

“三道红线”新规下，“降杠杆”将成为房企 2021 年大趋势 内房板块年度跟踪报告

报告要点:

报告日期: 2021-01-21

下半年销售表现超预期: 2020 年, 全国整体商品房销售在上半年走出了“深 V”形曲线, 在新冠疫情的扰动下, 1-2 月及 3 月全国商品房销售总额分别同比大跌 35.9% 及 14.6%。随疫情受控后, 复工复产加速销售修复, 叠加居民早前被压抑的住房需求陆续释放, 4 月销售额同比跌幅显著收窄至 5%, 而 5 月销售开始录得同比正增长, 在 8 月增幅更达到约 27.1%, 9-12 月增幅则有所放缓, 分别约为 16%、23.9%、18.6% 和 18.9%。此外, 中小型房企在 2020 上半年整体销售表现受疫情影响相对大型房企较大, TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100 组别房企之权益销售总额分别同比下跌 3.7%、5.1% 和 11.1%, 而 TOP10 组别房企仅同比下跌 1.1%。因此, 中小型房企在下半年相较大型房企更积极推盘, 加大去化力度, 狠抓回款以应付“三道红线”新规落地, 导致部分中小型房企下半年权益销售增长势头较大型房企更为明显。

下半年土地市场形成“由热转温”趋势: 2020 上半年, 核心城市在疫情受控后持续放出重点地段优质地块, 土地市场成交整体表现活跃。全国房地产业土地成交价款在 3 月开始录得同比正增长。4 月录得约 722 亿元, 同比上升约 82.3%, 增幅在各月份中最为显著。5 月, 土地市场开始呈现回落趋势, 8 月“三道红线”新规出台, 叠加受部分热点城市调控升级所影响, 导致下半年土地市场形成“由热转温”趋势。百强房企新增土地货值总额在 2020 上半年同比下跌 4.9%, 下半年则上升 31.7%。其中, 8 月和 9 月同比增长显著, 分别约达 60.4% 及 113.3%。8 月“三道红线”新规出台, 部分“绿档”的房企拿地节奏基本仍未受太大影响, 于此同时, 部分“踩线”房企第四季度拿地节奏则有所放缓, 导致 10-12 月新增土地货值同比升幅分别收窄至 7.7%、17.7% 和 6.9%。

“三道红线”新规下, “降杠杆”将成为房企 2021 年大趋势: 展望 2021 年, 中央政府将坚持“房住不炒”的定位, 对楼市调控政策仍以“稳地价、稳房价、稳预期”为主。2020 年 7 月以来, 中央已对部分楼市过热的城市加大调控力度, 预期地方政府在 2021 年将继续落实好“因城施策”调控机制, 增加调控的灵活性, 防止房价大起大落。此外, 货币政策将与保证经济平稳运行的实际需要匹配, 不会出现急转弯, 但对房地产金融监管依然从严。2020 年 8 月, 住建部、央行召开重点房企座谈会, 对房企有息负债规模设置了“三道红线”监管新规, 叠加银行业近期新增涉房贷款的“两道红线”, 预期“降杠杆”将成为房企 2021 年大趋势。销售方面, 房企 2021 年整体销售的增长态势将在改善型需求持续释放带动下得以延续, 但销售增速将较 2020 年下半年有所放缓; 城市间销售表现将持续分化, 住房需求具备经济长期发展支撑的一线以及二、三线大都市圈核心城市在人口净流入等因素推动下销售表现将维持较强韧性。

投资建议: 中长期持续看好拥有规模以及品牌优势的內房企业将可受惠行业集中度进一步提升, 建议关注融创中国(1918.HK)、中海外(688.HK)、华润置地(1109.HK)、龙湖(960.HK)、世茂集团(813.HK)、旭辉集团(884.HK)、龙光集团(3380.HK)。

分析员

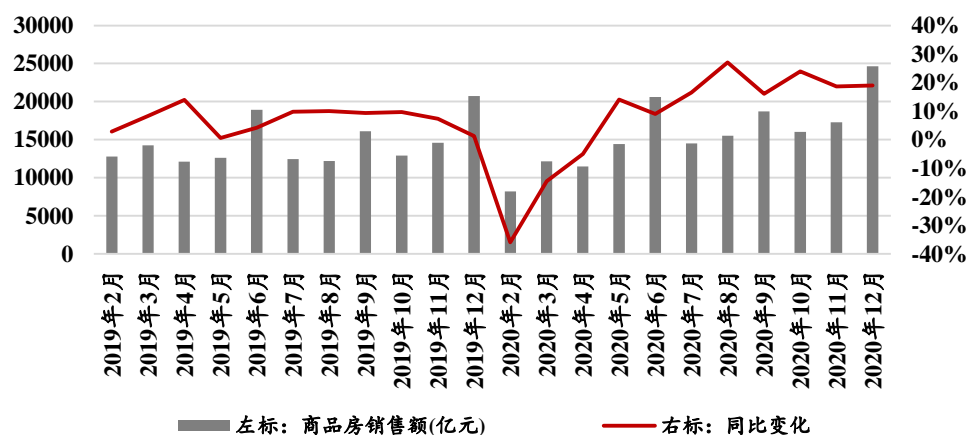
姓名: 高景东
中央编号: AYP093
电话: +852-2501 1037
电邮: tony.ko@ssif.com.hk

1. 下半年销售表现超预期

1.1 住宅销售 5 月开始录得双位数同比增长

全国整体商品房销售在 2020 上半年走出了“深 V”形曲线，在新冠疫情的扰动下，1-2 月及 3 月全国商品房销售总额分别同比大跌 35.9% 及 14.6%。随疫情受控后，复工复产加速销售修复，叠加居民早前被压抑的住房需求陆续释放，4 月销售额同比跌幅也显著收窄至 5%，而 5 月销售开始录得同比正增长，在 8 月增幅更达到约 27.1%，9-12 月增幅则有所放缓，分别约为 16%、23.9%、18.6% 和 18.9%。

