2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？

文/EH50 研究组

写在前面

岁月不居，时节如流。

站在此刻回忆过往，不仅感叹时光匆匆，亿翰智库坚持年报综述系列研究已有四年时间，在这四年的时间里，房企经历过高增，也迎接过挑战，体验过繁荣，也感受过焦虑，但每次的洗礼都使企业对发展、对战略、对经营有了更深刻的了解和认知，更加清楚未来的方向与道路。

年报综述之所以诞生是本着为企业挖掘价值，为企业发展提供更多借鉴和参考的初心，我们选取了 A+H 股具有代表性的 50 家企业（即 EH50）作为研究对象，经验表明，典型房企的行为常常会指引行业未来一定阶段的趋势性走向，所以通过对企业先导性行为或前瞻性战略的分析可以帮助房企拨开迷雾见到月明。

2020 年是个特殊的时点，不仅仅因为疫情的突然爆发，也因为 2020 年是多家房企三年规划或者五年战略的终点，也是企业新的战略规划的起点。站在这个位置，我们可能都要思考过去的得与失，思考如何以新的姿态迎接未来的挑战，在这个过程中，我们需要做的不仅仅在于总结企业过往的经验，还需要以更加开放的心态去掌握同行的动向，特别是发展模式成熟，想法前瞻的企业的做法，更好的实现战略纠偏和战略更新迭代，保证企业更加平稳安全的向前走。

摘要

2020 年房地产行业确实经历了挑战，经历了挫折，在过去的时间内，可能每家房企都会忙着去理顺企业自身的战略，也保持着对同行的观察和学习，在这过程中，同行一些战略变化可能也会使企业充满疑惑，看不懂其中的道理在哪？行业又将出现怎样新的变化？

（1）疫情之下，房企的销售业绩经历了怎样的修复过程？为何中国金茂能够在 TOP30 房企中表现如此亮眼，并且净利润率能达到如此高的水平？

（2）收入、利润增长放缓甚至出现负增长的情况下，中国海外发展再次回到利润王的宝座，为何在这个时点，它能够依然保持着利润增长的稳健性和持续性？

（3）融资的三道红线严重制约了房企的融资规划，为何有些房企能够在保持稳健成长的同时依旧维持了健康稳健的财务结构，在其他同行想方设法控负债、降杠杆的同时，能够反其道行之，加大对杠杆的利用？

（4）疫情之后，土地市场出现了一波抢地热潮，不乏规模房企亦参与了高价土地角逐。在土地投资上，融创中国有其独特的嗅觉和明锐度，而在上半年，无论是在公开市场还是在收并购市场都表现得没那么积极，而老孙却在疫情逐渐平息之后，频繁的出现在各核心城市，与当地政府进行深入的沟通交流？融创的一系列动作之后代表了行业怎样的变化，或者融创看到了行业又将有怎样新的变化动向和趋势？……

目录

一、疫情影响基本消化，全年目标保持不变 5
1.1 疫情影响逐步消化，80%房企业绩增长转正 5
1.2 准备充分，冲刺全年目标信心十足 7
1.2.1 货值总量足—货值总量充裕，去化率安排在 60%左右 7
1.2.2 货值结构优——核心区域，核心城市占比较高 9
1.2.3 货值配比佳——新货占比高，历史遗留货值较低 9
1.2.4 货值节奏稳—效率提升，节奏把握准确 10
二、 收入增长放缓，利润率下滑 1 个百分点至 12% 10
2.1 结转滞后，2020 年收入涨幅或收窄至 12% 10
2.2 净利润负增长，2020H1 净利润率下滑至 12% 14
三、条红线成最大变量，房企强力控负债总量，优债务结构 15
3.1 融资成本下滑至 6.33%，账期普遍延长 15
3.2 净负债率略有抬头，长期下滑趋势不改 18
四、投资|阶段性特征明显，保持安全为当前关键词 20
4.1 恪守谨慎为先原则，保证风险可控 20
4.2 量入为出，50%的金额安排为上限 22
4.3 聚焦城市群，深耕核心城市 23
4.4 多渠道相结合，做综合性安排 26
4.5 寻求效益性发展，严守投资刻度 30

核心观点：

一、 疫情影响基本消化，全年目标决心不改

如果问疫情对房企销售造成了什么影响，那么可以说最大的影响就是延后了购房需求的释放时点。只要企业前期布局优质，手中有一定资金保证企业能够顺利度过阶段性难关，待疫情的影响逐步消化，企业的业绩就会有序的释放出来。

从前 8 月房企的销售情况来看，规模房企销售业绩增幅转正，**1-8 月销售业绩的目标完成率在六成左右，包括中国海外发展、中国金茂等在内的国企/央企为表现最佳的一支力量，主要原因无外乎资源、资金成本优势明显，布局聚焦于核心城市群，在不确定性因素袭来时，企业自身的抗风险能力更强。**

从房企对全年业绩展望和目标设定来看，纵然受到疫情影响，但企业并没有调整全年业绩目标的想法和打算，而是在货值总量、货值结构、推货节奏等方面做了相应的安排，尽最大努力去完成全年的业绩，并争取在完成目标的基础上实现增量。

二、 收入增长放缓，净利润率下滑至 12%

收入和利润增长下滑已然是行业共识，2020 年上半年企业财报表现除前期销售业绩的兑现之外，疫情成为其中一大变量，特别是疫情造成的开发物业竣工结算节奏的调整，非开发物业的一次性不可逆损失等等都对收入和利润的增速造成显著负面冲击，以至于**上半年在可比口径之下，EH50 房企的营业收入和净利润同比涨幅分别为 9%和-9%，以文旅文化为主要业务的企业遭受冲击更甚。利润率层面上，2020 年上半年 EH50 房企的净利润率较 2019 年下滑 1 个百分点至 12%。**

长期来看，伴随销售业绩的持续入表，房地产企业收入和利润增长降速的趋势会一直延续，而企业需要考虑发展的可持续性，在更长的周期内做好战略安排，并采用多种方式最大化减缓利润率下滑的趋势。

三、 三道红线成最大变量，房企强力控负债总量，优债务结构

对于房地产行业融资的收紧政策已持续很久，房企也在主动有序的进行财务的管控和债务的管理，有序的调整杠杆水平。三道红线政策的出现实实在在给部分企业融资带来一定压力，企业优化债务结构的节奏或将进一步加速，而对于杠杆率处于低位的企业反而能够有更大的空间有效利用杠杆实现更从容的发展。

从 2020 年上半年 EH50 房企净负债率和融资成本变化来看，可比口径之下， EH50 房企的净负债率均值反而较 2019 年有所提升，其中主要原因在于前期净负债率水平处于低位的企业在上半年加大投资的力度，如华润置地、招商蛇口、新城控股等，进而使得 EH50 企业整体净负债率水平有所提升。加权平均融资成本普降，至 2020 年上半年，EH50 房企加权平均融资成本均值为 6.33%，较 2019 年末降低 0.11 个百分点。

四、 阶段性特征明显，保持安全为当前关键词

房地产行业的政策性特征明显，所以企业的行为决策也会随着政策变化表现出明显的阶段性特征。在“房住不炒”的大的政策基调下，房地产行业的发展都在求稳，**相应的企业的投资决策也表现出明显的求稳倾向，力求保持安全边界以保证企业能够抵抗风浪。**

从企业投资决策来看，EH50 房企表现出明显特征：

（1）坚持谨慎为先的原则，保证风险在可掌握范围之内；

（2）以销售业绩或回款为参照，50%的比例为房企普遍的总量安排；

（3）聚焦于核心的城市群，长三角、大湾区为主导，其他相辅助，强化核心城市的深耕，提升单一城市的资源厚度和影响力强度；

（4）多方式相结合进行资源的获取，以产业为先导或为企业打开新的窗口，以融创中国、新城控股等企业为代表的企业已走在前列；

（5）高价土地给企业带来风险的例子已不在少数，企业在兼顾流量的同时，更多考虑投资的效益，设定严格的投资标准，低于标准之外的资源果断放弃。

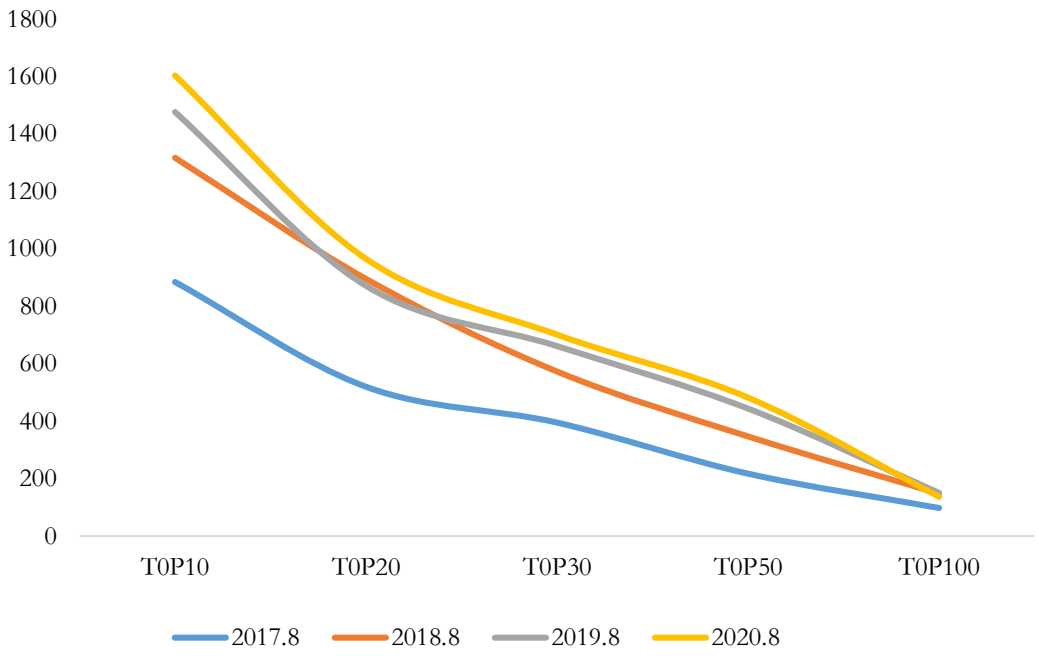
一、疫情影响基本消化，全年目标决心不改

新冠肺炎疫情是 2020 年国民经济发展面临的最大不确定性之一，而这种不确定性也给整个房地产行业发展和房地产企业经营带来了严峻挑战，首当其冲的便是房企的销售业绩和销售回款，这在一定程度上影响企业的经营和战略决策。

