

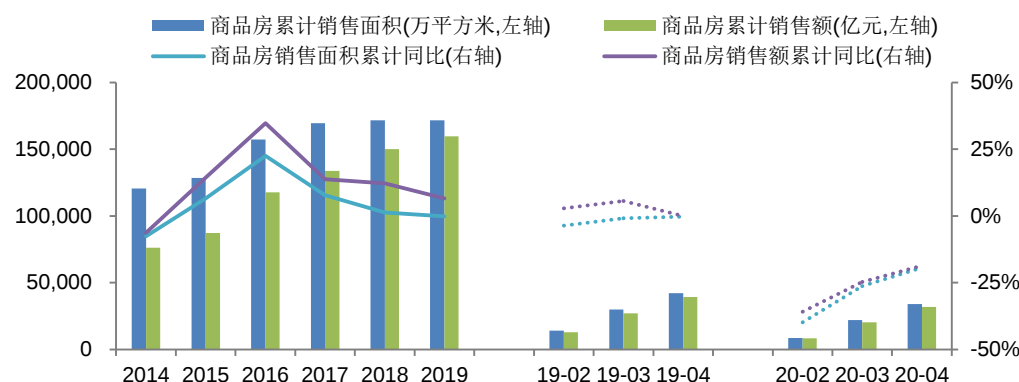
惠誉博华房地产行业 2019 年年报及 2020 年一季报点评

2020 年 5 月

2019 年行业销售量稳价升，2020 年初遭受 COVID-19 疫情冲击大幅下滑，伴随疫情得到有效控制，行业销售开始快速反弹

在“房住不炒”政策的持续调控下，2019 年，房地产行业销售呈现量稳价升态势。2020 年初，COVID-19 疫情的突然爆发，使得行业线下销售几乎陷入停滞，部分房企积极开拓线上销售渠道，以对冲疫情带来的负面冲击。自 3 月份以来，中国疫情得到有效控制，复工复产稳步推进，房地产行业销售得以持续修复。2020 年 1-4 月，行业销售金额与销售面积累计同比跌幅均较前 3 个月大幅收窄；4 月单月商品房销售量价同比跌幅分别为 2.1% 和 5%，较上月分别收窄 12pct 和 9.6pct；随着前期被压制的需求逐步释放，加之房企积极推盘，行业销售持续回暖。

图 1：房地产行业销售及同比增速



资料来源：Wind，惠誉博华整理

2019 年行业开发投资增速维持高位；2020 年 1-4 月施工和购地支出先抑后扬，带动行业投资快速复苏

2019 年，中国房地产开发投资累计完成额 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，仍然维持了高位运行态势。2020 年初尽管受 COVID-19 疫情影响，行业投资出现下滑；但随着疫情好转复工复产逐步深化，行业开发投资快速复苏。2020 年 1-4 月，房地产行业开发投资累计完成额 3.3 万亿元，累计同比下降 3.3%，降幅较前 3 个月收窄 4.5pct；4 月单月行业开发投资完成额 1.1 万亿元，同比增长达到 7.0%。

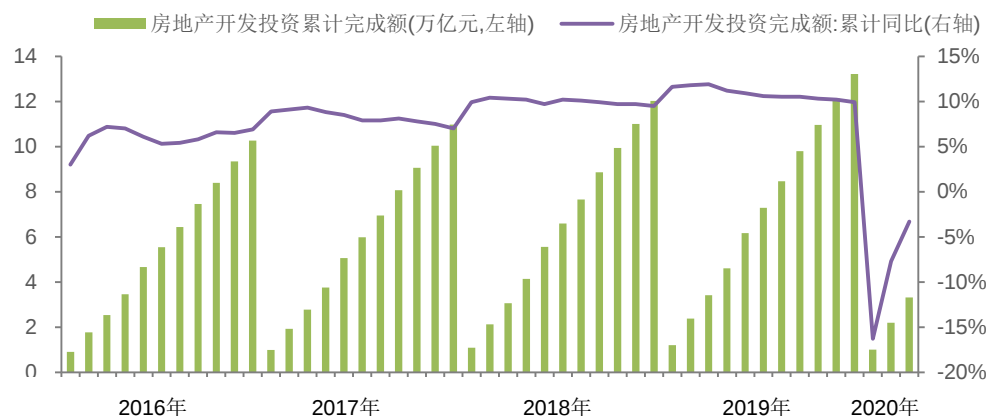
2020 年 1-4 月，房地产行业建筑工程支出和土地购置先抑后扬，带动行业投资快速复苏。房地产建筑工程累计支出 1.9 万亿元，累计同比下降 4.5%，降幅较前 3 个月收窄 5.0pct。房屋新开工面积 4.8 亿平方米，累计同比下降 18.4%，较前 3 个月回升 8.8pct；房屋竣工面积 1.9 亿平方米，累计同比下降 14.5%，较前 3 个月回升 1.3pct，考虑到前期预售项目存在一定的竣工交房需求，预计全年竣工增速有望持续回升。土地购置方面，2020 年 1-4 月，土地市场整体呈现“价升量跌”，主要系成交土地多位于一二线城市，楼面均价偏高所致。1-4 月土地成交价款为 1699 亿元，累计同比上升 6.9%，较前 3 个月提升 25pct。

