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

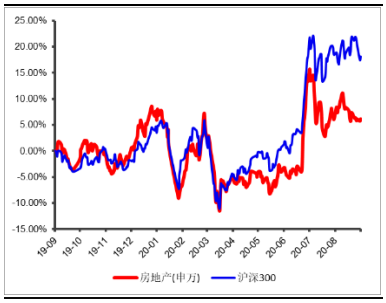
上半年疫情影响可控 全年业绩保障度仍较高

房地产行业 2020 年中报综述

2020 年 9 月 9 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：

上市公司2020年中报已全部公布完毕。我们统计了上市房地产开发企业（按申万房地产分类）业绩情况：

- **受疫情影响上半年行业结算净利同比下降。**2020年上半年共实现营业总收入9915.11亿，较2019年同期升4.65%。上半年共实现营业利润1492.86亿，净利润1067.64亿，归母净利845.04亿，同比分别降13.71%，降14.06%和降15.44%。营业利润，净利润及归属净利润出现相对明显下跌，主要由于行业整体毛利率下降及少数股东权益提升。而从当前房企整体销售及可结算资源看，全年行业整体结算业绩将继续具有较高保障度。

- **毛利率净利率持续回落，盈利能力下降。**2020年上半年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为28.5%和10.9%，较2019年分别回落2.9个百分点和0.4个百分点。由于18、19年土地市场景气度较高，土地价格持续上升，房企整体拿地溢价率维持较高水平，而行业处于调控周期中，限价影响直接，导致整体销售毛利率及净利润率持续下降。行业盈利水平受到抑制，而全年结算整体利润率水平仍可能进一步回落。

- **负债率维持较高水平，行业业绩保障度仍高。**2020年上半年行业受疫情影响，销售回落，开发商经营活动产生现金流量净额转负，每股现金流量净额也降至低位。行业整体销售商品提供劳务收到现金仍高于营业收入，留存可结算资源仍相对丰富，行业整体业绩保障度较高。

- **总结与投资建议。**受疫情影响，上市房企2020年上半年整体销售及结算业绩均录得一定幅度下降。上半年行业整体营业利润、净利润及归属净利润出现13%—15%左右跌幅，为2014年中报以来首次负增长。主要由于疫情导致竣工结算受阻，行业整体毛利率下降及少数股东权益提升。上半年行业累计销售面积及销售金额也录得7%—8%左右跌幅；而从单月销售看，二季度以来跌幅持续收窄，5月单月销售同比转正，行业整体景气度良好。但行业当前结算受到前两年地价上涨及政策性限价影响，整体毛利率进一步下降，预计这一趋势在下半年将延续。近期受行业资金监管、整体融资额度受控等消息影响，下半年开发商积极推盘回流资金预期提升。而行业当前整体已售未结仍相对充裕，业绩保障度仍较高，对板块整体估值水平将有所支撑。同时，行业集中度加速提升，优胜劣汰，一线房企龙头地位稳固，二线房企规模仍有提升弹性，行业个股业绩分化也将更为明显。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地产股，包括保利地产、万科A、华夏幸福、金地集团、荣盛发展、华发股份、中南建设、城建发展等。

- **风险提示：**融资进一步收紧；行业毛利率下降超预期；销售回落明显。

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. 受疫情影响上半年行业结算净利同比下降 3
2. 毛利率净利率持续回落，盈利能力下降 4
3. 费用控制良好，二季度开发资金回升 5
4. 上半年开工受阻，行业存货增速回落 6
5. 负债率维持较高水平，行业业绩保障度仍高 7
6. 总结与投资建议 9
7. 风险提示 9

插图目录

图 1：上市房企营业总收入 3
图 2：营业利润、净利润、归属净利润变化 3
图 3：全国商品房累计销售面积 3
图 4：全国商品房累计销售额 3
图 5：全国商品房单月销售面积 4
图 6：全国商品房单月销售额 4
图 7：总资产净利率、净资产收益率变化 5
图 8：销售毛利率、净利润率变化 5
图 9：三费同比变化 5
图 10：三费率同比变化 5
图 11：房企开发资金来源合计 6
图 12：房企开发资金来源变化 6
图 13：存货水平变化 6
图 14：存货占总资产比例变化 6
图 15：房屋施工同比增速 7
图 16：房屋新开工同比增速 7
图 17：房地产行业负债水平变化 8
图 18：房企现金流情况变化 8

