

地产行业动态跟踪报告

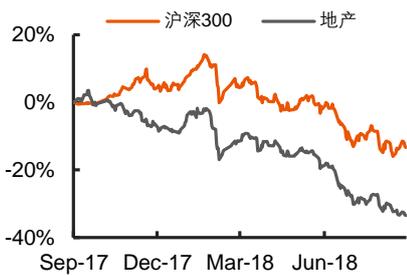
2018年9月2日

业绩延续靓丽，资金面整体稳健

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

- 《行业专题报告*地产*紧缩冬日多面观资金，未及严寒风险尚可控》 2018-08-30
- 《行业周报*地产*成交环比下行，房企中报靓丽》 2018-08-26
- 《行业周报*地产*成交环比回升，去化率维持高位》 2018-08-19
- 《行业动态跟踪报告*地产*投资增速维持高位，单月销售开工创年内新高》 2018-08-14
- 《行业周报*地产*成交环比下降，住建部调控再发声》 2018-08-12

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

郑茜文 一般从业资格编号
S1060118080013
ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **财报整体延续靓丽。**随着 2016 年房价大幅上涨时期项目步入结算周期，2018H1 房企报表延续靓丽。2018H1 上市房企整体营收同比增长 24.3%，归母净利润同比增长 41.3%。考虑到结算滞后于销售，预计短期上市房企业绩仍将延续较好表现。从利润拆分来看，上半年归母净利润增速高于营收增速主要因：1) 毛利率同比升 2.7 个百分点；2) 非并表合作项目增多，投资净收益同比增长 70%；3) 公允价值变动损益同比增长 43.3%。
- **毛利率持续回升，业绩保障度高。**2018 年上半年上市房企整体毛利率 31.6%，同比上升 2.7 个百分点，延续回升态势。考虑到 2016 年以来房价大幅上涨，预计短期主流房企毛利率有望持续小幅回升，但中长期来看，由于限价、土地成本高企、原材料价格上升等因素，开发商结算毛利率仍将承压。期末行业预收款 2.4 万亿，同比上升 37%，为过去四季度营收总和的 127.5%，创近年新高，奠定未来业绩高速增长基础。
- **销售延续增长，去化周期处于低位。**在限价及融资渠道收紧的背景下，加速周转、加快销售回款成为众多房企最佳选择。2018H1 上市房企销售商品、提供劳务收到的现金为 1.2 万亿，同比增长 24.3%，较 2017 年全年增速提升 7.8 个百分点，高于同期全国商品房销售额增速（13.2%）。龙头房企依靠强大的运营能力和灵活的战略布局，持续扩大市场份额，2018 年上半年 TOP10、TOP20、TOP50 销售额市占率分别为 29.9%、40.6%、58.2%，较 2017 年末分别提升 5.7%、8.1 个和 12.4 个百分点。我们用存货重估市值（存货/(1-毛利率)）减去预收款后除以过去四个季度的销售回款来衡量去化周期，期末行业整体去化周期 1.95 年，处于 2009 年以来低点。
- **新开工提速，净负债率小幅上升。**销售持续高位叠加库存低位，房企拿地依旧相对进取，同时积极开工加快推货，开工提速叠加补库存导致房企现金流支出增加。2018 年上半年上市房企整体购买商品、接受劳务支付现金 9090.5 亿元，同比上升 21.1%，但受资金面紧张影响，增速较 2017 年全年回落 6.1 个百分点；期末净负债率较期初上升 7.1 个百分点至 105.8%。2018H1 招保万金、华侨城五家龙头新增有息负债占 A 股上市房企的 60.5%，较 2016 年（37.8%）大幅提升，优质信贷资源进一步向龙头房企集中。

- 投资策略：**随着 2016-2017 年项目步入结算周期，预收款充足叠加毛利率提升，预计 2018 年房企业绩增速仍将维持高位。前 8 月百强房企销售额及销售面积同比增长 42% 和 38%，依旧维持较高增速；万科最新专项债利率仅 4.05%，宝能系短期减持压力亦接近尾声，积极因素正逐步积累。中长期来看，板块调整充分已反映政策悲观预期，当前绝对估值及相对估值均处于历史低位，股息率亦具备吸引力，叠加即将到来的估值切换，中长期配置价值已经凸显。建议关注：1) 低估值龙头保利、万科、金地、招商等；2) 边际改善的二线阳光城、蓝光；3) 布局核心城市的高成长新城、荣盛、阳光城等。
- 风险提示：**1) 目前按揭利率连续 19 个月上行，置业成本上升或带来购买力恶化风险进而影响行业销售表现；2) 2018 年将迎来房企偿债小高峰，若销售回款亦恶化，且银行信贷依旧偏紧，不排除部分中小房企面临资金链风险；3) 2016-2017 年上半年高地价项目将在 2018 年陆续入市，考虑多地实现限价政策，若限价无法突破，由于地价成本抬升，将导致板块未来利润率下滑风险。

股票名称	股票代码	股票价格 2018-8-31	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017A	2018E	2019E	
天健集团	000090	5.87	0.37	0.5	0.69	1.48	15.9	11.7	8.5	4.0	强烈推荐
招商蛇口	001979	18.00	1.21	1.55	2.0	2.57	14.9	11.6	9.0	7.0	强烈推荐
万科 A	000002	24.05	1.9	2.54	3.32	4.11	12.7	9.5	7.2	5.9	强烈推荐
保利地产	600048	12.28	1.05	1.32	1.71	2.18	11.7	9.3	7.2	5.6	强烈推荐
金地集团	600383	9.15	1.4	1.52	1.85	2.13	6.5	6.0	4.9	4.3	强烈推荐
新城控股	601155	25.95	1.34	2.67	3.84	5.17	19.4	9.7	6.8	5.0	强烈推荐
世联行	002285	6.12	0.37	0.49	0.57	0.7	16.5	12.5	10.7	8.7	推荐
宋都股份	600077	3.04	-0.15	0.12	0.19	0.25	-20.3	25.3	16.0	12.2	推荐

正文目录

一、财报整体靓丽，增速维持高位	5
二、毛利率持续回升，费用率小幅攀升	7
三、销售额延续增长，去化周期维持低位	9
3.1 销售保持较高增速，回款率延续放缓	9
3.2 强者恒强，集中度加快提升	10
3.3 去化周期处于低位	11
四、新开工提速，投资相对积极	12
五、净负债率有所上升，信贷资源向优质房企集中	14
六、业绩锁定性创新高，未来高增长可期	15
七、行业投资策略	16
八、风险提示	17