联系人

王兴萍 +86 10 5663 3871
Xingping.wang@fitchbohua.com

周纹羽 +86 10 5663 3872
Wenyu.zhou@fitchbohua.com

图 2：房地产开发投资完成额及同比增速



资料来源：Wind，惠誉博华整理

坚持“房住不炒”政策主基调不变；2020 年行业政策重在企业扶持，购房需求刺激保持谨慎

近年来，中央层面坚持“房住不炒”政策主基调不变，2020 年 1 月以来，尽管受 COVID-19 疫情冲击，房地产政策仍然保持了较强的延续性、一致性和稳定性，未见大幅松动。整体上看，为了对冲疫情的负面冲击，近几个月行业政策对房企采取了一定的扶持措施，主要集中于分缴/缓缴土地出让金、放宽预售条件、减税降费、信贷支持、容缺办理手续等方面。在需求端，对刚需部分维持了边际放松的态度，通过人才引进、购房补贴等措施呵护刚需；而对于投资需求仍保持收紧态势，部分城市如驻马店、济南、广州、青岛、宁阳等多地出台的对市场刺激力度较大的政策均遭紧急撤回。整体上看，近期地方政府出台的房地产政策仍以微调为主，旨在扶持和稳定市场。5 月 21 日，2020 年政府工作报告再次重申“房住不炒”、“因城施策”，促进房地产市场平稳健康发展。2020 年以来的政策走向与惠誉博华年初对行业政策的判断基本一致¹。

图 3：2020 年初以来房地产行业主要政策梳理



资料来源：公开资料，惠誉博华整理

¹ 详见惠誉博华于 2020 年 2 月发布的《惠誉博华中国房地产行业系列研究报告（一）：政策篇》。

兼并收购成为龙头房企逆周期扩张的重要战略，行业集中度将进一步提升

经过近年来的持续调控，部分房企资金链承压，为财务健康、融资优势明显的龙头房企带来兼并收购机会。房企兼并收购一方面可以用于扩充土地储备，另一方面亦是参与合作开发项目的一种方式。2019年，融创、越秀、世茂、绿地、华润等多家大型房企均有不同规模的兼并收购行为。2019年融创中国收购泛海控股约129.7万平方米土地、收购云南城投合计3071.6万平方米的土地，融创中国通过兼并收购方式获取的土地约占整体新增土储的50%，有效降低了拿地成本。世茂集团通过收购泰禾多个项目股权，获得丰厚的土地储备。

2020年初以来，COVID-19疫情的突然爆发使得房地产销售遭遇严重打击，加速了部分资金链脆弱且营销能力不佳的房企风险暴露，龙头房企兼并收购机会大增。近期头部房企并购行为频繁，世茂集团全面接管福晟集团旗下项目、绿城中国受让新湖中宝旗下多个项目，均为行业内并购大手笔。

2019年样本企业总资产和净资产规模增速持续放缓；受房企间合作开发项目快速增长影响，净资产增速明显高于归母净资产增速

惠誉博华选取了95家发债房企作为样本企业。2019年，样本企业总资产规模同比增长18.1%，增速持续放缓，净资产和归母净资产亦呈同向变动。近年来受房企合作开发项目快速增长影响，净资产增速明显高于归母净资产增速，2019年分别为19.6%和12.9%，但增速均有所放缓。2020年一季度，受COVID-19疫情影响，样本企业总资产和净资产均大幅下滑。

图4：样本企业总资产及同比增速

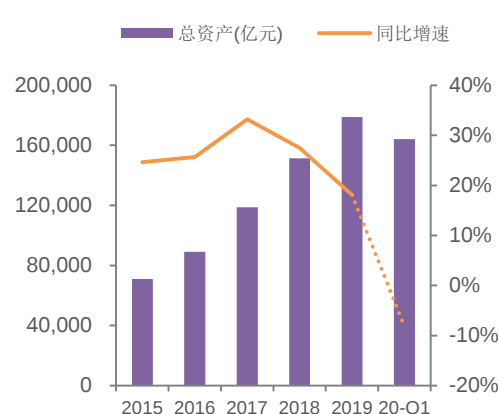
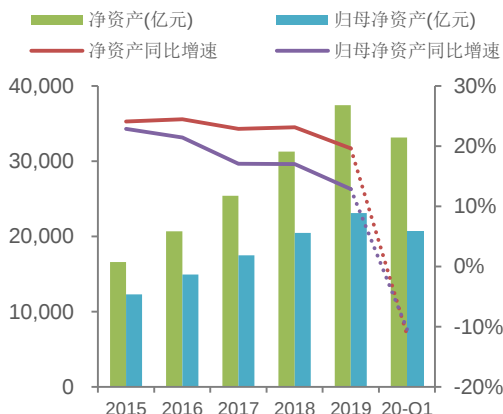


