千亿元量级房企财报观察

**编者按：**国内疫情已好转，当前线下售楼处大部分已复工，沉寂近一个月的楼市开始进入稳定恢复期。恰逢3月底，中国房地产企业开始公布过去一年的成绩单。在这个财报季，《证券日报》记者与多家房企管理层交流获悉，房地产行业高速增长时代已经结束，未来将进入缓步增长阶段。不少企业的共识是，2020年销售目标增速要控制在20%以内，首先要确保现金流稳定，适当增加土地储备。更重要的是，随着行业毛利率逐渐下沉，房企需要不断修炼内功，变革组织结构，提升产品力，在保证财务稳健的前提下，实现有质量的增长。

# 亮眼！碧桂园去年核心净利超400亿元
# 底气！五大城市群权益可售资源占比达74.7%

本报记者 谢若琳

3月27日，位列财富500强177位的碧桂园，向投资者递交了一份相当亮眼的成绩单。

财报显示，2019年碧桂园实现总收入约为4859.1亿元，同比增长28.2%；实现归母核心净利润约为401.2亿元，同比增长17.6%；实现基本每股盈利1.85元，同比增长14.9%；公司全年派息总额为124.38亿元，占公司股东应占核心净利润的31%。

销售方面，2019年碧桂园及其合营公司及联营公司共实现归属于公司股东权益的合同销售金额约5522亿元，权益合同销售面积约6237万平方米，分别同比增长10.03%、15.16%，继续稳居行业第一。

值得注意的是，疫情影响下，绝大多数地产公司2月份的销售业绩都出现了下滑。

对此，碧桂园集团总裁莫斌在线上业绩会上表示，这次疫情，特别是在2月份，对房地产销售有直接的影响，3月份随着线下售楼处陆续恢复，销售基本恢复到正常的水平，与去年同期相当。目前，碧桂园97%的销售中心、95.2%的在建工地标段已经复工。

“我们相信中国市场是巨大的，新型城镇化的推进仍有巨大的空间。”莫斌说，得益于公司一至六线的全面均衡布局，虽然这次疫情带来一定影响，我们还是有相对大的空间可以进行调整。对于未来地产的走势，我们保持谨慎乐观的态度。

据悉，碧桂园2020年的权益可售资源约9066亿元，按公司预计的权益去化率67%计算，全年权益销售将超过6000亿元。

摩根大通在研报中也表示，随着疫情受到控制，正常的经济活动，包括房地产销售均会逐渐恢复。虽然目前存在困境，但需求最终仍会回升，再加上未来数个月或有更多宽松政策推出，使投资者更愿意以乐观的角度审视目前的下行趋势及价格。看好万科、碧桂园等大型房企。

## 经营性净现金流持续为正

截至2019年12月底，碧桂园获得不含增值税的已售未结收入7158亿元。由于房地产行业预售制的特殊性，尽管物业在出售时已经产生销售额，但必须要等到完成竣工验收、向购房者交付物业之后，已售未结转收入才能在财务报表中成为确认收入。已售未结资源可以说是房企未来2年至3年盈利保障的基础。

在各大房企中，碧桂园的已售未结金额近年来一直处于领先水平。

同时，2019年碧桂园权益物业销售现金回款约5301亿元，权益销售回款率高达96%。快速强劲的销售回款，保障了充足的现金流，大大提升了公司抵御风险的能力。

在行业资金面持续收紧的背景下，碧桂园自2016年起第四次连续在年末实现正净经营性现金流，达到146.7亿元。民营上市房企中，仅碧桂园、龙湖等少数几家公司能够持续数年实现净经营性现金流为正。

分析人士认为，净经营性现金流指标为正，说明企业当期通过经营本身便可实现现金良性循环，不需要依赖外部融资来支撑现金流，而这折射出碧桂园自身强劲的造血功能和稳健的财务风格。

此外，截至2019年12月31日，公司可动用的现金余额约2683.5亿元，占总资产比例为14.1%，另有约3167.9亿元银行授信额度尚未使用。实际上，目前碧桂园还有7亿美元的发债额度。对此，碧桂园集团首席财务官兼副总裁伍碧君表示，“现在窗口不太好，且公司现金比较充裕，如果成本高的话，就是有额度也不会发债。”