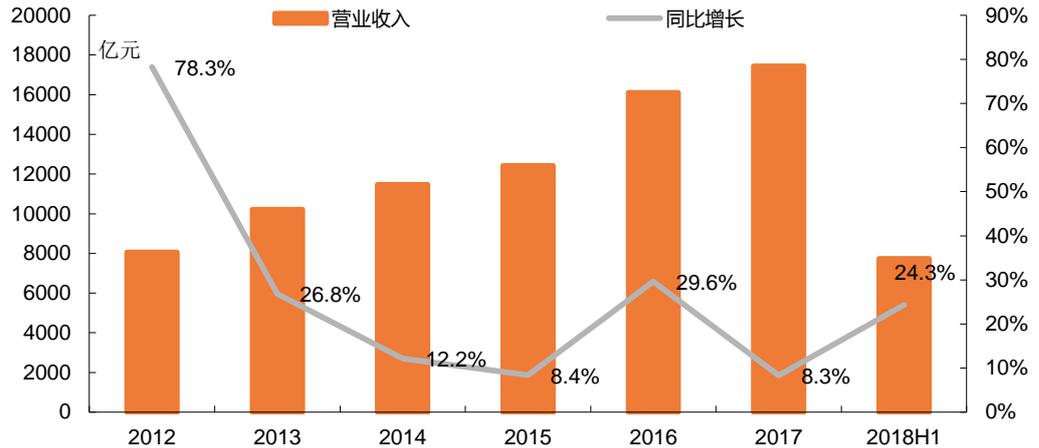
图表目录

图表 1	2018H1 板块营收同比增长 24.3%	5
图表 2	2018H1 板块归属净利润同比 41.3%	5
图表 3	2018H1 板块净利润变动拆分	6
图表 4	少数股东损益占比走势图	6
图表 5	2018H1 各子板块营收增速表现	6
图表 6	2018H1 各子板块净利润增速表现	7
图表 7	上市房企毛利率及净利率持续回升	7
图表 8	2018H1 房企期间费用率较年初上升	8
图表 9	2018H1 各子板块毛利率走势	8
图表 10	2018H1 各子板块净利率走势	8
图表 11	2018H1 上市房企销售延续增长	9
图表 12	主流房企销售回款率下降趋势略有放缓	9
图表 13	房企销售额集中度持续提升	10
图表 14	龙头房企销售额增速依旧可观	10
图表 15	龙头房企新增货值集中度提升更快	10
图表 16	上市房企存货及增速	11
图表 17	上市房企去化周期延续低位	11
图表 18	龙头房企库存去化年数较低	12
图表 19	上市房企整体购地及开工支出延续增长	12
图表 20	各子板块购地及开工支出增速	13
图表 21	2018 年上半年主流房企开工积极	13
图表 22	主流房企 2018H1 拿地销售面积比略有下降	13
图表 23	货币资金/一年内到期长短期负债	14
图表 24	2018H1 板块净负债率有所上升	14
图表 25	2018H1 各子板块剔除预收账款后负债率情况	14
图表 26	信贷资源进一步向优质房企集中	15
图表 27	主流房企发债利率对比	15
图表 28	2018H1 板块预收款同比增长 37%	16
图表 29	2018H1 业绩保障度高达 127.5%	16

一、财报整体靓丽，增速维持高位

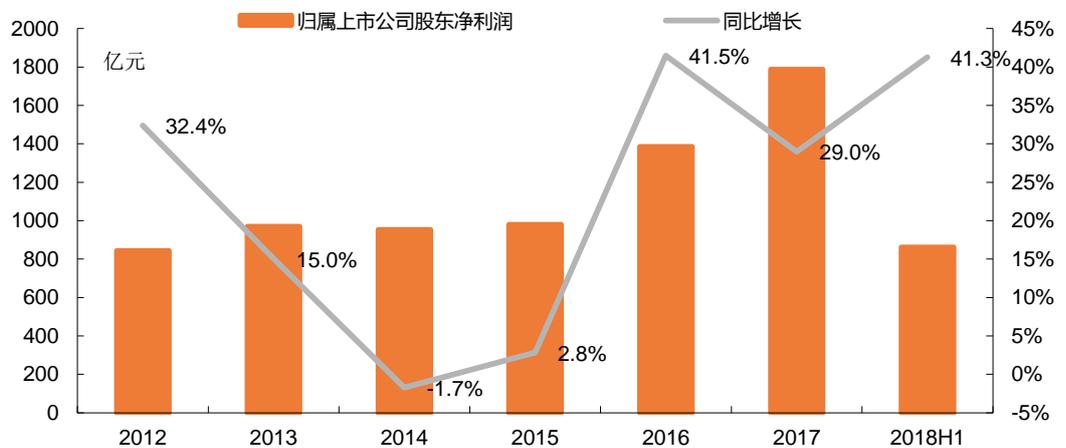
随着 2016 年房价大幅上涨时期项目步入结算周期，2018H1 房企报表延续靓丽。2018H1 上市房企整体营收同比增长 24.3%，归母净利润同比增长 41.3%。考虑到结算滞后于销售，预计短期上市房企业绩仍将延续较好表现。

图表1 2018H1 板块营收同比增长 24.3%



资料来源: wind, 平安证券研究所

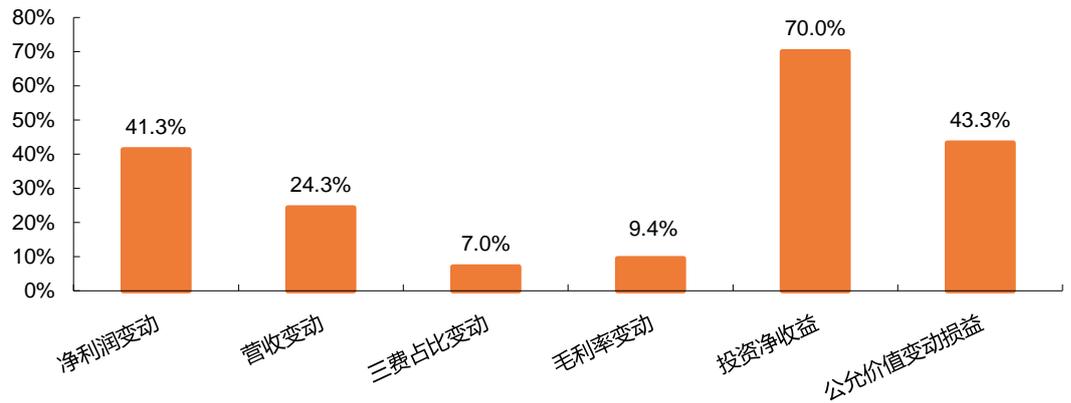
图表2 2018H1 板块归属净利润同比 41.3%



资料来源: wind, 平安证券研究所

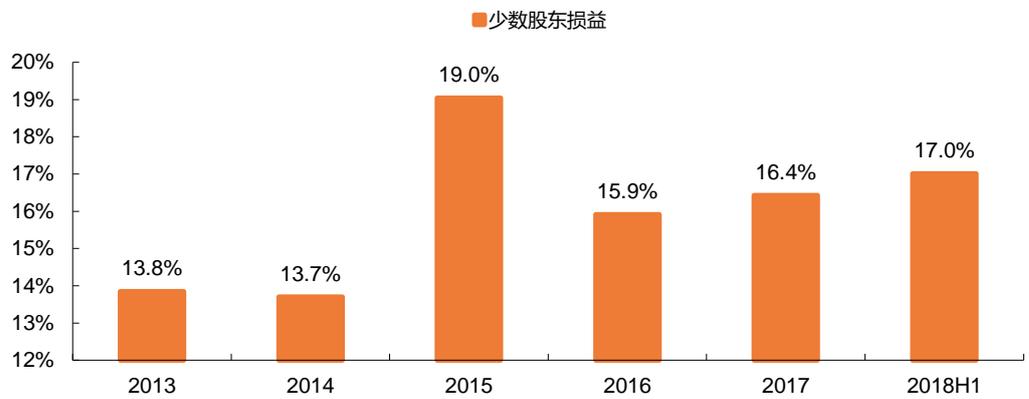
从利润拆分来看，上半年归母净利润增速高于营收增速主要因：1) 毛利率同比升 2.7 个百分点；2) 非并表合作项目增多，投资净收益同比增长 70%；3) 公允价值变动损益同比增长 43.3%。

