

从非理性繁荣到理性稳定

房企 2020 年度财务报告解读

2021/05/20





【引言】

2020 年极为不凡，这个庚子年给整个世界带来太多改变，从国际到国内，从政治到经济，其中有些改变的影响将是深远的。而对于中国的房地产行业，在经历短暂停摆到快速修复过程中，“三道红线”的规则或许挑战了行业过去发展的底层逻辑。由于国情的特殊性，带来房地产行业的发展趋于非理性繁荣，而在“房住不炒”的坚定立场和因城施策、因企施策的调控浪潮中，房企试图在行业转轨中寻找新的发展契机，由此 2020 年的房企财报尤为关键，不仅是疫情后的首张成绩单，更是“三道红线”后的首次财报披露。

【数据说明】

本文基于房企 2020 年财务报告，针对性选择 100 家上市房企作为研究对象（下文简称样本房企），具体名单详见附件。

需要说明的本文关于“三道红线”的统计方式，为了具有更高“可比性”，均采用统一计算公式，个别与房企披露数据存在差异，实为计算口径的差异，不存在实质冲突。

三道红线计算公式：

- 1) 剔除预收款项的资产负债率= (总负债-预收款项-合同负债) / (总资产-预收款项-合同负债)
- 2) 净负债率= (有息负债-货币现金) /总权益
- 3) 现金短债比=货币现金/短期债务

第一章 快速降档与短期波动

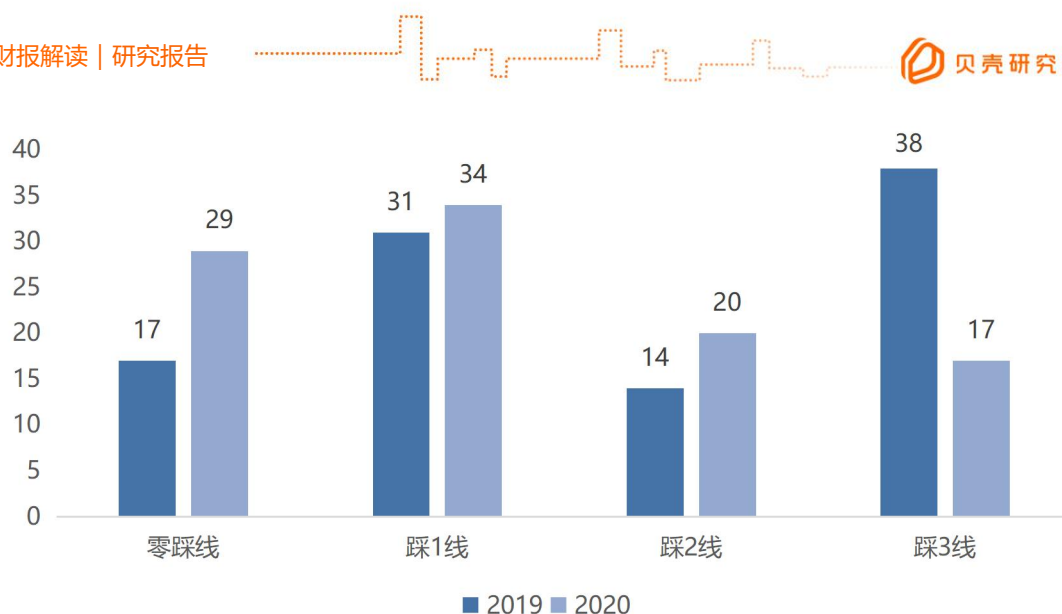
踩线现状：从金融有益论，到金融中性论，“三道红线”及时且必要；40%样本房企成功实现降档，看重降档结果是短时的，而关注降档质量是长期的。

样本房企 2020 年零踩线房企数量 29 家，占比 29%，较 2019 年增加 12 家。从变化情况看，降档（降 1 档与降 2 档）房企占比达 40%，其中 10 家房企较 2019 年下降 2 档，1 家房企快速下降 3 档。2020 年房企财务表现中降档、“变绿”成为主旋律。