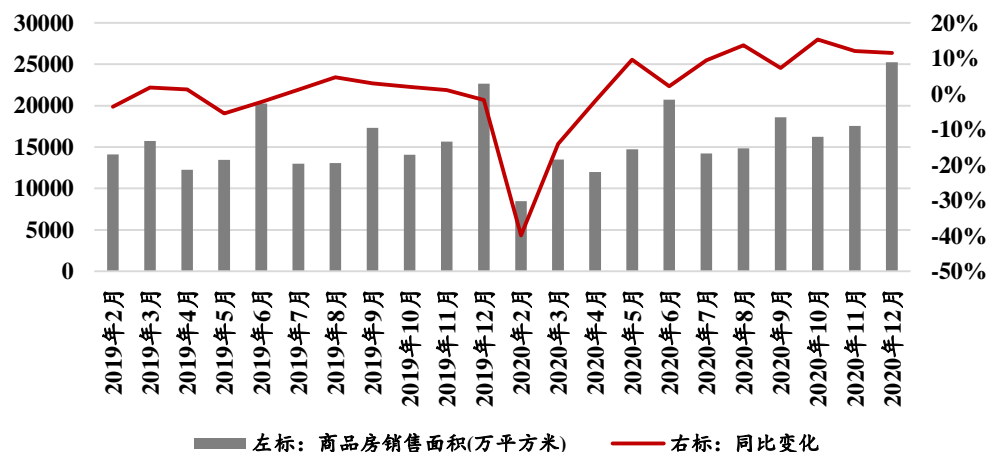
图表 1：中国商品房销售额表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

销售面积方面，2020 年全国商品房销售总面积同比走势基本和销售额一致，5 月销售总面积同比开始录得正增长，增幅范围在 2.1% 至 15.3% 之间。

图表 2：中国商品房销售面积表现

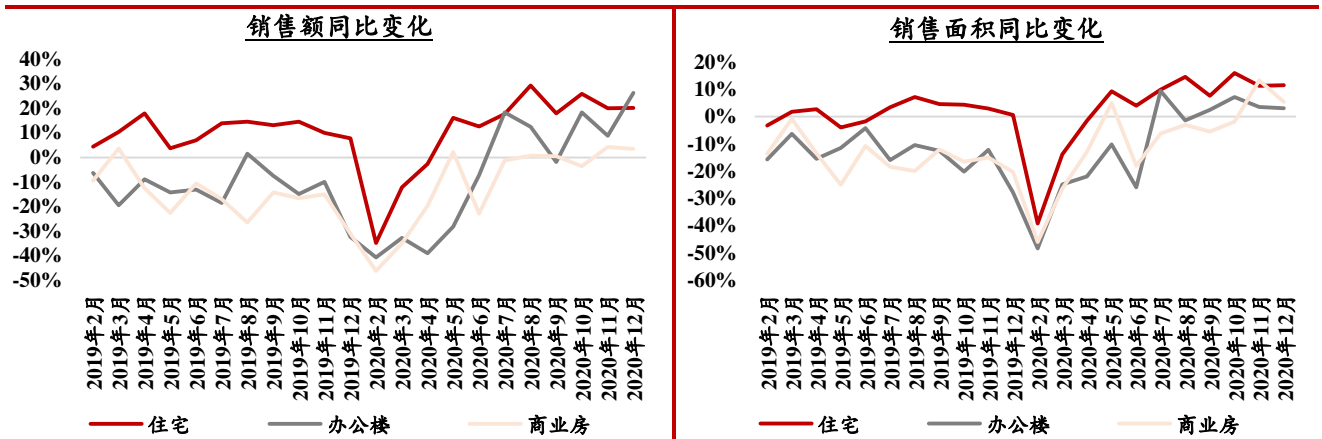


数据来源：WIND、山证国际研究部整理

住宅销售表现在疫情受控后复苏速度明显快于商、办楼房。住宅销售在 5 月开始录得双位数同比正增长。商、办楼房销售表现则基本上要到下半年才出现较明显改善，但表现仍较为反复。

另一方面，住宅销售面积在 5 月也开始录得同比正增长，增长势头相对商、办楼房较为平稳。

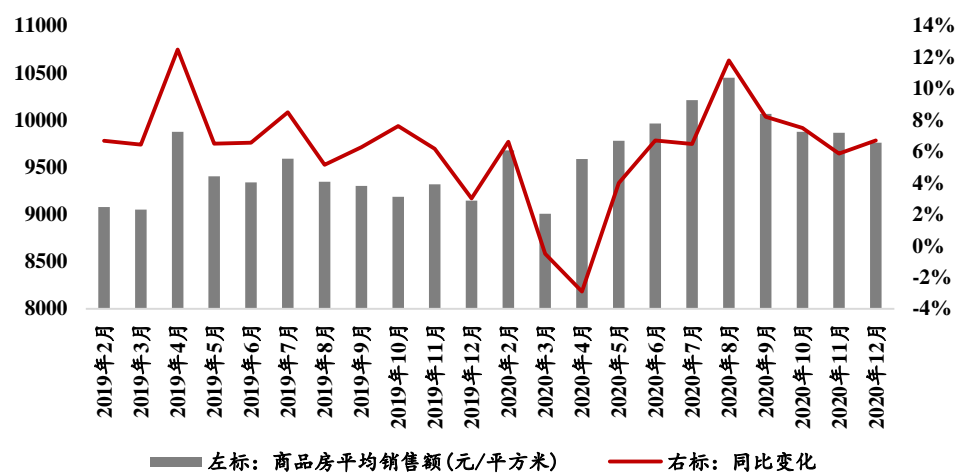
图表 3：中国商品房销售额及销售面积按物业类型的同比表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

全国商品房平均销售额在 3-4 月同比均录得倒退；5 月，平均销售额同比恢复正增长，在 8 月更录得年内最大增幅约达 11.8%，随后 9-11 月增幅持续放缓至 5.9%，在 12 月则又稍微回升至 6.7%。