图表3 2018H1 板块净利润变动拆分



资料来源: wind、平安证券研究所

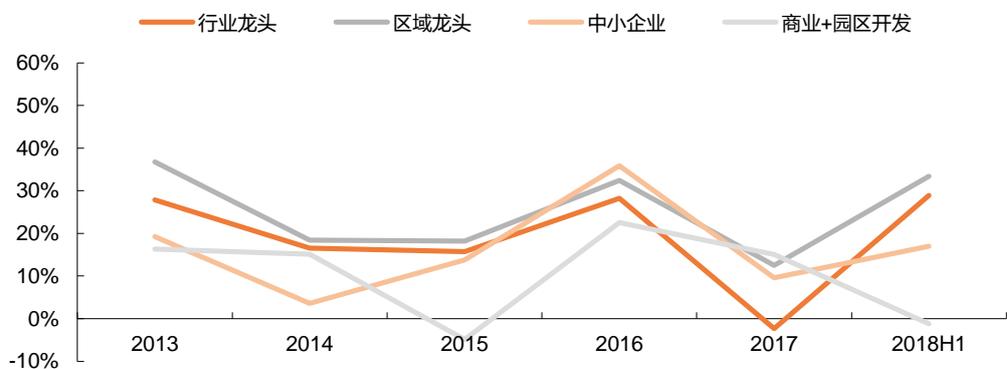
图表4 少数股东损益占比走势图



资料来源: wind、平安证券研究所

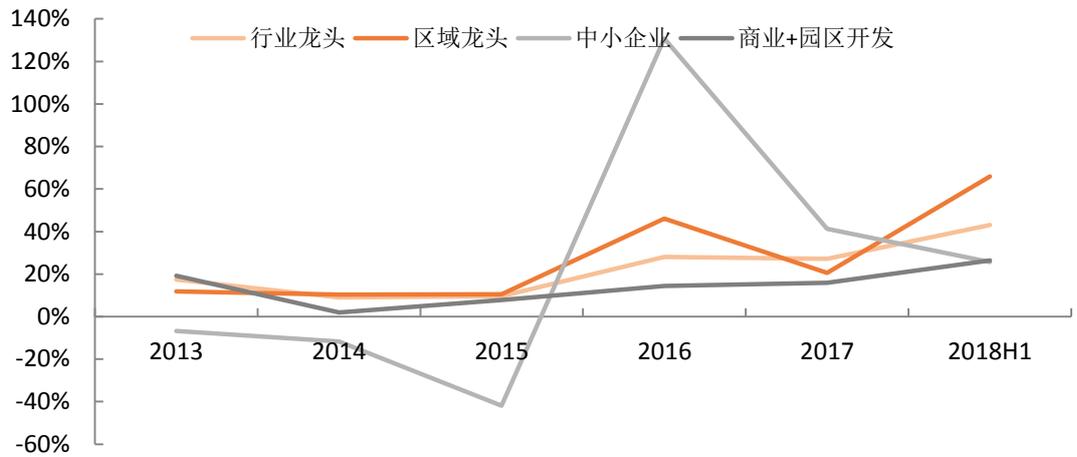
分公司来看,上半年区域龙头房企营收增速 33.4%,居于首位,行业龙头紧随其后,增速达 28.9%;中小企业、商业及园区开发房企营收增速则分别为 17%、-1.2%。从净利润角度来看,区域龙头业绩增速为 66%,高于行业龙头(43.1%)、商业及园区开发房企(26.5%)和中小房企(25.7%)。其中万科、保利、金地、招商上半年净利润增速分别为 24.9%、15.1%、107.8%和 105.3%。

图表5 2018H1 各子板块营收增速表现



资料来源: wind、平安证券研究所 注: 整体分析为整个申万地产板块,子板块分析合计仅选取96家代表房企划分,下同

图表6 2018H1 各子板块净利润增速表现



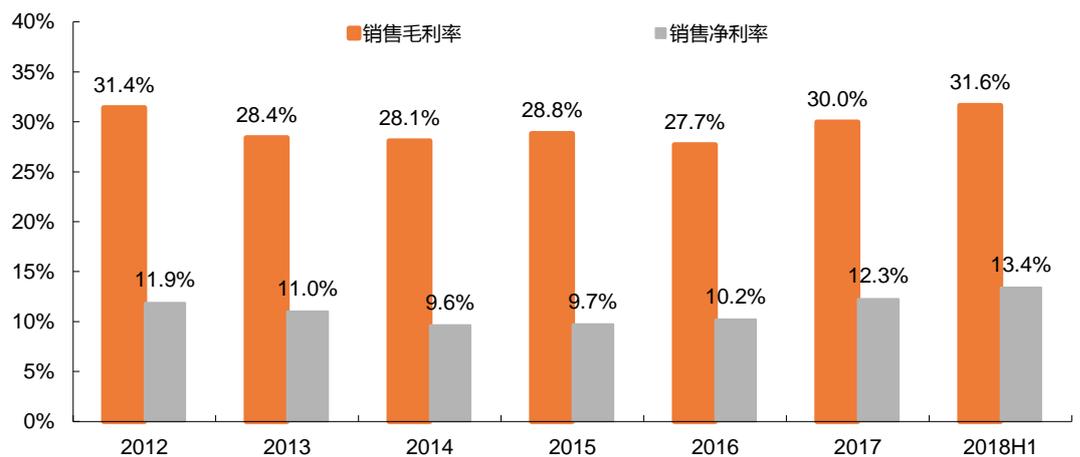
资料来源: wind、平安证券研究所

二、毛利率持续回升，费用率小幅攀升

2018年上半年上市房企整体毛利率31.6%，同比上升2.7个百分点；销售净利率13.4%，同比上升1.8个百分点，延续回升趋势。考虑到2016年以来房价大幅上涨，预计短期主流房企毛利率有望延续小幅回升，但中长期来看，由于限价、土地成本高企、原材料价格上升等因素影响，开发商结算毛利率仍将承压。

费用率方面，受管理规模扩大、楼市逐步降温、融资规模扩大及利率上行等因素影响，2018H1上市房企管理费用率及财务费用率同比分别提升0.2个和0.6个百分点至4.7%和3.4%，整体三费占比上升0.7个百分点至10.8%。

