所属行业	房地产
发布时间	2020 年 6 月 8 日

禹洲地产（01628.HK）
中骏集团控股（01966.HK）

禹洲 vs 中骏：规模之殇，如何突围？

核心观点：

相比于其他以“凶猛”著称的闽系房企，中骏和禹洲属于稳健派，但也已开始关注规模扩张，2020 年业绩目标冲千亿。

在发展历程及经营风格上，禹洲和中骏有诸多相似之处，但在具体的经营策略上各具特色，具体可表现在三个方面：

投资策略上，禹洲注重深耕效益，中骏则善于抓住市场机会获取利润点；

拿地方式上，收并购一直是禹洲的重要拿地方式，但也存在一定风险，而中骏以获取地价较低的商住用地为主，且自 2019 年开始以一体两翼为抓手加速获取商住地，提高拿地竞争力，不过中骏的商业地产和长租公寓目前尚属前期布局阶段，后续对中骏的资金链及招商、运营等能力仍有较大考验；

盈利能力上，禹洲和中骏实际表现均欠佳。禹洲连续 3 年毛利润率下降，中骏超三成净利润来自投资物业公允价值变动。

2020 年疫情冲击下，为禹洲和中骏的千亿赛跑开启了困难模式，二者到底能否凭借各自不同的经营策略顺利突围，我们还将拭目以待。

相关研究：

碧桂园 2 月权益销售 209 亿，疫情后短期回血的背后逻辑	20200309
戈多已在，落潮见险滩——疫情冲击下市场研判及企业应对策略	20200306
需求视角下，不同疫情发展趋势对楼市影响的两个判断	20200302
疫情之下，新开工、竣工及开发投资研判	20200227

研究员 **于小雨**
rain_yxy（微信号）
yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn
王玲
w18705580201（微信号）
wangling@ehconsulting.com.cn
徐鹏
17601350466（微信号）
xupeng@ehconsulting.com.cn
吴琼
shz-wu（微信号）
wuqiong@ehconsulting.com.cn

一、闽系房企中的稳健派

提起闽系房企，第一印象大多数会与激进挂钩，但其实在闽系房企中有南派与北派之分，二者风格迥然不同。北派指的是以福州为大本营的房企，如融信、正荣等，通过高杠杆一路高歌猛进，而南派则是诞生于厦门或以厦门为主战场的房企，如世茂、旭辉、中骏、禹洲等，在发展风格上更为稳扎稳打。

作为闽系房企中的稳健派，中骏和禹洲在 2020 年都有个千亿梦，2020 年禹洲定下千亿目标，中骏虽下调 2020 年销售目标至 930 亿，但内部还是定下尽可能完成 1050 亿元的目标。从中骏和禹洲的发展历程上来看，二者的发展节点出奇的相似，皆在 90 年代开始从事房地产开发业务、2010 年上市、2013 年破百亿、2020 年发起千亿冲刺。且不论 2020 年中骏和禹洲能否实现目标，将二者与阳光城、融信、旭辉、正荣等其他闽系房企相比，容易发现，不论是只用了四至六年左右的时间将规模从百亿扩张到千亿的旭辉、融信和正荣，亦或是发展时间较长，但后劲十足直接跃至 2000 亿量级的阳光城，皆在调控趋严的 2019 年之前便成功跻身千亿阵营，而中骏和禹洲仍在规模扩张之路上行进，发展速度已然偏慢。

激进也好，稳健也罢，本质上只是两种不同的企业经营策略，但如果结合当时的大环境来看的话，若在市场上行周期选择平稳发展，则易错过发展快通道，后续即便奋起直追的话，也多少会更吃力些。那么，为何中骏和禹洲规模增长偏慢呢？在日益激烈的市场竞争中，当快速扩张规模成为二者必须选择的道路，又是如何实现规模进阶，规模与质量发展能否兼顾？

图表：闽系房企的发展时间表

企业＼年份	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
阳光城		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
融信										1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
旭辉							1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
正荣					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
禹洲	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
中骏			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25

备注：1、“1”表示公司成立时间；中骏创办于 1987 年，1996 年开始房地产开发业务；
2、标注颜色表示破百亿至破千亿所用时间；
3、假设禹洲、中骏 2020 年完成千亿目标；
4、数据来源于企业年报、亿翰智库。

二、禹洲、中骏为何千亿进程发展缓慢？

1、厦门起步，地域文化决定企业发展基因

禹洲和中骏分别成立于 1994 年和 1996 年，至今成立时间并不短。成立之初，二者从厦门起步，经过多年耕耘，都已发展为当地颇具影响力的开发商，但某种意义上，地域文化往往也会造就不同的企业。

（1）专注产品品质及企业运营

厦门作为改革开放首批设立的经济区，是海西重要的经济中心和对外贸易口岸，当地

上市房企居多，市场化程度领先于福建其他区域，且厦门国企力量更强大，中骏、禹洲这类民企由于资源相对有限，在产品品质及企业运营上下足功夫。

1995 年，禹洲推出第一个产品“禹洲新村”，虽然地处城市非核心地段，但禹洲依旧注重产品品质打造，令其赢得美誉；随后，2002 年厦门第一个城市综合体禹洲·世贸商城开业；2003 年禹洲·华侨海景城项目领航厦门高端住宅市场；2007 年起，多年蝉联厦门楼市成交金额、成交面积双冠王。

中骏开发的第一个项目并非在厦门，而是在黄朝阳先生的家乡——泉州，当时的泉州骏达中心项目让中骏尝到甜头后，在此后接连拿地，开始地产开发业务。在福建厦门主场，中骏以中骏·天峰、中骏·天誉两大品牌奢宅，同样获得深厚的品牌根基和良好口碑。