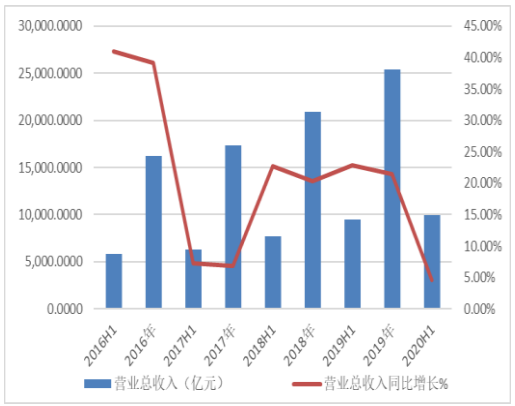
表格目录

表 1：重点公司盈利预测及投资评级（2020/9/8） 11

1. 受疫情影响上半年行业结算净利同比下降

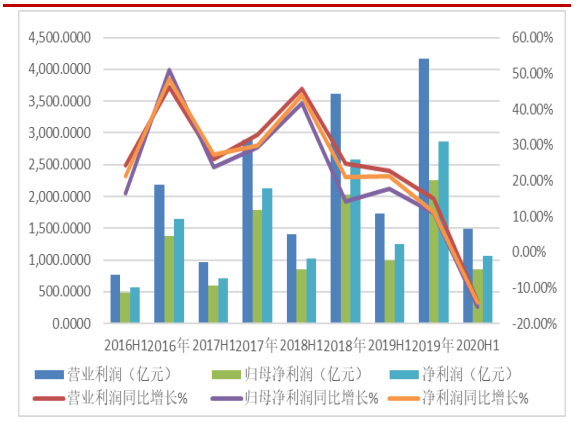
上市公司 2020 年中报已全部公布完毕。我们统计上市房地产开发企业（按申万房地产分类），2020 年上半年共实现营业总收入 9915.11 亿，较 2019 年同期上升 4.65%，增幅较 2019 年中期大幅下降 18.2 个百分点，也较 2019 年全年增幅下降 16.7 个百分点。上半年共实现营业利润 1492.86 亿，净利润 1067.64 亿，归属母公司股东净利 845.04 亿，同比分别下降 13.71%，下降 14.06%和下降 15.44%，较 2019 年年末增幅分别回落 28.7 个百分点，回落 25 个百分点和回落 26.3 个百分点。行业营业收入维持正增长，但增速明显收窄。营业利润、净利润及归属净利润则出现 13%—15%左右跌幅，为 2014 年中报以来首次出现负增长。上市房企整体营业总收入维持正增长，但营业利润，净利润及归属净利润出现相对明显下跌，主要由于行业整体毛利率下降及少数股东权益提升。而从当前房企整体销售及可结算资源看，全年行业整体结算业绩将继续具有较高保障度。

图1：上市房企营业总收入



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图2：营业利润、净利润、归属净利润变化



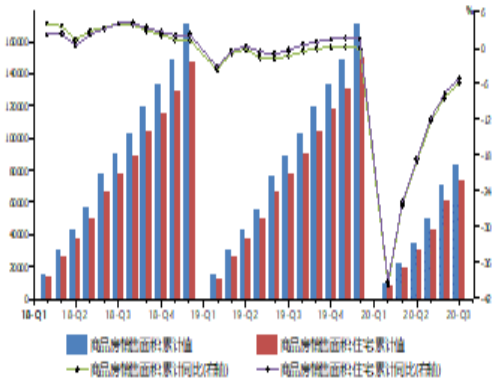
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

而对比一季末，行业整体营业总收入、营业利润、净利润、归母净利润同比增速均有所改善。二季末营业总收入同比增速较一季末回升 6.3 个百分点，营业利润、净利润及归属净利润跌幅分别较一季末收窄 14.9 个百分点，收窄 20.6 个百分点和 24.4 个百分点。**二季度行业营收及净利润改善明显。相信下半年随着疫情影响消退，行业整体结算收入增速进一步修复可能性较大。而在行业集中度提升、强者愈强背景下，房企间业绩分化也将更为明显。**