政策背景为 2020 年 8 月，住建部、人民银行召开重点房地产企业座谈会，参会的重点 12 家房企出席会议，会后“三道红线”信息迅速普及全行业。尽管截至目前尚未有“三道红线”官方标准出台，而彼时距离 2020 年末所剩的时间已不多，可最终通过房企 2020 年财务数据上分析，房企降负债的结果超预期。

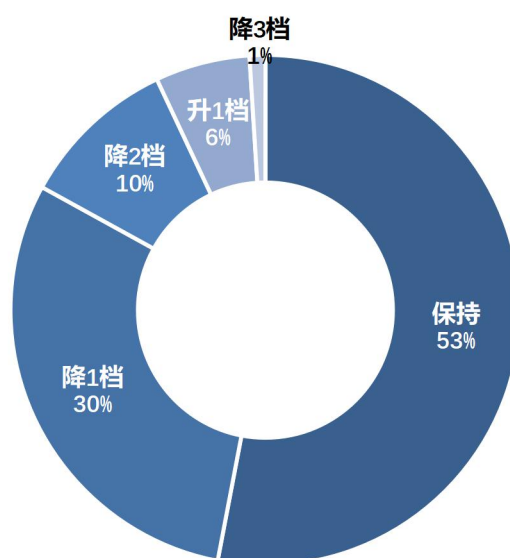
事实上，金融相关产业在房地产行业扮演着至关重要的角色，一定程度内的金融密集度上升有利于行业发展，但两者之间的关系非线性，也并非无限制，超过合理水平，尤其是债务规模达到边际点后，金融扩张可能是有害的，从金融有益的论调，回归金融中性。房地产行业在近几年债务创造过度，此时金融监管“三道红线”政策的出台必要且及时，为我国房地产行业长期稳定发展建立风险保障体系。而少数房企如此快速的降负债，其降档质量、安全性和稳定性还有待观察。

图 1：2019 年与 2020 年样本房企“三道红线”踩线情况



数据来源：房企财报，贝壳研究院整理

图 2：2020 年样本房企“三道红线”较 2019 年变化情况



数据来源：房企财报，贝壳研究院整理

踩线结构：在快速降档的过程中，现金短债比成为房企降档的首选，而剔除预收款项后的资产负债率最难实现短期达标。

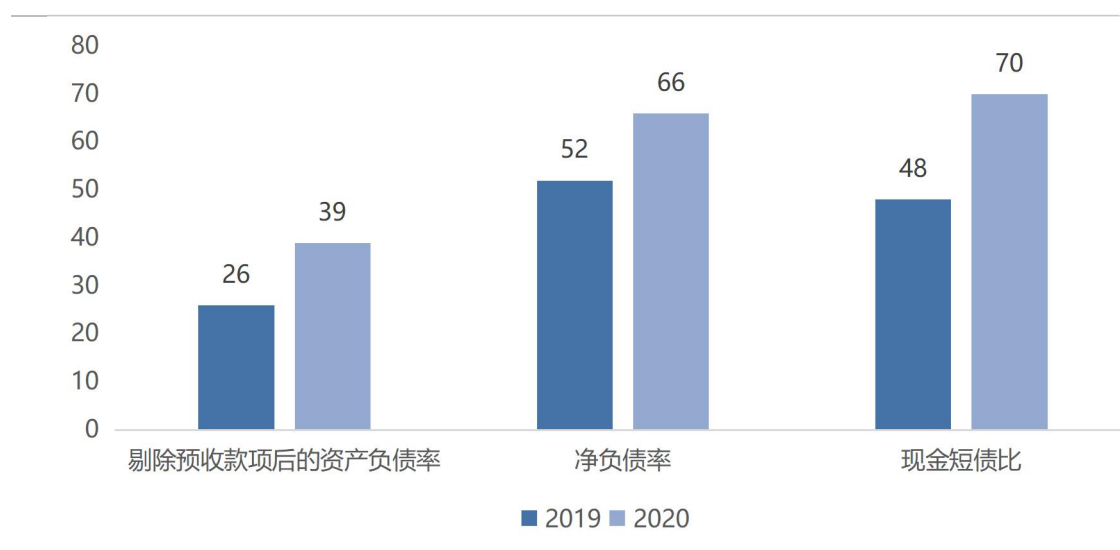
从“三道红线”各条线的达标情况看，样本房企中现金短债比最容易达标，2020年达标率70%，也是房企降档的首要武器，较2019年达标率提升22个

