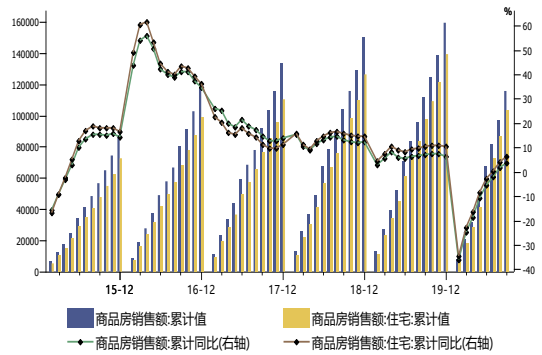
销售情况来看，截止三季末，全国商品房销售面积合计 11.7 亿平方米，其中住宅销售面积 10.36 亿平方米，同比分别下降 1.8%和下降 1%。受疫情影响，2020 年以来商品房销售面积同比持续呈负增长，其中年初销售降幅较大，达到-39%以上；二三季度销售降幅持续收窄，三季末降幅收窄至 2 个百分点以内。前 9 个月全国商品房销售额合计 11.56 万亿，商品住宅销售额合计 10.34 万亿，同比则分别上升 3.7%和上升 6.2%。同样年初销售金额降幅较大，达到约-35%，二季度降幅持续收窄，8 月末累计销售金额首次转正，9 月末累计涨幅较 8 月末上升约 2 个百分点。当前行业景气度相对平稳，同时在融资监管加严背景下，四季度开发商继续加大推盘回流现金可能性较大。四季度销售保持理想，全年销售维持正增长仍值得预期，也将可带动行业悲观预期的修复。同时行业集中度继续加速提升，强者逾强将继续凸显。

图3：商品房销售面积变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图4：商品房销售额变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

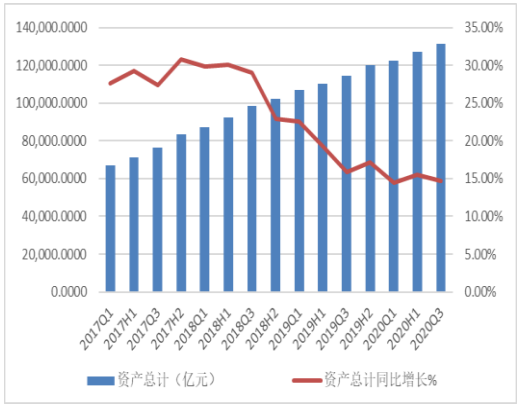
2. 总资产规模扩张明显，利润率水平跌至近年低位

截止 2020 年三季末，上市房企资产合计 13.19 万亿，再创历史新高，相对年初增长 7.11%，同比则增 14.68%，增速较中报时下降 0.9 个百分点。平均每家房企资产规模达 1009 亿，较上年同期增长 17.32%；平均每股净资产 6.45 元，较上年同期也增长 10.5%。整体资产规模扩充较快。行业平均净资产收益率为 6.96%，较去年同期下降 1.7 个百分点，在申万 28 个行业板块中排名第 10 位；总资产净利率为 1.28%，同比则下降 0.31 个百分点，排名第 24 位。整体盈利能力指标年内下降较明显，但三季末仍较一二季度持续改善。

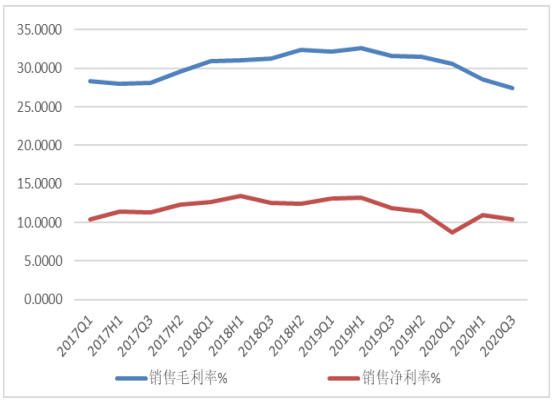
三季度行业整体销售毛利率及净利润率均较二季末小幅回落，并且跌至近年的低位。前三季度上市房企整体销售毛利率及净利率分别为 27.48%和 10.38%，相比中报时分别下降 1 个百分点和下降 0.6 个百分点；相比去年同期则分别下降 4.2 个百分点和下降 1.6 个百分点。房企整体毛利率及净利润率跌至近年低位，主要由于过去两年地价相对炽热，而楼市受制于调控政策，价格上涨较平稳，同时开发商加快周转回流现金也在定价上保持谨慎，带来整体利润率水平下行。行业整体高毛利率及高净利润率时代过去，后续维持当前利润率水平可能性较高，进一步大幅度下降可能性预计也较低。