图表 4：中国商品房平均销售额及同比表现

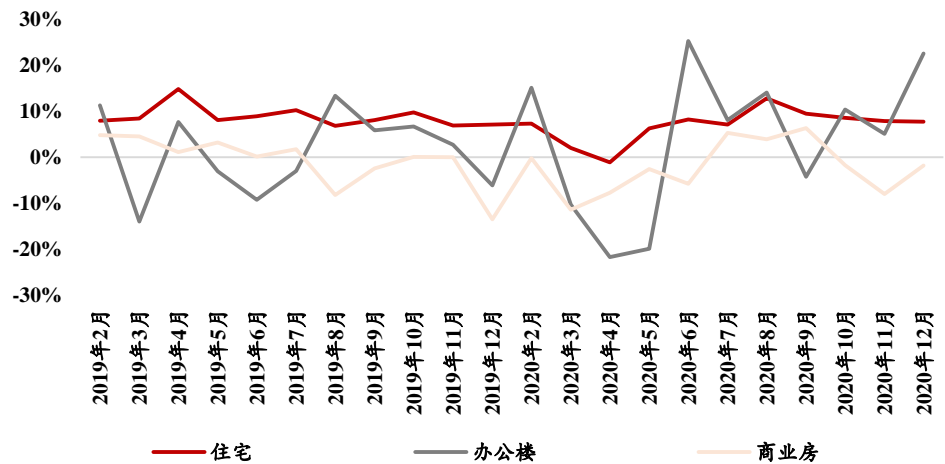


数据来源：WIND、山证国际研究部整理

按商品房类型划分，全年住宅平均销售额表现相对办公楼、商业房较为平稳，在5月开始录得同比正增长，并在8月创年内高位约12.8%，随后9-12月增幅持续放缓至7.8%。

此外，办公楼平均销售额在6月和12月同比增幅最为突出，反映两个月份高级办公楼销售占比有所提升，带动平均售价上升所致。

图表 5：中国商品房平均销售额按物业类型的同比表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

整体上，2020年商品房累积销售额同比上升8.7%至约173,613亿元，高于我们2020年初预期乐观情况下可实现的销售额(164,244亿元)约5.9个百分点。

以月度销售额而言，下半年商品房销售额同比表现远超我们预期，主要是因为国民积压的住房需求在疫情受控后集中释放显著大于预期。

图表 6：2020年商品房月度销售额预测及实际值(亿元)

时间	山证国际预测			同比变化			实际值	同比变化
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观		
2020年1-2月	3841	6402	8962	-70.0%	-50.0%	-30.0%	8203	-35.9%
2020年3月	9965	11388	12812	-30.0%	-20.0%	-10.0%	12161	-14.6%
2020年4月	9682	11497	12102	-20.0%	-5.0%	0.0%	11498	-5.0%
2020年5月	10737	12127	12713	-15.0%	-4.0%	0.6%	14406	14.0%
2020年6月	17033	20818	21764	-10.0%	10.0%	15.0%	20625	9.0%
2020年7月	12464	13682	13743	0.0%	9.8%	10.3%	14527	16.6%
2020年8月	12821	13437	13499	5.0%	10.0%	10.5%	15521	27.1%
2020年9月	16924	17630	17706	5.0%	9.4%	9.8%	18705	16.0%
2020年10月	13572	14182	14244	5.0%	9.7%	10.2%	16018	23.9%
2020年11月	15318	15655	15709	5.0%	7.3%	7.7%	17304	18.6%
2020年12月	20927	20977	20990	1.0%	1.2%	1.3%	24644	18.9%
2020年全年	143284	157795	164244	-10.3%	-1.2%	2.8%	173613	8.7%

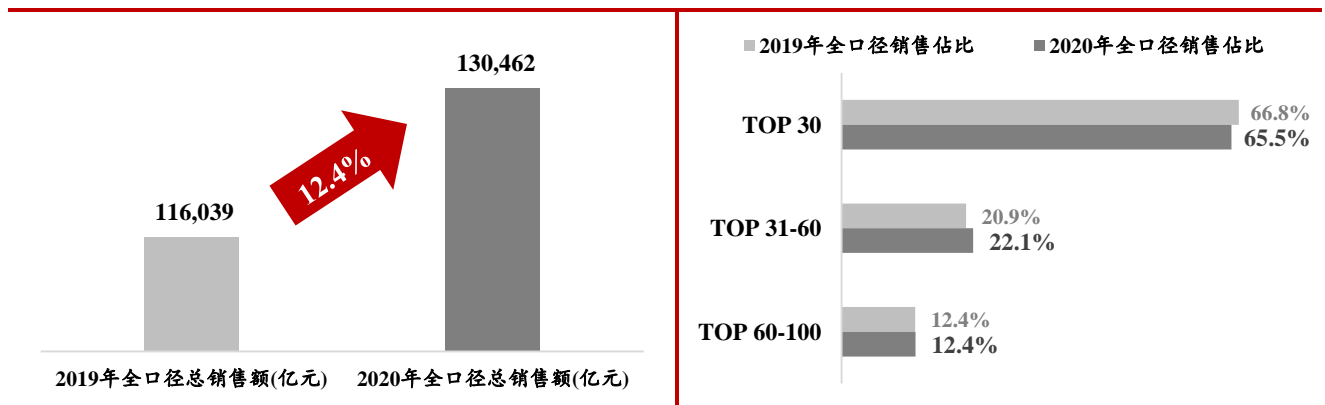
数据来源：WIND、山证国际研究部整理

1.2 百强房企 2020 年权益销售总额同比增长 10.8%

百强房企 2020 年全口径销售总额约达 130,462 亿元，较 2019 年同期约 116,039 亿元上升约 12.4%，涨幅较 2019 年约 16% 有所收窄。其中，百强房企 2020 年上半年全口径销售总额受疫情影响同比下跌约 2.7%，下半年全口径销售总额随着复工复产而同比明显增长约 24.9%。

占比方面，TOP30 组别房企 2020 年全口径销售占比由 2019 年约 66.8% 下降至 65.5%；TOP31-60 及 TOP61-100 组别房企的全口径销售占比分别由 2019 年约 20.9%、12.4% 上升至 22.1% 及 12.4%。