百分点。净负债率紧随其后，2020年达标率66%，较2019年提升14个百分点。而剔除预收款项后的资产负债率达标情况较2019年有明显提升，但仍未超过40%的达标率。

房企降档的实际操作多样、复杂，而简单归因其实是一个公式问题，即减小分子，扩大分母。根据样本房企的数据统计，同样是作为分母项的总资产和总权益，2020年总资产的增厚速度远低于总权益，说明剔除预收款后的资产负债率中，作为分母的总资产指标实际上短期较难有大幅增长，也是该项较低达标率的重要成因。

与剔除预收款后的资产负债率和净负债率不同，提升现金短债比，则是做大分子，做小分母的过程。分子中能有较大增长空间的货币现金指标，2020年样本房企平均增速高达52.9%，远高于其他指标的增长速度，短期让表内货币资金增加的方式更为丰富且可控，因此现金短债比达标率居高，也是房企较易实现的降档效果。

图 3：2019 年与 2020 年样本房企“三道红线”各线达标情况



数据来源：房企财报，贝壳研究院整理



表 1: 2019 年与 2020 年样本房企四指标平均增速

样本房企	2019 平均增速	2020 平均增速
总资产	24.50%	16.70%
总负债	24.70%	15.90%
总权益	34.70%	27.40%
货币资金	23.30%	52.90%

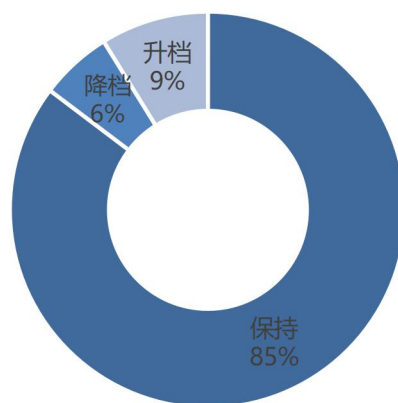
数据来源: wind, 贝壳研究院整理

短期波动: 未来房企“三道红线”仍将存在反弹、反复的波动性, 正确看待监管政策的实际目的, 追求长期降档的稳定性, 警惕表外债务风险。

贝壳研究院早前预判房企快速降档, 结果并不稳定, 会有档位反弹的可能性。通过样本房企中 A 股 34 家房企一季度财报数据显示, 3 家房企升档, 占比 9%, 验证了前期预判的正确性。从具体数值看, 升档项指标未有大幅变动, 只是略超出达标线。由此, 未来房企“三道红线”仍将存在反弹、反复的波动性, 尤其是在指标标准值附近的房企。

事实上, 在降档房企的个体层面, 存在表内负债降低, 而表外杠杆上升的情况, 这些隐性负债由于测算口径和统计口径的不完善, 不准确, 具有一定的隐蔽性, 容易被忽视的负债情况往往带有更高的风险性。因此, 房企要更为科学和发展的看待“三道红线”, 充分利用好政策过渡期, 提升降档质量, 警惕表外负债风险, 根据企业自身情况做到循序渐进的改善负债结构, 追求长期降档的稳定性。