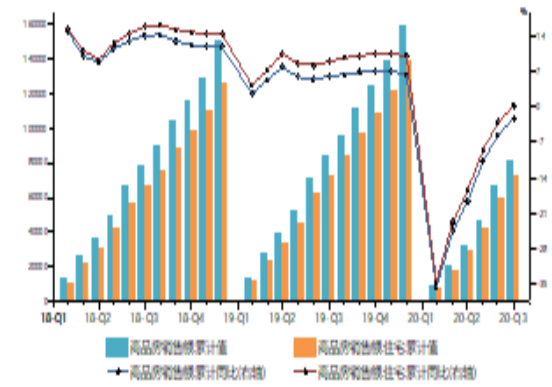
销售情况看，2020 年上半年全国商品房销售面积合计 6.94 亿平方米，其中住宅销售面积 6.11 亿平方米，同比分别下降 8.4%和下降 7.6%，虽然累计销售仍呈现同比下降，但降幅持续明显收窄，绝对值已经降至单位数。前 6 月全国商品房销售额合计 6.68 万亿，商品住宅销售额合计 5.96 万亿，同比则分别下降 5.4%和下降 2.8%，销售额跌幅也持续明显收窄。7 月份销售数据同比降幅较 6 月份也进一步收窄。

图3：全国商品房累计销售面积

图4：全国商品房累计销售额



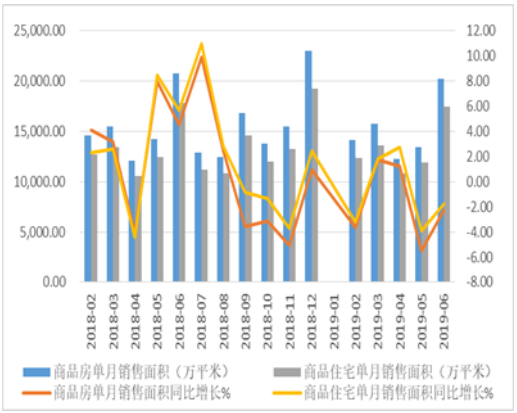
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

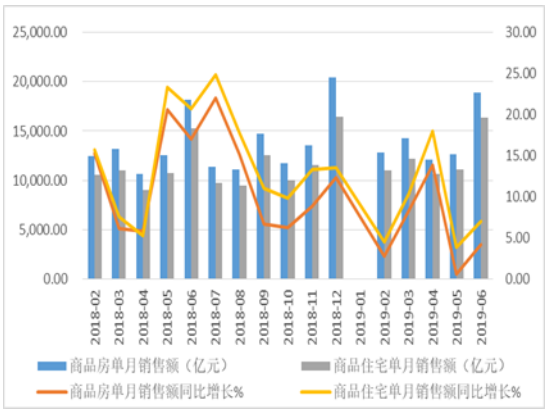
从单月销售情况来看，5 月份单月销售面积及销售金额开始同比转正，6 月单月销售延续同比增长趋势，而 7 月份增速有所扩大，疫情影响销售已明显消退，楼市景气度持续回升。后续开发商加大推盘回流现金可能性较大，下半年楼市销售仍值得期待，将有利于行业整体营收净利的维持。

图5：全国商品房单月销售面积



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图6：全国商品房单月销售额



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2. 毛利率净利率持续回落，盈利能力下降

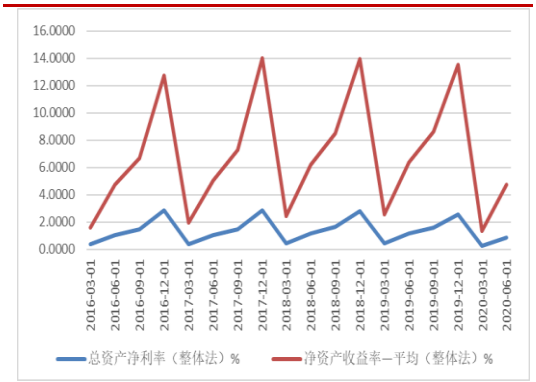
截止 2020 年中报，142 家上市房企资产合计 12.74 万亿，再创历史新高，同比上升 15.53%增速较 2019 年底回落约 1.7 个百分点。平均每家房企资产规模 950.8 亿，较上年同期增长 12.94%；平均每股净资产 6.29 元，较上年中期也增长 7.82%。整体资产规模维持较理想增长。