而通过费用管控，碧桂园2019年的销管费占收入比例也降至7.0%。

## 权益可售资源2.4亿元

良好的财务情况，也让公司可以在土地市场紧紧把握住增加优质土地储备的机会。

莫斌表示，截至2019年年末，公司已获取的权益可售资源达到1.7万亿元，潜在权益可售资源达7159亿元，权益可售资源合计24181亿元，可满足集团未来4年以上的销售。

从区域角度看，碧桂园在粤港澳大湾区已获取权益可售资源为3091亿元，潜在权益可售资源为3226亿元，合计6317亿元，发展空间巨大。

对于2020年碧桂园的拿地计划，碧桂园集团常务副总裁程光煜表示，今年拿地预算和去年差不多，约1600亿元，公司资金比较充沛，会根据市场进行调节。“近段时间除了热点城市拿地竞争较为激烈外，其他城市都在降温，随着疫情得到控制、各地推出相应政策，我们对市场保持谨慎乐观态度。”

克而瑞的研究报告认为，在均衡布局策略下，碧桂园项目覆盖五大城市群及其他区域一到五线城市。其中，长三角、粤港澳大湾区、京津冀等五大城市群权益可售资源占比达74.7%，这些区域人流密集，深受政策利好，房地产市场发展空间巨大，将为业绩的可持续增长提供良好保障。

# 融创中国去年净利创历史新高
# 手握逾3万亿元土地储备 将更关注利润

本报见习记者 潘蕾伊

融创近些年来的顺势并购，给公司带来的红利正在逐渐显现。

3月27日，融创中国发布2019年财报，公司全年实现营业收入1693.2亿元，同比增长35.7%；实现归母净利润达260.3亿元，同比增长57.1%，创历史新高；实现净资产收益率约为37.2%，同比增长4.3个百分点；预计每股分红1.232元，同比增长49%。

销售方面，2019年融创连同其合营公司及联营公司的合同销售金额约为5562.1亿元，同比增长约20.7%。公司2020年的销售目标为6000亿元，全年可售资源将近8200亿元。

对此，融创中国行政总裁汪孟德表示，“今年做到6000亿元的销售目标是没有问题的”。

融创中国董事会主席孙宏斌在线上业绩会上进一步表示，公司已经达到一定的规模，未来销售额的增加是水到渠成的事。以稳健、安全、均衡为基础，不断提高综合竞争力，最终来实现利润的提高，才是融创未来的管理逻辑。

## 流动性充裕 调整融资成本

就在融创公布财报的当天，上交所公开信息显示，融创房地产集团有限公司拟发行2020年公开发行公司债券（第一期）。募集说明书显示，本期公司债券发行规模不超过40亿元（含40亿元），票面利率询价区间为3.7%-4.9%，债券期限为4年期，附第2年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

而孙宏斌也表示，融创此前的融资成本略高于其他头部房企，大约在6%-8%，未来希望多通过发债、银行贷款等方式，在今年将融资成本下调1%-2%。

财报显示，截至2019年底，融创在手现金1257亿元，且2020上半年无刚性到期境内外债券，未付土地款也较少。另一方面，公司2020年上半年预计可售货值超3400亿元，还将贡献大量经营现金流。

1月10日，融创以每股42.8港元配售1.87亿股，净募资80亿港元，本次配股增厚了股东权益，优化了公司的资本结构，同时，融创新发行5.4亿美元优先票据，票息为6.5%。3月19日，融创中国发布公告称，公司已于公开市场回购合计7860万美元的票据，分别为本金总额5580万美元的2020年7月份票据；及本金总额2280万美元的2020年8月份票据，此举也进一步显现了融创充裕的流动性。

此外，融创的净资产实现了连续三年的大幅增长，截至2019年年末为1141亿元，资产负债率也连续三年呈下降趋势。

基于持续稳健的经营表现，2019年融创已被纳入几乎所有重要指数，其中包括恒生中国企业指数。三大国际评级机构标普、穆迪及惠誉也在2019年纷纷上调公司评级。

## 手握逾3万亿元土储 并购机会多拿地仍谨慎

良好的财务状况，也为融创近些年的收并购提供了坚实的基础。

2019年以来，融创精准把握土地市场的机会，获取了货值约1.34万亿元的土地储备，其中货值超过78%的土储位于一、二线城市。截至目前，融创在手的确权土储货值高达3.07万亿元，其中货值超过82%的土储位于一、二线城市。同时，平均土地成本仅4306元/平方米。