图 4: 2021 年一季度与 2020 年样本房企 (A 股) “三道红线” 变化情况



数据来源：房企财报，贝壳研究院整理

第二章 利润率短期下滑与中期回升

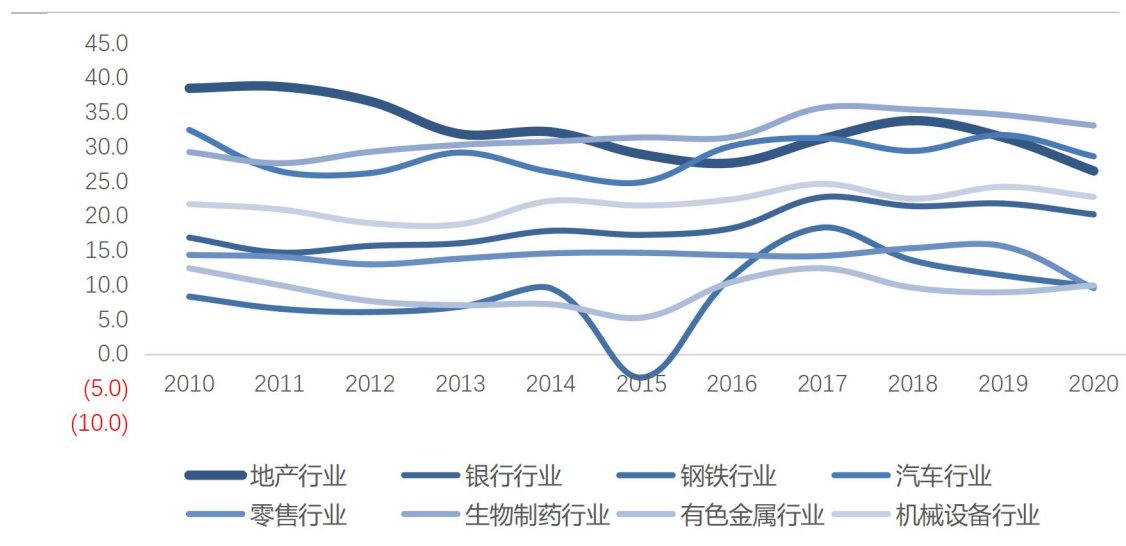
利润率现状：高溢价土地成本侵占房企利润，致短期房地产行业毛利率加速下滑，而从经济发展与社会分工方面房地产行业毛利率仍有下探空间。

历经十年时间，房地产行业八大在重点行业中，从最高毛利率水平波动下滑至第三位，排名在生物制药行业与汽车行业之后。一方面，房地产行业近几年毛利率下滑已成共识，并且 2019-2020 呈现加速下滑趋势；另一方面，即使现阶段房地产行业毛利率水平仍高于多数行业，尤其是实体制造业，结合我国“十四五”战略规划，从整体的经济环境和行业分工中，房地产行业毛利率水平仍有一定的下探空间。

样本房企中，房企毛利率同样呈现下滑态势，而且 2020 年加速下滑趋势明显，样本房企 2020 年平均毛利率为 26.2%，与历史高位相差超过 10 个百分点。除了受到产品结构、区域结构的影响外，更主要的原因是由于，2016-2018 年行业上行高峰时期房企取地意愿高涨，多地地王频现，土地溢价率高企，而后全

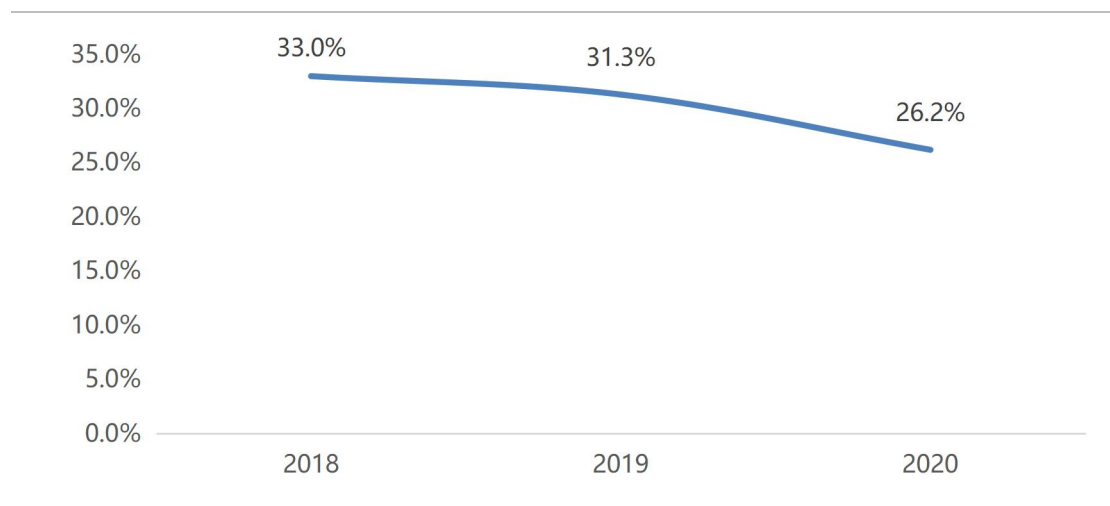
国多地因城施策相继执行限价调控, 该阶段土地转化的货值近两至三年进入集中结算周期导致多数房企盈利受损, 房企毛利率进一步被调控下的高溢价土地侵占。