图5：样本企业净资产及同比增速



注：2020年一季度总资产和净资产增速为较上年底变动情况。

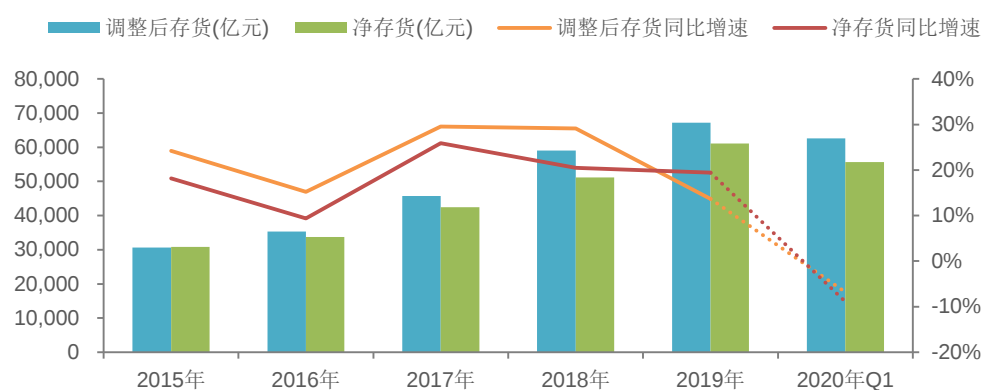
资料来源：Wind，惠誉博华整理

资料来源：Wind，惠誉博华整理

2019年存货增速持续放缓，合作开发项目对房企存货的影响愈加显著

惠誉博华采用净存货衡量房企存货规模，调整后存货则将未并表的合作开发项目考虑在内。近年来，样本企业存货规模增速有所放缓，但随着房企合作开发模式愈加普遍，样本企业净存货与调整后存货的差额逐年扩大，二者的变动幅度亦有所分化。2019年，样本企业净存货和调整后存货的同比增速分别为19.4%和13.7%，主要系行业政策持续收紧，房企普遍放缓对外投资节奏，长期股权投资规模增速大幅下降所致。2020年一季度，样本企业净存货和调整后存货分别较上年底下降8.9%和6.8%。

图 6：样本企业存货规模及同比增速



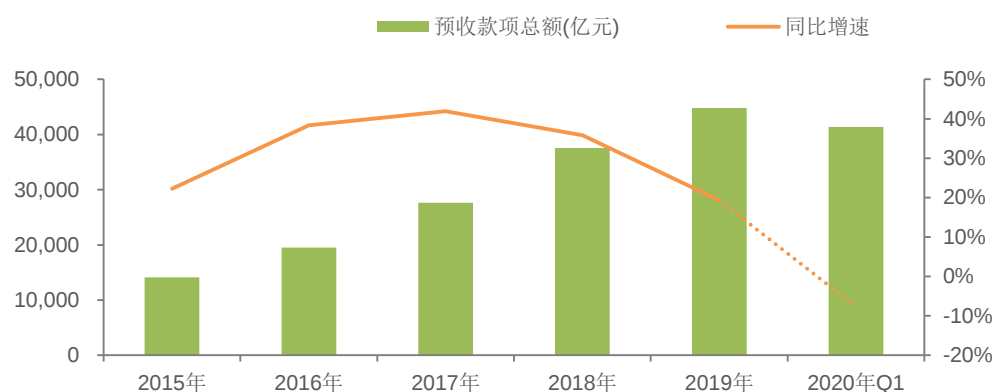
注：（1）净存货为合并报表口径，调整后存货考虑了合营联营公司的影响；（2）2020 年一季度存货增速为较上年底变动情况。

资料来源：Wind，惠誉博华整理

2019 年预收款项总额增速持续放缓，但仍维持高位，可观的预收款项构成房企未来业绩结转的可靠保证

近年来，随着房地产调控持续，行业销售增速不断放缓，样本企业预收款项总额同趋势变动。2019 年，样本企业预收款项总额 44,795.8 亿元，同比增长 19.3%，增速仍维持相对高位，预收款项规模较大，为未来房企的业绩结转形成支撑。2020 年一季度，COVID-19 疫情导致销售大幅下滑，加之部分项目逐步结转，样本企业预收款项总额出现下滑。

图 7：样本企业预收款项总额及同比增速



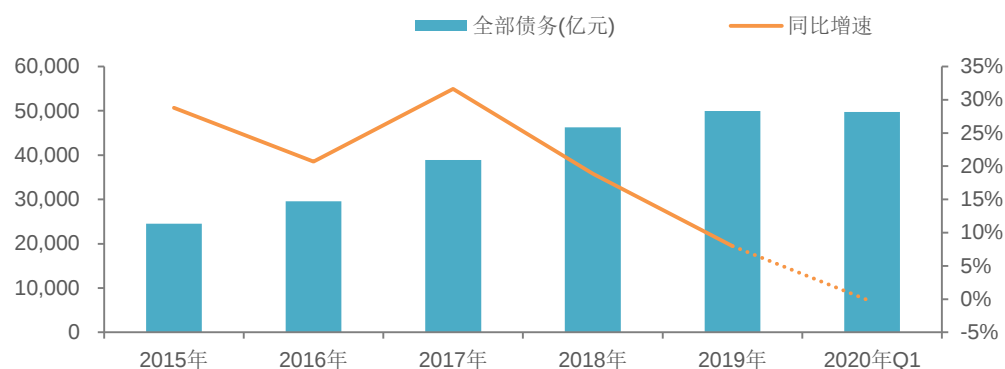
注：（1）预收款项总额包含预收款项与合同负债；（2）2020 年一季度预收款项总额增速为较上年底变动情况。