图表 7：2019 年、2020 年，百强房企全口径销售及各组别占比表现

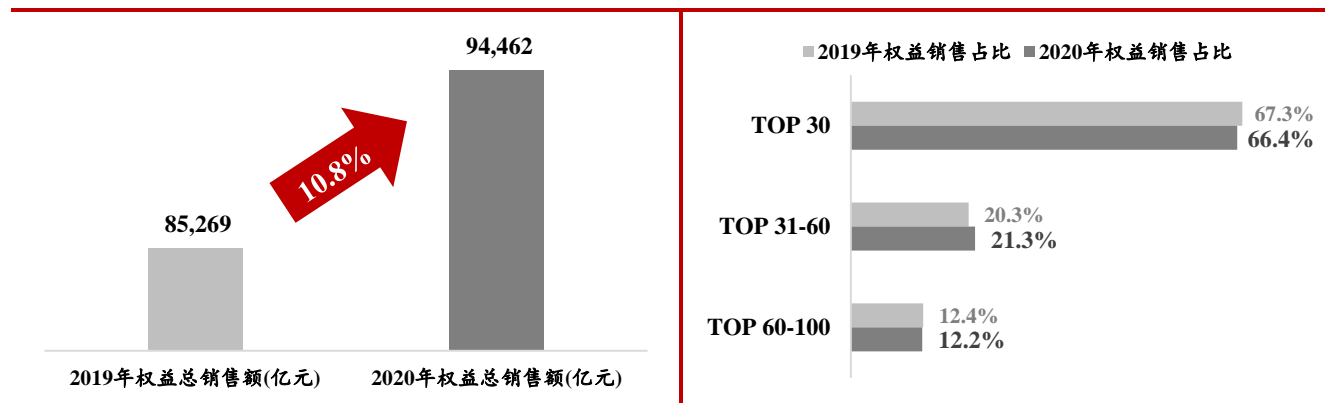


数据来源：WIND、克而瑞、山证国际研究部整理

百强房企 2020 年权益销售总额由 2019 年同期约 85,269 亿元上升 10.8% 至约 94,462 亿元。其中，百强房企 2020 年上半年权益销售总额同比下跌 4.1%，下半年权益销售总额则同比明显增长约 23.2%。

占比方面，TOP30 和 TOP60-100 组别房企的 2020 年权益销售总额占比分别由 2019 年约 67.3% 及 12.4% 下降至 66.4% 及 12.2%；TOP31-60 组别房企的权益销售总额占比由 2019 年约 20.3% 上升至约 21.3%。

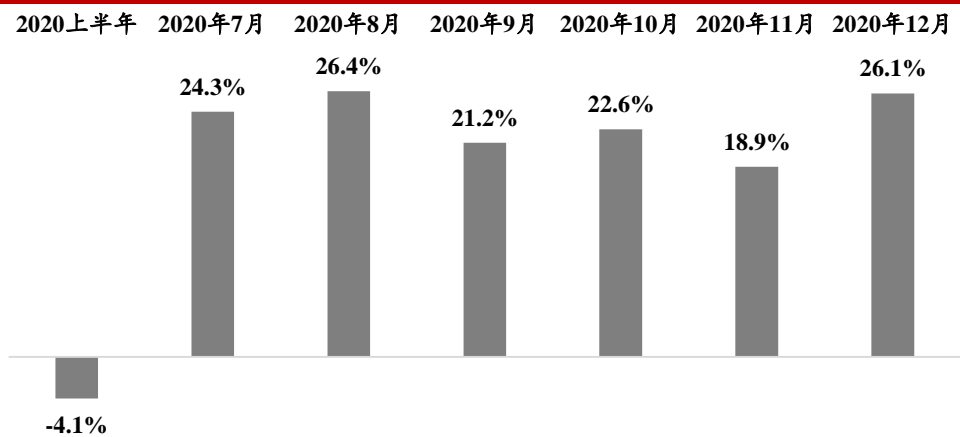
图表 8：2019 年、2020 年，百强房企权益销售及各组别占比表现



数据来源：WIND、克而瑞、山证国际研究部整理

随着国内疫情在 4 月下旬逐渐得到控制后，房企售楼节奏大致恢复正常，早前被压抑的住房需求得以释放，百强房企 5 月权益总销售额开始实现正增长，升幅持续扩大至 8 月年内高位约 26.4%，而 9-11 月表现则反复放缓至 18.9%，升幅在 12 月又扩大至 26.1%。

图表 9：2020 年下半年，百强房企单月权益销售总额同比表现



*百强房企单月权益销售表现是基于克而瑞公布的累积数据推算得出

数据来源：WIND、克而瑞、山证国际研究部整理

此外，中小型房企在 2020 上半年整体销售表现受疫情影响相对大型房企较大，TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100 组别房企的权益销售总额分别同比下跌 3.7%、5.1%和 11.1%，而 TOP10 组别房企仅同比下跌 1.1%。

因此，中小型房企在下半年相较大型房企更积极推盘，加大去化力度，狠抓回款以应付“三道红线”新规落地，导致部分中小型房企下半年权益销售增长势头较大型房企更为明显。

图表 10：2020 年下半年，百强各组别房企单月权益销售总额同比表现

房企组别	2020上半年	2020年7月	2020年8月	2020年9月	2020年10月	2020年11月	2020年12月
TOP 10	-1.1%	24.7%	19.3%	20.6%	9.8%	14.1%	3.5%
TOP 11-30	-3.7%	37.7%	24.5%	0.1%	41.3%	15.8%	36.2%
TOP 31-50	-5.1%	30.0%	45.4%	43.9%	33.6%	52.4%	23.5%
TOP 51-100	-11.1%	3.4%	30.3%	46.1%	20.2%	6.1%	51.5%