图 5: 2010 年至 2020 年重点行业毛利率



数据来源: wind, 贝壳研究院整理

图 6: 2018 年至 2020 年样本房企平均毛利率



数据来源: wind, 贝壳研究院整理



利润率趋势：预期房地产行业毛利率水平短期保持下滑，中期小幅回升，长期或将稳定在中等水平。

样本房企近两年营收数据表现上，营业收入的上涨增速不及营业成本增速，2020 年两者差距进一步扩大。上述高溢价土地尚未全部完成结转，另一方面，从目前集中供地的实际情况看，在土地溢价率下降的同时，其他配建需求不断增加，房企短期的土地、建设成本并未大幅降低。另外，除了房企自身“土地销售比”的增高外，社会其他成本同样呈上升趋势。由此，房地产行业毛利率下滑趋势短期仍会持续，

整体上，随着高溢价土地结转完成，房企适应新的行业逻辑后，预期房地产行业毛利率水平短期保持下滑，中期小幅回升，长期或将稳定在中等水平。

表 2：2019 年与 2020 年样本房企成本与收入增速

样本房企	2019 平均增速	2020 平均增速
营业收入	50.30%	14.20%
营业成本	58.00%	23.30%

数据来源：wind，贝壳研究院整理

第三章 管理红利时代的财务成本高企

行业进入管理红利时代，房企财务费用、管理费用上升，短期或将通过抑制销售费用来消减成本的增长。

自 2018 年起“提质降速”率先在头部房企中发端，到 2019 年 TOP30 房企

年度销售增速平均下降 27%， “唯规模论” 退出主流舞台。而 “三道红线” 的推行将进一步打破房企对高杠杆、高周转扩张的路径依赖。过往土地红利、金融红利的浪潮褪去，管理红利时代已经到来。

而管理红利时代，要求房企对自身财务结构进行优化。样本房企 2018-2020 年持续上升的财务费用占营业总收入的比重，从侧面印证房企对 “财务费用” 的投入在不断增加，而销售费用的占比均值近 3 年相对稳定。

在管理红利的初期阶段，财务费用、管理费用占比的提升是必然趋势，随着房企财务能力、管理能力的建设、完善，该两项费用占比的上升趋势将得到缓解。而在管理能力建设过程中，或将率先抑制销售费用以及其他费用的增长，来消减财务费用和管理费用上涨的成本。

表 3：2018 年-2020 年样本房企各项费用营收占比

样本房企均值	2018	2019	2020
销售费用/营业总收入	3.58%	3.60%	3.60%
管理费用/营业总收入	5.60%	5.20%	5.48%
财务费用/营业总收入	3.52%	4.25%	5.34%

数据来源：wind，贝壳研究院整理

结语

本文围绕 “三道红线” 的变化情况、行业利润率下降的趋势以及管理时代财务成本上涨三个维度来回顾房企 2020 年财报报告的整体表现。房地产已经成为我国国民财富的重要组成部分，国民关注房地产行业的发展，更加关注房企的健