盈利能力方面，房地产行业平均净资产收益率为 4.74%，较去年同期下降 1.6 个百分点，在申万 28 个行业板块中排名第 8 位，与去年同期相比下降 2 位；总资产净利率为 0.86%，较上年同期下降约 0.8 个百分点，排名第 22 位。

2020 年上半年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为 28.5%和 10.9%，较 2019 年全年

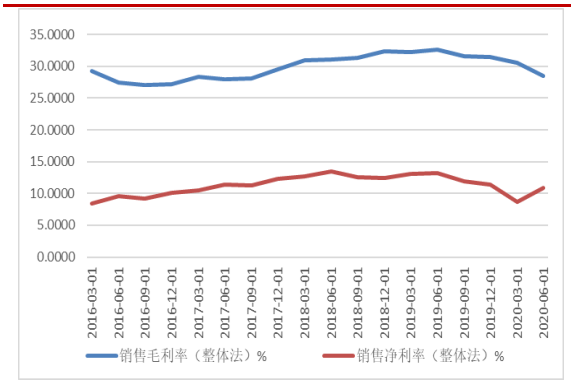
结算毛利率及净利润率分别回落 2.9 个百分点和 0.4 个百分点，利润率延续趋势性下降态势。由于 18、19 年土地市场景气度较高，土地价格持续上升，房企整体拿地溢价率维持较高水平，而行业处于调控周期中，限价影响直接，导致整体销售毛利率及净利润率持续下降。行业盈利水平受到抑制，而全年结算整体利润率水平仍可能进一步回落。

图7：总资产净利率、净资产收益率变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图8：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

3. 费用控制良好，二季度开发资金回升

2020 年上半年上市房企整体销售费用为 261.8 亿，较 2019 年同期下降 1.43%，增幅也较上年末回落 26.2 个百分点；整体管理费用为 421.3 亿，财务费用 360.7 亿，较 2019 年中期则分别上升 0.56%和上升 18.18%，管理费用增幅回落明显，而财务费用增幅小幅上升（2019 年中期增幅分别为 14.88%和 17.5%）。总的来看，近几年整体三费随着行业营收增加均呈现上升趋势。

2020 年上半年销售费用占营业总收入为 2.64%，较 2019 年末下降 0.4 个百分点。管理费用占营业总收入 4.24%；财务费用占营业总收入 3.63%，分别较 2019 年末上升 0.4 个百分点和上升 1.1 个百分点。整体三费率为 10.54%，较 2019 年同期下降 0.2 个百分点，与去年年末相比则上升 1 个百分点。行业整体费用控制水平良好。

图9：三费同比变化

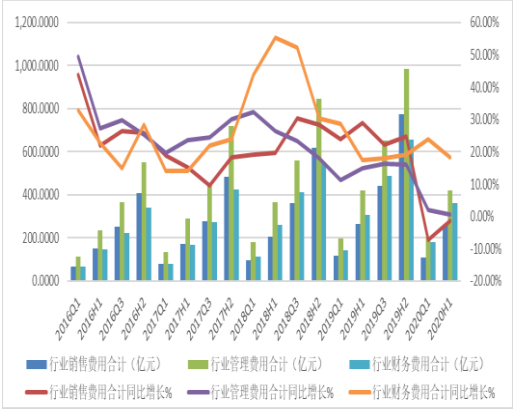


图10：三费率同比变化



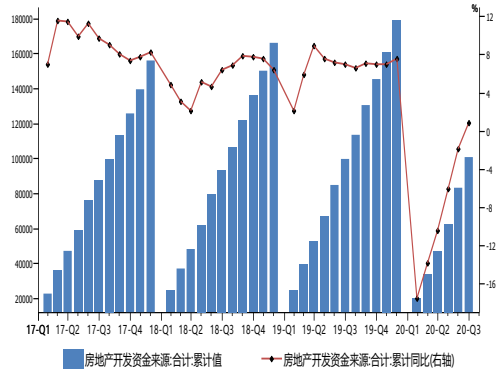
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

资金来源看，2020 年截止 7 月末，全国房地产开发资金来源合计 10.06 万亿，同比上升 0.8%，增幅较 6 月末上升 2.7 个百分点，年内出现首月同比增幅转正。开发资金来源增幅二季度以来探底回升，7 月首月增幅转正，但增幅仍维持较低水平。其中前 7 个月，国内贷款、利用外资和自筹资金累计分别为 1.6 万亿、79.7 亿和 3.2 万亿，同比则分别上升 4.9%，上升 29.9%和同比上升 3.3%。其他资金累计 5.23 万亿，同比下降 1.8%。其中利用外资增幅较大；自筹资金及其他资金回升相对明显；国内贷款增幅持续扩大。