*百强各组别房企单月权益销售表现是基于克而瑞公布的累积数据推算得出

数据来源：WIND、克而瑞、山证国际研究部整理

TOP50 房企 2020 年权益销售同比录得升幅的共有 43 家。其中，滨江集团、建发房产、中骏集团和绿城中国权益销售同比均增长逾 50%。

此外，华夏幸福在 TOP50 房企中权益销售表现最差，全年同比下跌 37.8%；而远洋集团权益销售同比也下跌 15.4%。

图表 11: 2020 年, TOP50 房企权益销售同比表现

公司名称	2020年同比变化									
	1-12月	1-6月	7-12月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
(1)中国恒大	15.7%	23.4%	9.0%	47.1%	-16.5%	-1.3%	8.0%	35.0%	-20.5%	
(2)碧桂园	4.1%	-5.9%	14.5%	30.4%	32.7%	19.7%	-9.2%	0.4%	110.4%	
(3)万科地产	11.1%	2.9%	19.0%	36.4%	46.7%	21.7%	32.1%	11.0%	-2.4%	
(4)融创中国	1.3%	-10.4%	8.7%	23.0%	24.6%	5.6%	7.0%	2.2%	-3.0%	
(5)保利发展	13.5%	-5.2%	33.5%	41.3%	175.8%	55.0%	62.2%	19.6%	-30.5%	
(6)中海地产	10.1%	-0.7%	21.7%	-8.5%	7.3%	15.7%	8.6%	43.0%	72.7%	
(7)绿地控股	-8.1%	-20.8%	1.9%	-38.6%	-33.1%	139.8%	-6.0%	7.5%	-7.1%	
(8)世茂集团	15.2%	10.1%	18.3%	45.1%	36.8%	0.4%	29.4%	3.4%	13.4%	
(9)招商蛇口	24.2%	0.5%	44.9%	17.4%	77.1%	27.6%	53.8%	59.4%	41.2%	
(10)新城控股	-3.9%	-16.3%	5.7%	3.8%	-21.4%	-6.4%	5.1%	31.0%	22.0%	
(11)龙湖集团	11.8%	6.2%	16.1%	3.3%	10.6%	12.4%	3.8%	35.6%	35.5%	
(12)华润置地	8.6%	-10.3%	26.0%	88.5%	-32.0%	52.3%	-15.6%	3.8%	113.8%	
(13)金科集团	6.2%	-13.3%	23.1%	565.4%	-36.8%	18.5%	32.1%	35.1%	-2.0%	
(14)中国金茂	39.1%	31.1%	46.6%	50.0%	39.2%	2.4%	52.1%	63.6%	84.9%	
(15)金地集团	15.1%	18.7%	12.7%	41.6%	30.3%	1.7%	31.2%	-14.9%	5.7%	
(16)阳光城	2.7%	-4.2%	8.5%	28.6%	18.8%	-20.5%	67.1%	-31.2%	30.3%	
(17)中南置地	16.6%	6.6%	23.4%	38.7%	32.9%	10.2%	90.2%	-5.7%	17.2%	
(18)富力地产	0.5%	-15.2%	12.6%	1.8%	6.3%	21.0%	15.4%	6.3%	19.7%	
(19)旭辉集团	16.5%	-8.7%	35.1%	46.5%	145.3%	-4.9%	55.1%	22.9%	4.7%	
(20)龙光集团	32.6%	2.1%	61.4%	23.2%	37.3%	29.1%	80.4%	257.4%	77.1%	
(21)荣盛发展	8.2%	-8.0%	19.2%	-65.0%	2109.6%	-14.4%	83.6%	-14.3%	37.4%	
(22)绿城中国	53.1%	47.0%	56.2%	57.0%	54.1%	21.2%	23.9%	63.8%	97.6%	
(23)中梁控股	15.1%	-7.2%	37.3%	141.0%	77.2%	69.9%	5.3%	29.3%	4.1%	
(24)佳兆业	21.3%	3.7%	32.8%	78.7%	98.1%	-13.7%	82.3%	4.1%	28.5%	
(25)雅居乐	18.2%	-7.2%	43.1%	53.7%	-6.8%	13.7%	45.0%	9.8%	157.7%	
(26)融信集团	20.3%	4.6%	31.4%	39.9%	-5.7%	12.2%	14.2%	1.3%	135.4%	
(27)中国铁建	21.1%	-20.2%	46.2%	96.0%	217.4%	-9.7%	-8.6%	58.3%	48.5%	
(28)奥园集团	1.0%	-12.5%	12.4%	58.7%	20.8%	-2.3%	32.2%	0.6%	-1.3%	
(29)正荣集团	33.0%	0.5%	64.0%	59.8%	218.0%	-76.4%	114.1%	27.9%	116.8%	
(30)时代中国	27.8%	3.0%	44.6%	26.1%	47.1%	39.2%	18.5%	70.7%	62.4%	
(31)祥生集团	4.7%	-7.7%	14.5%	-5.7%	-33.8%	9.8%	24.8%	132.1%	17.0%	
(32)建发房产	58.0%	25.9%	77.3%	40.8%	40.5%	677.9%	103.3%	19.1%	74.9%	
(33)越秀地产	38.8%	14.7%	60.5%	81.0%	329.4%	80.2%	232.0%	69.8%	-28.4%	
(34)华夏幸福	-37.8%	-40.5%	-35.7%	78.4%	-39.3%	-110.8%	-44.1%	-3.4%	-58.2%	
(35)美的置业	16.6%	0.7%	29.4%	50.5%	88.1%	7.8%	23.3%	22.4%	16.7%	
(36)金辉集团	18.8%	-14.4%	56.2%	46.6%	14.9%	170.4%	43.5%	63.9%	52.2%	
(37)远洋集团	-15.4%	-35.2%	1.5%	6.0%	12.7%	10.1%	29.5%	17.6%	-44.1%	
(38)华发股份	23.8%	-4.9%	49.3%	98.1%	27.5%	87.5%	18.6%	10.9%	68.2%	
(39)海伦堡	45.6%	4.2%	85.1%	40.9%	2.7%	27.8%	-26.5%	232.3%	299.5%	
(40)新力地产	29.0%	-9.4%	69.2%	75.5%	45.8%	45.1%	54.2%	363.2%	6.2%	
(41)蓝光发展	-5.7%	-12.9%	-0.3%	-89.0%	120.9%	-26.8%	50.9%	25.9%	4.8%	
(42)融侨集团	16.5%	-8.6%	41.1%	23.3%	-22.4%	51.4%	69.4%	62.0%	60.6%	
(43)卓越集团	24.4%	38.3%	17.3%	-38.4%	-40.7%	14.5%	-12.3%	93.3%	84.9%	
(44)滨江集团	65.6%	17.5%	112.7%	347.5%	34.2%	128.1%	179.1%	181.5%	32.3%	
(45)中骏集团	54.9%	17.1%	87.9%	-93.8%	132.8%	398.3%	138.6%	52.9%	18.8%	
(46)禹洲集团	49.4%	44.9%	52.5%	142.7%	177.1%	175.8%	-5.9%	79.1%	-39.1%	
(47)合景泰富	16.4%	-2.5%	30.0%	41.0%	58.0%	17.8%	6.0%	49.2%	27.4%	
(48)万达集团	46.8%	19.4%	64.0%	28.8%	175.2%	58.2%	54.3%	136.5%	-17.0%	
(49)华侨城	-7.8%	11.9%	-11.5%	124.1%	73.4%	79.5%	18.4%	-20.7%	-25.0%	
(50)首开股份	-3.0%	-22.7%	17.2%	167.2%	-19.9%	47.5%	-29.5%	8.0%	36.7%	
中位数	16.5%	-1.6%	29.7%	41.1%	33.6%	18.1%	29.5%	26.9%	24.7%	
平均值	17.8%	0.6%	33.0%	55.9%	91.8%	47.8%	38.8%	48.7%	37.2%	