1.1 疫情影响逐步消化，房企业绩完成率已超 6 成

从 2020 年 1-8 月企业销售业绩来看，疫情给房企销售业绩确实造成了影响，特别是一季度，企业的业绩都出现陡降，一季度之后，伴随疫情负面影响的逐步消化，售楼处的逐步开放，房企的销售业绩开始逐渐恢复，至 8 月末，TOP50 房企销售业绩门槛值均已实现转正。

图表：不同梯队房企销售业绩门槛值走势（亿元）



资料来源：亿翰智库

从 8 月房企业绩完成情况来看，1-8 月累计合约销售金额占全年业绩目标的比例普遍在 60%左右，部分房企业绩目标完成率在超 60%，甚至达到 70%。

图表：典型房企 1-8 月销售业绩目标完成率（亿元）

企业名称	2020 年业绩目标	2020.1-8 月销售业绩	目标完成率
中国恒大	6500（内 8000）	4506	69%
融创中国	6000	3118	52%
中国海外发展	4000	2223	56%
世茂集团	3000	1690	56%
华润置地	2620	1620	62%
龙湖集团	2600	1563	60%
招商蛇口	2500	1604	64%
新城控股	2500	1391	56%
绿城中国	2500	1345	54%
旭辉控股集团	2300	1283	56%
中南建设	2300	1195	52%
金科股份	2200	1239	56%
中国金茂	2000	1458	73%
阳光城	2000+	1284	64%
中梁控股	1680	965	57%
融信中国	1554	845	54%
富力地产	1520	726	48%
正荣地产	1400	819	58%
中国奥园	1320	713	54%
远洋集团	1300	600	46%
雅居乐集团	1200	777	65%
美的置业	1163.8-1214.4	718	62%
龙光集团	1100	705	64%
合景泰富集团	1033	556	54%
首开股份	1011	594	59%
佳兆业集团	1000	549	55%
禹洲集团	1000	654	65%
中骏集团控股	930	570	61%
大悦城	900	502	56%
时代中国控股	823	494	60%
越秀地产	802	517	64%
建业地产	800	568	71%
首创置业	800	409	51%
弘阳地产	750	480	64%
宝龙地产	750	462	62%

资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩公告

备注：1.中国海外发展销售业绩目标单位为港币，在计算业绩目标完成率时将港币按 2019 年 12 月 31 日港币兑人民币汇率进行了单位换算；

2、富力地产、佳兆业集团、龙光集团为权益数据；

3、若企业已公布 8 月销售数据则以企业公布为准，若未公布则以亿翰榜单数据为准。

总体上看，预期之外的因素给企业带来的不完全是负面影响，疫情给房企销售业绩带来冲击的同时也促使企业根据实际情况调整战略决策，并做好应对突发事件的准备。此次疫情迫使企业营销模式创新，而这种新的营销模式将在企业的销售渠道中占据一定地位。

1.2 准备充分，冲刺全年目标信心十足

从房企中期业绩表述来看，尽管经历了疫情，房企的销售业绩受到一定的影响，但是房企普遍对于未来行业走势仍保持相对乐观的态度,认为疫情的冲击只是阶段性的延后了本该释放的需求。待疫情消化之后，积累的需求会有序的进行释放，企业也未有改变全年销售业绩目标的想法，仍在原有的销售业绩目标基础上进行货值的安排，房企对于全年业绩目标的实现抱有足够的信心，并为确保全年业绩目标的实现，无论是在货值的总量安排上，还是货值结构、货值搭配上，房企均做足了准备:

1.2.1 货值总量足—货值总量充裕，去化率安排在 60%左右

房企业绩目标的实现需要有足够货值储备在手。从货值总量的安排上看，房企的货值总量相对充裕，全年也基本按照 50%-60%的去化率安排销货。

图表：EH50 房企销售业绩目标及货值储备情况（亿元）

企业名称	业绩目标（亿元）		可售货值（亿元）		预设去化率	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
中国恒大	6000	6500（内 8000）	-	13500	-	48%(59%))
融创中国	5500	6000	7834	8199	70%	73%
中国海外发展	3500	4000	6955	-	50%	-
世茂集团	2100	3000	4000	5000+	53%	-
华润置地	2420	2620	4150	-	58%	-
龙湖集团	2200	2600	3500	4100	63%	63%
招商蛇口	2000	2500	3500	4000+	57%	
新城控股	2700	2500	5000	4000	54%	63%
绿城中国	1800-2000	2500	2909	3583	-	70%
旭辉控股集团	1900	2300	3500	3800	54%	61%
中南建设	-	2300	-	2700	-	85%
金科股份	1500	2200	-	-	-	-
中国金茂	1500	2000	2377	3110	63%	64%
阳光城	1800	2000+	-	-	-	-
中梁控股	1300	1680	-	2600	-	65%
融信中国	1400	1554	2000	-	70%	-
富力地产	1600	1520	3000		53%	-
正荣地产	1300	1400	-	2300-2500	-	-
中国奥园	1140	1320	1900	2200	60%	60%
远洋集团	1400	1300	-	-	-	-

雅居乐集团	1130	1200	2000	2200	57%	55%
美的置业	1000	1163.8-1214.4	-	-	-	-
龙光集团	850	1100	1500	1800	-	61%
合景泰富集团	850	1033	1500	1700	57%	61%
首开股份	1010	1011	-	-	-	-
滨江集团	1000	1000	-	-	-	-
佳兆业集团	875	1000	1580	1800	55%	56%
禹洲集团	670	1000	1103	1800	61%	56%
中骏集团控股	700	930	-	1700	-	55%
大悦城	-	900	-	1500	-	60%
时代中国控股	750	823	-	-	-	-
越秀地产	680	802	-	-	-	-
建业地产	-	800	-	-	-	-
首创置业	800	800	1377	-	58%	-
弘阳地产	-	750	-	1110		68%
宝龙地产	550	750	902	1331	61%	56%
建发国际集团	500	700	-	1100	-	64%
德信中国	-	三年 CAGR20%-30%	-	1020	-	-

资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩发布

备注：1.中国海外发展数据单位为港币；

2、富力地产、佳兆业集团、龙光集团为权益数据；

3、美的置业销售业绩目标为按 15%-20%的涨幅计算所得。

从上下半年的推货节奏和货值配比上看，由于上半年疫情的影响，企业也有意识的将上半年的推货总量做适当的延后，总体来看，上下半年的推货比例大致遵循 3：7 的规律，也有企业的货值主要集中在下半年，上下半年的推货比例在 2：8，而其中主要原因也在于上半年疫情的影响，企业考虑到实际情况而做出的适应性调整。按照正常销售节奏，企业当前的销售进展以及企业设定的欲实现的去化率目标来看，多数房企实现全年预设销售业绩目标的难度不大。

图表：部分房企下半年可售货值总量及占比情况（亿元）

企业名称	2020	2020H2	2020H2 货值占比
中国恒大	13500	9000	67%
融创中国	8199	6200	76%
绿城中国	3583	2722	76%
龙光集团	1800	1340	74%
禹洲集团	1800	1158	64%
合景泰富集团	1700	1300	76%
建发国际集团	1100	720	65%

资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩发布

1.2.2 货值结构优——核心区域、核心城市占比较高

从企业货值结构占比来看，多数企业的货值分布于核心城市群内，包括长三角、大湾区、海西、中西部，且集中于基本面较优的一二线城市及位于核心城市群内的三四线城市，此类区域或城市由于经济基础厚、产业结构合理、人口支撑力强等原因，对于市场风险的抵抗能力较强，因此房地产市场整体表现较理想，倘若无预期之外的因素影响，预计年内市场表现仍能够实现需求的平稳释放。

从世茂集团的货值结构分布来看，2020 年下半年 4000 亿元的可售货值中，87%位于一二线城市及强三四线城市，一年以内货值占比 74%，货值结构处于较健康水平。四大核心城市群的可售货值总量超 2800 亿元，其中，海峡西岸 900 亿元，长三角 850 亿元，粤港澳大湾区 550 亿元，京津冀 520 亿元，客观上而言，若市场保持当前现状，需求能够有序释放，无突发事件造成市场的普遍动荡，那么世茂集团大概率可以实现 3000+亿元的全年销售业绩。

图表：2020H2 世茂集团 TOP10 核心城市可售资源

城市	可售资源（亿元）	城市	可售资源（亿元）
北京	350+	温州	150+
广州	320+	泉州	120+
福州	300+	重庆	120+
杭州	250+	南京	120+
厦门	150+	深圳	120+

资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩发布

绿城中国 2020 年下半年可售货值 2722 亿元（未包含 2020 年下半年新获取项目中预计年内可实现销售的货源），一二线城市货值总量为 1593 亿元，占比为 79%。其中，投资项目货值来看，长三角占比 63.9%，一二线城市占比为 83.2%，主推项目包括杭州春来枫华、杭州春来晓园、北京和锦诚园、广州晓风印月、佛山杨柳郡、成都川菜小镇等。

合景泰富下半年可售货值 1,300 亿元， 45%位于粤港澳大湾区， 30%位于长三角，一二线城市占比 87%，住宅占比 91%。

禹州集团 2020 年下半年可销售货值约 1158 亿元，同比增加 45%，按区域分布来看，长三角区域占比为 61.8%，海西区域占比为 10.6%，环渤海占比为 12.4%，一二线及准二线占比超 89%。

1.2.3 货值配比佳——新货占比高，历史遗留货值较低

由于去化率表现出一定的下行趋势，行业对于企业的货值质量存在一定的质疑，是否会有部分难以去化的库存存在，影响企业的销售质量，进而引起企业在财务报表端做出减值拨备操作，拖累财务表现。但从 2020 年企业货值安排来看，新推货值占比较高，历史遗留货值有限，总体来看，新旧货值比例搭配合理，能够在一定程度上保证项目去化工作的顺利推进。

世茂集团下半年 4000 亿的可售货值中，59%为下半年新推货值，41%为截止 2020 年 6 月 30 日遗留的存量货值。

龙湖集团下半年主力项目总数为 211 个，主力老盘新一期项目个数 124 个，6 座城市首次实现供货，从占比上看，全新项目和老盘新一期的占比分别为 29%、36%。

华润置地下半年可售货源充足约 4122 亿元，其中一二线城市占比高达 83%，住宅产品占比达 73%，60%的可售资源为下半年新推，质量较高；施工、取证进度严格按计划落实，保证并加速下半年供货节奏。