图5：上市房企资产总计变化

图6：销售毛利率、净利润率变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所



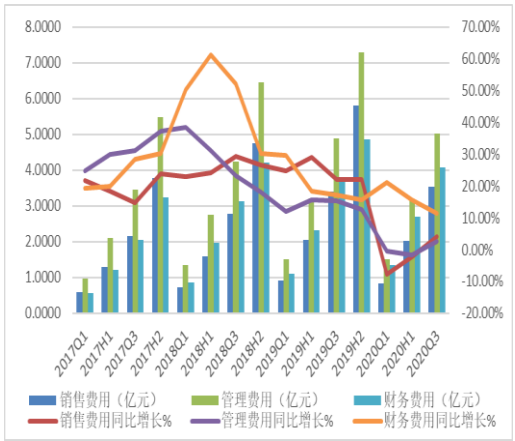
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

3. 三费率小幅回落，开发资金持续回升

2020 年前三季度上市房企平均销售费用为 3.52 亿，较 2019 年同期上升 4.02%，增幅较二季末扩大 6.2 个百分点，但增幅在近年低位；平均管理费用为 5.02 亿，财务费用 4.08 亿，较去年同期则分别增加 2.7%和增加 11.54%，相比中报管理费用增幅上升 4.4 个百分点，财务费用增幅下降 4 个百分点。总的来看，前三季销售费用及管理费用增幅相对较低，与行业整体结算增幅回落一致，财务费用增速回落，但仍达双位数增幅。整体三费增幅较一二季度回升，但维持在近年低水平。

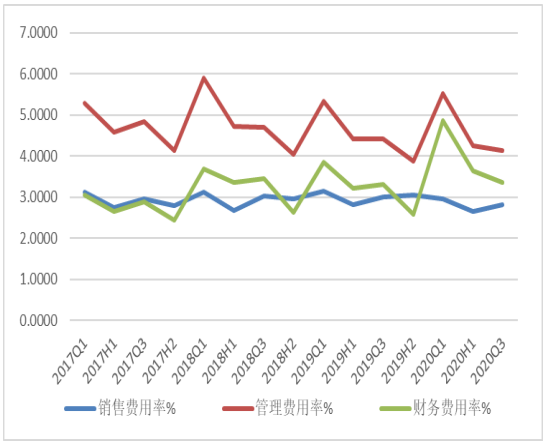
2020 年前三季度销售费用占营业总收入为 2.8%，较中报时上升 0.2 个百分点。管理费用占营业总收入 4.13%；财务费用占营业总收入 3.36%，增幅分别较中报回落 0.11 个百分点和 0.3 个百分点。三费率相比 2019 年末占比则分别下降 0.2 个百分点，上升 0.3 个百分点和上升 0.8 个百分点。整体看，年内销售费用率保持平稳，管理费用率小幅下降，财务费用率有所上升。

图7：三费同比变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图8：三费率同比变化

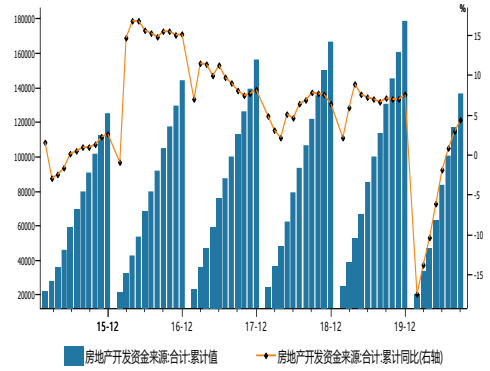


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

资金来源看，2020 年截止 9 月末，全国房地产开发资金来源合计 13.6 万亿，同比上升 4.4%，增幅较上月末提升 1.4 个百分点，达到年内增幅高位，开发资金来源较年初持续

