

中房研协 | 行业研究

专题组

☎: (010) 68323566-8068

✉: yjzx.zf@cric.com

报告说明:

本报告是中国房地产业协会领导下北京中房研协技术服务有限公司出品的《中国房地产市场研究》系列报告之热点专题。主要为整理探讨新近发生的房地产重要政策行业动态、数据及热点事件，并分享行业研究观点。如需更多信息和服务，欢迎来电来函咨询。

欢迎关注“中房研协测评研究中心”微信号，或扫描以下二维码，与我们进行互动。



今日关注:

房企三季报透视：融资收紧，销售稳健，杠杆下降，业绩分化

背景

今年以来，受疫情的影响，销售收入和租金收入明显下滑的房企不在少数，但多数城市的房地产调控政策并未显著放松，地产行业既展现出了十足的韧性也充满了考验，加之“三道红线”融资新规实施，房企面临着平衡业绩增长与降低负债的压力。前三季度，企业销售金额保持增长，但不少房企出现“增收不增利”的现象，三季报不仅反映房企的经营概况，也隐藏着行业的发展趋势，在业绩下滑和融资收紧之下，房企未来动向将会如何呢？

一、三季度房企销售额保持增长，盈利能力下滑

(一) 销售额持续增长，行业内部分化明显

统计局数据显示，前三季度全国商品房销售金额 11.6 万亿元，同比增长 3.7%，克而瑞数据显示，1 月至 9 月百强房企销售操盘金额 76026.5 亿元，同比增长 9.2%，百强房企销售额同比增速明显高于行业平均同比增速，行业分化集中度提升。百强房企内部分化持续，截至三季度末，TOP10、TOP30 和 TOP50 房企销售操盘金额入榜门槛增长 13.7%、4.4%和 7.9%，规模房企竞争优势凸显，而 TOP100 和 TOP200 房企销售操盘金额入榜门槛较去年同期基本持平。在 TOP10 房企内部，也存在明显分化现象，从同比增速来看，增幅最大的绿城中国相比去年同期操盘金额增长了 30.4%，而绿地控股操盘金额同比下降了 10.7%。从销售金额来看，排名第一的碧桂园比排名第四的融创中国多出 2227.8 亿元，是排名第十的绿城中国的 3.64 倍。

表 1: 2020 年三季度操盘金额前十房企

企业名称	操盘金额 (亿元)	同比 (%)
碧桂园	5845.4	6.0%
中国恒大	5266.0	17.4%
万科地产	4863.3	27.8%
融创中国	3617.6	3.0%
保利发展	3395.0	19.3%



中海地产	2458.5	1.1%
绿地控股	2069.1	-10.7%
金地集团	1626.9	26.1%
世茂集团	1610.9	15.5%
绿城中国	1607.0	30.4%

数据来源：wind，中房研协整理

(二) 多家企业营业收入下滑

由于商品房销售中以期房为主，根据权责发生制，当年的销售额一般记为预收账款，1-3年后才转化为营业收入。10月末A股上市公司2020年三季度报已全部公布完毕，前三季度房企业绩浮出水面，整体来看，行业营业收入呈下滑态势，申万房地产开发行业122家上市房企中，共有59家房企前三季度营业收入同比增长，较去年减少了9家，收入下滑超过30%的房企有31家，而这一数据在2019年仅有18家。自2016年930新政开始，房地产行业调控政策持续趋紧，在近几年的严厉调控下，全国楼市降温明显，行业销售增速放缓，房企收入增速下滑，且2020年上半年受疫情影响，房企项目竣工及交付结转进度普遍延缓，收入无法如期确认，导致营业收入增速较去年同期有所放缓。