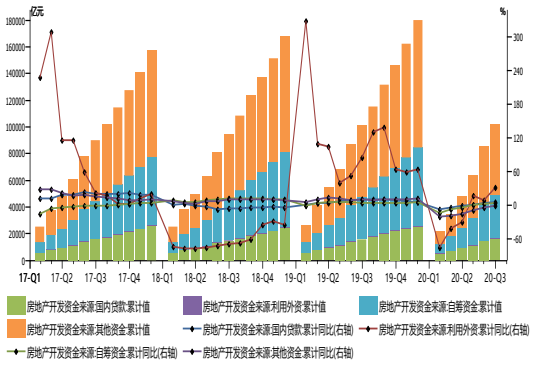
预计四季度社会整体流动性保持充裕，但房地产融资规管将会延续，行业整体开发资金来源保持稳定预计较高。开发商应对降低负债，加速推盘回流资金可能性加大，将有利于推动销售提升。

图11：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12：房企开发资金来源变化



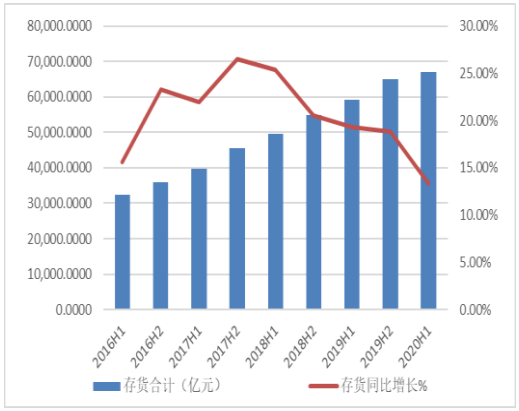
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

4. 上半年开工受阻，行业存货增速回落

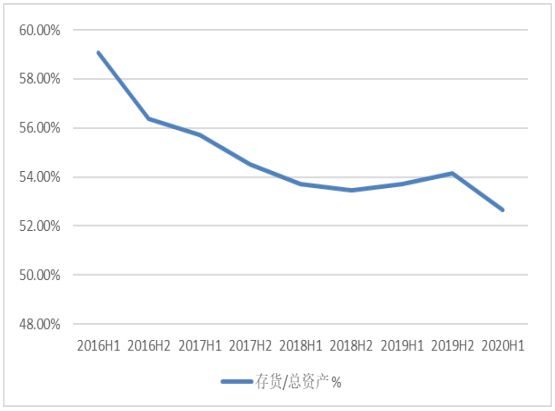
2020 年中期行业整体存货周转率为 0.1 次，较 2019 年中报小幅回落。而总资产周转率为 0.08 次，也较上年同期小幅回落（2019 年中报总资产周转率为 0.09 次）。库存方面，2020 年中期上市房企整体存货 6.7 万亿，同比增长 13.31%，增幅较 2019 年中期下降 6 个百分点。其中存货占总资产比例为 52.67%，占比也较上年同期下降 1.1 个百分点，为近几年低位。上半年受疫情影响，行业整体存货周转率小幅回落，同时开发商开工建设受阻，拿地节奏也有所放缓，带来存货增速下降。

图13：存货水平变化

图14：存货占总资产比例变化



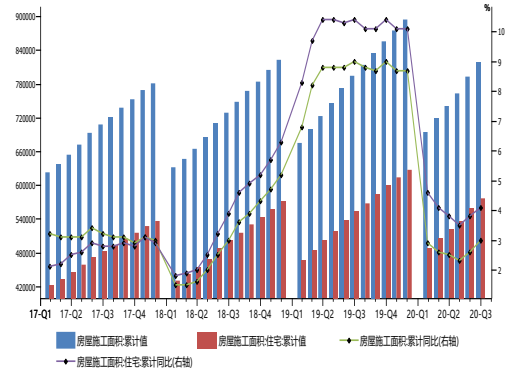
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