（2）更快走向全国化

在厦门，民企一直被国企压过一头，这也促使中骏和禹洲更快地走向全国化战略。值得一提的是，在最初的全国化战略上，二者以厦门为主要市场，但在区域选择上略有差异。

禹洲前瞻布局长三角及环渤海。2004 年，禹洲开始进行版图扩张，首选的便是长三角区域，在上海、合肥相继落子，但当时并没有抓住中国加入 WTO 前后期间，作为中国经济中心的上海自 2000 年至 2005 年 6 月的房价大涨机会而迅速做大；2010 年项目拓展至环渤海，在天津拿下四块地，此后陆续进入泉州、龙岩、北京、漳州、蚌埠等城市。

中骏立足福建，拓展环渤海及珠三角。2008 年，中骏在北京 CBD 打造了中骏首个集高端住宅及精品商业于一体的综合体项目——北京·中骏世界城，一举在京城立足，也拉开了中骏集团进军商业地产的序幕。2010 年在香港上市后，在主要布局厦门、泉州、漳州的基础上，选择性的进入深圳、临汾、廊坊。

2013 年中骏、禹洲的销售额均首破百亿，其中福建地区销售额贡献达八九成，与其他闽系房企的百亿起点基本一致，业绩规模未现明显分化。

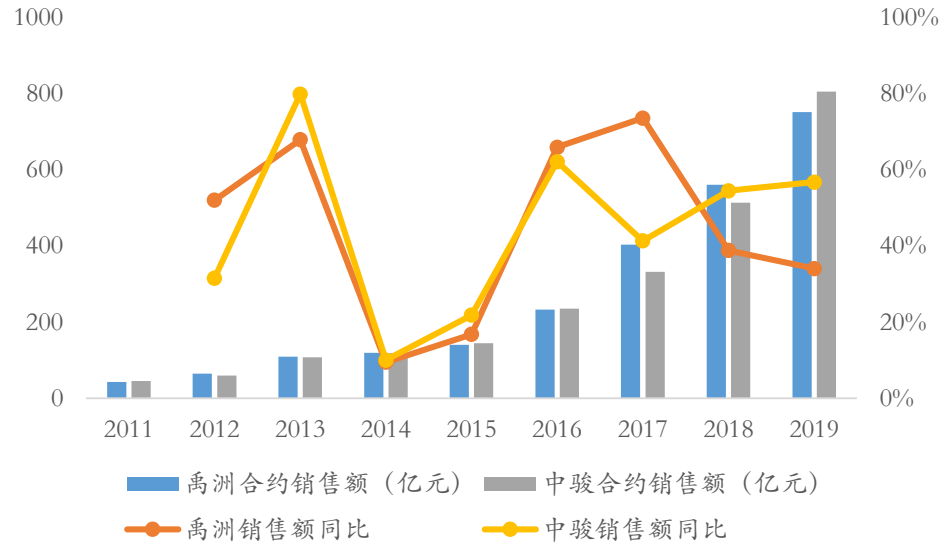
2、市场遇冷，出于谨慎主动放缓发展速度

2014 年，受经济下行、信贷紧缩、调控延续和住房需求透支等因素影响，房地产市场行情发生突变，整体市场跌入低谷，房企销售遇冷，项目去化普遍受阻，部分三四线城市去化压力尤其大。

在市场压力下，中骏、禹洲贯彻审慎风格，主动放缓发展速度，加速去化，回笼现金。从投资力度上便能反映，2014-2015 年二者的投资力度明显减弱，当年新增土储低于当年销售面积，两年的时间，总土储面积与 2013 年几近持平，无明显增长，但两家企业的销售回款率均保持高位，尤其是禹洲，2015 年销售回款率达 102.4%。

2014 年及 2015 年二者的销售额同比增速在 10%-20%之间，相比 2013 年 70%-80%的高增速，发展速度大幅放慢了。这一时期，其他闽系房企的发展节奏虽然也有所放缓，但仍保持着 30%-40%的较高增速，至 2015 年，中骏和禹洲的销售额分别是 145 亿元、140 亿元，而其他闽系房企销售额大多在 200-300 亿元，相较之下，中骏和禹洲已然有所落后。

图表：2011-2019 年中骏、禹洲销售额及同比



资料来源：亿翰智库、企业公告

3、行业上行周期，杠杆加码偏保守

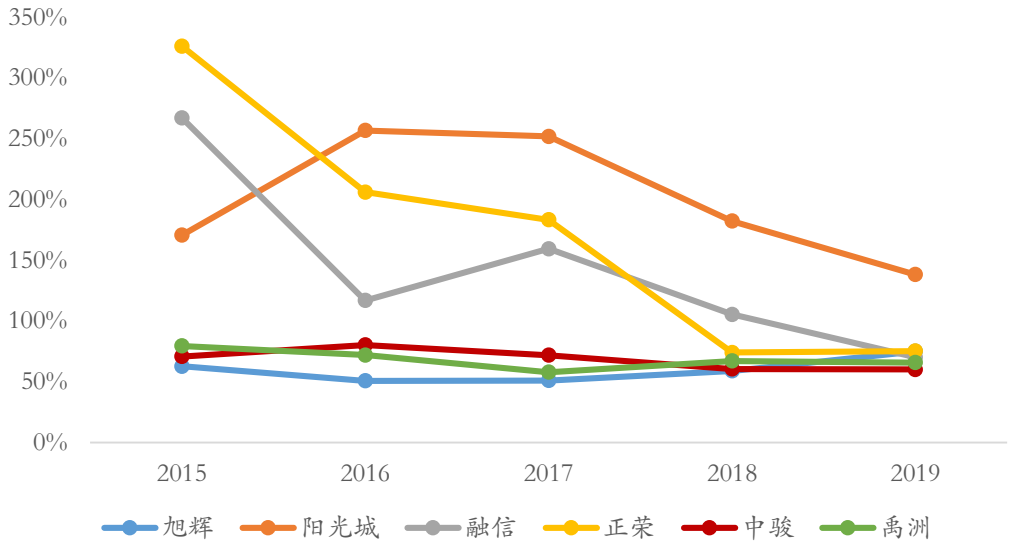
在 2010 年至 2015 年 5 年的横盘期里，全国房价基本不涨不跌，库存量不断增加，直到 2015 年国务院出台“330 新政”刺激房地产去库存后，房地产政策的全面宽松导致 2016 年房地产市场出现反弹；再加上经历 2015 年股灾之后，大规模的低成本资金也纷纷进入房地产，因此 2016 年年初，房价就实现爆发性的增长。