绿城中国下半年 2722 亿元的可售货值中，新增货值总量约 1526 亿元，占比 75%。

龙光集团全年推货金额为 1800 亿元；下半年新推货项目 72 个，货值约 1000 亿元，合计可售资源约 1340 亿元。

禹洲集团全年可售货值 1800 亿元，上下半年推货比例为 4:6，新货占比为 76%。

1.2.4 货值节奏稳—效率提升，节奏把握准确

为了保证销售工作的顺利进行，企业对于推货节奏和节点的把握也非常重要，特别是土地获取之后，企业需有足够的能力在一定阶段实现项目的推售，若仅有获地的能力，那么销售业绩目标的实现可能也会面临挑战。

从 2020 企业对于推货节奏和时点把握来看，企业的效率提升明显，上半年新增资源中，有一定的比例能够于下半年实现供货，并有业绩贡献。而且对节点的把握能力也较前期有明显提高，能够保证项目进度准时准点推进。

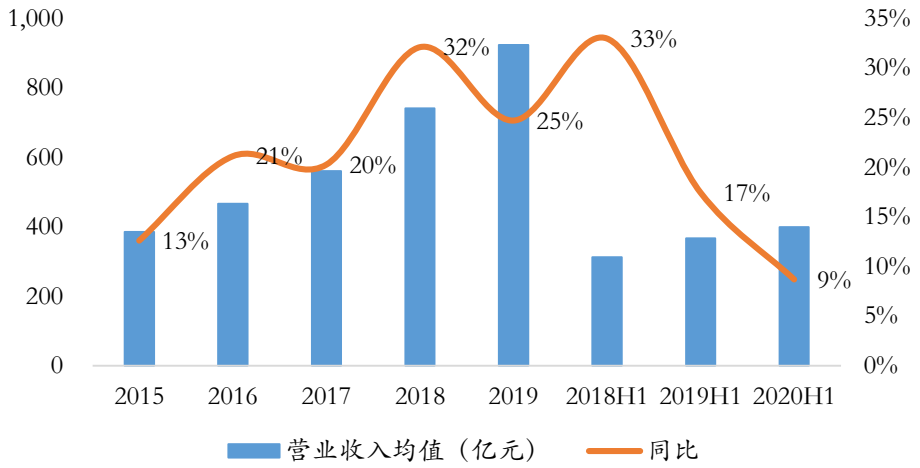
二、收入增长放缓，利润率下滑 1 个百分点至 12%

在公众的预期内，2020 年上半年房地产企业的收入和利润增长大概率会放缓，主要因素在于突发事件的影响，此因素造成的影响有阶段性的，可在后续的时间内予以弥补；也有永久性的，无可挽回，失去之后就只能永久失去。从财务报表端来看，上半年房企的财务报表确实多多少少都受到了一定影响，无论是营业收入还是利润指标都或增长放缓，或减少。

2.1 结转滞后，2020 年收入涨幅或收窄至 12%

从收入的变化来看，收入的变动于 2018 年达到增速峰值 32%，2019 年开始增长放缓，2020 年上半年 EH50 房企营业收入涨幅为 9%，较 2019 年同期下滑 8 个百分点，较 2019 年全年涨幅的 25%下滑 16 个百分点。

图表：EH50 房企营业收入变动走势



资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩公告

究其原因来看，从收入结构上看，房地产企业收入的最大来源来自于物业开发销售，少部分收入来自于物业管理、商业运营、物流地产等等。从收入贡献的绝对量和占比上看，非开发物业对绝大多数房企的收入影响有限，开发物业收入的变动趋势将决定企业整体收入的走势。

开发物业上，疫情的影响是负向的，但是影响或只是收入结转时点滞后，待疫情消化，正常经营秩序恢复，前期受到的影响会在一定阶段内予以补足。

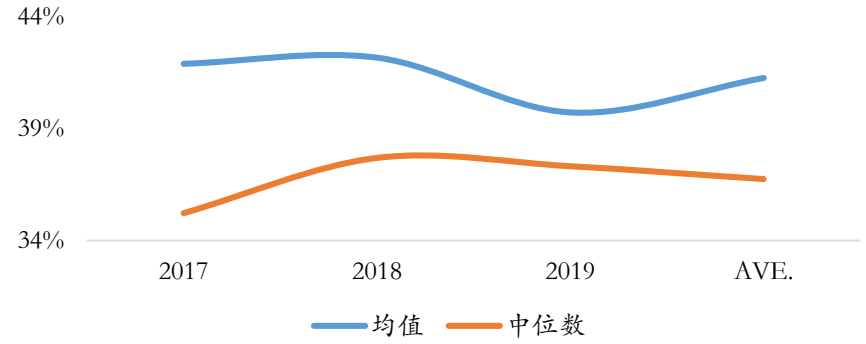
（1）竣工时点后移，收入结转滞后

由于疫情的传播性，为最大化隔绝疫情的传播，除了关闭售楼处外，房企项目工程的暂缓，这就必然使得部分可于上半年竣工交付的项目工期延后，相应的收入结转时间也跟随着后移，因此对上半年结转收入造成负面影响，或减少或增长放缓。

（2）竣工节奏安排，结转集中在下半年

常规上来说，上半年由于春节等各种主客观因素制约，房地产企业上下半年结转安排并非完全对等，或者完全遵照 1：1 的比例，而是通常下半年结转较多，上半年占比较低，这就使得上半年收入结转相对较少。

图表：EH50 房企 2017-2019 年上半年营业收入占比的均值和中位数走势



资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩公告

（3）新收入准则执行，结转时点后移

部分企业于 2020 年起执行新收入准则，房地产项目收入确认时点延后，上半年满足收入确认条件的已售商品房同比减少。

非开发物业端来看，消费型业态受疫情影响较严重，特别是如商业、酒店、办公、产业园区、文化、文旅、会展等业态，这种影响常常无法弥补，而如社区服务（物业管理）、物流地产等业态受影响较小，或也因疫情催发了需求，收入反而出现上涨。

第一、商业、写字楼等业态受影响较重，特别是如餐饮等受影响更深，客流量、出租率下滑明显，这就必然造成租金收入的直接缩减；

第二、为了抗击疫情，企业也在积极履行社会责任，对商户、租户实行不同期限、不同类型的租金减免优惠政策以减轻企业的经营压力，此举同样会使得企业收入减少；

第三、疫情期间，居民需要居家隔离以避免疫情传播，文化、旅游、会展等业态也遭严重影响，收入亦相应降低；

第四、酒店客房入住率大幅下降，酒店业务收入同比减少。

以大悦城为例，2020 年上半年 8 座大悦城项目租金收入为 10.43 亿元，同比减少 25%，其中，由于北京二次疫情的影响，北京两座大悦城的租金收入跌幅均在 30%左右，朝阳大悦城租金收入同比减少 34%至 2.17 亿元。

图表：2020H1 大悦城经营情况

项目名称	租金收入（亿元）			商户销售额（亿元）			出租率	
	2019H1	2020H1	同比	2019H1	2020H1	同比	2019H1	2020H1
北京西单大悦城	3.64	2.67	-27%	19.13	9.05	-53%	98%	97%
北京朝阳大悦城	3.28	2.17	-34%	21.14	11.44	-46%	98%	97%
天津南开大悦城	2.12	1.72	-19%	14.87	8.82	-41%	97%	96%
上海静安大悦城	1.15	0.74	-36%	7.32	3.26	-55%	95%	88%

沈阳大悦城	1.19	0.99	-17%	12.19	6.44	-47%	97%	96%
烟台大悦城	0.67	0.51	-24%	4.82	2.93	-39%	96%	91%
成都大悦城	0.93	0.85	-9%	8.29	6.06	-27%	92%	93%
杭州大悦城	0.95	0.79	-17%	4.29	2.91	-32%	93%	90%
合计	**13.91**	**10.43**	**-25%**	**92.05**	**50.91**	**-45%**	**96%**	**94%**

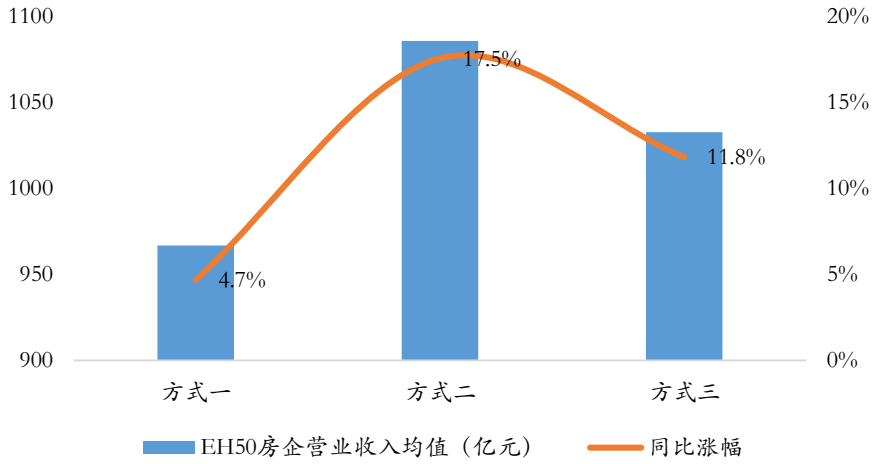
资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩公告

无论是购物中心、文化旅游，还是酒店等持有性物业收入的下滑，其中的损失都无可挽回。

对于社区服务和物流地产等业务则受影响有限，社区服务则属于轻资产的业务，疫情发生之后，居民的居家需求增强，这也为社区服务提供了一定机会，物流地产亦同理。

总体变化趋势上，收入的变化趋势与企业的销售业绩的变化趋势会保持一致性，但是在时间维度上，收入的绝对值和涨幅的波峰值或波谷值会滞后于销售业绩，虽然当前销售业绩绝对值仍然保持在高位，但是增长放缓的趋势已完全明确，反映到财务报表端的收入上，其增速下滑的趋势同样不可逆转。根据我们粗略估计，三种方式下，2020 年全年营业收入的同比涨幅分别为 17.5%、11.8%、4.7%，涨幅均值在 12%左右。

图表：不同方式下，2020 年 EH50 房企营业收入涨幅变动



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：1、方式一、整体法，以 EH50 房企 2017-2019 年上半年收入占比均值，假设 2020H1 收入占比为 2017-2019 年占比均值的再平均，以此计算 2020 年全年收入总量；

2、方式二、整体法，以 EH50 房企 2017-2019 年上半年收入占比中位数，假设 2020H1 收入占比为 2017-2019 年占比中位数的均值，以此计算 2020 年全年收入总量；