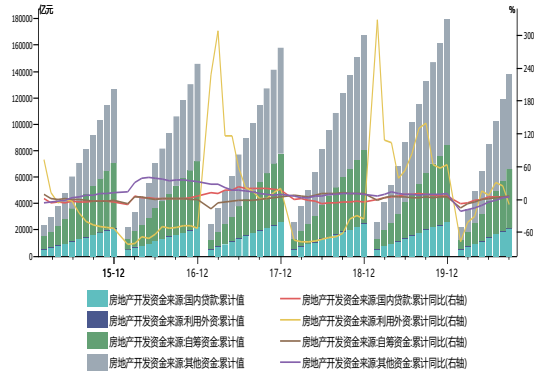
改善。其中今年前 9 个月，国内贷款、利用外资和自筹资金累计分别为 2 万亿、93.7 亿和 4.4 万亿，同比则分别上升 4%，下降 9.5%和同比上升 5.9%；其他资金来源为 7.1 万亿，同比增长 3.72%。出来利用外资出现负增长，其余资金来源均保持增长，并且增幅自年初持续回升。预计四季度社会整体流动性保持合理充裕背景下，开发资金来源将保持平稳良好水平。

图9：房企开发资金来源合计



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图10：房企开发资金来源变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

4. 待售面积维持低位，开发数据持续改善

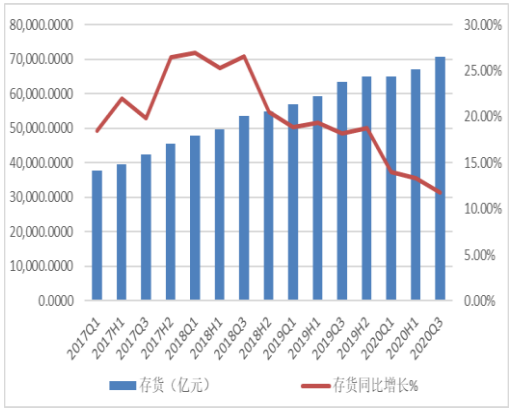
2020 年三季末行业整体存货周转率为 0.166 次，与 2019 年同期相比基本持平。总资产周转率为 0.125 次，与上年同期相比则小幅下滑。库存方面，2020 年三季末上市房企整体存货 7.07 万亿，同比增长 11.79%，增幅较今年中期下降 1.6 个百分点。其中存货占总资产比例为 53.95%，占比较 2019 年同期下降 1.4 个百分点，占比呈现趋势性下降。

从行业待售面积来看，截止 9 月末，全国商品房及商品住宅待售面积分别为 4.95 亿平米和 2.24 亿平米，同比分别上升 0.5%和下降 0.4%。行业在过去两三年销售大年过后，去库存现象明显，2019 年末待售面积同比明显下降。但 2020 年以来由于疫情带来销售放缓，特别是一季度，待售面积增速转负为正；二季度开始随着销售逐步恢复，待售面积整体增速持续回落，截止 9 月末待售商品住宅面积同比再次转负。

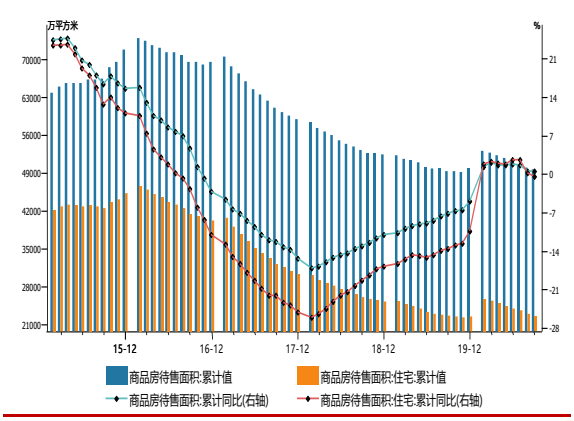
另一方面，近期对于开发商融资监管力度提升，开发商资金管控力度加大，加上疫情带来经济影响及政策调控持续，拿地补库存相对谨慎，也导致补库存进度放缓。行业整体库存水平不高，待售面积维持低水平下，对房价稳定预期持续存在。

图11：存货水平变化

图12：行业待售面积同比变化



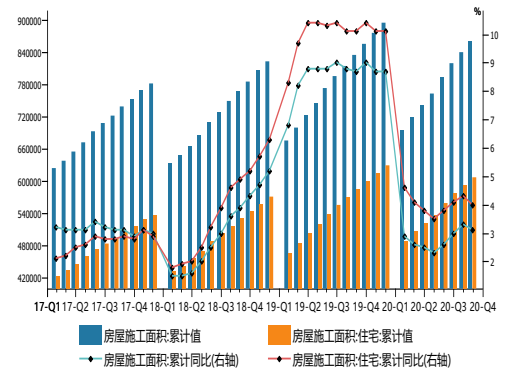
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