在这样的背景之下，2016 年大多数房企把握这一轮发展机会，通过在市场快速上行周期内加杠杆拿地，以实现业绩的高速增长，可以说，2016 年至 2017 年是大多闽系房企发展最快的两年，“激进、凶猛”的标签在这一时期凸显。

在降速求稳两年之后，禹洲和中骏也在 2016 年开始提速，踏上规模扩张之路。2016 年禹洲将总部迁至上海，全国加快布局，2017 年中骏也迁总部于上海，同时提出“三年千亿”的目标。

但在此过程中，相较阳光城、融信、正荣的高杠杆，禹洲和中骏在杠杆加码上偏保守，净负债率始终保持行业平均水平之下，虽然 2016-2017 年维持着 60%左右的业绩高增速，但仍明显低于其他激进闽系房企 75%甚至 100%的业绩增速，且由于前两年的降速，规模基数在百亿徘徊，至 2017 年底整体增长并不快，开始明显“掉队”。

图表：2015-2019 年闽系房企净负债率



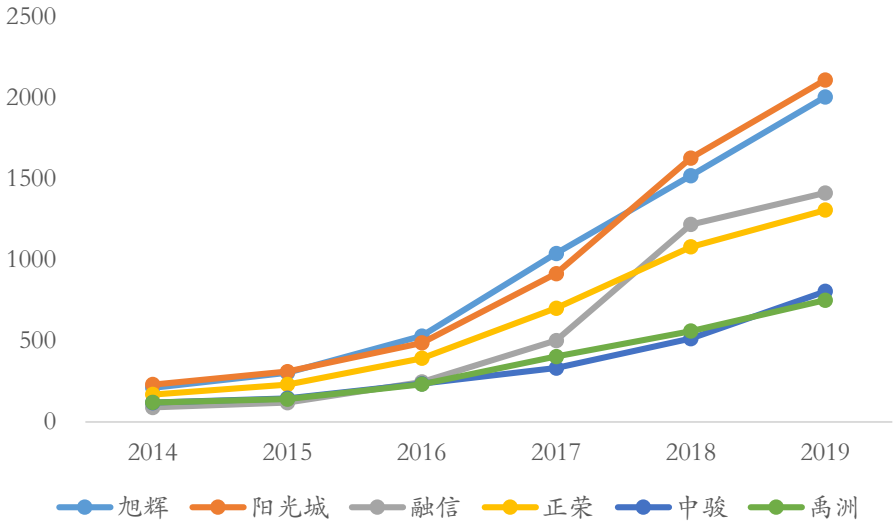
资料来源：亿翰智库、企业公告

4、市场激烈竞争下，逆周期加速扩张但难度升级

2018 年以来，随着史上最严“限价、限购、限售”调控政策的出台，多地楼市发布史上最严格调控政策，整体调控思路十分明确，即围绕“房住不炒”定位，坚持调控不放松。

面对严峻的行业形势及所剩不多的市场机会，中骏和禹洲如逆水行舟，不进则退。为了跨上千亿门槛从而有更多的拿地机遇、更低的融资成本、更强的人才吸附能力等，这一时期禹洲和中骏扩张速度再次加快。但在行业增速下滑的大趋势下，二者的提速进程依然相对缓慢，且由于基数低，销售规模逐渐与阳光城、旭辉、融信、正荣等拉开差距。

图表：2014-2019 年闽系房企销售额（单位：亿元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

三、逆水行舟，禹洲 PK 中骏

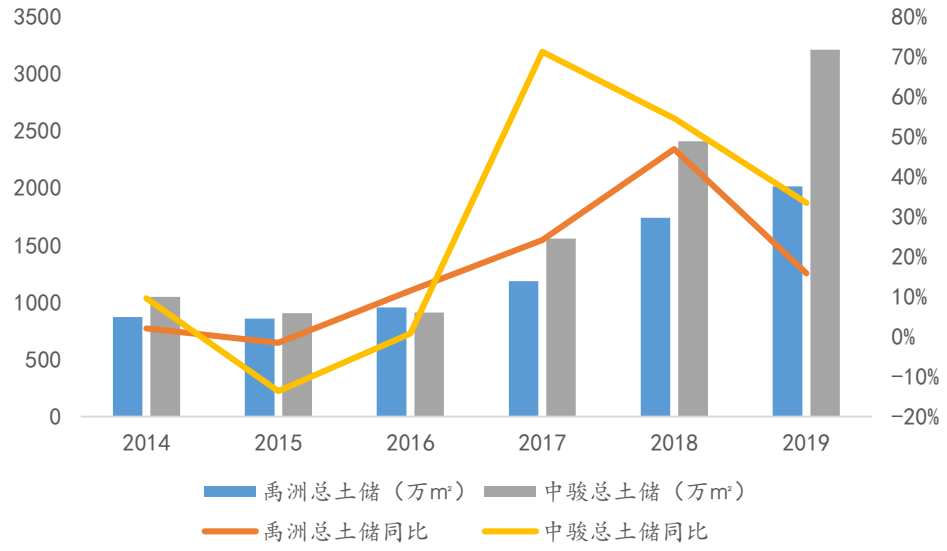
中骏和禹洲虽然有很多相似的发展节点，且规模扩张速度相对其他闽系房企偏慢，但也由于遵循稳健的经营风格，净负债率自 2016 年开始持续下降至 60%-65%左右的水平，低于行业平均水平，在财务表现上均体现出较强的把控力，但在冲刺千亿过程中，二者的投资策略、拿地方式及盈利表现上仍有明显差别。