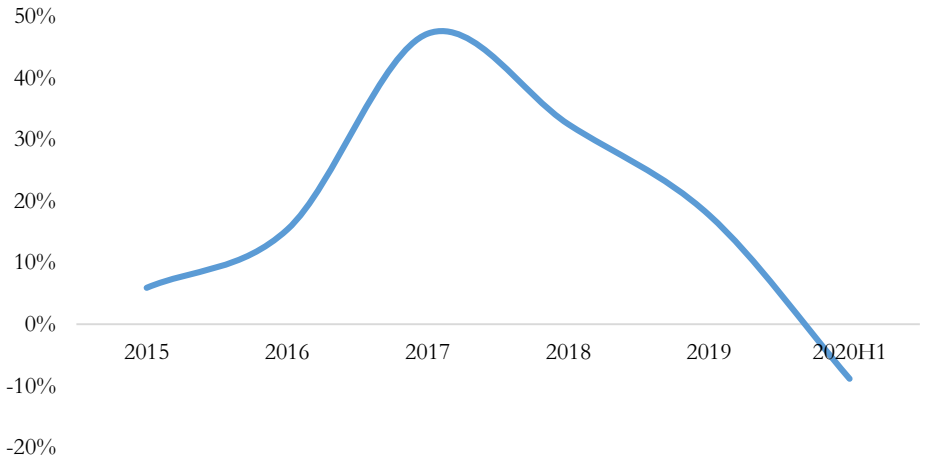
3、方式三、首先计算 EH50 房企 2017-2019 年上半年营业收收入占比情况，假设 2020 年上半年营业收入占比为 2017-2019 年上半年收入占比的均值，此计算预估各个企业 2020 年收入总量。

2.2 净利润负增长，2020H1 净利润率下滑至 12%

同样，也由于疫情的影响，企业的利润也出现了同样的变动趋势，整体利润率也出现下滑或减速情况。

总量上看，利润缩减或者增长减速主要原因仍在于结转总量的减少。从 EH50 房企净利润来看，2020 年上半年 EH50 房企净利润较 2019 年同期下滑 9%，若以 EH50 房企净利润同比涨幅的均值口径计算，则同比涨幅为-2%。

图表：EH50 房企净利润同比走势



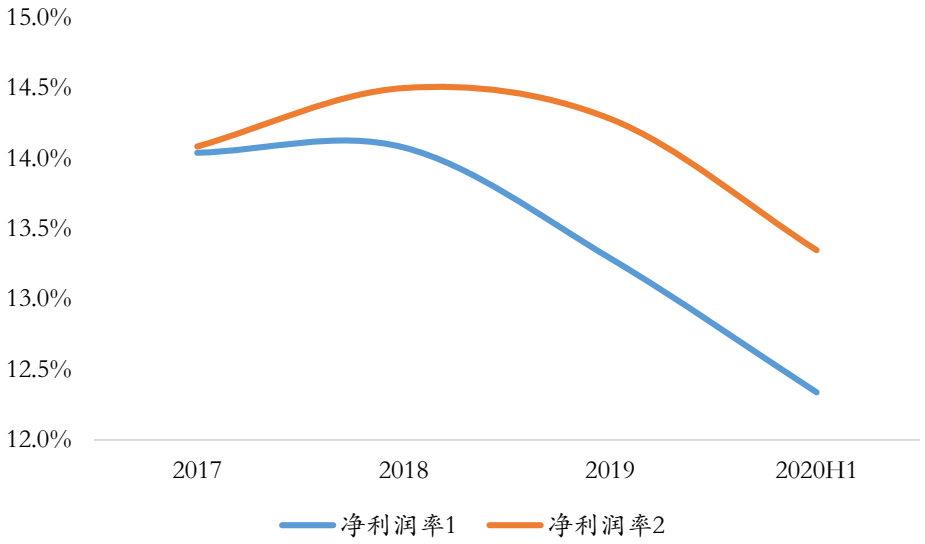
资料来源：亿翰智库，企业年报

从具体企业表现来看，中国海外发展无愧于利润王之称，2020 年上半年以 228 亿元的净利润位居 EH50 房企之首，而且从其历年的净利润变动趋势来看，净利润涨幅虽在下行，但稳健增长的发展风格没有改变，企业发展的稳定性和可持续性较好。其中最关键一点，相对行业内其他大多数企业来说，其在权益占比上始终保持较高水平，这也使其净利润能够持续保持在较高水平。

从结构上看，部分房企归属于上市公司股东的净利润出现下滑，主要原因在于由于疫情造成销售业绩受制，企业限于现金流压力，以出让项目部分股权，或其他增值扩股方式转让股权，而获得一定现金流入，这将一定程度影响净利润结构，使得归属于上市公司股东的净利润出现下滑。

相对盈利性来看，净利润率出现下滑，两种计算口径下，2020 年上半年 EH50 房企净利润率均较 2019 年下滑 1 个百分点，主要原因在于两点，第一、前期获得的高价土地，在**限价**情况下出售，并于上半年结转，进而导致**利润被摊薄**；第二、结转项目区域**布局原因**，上半年**结转项目的利润率较低。**

图表：EH50 房企净利润率走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：净利润率 1=EH50 房企净利润/EH50 房企营业收入*100%；净利润率指 EH50 房企净利润率的均值。

净利润率走低是行业的共识，而企业也在想方设法降低利润率下滑的速度，包括业务模式的创新、新业务的开拓、成本的压缩、效率的提高等等，这一系列的举措都是在最大化平缓净利润率下滑的曲线。但长期来看，净利润率下滑的趋势难以改变。

三、三道红线成最大变量，房企强力控负债总量，优债务结构

房地产行业特有的重资产属性决定多数企业的发展依靠金融杠杆推动。而在当前阶段，对于房地产行业的融资环境整体处于偏紧的状态，一些关于房企融资的政策也时有出台，特别是一直在传言，全行业都在等待落地的 345 新规，控制企业融资存量金额的同时，严格控制增量金额，旨在防风险与提升行业资金的使用效率。

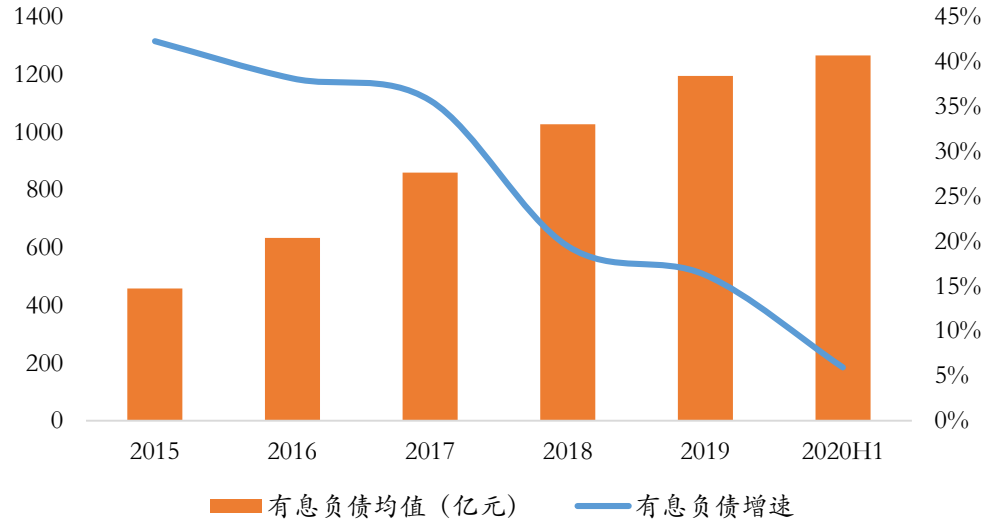
3.1 融资成本下滑至 6.33%，账期普遍延长

其实在此新规出现之前，房地产行业已然处在去杠杆、稳杠杆的阶段内，迫于融资压力和融资难度，房企主动加强财务管控和杠杆管理，

首先，在债务结构上控总量、优结构。

（1）控制有息负债规模，在保证业绩增长的同时，主动控制有息负债的规模总量增长。整体上看，EH50 房企有息负债总额增长明显放缓，2015 年增速高达 42%，2019 降至 16%，至 2020 年 6 月 30 日，EH50 房企的有息负债总规模较 2019 年末增长 6%，我们预计在三道红线约束之下，2020 年 EH50 房企的有息负债总规模增速仍将处于下行通道，全年的增速或将低于 16%。

图表：EH50 房企有息负债变动情况



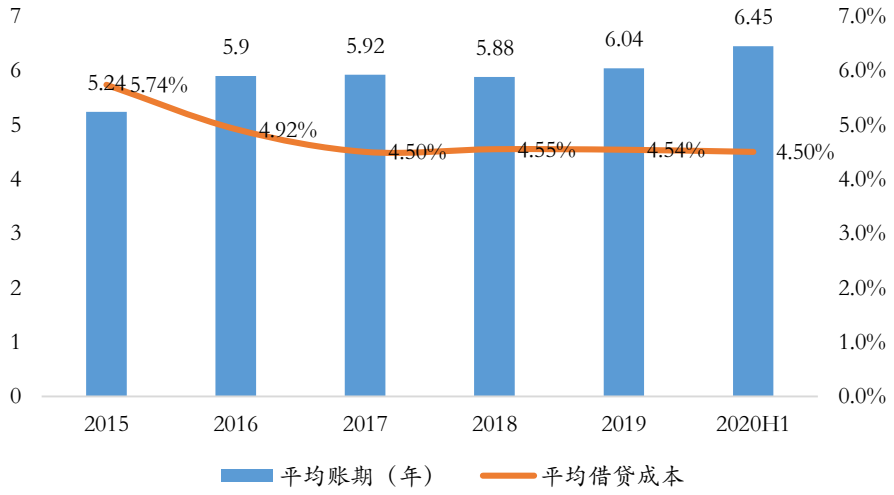
资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩公告

备注：2015-2019 年有息负债增速为有息负债同比涨幅，2020H1 增速为 2020 年上半年有息负债较 2019 年有息负债的涨幅。

（2）主动优化长短债务结构占比，房企的短期债务占比逐步降低。资金对于房地产企业发展至关重要，但是债务期限结构也需企业谨慎安排，若出现长短期资金出现错配，则企业的经营和发展可能也会受到一定制约。当前，房企也在主动调整整体债务的期限安排，降低短期债务占比，更多的利用长期资金，使企业决策更从容。

由于其长久以来的稳健均衡发展风格，龙湖集团相较于其他民营房企的融资优势明显，融资成本也在 6%以下，而且处于下行通道，至 2020 年上半年融资成本降至 4.5%，处于行业低位，借贷账期也在不断拉长，至 2020 年 6 月 30 日，借贷的平均账期已延长至 6.45 年。

图表：龙湖集团借贷成本及平均账期走势



资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩发布

（3）低成本融资置换高成本融资，高成本融资占比不断降低，信托、资管等高成本融资金额逐步降低，更多的通过银行或其他标准化融资方式进行资金获取，如公司债、企业债、ABS 等等。因此房企的融资成本整体处于下行通道中，2020 年上半年 40 家房企融资成本的均值为 6.33%，较 2019 年的 6.44%下滑 0.11 个百分点。