单位：家

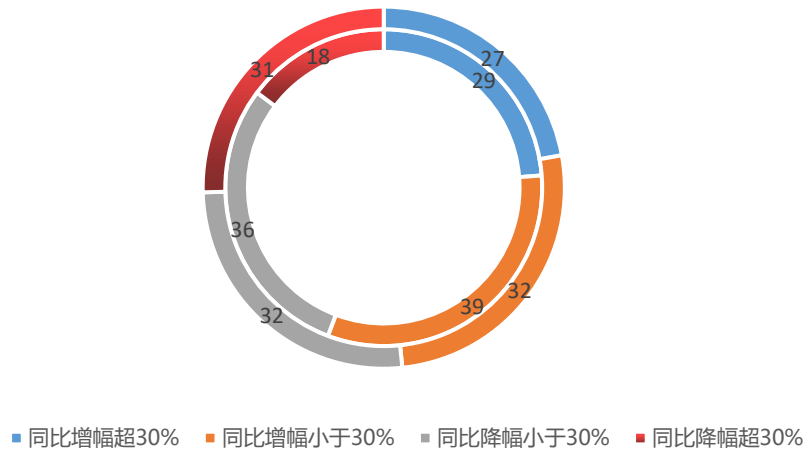


图 1: 2019 年及 2020 年 A 股房地产企业营业收入变动分布

注：外环为 2020 年数据，内环为 2019 年数据

数据来源：wind，中房研协整理

(三) 企业“增收不增利”现象明显

122 家上市房企整体营业收入同比增长 6.84%，归属母公司股东净利润同比减少 14.10%，



“增收不增利”现在明显。具体到企业，2020年前三季度，荣盛发展、招商蛇口、华侨城 A、滨江集团、大名城等都出现了收入增加，利润萎缩的情况。招商蛇口营业收入为 501.17 亿元，同比增长 96.21%，归属上市公司股东的净利润为 21.91 亿元，同比下降 56.96%，荣盛发展实现营业收入 436.62 亿元，同比增长 12.42%，归属上市公司股东的净利润为 44.05 亿元，同比下降 9.88%。出现“增收不增利”现象主要有两方面的原因，一方面近几年由于限价叠加土地成本增高，使得房企溢价空间被侵蚀，“增收不增利”的现象普遍存在，尤其是 2016 年至 2017 年，“地王”项目频出，这部分项目转结收入时利润较低；另一方面疫情期间部分企业承担社会责任，减免租赁物业租金，导致利润同比下降明显。

(四) 企业间业绩分化明显

不同规模企业间业绩分化明显，总市值排名前 30 的企业营业收入保持较高幅度的增长，归属于母公司净利润虽小幅下降，但降幅远小于其他梯度房企，整体呈现出强者恒强的态势。从房企公布的三季报来看，规模型房企表现稳健，万科前三季度实现营业收入 2414.9 亿元，同比增长 7.85%，实现归母净利润 198.6 亿元，同比增长 8.89%，且截至三季度末，万科已售未结资源达 7248.8 亿元，较上年末增长 19.0%，覆盖去年地产业务结算收入 2.1 倍，未来业绩保障性良好。绿地控股前三季度实现营业收入 3209 亿元，同比增长 9.14%，归属于上市公司股东的净利润 120 亿元，同比成功转正，增长 1.94%，主要经济指标全面正增长，业绩逐季改善的态势明显。

部分中小房企则面临着更大挑战。以泰禾集团为例，据其公布的三季报数据，泰禾集团归属于上市公司股东的净利润为亏损 19.73 亿元，而去年为盈利 21.21 亿元。在行业整体规模增速下行叠加疫情影响的背景下，泰禾集团房地产项目中高端住宅及商业项目占比较大，受公司流动性紧张、行业调控政策持续的影响，后期也面临较大的去化压力。

表 2：2020 年三季度各市值梯度房企业绩同比增速

市值排名	2020 年营业收入同比增长率	2020 年归母净利润同比增长率
1-30	10.04%	-6.41%
31-60	-9.48%	-42.81%
61-90	-8.09%	-64.64%
91-122	5.85%	-141.19%
全行业	6.84%	-14.10%

数据来源：wind，中房研协整理

二、三季度企业降杠杆趋势已现

三季度，在“三道红线^①”为代表的房地产金融审慎监管之下，企业开始降低杠杆率水平。



上市房企整体净负债率较年中下降 3.41 个百分点，现金短债比提升 0.03，剔除预售账款后的资产负债率下降 0.32 个百分点，虽然变动幅度较小，但降杠杆的趋势已现。不论是迫于融资压力的被动降杠杆，还是基于行业景气度的主动降杠杆，预计在未来很长时间内，多数房企都会将降杠杆作为一项重要工作。