1、投资策略：禹洲注重聚焦深耕，中骏则更善于抓住市场机会找到利润点

截至 2019 年末，中骏的总土地储备量达到 3209 万平米，而禹洲的总土地储备量为 2012 万平米，显然，中骏当前的土储量更为充裕；但结合二者 2019 年的销售面积来看，当前的土地储备量均能满足两家企业未来四五年的发展。

土储结构上，禹洲一直坚持聚焦长三角区域，2019 年长三角的土储占比达 43.3%，布局上始终以一二线城市为主，截至 2019 年末禹洲一二线城市的土储面积占比 72%；中骏在全国均衡布局，由于一线、热点二线城市受到政策影响比较大，中骏逐渐将重心由一线和热点二线城市，转移到二三线城市，截至 2019 年末二三线城市的土地成本占比约 89%。

图表：2014-2019 年中骏、禹洲总土储及同比



资料来源：亿翰智库、企业公告

此外，截至 2019 年末禹洲共进入 33 个城市，中骏共进入 47 个城市，禹洲在投资策略上更注重深耕。对比二者 2019 年的单城市产能，2019 年禹洲在售城市 26 个，合同销售额 751.15 亿元，单城市产能约为 29 亿元，而中骏 2019 年在售城市共 36 个，单城市产能 22 亿元左右。

一直以来，禹洲都积极践行着区域深耕的原则。在厦门，禹洲曾连续 8 年是厦门房企成交面积和成交金额“双冠王”，市占率达 10%；新进的城市上，2014 年新进南京之后，2015 年便继续拿下南京四块地，多盘联动打造市场竞争力，用了不到两年的时间跻身南京房企销售业绩榜前十；2016 年 12 月正式进入苏州，在不到一年的时间里，禹洲快速摘得八幅地块，短期内大量的土地储备在苏州形成了八子联动的效应，加之公司强运营之下带来的高效合

作，不到三年的时间，就实现了从零到百亿的突破，成为禹洲第一个百亿城市公司。

中骏广泛布局，2016 年底进入 15 个城市，2019 年底已布局 47 城，三年时间新进 32 城，深耕效益有待加强，但灵活的投资策略使中骏更善于抓住市场机会找到利润点。在中骏目前已进驻的城市名单上，会留意到，商丘、眉山、汕尾这些各大主流房企较少进入的城市，中骏却先后拿地。其中中骏在商丘收购的雍景台项目，成为当年片区的销冠项目，我们通过简单测算后发现，该项目的净利润率达 23%左右，高于中骏近 7 年 20%左右的净利润率水平；在当前商丘房地产企业间竞争日益加大的背景下，中骏的战略远见得到凸显。

2、拿地方式：禹洲擅长收并购，中骏一体两翼拿地

2019 年，中骏合同销售额为 805 亿元，权益销售额 436 亿元，销售权益占比为 54%，禹洲合同销售额为 751 亿元，权益销售额 447 亿元，销售权益占比为 60%，不难看出，在房企合作开发已成为主流的当前，中骏和禹洲在积极获地以支撑规模扩张的同时，也通过大量合作，降低权益的方式，在谋求快速扩张的同时，降低拿地成本缓解资金压力。

不过在具体拿地方式上，禹洲更为擅长收并购。收并购一直被禹洲地产视为拓展新城市的有力途径，每年获取土地储备过程中，有 1/4 至 1/3 为收并购所得。2017 年三四季度之后，很多小型地产商遇到困境，房企加速进入整合时代，对于禹洲而言正是发挥收并购的时机。2017 年禹洲新增土储中 40%是通过收并购获取的；2018 年初以 38 亿元收购沿海家园，新增土储 300 万平米，新增货值 400 亿元，同时，首次进入北京、佛山及沈阳三城，在全国的布局拓展至 22 城。不过收并购也存在一定的风险，2019 年禹洲将一些来自并购沿海家园资产包的尾盘项目直接进行商誉减值。

中骏在拿地上，一直以获取地价较低的商住综合体用地为主，在 2017-2019 年中骏的新增地块中，商住地块的数量占比均在 60%以上。一般而言，商业地价虽比宅地低，但由于商业地产对企业的开发能力以及其他的综合能力要求较高，且商业地产开发周期长、回报慢，因此大部分企业对商业地块的持有意愿并不高。而中骏自 2017 年进入长租公寓市场，并提出“FUN+幸福生活”生态圈战略，将联合办公、商业体系、长租公寓、酒店等打造成城市立体网络，这在当前政府规划地块有意提高商住比例的形势下，使得中骏能够提高竞争获取更多优质地块。

另外，中骏 2019 年明确了“一体两翼”核心业务发展模式，即以地产开发为主体，以购物中心和长租公寓为两翼，加速获取地块。以中骏商业项目——中骏世界城为例，截至 2020 年 5 月，已在全国 13 座城市，落子 16 座中骏世界城，其中 2019 年至 2020 年 5 月，获取的中骏世界城项目便有 11 个，从土地价格上来看，中骏世界城项目的平均地售比约为 0.26，地价相对较低，达到控制土地成本的目的。不过中骏目前的商业地产和长租公寓尚处于初始布局阶段，未进入真正创收阶段，截至 2019 年末，来源于上海中骏广场办公楼及南安世界城购物商场的租金收入为 2.85 亿元，在营业收入中的占比仅 1.4%，而商业地产及长租公寓作为长周期运营业务，前期仍需要强大的资金支持，短期内盈利难度较大，且项目后期对中骏的招商、运营等能力也有较大考验。

图表：2019 年以来中骏获取的部分世界城项目

拿地时间	城市	规划建筑面积(万㎡)	总成交金额(亿元)	平均楼面价(元/㎡)	周边平均售价	地售比
2020/02/27	福州	33.01	45.6	13816	26000	0.53
2020/02/20	揭阳	6.12	0.59	961	8100	0.12
2020/02/20	揭阳	8.7	1.31	1510	8100	0.19