资料来源：Wind，惠誉博华整理

样本企业有息债务规模持续增长，但增速显著放缓

近年来，房地产融资持续收紧，样本企业有息债务规模增速显著放缓，有息债务增速由 2017 年的 31.6% 大幅下降至 2019 年的 7.9%，增速下滑明显。2020 年一季度，样本企业有息债务规模同比增长 3.5%，较 2019 年底微幅下降 0.4%，当前在货币政策整体宽松的环境下，房企融资成本走低，部分房企通过发行债券、ABS 等方式积极扩大融资规模，但政策端对房地产行业的限购、限售等调控仍未明显放松。

图 8：样本企业有息债务规模变动



注：2020 年一季度全部债务增速为较上年底变动情况。

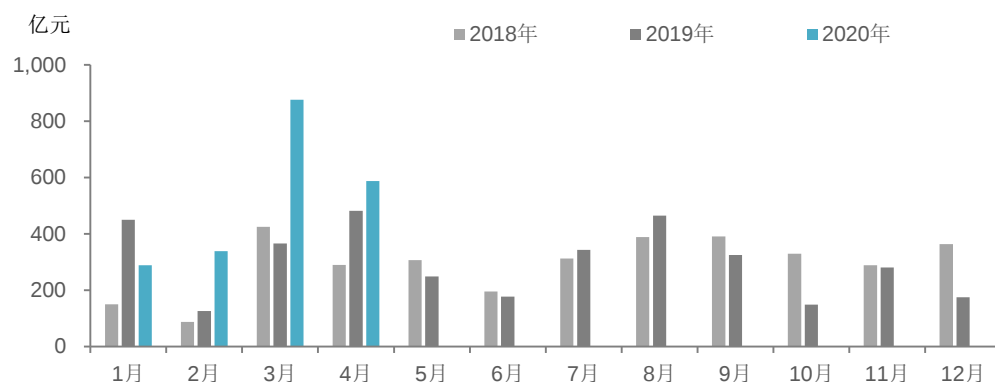
资料来源：Wind，惠誉博华整理

2020 年一季度房地产融资环境边际放松，发债规模大幅增加

近年来，房地产融资政策持续从紧，2019 年，房地产行业发债规模与上年基本持平。2020 年以来，对房地产融资渠道的管控有所放松，加之宽松的货币政策使得房地产行业边际受益，房企发债规模大幅增加，均显著超过 2018 年和 2019 年同期水平。

海外发债方面，受累于 3 月美元流动性危机，加之海外投资者对中国房地产行业的担忧，导致海外债券融资成本上升，2 月份 COVID-19 疫情发生以来，房地产行业海外债券融资规模均小于境内债券融资，4 月甚至出现海外债券零发行的局面。

图 9：房地产信用债券发行规模

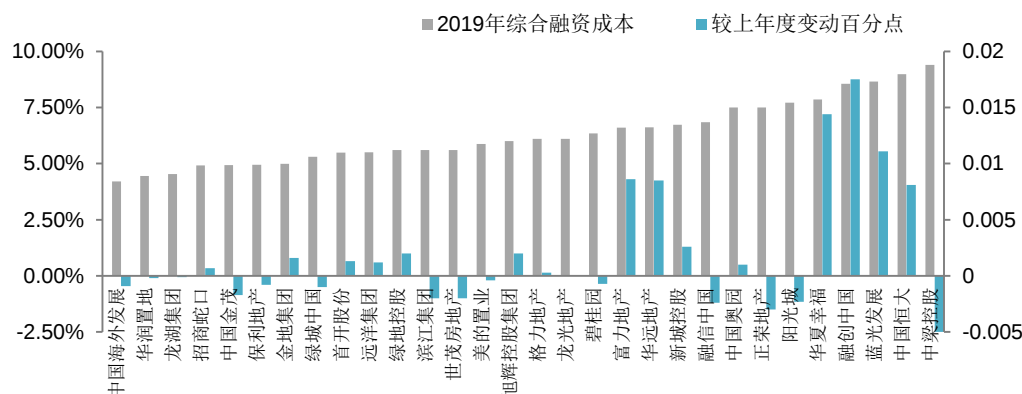


资料来源：Wind，惠誉博华整理

行业综合融资成本持续分化，大多数样本企业融资成本上涨

2019 年，房地产行业融资环境持续从紧，多渠道受监管限制，样本房企综合融资成本持续分化，除少数财务管控严格的龙头房企和国企以外，大多数样本企业融资成本均呈现不同程度上涨，其中富力地产、华远地产、华夏幸福、融创中国、蓝光发展、中国恒大等企业融资成本涨幅明显。尽管 2019 年信用债市场整体发行利率有所下行，但除了少数龙头房企和国企以外，对房地产融资的严格管控使得大多数房企新增融资成本上行，加之公司原有的低成本融资陆续到期，而新增融资成本相对较高，从而拉高了企业综合融资成本。2020 年一季度，得益于积极、宽松的货币政策，房企融资成本普遍较上年度明显下行。