图表：EH50 房企中 40 家企业加权平均融资成本走势

企业名称	2019	2020H1	变化（pcts）
中国海外发展	4.21%	4.01%	-0.20
华润置地	4.45%	4.26%	-0.19
龙湖集团	4.54%	4.50%	-0.04
中国金茂	4.94%	4.68%	-0.26
越秀地产	4.93%	4.71%	-0.22
招商蛇口	4.92%	4.78%	-0.14
保利发展	4.95%	4.84%	-0.11
金地集团	4.99%	4.86%	-0.13
大悦城	5.23%	5.14%	-0.08
远洋集团	5.50%	5.14%	-0.36
绿城中国	5.30%	5.20%	-0.10
首创置业	5.39%	5.34%	-0.05
首开股份	5.49%	5.34%	-0.15
建发国际集团	5.40%	5.35%	-0.05
滨江集团	5.60%	5.40%	-0.20
世茂集团	5.60%	5.50%	-0.10
美的置业	5.87%	5.52%	-0.35
旭辉控股集团	6.00%	5.60%	-0.40
碧桂园	6.34%	5.85%	-0.49
龙光集团	6.10%	5.93%	-0.17
合景泰富集团	6.40%	6.20%	-0.20
华发股份	6.35%	6.36%	0.01
宝龙地产	6.47%	6.45%	-0.02
融信中国	6.85%	6.67%	-0.18
中骏集团控股	6.70%	6.70%	0.00
雅居乐集团	7.10%	6.78%	-0.32
新城控股	6.73%	6.85%	0.12
正荣地产	7.50%	7.00%	-0.50
禹洲集团	7.12%	7.22%	0.10
时代中国控股	7.50%	7.40%	-0.10
建业地产	7.30%	7.50%	0.20
阳光城	7.71%	7.50%	-0.21
中国奥园	7.50%	7.50%	0.00
弘阳地产	7.86%	7.83%	-0.03
华夏幸福	7.86%	7.96%	0.10

佳兆业集团	8.80%	8.80%	0.00
中梁控股	9.40%	8.90%	-0.50
德信中国	8.40%	8.92%	0.52
中国恒大	8.99%	9.14%	0.15
新力控股集团	9.20%	9.40%	0.20

资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩发布

3.2 净负债率略有抬头，长期下滑趋势不改

在杠杆管理上，主动调整杠杆率水平，主要从两个方向出发：

第一、开源方向上：强去化、促回款、增股本。

（1）加快项目去化，强化回款管控，或将回款纳入考核，根据回款情况和不同时点指标完成情况给予不同激励。或与地方政府沟通预售资金解禁相关事宜，最大化加快项目销售款项的回流，提高回款的利用效率。

图表：典型房企回款率盘点

序号	企业名称	2018	2019	2020H1
1	碧桂园	91%	96%	94%
2	中国恒大	80%	75%	89%
3	保利发展	-	93%	90%
4	中国海外发展	91%	93%	84%
5	绿地控股	77%	78%	95%
6	世茂集团	78%	75%	80%
7	龙湖集团	88%	-	90%
8	中国金茂	88%	87%	97%
9	绿城中国	85%	87%	95%
10	阳光城	80%	80%	80%
11	金科股份	88%	87%	97%
12	旭辉控股集团	-	92%	95%
13	中南建设	-	-	85%
14	中梁控股	-	90%	90%
15	正荣地产	80%	75%	70%
16	融信中国	-	80%+	81%
17	佳兆业集团	-	75%	87%
18	中国奥园	78%	78%	90%
19	荣盛发展	80%	75%	63%
20	禹洲集团	63%	-	90%
21	弘阳地产	90%	94%	91%
22	大悦城	-	80%	90%
23	宝龙地产	56%	-	85%
24	德信中国	-	93%	91%
25	建发国际集团	101%	94%	103%

资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩发布

（2）引入战略投资者，扩大股本，增厚权益；或在项目层面引入合作伙伴，减少资金投入，分散风险。

集团层面引入战略投资者的企业有绿城中国、阳光城、大悦城等。2020 年 5 月，绿城中国发行 3.23 亿股股份予新湖中宝的全资附属公司，引入新湖中宝作为战略投资者，交易完成后，新湖中宝持有绿城中国 12.951%的股权，成为其第三大股东。阳光成引入泰康人寿和泰康养老，并做出 10 年利润承诺，此次合作将有助于阳光城优化股本结构和债务结构。

项目层面合作是企业降低资金压力的最普遍做法，除了与房地产企业之间的合作，与资金方、资源方之间的合作也相对常见，只是在行业融资趋紧的情况下，与信托、资管等机构的合作将大概率收缩，而这也在一定程度上促使房企收缩表外融资，降低隐形杠杆，进而控制整体风险。

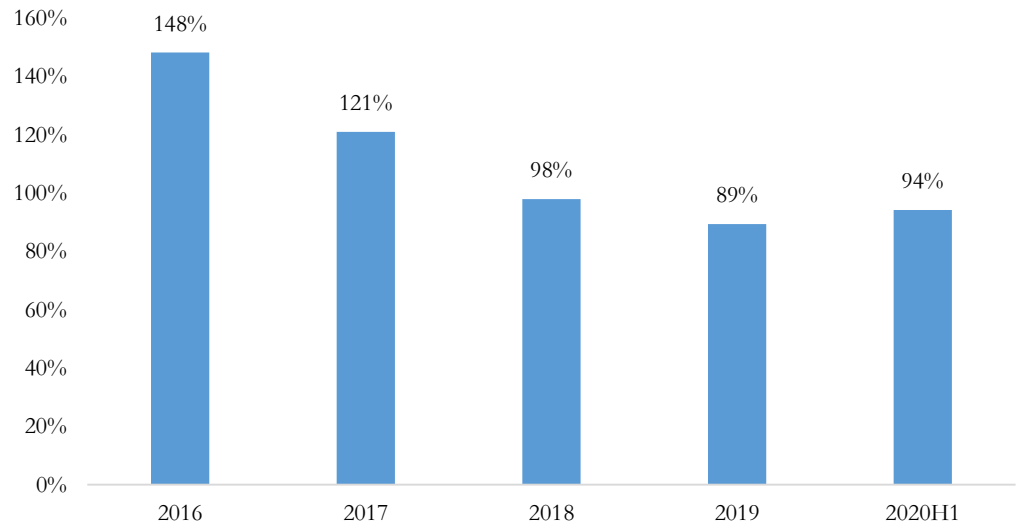
第二、节流层面上：缓投资、控成本

（1）主动放缓拿地节奏，控制拿地规模，进而减少资金投入。房地产行业的最大资金投入项在于土地端，为了控制杠杆的上升，企业会在一定阶段内放缓拿地的节奏，控制拿地的总量，进而控制成本支出，更有甚者通过项目转让的方式快速实现资金回流，保障企业杠杆率能处于下行通道。

（2）**在运营端提升效率，减少期间成本的投入。**通过多方努力，企业的杠杆率水平处于稳步下滑，截至 2020 年 6 月 30 日，多房企负债率水平已处于合理水平，但仍有部分房企杠杆率仍在 100%以上。整体上看，净负债率处于高位的房企，净负债率有明显下滑，而前期净负债率处于较低位置的房企，由于加大投资力度等原因而使得净负债率有所上升，因此，综合来看 EH50 房企净负债率水平较 2019 年有所抬升。

在现金与短期负债指标上，EH50 房企中 80%房企的现金短债比大于 1 倍，可比口径下，50 家房企现金短债比的均值为 1.56 倍，整体来看，房企短期偿债压力不大，预计未来随着房企主动降负债、调结构工作的深入，会有越来越多房企的现金短债比指标超过 1 倍。

图表：EH50 房企净负债率均值走势(可比口径)



资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩公告

融创中国——控负债、降杆杆

净负债率方面，我们肯定会持续快速的下降，净负债率半年的时候是 149%，到年底争取有比较大幅度的下降。我们的目标是希望能够到 120%左右。到 2021 年能够达到 100%以下，这样就能够达到要求了。第二，现金短债比基本符合要求，差一点。到年底现金短债比一定可以达到这样的要求。第三，剔除预收的资产负债率的改善可能会比较慢一点，因为这个要靠我们利润的积累，净资产的增加来逐步的降低剔除预收的资产负债率。每年都做一些优化，计划未来三年能够达到这样的目标要求。

正荣地产——严控红线

2017 年到 2020 年总体的净负债率从过往的超过百分之百，现在严控在 70%左右，同时我们也在提高现金与短债的比例。

四、阶段性投资特征明显，保持安全为当前关键词

企业的投资决策带有阶段性共性特征，也带有企业特有个性。无论是保守的、稳健的、积极的，亦或是激进的投资安排，企业都需要结合自身的发展所需，既需要保证规模的成长性、风险的可控性，又要确保发展的持续性、利润的可见性，因时因地做出最适合企业成长的投资安排。

4.1 恪守谨慎为先原则，保证风险可控

房地产行业发展到现阶段，发展的难度、精准度都较前期有显著提升。物以稀为贵的逻辑性下，土地资源的稀缺决定了价格必然也会相应提升，所以在当前阶段，不仅资源获取的难度加大，资源的价格也在不断上升至新的台阶，而这就必然会在财务报端挤压房企的利润空间，利润不断被摊薄，因此，企业在投资上表现得更加谨慎。

除了利润被挤压之外，真正对企业决策造成影响的很大一部分原因在于，前期因为盲目拿地而使企业身陷困局不在少数，有些企业或盲目抬高地价，在土地市场上高歌猛进，虽将资源收入囊中，但限于自身资金实力、政策调控等原因，资源无法成功变现，这些为发展而储备的资源，反而成为压垮企业的最后一根稻草。

因此，“房住不炒”的政策基调下，没有企业可以成为例外，大家都要在既定的规则下，合理的规范自己的行为。从中期企业关于投资态度的表述来看，谨慎、不盲目攀高是绝大多数企业投资的最大关键词，这些企业有一定共性：

（1）绝大多数规模已经达到一定高度的房企，其已经有足够优质的土地储备支撑，如融创中国、龙湖集团等等，这类企业在前期已沉淀了丰厚的资源，这些资源也为企业的发展带来了正向的积极的推动作用，而且这些企业在核心城市的铺排已经完成，当前的关键在于进一步的深耕和巩固优势，规模所能带来的利好效应也非前期那么强烈，只要保持住当前的节奏即可，企业无需在市场高峰时参与激烈的角逐。