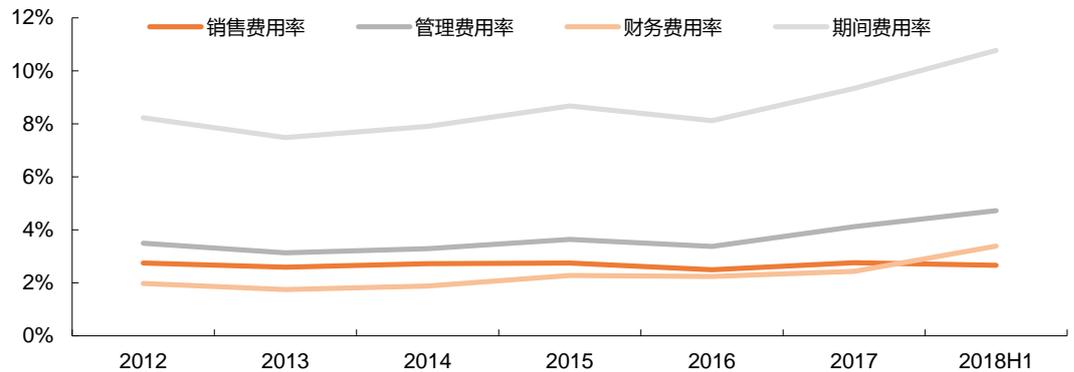
图表7 上市房企毛利率及净利率持续回升



资料来源: wind、平安证券研究所

注: 行业毛利率通过 1-行业总成本/行业总营收计算

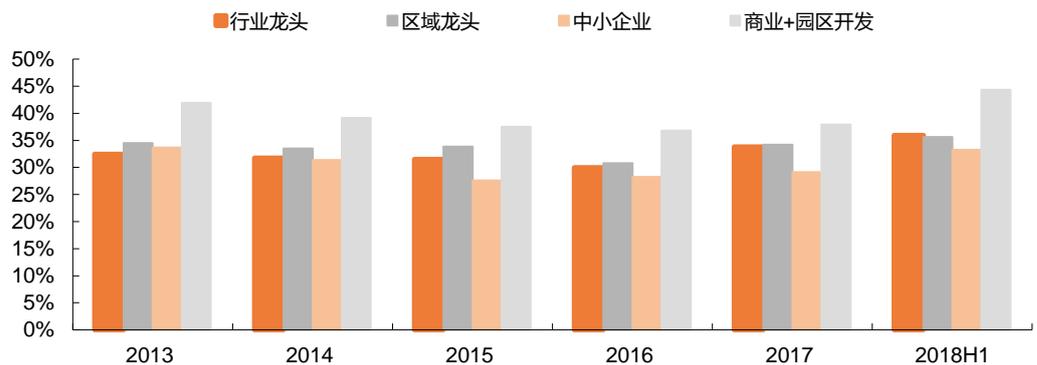
图表8 2018H1 房企期间费用率较年初上升



资料来源: wind, 平安证券研究所

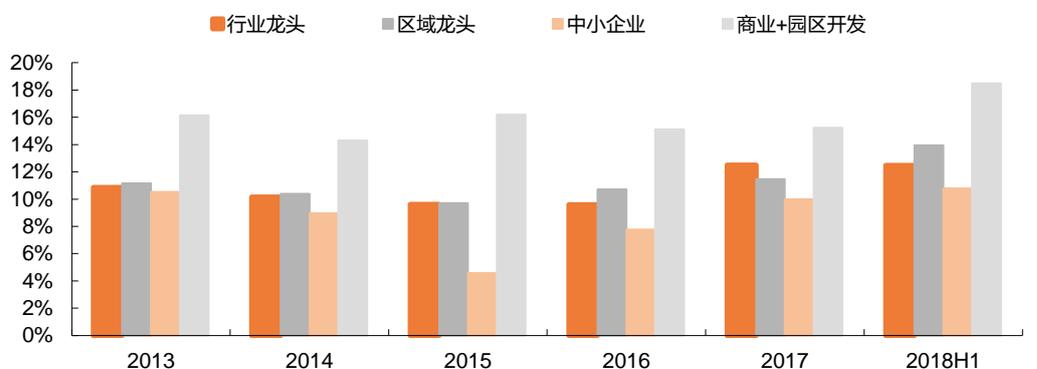
分公司来看,上半年行业龙头、区域龙头、中小房企及商业园区开发类房企毛利率分别为 35.9%、35.6%、33.3%和 44.3%,其中商业及园区开发房企毛利率较 2017 年提升 6.4 个百分点,提升幅度最大。万科、保利、金地、招商上半年毛利率分别为 34.4%、35.4%、38.6%和 42.7%,较 2017 年分别上升 0.3 个、4.3 个、3.8 个和 5.1 个百分点。

图表9 2018H1 各子板块毛利率走势



资料来源: wind, 平安证券研究所 注: 行业毛利率通过 1-行业总成本/行业总营收计算

图表10 2018H1 各子板块净利率走势



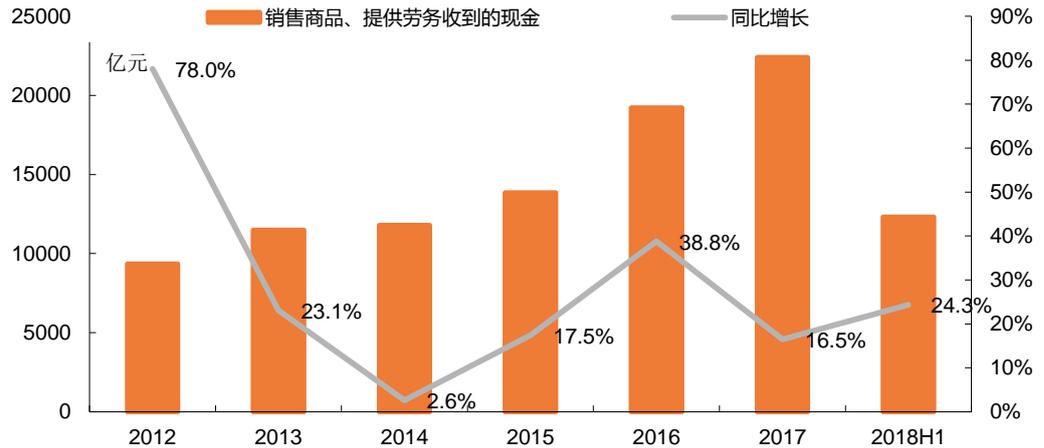
资料来源: wind, 平安证券研究所

三、 销售额延续增长，去化周期维持低位

3.1 销售保持较高增速，回款率延续放缓

在限价及融资渠道收紧的背景下，加速周转、加快销售回款成为众多房企最佳选择。在加快推盘背景下，2018H1上市房企销售商品、提供劳务收到的现金为1.2万亿，同比增长24.3%，较2017年全年增速提升7.8个百分点，高于同期全国商品房销售额增速（13.2%）。

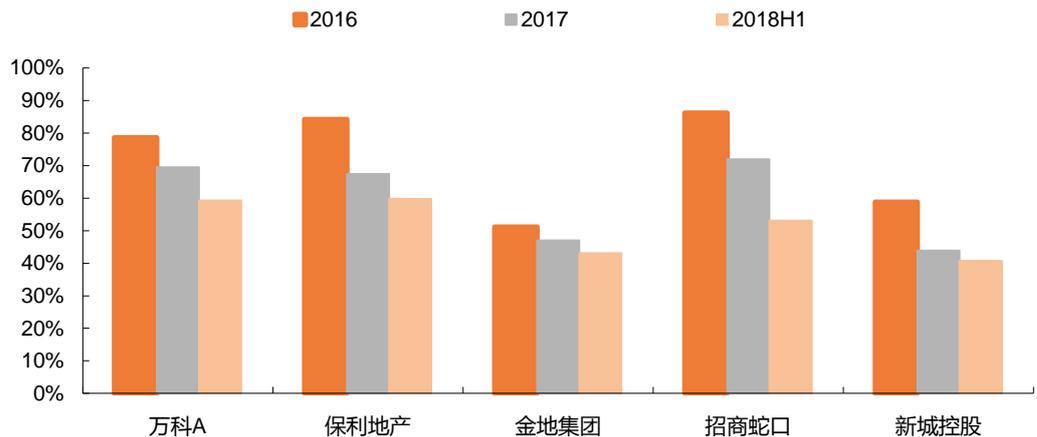
图表11 2018H1 上市房企销售延续增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