图 10：部分样本企业综合融资成本变动

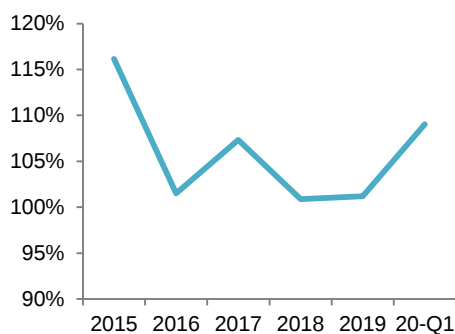


资料来源：企业年报，惠誉博华整理

财务结构持续优化，杠杆水平总体逐渐下行；2020 年一季度信贷政策边际放松，行业净负债率小幅上扬

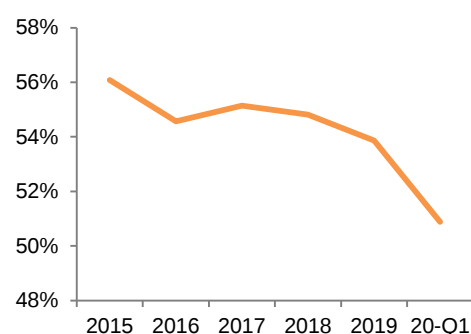
近年来，房地产行业调控与融资政策持续从紧，行业杠杆水平缓慢下降。2019 年，样本企业净负债率和全部债务资本化比率分别为 101.2% 和 53.9%，均较上年度略有下降。其中新城控股、招商蛇口、龙光地产、中梁控股、阳光城等企业杠杆水平下降明显，而绿城中国、中国奥园、华远地产等企业杠杆率则大幅逆势上扬。2019 年，华远地产、首开股份、华夏幸福、中国恒大、富力地产、融创中国等企业的杠杆水平处于样本企业的相对高位，需关注其再融资及短期债务到期情况。2020 年一季度，行业信贷政策有所放松，房企抓住窗口期，积极扩大融资规模，样本企业净负债率水平小幅上扬。