（2）相对企业的销售速度和体量，其土地储备资源充裕，可供多年发展。对于这类企业而言，或限于资金压力，或项目去化不畅，或土地资源结构质量欠佳，即使有土地储备在手，企业也无法顺利将其变现，这就使得土地资源的存在并未真正发挥其作用，而是成为企

业前进道路上反向力，所以企业更无需在土地市场上抢地，很大程度上也无力参与角逐。

（3）有意逐步收缩房地产业务的企业，或限于被动原因，或实力不允许，有意识的控制房地产业务发展规模，而将更多的资源用于其他业务发展。

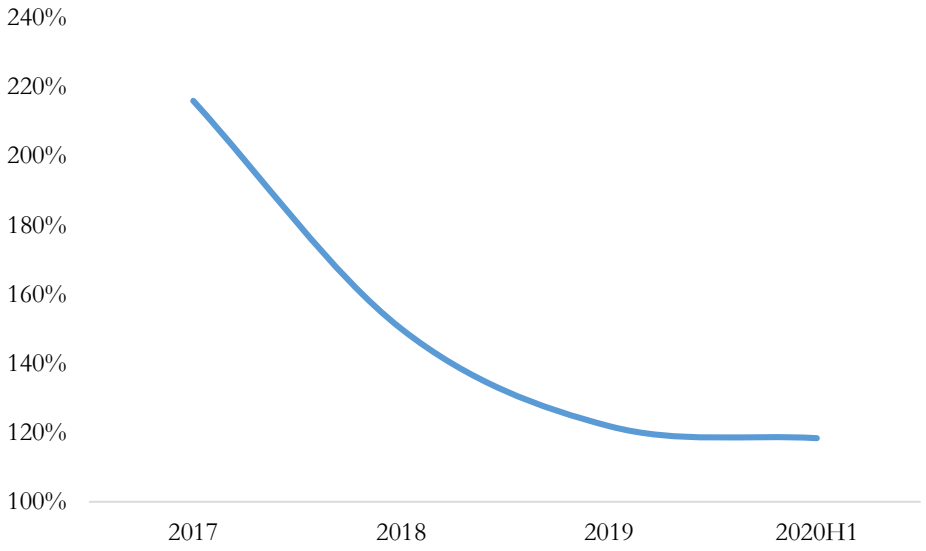
当然，凡事必有例外，在普遍坚守谨慎投资原则的大潮流之下，也有企业表示会在投资方面积极进取，而这类企业也有一些共性特征：

（1）前期主动或被动迎合去杠杆的基调，在投资决策上保守，或少有所获，或通过土地资源转让而迅速获取流动性，如今去杠杆工作已卓有成效，土地资源相对紧缺，补库存是当务之急，如新城控股等等。

（2）前期因为高价土地资源的获取而使企业多年消化抢夺高价地的不良后果，如今前期的历史遗留因素已经逐步消化，并且通过一系列方式实现了流动性和融资的改善，所以能轻装上阵，再度出发。

从 EH50 房企投销比的均值走势来看，2017 年企业投资力度普遍较大，其后力度逐步减弱，至 2020 年上半年，EH50 房企的投销比均值由 2017 年的 216%降至 118%。

图表：EH50 中 37 家房企 2017-2020H1 投销比（按面积）均值走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：投销比（按面积）=新增土地储备建筑面积/当期合约销售面积*100%；2、37 家房企指中国恒大、万科 A、保利发展、融创中国、中国海外发展、绿地控股、世茂集团、华润置地、招商蛇口、龙湖集团、中国金茂、金地集团、新城控股、绿城中国、阳光城、金科股份、旭辉控股集团、中南建设、正荣地产、融信中国、龙光集团、滨江集团、富力地产、雅居乐集团、佳兆业集团、中国奥园、荣盛发展、首开股份、禹洲集团、远洋集团、中骏集团控股、建业地产、合景泰富集团、越秀地产、时代中国控股、宝龙地产、首创置业。

从我们的角度出发，企业都需要在可控的范围内做好投资拓展工作，既能够保障资源不断档，企业可持续，又能够在安全边界里获得有质量的成长和沉淀。无论出于何种目的或逻辑做出投资决策，适用于企业自身发展节奏的决策的才是最佳的选择，盲目贪大贪多而企业

自身基础支撑能力不足，那么即使成功的获得了可观的土地资源，最终的结果也未必皆大欢喜。相反，若一味保守，过于小心翼翼，结果大概率也是不尽如人意的。

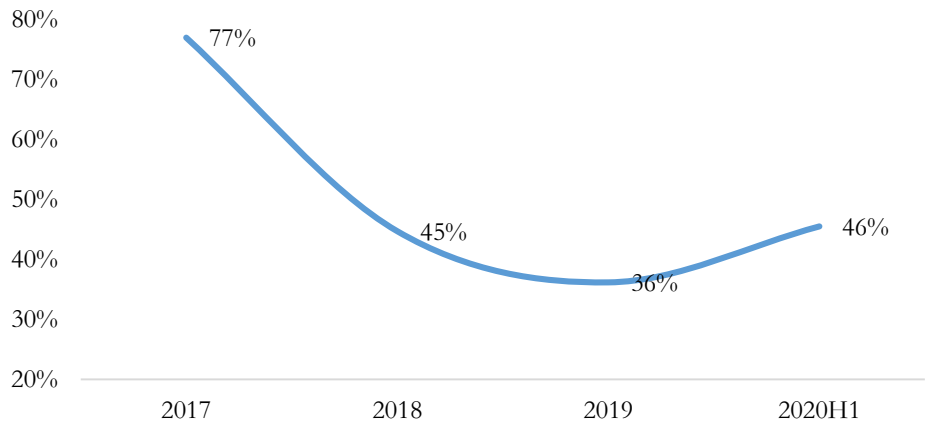
4.2 量入为出，50%的金额安排为上限

房地产行业具有浓厚的重资产属性，所以企业的发展都离不开足够的资金支持。融资环境宽松的环境下，房企可以选择的空间更大，企业可以更多的利用外部资金来进行资源的储备和能量的蓄积，也可以更多的安排自有资金的使用。但这样的条件已然不复存在，从大方向上说，国家对于地产行业发展的定调必然更多的在于稳定社会、服务民生、服务经济稳定发展，经济增长也要逐步摆脱对于房地产行业的依赖度。这就要求房地产行业融资环境不大可能会出现大面积的放水，而使得行业再度进入盲目发展盲目扩张的阶段。所以，从当前地产行业管控的主要思路来看，房地产行业的流动性总体上仍会保持偏紧状态，结构性、定向性的宽松可以期待。

在现有流动性环境下，企业的决策更多的要基于企业自身的资源储备做出。具体到投资上，房企做出全年投资总量规划时，最优先的参考指标便是销售业绩及销售回款情况，将销售金额或回款的一定比例用于全年投资，并会根据企业的实际销售进展和土地市场情况进行灵活调整。从房企实际的投资总量安排来看，多数企业都会将销售业绩或销售回款的 50%作为投资的上限，不同的阶段、不同的年份内，具体的数据会有一定的灵活调整。包括万科 A、招商蛇口、龙光集团等等都明确表示在投资规划上坚持量入为出、以销定投，投资支出控制在销售金额的 50%，这一比例能够给企业带来更多空间。一方面，可以补充适合企业发展所需的资源，保证企业能够发展稳定；另一方面，一定比例的资金用于投资，一部分用于其他发展所需，可一定程度减弱对其他外部资金的依赖，避免陷入被动境地。

从 EH50 房企中 16 家企业的投资相对量来看，2017 年 16 家企业投资金额占销售金额比例的均值超 70%达到 77%，其后下行趋势明显，2019 年降至 36%，2020 年上半年有所反弹，但仍在 50%以内，为 46%，这也与企业 2019 年相对保守的投资决策有关，投资力度适度加大以保证货源的稳定性。

图表：EH50 中 16 家典型房企投销比走势（按金额）



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：1、投销比（按金额）=土地投资总金额/当期合约销售金额*100%；2、16 家典型房企指万科 A、保利发展、绿地控股、金地集团、新城控股、绿城中国、阳光城、金科股份、旭辉控股集团、正荣地产、融信中国、佳兆业集团、远洋集团、中骏集团控股、大悦城、德信中国。

4.3 聚焦城市群，深耕核心城市

城市发展的逻辑在逐步迭代进化，不再要求核心城市的向心发展、城市的平衡发展，而是更多的向着区域一体化协同发展方向深化。在此发展背景之下，企业布局的方向和区域也就需要有意识进行相应的适应性调整，**聚焦城市群，深耕核心城市必然是大势所趋。布局的方向很大程度上将决定企业的走向。**

从区域层面上看，毫无意外，规模型房企一致性的均形成了核心城市群的覆盖和深耕，而且各大城市群逐步形成势均力敌的平衡发展态势，甚至于多家房企会拥有千亿的区域或千亿的省份，如中国恒大、碧桂园（在广东已然是年度千亿的销售体量）、万科 A。

企业的发家地（大本营）通常是企业深耕力度最大的区域，而企业也常常会在大本营基本盘扎实的基础上开始向外拓展。

第一、发源于长三角区域的企业，其深耕重点无疑在长三角地区，以长三角区域的整体容量来看，做好了深耕，一定阶段内其规模也有足够的支撑，典型的如新城控股、中南建设等等。由于对长三角区域的战略性深耕，新城控股实现了规模的快速超越，中南建设的体量也即将跨入 2000 亿门槛。

部分房企虽起源于其他区域，但是本质上，长三角区域是其战略深耕的首选，如旭辉控股、阳光城等，此类企业在做好长三角区域聚焦发展的同时，也在逐步的向其他区域扩张，如中西部、大湾区，而就当前的发展成效来看，其他区域的发展，特别是大湾区仍处于起步阶段，未来的发展方向和成效仍有待进一步检验。

第二、起步大湾区的企业可以分为三类：（1）早期向外扩张的企业，一是在其他区域的发展卓有成效，甚至业绩贡献超越大本营华南区域的企业，如碧桂园、万科 A、中国恒大、保利发展、中国海外发展等，其中，万科的业绩贡献中其它区域的业绩贡献已经超越华南区域，碧桂园在广东省的销售业绩已在千亿以上；二是虽向外扩张时间较早，但是发展成效并不理想，业绩的主要贡献仍来自大本营的贡献，如越秀地产等。

（2）持续坚持大湾区的深耕化发展，不做过多外部探索尝试的企业；

（3）多年的大湾区聚焦之后，开始逐步的向北发展，向长三角区域扩张，如龙光集团、时代中国控股、南山地产等，龙光集团、南山地产均在 2020 年成功进入上海，拉开持续布局长三角的序幕，至于后续是否会在长三角进行深度发展，或者是否能够在长三角顺畅实现深耕，亦或是仅仅将上海作为唯一的据点仍需后续进一步观察。