*房企单月权益销售表现是基于克而瑞公布的累积数据推算得出

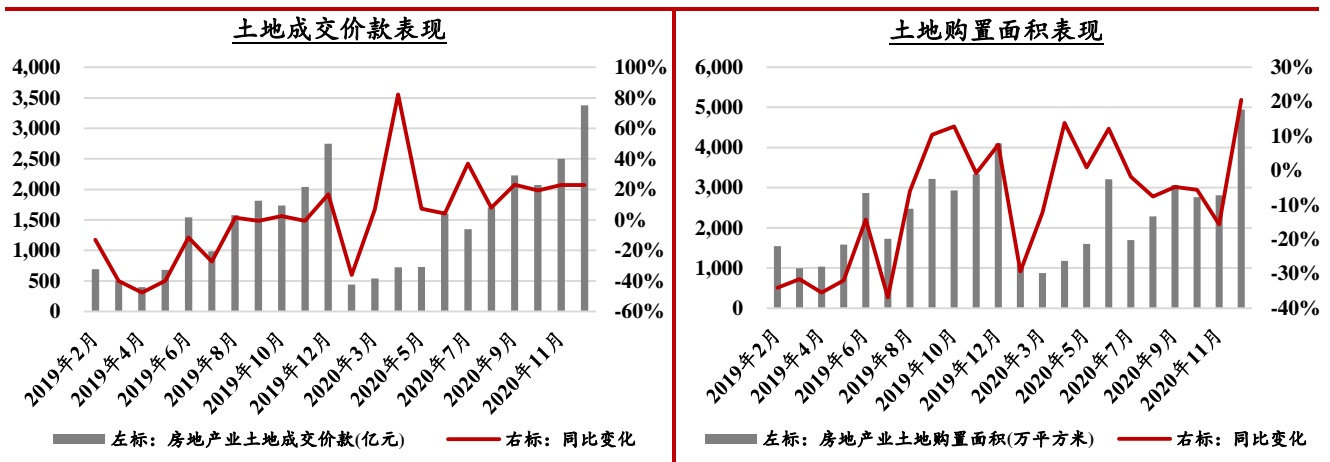
数据来源: WIND、克而瑞、山证国际研究部整理

2. 部分大型房企第四季显著减少土储投资

2.1 下半年土地市场形成“由热转温”趋势

2020 上半年，核心城市在疫情受控后持续放出重点地段优质地块，土地市场成交整体表现活跃。全国房地产业土地成交价款在 3 月开始录得同比正增长。4 月录得约 722 亿元，同比上升约 82.3%，增幅在各月份中最为显著。5 月，土地市场开始呈现回落趋势，8 月“三道红线”新规出台，叠加受部分热点城市调控升级所影响，导致下半年土地市场形成“由热转温”趋势。