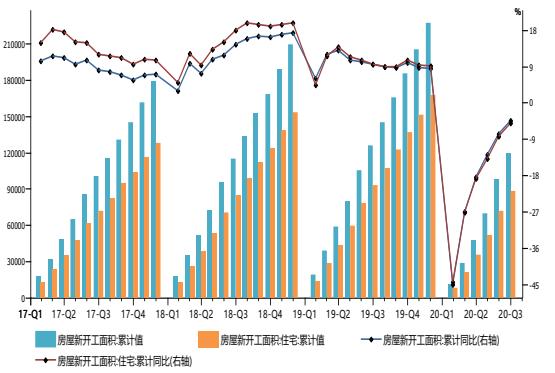
开工情况看，前 7 个月全国房屋施工面积累计 81.8 亿平米，其中住宅施工面积累计 57.6 亿平米，累计同比分别上升 3%和上升 4.1%，累计施工面积同比增幅整体从年初低位持续回升，但仍维持在较低水平。而 1—7 月累计新开工面积 12 亿平方米，其中住宅累计新开工面积为 8.8 亿平方米，较去年同期则分别下降 4.5%和下降 5.1%。年内新开工量累计同比持续回落，年初跌幅较大，但随着疫情影响消退，开发商新开工恢复，上半年新开工跌幅持续收窄。

图15：房屋施工同比增速



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图16：房屋新开工同比增速



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

5. 负债率维持较高水平，行业业绩保障度仍高

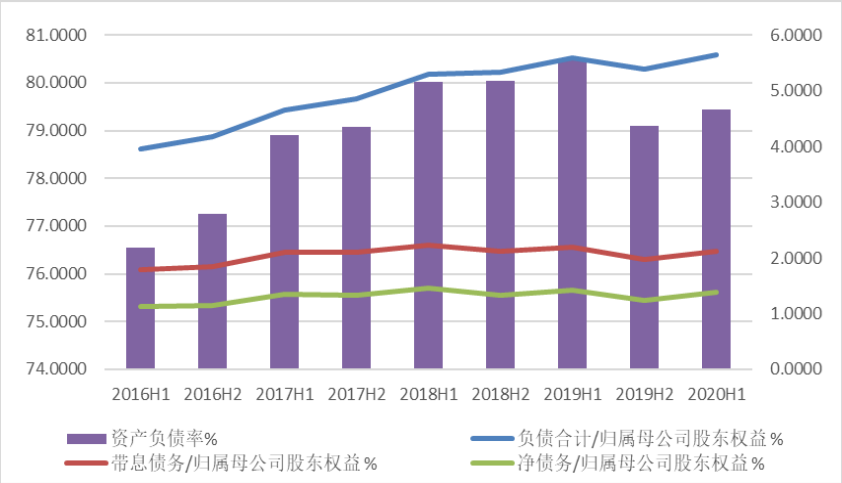
2020 年上半年上市房企整体资产负债率为 79.4%，较 2019 年末提升约 0.4 个百分点，但相对去年中期有一定幅度下降，整体处于历史负债率水平较高位置。其中流动比、速动比分别为 1.38 和 0.49，流动比及速动比均较 2019 年小幅提升。

行业整体负债占归属母公司股东权益达 5.64 倍，而 2019 年末为 5.39 倍；其中带息负债占归属母公司股东权益为 2.12 倍，也较 2019 年底 1.97 倍的水平有所提升；净负债则为归属股东权益的 1.37 倍，也高于 2019 年底的 1.23 倍的水平。

整体看，2020 年上半年行业负债率水平较 2019 年末有所上升，但相比去年中期负债率

水平则有所回落。2019 年及 2020 年上半年行业整体融资渠道相对通畅，叠加行业景气度较高，开发商维持融资额度，行业整体负债率维持在近年较高位置。而下半年随着融资及资金监管，行业整体杠杆率下降可能性加大。