图 11：样本企业净负债率变动



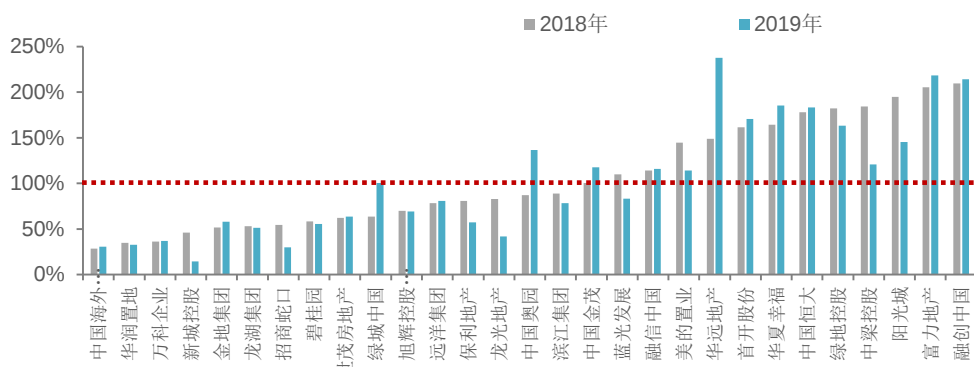
资料来源：Wind，惠誉博华整理

图 12：样本企业全部债务资本化比率变动



资料来源：Wind，惠誉博华整理

图 13：部分样本企业净负债率

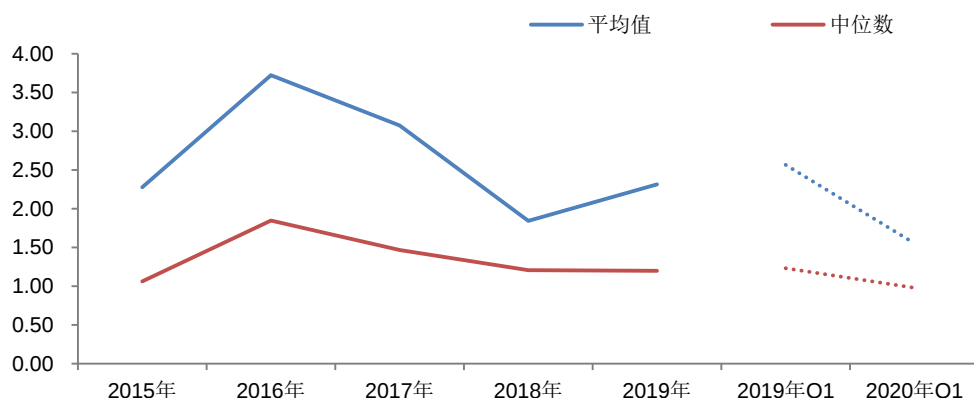


资料来源：Wind，惠誉博华整理

短期偿债能力普遍有所弱化，但分化明显，2020 年一季度受疫情冲击急剧恶化

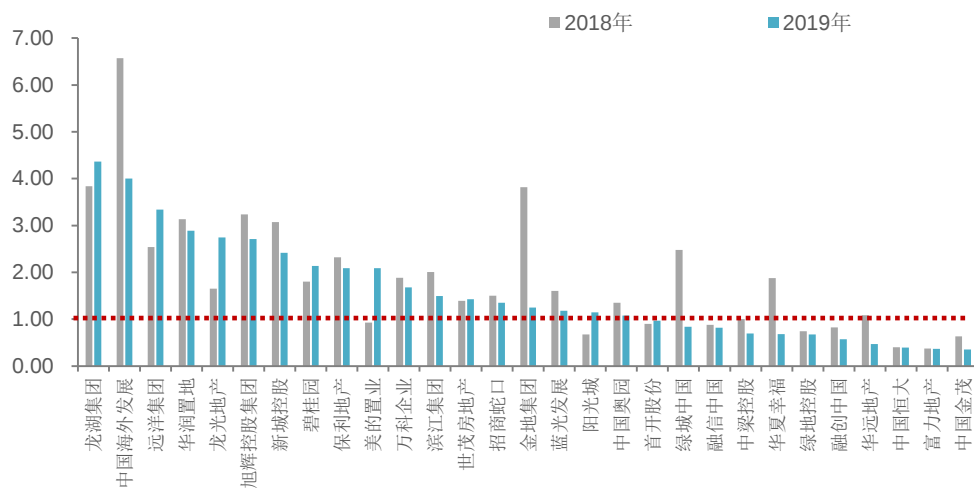
惠誉博华选取货币资金/短期债务指标衡量房地产企业的短期偿债能力。近年来，房地产行业短期偿债能力分化明显，货币资金/短期债务指标中位数持续下滑，短期偿债能力普遍有所弱化，主要是由于融资和销售的增速下降，叠加前期融资高峰年份的债务逐渐到期所致。样本企业中，金地集团、绿城中国、华夏幸福、华远地产等短期偿债指标降幅明显，中国金茂、富力地产、中国恒大、华远地产、融创中国短期偿债指标处于最弱区间。2020 年初 COVID-19 疫情冲击使得房地产销售大幅下滑，促使行业短期偿债能力显著下滑。在此背景下，部分房企积极调整业绩目标，以“促销售、抓回款、降杠杆”作为主要考核目标，加强现金流管控，以缓解资金压力。

图 14：样本企业货币资金/短期债务指标变动



资料来源：Wind，惠誉博华整理

图 15：部分样本企业货币资金/短期债务指标



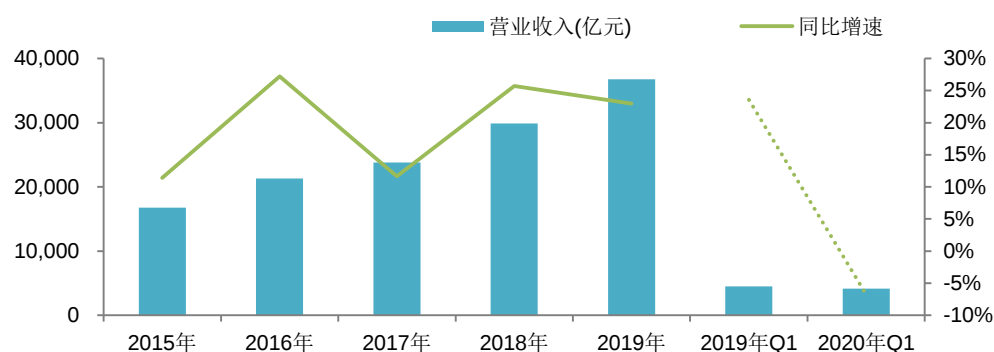
资料来源：Wind，惠誉博华整理

2019 年样本企业盈利水平有所下滑，但仍处于相对高位，2020 年一季度受疫情打击出现断崖式下降

2019 年，样本企业营业收入增速有所下滑，同比增速为 22.9%；受前期高价土地项目逐步结转影响，净利润和归母净利润增速下滑快于营业收入，2019 年，样本房企净利润个归母净利润增速分别为 17.4%和 15.7%，较上年度分别下滑 7.6pct 和 2.1pct。2020 年一季度，受 COVID-19 疫情冲

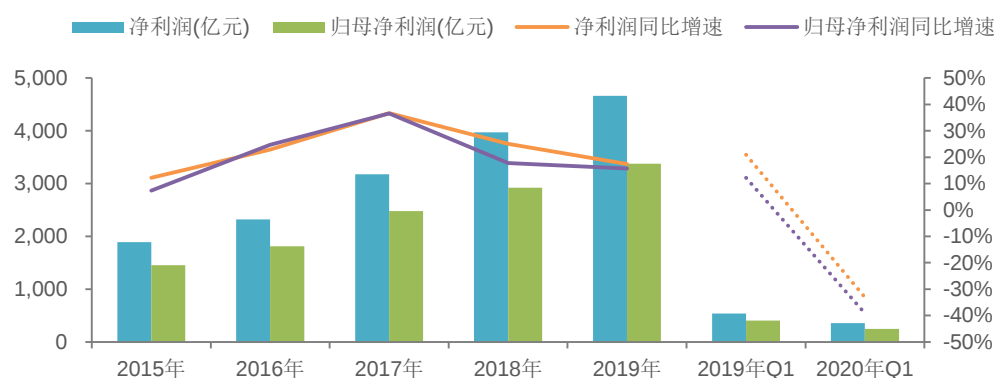
击，样本企业营业收入分别下滑 6.7%，净利润和归母净利润则同比分别大跌 33.1%和 39.1%。