图表 12：中国房地产业土地成交价款和购置面积表现

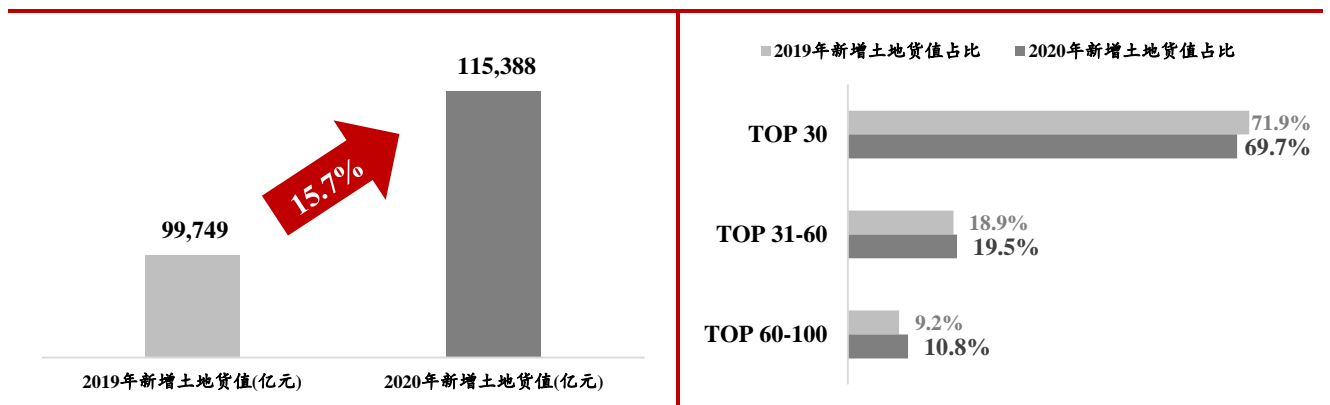


数据来源：国家统计局、山证国际研究部整理

2.2 百强房企中，部分大型房企第四季显著减少土储投资

百强房企 2020 年新增土地货值总额由 2019 年同期约 99,749 亿元上升 15.7% 至约 115,388 亿元。

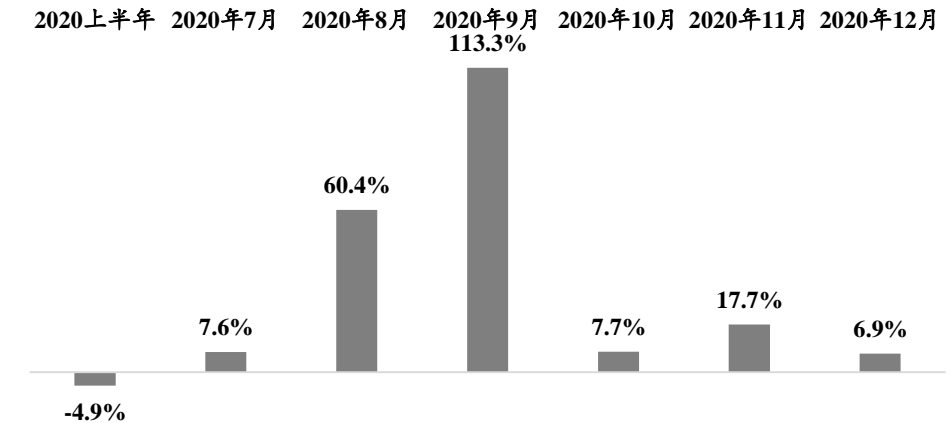
图表 13：2019 年、2020 年，百强房企新增土地货值及各组别占比表现



数据来源：WIND、亿翰、山证国际研究部整理

百强房企新增土地货值总额在 2020 上半年同比下跌 4.9%，下半年则上升 31.7%。其中，8 月和 9 月同比增长显著，分别约达 60.4% 及 113.3%。8 月“三道红线”新规出台，部分“绿档”的房企拿地节奏基本仍未受太大影响，于此同时，部分“踩线”房企第四季度拿地节奏则有所放缓，导致 10-12 月新增土地货值同比升幅分别收窄至 7.7%、17.7% 和 6.9%。

图表 14：2020 年下半年，百强房企单月新增土地货值总额同比表现



*百强房企单月新增价值表现是基于亿翰公布的累积数据推算得出

数据来源：WIND、亿翰、山证国际研究部整理

在百强各组别房企中，部分头部房企第四季度纳储积极性明显降低，但部分中小房企则加大土地投资。

图表 15：2020 年下半年，百强各组别房企单月新增土地货值总额同比表现

房企组别	2020上半年	2020年7月	2020年8月	2020年9月	2020年10月	2020年11月	2020年12月
TOP 10	-15.4%	-25.6%	77.4%	164.0%	8.7%	-9.0%	-4.6%
TOP 11-30	3.6%	30.2%	37.5%	129.6%	0.4%	12.7%	-8.7%
TOP 31-50	-2.7%	15.3%	37.3%	56.7%	69.0%	377.7%	1.0%
TOP 51-100	3.6%	51.3%	72.5%	39.3%	-8.4%	41.2%	79.8%

*百强各组别房企单月新增土地价值表现是基于亿翰公布的累积数据推算得出

数据来源：WIND、亿翰、山证国际研究部整理

其中，中国恒大、绿地集团、华侨城、中国金茂、奥园集团、金科集团等第四季度新增土地货值同比均出现较明显下跌。

图表 16: 2020 年, 四十强房企新增土地货值总额同比表现

公司名称	2020年同比变化								
	1-12月	1-6月	7-12月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
(1)碧桂园	13.4%	-39.2%	62.0%	-46.1%	601.5%	-57.8%	36.0%	930.3%	124.5%
(2)中国恒大	153.0%	26.5%	276.6%	13.9%	-16.7%	7941.0%	-33.0%	171.7%	-87.1%
(3)保利发展	35.4%	82.8%	19.9%	-33.2%	-52.0%	19.3%	141.4%	122.9%	-6.1%
(4)万科地产	-21.8%	-26.2%	-20.0%	-67.1%	184.2%	-76.4%	9.8%	-53.6%	164.1%
(5)融创中国	-32.3%	-64.6%	-7.4%	538.1%	-46.3%	512.9%	-36.7%	320.5%	-83.2%
(6)新城控股	22.3%	-14.0%	58.8%	49.3%	1087.1%	100.0%	100.0%	-67.4%	795.9%
(7)绿地集团	-14.7%	-32.6%	7.0%	33.7%	40.2%	-2.6%	31.0%	-53.2%	-48.9%
(8)龙湖集团	101.7%	86.6%	115.4%	84.4%	433.7%	20.0%	11.0%	357.7%	330.4%
(9)中海地产	24.5%	6.4%	38.7%	-57.1%	8680.5%	170.6%	153.4%	-1.4%	-11.0%
(10)绿城中国	48.7%	188.2%	-7.7%	-9.9%	-60.1%	-36.0%	130.6%	68.5%	-40.3%
(11)招商蛇口	19.6%	67.5%	4.1%	-35.1%	83.6%	19.1%	-24.9%	-59.0%	244.7%
(12)中南置地	108.0%	14.8%	478.4%	55.4%	288.4%	765.0%	10284.8%	466.0%	100.0%
(13)华侨城	63.6%	40.4%	87.2%	39.6%	40.3%	513.1%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
(14)世茂集团	-4.3%	48.9%	-19.8%	100.0%	181.8%	6386.0%	-78.8%	-90.5%	-100.0%
(15)金地集团	2.7%	-4.4%	6.4%	-48.8%	1011.8%	155.4%	-56.1%	-28.7%	66.0%
(16)华润置地	-22.2%	-49.4%	6.3%	-11.9%	-77.9%	52.3%	-5.3%	1214.1%	-59.1%
(17)中梁控股	-6.8%	8.8%	-18.4%	17.9%	-7.2%	-100.0%	-79.0%	-57.8%	159.9%
(18)金科集团	49.1%	-8.4%	111.1%	569.6%	3.0%	4349.1%	-78.6%	-88.6%	-15.8%
(19)中交房地产	168.4%	312.2%	121.2%	210.7%	100.0%	100.0%	100.0%	-100.0%	62.4%
(20)旭辉集团	8.3%	-32.6%	84.5%	165.4%	94.1%	-57.4%	10.2%	1.2%	222.3%
(21)中国金茂	-33.6%	-18.8%	-37.8%	30.7%	-18.9%	228.1%	-100.0%	-71.0%	-59.5%
(22)华发股份	38.3%	-21.9%	50.7%	496.7%	517.2%	100.0%	-79.9%	2930.6%	-72.9%
(23)奥园集团	-7.7%	-5.8%	-9.4%	46.3%	-2.2%	11.9%	9.1%	-64.9%	-93.9%
(24)蓝光发展	0.7%	-17.3%	35.6%	1287.9%	100.0%	-48.5%	35.1%	2.4%	-20.2%
(25)中骏集团	-10.8%	-40.2%	32.0%	91.5%	1111.1%	-49.2%	100.0%	-38.6%	27.1%
(26)建发房产	64.1%	-15.7%	148.7%	100.0%	21.1%	-73.4%	100.0%	562.2%	207.1%
(27)阳光城	-14.1%	-12.6%	-17.2%	-88.6%	-87.8%	360.3%	100.0%	-108.8%	-74.4%
(28)滨江集团	23.7%	26.9%	14.2%	-35.8%	-191.8%	164.1%	-32.5%	-100.0%	-23.4%
(29)正荣集团	15.5%	-2.4%	31.3%	39.7%	69.3%	154.4%	-49.1%	1.9%	43.8%
(30)龙光集团	188.6%	69.9%	349.6%	-41.6%	100.0%	90.4%	661.1%	100.0%	422.5%
(31)禹洲集团	72.8%	-85.1%	478.8%	2391.3%	100.0%	100.0%	100.0%	-100.0%	550.9%
(32)宝龙地产	69.3%	-23.4%	131.3%	71.4%	832.9%	154.2%	-25.9%	398.7%	31.7%
(33)佳兆业	134.5%	136.4%	133.2%	-50.5%	312.7%	277.9%	-100.0%	100.0%	395.0%
(34)大悦城控股	95.3%	1198.2%	3.1%	171.0%	100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	82.3%
(35)融信集团	20.1%	15.9%	23.0%	161.3%	728.3%	-100.0%	100.0%	-100.0%	-42.5%
(36)首开股份	35.2%	133.6%	2.8%	100.0%	150.2%	128.1%	-69.7%	-63.2%	-74.2%
(37)华夏幸福	42.6%	20.2%	86.8%	-81.3%	-71.2%	-58.0%	45.9%	-175.9%	-43.6%
(38)雅居乐	-12.5%	-25.2%	-2.1%	17.7%	-100.0%	736.4%	-78.9%	294.3%	-14.0%
(39)远洋集团	104.1%	-4.9%	141.8%	100.0%	-91.3%	-938.7%	-43.3%	20.1%	137.9%
(40)万达集团	-20.2%	-44.2%	11.0%	218.3%	-68.7%	218.0%	8.8%	-100.0%	188.0%
中位数	23.0%	-4.7%	31.7%	43.0%	88.8%	100.0%	8.9%	-33.6%	10.5%
平均值	38.1%	47.4%	75.3%	164.9%	402.0%	553.2%	277.4%	158.5%	82.2%