我们用销售商品、提供劳务收到的现金/销售额来衡量房企回款率，招保万金等主流房企回款率延续下降趋势，但下降幅度大多较2017年有所放缓。

图表12 主流房企销售回款率下降趋势略有放缓



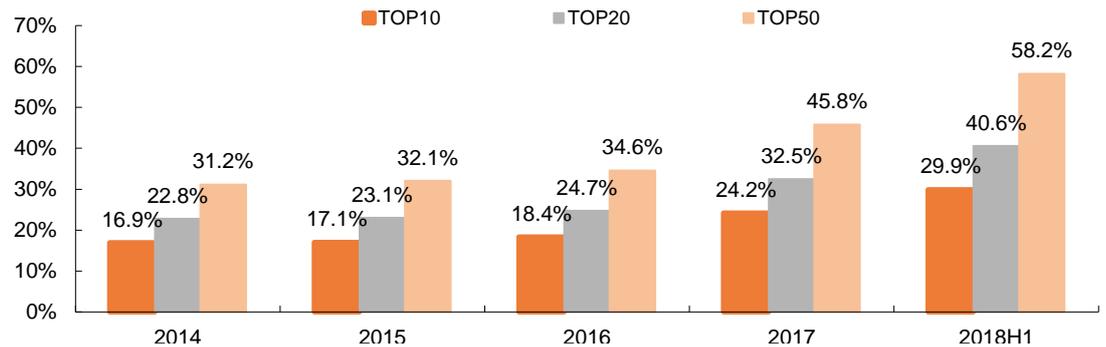
资料来源: wind, 平安证券研究所

销售回款率=销售商品、提供劳务收到的现金/销售额

3.2 强者恒强，集中度加快提升

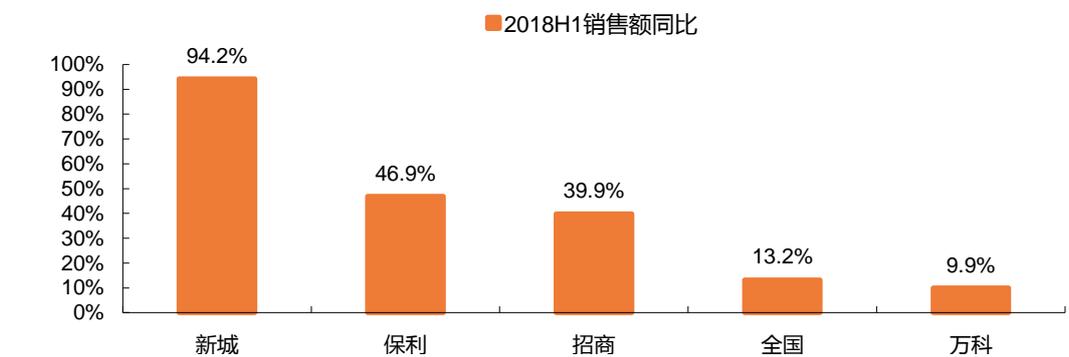
从行业集中度来看，2018年上半年TOP10、TOP20、TOP50销售额市占率分别为29.9%、40.6%、58.2%，较2017年末分别提升5.7%、8.1个和12.4个百分点。龙头房企依靠强大的运营能力和灵活的战略布局，持续扩大市场份额。高企的融资成本、高压的调控政策及高企的土地竞拍门槛，不断压缩中小房企的生存空间，2018年上半年行业五强新增货值占比达37%，远高于同期销售额市占率，预计未来集中度有望进一步提升。

图表13 房企销售额集中度持续提升



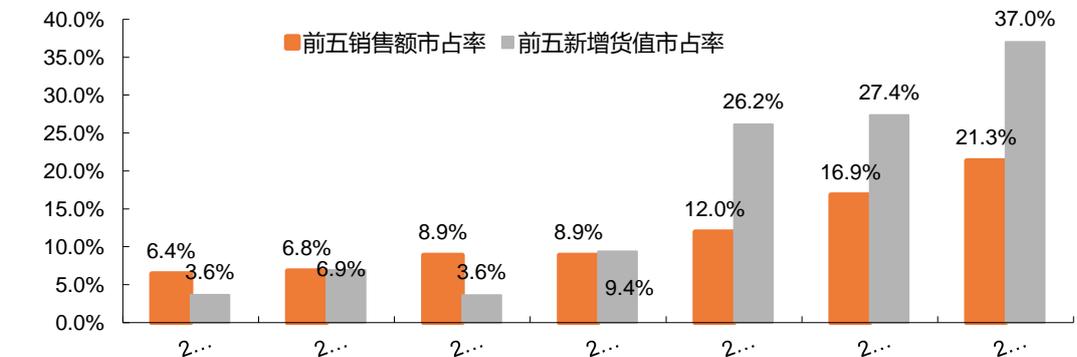
资料来源: CRIC, 平安证券研究所

图表14 龙头房企销售额增速依旧可观



资料来源: 公司公告, wind, 平安证券研究所

图表15 龙头房企新增货值集中度提升更快

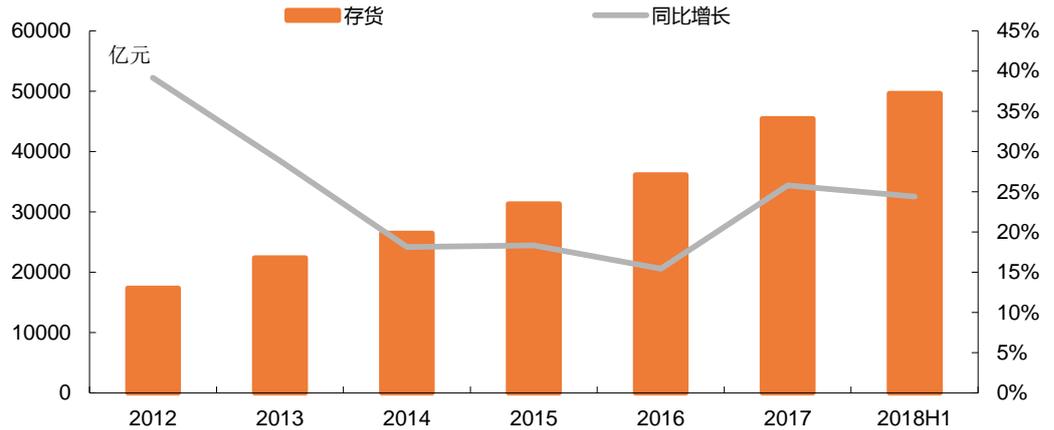


资料来源: 公司公告, wind, 平安证券研究所

3.3 去化周期处于低位

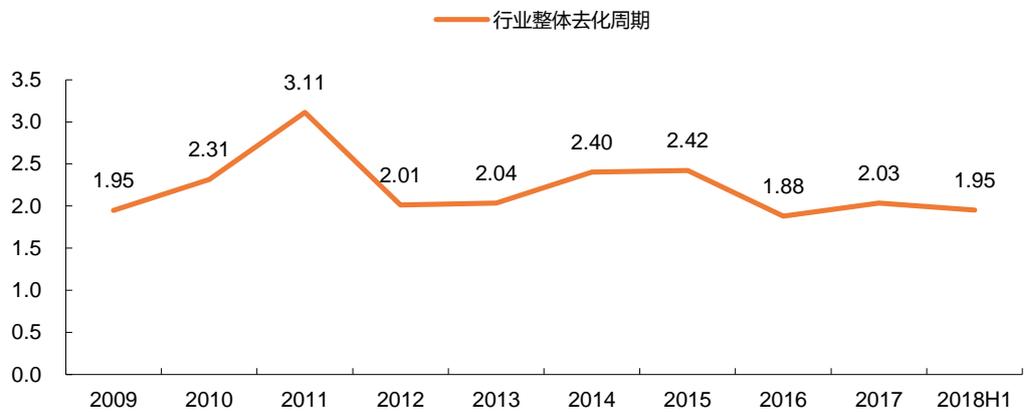
截至2018年上半年，板块整体存货达5万亿，同比增长24.4%，增速较2017年末下降1.4个百分点。我们用存货重估货值（存货/(1-毛利率)）减去预收款后除以过去四个季度的销售回款来衡量去化周期，期末行业整体去化周期1.95年，较2017年末下降0.08年。分公司来看，行业龙头去化周期远低于其他三类房企。