图 17：房地产行业负债水平变化

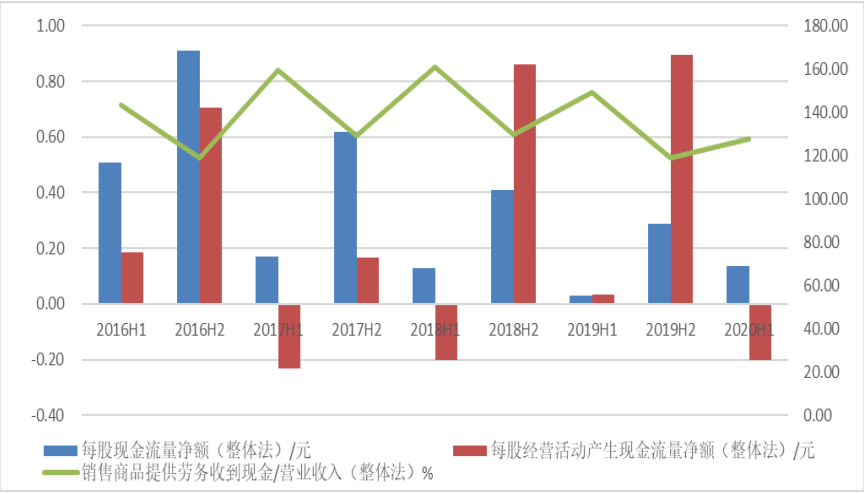


资料来源： Wind 资讯，东莞证券研究所

2020 年中期上市房企每股现金流量净额为 0.13 元，较 2019 年同期每股增加约 0.1 元，但每股现金流量净额维持在近年低位；每股经营活动产生现金流量净额为-0.2 元，与 2019 年中期相比则明显回落(2019 年中期每股经营活动产生现金流量净额为 0.03 元)。而销售产品提供劳务收到现金占营业收入为 127%，较 2019 年末上升约 9 个百分点，但较去年中期下降约 22 个百分点。

总的来看，2020 年上半年行业受疫情影响，销售回落，开发商经营活动产生现金流量净额转负，每股现金流量净额也降至低位。行业整体销售商品提供劳务收到现金仍高于营业收入，留存可结算资源仍相对丰富，行业整体业绩保障度较高。

图 18：房企现金流情况变化



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

6. 总结与投资建议

受疫情影响，上市房企 2020 年上半年整体销售及结算业绩均录得一定幅度下降。上半年行业整体营业利润、净利润及归属净利润出现 13%—15%左右跌幅，为 2014 年中报以来首次负增长。主要由于疫情导致竣工结算受阻，行业整体毛利率下降及少数股东权益提升。上半年行业累计销售面积及销售金额也录得 7%—8%左右跌幅；而从单月销售看，二季度以来跌幅持续收窄，5 月单月销售同比转正，行业整体景气度良好。

另一方面，行业整体费用管控情况理想，三费率小幅下降；二季度疫情影响消退明显，开发资金得以补充回升。但行业当前结算受到前两年地价上涨及政策性限价影响，整体毛利率进一步下降，预计这一趋势在下半年将延续。近期受行业资金监管、整体融资额度受控等消息影响，下半年开发商积极推盘回流资金预期提升。而行业当前整体已售未结仍相对充裕，业绩保障度仍较高，对板块整体估值水平将有所支撑。同时，行业集中度加速提升，优胜劣汰，一线房企龙头地位稳固，二线房企规模仍有提升弹性，行业个股业绩分化也将更为明显。

房地产板块 2020 年以来整体走势偏弱，跑输大盘。当前行业整体估值水平维持在历史底部区间，向下空间及风险较低。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地产股，包括保利地产（600048）、万科 A（000002）、华夏幸福（600340）、金地集团（600383）、荣盛发展（002146）、华发股份（600325）、中南建设（000961）、城建发展（600266）等。

7. 风险提示

融资进一步收紧；

行业毛利率下降超预期；

销售回落明显。

表 1：重点公司盈利预测及投资评级（2020/9/8）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
000002	万科 A	28.30	3.47	3.89	4.37	8.2	7.3	6.5	推荐	维持
600048	保利地产	16.61	2.35	2.7	3.18	7.1	6.2	5.2	推荐	维持
600340	华夏幸福	16.31	4.75	4.5	5.23	3.4	3.6	3.1	推荐	维持
600383	金地集团	14.72	2.23	2.6	3.05	6.6	5.7	4.8	推荐	维持
600325	华发股份	7.01	1.22	1.42	1.68	5.7	4.9	4.2	推荐	维持
002146	荣盛发展	8.15	2.1	2.44	2.8	3.9	3.3	2.9	推荐	维持
600266	城建发展	6.07	0.98	0.99	1.15	6.2	6.1	5.3	推荐	维持
000961	中南建设	9.19	1.11	1.87	2.4	8.3	4.9	3.8	推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，Wind

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