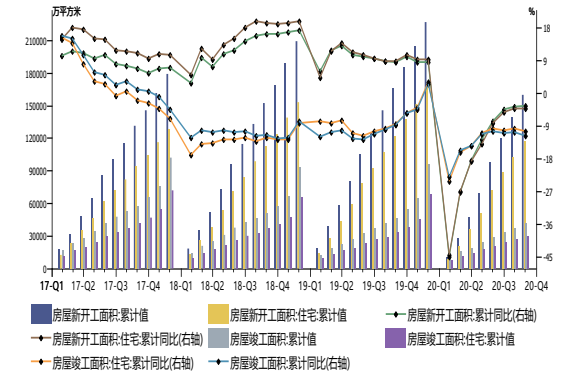
开工情况看，前 9 个月全国房屋施工面积累计 85.98 亿平米，其中住宅施工面积累计 60.7 亿平米，累计同比分别上升 3.1%和上升 4%，累计施工面积同比增幅年初回落后二三季度持续回升。而 1—9 月累计新开工面积 16 亿平方米，其中住宅累计新开工面积为 11.7 亿平方米，较去年同期则分别下降 3.4%和下降 4.2%，新开工量累计同比降幅今年以来持续收窄。竣工方面，截止 9 月末全国房屋竣工面积为 4.13 亿平方米，其中住宅竣工面积 2.95 亿平方米，同比分别下降 11.6%和下降 10.5%，降幅较前几个月小幅扩大，但仍较年初 20%以上降幅明显收窄。预计四季度开工及竣工数据将会持续改善。

图13：房屋施工面积同比变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图14：房屋新开工及竣工同比变化



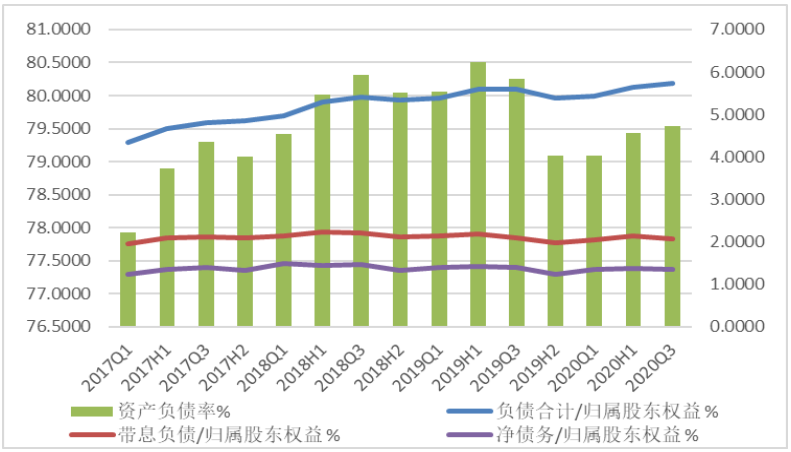
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

5. 降负债有所体现，现金流改善

2020 年截止三季末上市房企整体资产负债率为 79.5%，较上年同期下降 0.7 个百分点，较中报时上升 0.1 个百分点，整体较前两年有所回落。其中流动比、速动比分别为 1.38 和 0.47，流动比及速动比与中报基本持平，但相比去年同期流动比小幅下降，速度比小幅上升。行业整体负债占归属母公司股东权益达 5.7 倍，而 2019 年末为 5.39 倍，负债比率持续上升；其中带息负债占归属母公司股东权益为 2.06 倍，较 2019 年底 1.97 的水平小幅上升；净债务则为归属股东权益的 1.34 倍，也高于 2019 年底的 1.23 倍的水

平。整体看，2018 年下半年以来房企融资渠道相对前两年有所扩大，行业集中度提升，头部房企积极增加融资扩大规模，带来整体负债率水平上升。但 2019 年去杠杆带来下半年整体负债率走低。2020 年上半年疫情带来经济下行，央行释放流动性支持经济复苏，行业负债率水平有所回升。而下半年以来融资监管加强，三季度管理层提出“三条红线”等，后续行业加大力度去杠杆降低负债率可以预期。行业整体负债率水平仍维持近两年低位。