图表16 上市房企存货及增速



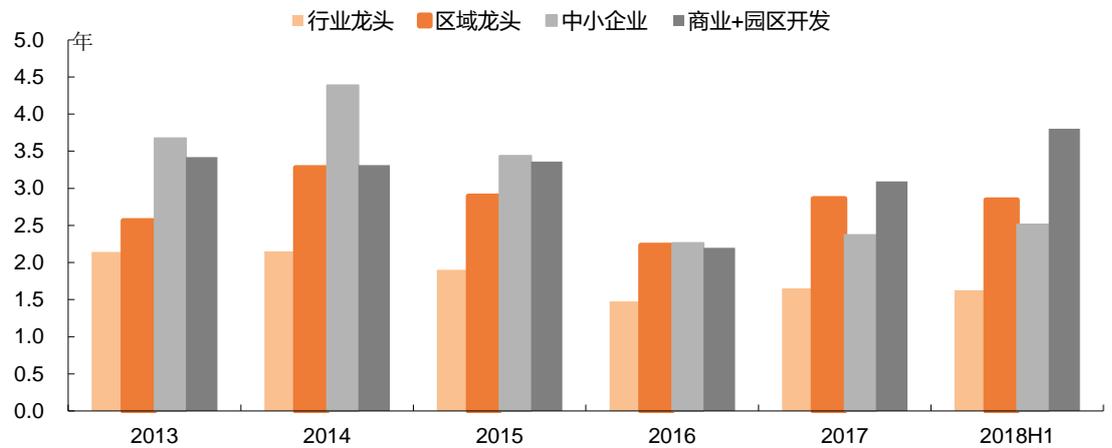
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表17 上市房企去化周期延续低位



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表18 龙头房企库存去化年数较低

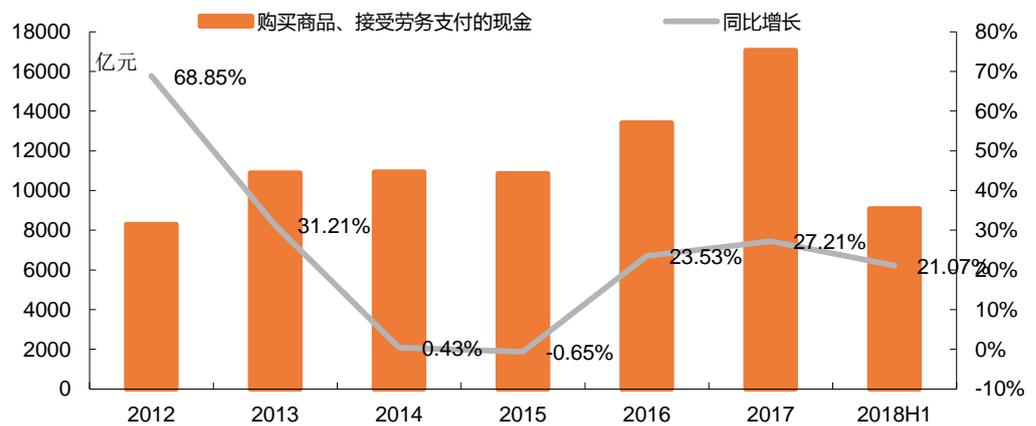


资料来源: wind, 平安证券研究所

四、新开工提速，投资相对积极

2017年四季度以来，随着土地市场降温，叠加补库存扩规模考虑，大多数主流房企逐步加大土地获取力度，上半年整体延续加快拿地开工态势。开工提速叠加补库存导致房企现金流支出增加，2018上半年上市房企整体购买商品、接受劳务支付现金9090.5亿元，同比上升21.1%，但受资金面紧张影响，增速较2017年全年回落6.1个百分点。

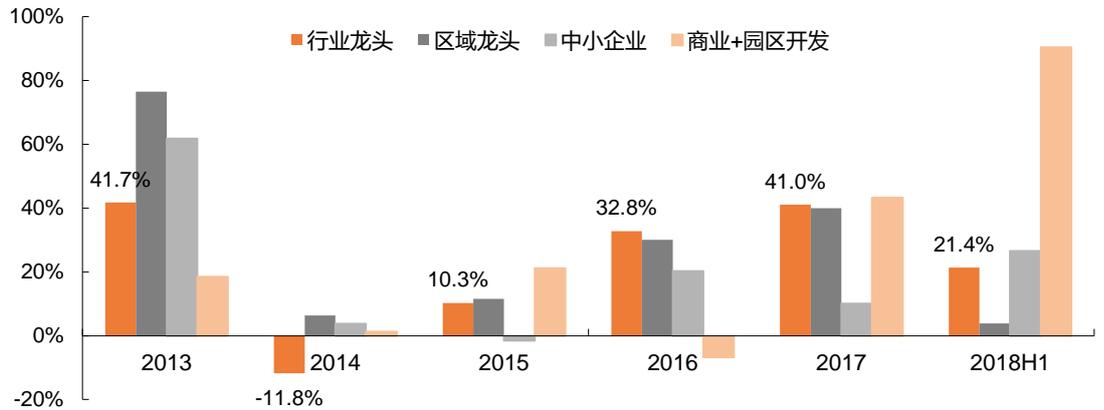
图表19 上市房企整体购地及开工支出延续增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

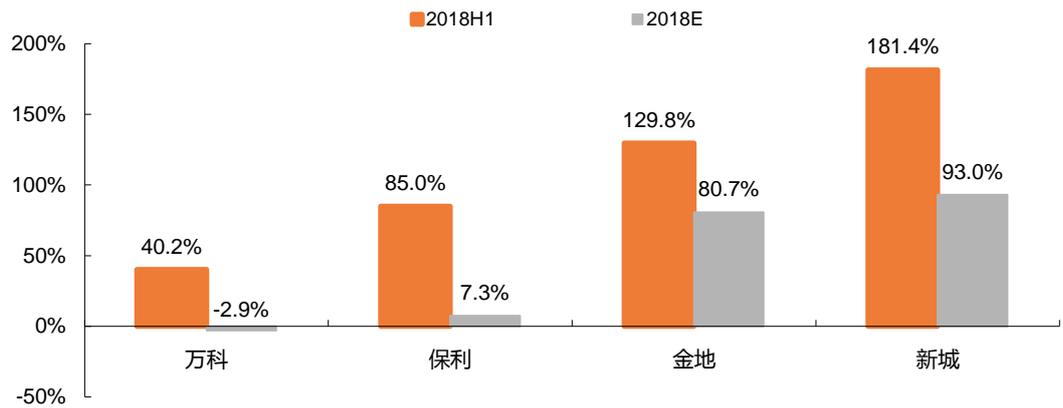
分公司来看，行业龙头房企 2017 年投资扩张明显，2018 年上半年拿地支出增速有所放缓。相比之下，中小房企购买商品、接受劳务支出的现金增速较 2017 年全年提升 16.5 个百分点至 26.5%。