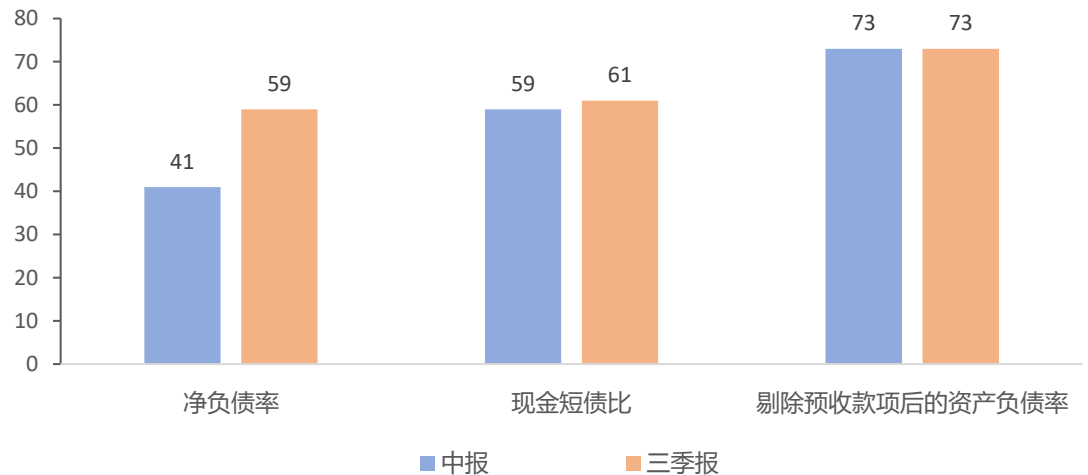
表 3：上市房企整体“三道红线”相关数据

时间	净负债率 (%)	现金短债比	剔除预收款项后的资产负债率 (%)
2020 年中报	95.34	0.93	72.67
2020 年三季度	91.93	0.96	72.35

数据来源：wind，中房研协整理

根据三道红线的监管要求，房企的净负债率不得大于 100%、现金短债比小于 1、和剔除预收款项后的资产负债率不得大于 70%，将房企分为“红、橙、黄、绿”四档，依此约束每档企业的新增有息负债的比例。从中报及三季度上市房企达标数量来看，净负债率和现金短债比达标企业数量有所增加，三季度以来，部分房企通过打折促销等方式加速去化，在带动销量提升业绩的同时有效补充流动资金，对净负债率及现金短债比的改善均起到关键作用，后期仍需要大幅改善财务情况，调整负债结构及资本结构，改善剔除预收款项后的资产负债率。

单位：家



数据来源：wind，中房研协整理

图 2：上市房企中报及三季度“三道红线”各项达标家数

从企业案例来看，除了通过增加业绩促进回款，引入战投是房企降低杠杆最立竿见影的方式之一，其中地产+险资”的模式越来越普遍，险企具有大量低成本资金，可以为房企补充资金。另外，近期房企股权转让交易逐渐升温，9 月开始房企子公司股权转让挂牌数量较之前明显增长，其中华侨城、招商蛇口和金茂三家央企较为频繁，央企本身经营上更偏稳健，此次主动出售股权也是对监管要求的积极响应。对于高杠杆企业来说，高权益比例意味着企业有较大的空间可通过