第三、其他区域的企业，如西南区域的龙湖集团、金科股份，华北区域的融创中国，华夏幸福、中国金茂等，这些企业大致亦可以分为两类：

一类如融创中国、龙湖集团，大本营深耕做到极致，而后将布局的触角延伸到其他区域，并在扩张的区域内进行深度化的布局，而且力求在一定时间内掌握话语权，如在青岛、重庆，龙湖和融创的销售业绩均在百亿以上，而且近年来，企业同样都把布局的方向向大湾区转移，在企业现有布局的区域中，大湾区都属于相对弱势的区域，未来都需要进一步强化影响力；

另一类如华夏幸福、中国金茂等，企业各有自己独特的模式，在大本营有长久的沉淀，而后通过特有的模式开始走出大本营区域，而两家企业的模式有一定的相似性，各自的模式都使得企业的发展尽享了一定红利。

华夏幸福的产业新城模式更多着眼于城市的边缘地区，更大程度上在于产业的培育和引入，随着城镇化的进一步深入，此模式的发展瓶颈也在逐步显现，而企业通过此模式获取资源的难度也在逐步的提高。中国金茂则着眼于城市综合面貌的改善，将现有的资源综合置于区域内，如住宅、商业、酒店、办公等等业态，更多的在于促进城市发展的升级迭代。

就现有两种模式的发展现状来看，华夏幸福的产业新城模式或需要一定的改变以适应新时代的发展所需，而中国金茂的城市运营则在一定阶段内会给企业发展带来更多助力，这或许是企业外拓成效差异和业绩差距的原因所在。华夏幸福相对偏居于华北，因此在遭遇不确定因素冲击时，企业自身的抗风险能力较弱，而且其业务模式中受外部因素制约较大，这就一定程度影响企业的自主决策。相对而言，中国金茂的城市运营模式自主性更强，也真正使得企业走出华北，在其他区域顺利开花结果，进而使得企业自身能够更好的抵御外部不确定因素的冲击。

第四、包括华北的企业，如北辰实业、金融街、当代置业、首创置业以及河南的建业地产等，这类企业也在外部拓展上有一定的尝试和努力，但因各种因素制约，向外走出的成效并不理想，而且在外部规模房企不断入驻的情况下，企业在大本营的经营也面临威胁和挑战。

不同区域的企业都带有不同的地缘属性，无论是早期的扩张，还是后期的外拓，其目的都只在于在有限的行业空间中尽可能的扩大自己的市场份额，哪里有希望就往哪里去，华南的企业开始北上、西拓，非华南的企业开始南下，西南的企业东进、南下等等。**围绕城市群打圈铺排成为企业必须走出的一步，各个区域的容量都有上限制约，想要更大的发展空间，必然要在更大的天空之下。企业的发展或者扩张也不再是为了超越谁，让自己的发展更长久、更持续才是企业做出各种决策的根本出发点。**

长三角、大湾区、中西部、环渤海、西南区域、海西区域毫无疑问将迎来更加激烈的房企资源抢夺战。**房企明确的表示，（1）长三角必然是企业布局的重中之重，城市整体发展态势良好，适度的下沉在企业战略选择的范畴之内；（2）大湾区可谓后起之秀，企业争相进入也在情理之中、意料之内，但是区域内城市发展的不平衡性决定了企业在布局时或需有选择性的进行深耕或下沉；（3）中西部、西南区域整体而言，城市间的发展差距明显，多数企业的布局战略倾向于核心据点的深耕和强化，不做过多的下沉式尝试；（4）环渤海区域相对而言是受政策性因素影响较为明显的区域，对于这个区域而言，更多的是既有布局企业的布局深化，如中国海外发展、融创中国、碧桂园、万科A、龙湖集团、合生创展等等，鲜少在此区域有所布局的企业也未有明显的布局意愿。**百花齐放，百家争鸣，好不热闹。

具体到城市能级层面，当前阶段，企业在布局城市选择上有几大特征：

（1）方向上，一致性回归/转向一二线，强化核心城市的布局和深耕是主流。2016 左右，伴随三四线城市的回暖，企业也纷纷将布局的范围延伸到三四线城市，也正因此，许多企业也因此乘风而起，如重心位于三四线城市的中梁控股。而现阶段，企业在城市的选择上，也在逐步有序的回归或者转向一二线城市或者强三线城市，如中国海外发展、融创中国、中梁控股等等，目的都在于核心城市抗风险能力更强。

（2）节奏上，做好城市结构的优化调整，城市拓展步伐放缓。2016 年-2019 年，房地产企业销售业绩屡创新高，房企在城市扩张上的节奏更快，新进城市明显增多。到了现今这个阶段，对于多数规模房企或者说千亿房企而言，该进的城市基本已完成布局，城市数量的多寡亦没有那么重要，到了进行检验成果、优化选择的阶段，发展潜力不足的城市及时止损、早日退出；潜力十足、有意深耕的城市加大深耕力度，强化品牌影响力，提升单城市产能，培育更多的百亿城市，为企业的业绩释放做足准备。

图表：典型企业 2020 年上半年新增土地储备建筑面积城市分布（万平米）

	禹洲集团	滨江集团	雅居乐	中国海外发展	龙湖集团	总计
杭州		247.85			63.60	311.45
武汉				137.57	89.15	226.72
长沙				96.47	74.36	170.82
青岛					143.40	143.40
天津			49.62	44.38	25.16	119.16
西安			25.62		78.36	103.98
成都	3.96		48.16		50.41	102.53
太原				96.54		96.54
福州			4.20		83.00	87.20
重庆					83.13	83.13
沈阳				29.07	40.99	70.06
苏州	24.49	25.85		19.03		69.37
上海				53.38		53.38
北京				30.61	13.22	43.83
昆明					41.28	41.28
长春					39.38	39.38
南宁					31.88	31.88
郑州					21.82	21.82
广州	0.00		18.47			18.47
合肥	14.77					14.77
大连				9.09		9.09
哈尔滨				5.67		5.67
济南					3.66	3.66
旧金山			1.07			1.07
小计	**43.22**	**273.70**	**147.14**	**521.82**	**882.81**	**1868.68**
占比	**32%**	**87%**	**39%**	**90%**	**80%**	**74%**
肇庆			46.07		23.95	**70.02**
常州	13.36		45.90			**59.26**
东莞					56.33	**56.33**
温州					52.72	**52.72**
许昌			48.13			**48.13**

嘉兴		18.96	13.93		13.49	**46.38**
佛山				42.91		**42.91**
惠州					33.64	**33.64**
宁波	7.29	21.28		3.20		**31.77**
无锡	30.22					**30.22**
扬州	30.05					**30.05**
北海			30.01			**30.01**
唐山					16.13	**16.13**
威海				14.27		**14.27**
绍兴	12.80					**12.80**
泰兴			12.46			**12.46**
启东			12.43			**12.43**
清远			0.00		11.52	**11.52**
南通			9.56			**9.56**
海口			9.24			**9.24**
珠海					6.05	**6.05**
石家庄					4.65	**4.65**
小计	**93.70**	**40.24**	**227.72**	**60.38**	**218.48**	**640.53**
占比	**68%**	**13%**	**61%**	**10%**	**20%**	**26%**
总计	**136.92**	**313.94**	**374.86**	**582.20**	**1101.29**	**2509.21**

资料来源：亿翰智库，企业年报

美的置业：强三线以下基本不再选择

围绕现有城市的布局进行深耕，当然现有城市当中也有个别城市公司会选择退出，重点方向仍然是长三角，接下来就是大湾区，一些省会城市，以及区域中心城市。重点布局二线和强三线，一线看机会，强三线以下基本不再选择。

4.4 多渠道相结合，做综合性安排

就当前土地市场竞争强度而言，企业拿地的难度也在不断的加大，一方面拿地难，另一方面成本高，所以企业也在拿地方式上有一定的排列组合，综合运用多种方式进行土地资源的补充。

（1） 招拍挂|仍是一定阶段的主流

在市场透明度较高的市场中，特别是长三角区域，招拍挂仍旧是企业获取土地资源的主流方式。从当前企业拿地方式来看，招拍挂仍将在一定时间内占据企业拿地方式主要方式之一，通过公开招拍挂方式获得的土地资源更加干净，能够快速变现。

（2） 收并购|机会在减少，需慎之又慎

收并购是企业为谋求快速发展而普遍采用的问题，若企业股权层面的收购，或大型资产包的收购，或单一项目股权的收购。行业内也有很多企业通过收并购方式而使企业规模有了长足发展，典型如融创中国、阳光城、中国奥园等等。但就收并购而言，此方式确实

能够帮助企业迅速实现新城市的进驻和快速的业绩变现，如融创中国通过收并购的方式迅速在青岛、重庆等城市获得稳定话语权，并完成了文化、文旅、会展等多业务的布局；中国奥园通过收并购实现了业绩的快速增长。

收并购纵有无数优点，但其相应也会衍生一系列问题，如信息不对称的问题，如收并购项目或难顺利去化，或利润无法保证等等。而且当前来看，收并购的最佳时点似乎已经不再，再看融创中国大举收并购的时点在 2017 年、2018 年，现阶段的收并购或只存在点状机会，这需要企业自行判断，并做出谨慎抉择。

中国奥园自上市以来，按建筑面积通过收并购方式取得的项目占 68%，招拍挂占 29%，城市更新及其他占 3%。未来企业仍将继续发挥收并购传统拿地优势，持续关注招拍挂市场，积极寻找资产包收并购机会，加快城市更新项目的转化及拓宽产业合作等渠道，确保可持续发展。

图表：中国奥园收并购总量盘点

	数量	楼面地价(元/平米)	总建筑面积（万平米）	总地价（亿元）
2008	2	369	34.1	1.26
2009	4	876	358	31
2011	7	2933	127	37
2012	8	2178	188	41
2013	8	2245	223	50
2014	8	1715	266	46
2015	13	2312	249	58
2016	17	3170	314	100
2017	58	2446	1286	315
2018	64	2418	1258	304
2019	87	3199	1609	515
2020H1	44	3812	695	265
合计	**320**	**2667**	**6607**	**1762**

资料来源：亿翰智库，业绩发布，企业年报

（3） 产业勾地|应对地价高升的利器，前提在于产业能力培育

地价走高是当前行业共识，为了更好的降低拿地端的风险，部分企业会充分利用自身的优势进行土地资源的获取，典型如华润置地、龙湖集团、新城控股、大悦城、宝龙地产等企业，自身拥有商业地产开发运营的经验，并有成功的项目作为支撑，企业可以借此与政府沟通获取综合型用地，配有住宅、商业、办公、酒店等业态，而且企业拿地的成本较公开市场拿地有明显优势。