图表20 各子板块购地及开工支出增速



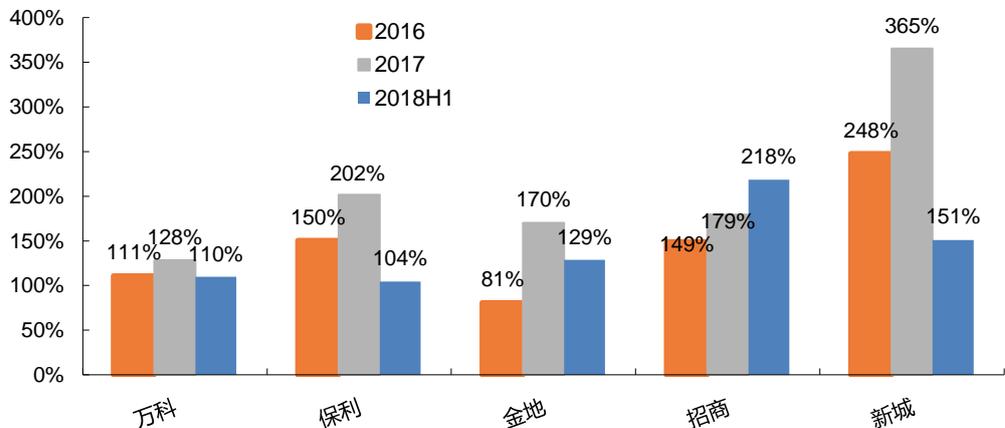
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表21 2018年上半年主流房企开工积极



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表22 主流房企 2018H1 拿地销售面积比略有下降

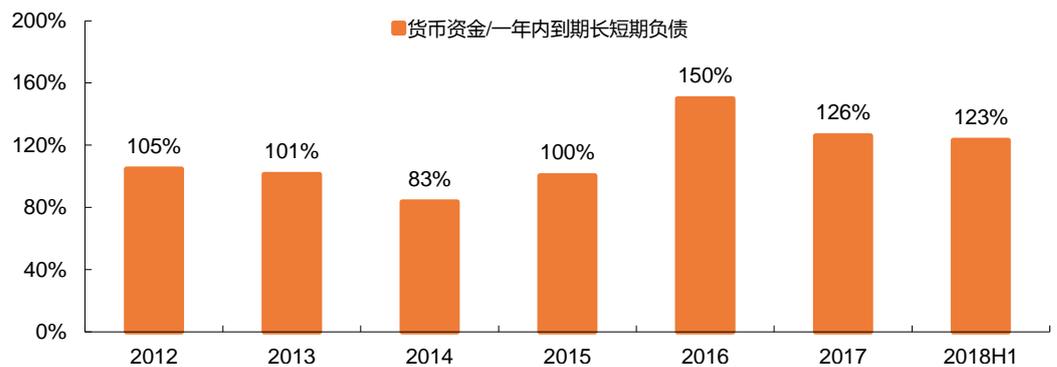


资料来源: wind, 平安证券研究所

五、净负债率有所上升，信贷资源向优质房企集中

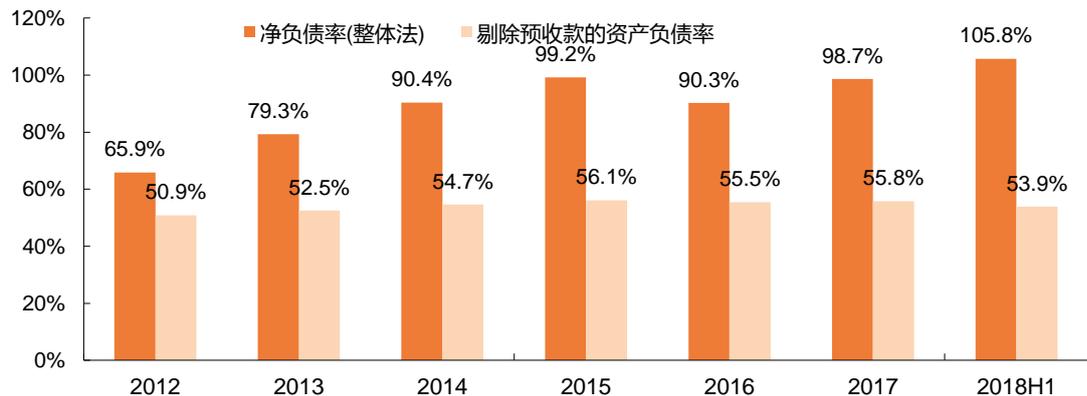
短期偿债能力方面，上半年末 A 股上市房企在手现金对一年内到期长短期债务覆盖比例为 123%，较 2017 年末下降 3 个百分点。剔除预收款后资产负债率为 53.9%，较上年末下降 0.7 个百分点，净负债率为 105.8%，较上年末上升 8.4 个百分点。