出售股权改善资产负债表，反之则需要较长时间来消化高杠杆，中小房企房地产业务收缩或退出现象可能会加速，进一步提升行业集中度。

表 4：2020 年 9 月至今侨城、招商蛇口、中国金茂股权转让信息

企业名称	时间	股权转让详情
华侨城	2020 年 9 月 4 日	拟转让丽江博丽酒店管理有限公司 100%股权。
	2020 年 9 月 11 日	拟丽江博丽酒店管理有限公司 100%股权。
	2020 年 9 月 25 日	拟转让衡阳雁来置业有限责任公司 100%股权，转让底价 63910.15 万元。
	2020 年 10 月 9 日	转让大理华侨城杨丽萍大剧院有限公司 95%股权。
	2020 年 10 月 10 日	拟转让常熟市沙家浜华鼎置地有限公司 70%股权及相关债权。
	2020 年 10 月 15 日	转让香格里拉市石卡雪山索道开发管理有限责任公司 46%股权及相关债权，香格里拉市蓝月山谷旅游开发有限公司 46%股权及相关债权。
	2020 年 11 月 2 日	拟转让天创置业 30%股权及相关债权 底价 19.77 亿
	2020 年 11 月 6 日	转让温州华侨城投资发展有限公司 51%股权，转让底价 27054 万元。
	2020 年 11 月 20 日	深圳华侨城城市更新投资有限公司拟挂牌转让深圳市和冠房地产开发有限公司 95%股权，转让底价 3.42 亿元
	2020 年 11 月 18 日	拟转让成都华侨城锦华投资有限公司 50%股权及 29385.7056 万元债权，转让底价约 2.94 亿元。
2020 年 11 月 18 日	拟转让重庆悦岚房地产开发有限公司 70%股权，底价 29.19 亿元。	
招商蛇口	2020 年 9 月 14 日	以 5.27 亿元向关联方招商局仁和养老投资有限公司整售物业，交易标的物为包括 5 栋办公楼及 1 栋酒店的对应的土地使用权及上盖物，共计 260 户约 3.08 万平方米建筑面积以及 268 个地下车位。
	2020 年 9 月 15 日	转让旗下的深圳市招盛阁置业管理有限公司、明华（蛇口）海员服务公司两家公司 100%股权。
	2020 年 9 月 23 日	转让深圳市乐艺置业有限公司 49%股权，转让底价为 60731 万元
	2020 年 11 月 2 日	拟转让深圳市太子湾商储置业有限公司 100%股权及 23800 万元债权，转让底价约 10.98 亿元。
2020 年 11 月 3 日	拟转让深圳市商启置业有限公司 49%股权，转让底价为 26.02 亿元。	
中国金茂	2020 年 9 月 24 日	旗下公司福州兴茂房地产有限公司拟转让福州滨茂房地产有限公司 51%股权。
	2020 年 9 月 27 日	金茂西南企业管理（重庆）有限公司拟转让贵阳黔茂地产 60%的股权
	2020 年 9 月 29 日	拟挂牌转让青岛方靖置业有限公司 100%股权及 500 万元债权。
	2020 年 10 月 13 日	转让旗下常州龙茂房地产开发有限公司 45%股权。

资料来源：中房研协整理



三、总结与展望

(一) 企业融资：“三道红线”之后，地产信托融资再收紧

上半年因疫情为房企带来的宽松融资环境，随着三季度针对重点房企的“三道红线”融资监管宣告结束，且监管规则正在一步步细化并落实。据财联社报道，10月末监管部门下发给试点房企的三张监测表，要求部分开发商按月披露财务明细，填写参股未并表住宅地产项目、明股实债融资、供应链资产证券化产品、合作方股东投入净额、其他房地产相关表外有息负债等5大项，还特别标注了永续债券应按会计准则计入有息负债或净资产，从细到表外融资监管的情况来看，此次监管层对房企降负债、控杠杆的决心是非常大的。

除融资新规监管细化外，其他融资监管政策也陆续出台，10月末有消息称深圳等地有部分国有大行已于近期收紧房地产经营贷（“房抵贷”）的贷款条件；北京市陆续启动住房限购政策执行、商品房预售资金监管、住房租赁合同备案等三个专项检查；银保监会信托部要求继续严控房地产信托规模，按照“实质重于形式”原则强化房地产信托穿透监管，严禁通过各类形式变相突破监管要求，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道，切实加强房地产信托风险防控工作。

表 5：三季度以来房地产行业融资政策梳理

时间	主要内容
2019年7月12日	发改委发布《通知》要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。
2019年7月19日	银保监会下发《通知》称，地方AMC不得以任何形式帮助金融企业虚假出表掩盖不良资产，不得以收购不良资产名义为企业或项目提供融资。
2019年7月20日	针对房地产信托业务，监管部门统一放行标准，监管仅同意符合条件的房地产信托业务报备。
2019年7月31日	央行在北京召开座谈会，强调要保持房地产金融政策连续性稳定性，加强对存在高杠杆经营的大型房企融资行为监管和风险提示。
2019年8月9日	银保监局下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》，特别提及加强房地产信托合规管理和风险控制。
2020年6月22日	银保监会发布《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》，严控违规资金进入房地产领域。
2020年7月24日	住建部座谈会强调实施房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场。
2020年8月6日	2020年第二季度货币政策执行报告中提到牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。
2020年10月14日	央行重点房企融资管理规则起步平稳，将稳步扩大适用范围。