值得注意的是，融创的土储优势很大程度上来自于其强大的并购能力。2019年以来获取的土储中，收并购获取6741亿元货值，占2019年总新增土储的50%。在货值高达3.07万亿元的土储中，超过60%的土储通过收并购方式获取。

以环融资产包为例，融创以少量的投入、合理的价格锁定了货值超过6200亿元的优质土储。据了解，该资产包货值约90%的土储位于成渝城市群及武汉、长沙、昆明等二线城市；确权土储货值超2200亿元，平均成本不足1800元/平方米，另锁定土储货值超4000亿元。

亿翰智库的研究报告认为，融创通过收并购获取一系列优质低价土地，也将为公司带来充足的利润。

不过，对于2020年的土地及项目市场，孙宏斌表示，“今年是地产洗牌年，并购机会超过以往任何一次，但是好的标的可能不会太多，所以公司拿地会谨慎，不赚钱的活不干”。

## 文旅收入大幅提升 加速调整资产结构

在服务方面，融创合约面积叠加储备面积高达3.5亿平方米，加之强大的外拓发展能力，使得融创的物业管理规模增长潜力巨大。业内人士也预计，融创服务将实现跨越式增长。

文旅方面，2019年收入大幅提升41%至28.5亿元，广州、无锡、昆明等新项目也陆续开业；融创文化则聚焦优质内容，快速全链布局，尤其是把握市场低点机会，收购梦之城文化75.7%股权，获取阿狸、罗小黑、小鹿杏仁儿等多个知名IP。2019年9月份，基于融创文化IP“罗小黑”的大电影《罗小黑战记》上映，票房超3亿元。

孙宏斌表示，国内的文化旅游产业供给远远不够，需求超过供给量。疫情只是造成短期影响，长远来说坚定看好。

此外，融创还计划在今年加速调整资产结构。孙宏斌表示，今年流动性不错，借此机会肯定要处置一些资产。“我们会卖掉一些酒店、商业和乐园项目，但同时也有新的产业项目在做，希望质量会越来越好。”

# 旭辉控股土储货值近万亿元 “三级管控”放权一线模式确立

本报记者 王丽新

“从目前整体市场来看，预计全年销售比2019年将下跌7%-10%。房企销售增速比2019年降低，行业现金流紧张，破产中小企业增多，集中度提高，收并购机会增加。”3月27日，在旭辉控股2019年业绩说明会上，旭辉控股董事局主席林中表示，疫情之下，市场也会平稳，不会大起大落，预计一、二线及强三线城市市场表现好于三、四线城市，下半年将好于上半年。

“面对2020年的市场，旭辉控股将着力保障现金流安全，增收节支，提升运营效率，加快区域整合，打造组织活力引擎。”林中表示，2020年，旭辉控股有信心完成2300亿元的合同销售目标。同时，要专注做好主业，打造核心竞争力，坚持高质量发展道路。

## 今年可售货值达3800亿元

财报数据显示，截至2019年底，旭辉控股已确认营业收入同比增长29%至547.66亿元；归属于母公司股东核心净利润69.03亿元，同比增长24.7%；调整后的毛利率为30%，核心净利润率为12.6%。

“盈利基本符合2019年初的规划和市场预期。”旭辉控股总裁林峰表示，旭辉内部有句话，“没有回款和利润的销售就是耍流氓。”鉴于此，2019年，旭辉控股坚持“以收定支，开源节流”的准则，当年实现了92%的签约回款率。

对于2020年有信心完成2300亿元销售目标的底气，是当年可售货值达3800亿元，其中89%位于有人口持续导入的一、二线及准二线城市。截至2月底，旭辉集团总土储面积约6540万平方米，对应货值9880亿元，直逼1万亿元，其中一、二线及准二线城市占比达87%。

过去的一年，旭辉控股通过合作并购、旧城改造、商业购地等多元化手段获取的土地储备占33%，其中不乏总建面27万平方米的成都新都区商住项目、货值超340亿元的太原一、二级联动项目、建面45万平方米的石家庄核心长安区项目、以及通过与大湾区房企战略合作获取的深圳坪山项目等案例。

“面对当下的市场，房企应当维持一个适当、合理的土地储备规模，以满足公司未来2年-3年的发展需求。”林峰表示，未来旭辉控股将继续加大多元化拿地的力度，中长期来看，通过非公开市场获取的土地有望占比持续提升。此外，2019年新增土储权益比重提升至65%，今年可能达到70%，未来也将带动销售权益占比进一步上升。