图表23 货币资金/一年内到期长短期负债



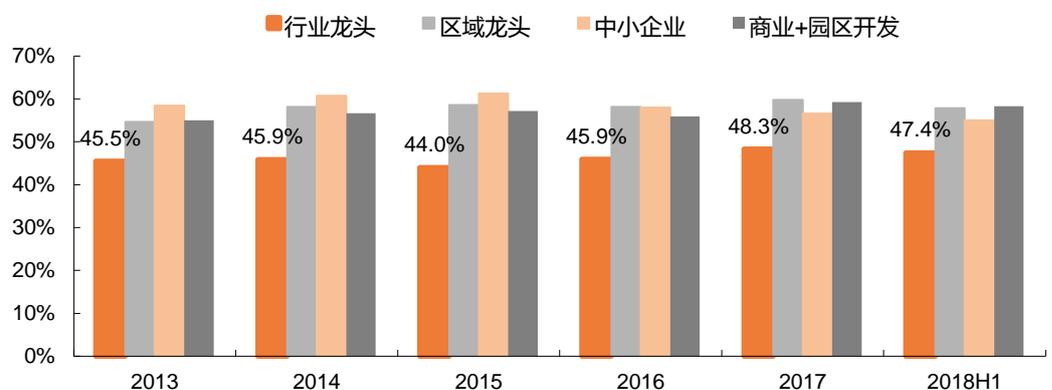
资料来源: 统计局, wind, 平安证券研究所

图表24 2018H1 板块净负债率有所上升



资料来源: 统计局, wind, 平安证券研究所

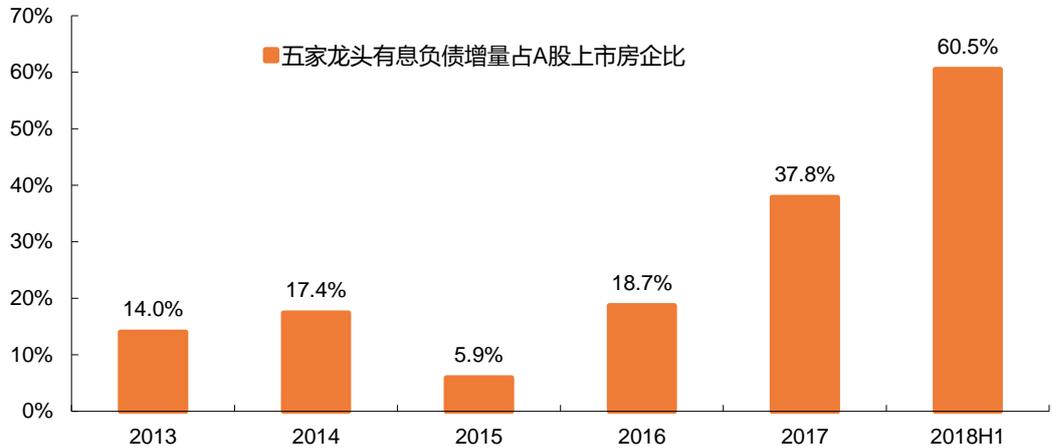
图表25 2018H1 各子板块剔除预收账款后负债率情况



资料来源: 统计局, wind, 平安证券研究所

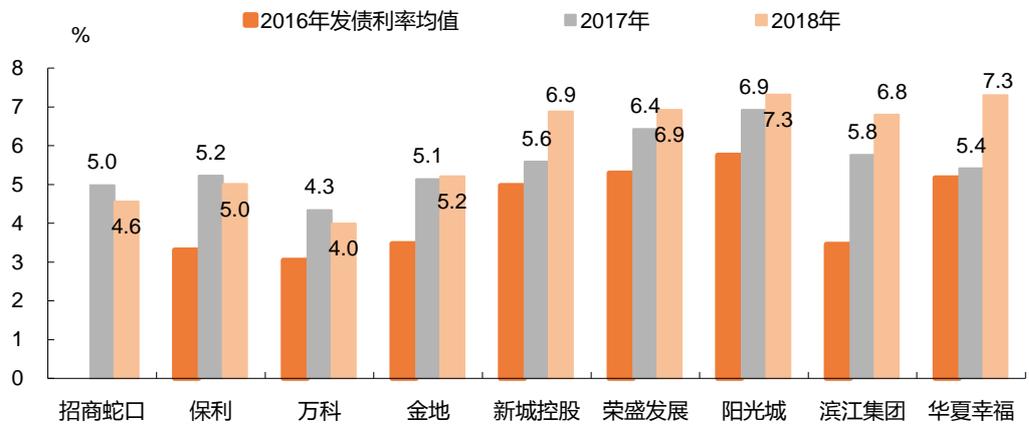
进一步细分来看,2018年上半年招保万金、华侨城五家龙头新增有息负债占A股上市房企的60.5%,较2017年大幅提升,优质信贷资源进一步向龙头房企集中。从融资成本来看,对比主流房企2016-2017年发债利率,龙头房企优势明显。

图表26 信贷资源进一步向优质房企集中



资料来源:wind, 平安证券研究所 注:五家房企为招保万金、华侨城

图表27 主流房企发债利率对比

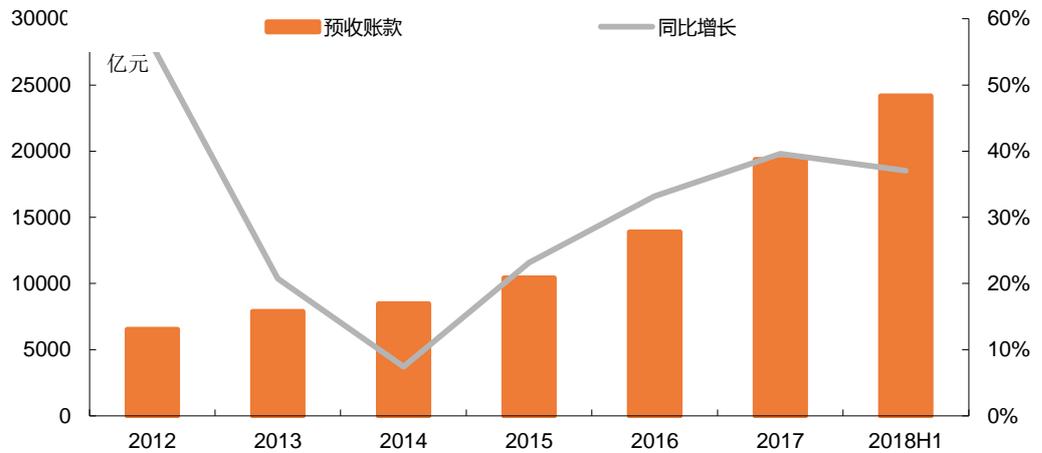


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

六、业绩锁定性创新高,未来高增长可期

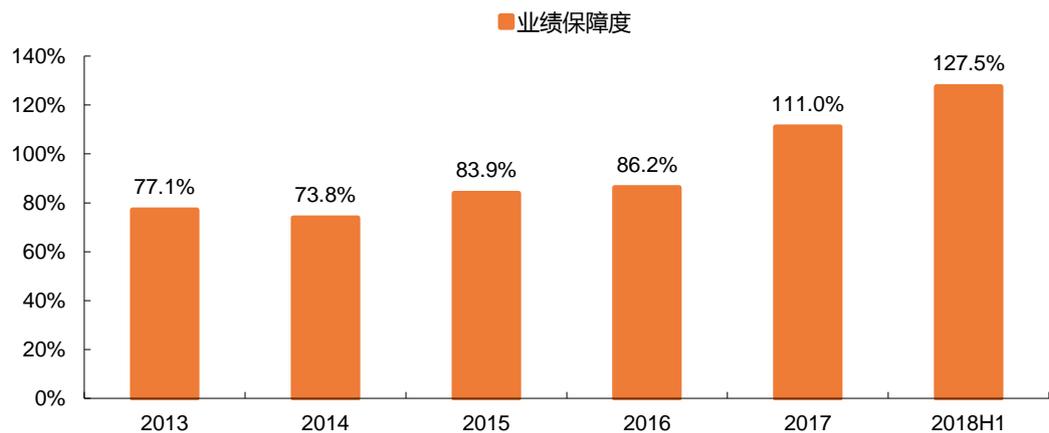
由于销售规模远大于营收收入,2018上半年末上市房企预收款余额达2.4万亿,同比增长37%,较2017年末下降2.5个百分点。以“期末预收账款/过去四个季度营业收入”为标准计算业绩保障度,期末行业整体业绩保障度为127.5%,奠定未来业绩高增长基础。

图表28 2018H1 板块预收款同比增长 37%



资料来源: 统计局, wind, 平安证券研究所

图表29 2018H1 业绩保障度高达 127.5%



资料来源: 统计局, wind, 平安证券研究所

七、行业投资策略

随着 2016-2017 年项目步入结算周期, 预收款充足叠加毛利率提升, 预计 2018 年房企业绩增速仍将维持高位。前 8 月百强房企销售额及销售面积同比增长 42%和 38%, 依旧维持较高增速; 万科最新专项债利率仅 4.05%, 宝能系短期减持压力亦接近尾声, 积极因素正逐步积累。中长期来看, 板块调整充分已反映政策悲观预期, 当前绝对估值及相对估值均处于历史低位, 股息率亦具备吸引力, 叠加即将到来的估值切换, 中长期配置价值已经凸显。建议关注: 1) 低估值龙头保利、万科、金地、招商等; 2) 边际改善的二线阳光城、蓝光; 3) 布局核心城市的高成长新城、荣盛、阳光城等。

八、风险提示

- 1) 目前按揭利率连续 19 个月上行，置业成本上升或带来购买力恶化风险进而影响行业销售表现；
- 2) 2018 年将迎来房企偿债小高峰，若销售回款亦恶化，且银行信贷依旧偏紧，不排除部分中小房企面临资金链风险；
- 3) 2016-2017 年上半年高地价项目将在 2018 年陆续入市，考虑多地实现限价政策，若限价无法突破，由于地价成本抬升，将导致板块未来利润率下滑风险。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033