2020/02/20	揭阳	8.45	1.41	1668	8100	0.21
2020/02/20	揭阳	28.02	3.49	1247	8100	0.15
2020/02/20	揭阳	0.26	0.09	3603	8100	0.44
2020/01/03	苏州	5.91	1.7	2885	13000	0.22
2020/01/03	苏州	26.57	5.78	2175	13000	0.17
2019/12/10	平顶山	39.08	4.55	1164	5987	0.19
2019/11/15	南昌	21.62	12.44	5753	14000	0.41
2019/09/27	河源	49.2135	10.1	2052	7000	0.29
2019/09/12	泰州	14.91	4.81	3225	12000	0.27
2019/09/12	泰州	19.34	8.89	4597	12000	0.38
2019/06/04	莆田	22.4	5.06	2259	7500	0.30
2019/04/02	泉州	39.2	6.45	1645	9800	0.17

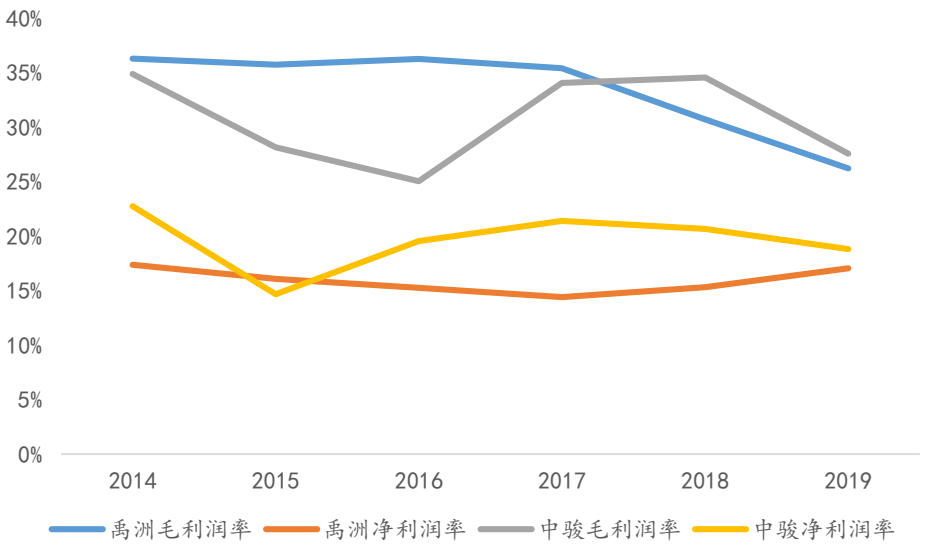
资料来源：亿翰智库、企业公告

3、盈利能力：禹洲连续 3 年毛利润率下降，中骏超三成净利润来自投资物业公允价值变动

毛利润率方面，2019 年禹洲毛利润率为 26%，连续 3 年呈下降趋势，中骏毛利润率 28%，略高于禹洲，但较 2018 年下降 7 个百分点，二者 2019 年的毛利润率均已下降至低于行业平均值。而净利润率方面，禹洲 2019 年净利润率连续三年持续提升至 17%，而中骏 2019 年净利润率 19%，连续三年下降，但仍高于禹洲。

因此整体上来看，二者的盈利能力均不同程度减弱，但目前中骏的盈利能力稍强于禹洲；另外，进一步研究发现，禹洲通过出售附属公司带来的收益增加净利润，中骏通过投资物业公允价值变动优化净利润，若二者均剔除掉这部分收益后，净利润率均低于平均水平。

图表：2014-2019 年中骏、禹洲毛利润率及净利润率



资料来源：亿翰智库、企业公告

（1）高价项目难去化，禹洲毛利润率持续下滑

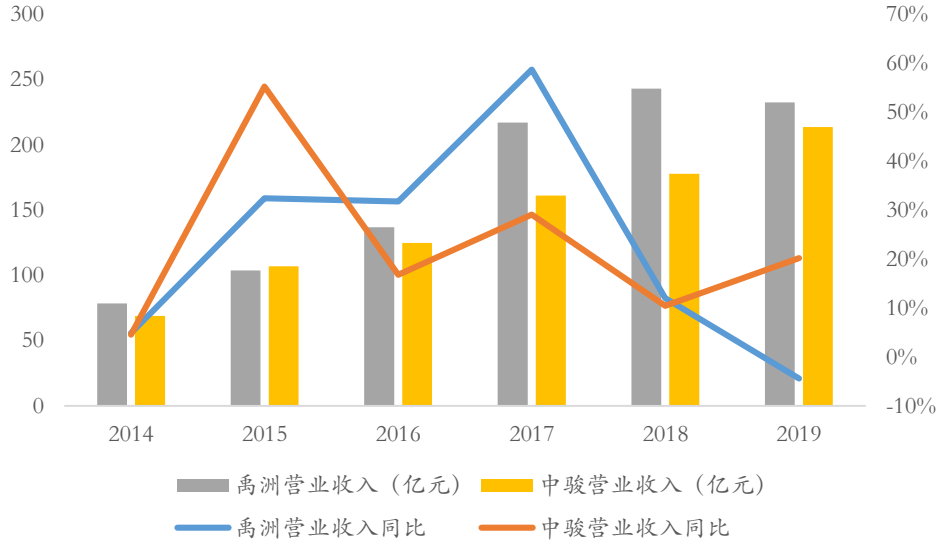
相比中骏，禹洲毛利润率的下滑态势更明显也更早出现下滑，其从 2017 年毛利润率便开始下降。

对此，我们认为，禹洲毛利润率下降的原因主要有两方面。一方面是营业收入增长乏力。实际上，在 2016 年至今禹洲销售业绩实现高增长的情况下，其营业收入自 2018 年以来增长缓慢，两年的同比增速一直呈下降趋势，甚至 2019 年实现营业收入 232 亿元，同比下降 4.4%，出现负增长。出现“增产不增收”情况的原因主要与禹洲近两年以降低权益的方式实现销售规模快速增长有关，由于部分合作项目的权益占比较低，禹洲并不具备并表权，这部分无法进行并表的项目导致营业收入增长较慢。