如大悦城凭借大悦城的品牌优势，连续斩获了多宗优质土储。2020 年 6 月 16 日，大悦城以 12.35 亿元成功获取收购项目公司 70%股权，新增土地储备建筑面积 48 万平米，折合楼面价约 3000 元/㎡，低于周边其他开发企业成本，且无配建要求，2020 年项目周边公开拍卖土地成交价高达 6645 元/㎡，即大悦城拿地成本较周边项目拿地价格低 55%。2020 年同样与武汉地铁集团签订了战略合作协议，先后获得了 80 多万平米土地储备，地货比在

20%多，住宅与商业的比例是80：20。大悦城以此方式获得土地储备，不仅成功克服了拿地难的问题，而且低廉的土地成本也为企业的利润释放留足了空间。

（4） TOD|迎合城镇化的需求，挖掘交通一体化机遇

TOD的取地方式也为多家企业采用，城市群的一体化发展，城镇化的演进都离不开城市自身基础设施的完善，交通一体化是其中关键一环，多城市也都在地铁规划或者完善地铁规划的过程中，这就为企业布局提供了机会，如万科A、龙湖集团、越秀集团、大悦城等企业均已在TOD上有了一定规划安排，而且龙湖集团、越秀地产也明确提出将利用TOD方式进行土地资源的获取。

龙湖集团的TOD主要与C2业务强相关，而且也已经有成功的TOD项目开业，在TOD项目的选址、定位、开发、运营上等各环节，龙湖集团已有意识培养了系统化的能力。目前，龙湖集团已在管道里储备了一些TOD项目，留待后续有序获取，2020年5月获得滨江商务区TOD地块，土地储备总建筑面积62.6万平米，平均土地成本7726元/平米。5月在杭州获得滨康综合体地块，此项目为双地铁上盖，总建筑面积49万平米，平均楼面价15105元/平米。

TOD项目获取的端口在于企业有一定优势，龙湖集团的商业地产运营就是其获取TOD项目的最大支点，在项目获取之后，企业能够将其他业务起来发展，如龙湖集团，不仅能够扩大C2业务的布局，也能够兼顾C1/C3/C4业务发展，推动四大主航道业务的综合发展。所以对于有意利用TOD方式获取土地资源的企业而言，获取土地资源之后或是真正的挑战，企业需要进一步做好综合性的准备。

（5） 城市更新|存量时代，底子要厚

随着存量时代步伐的来临，越来越多的企业开始涉足城市更新领域。而在大批从事城市更新的企业中，最亮眼的当属华南的城市更新领域的老牌企业，如佳兆业、龙光集团、富力地产、时代中国控股等，而且2020年这些企业在城市更新领域动作频频，除了城市更新项目的获取之外，还相应成立了城市更新区域集团。

2020年上半年，佳兆业新增20个旧改项目储备，其中大部分位于深圳。截止2020年6月30日，佳兆业的旧改项目储备达167个，占地面积超过4200万平米，大湾区旧改占地面积达99%，其中深圳占27%，广州占36%，中山占20%。预计货值逾2.6万亿元，预计转化后提供建筑面积逾1亿平米。2020年上半年，佳兆业已成功转化5个项目，可售面积70.5万平米，预计可售货值269.1亿元。

图表：佳兆业城市更新项目资源储备（万平米，十亿元）

城市	占地面积	占地面积占比	尚未纳入土储旧改项目个数	预计可售货值
深圳	1155.1	27.3%	112	1,200
广州	1525.1	36.0%	18	1,100
中山	861.2	20.3%	20	185
惠州	343.0	8.1%	4	70
香港、珠海、东莞、佛山、江门	310.6	7.3%	12	53
宁波	42.3	1.0%	1	10
总计	**4237.3**	**100.0%**	**167**	**2618**

资料来源：亿翰智库，业绩发布

备注：占地面积表示该部分尚未纳入土储，尚未计算容积率。

截止 2020 年 6 月 30 日，富力地产拥有城市更新项目资源 80+个，旧改布局范围已经深入到西安、太原等城市，与此同时，为了配合城市业务发展，其组织架构也进行了升级，于 2019 年 4 月成立城市更新集团，并相继在陕西、华北、深莞惠等地成立了专门的城市更新集团。

时代中国的城市更新项目总数达 150 个，总建筑面积超 5200 万平米。

龙光集团的城市更新项目布局深圳、东莞、惠州等 11 座城市，可转化土地货值 4549 亿元，可转化土地储备 2481 万平方米。

华润置地于上半年新增 1 个湖南长沙市项目，目前重点跟进项目共 19 个，开发面积达 1630 万平米，权益面积 800 万平米。项目权益货值合计 2730 亿元，其中约 44%可在未来 5 年转化土储，进展最快项目预计在 2020 年 4 季度贡献签约额。

图表：截止 2020 年 6 月 30 日，时代中国城市更新项目储备情况

城市	项目个数	总建筑面积（万平米）
广州	68	2781.9
佛山	36	922.77
东莞	21	668.93
中山	6	440.13
惠州	11	283.42
深圳	5	59.87
珠海	3	56.51
合计	**150**	**5213.53**

资料来源：亿翰智库，业绩发布

在效益为先的发展阶段，城市更新由于巨大的成本优势，当之无愧是企业核心利润的最强力支撑点之一。但城市更新项目周期长、难度大、资金占用严重，所以即使其能够提供稳定的利润来源，企业也不见得能够顺利实现项目获取或变现。我们认为，**凡事多利弊共生，企业想要走的更长远，适度的城市更新业务安排是必然要做的选择，只有底层够厚，企业远征的道路才能更加有支撑。做新尝试必然会遇到一定的困难或挑战，尝试新的方式去做安排，如与老牌企业的合作，适度的参与或许会有意外之喜。**

（6） 城市运营|城市升级迭代，做助推器

城市发展的逻辑在不断迭代的升级，迎合趋势的企业大概率能够顺应大的趋势实现小的成长。城市运营恰恰迎合了城市发展的潮流，通过整合自身的资源帮助城市实现城市面貌的焕然一新，必然为时代所接受，也必然为政府所乐见。

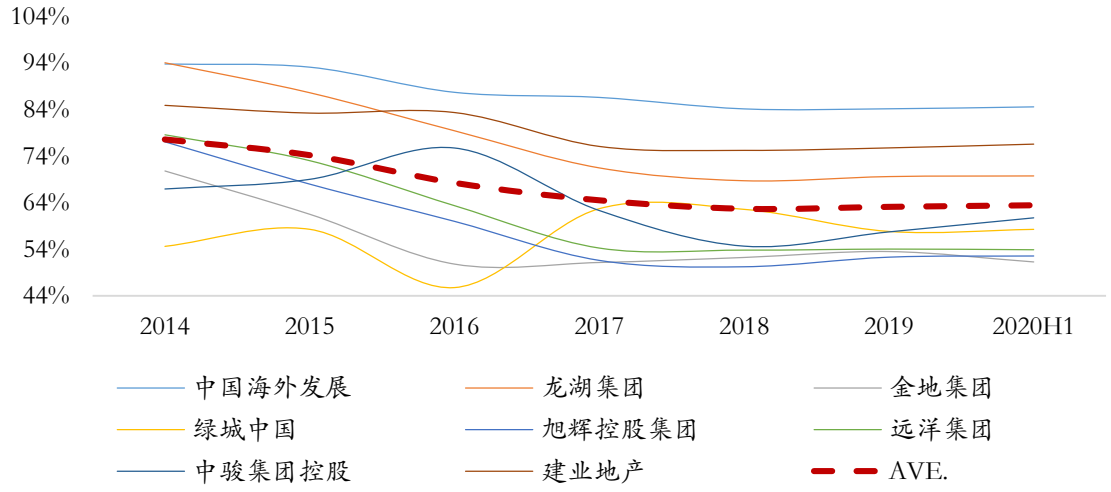
中国金茂的城市运营在行业内已形成了一定的影响力和知名度，截止 2020 年 7 月 31 日，中国金茂累计锁定或获取城市运营项目 23 个，新增的土地储备中有 39%来自于城市运营项目，在金茂的规划中，2022 年城市运营项目资源获取总量占比要达到 60%。

城市运营项目资源的获取和操作也需要企业有项目综合运营能力，能够将多个业态整合，获得优质土地资源的同时，也能够获得稳定的利润来源。

除了上述几种方式之外，一二级联动、国企合作等方式也是企业投资决策的可选方式，也有房企表示会利用这种方式进行土地资源的获取。从总量上看，诸如此类的方式或作为土地资源获取的补充方式，不太可能成为企业拿地的主流途径。

另外，需要强调的一点是，因为规模诉求和缓解资金压力的需求存在，多数企业都会选择以合作的方式拉动成长，因此在项目权益比例上会有所牺牲，特别是在 2016-2018 年，当**前阶段企业也在有意提高权益比例，寻求利润规模的同步提升。**

图表：8 家典型房企土地储备权益比例走势



资料来源：亿翰智库，企业年报，业绩公告

备注：土地储备权益比例=土地储备权益总建筑面积/土地储备总建筑面积*100%。

4.5 寻求效益性发展，严守投资刻度

在房地产行业快速发展的阶段，企业为了快速实现了城市的进驻和规模的成长，企业一定程度上放松了利润指标的把控。特别是 2016 年、2017 年抢夺过高价地或地王项目的企业，后续都经历了长久的货值去化过程，代价是惨重的。

当前，企业普遍提及要坚持有质量的增长、有效益的发展。在投资决策上也设定了严格的标准，综合考量去化率、周转情况、IRR、现金流等指标进行投资测算，不少企业在拿地时要求 IRR 至少也在 8%以上，否则放弃土地资源的获取。

禹洲集团：以利润为导向的拿地准则

下半年我们拿地的节奏还是稳健，保利润的方向。下半年的拿地时，严控负债，以销售来增加拿地。拿地的准则是以利润为导向的业绩增长，如果利润实现不了的，就不拿。

在新的历史起点，房企都带着新的诉求出发，众多房企同台竞技好不热闹。我们也仿佛置身一场奇幻之旅，满怀期待。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写，公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径，但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因，本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入，对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。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机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分，请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分，如未经亿翰智库授权，传播时私自修改其报告数据及内容，所引起的一切后果或法律责任由传播者承担，亿翰智库对此等行为不承担任何责任，亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构，隶属亿翰股份，其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用；定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次，亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。

亿翰智库二维码