## 在手现金足以覆盖短债

在财务方面，“稳健、长期主义”一直是旭辉控股财务管理的标签，这一传统在2019年也得以延续。

截至2019年底，旭辉控股净负债率68.5%，相较2019年中期下降1个百分点；加权平均融资成本6%。截至2019年年底，旭辉控股现金存量576亿元，一年内到期的短债占比仅为20.4%，随着今年债务的重组，希望可以降低至15%；现金短债比2.7倍，有足够的财务弹性应对今年的市场波动。

“受疫情影响，房企发展模式将转变，更加注重现金流安全和财务的稳健。”林中表示，接下来在融资方面，预计房地产融资松紧适度，境内融资成本降低，旭辉将力争把融资成本控制在6%以内。

“今年开年以来，旭辉控股相继以较低利率完成数笔融资，相信年内平均融资成本有望进一步走低。”旭辉控股CFO杨欣表示，旭辉控股将继续顺应国家“去杠杆、降负债”的要求，主动作为，严控债务规模与资金成本，同时不断优化债务结构，为企业发展“高筑墙，广积粮”。

## 确立“三级管控”放权一线

房地产行业越来越呈现出“回归制造业”的趋势，是旭辉控股管理层多次提出的观点，其认为，这场回归的核心，则是对运营质量和效率的追求。

目前，旭辉已确立“大平台+小集团+项目集群”的“三级管控”模式，得益于区域深耕带来的管理效能提升，旭辉控股2019年人均权益签约额较去年提升25%，人均核心利润增长20%。通过充分授权一线，2019年区域上报集团的审批同比减少了63%，全集团审批流程平均时长同比减少了51%。

“希望把指挥中心移至区域层级，总部专注于财务和战略方面。”林峰如是表示。

“集团总的思路是让听得见炮火的人去指挥战斗，对一线授权越来越大，指挥下沉之后效率会得到提升。旭辉发展到今天，要做大做强一线，实行小集团是势在必行的。”旭辉集团高级副总裁、江苏区域集团总裁王凤友表示，集团有完整的授权体系，不同区域授权权限不一样，今年做不好的区域有可能就会被合并。

“2020年，旭辉控股将加快组织变革和人才发展，加快区域整合和经营下沉，授权、赋能，激活组织和人才。”林中表示，在多变的市场，旭辉控股需要快速裂变和协同的文化，以经营效益为导向，坚持高质量的发展模式，实现持续稳定有质量的增长。

# 金辉控股开启赴港IPO之旅 拟募资“储粮”谋弯道超车

本报记者 王丽新

3月25日，金辉控股向香港联交所提交了招股说明书，正式开启赴港IPO之路。

根据业内机构发布的房企销售排行，2019年，金辉集团以888.6亿元销售规模排名第40，是行业TOP40中仅有的两家尚未上市的企业之一。

关于本次募资金额，招股书并未披露。参照2018年-2019年上市房企的部分募资数据，新力地产募资19.6亿港元，中梁地产募资27.7亿港元，美的置业募资30.6亿港元。有业内人士向《证券日报》记者称，预计金辉控股的募资规模会与同梯队房企接近。

“疫情来袭政策预期放松档口，准千亿元规模房企踏上IPO之路，一旦成功将打开多种储备低成本‘粮食’的渠道，为其全面发展提供更多路径。”财经评论员严跃进向《证券日报》记者表示，若能利用这一笔募资抓住机会拿地扩张，确保运营顺畅，利润平稳释放，则有望在激烈的行业竞争中实现安全超车。

## 多元化拿地“降本提利”

从2016年至2019年的4年间，金辉控股的销售额从307.2亿元增长到888.6亿元，行业排名从52位稳步进入前40。

根据招股书显示，在2017年、2018年及2019年三年里，金辉控股全口径销售额分别为445.1亿元、746.8亿元及888.6亿元；经营业务的收益分别为117.77亿元、159.71亿元及259.63亿元，复合年增长率48.5%，其中2019年度增幅达62.56%；对应的的净利润分别为22.21亿元、23亿元及26.90亿元，复合年增长率10%，其中2019年增幅为16.96%；毛利率则在26%-35%之间。