另一方面是营业成本居高不下，2019 年禹洲在营业收入负增长的情况下，营业成本仍同比增长 2%。我们认为，禹洲较高的营业成本主要与两方面因素有关：一是禹洲的项目布局。禹洲的项目在城市布局上以预售条件更严格的一二线城市为主，拉长了项目从拿地至销售的周期，相较于主要布局预售条件更低的二三线城市的中骏，禹洲的销售回款周期更长，沉淀的资本化利息整体上会高于中骏，提高了禹洲的营业成本；二是禹洲 2016 年和 2017 年拿了一些地价比较高的项目。2018 年是禹洲收入和利润率发生明显变化的转折点，而由于房地产行业销售与收入之间往往存在一至两年的时间差，因此要探究禹洲毛利润率下降的原因要追溯至 2016 年及 2017 年。

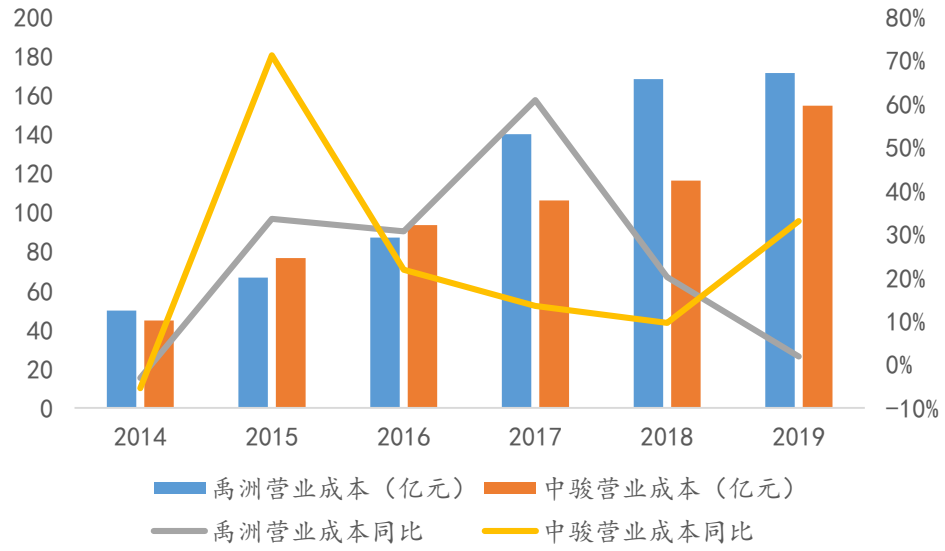
我们通过深入挖掘发现，2016 年至 2017 年禹洲所拿高溢价地块中，一部分至今未入市，如 2016 年 11 月 17 日南京项目、2017 年 3 月 29 日天津项目等至今仍未开盘，这部分高价项目的销售时间延长同样导致资本化利息不断增加，进而影响毛利润率，可以看到，禹洲的资本化利息占营业收入的比重自 2017 年开始快速上升，2017 年资本利息占营业收入比重为 5.56%，2019 年则上升至 17.9%，高出中骏 6.6 个百分点；另一部分则是低利润或亏本入市，由于地价过高直接影响毛利润率，如 2016 年 4 月 28 日所拿的合肥项目，楼面价 10170 元/㎡，2018 年开盘时的毛坯销售均价为 15700 元/㎡，地售比高达 0.65；2016 年 6 月 26 日以楼面价 32685 元/㎡获取的厦门地块，2019 年 10 月才开盘，开盘均价为 33000 元/㎡，基本接近楼面价。

图表：2014-2019 年中骏、禹州营业收入及同比



资料来源：亿翰智库、企业公告

图表：2014-2019 年中骏、禹州营业成本及同比



资料来源：亿翰智库、企业公告

图表：2016-2017 年禹洲高价项目

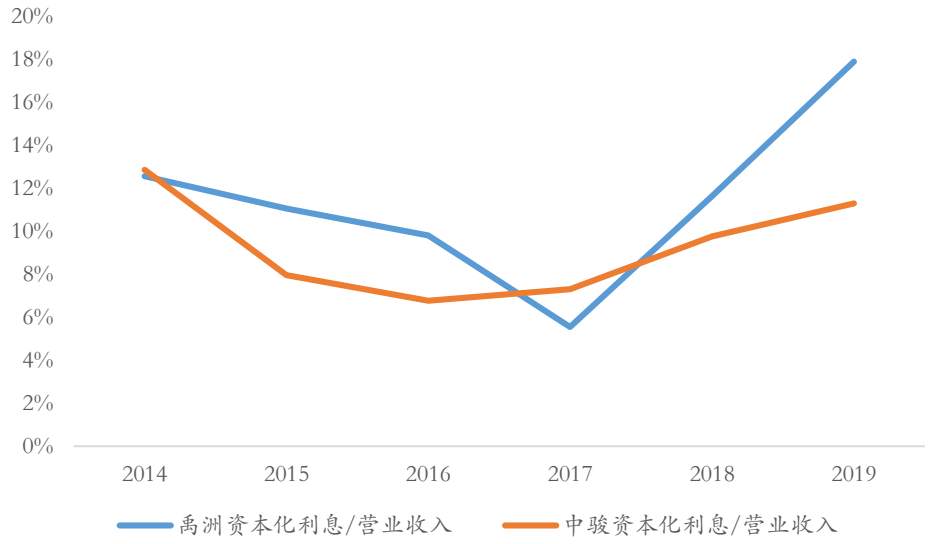
拿地时间	城市	规划用途	占地面积（万㎡）	规划建筑面积（万㎡）	总成交金额（亿元）	平均楼面价（元/㎡）	平均溢价率（%）	地售比	入市情况
2016/01/21	上海	住宅用地	4.13	9.08	26.3	28972	189.2	0.63	禹洲府，2018 年 9 月开盘，毛坯销售均价 46000 元/㎡
2016/02/24	福州	综合用地（含住宅）	4.51	10.65	17.3	16251	79.83	0.53	禹洲金辉里，2017 年 12 月开盘，销售均价 30500 元/㎡
2016/04/28	合肥	住宅用地	9.4	23.49	23.89	10170	294.19	0.65	禹洲郎溪上里，2018 年 9 月开盘，毛坯销售均价 15700 元/㎡
2016/04/28	合肥	住宅用地	2.37	5.93	7.18	12120	380.95	0.73	禹洲珑玥湾，2019 年 6 月首开，备案均价 16667 元/㎡
2016/08/26	厦门	综合用地（含住宅）	4.27	8.53	27.88	32685	182.47	0.99	2019 年 10 月开盘，住宅均价约 33000 元/㎡
2016/11/17	南京	综合用地（含住宅）	3.22	6.45	8.8	13645	39.68	0.57	未入市
2017/03/29	天津	住宅用地	4.54	5.45	7.58	13902	49.95	1.55	未入市
2017/04/19	天津	住宅用地	7.93	9.52	13.25	13916	49.97	1.55	未入市
2017/05/18	厦门	综合用地（含住宅）	1.88	4.28	13.49	31519	50.06	1.10	未入市
2017/08/25	天津	住宅用地	6.2	7.44	9.7	13033	12.4	1.45	未入市