图 16：营业收入及同比增速



资料来源：Wind，惠誉博华整理

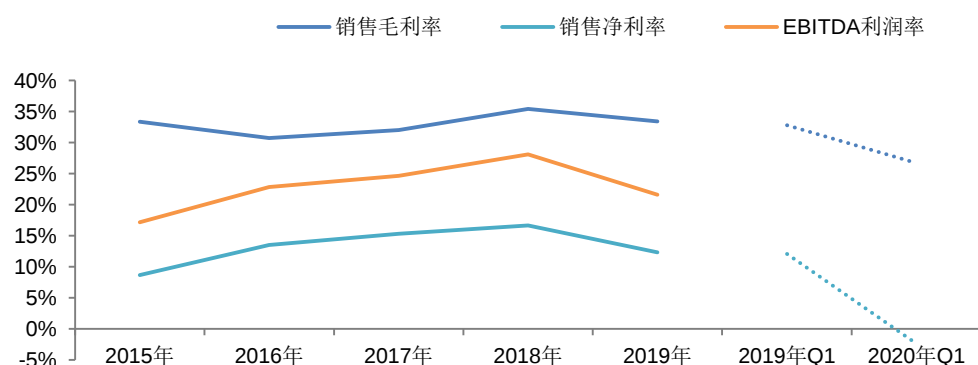
图 17：利润规模及同比增速



资料来源：Wind，惠誉博华整理

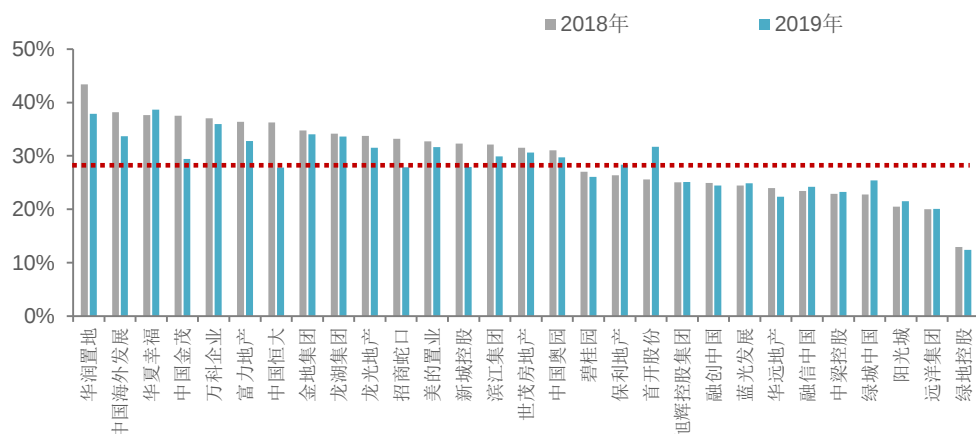
盈利指标方面，2019 年，样本企业销售毛利率、销售净利率和 EBITDA 利润率分别为 33.4%、12.3%和 21.6%，盈利水平仍处于相对高位，但均开始表现出不同程度的下滑。主要原因一方面是前期高成本项目的逐步结转，导致毛利率下滑；另一方面则是由于存货减值准备计提增加所致。样本企业中，2019 年华润置地、华夏幸福、万科企业、金地集团、龙湖集团、中国海外发展等销售毛利率水平较高。2020 年一季度，COVID-19 疫情的冲击使得样本企业盈利指标大幅下滑，销售净利率由正转负。

图 18：样本企业盈利指标变动



资料来源：Wind，惠誉博华整理

图 19：部分样本企业销售毛利率

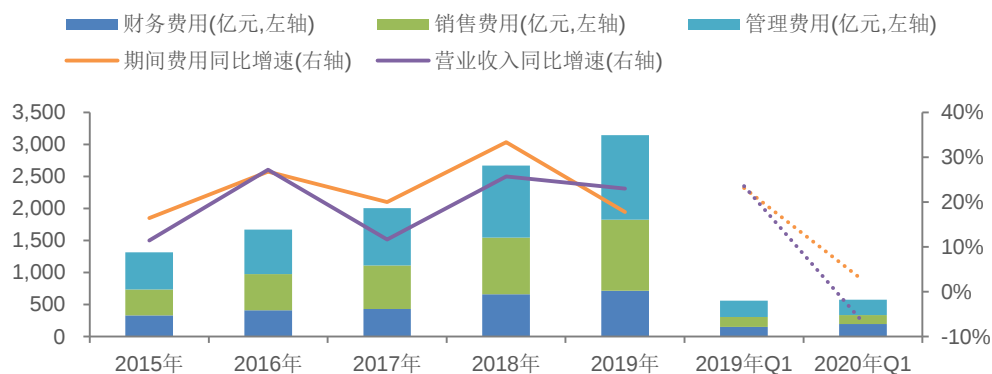


资料来源：Wind，惠誉博华整理

2019 年样本企业期间费用控制能力提升，期间费用增速低于营业收入增速

近年来，样本企业期间费用总额不断增长。2019 年，样本企业期间费用增速低于营业收入增速，期间费用占营业收入的比重有所下降，样本企业的期间费用控制能力有所提升。其中财务费用、销售费用和管理费用增速分别为 8.5%、25.5%和 17.2%，均同比有所下降，其中财务费用增速降幅最为显著，销售费用增速降幅最小。2020 年一季度，样本企业销售费用和管理费用均同比转跌，财务费用同比微增，在 COVID-19 疫情冲击下，期间费用主要为企业的刚性支出，加重了样本企业的成本压力。