值得关注的是，据《证券日报》记者观察，根据多家公布2019年业绩的房企高管判断，未来行业毛利率将维持在25%左右，面对不确定性成为常态化的市场格局，多数2000亿元阵营以上房企想要将毛利率水平保持在25%-30%之间。

但与个别抢高价地先冲规模后修复利润的房企不同，低调的金辉控股不走公开市场举牌拿地王、“赌博”拿高价地的路径，拍地时出价地块中溢价率大都保持在溢价率30%以下，这几年则不断创新多元化拿地方式，进行投资“性价比”衡量。除了在公开市场拍地，还在互换股份合作以及收并购增加土储等方面发力，比如，2018年，公司以收并购方式纳入长沙、苏州等地低成本项目。

截至2019年底，金辉控股所持土地储备总建筑面积为2667.44万平方米，其中93.4%位于二线城市及核心三线城市，主要分布在长三角、环渤海、华南、西南和西北等以“人才吸附”为重点战略的城市。

进行资产换仓的同时，金辉控股管理层开始在降低造价成本、细化产品定位和提升溢价能力上下功夫。自2016年以来，公司研发了四大产品线，分别为契合城市主力中青年客群的“优步系”、改善型产品线“云著系”、聚焦一二线城市核心地段面向城市高净值人群的“铭著系”高端住宅，以及城市综合体“大城系”。叠加此前低成本获取的土地，即使面临这两年房企普遍遭受的限价政策，金辉控股也有在销售定价上获取更多“话语权”的能力。

正如金辉控股管理层曾向《证券日报》记者所示，“企业最核心的还是要赚钱，盈利是重要基石。我们开发的每一个项目，都有严格的利润指标要求，测算达不到标准的，一律不能通过。”

不得不说，一般开发商跨越千亿元规模之后才开始注重产品溢价能力，但“兼顾利润和规模平衡发展”“打造数个百亿元量级区域公司”，降低拿地成本提升产品溢价率等战略举措，是当前TOP20房企的典型组合打法之一，但却是金辉控股近几年早就在落实的目标。

## 抓回款降负债谋安全扩张

在金辉控股内部，重点关注的高质量增长指标还有对现金流的把控，这体现在去化率和回款率指标上。

尽管在招股书中未有披露，但此前发布的《金辉集团2019年公司债券半年报》显示，金辉已完工项目销售平均去化率达96%，在建项目平均去化率达87%，预收款项达到554.98亿元，增幅34.35%，平均回款周期35天，高于行业平均水平。

而对于走在IPO道路上的金辉来说，与其他闽系房企相比，在资金运作、外部资金获取和加杠杆方面，是相对比较健康的。在金辉集团内部，即使在横纵扩张方面需加大力度，但财务安全仍是底线。

以扣除合约负债额后的资产负债率来计，金辉控股近三年的实际负债率逐年下降，从2017年的62%下降至2019年的47.73%。而根据wind数据整理，截至2019年6月底，25家预收款最大的A股上市房企扣除预收款后的资产负债率中位数达到了51%。

另据招股书显示，截至2017年、2018年及2019年年度末，金辉控股的银行借款、其他借款及公司债券总额为335.1亿元、387.2亿元及427.5亿元。其中一年内到期部分分别为127.5亿元、231.6亿元及180.2亿元。一年期占比分别为38%，59.8%及42.1%，短期债务结构得到优化。

实际上，近三年来，为了保持在合理负债结构下实现规模发展，金辉控股下了颇多功夫。比如，与地产信贷活跃的金融机构签署了“总对总”战略合作协议，积极拓宽小公募、境外美元债和购房尾款ABS等新型渠道，提升“找钱能力”，以及寻找新的合作伙伴，通过股权合作或者股权类融资，合理降低有息负债，降低融资成本等。

对此，有业内人士称，若金辉控股成功登陆资本市场，融资渠道将进一步变宽，融资成本也将进一步降低，助力其提升盈利能力，资本结构也会得到进一步改善。更重要的是，准千亿元规模档口赴港IPO，这是在35家房企跨入千亿元阵营的市场格局中，想要弯道超车的良机。

当然，是否能得到投资者的充分认可，能否顺利实现IPO，能获得多大规模的募资，上市之后股价表现如何……这都有待资本市场的考验。

本版主编 于德良 责 编 于 南 制 作 王敬涛
E-mail:zmzx@zqrb.net 电话 010-83251785