2017/11/30	南京	综合用地（含住宅）	8.06	14.66	11.5	7847	109.09	0.70	2018 年 10 月首开盘，精装均价 11000-12000 元/平米，当时溧水区域整体限价在 12000 元/平，地块所处的城北区域在 11200 元/㎡

资料来源：亿翰智库、企业公告

备注：未入市项目的销售价格以周边楼盘当前的销售均价为依据；蓝色标注的项目为禹洲 2019 年已出售部分股权的项目。

图表：2014-2019 年禹洲、中骏资本化利息占营业收入比重



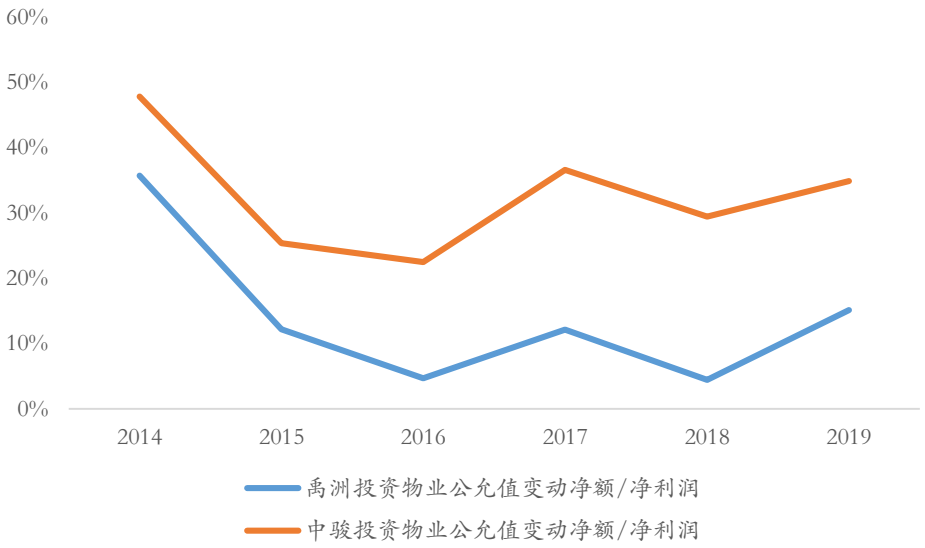
资料来源：亿翰智库、企业公告

（2）公允价值变动损益虚增利润，禹洲管理效率更强

在行业盈利空间收窄的背景下，2019 年禹洲净利润率 17.1%，中骏为 18.8%，均属于行业较高水平，且中骏的净利润率略高于禹洲。

不过，我们通过仔细比较禹洲、中骏的利润表发现，当前禹洲、中骏的净利润率皆存在虚高的情况。2019 中骏净利润 40.2 亿元，其中投资物业公允价值变动净额 14 亿元，占比达 35%，也就是说，中骏的净利润有三成以上是来源于投资物业公允价值变动损益，而公允价值变动损益并不是实质的利润，只是体现在账面上的盈亏数值浮动；2019 年禹洲净利润 39.7 亿元，其中投资物业公允价值变动净额 6 亿元，占净利润的比重为 15%，虽然明显低于中骏，但 2019 年禹洲出售附属公司收益 14 亿元，也很大程度上优化了当前净利润，使得禹洲在毛利润率下滑明显的前提下，净利润率仍保持较高水平。若二者均剔除掉公允价值变动及出售附属公司所带来的这部分收益，则净利润率均低于 12%。

图表：2014-2019 年禹洲、中骏投资物业公允价值变动净额占净利润比重

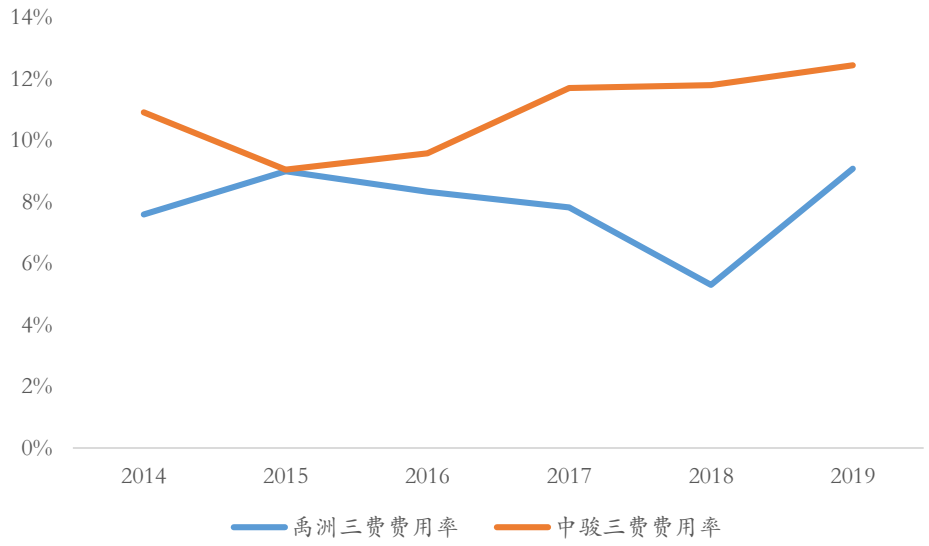


资料来源：亿翰智库、企业公告

另外，在成本管控方面，禹洲更强，尤其在管理效率上，明显好于中骏。从三费费用率上看，2014-2019 年，禹洲的三费费用率整体上低于中骏，尤其是在 2015-2018 年禹洲的三费费用率持续下降，而中骏的三费费用率却不断走高。