2020年10月22日	有消息称深圳等地有部分国有大行已于近期收紧房地产经营贷（“房抵贷”）的贷款条件。
2020年10月22日	北京市陆续启动住房限购政策执行、商品房预售资金监管、住房租赁合同备案等三个专项检查。
2020年10月31日	银保监会信托部日前向各地银保监局下发《关于开展新一轮房地产信托业务专项排查的通知》，要求继续严控房地产信托规模，按照“实质重于形式”原则强化房地产信托穿透监管，严禁通过各类形式变相突破监管要求，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道，切实加强房地产信托风险防控工作，各地银保监局于11月30日前将排查情况上报。

资料来源：中房研协整理

“三道红线”的出台，传达出了鼓励房企回归开发和销售产品的功能，聚焦产品力和服务，避免激进扩张的监管思路，收紧作为房企重要的“补血”途径的信托等非标渠道，也是延续房住不炒的监管态势，防范信托公司将信托资金违规运用至房地产领域，再加上A股房企IPO或借壳上市早已无限期暂停，除非赴港上市，发行债券管理严格，境外发债只能用于借旧换新，房企融资渠道已被层层围堵，企业对规模增长的诉求将逐渐弱化，经营质量成为衡量企业实力的新标尺，推动房企在新时期找到一条平衡规模与利润的发展之路，也推动着行业向更加健康的新生态过渡。

（二）企业销售：强化线上营销

在行业新生态中，融资扩张已不再是实现发展的捷径，管理、产品等内在因素，重新成为了企业的核心竞争力所在。受疫情影响，前三季度有近3成房企目标完成率不足65%，占比达到近三年同期最高，往年四季度是地产行业最热闹的时候，今年提前到了三季度，国庆、中秋双节期间部分规模房企积极把握销售窗口期，在营销端持续发力，恒大仅十一期间销售额就达600亿元。四季度进入业绩冲刺期，线上促销成为趋势，今年双十一活动中，天猫、京东、苏宁等头部电商巨头都开设了专门的平台，线上卖房大战如火如荼，阿里、易居联合碧桂园、保利发展、世茂集团等房企加入战局，10月21日预售开始，房企品牌旗舰店成交了数百单。在“三道红线”的压力之下，强化销售，创新营销思路将是今后房企的常规动作。

年末全年目标大考来临，供给端房企供货量将会加速提升，同时房企间竞争加剧，需求端10月居民中长期贷款继续同比多增，购房需求保持相对活跃，预计多数房企大概率可完成全年销售业绩。但四季度去化压力承压的基本面未有明显改善，其中在中小房企中表现尤其突出，在降价促销、狠抓回款、全面降低负债的行业背景下，中小房企的销售量可能会被头部房企远远甩开。

（三）盈利预测：利润下降，强者恒强

2020年前三季度，房地产行业报表盈利能力下降，预计年末房企加快竣工结算，全年营业收入同比保持增长，但伴随前期高地价项目进入结算期，未来财务报表上仍可能出现结算利润率



下降的现象。“三道红线”融资监管下，企业“以价换量”加剧了后期利润空间的压缩，不过“三道红线”之后土地市场也有所降温，企业拿地能力分化，杠杆不高现金充裕的“绿色档”或“黄色档”房企在土拍市场上主动出击，积极“捡漏”优质地块，而“红色档”企业放慢脚步，投资意愿下滑，或将加剧未来企业间业绩分化，延续强者恒强的态势。

注释

①：剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收账款-合同负债）/[总资产-预收账款-合同负债]*100%，
净负债率=（带息债务-货币资金）/所有者权益*100%，货币资金指未受限制的现金及现金等价物，
现金短债比=货币资金/（短期借款+应付票据+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债）*100%。

（本文来源：中房研协 测评研究中心）