康成度。过往 30 年的行业发展，经历过非理性繁荣阶段，金融密集度在房地产行业逐步扩大。2020 年开始，监管部门用“三道红线”的政策来应对房地产金融复杂性的上升，为高负债、高周转的房企敲响警钟。

未来随着行业逻辑的变革，房企在顺势而为之下积极调整发展模式，整个行业将在长期平稳的发展道路走向理性稳定。

附：

表 4：样本房企名单

样本房企名单							
证券代码	房企简称	证券代码	房企简称	证券代码	房企简称	证券代码	房企简称
000002.SZ	万科A	600649.SH	城投控股	0884.HK	旭辉控股集团	2183.HK	三盛控股
000031.SZ	大悦城	600657.SH	信达地产	0960.HK	龙湖集团	2231.HK	景业名邦集团
000042.SZ	中洲控股	600683.SH	京投发展	0978.HK	招商局置地	2329.HK	国瑞置业
000402.SZ	金融街	600708.SH	光明地产	1098.HK	路劲	2599.HK	祥生控股集团
000656.SZ	金科股份	600743.SH	华远地产	1107.HK	当代置业	2608.HK	阳光100中国
000671.SZ	阳光城	600748.SH	上实发展	1109.HK	华润置地	2768.HK	佳源国际控股
000718.SZ	苏宁环球	600848.SH	上海临港	1207.HK	上置集团	2772.HK	中梁控股
000732.SZ	泰禾集团	601155.SH	新城控股	1233.HK	时代中国控股	2777.HK	富力地产
000736.SZ	中交地产	601588.SH	北辰实业	1238.HK	宝龙地产	2868.HK	首创置业
000961.SZ	中南建设	0095.HK	绿景中国地产	1622.HK	力高集团	3301.HK	融信中国
001979.SZ	招商蛇口	0106.HK	朗诗地产	1628.HK	禹洲集团	3333.HK	中国恒大
002146.SZ	荣盛发展	0123.HK	越秀地产	1638.HK	佳兆业集团	3366.HK	华侨城(亚洲)
002244.SZ	滨江集团	0185.HK	正商实业	1777.HK	花样年控股	3377.HK	远洋集团
600048.SH	保利地产	0230.HK	五矿地产	1813.HK	合景泰富集团	3380.HK	龙光集团
600185.SH	格力地产	0272.HK	瑞安房地产	1862.HK	景瑞控股	3383.HK	雅居乐集团
600208.SH	新湖中宝	0299.HK	宝新置地	1902.HK	银城国际控股	3639.HK	亿达中国
600266.SH	城建发展	0604.HK	深圳控股	1908.HK	建发国际集团	3883.HK	中国奥园
600322.SH	天房发展	0618.HK	北大资源	1918.HK	融创中国	3900.HK	绿城中国
600325.SH	华发股份	0688.HK	中国海外发展	1966.HK	中骏集团控股	3990.HK	美的置业
600340.SH	华夏幸福	0754.HK	合生创展集团	1996.HK	弘阳地产	6111.HK	大发地产
600376.SH	首开股份	0813.HK	世茂集团	1997.HK	九龙仓置业	6158.HK	正荣地产
600383.SH	金地集团	0817.HK	中国金茂	2007.HK	碧桂园	6900.HK	上坤地产
600466.SH	蓝光发展	0832.HK	建业地产	2019.HK	德信中国	6968.HK	港龙中国地产
600565.SH	迪马股份	0845.HK	恒盛地产	2103.HK	新力控股集团	6999.HK	领地控股
600606.SH	绿地控股	0846.HK	明发集团	2117.HK	大唐集团控股	9993.HK	金辉控股

数据来源：wind，贝壳研究院整理



免责声明：本文所载信息为研究院分析师独立观点，不代表所在机构意见，亦不保证相关信息的准确性和完整性。文中所述内容和意见仅供参考，不构成市场交易和投资建议。本文版权为贝壳研究院所有，对本文保留一切权利，未经事先许可，任何机构和个人不得翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。