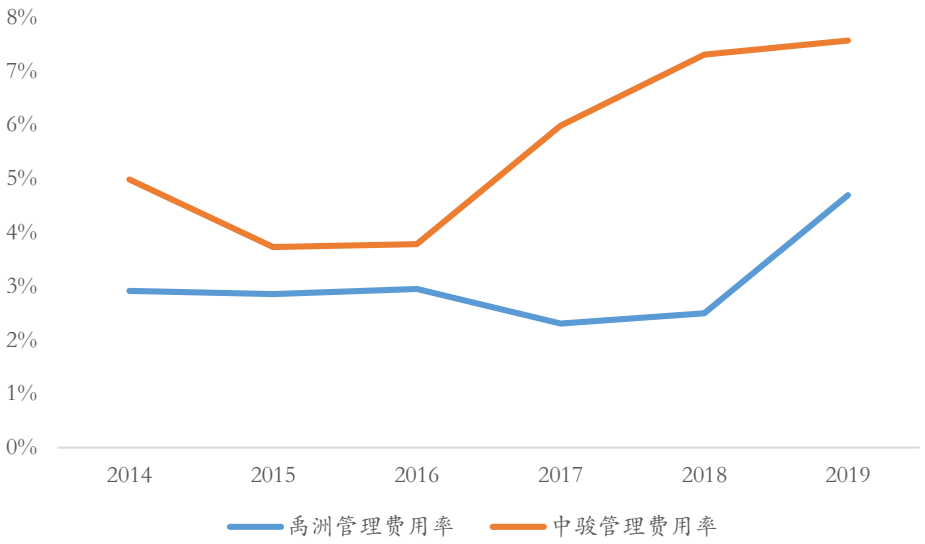
其中，在管理效率上二者的差距最为明显，如 2019 年禹洲的管理费用率为 4.7%，而中骏为 7.6%，差值较大。我们认为，禹洲在规模扩张中，深耕理念一定程度上也使得管理半径缩小，更利于提高管理效率，而中骏虽然进入城市较多，但由于分散化布局也导致管理难度的加大，且由于项目人员的增多，增加了薪酬支付，导致管理效率偏低。

图表：2014-2019 年中骏、禹洲三费费用率



资料来源：亿翰智库、企业公告

图表：2014-2019 年中骏、禹洲管理费用率



资料来源：亿翰智库、企业公告

四、2020 年困难模式下，下半年定胜负

中骏和禹洲之所以在千亿赛道上成为闽系房企中的“落后者”，主要与其踏错周期有关。2013 年破百亿之后，在 2014-2015 年市场遇冷时主动降速回笼资金，使得规模仍在百亿徘徊；2016-2017 年行业上行周期时，不似其他闽系房企以高杠杆换取规模，错过一波发展机会，规模上逐渐被拉开差距；2018 年开始，在行业形势愈加严峻的地产下半场，千亿规模几乎成为大部分房企的入场券，这一阶段中骏和禹洲均明显加快扩张步伐，但面对难言宽松的政策调控及竞争愈加激烈的市场环境，二者的千亿之路走得并不轻松。

不过，虽然禹洲和中骏在发展历程及经营风格上有诸多相似之处，但在具体的经营策略上又各有优劣，具体可表现在投资策略、拿地方式、盈利能力三个方面。

（1）投资策略上，禹洲注重深耕效益，中骏则善于抓住市场机会获取利润点；

（2）拿地方式上，收并购一直是禹洲的重要拿地方式，但也存在一定风险，而中骏以一体两翼为抓手获取地价较低的商住用地，提高拿地竞争力，但商业地产及长租公寓作为长周期运营业务，后续对其资金、运营、招商等能力有较大考验。

（3）盈利能力上，禹洲和中骏实际表现均欠佳。毛利润率方面，2019 年禹洲和中骏的毛利润率均下滑至行业均值之下，但禹洲主要受营业收入增长乏力及营业成本居高不下影响，当前的毛利润率低于中骏。具体而言，禹洲毛利润率已持续三年下降，一部分原因与禹洲以合作开发形式支撑规模快速扩张有关，导致部分结转项目无并表权，营业收入增长乏力，另一部分原因则与营业成本较高有关。一来禹洲以一二线城市为主的项目布局，受预售条件影响较大，拉长了销售回款周期，沉淀的资本化利息抬高营业成本，二来主要受 2016 年至 2017 年所拿高价项目影响，部分项目至今未入市或低利润、亏本入市，不断积累的资本化利息与高地价令营业成本居高不下。净利润率方面，剔除二者通过投资物业公允价值变动及出售附属公司所带来收益后的净利润率则低于行业平均水平。

2020 年始料未及的疫情冲击，无疑给禹洲和中骏的千亿冲刺开启了困难模式，截至 2020 年 5 月底，二者累计销售额均只完成了千亿的 30%左右，进度上稍显落后；不过房企销售一般会在下半年加快抢收，因此下半年才是禹洲和中骏各显身手的重要阶段。2020 年二者能否凭借各自不同的经营策略突破重围，聚首于千亿之巅，我们还将拭目以待。

【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