图 20：样本企业期间费用变动

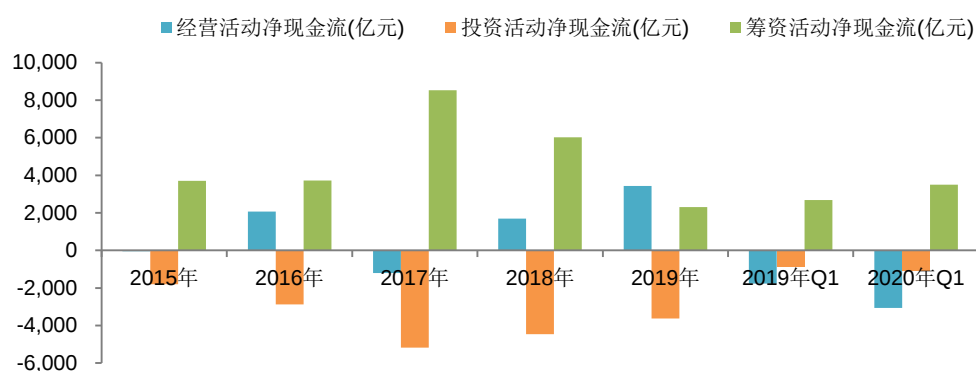


资料来源：Wind，惠誉博华整理

样本企业经营活动现金流无法覆盖投资支出，行业现金流仍主要依赖于筹资活动

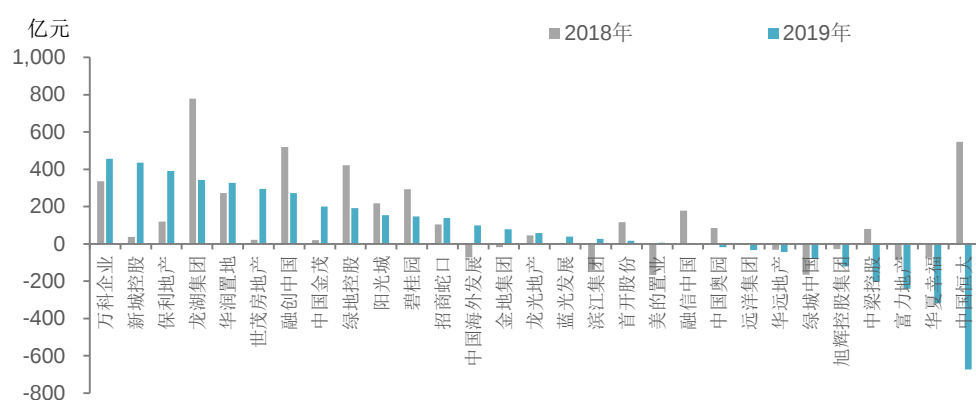
近年来，房地产行业经营活动净现金流正负互现，经营活动产生的现金净流量难以覆盖投资支出，行业现金流仍主要依赖于筹资活动。随着行业融资政策的持续收紧，2017 年来样本企业筹资活动现金净流量持续下降，经营活动现金净流量逐年增长。样本企业中，2019 年经营活动净现金流普遍变动较大，其中中国恒大、华夏幸福、富力地产、中梁控股等经营活动现金净流出规模较大，因而其筹资活动现金流相应呈现较大规模的净流入。2020 年一季度，受 COVID-19 疫情冲击，样本企业经营活动现金净流量同比下滑，而得益于融资环境的适度放松，行业筹资活动现金净流量同比有所增长。

图 21：样本企业现金流情况



资料来源：Wind，惠誉博华整理

图 22：部分样本企业经营活动净现金流



资料来源：Wind，惠誉博华整理

综合来看，2019年，在行业持续调控背景下，头部房企凭借经营、销售、财务、融资等优势，仍然寻求一定的逆周期扩张机会，行业集中度持续提升。财务方面，2019年行业盈利水平有所下滑，受累于行业销售增速放缓，预收款项总额增速亦有所下滑，但绝对规模仍处于高位，为未来业绩结转形成支撑。尽管行业有息债务规模仍有所攀升，但杠杆水平处于微幅下降通道，财务结构持续修复。

2020年初，受 COVID-19 疫情负面冲击，行业经营状况、盈利水平、偿债能力、现金流等关键指标大幅下滑，但在疫情得到有效控制后，随着复工复产持续推进，行业销售与投资端联袂快速复苏，体现了良好的行业韧性，也有助于中国稳就业、稳金融、稳投资、稳预期工作，从而克服 COVID-19 疫情带来的不利影响。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。