*房企在 2019 年没有进入新增土地货值百强榜, 而 2020 年同期有上榜, 期间增幅被定为 100%; 反之, 则为 -100%; **房企单月权益销售表现是基于亿翰公布的累积数据推算得出

数据来源: WIND、亿翰、山证国际研究部整理

3. “降杠杆”将成为房企 2021 年大趋势

展望 2021 年，中央政府将坚持“房住不炒”的定位，对楼市调控政策仍以“稳地价、稳房价、稳预期”为主。中央在 2020 年 7 月以来已对楼市过热的城市(如杭州、宁波、东莞及深圳)加大“限购”、“限贷”等调控力度，预期地方政府在 2021 年将继续落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制，增加调控的灵活性，防止房价大起大落。

此外，货币政策将与保证经济平稳运行的实际需要匹配，不会出现急转弯，但对房地产金融监管依然从严。2020 年 8 月 20 日，住建部、央行召开重点房企座谈会，对房企有息负债规模设置了“三道红线”监管新规。2020 年 12 月 31 日，央行、银保监会共同公布了《建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，将银行业金融机构划分五档，分档银行业金融机构分档设定房地产贷款占比上限以及个人住房贷款占比上限的新增“两道红线”。在金融监管新规下，“降杠杆”将成为房企 2021 年大趋势。

图表 17: 2020 年下半年，中央对部分热点城市楼市调控升级概要

日期	城市	升级限购	升级限贷	升级限价	升级限售	增加税费
7月2日	杭州	✓			✓	
7月6日	宁波	✓				
7月15日	深圳	✓	✓			✓
7月24日	南京	✓				
7月25日	东莞	✓			✓	
8月6日	咸阳		✓	✓		
8月30日	无锡	✓	✓			✓
9月6日	沈阳		✓	✓		✓
9月11日	常州		✓		✓	
9月13日	成都					✓
9月23日	长春		✓	✓		
9月24日	东莞		✓			
9月28日	唐山		✓	✓		
9月29日	银川	✓	✓	✓	✓	
10月9日	徐州			✓		
10月10日	绍兴			✓		
10月30日	衢州			✓	✓	
11月3日	台州				✓	
11月30日	西安		✓			
12月10日	宁波	✓	✓			

数据来源：克而瑞、山证国际研究部整理

销售方面，房企 2021 年整体销售的增长态势将在改善型需求持续释放带动下得以延续，但销售增速较 2020 年下半年将有所放缓；此外，城市间销售表现将持续分化，住房需求具备经济长期发展支撑的一线以及二、三线大都市圈核心城市将在人口净流入等因素推动下销售表现将维持较强韧性。

4. 投资建议

中长期持续看好拥有规模以及品牌优势的内房企业将可受惠行业集中度进一步提升，建议关注融创中国(1918.HK)、中海外(688.HK)、华润置地(1109.HK)、龙湖(960.HK)、世茂集团(813.HK)、旭辉集团(884.HK)、龙光集团(3380.HK)。

5. 风险因素

- (1) 国家对房地产市场加大调控力度；
- (2) 经营相关风险；
- (3) 人民币汇率波动。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- a) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- b) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- c) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

联系方法：

香港金钟夏慤道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>