图 15：房地产行业负债水平变化

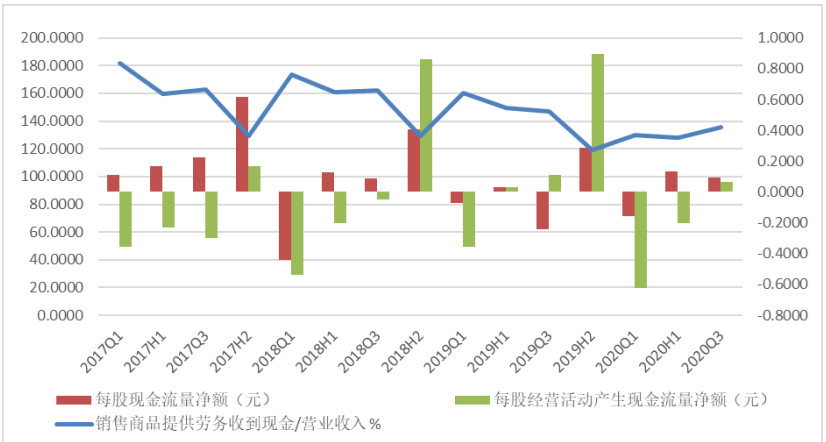


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2020 年三季报上市房企每股现金流量净额为 0.094 元，较中期每股下降 0.04 元，但每股现金流量净额相比一季末及上年同期实现转负为正；每股经营活动产生现金流量净额为 0.06 元，相比 2019 年同期小幅回落，但相比今年中报也出现明显改善。而销售产品提供劳务收到现金占营业收入为 135.86%，较 2019 年末上升 17 个百分点，较今年中期也上升 8 个百分点。

总的来看，2020 年上半年流动性充裕，开发商融资渠道相对通畅，并且销售回款受疫情影响下降，带来整体负债率水平较 2019 年末上升。但下半年开始开发商融资受规管加大，积极推动销售回款的同时，拿地补库存则相对谨慎理性，经营活动现金流改善，现金流净额也持续为正。另一方面，由于二季度以来销售恢复理想，截止三季末整体销售保持相对平稳回升，行业留存可结算资源仍丰富。预计全年业绩将比三季度进一步改善。

图 16：房企现金流情况变化



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

6. 总结与投资建议

上市房企 2020 年前三季度整体结算营收小幅上升，净利润及归属净利润增幅出现负增长，为多年来首次。其中今年以来行业整体利润均出现负增长，三季度相比前两季度已经出现明显改善。我们认为主要仍由于疫情带来结算推迟，同时行业过去两年高价地集中结算，但调控之下房价涨幅有限带来整体毛利率下降，侵蚀业绩。而随着四季度施工继续积极推进，以及集中结算到来，行业利润增速相比三季度进一步改善值得期待，业绩有望改善。

从销售层面看，年初受到新冠疫情影响，停工停产停市，楼市销售大幅下跌。二季度开始疫情受到有效控制，售楼处重新开放，行业销售持续恢复，并且弹性相比其他消费类行业要好。销售数据也出现持续修复。截止三季末，行业整体销售面积累计同比增速仅下降 2 个百分点以内，累计销售金额同比增速转正。当前行业景气度相对良好，同时在融资监管加严背景下，四季度开发商继续加大推盘回流现金可能性较大。四季度销售保持理想，全年销售维持正增长仍值得预期，也将可带动行业悲观预期的改善。

开发商年内拿地补库存相对谨慎，维持稳步补充库存基调；通过加大销售回款，现金流有所改善，近两年降杠杆也取得一定成效，行业系统性风险可控。行业当前整体库存维持较低水平，对于房价将有一定的支撑作用。

地产板块今年以来整体走势偏弱，跑输大盘。当前行业整体估值水平跌至历史底部区间，向下空间相对有限。另外企业间销售及业绩分化进一步体现，强者恒强愈加凸显。建议重点关注基本面理想、业绩锁定性及股息率较高、估值便宜的一二线龙头个股；另外销售相对理想，债务可控，短期业绩波动及市场情绪带来股价下跌，但整体基本面及行业竞争性保持良好，估值优势突出的个股仍可维持关注。个股组合包括保利地产（600048）、万科 A（000002）、金地集团（600383）、中南建设（000961）、荣盛发展（002146）、华发股份（600325）、蓝光发展（600466）等。

7. 风险提示

楼市销售不达预期

出现超预期政策调控

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn