

行业研究/深度研究

2018年09月03日

行业评级:

房地产 增持 (维持)

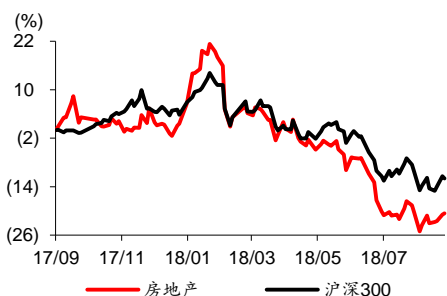
贾亚童 执业证书编号: S0570517090003
研究员 jiatong@htsc.com

韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

相关研究

- 1《房地产: 行业周报(第三十五周)》2018.09
- 2《金地集团(600383,买入): 拿地强度延续, 股息率具备吸引力》2018.08
- 3《金融街(000402,买入): 投融资强度扩大, 盈利改善可期》2018.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

销售融资趋弱, TOP50 维持优势

2018年TOP100房企中报回顾

TOP50房企继续展现优势

2018年上半年房地产企业集中度进一步提升。TOP100房地产企业的销售金额市占率已经从2015年的40%上升到了2018年上半年的69%，其中TOP31-50的中型房企在上半年的市占率增幅最大。TOP50房企继续在销售规模、营收、利润、运营能力、负债控制和资金使用上具有相对优势，有望在后续获得更进一步的领先优势。我们建议继续关注A股中的优质且低估值的TOP50房企标的，建议关注绿地控股、新城控股、中南建设、金地集团等。

行业销售增幅放缓, 二季度起去化周期逐步降低

2018年1-7月全国商品房销售延续了2015年以来的增势，但增幅继续放缓。2018年1-7月商品房销售面积约9.0亿平方米，同比增长4.21%，销售金额7.83万亿元，同比增长14.37%，销售面积与金额增幅均低于上年同期。目前行业库存持续降低，二季度起各能级城市去化周期均逐步降低，去库存取得阶段成效。我们预计后续政策仍将偏紧，以保持去化成效。

融资渠道依旧紧张, 开发投资趋于谨慎

2018年1-7月房地产开发投资资金来源总额和盈余增幅均放缓，其中开发投资资金盈余额在18年一季度甚至同比下降。去杠杆背景下，资金来源中国内贷款和个人按揭贷款同比下降，房企自筹资金同比大幅增长。1-7月全国房地产开发投资额达到约6.59亿元，同比增长10.25%。这主要由于前期开发商加快拿地、土地投资增长所致，而施工投资和施工面积增幅实际同比下降。当期土地成交金额下降、购置面积微增，反映房企土地投资同样趋于谨慎。

投资建议

行业销售持续增长，但增速放缓；去杠杆背景下融资依旧偏紧，房企在施工和土地投资上均趋于谨慎。二季度起去化速度开始提升，但我们判断当前政策仍将偏紧以保持去化成效。行业走势偏弱、政策依旧偏紧的背景下，TOP50房企继续在销售规模、营收、利润、运营能力、负债控制和资金使用上具有相对优势，有望在后续获得更进一步的领先优势。我们建议继续关注A股中的优质且低估值的TOP50房企标的，建议关注新城控股、中南建设、金地集团、绿地控股等。

风险提示：棚改支持力度下降带动三四线成交走低；房贷利率水平持续抬升；需求端去杠杆超预期。

正文目录

1. 18 年 1-7 月房地产行业运行情况	4
1.1 销售增幅同比放缓，行业库存降幅放缓	4
1.2 融资渠道依旧紧张，开发投资趋于谨慎	6
2. TOP50 房企继续展现优势	9
2.1 TOP100 市占率提升，中型房企销售发力	9
2.2 TOP50 销售表现占优，营收增长再现优势	10
2.2 TOP51-100 盈利能力较强，运营效率 TOP50 更胜一筹	12
2.4 TOP50 负债水平较低，资金使用效率较高	15
3. 投资建议	18
风险提示	18

图表目录

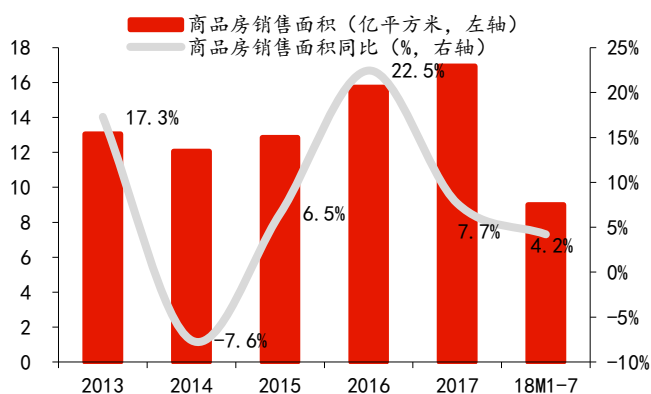
图表 1: 商品房销售面积累计值	4
图表 2: 商品房销售额累计情况	4
图表 3: 2018 年 1-7 月三四线城市成交面积同比保持领先	4
图表 4: 2018 年 1-7 月三四线城市成交金额同比在保持领先	4
图表 5: 2017 年末三线城市房价开始领涨	5
图表 6: 2017 年 5 月起房贷利率出现连续上浮 (%)	5
图表 7: 从开发商资金来源角度看居民购房杠杆情况	5
图表 8: 截至 2018 年 7 月行业狭义库存达到 2013 年以来最低值	6
图表 9: 行业可售面积平均去化周期 (月)	6
图表 10: 2018 年 1-7 月开发投资资金来源增幅下降	6
图表 11: 2017 年 1-7 月开发投资资金盈余同比下降	6
图表 12: 18 年 1-7 月国内贷款和个人按揭贷款来源同比下降	7
图表 13: 18 年 1-7 月银行贷款来源投资同比下降, 非银渠道增幅回落	7
图表 14: 房地产开发投资累计情况	7
图表 15: 房地产开发投资当月值	7
图表 16: 2018 年 1-7 月施工投资占开发总投资比重下降	7
图表 17: 2018 年 1-7 月施工投资同比下降, 土地购置费增幅明显	7
图表 18: 2018 年 1-7 月土地购置面积增幅微升	8
图表 19: 2018 年 1-7 月土地成交价款增幅下降	8
图表 20: 房屋施工面积累计情况	8
图表 21: 房屋新开工面积累计情况	8
图表 22: 房屋竣工面积累计情况	9
图表 23: 房地产企业近三年来市占率情况	9
图表 24: TOP100 不同规划房企销售金额市占率提升情况 (百分点)	10
图表 25: TOP100 不同规划房企销售面积市占率提升情况 (百分点)	10
图表 26: A 股 TOP100 房地产企业 2018 年上半年销售金额情况	10
图表 27: A 股 TOP100 房地产企业 2012-2018H1 营业收入增速情况 (%)	11
图表 28: A 股 TOP100 房地产企业 2012-2018H1 归母净利润增速情况 (%)	12
图表 29: A 股 TOP100 房地产企业 2012-2018H1 毛利率情况 (%)	13
图表 30: A 股 TOP100 房地产企业 2012-2018H1 净利率情况 (%)	14
图表 31: A 股 TOP100 房地产企业 2012-2018H1 年存货周转时间 (年)	15
图表 32: A 股 TOP100 房地产企业 2012-2018H1 扣除预收账款的负债率情况 (%)	16
图表 33: A 股 TOP100 房地产企业 2012-2018H1 有息负债率情况 (%)	17
图表 34: A 股 TOP100 房地产企业 2012-2018H1 有息负债资金周转率情况 (次/年)	18

1. 18年1-7月房地产行业运行情况

1.1 销售增幅同比放缓，行业库存降幅放缓

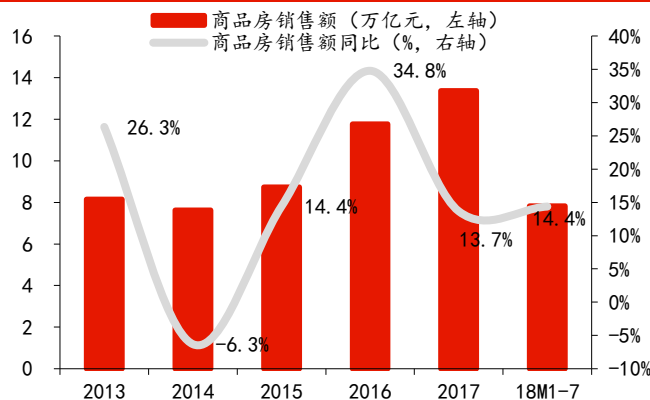
2018年1-7月商品房销售保持增长势头，但增幅继续放缓。2018年1-7月商品房销售面积约9.0亿平方米，同比增长4.21%，低于2017年上半年同比增长13.98%的水平；销售金额7.83万亿元，同比增长14.37%，低于2017年同期同比增长18.92%的水平。销售面积和金额增幅继2017年和2018年一季度后继续放缓。

图表1：商品房销售面积累计值



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表2：商品房销售额累计情况

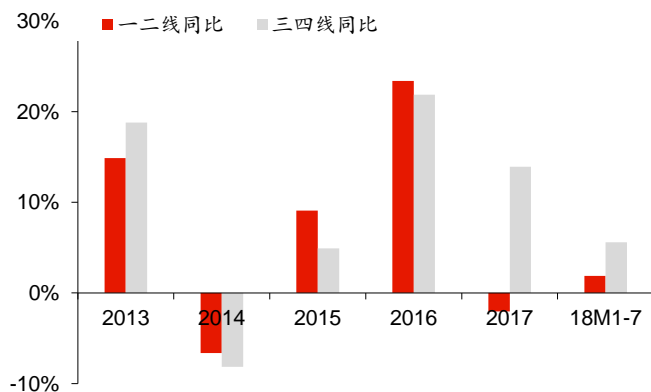


资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

2018年1-7月的销售增长仍然主要来自三四线城市的贡献。从数据来看，2018年1-7月三四线城市在销售面积上以及销售金额增速上分别领先一二线城市3.71个百分点以及7.55个百分点，较2017年同期同比增幅差距（分别为20.59个百分点和28.35个百分点）明显下降。

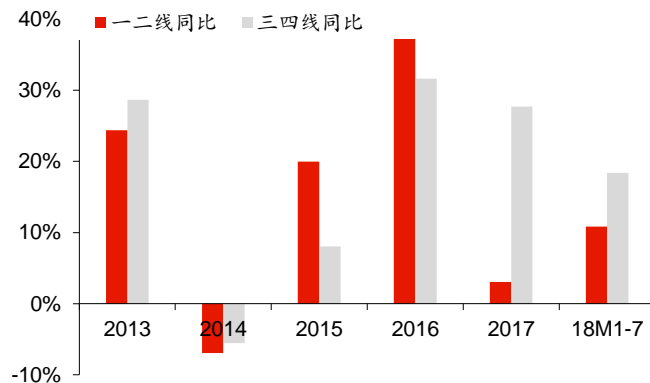
三四线城市销售增幅放缓明显，一二线销售增幅提升，两者增幅差距缩小。2018年上半年，三四线城市销售面积和金额同比增长5.58%和18.39%，较2017年同期同比增幅下降16.88个和17.24个百分点，降幅较为明显。一二线城市增幅微升，销售面积增幅未变，销售金额增幅提升3.56个百分点。我们认为，三四线城市销售增幅放缓明显，主要由于去年以来销售旺盛背景下调控政策趋严以及棚改+货币化补偿政策收紧所致。

图表3：2018年1-7月三四线城市成交面积同比保持领先



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表4：2018年1-7月三四线城市成交金额同比在保持领先

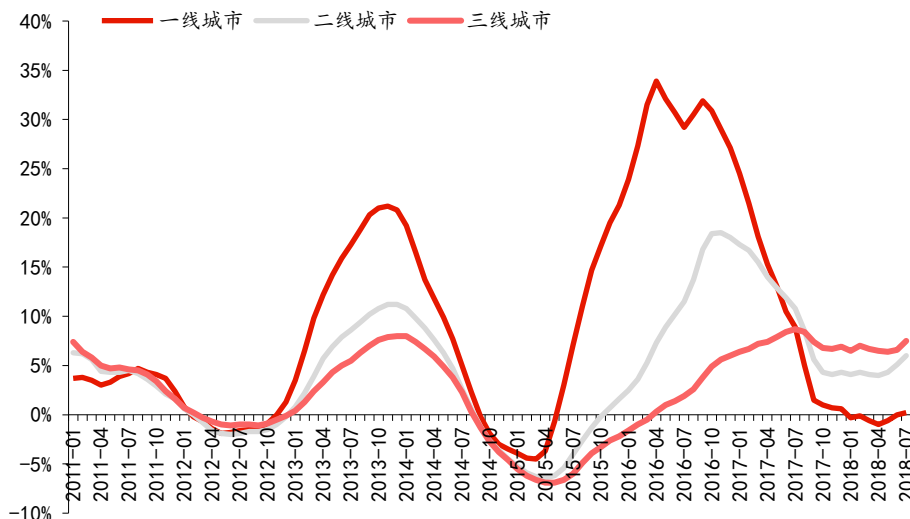


资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

三线城市房价增幅放缓，二季度起能级城市房价增幅均呈反弹趋势。2018年1-7月，三线城市的新建商品住宅价格指数继续领涨一线与二线城市，但同比增幅已经低于2017年第三季度的历史高位水平，呈下降趋势，调控政策收紧产生了一定影响。18年4月起，各

能级城市新建商品住宅价格出现反弹普涨趋势。一线城市新房价格由同比下降转为同比上升，从4月的-1%提高至7月的0.20%，二线城市新房价格同比增幅提升，从4月的4.0%提升至7月的6.0%，三线城市新房价格也在7月达到同比增长7.50%的水平。

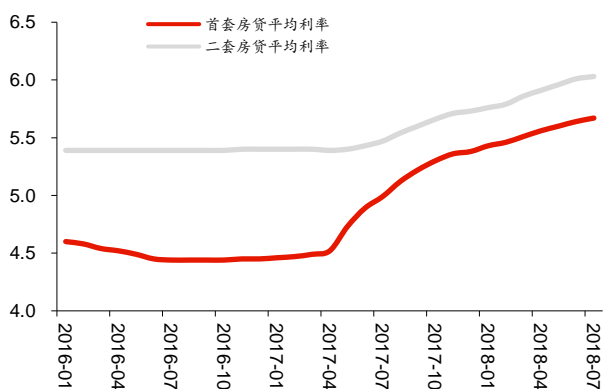
图表5： 2017年末三线城市房价开始领涨



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

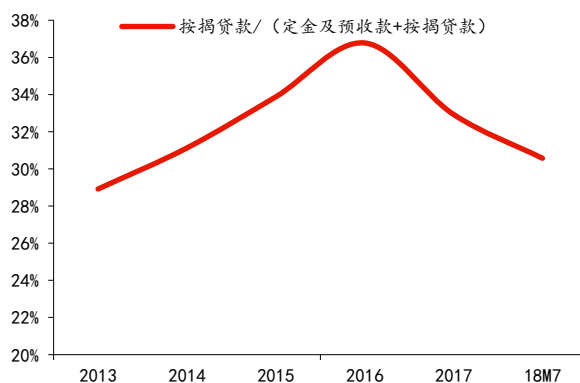
我们认为，信贷收缩导致的杠杆资金下降或为商品房销售增速放缓的重要原因。首套房和二套房房贷平均利率自2017年5月起连续上浮，截至2018年7月分别达到5.67%和6.03%，同比分别提升0.68个和0.56个百分点，首套房贷利率与二套房贷利率保持约0.35个百分点的差距。这对于行业由杠杆资金撬动的成交量带来不利影响。从开发资金来源中个人按揭贷款占比来看，2018年1-7月占比下降至30.57%，较2017年再下降约2.36个百分点，较17年同期下降3.39个百分点，购房杠杆占比出现较为明显的回调，去杠杆政策为例显现。

图表6： 2017年5月起房贷利率出现连续上浮 (%)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

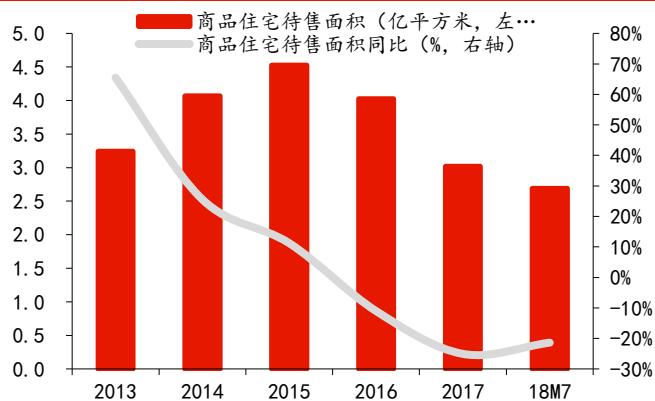
图表7： 从开发商资金来源角度看居民购房杠杆情况



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

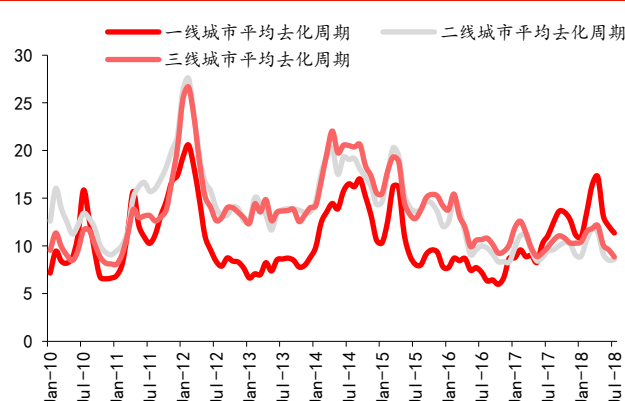
目前行业库存持续降低，二季度起去化周期逐步降低。随着商品房销售的进一步提升、特别是三四线城市去库存效果的逐步到位，目前行业整体库存明显降低。从统计局公布的住宅待售面积来看，2018年1-7月相比2017年底和2017年1-7月分别减少约3294万平和7312万平，降幅分别达到10.92%和21.39%，达到2013年以来的最低值。2018年1-7月待售面积同比降幅较2017年同期降幅继续扩大（2017年1-7月待售面积同比降幅20.85%）；虽然今年1-4月份各能级城市的去化周期逐步走高，但自4月份起持续降低。截至7月底，一、二、三线城市去化周期分别为11.36个月、8.58个月和8.84个月。

图表8: 截至2018年7月行业狭义库存达到2013年以来最低值



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

图表9: 行业可售面积平均去化周期(月)

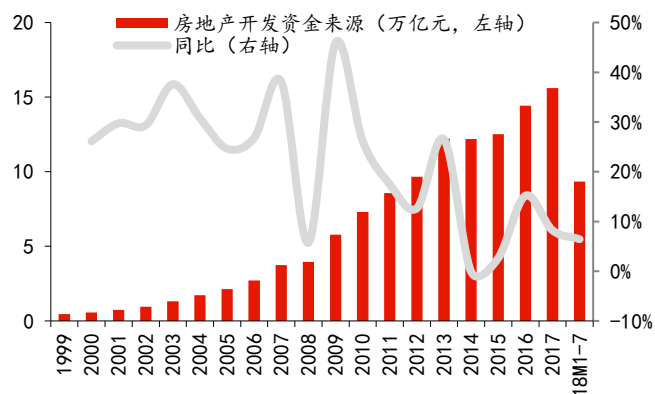


资料来源: 克尔瑞、华泰证券研究所

1.2 融资渠道依旧紧张, 开发投资趋于谨慎

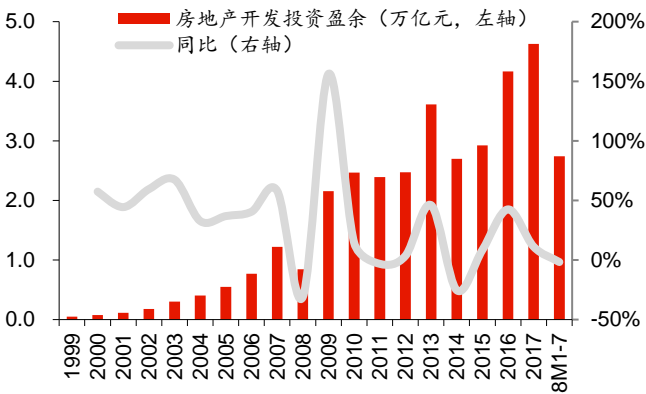
从开发商的资金状况来看, 2018年1-7月开发投资资金来源额和开发投资资金盈余(当年开发投资资金来源-当年开发投资额)同比增幅均下降, 开发投资资金仍然趋紧。2018年1-7月房地产开发投资资金来源额达到9.33万亿元, 同比增长6.44%, 低于2017年同期同比增幅9.74%的水平。2018年1-7月开发投资资金盈余为2.74亿元, 同比下降1.73%, 而17年同期同比增长13.79%。

图表10: 2018年1-7月开发投资资金来源额增幅下降



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

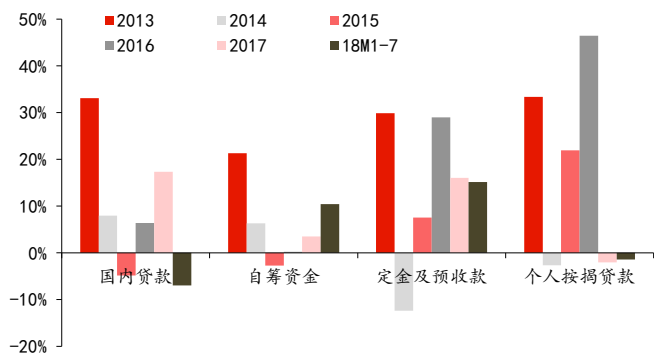
图表11: 2017年1-7月开发投资资金盈余同比下降



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

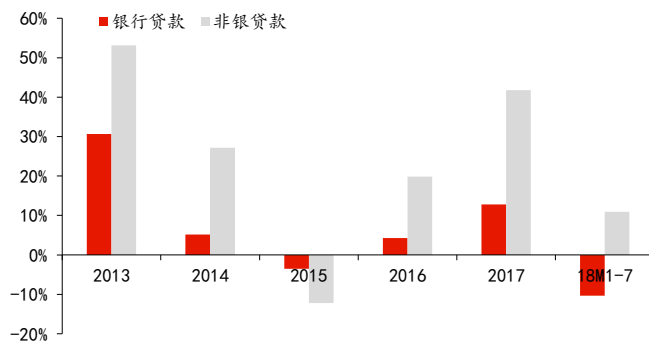
受到去杠杆和限贷政策影响, 在房地产开发投资四个主要来源中, 2018年1-7月自筹资金和定金及预收款同比增长, 国内贷款和个人按揭贷款同比下降; 国内贷款来源投资中, 银行贷款同比较大大幅度下滑, 非银贷款来源投资增幅回落。2018年1-7月国内贷款来源同比下降6.95%, 17年同期同比增长19.75%; 其中, 银行贷款同比大幅下滑10.33%, 较17年同期同比增幅下降28.90个百分点, 非银机构贷款渠道同比增长3.91%, 较17年同期同比增幅下降27.88个百分点。个人按揭贷款来源同比下降1.42%, 较17年同期同比增幅下降5.53个百分点。作为对于开发资金的补充, 房企自筹资金增幅扩大, 18年上半年同比增长10.41个百分点, 较17年同期同比增幅上升12.34个百分点。

图表12: 18年1-7月国内贷款和个人按揭贷款来源同比下降



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

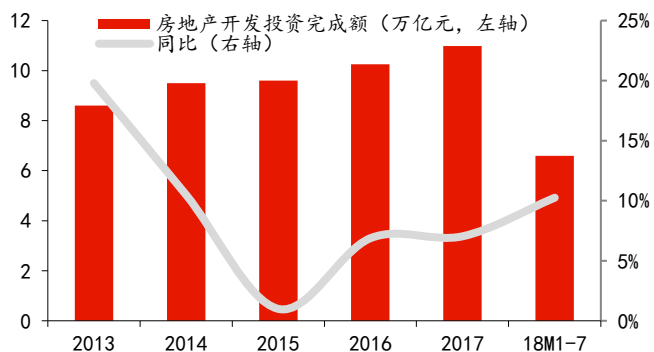
图表13: 18年1-7月银行贷款来源投资同比下降, 非银渠道增幅回落



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

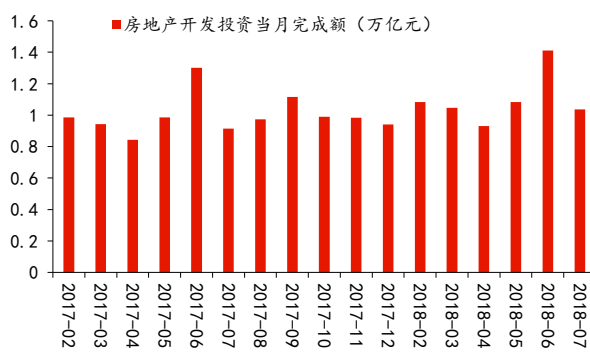
虽然开发投资资金来源增幅放缓, 但是开发投资完成额同比增幅扩大; 单月来看, 4月以来投资完成额逐月提升, 6月当月投资完成额达到2016年以来新高。2018年1-7月累计完成房地产开发投资约6.59亿元, 同比增长10.25%, 高于2017年同期同比增幅7.95%的水平, 也高于2017年全年7.04%, 较2018年一季度同比增幅10.36%的水平有所下降。从各月来看, 18年以来开发投资当月完成额仅6月同比增幅低于9% (8.41%), 其余各月增幅均在9%以上, 但6月当月投资完成额达到1.41亿元, 为2016年以来最高值。

图表14: 房地产开发投资累计情况



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

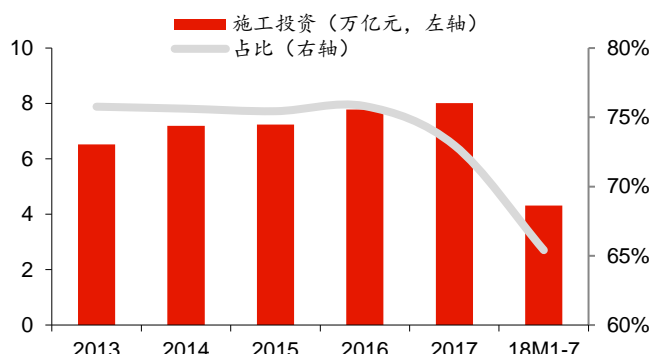
图表15: 房地产开发投资当月值



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

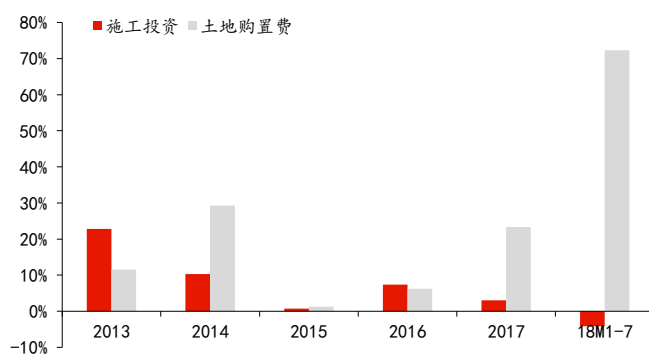
分开发投资方向看, 包括建筑工程投资、安装工程投资和设备工器具购置在内的施工投资同比下降, 占开发投资总额比重也下降, 而分期计入投资的土地购置费增幅明显。因此, 2018年1-7月开发投资增长主要由于前期开发商加快拿地、土地投资增长所致。2018年1-7月, 施工投资达到4.31亿元, 同比下降4.10%; 占开发投资完成额比重为65.41%, 同比下降9.79个百分点, 较2017年末下降7.57个百分点。同期, 土地购置费达到1.94亿元, 同比增长72.30%, 较2017年同期增幅提升56.22个百分点。

图表16: 2018年1-7月施工投资占开发总投资比重下降



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

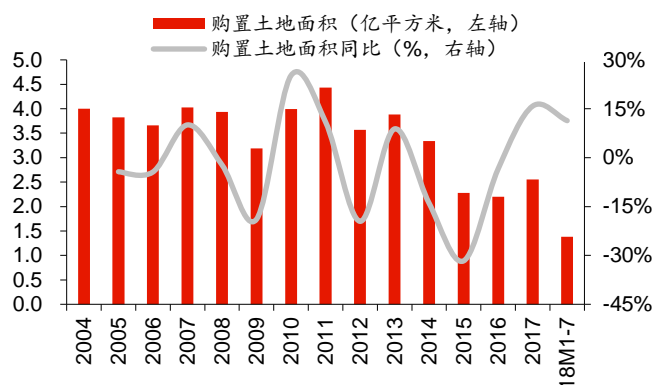
图表17: 2018年1-7月施工投资同比下降, 土地购置费增幅明显



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

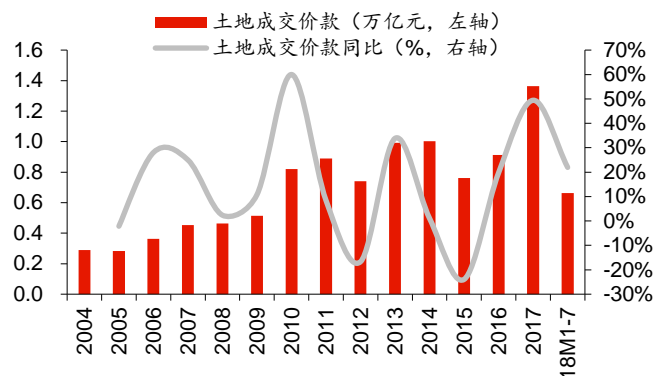
从当期土地成交情况看，2018年上半年土地购置面积和土地成交价款持续增长，但购置面积增幅微增，成交价款增速明显回落，开发商拿地或有所收敛、趋于谨慎。1-7月土地购置面积达到1.38亿平方米，同比增长11.35%，仅略高于2017年同期同比增幅11.13%的水平；土地成交价款达到0.66万亿元，同比增长21.95%，明显低于2017年同期同比增幅41.05%的水平。我们认为，分期计入投资的土地购置费增幅升高，而当期发生的土地成交价款增幅明显回落，加之购置面积增幅基本不变，说明在目前融资较为紧张的情况下，开发商倾向于低价拿地，拿地整体趋势有所收敛，趋于谨慎。

图表18: 2018年1-7月土地购置面积增幅微升



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

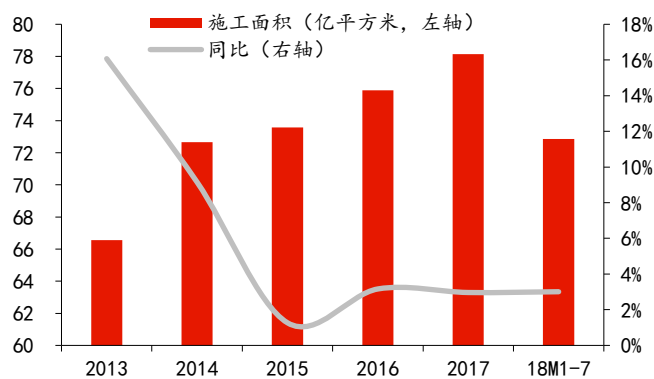
图表19: 2018年1-7月土地成交价款增幅下降



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

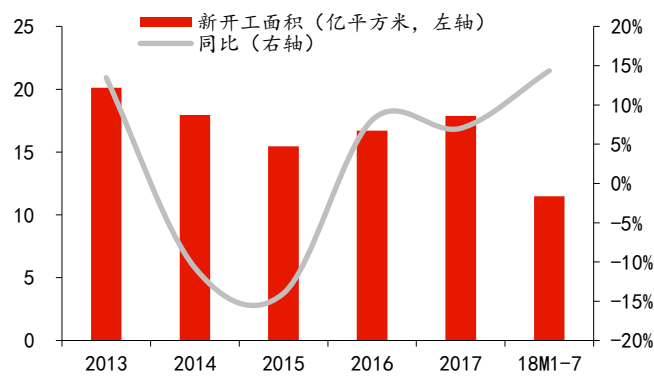
与施工投资放缓一致，18年1-7月施工面积增幅下降，竣工面积大幅下降，但新开工面积增幅升高。18年1-7月全国房屋施工面积约72.86亿平方米，同比增长3.01%，较17年同期同比增幅下降0.16个百分点；竣工面积4.21亿平方米，同比下降10.54%。新开工面积增长14.36%，达到11.48亿平方米，较17年同期同比增幅扩大6.37个百分点。

图表20: 房屋施工面积累计情况



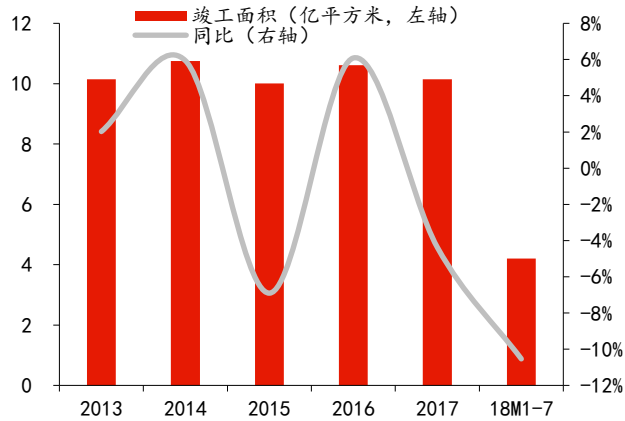
资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

图表21: 房屋新开工面积累计情况



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

图表22: 房屋竣工面积累计情况



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

2. TOP50 房企继续展现优势

2.1 TOP100 市占率提升, 中型房企销售发力

2018年上半年, 房地产企业集中度进一步提升。克而瑞的数据显示, TOP100 房地产企业的销售金额市占率已经从2015年的40%上升到了2018年上半年的69%, 较2017年上升13个百分点。从销售面积来看, 2018年上半年市占率为45%, 比2017年提升12个百分点。

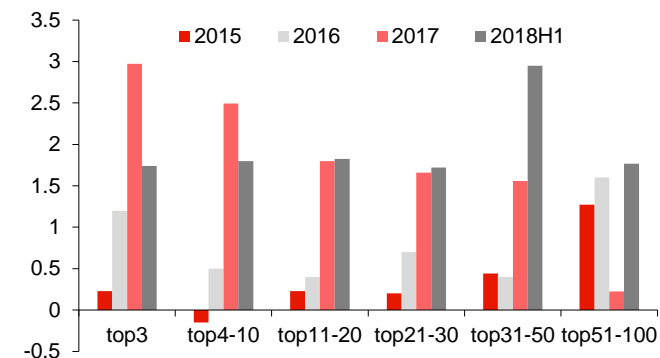
图表23: 房地产企业近三年来市占率情况

销售金额市占率	2015	2016	2017	2018H1
TOP3	8%	9%	12%	15%
TOP10	17%	19%	24%	30%
TOP20	23%	25%	32%	40%
TOP30	27%	29%	38%	48%
TOP50	32%	35%	46%	58%
TOP100	40%	45%	56%	69%
销售面积市占率	2015	2016	2017	2018H1
TOP3	5%	7%	9%	12%
TOP10	11%	13%	15%	21%
TOP20	15%	16%	20%	28%
TOP30	17%	19%	23%	33%
TOP50	20%	22%	28%	38%
TOP100	25%	28%	33%	45%

资料来源: 克尔瑞、国家统计局、华泰证券研究所

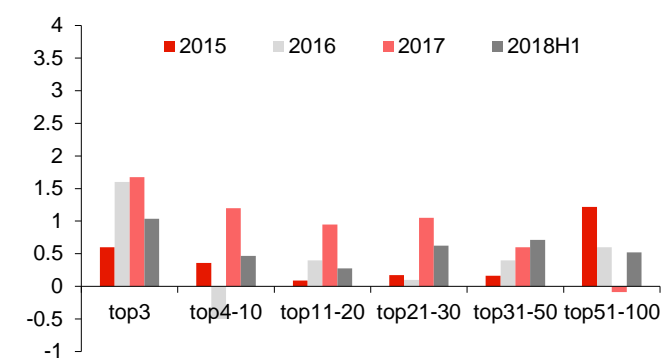
从不同规模房企的市占率变化来看, 2018年上半年各规模组别均有所提升, 但TOP31-50房企销售金额市占率扩张最快, 而TOP3的销售面积市占率增长最多, TOP31-50居次, 中型房企销售大幅发力。2018年上半年, TOP31-50的房企销售金额市占率达到10.0%左右, 同比提高2.9个百分点, 而其他组别均在1.7-1.8个百分点不等。销售面积方面, TOP3依旧维持了龙头地位, 上半年同比提升约1个百分点, 其次为TOP31-50组别, 提高0.7个百分点。

图表24: TOP100不同规划房企销售金额市占率提升情况(百分点)



资料来源: 克尔瑞、国家统计局、华泰证券研究所

图表25: TOP100不同规划房企销售面积市占率提升情况(百分点)



资料来源: 克尔瑞、国家统计局、华泰证券研究所

下面我们从微观企业的角度来观察下2018年上半年这些公司具体的表现。因为在A股目前的房地产企业中进入2018年上半年TOP50的公司有15家,而进入TOP51-100的公司目前只有9家(中天城投已被中天金融剥离资产),后者的可参照公司数相对较少。因后文采用双方对照的分析方式比较多,考虑到双方样本尽量对等,我们特将后者的范围扩大到三年内曾进入TOP51-100且今年在TOP100-150的房地产企业,从而增加了北京城建、新湖中宝、大名城、福星股份、鲁商置业和京投发展这6家公司。

2.2 TOP50销售表现占优,营收增长再现优势

从签约销售业绩来看,2018年上半年, TOP50上市房企表现要好于TOP51-100样本上市房企。首先, TOP50上市房企销售金额增速更高,延续了以往的优势地位。2018年上半年, TOP50房企销售金额中位值达到655亿元,同比增长42.40%。而TOP51-100样本上市房企销售金额中位值仅107.6亿元,同比增速中值32.54%,比TOP50上市房企低9.86个百分点。其次, TOP50上市房企普遍实现销售金额增长,而TOP51-100样本上市房企在上半年的销售同比增速虽然高于15-17年的年度复合增长率,但是内部分化明显,差异较大。TOP50上市房企中,仅金地集团和首开股份销售金额下滑,其余13家上市企业保持两位数的增长态势,滨江集团、金科股份、新城控股、蓝光发展等在销售增幅上领先。TOP51-100样本上市房企中,则既能见到诸如中交地产那样同比增长超过200%的企业,同时也有多家上市房企在上半年的销售金额同比两位数下降。

图表26: A股TOP100房地产企业2018年上半年销售金额情况

TOP50上市房企				TOP51-100样本上市房企			
公司	18H1销售金额(亿元)	同比增长	15-17销售CAGR	公司	18H1销售金额(亿元)	同比增长	15-17销售CAGR
万科地产	3030.2	11.10%	41.22%	华发股份	242.5	58.19%	72.26%
保利地产	2079.2	42.40%	46.33%	中粮地产	203.2	67.11%	33.99%
绿地控股	1606.2	19.58%	22.87%	华侨城	154.8	74.52%	10.91%
新城控股	971.6	98.29%	97.27%	北辰实业	123	36.21%	75.63%
华夏幸福	825	16.00%	45.64%	中交地产	110.7	222.74%	40.52%
招商蛇口	751	40.35%	40.56%	金融街	108.1	50.35%	27.40%
阳光城	663	67.51%	74.64%	信达地产	107.6	28.86%	19.82%
泰禾集团	655	61.73%	76.50%	光明地产	96.4	-12.68%	44.11%
中南建设	652.1	44.91%	105.08%	金隅股份	95.3	-16.04%	34.92%
金地集团	633	-9.87%	50.29%	北京城建	62.8	-18.34%	-3.21%
金科股份	605	99.67%	52.48%	新湖中宝	47.9	-17.27%	13.40%
蓝光发展	437.5	84.37%	93.68%	大名城	38.9	-52.68%	9.52%
滨江集团	405.5	170.33%	61.82%	福星股份	-	-	4.23%
荣盛发展	396.2	28.22%	42.81%	鲁商置业	-	-	26.51%
首开股份	290.5	-26.60%	51.70%	京投发展	-	-	-72.55%
中值	655	42.40%	51.70%	中值	107.85	32.54%	26.51%

资料来源: 克尔瑞、华泰证券研究所

结算业绩方面，TOP50 房企再现领先优势。2016 年和 2017 年，TOP50 上市房企的营收增速中值分别为 29.15%和 15.12%，低于 TOP51-100 样本上市房企的营收增速中值。2018 年上半年，TOP50 上市房企营收增速中值达到 42.12%，高于 2017 年和 2016 年同期同比增速（分别为-1.25%和 38.92%）。而上半年 TOP51-100 样本上市房企营收增速中值仅 6.74%，比 TOP50 上市房企低 35.38 个百分点，也低于 2017 年和 2016 年同期同比增速（分别为 20.32%和 29.65%）。

营业收入是历史销售的结算值。我们认为，随着 16、17 和 18 年上半年的签约销售项目进入结算，TOP50 房企的销售超额表现逐渐转化为较高的营收增速，领先优势或将得到保持。

图表27：A 股 TOP100 房地产企业 2012-2018H1 营业收入增速情况（%）

	营业收入增速	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
TOP50	万科地产	43.65	31.33	8.10	33.58	22.98	1.01	51.80
	保利地产	46.50	34.03	18.08	13.18	25.38	-5.46	9.28
	绿地控股				-20.80	19.25	17.40	25.33
	新城控股		18.86	-0.30	14.00	18.67	44.89	39.10
	华夏幸福	55.03	74.38	27.66	42.58	40.40	10.80	57.13
	招商蛇口		25.79	30.77	8.21	29.15	18.69	6.60
	阳光城	68.88	36.53	86.64	61.08	-12.43	69.22	102.10
	泰禾集团	-1.46	133.40	36.61	76.93	39.93	17.38	42.12
	中南建设	5.95	40.60	18.91	-6.16	68.41	-11.29	20.89
	金地集团	37.40	6.00	31.00	-28.27	69.03	-32.53	18.78
	金科股份	4.89	55.28	7.80	11.98	66.17	7.82	49.26
	蓝光发展				14.89	21.20	15.12	24.38
	滨江集团	79.82	61.94	13.26	7.31	54.17	-29.19	92.33
	荣盛发展	41.19	42.90	20.59	1.35	30.60	26.39	44.51
	首开股份	40.18	6.51	54.43	13.27	26.53	22.74	57.09
	中值	41.19	36.53	20.59	13.18	29.15	15.12	42.12
TOP51-100	华发股份	-24.12	54.31	1.24	17.43	60.07	49.76	34.07
	中粮地产	43.38	28.12	-11.18	49.32	31.34	-22.10	8.86
	华侨城	28.63	26.35	9.10	4.94	10.07	19.33	6.74
	北辰实业	44.52	-4.03	13.24	15.28	36.79	57.24	-30.34
	中交地产	26.75	33.48	-17.11	57.00	88.26	22.49	285.10
	金融街	78.83	15.37	10.83	-29.37	27.55	28.54	-33.65
	信达地产	21.18	11.79	8.28	67.73	42.22	31.51	-52.14
	光明地产				-7.09	67.77	0.14	8.38
	金隅集团	18.47	31.53	-7.92	-0.77	16.65	33.39	20.02
	北京城建	27.40	15.08	-3.22	-8.32	26.69	20.77	-14.39
	新湖中宝	48.15	-7.06	19.86	5.42	17.10	28.43	36.68
	大名城	-49.24	75.36	83.00	-3.95	69.61	16.88	138.45
	福星股份	31.17	22.71	-12.74	1.90	30.59	11.20	1.13
	鲁商置业	54.25	44.07	7.35	3.21	30.38	-1.27	0.17
	京投发展	-26.10	-11.22	249.92	141.99	-29.80	4.99	-0.86
	中值	28.02	24.53	7.81	4.94	30.59	20.77	6.74

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

注：绿地控股、蓝光发展和光明地产因 2015 年才完成重组，故此前的数据缺失

从归母净利润增速来看，TOP50 上市房企维持了较高的增幅水平。2018 年上半年，TOP50 上市房企归母净利润增速中值达到 46.33%，较 2017 年同期提高 17.03 个百分点，高于 TOP51-100 样本上市房企 28.47%的水平。

图表28: A股TOP100房地产企业2012-2018H1归母净利润增速情况(%)

	归母净利润增速	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
TOP50	万科地产	30.40	20.46	4.15	15.08	16.02	33.44	24.94
	保利地产	29.20	27.36	13.52	1.21	0.60	25.80	15.13
	绿地控股				23.64	4.66	25.40	30.02
	新城控股		21.38	-0.61	57.32	64.42	99.68	122.81
	华夏幸福	31.34	52.21	30.30	35.71	35.22	35.26	29.05
	招商蛇口		0.23	15.01	51.36	97.54	27.54	97.54
	阳光城		16.66	103.12	7.14	-13.27	67.63	214.27
	泰禾集团	-6.16	126.66	7.61	69.00	28.84	24.43	22.39
	中南建设	10.71	17.17	-20.69	-63.37	-3.63	78.00	180.08
	金地集团	23.20	-2.92	10.77	-19.94	96.87	8.61	107.83
	金科股份	19.67	-23.08	-7.74	39.55	10.13	43.67	46.33
	蓝光发展				-7.51	11.28	52.49	118.84
	滨江集团	61.48	11.39	-41.21	20.97	39.48	22.35	-36.95
	荣盛发展	39.67	35.80	11.20	-24.87	72.07	38.88	33.38
	首开股份	-13.83	-20.30	28.22	26.44	-8.74	24.26	337.42
		中值	26.20	17.17	10.77	20.97	16.02	33.44
TOP51~100	华发股份	-29.12	-1.37	20.13	9.48	49.73	59.11	134.95
	中粮地产	21.13	4.57	11.96	20.60	10.89	31.27	301.84
	华侨城A	21.17	14.51	8.31	-2.80	48.44	25.48	16.16
	北辰实业	35.11	4.92	-20.12	15.29	-1.86	89.88	2.36
	中交地产	72.95	-51.80	25.53	-62.43	-58.25	432.50	-
	金融街	12.48	27.42	1.24	-23.03	24.46	7.20	-18.51
	信达地产	9.03	14.68	9.06	12.05	2.42	14.79	2.19
	光明地产				-38.71	98.15	92.55	220.71
	金隅集团	-13.52	8.30	-24.65	-16.73	33.17	5.58	30.54
	北京城建	30.50	17.31	3.88	4.10	1.02	0.87	37.32
	新湖中宝	64.11	-57.43	10.05	7.28	403.00	-43.10	206.94
	大名城	-72.87	35.19	35.22	32.37	83.77	68.04	-17.34
	福星股份	15.67	9.92	4.92	-36.16	23.93	45.49	26.41
	鲁商置业	5.10	7.07	-21.55	-45.50	-17.89	14.06	15.91
	京投发展	-27.26	-13.84	-66.26	358.89	151.73	10.77	181.27
		中值	14.07	7.68	6.62	4.10	24.46	25.48

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

注:1 绿地控股、蓝光发展和光明地产因2015年才完成重组,故此前的数据缺失;2 中交地产2018年上半年归母净利润同比扭亏,此处略去

2.2 TOP51-100 盈利能力较强,运营效率TOP50 更胜一筹

从盈利能力的角度来看,2018年上半年TOP50上市房企和TOP51-100样本上市房企均实现了毛利率的回升,与2017年同期毛利率中值相比,分别提升4.75个和7.83个百分点至32.34%和34.93%,TOP51-100样本上市房企表现相对略好。TOP50上市房企中,华夏幸福和招商蛇口毛利率较高,新城控股也有不错表现;TOP51-100样本上市房企中,华侨城、中粮地产和金融街排名靠前,且相比2017全年有较大增长。

图表29: A股TOP100房地产企业2012-2018H1毛利率情况(%)

	毛利率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
TOP50	万科地产	36.56	31.47	29.94	29.35	29.41	34.10	34.44
	保利地产	36.19	32.16	32.03	33.20	29.00	31.05	35.39
	绿地控股				14.76	15.11	14.34	14.88
	新城控股	27.85	28.46	26.13	26.81	27.87	35.56	38.35
	华夏幸福	39.65	33.81	35.77	34.52	33.03	47.93	45.67
	招商蛇口	50.69	42.59	39.56	37.68	34.54	37.66	42.74
	阳光城	25.55	29.78	29.14	25.56	23.31	25.08	27.81
	泰禾集团	35.54	35.92	31.75	29.90	21.58	27.63	33.14
	中南建设	32.57	29.42	24.65	21.58	16.41	16.31	22.23
	金地集团	32.18	26.91	28.93	28.59	29.27	34.25	37.84
	金科股份	35.87	26.03	23.01	28.41	20.74	21.32	22.54
	蓝光发展				29.65	24.97	25.04	32.31
	滨江集团	45.08	30.45	22.50	32.27	25.05	30.40	27.70
	荣盛发展	36.40	35.42	33.30	28.52	31.05	29.50	32.34
	首开股份	41.62	36.78	34.55	40.58	33.90	32.72	21.57
	中值	36.19	31.47	29.94	29.35	27.87	30.40	32.34
TOP51~100	华发股份	45.16	30.75	34.32	29.57	32.28	28.18	25.25
	中粮地产	29.38	30.26	37.68	26.45	34.26	36.33	46.05
	华侨城	51.98	52.99	56.97	53.19	53.26	50.25	56.72
	北辰实业	45.07	48.78	47.70	42.73	31.87	32.88	39.33
	中交地产	29.62	30.86	32.26	24.44	21.81	29.67	37.58
	金融街	31.47	37.53	30.62	30.05	30.03	29.41	45.48
	信达地产	37.86	36.92	35.79	28.96	24.76	28.16	42.10
	光明地产				24.46	21.10	20.49	38.35
	金隅集团	24.46	22.30	24.17	25.41	23.45	25.19	27.80
	北京城建	48.32	40.43	34.66	38.41	30.72	26.14	34.93
	新湖中宝	37.86	24.26	22.12	25.70	20.29	28.17	28.80
	大名城	46.97	45.87	35.43	38.32	44.86	30.57	32.70
	福星股份	28.09	25.97	18.64	24.87	22.37	26.59	33.91
	鲁商置业	29.93	28.21	22.35	19.93	14.61	14.30	17.99
	京投发展	46.51	6.79	25.62	25.83	32.27	35.65	28.75
	中值	37.86	30.80	33.29	26.45	30.03	28.18	34.93

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

注:绿地控股、蓝光发展和光明地产因2015年才完成重组,故此前的数据缺失

在净利润率的表现上, TOP51-100 房企表现相对较好。2018 上半年, TOP50 上市房企净利润率中值较 2017 上半年提升 2.64 个百分点, 较 2017 全年回落 0.69 个百分点, 而 TOP51-100 样本上市房企维持净利润率回升趋势, 净利润率中值分别较 2017 年同期和 2017 年全年上升 5.22 个和 2.60 个百分点, 达到 13.80%, 提升水平和报告期内净利率均超过 TOP50 上市房企。TOP50 上市房企中, 招商蛇口、金地集团、华夏幸福等净利率较高; TOP51-100 样本上市房企中, 新湖中宝、中粮地产、华侨城等排名靠前。

图表30: A股TOP100房地产企业2012-2018H1净利率情况(%)

	净利率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
TOP50	万科地产	15.19	13.51	13.18	13.27	11.79	15.32	12.76
	保利地产	14.48	12.85	13.05	13.63	11.03	13.45	15.65
	绿地控股				3.56	3.80	4.68	5.25
	新城控股	8.93	8.92	8.67	10.18	11.28	15.45	16.48
	华夏幸福	15.46	12.76	14.14	13.01	11.46	14.77	19.85
	招商蛇口	19.35	17.80	14.48	16.35	19.17	19.89	37.97
	阳光城	9.81	8.04	9.23	7.74	7.30	6.72	6.81
	泰禾集团	12.12	11.45	8.51	8.54	8.27	9.59	10.71
	中南建设	8.22	7.73	4.30	2.16	1.04	1.76	6.66
	金地集团	14.50	12.95	10.88	14.80	15.50	25.39	20.18
	金科股份	12.06	5.89	4.98	6.36	5.55	6.58	5.10
	蓝光发展				5.42	4.17	5.09	7.85
	滨江集团	19.39	14.03	6.85	11.92	10.13	16.77	12.96
	荣盛发展	16.14	16.27	14.95	10.98	14.28	15.71	14.24
	首开股份	12.12	10.50	9.50	10.81	8.63	9.85	8.94
		中值	14.48	12.76	9.50	10.81	10.13	13.45
TOP51~100	华发股份	12.92	7.80	8.85	8.26	10.74	8.93	14.10
	中粮地产	8.49	9.03	9.99	7.42	7.40	12.35	17.53
	华侨城	18.20	17.60	18.20	16.27	20.61	22.01	15.62
	北辰实业	10.63	12.66	9.42	8.84	5.34	8.48	15.58
	中交地产	19.04	5.49	9.50	2.50	1.24	13.52	13.80
	金融街	15.65	17.70	14.12	14.55	14.18	16.08	15.36
	信达地产	17.16	16.42	15.69	9.99	7.37	7.00	8.68
	光明地产	8.11	7.58	4.64	4.06	5.55	9.55	14.57
	金隅集团	9.25	7.24	6.57	4.77	5.64	4.63	8.28
	北京城建	21.33	18.47	14.98	16.16	14.02	11.20	10.60
	新湖中宝	23.56	10.58	10.38	8.95	42.91	19.14	26.13
	大名城	15.13	13.97	10.93	12.40	12.44	14.50	6.92
	福星股份	9.81	8.89	10.68	7.62	7.67	10.26	11.28
	鲁商置业	8.88	6.91	4.29	2.40	1.54	1.54	1.97
	京投发展	4.85	3.30	5.54	7.30	12.60	15.23	12.76
		中值	12.92	9.03	9.99	8.26	7.67	11.20

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

注:绿地控股、蓝光发展和光明地产因2015年才完成重组,故此前的数据缺失

虽然TOP50上市房企毛利率和净利率相对略低,但是仍然保持了较高的运营效率。从存货周转时间的角度来看,上半年TOP50上市房企存货周转期中值为9.94年,而TOP51-100则超过15年,信达地产和北京城建则超过了20年。TOP50房企中绿地控股和滨江集团展现出了较为明显的运转高效率。

图表31: A股TOP100房地产企业2012-2018H1年存货周转时间(年)

	存货周转时间	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
TOP50	万科地产	3.54	3.16	3.16	2.48	2.46	3.33	8.90
	保利地产	3.89	3.43	3.42	3.37	2.69	3.68	12.00
	绿地控股				1.14	2.10	2.01	3.81
	新城控股	1.94	1.79	1.92	1.81	1.79	2.22	9.35
	华夏幸福	3.63	3.10	3.83	3.56	3.44	6.07	12.47
	招商蛇口	5.56	3.94	3.31	3.62	2.83	2.96	15.46
	阳光城	1.80	3.08	2.89	2.32	3.90	4.05	12.20
	泰禾集团	4.45	4.01	6.64	5.32	4.52	6.52	17.86
	中南建设	2.58	2.53	2.92	3.82	2.42	3.62	9.76
	金地集团	3.01	2.88	2.37	3.31	1.91	3.18	9.94
	金科股份	4.58	3.34	4.06	4.84	2.81	3.27	9.36
	蓝光发展				1.59	2.81	3.09	12.80
	滨江集团	8.27	4.27	3.46	3.72	1.95	2.63	5.02
	荣盛发展	2.68	2.66	2.96	3.58	3.71	3.82	9.67
	首开股份	5.97	6.40	4.84	5.83	5.32	5.19	10.82
		中值	3.63	3.16	3.31	3.56	2.81	3.33
TOP51~100	华发股份	7.89	5.48	8.39	10.01	8.45	6.46	15.55
	中粮地产	4.41	3.81	5.49	3.55	2.88	3.64	13.74
	华侨城	3.13	3.07	3.44	3.18	3.59	4.12	18.08
	北辰实业	5.84	7.00	6.83	6.69	5.41	4.53	17.18
	中交地产	3.96	4.27	8.80	6.80	6.31	4.67	11.79
	金融街	2.94	3.24	3.06	5.31	4.37	3.31	18.59
	信达地产	4.67	5.44	7.63	5.35	4.44	3.84	24.27
	光明地产				2.16	2.34	2.31	10.40
	金隅集团	1.16	1.00	1.38	1.68	1.62	1.71	3.96
	北京城建	4.71	4.61	4.32	6.57	5.76	5.39	28.82
	新湖中宝	3.59	4.04	4.37	5.31	4.64	4.42	16.18
	大名城	7.39	5.73	4.05	7.16	6.48	4.99	11.78
	福星股份	2.33	2.30	2.34	2.47	2.26	2.33	6.25
	鲁商置业	6.11	4.92	5.21	5.69	4.63	5.06	17.76
	京投发展	16.69	15.50	8.08	3.60	5.43	5.26	14.43
		中值	4.54	4.44	4.79	5.31	4.63	4.42

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

注:绿地控股、蓝光发展和光明地产因2015年才完成重组,故此前的数据缺失

2.4 TOP50 负债水平较低,资金使用效率较高

从扣除预售账款资产负债率来看,2018年上半年TOP100样本上市房企均较2017年底略有下降,但TOP50上市房企负债率较低,且较2017年同期有所下降,负债控制能力较强。截至2018年6月30日, TOP50上市房企剔除预收账款的资产负债率中值为48.17%,较2017年底下降3.24个百分点,较17年同期下降0.24个百分点。TOP51-100样本上市房企负债率中值为62.39%,较2017年底下降1.68个百分点,较17年同期提升2.44个百分点。2018年上半年TOP51-100样本上市房企负债率比TOP50上市房企高14.22个百分点,差距较2017年底进一步扩大。

历史来看, TOP50房企的债务水平提升相对较平稳,中值从2012年的70%提升到2018年一季度的75.8%,而TOP51-100的房企提升幅度更大,其中值从2012年62.2%提升到了2018年一季度的74.7%。滨江集团、金地集团和招商蛇口在负债控制上均有不错表现。

图表32: A股TOP100房地产企业2012-2018H1扣除预收账款的负债率情况(%)

	扣除预收账款的负债率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
TOP50	万科地产	43.73	45.54	41.46	42.92	47.47	49.00	46.47
	保利地产	42.14	43.84	46.91	43.12	41.53	44.93	43.55
	绿地控股				68.16	66.41	61.01	56.29
	新城控股	53.04	54.04	50.28	56.17	55.22	58.16	56.45
	华夏幸福	32.37	39.35	46.14	44.92	43.75	45.86	45.08
	招商蛇口	53.16	49.06	51.84	46.35	48.03	55.55	58.38
	阳光城	55.05	51.89	55.55	66.52	69.48	66.84	61.10
	泰禾集团	55.84	67.49	71.14	61.67	70.05	76.92	74.48
	中南建设	50.27	50.98	51.04	49.55	52.04	51.41	41.19
	金地集团	44.89	44.88	52.91	47.76	47.54	44.26	48.17
	金科股份	51.14	54.17	56.62	56.13	55.33	58.56	50.65
	蓝光发展				51.14	53.40	47.02	45.10
	滨江集团	34.91	35.98	40.70	32.43	28.15	30.38	45.92
	荣盛发展	44.61	46.97	51.92	55.08	53.00	49.73	45.26
	首开股份	62.45	61.40	64.22	66.11	57.18	59.13	60.41
	中值	50.27	49.06	51.84	51.14	53.00	51.41	48.17
TOP51~100	华发股份	53.76	64.05	73.12	70.80	58.48	62.75	64.36
	中粮地产	60.84	61.02	58.81	61.81	58.51	59.40	58.04
	华侨城A	62.22	58.41	61.66	58.04	56.82	55.68	57.92
	北辰实业	51.91	51.50	56.28	60.16	52.44	55.08	51.02
	中交地产	22.58	26.33	45.17	51.88	65.41	61.08	54.38
	金融街	49.29	52.16	59.34	64.40	55.75	64.93	67.97
	信达地产	52.51	57.06	66.84	69.83	67.70	67.00	60.49
	光明地产				70.63	64.12	64.51	62.39
	金隅集团	52.82	53.87	54.38	53.18	58.55	58.12	69.89
	北京城建	40.93	46.84	52.53	53.19	54.49	64.33	61.30
	新湖中宝	60.84	63.91	61.46	60.89	61.26	61.08	62.12
	大名城	54.64	62.37	56.91	64.13	69.25	65.04	64.94
	福星股份	47.88	49.07	58.51	56.42	55.47	64.07	63.29
	鲁商置业	66.31	66.95	69.58	71.80	72.24	65.90	62.91
	京投发展	80.22	81.62	73.71	69.89	60.20	69.37	71.46
	中值	53.29	57.73	59.08	61.81	58.55	64.07	62.39

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

注:1 绿地控股、蓝光发展和光明地产因2015年才完成重组,故此前的数据缺失;2 万科地产与新城控股于2018年变更会计政策,以合同负债代替预收账款

从有息负债率来看,也可以得到相似结论。TOP50和TOP51-100房企的负债率处于持续提升的态势,但TOP50上市房企的有息负债率更低,提升速度也更加慢。

图表33: A股TOP100房地产企业2012-2018H1有息负债率情况(%)

	有息负债率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
TOP50	万科地产	38.04	61.28	31.26	42.98	40.05	14.95	52.58
	保利地产	114.98	126.22	140.29	118.01	76.01	129.14	144.56
	绿地控股				377.95	400.55	331.20	299.52
	新城控股	145.28	105.67	70.71	54.96	83.06	108.87	176.90
	华夏幸福	55.46	118.89	173.66	97.91	105.48	142.21	198.83
	招商蛇口	117.12	101.32	131.05	27.47	35.70	89.98	112.94
	阳光城	242.74	299.24	253.80	198.35	372.52	403.57	388.02
	泰禾集团	175.21	451.26	934.90	291.34	455.79	740.17	627.80
	中南建设	148.71	215.30	274.14	312.85	243.24	308.62	257.34
	金地集团	38.93	57.24	77.41	72.27	40.29	62.33	99.54
	金科股份	144.35	198.89	248.66	237.41	132.85	247.74	238.62
	蓝光发展				139.36	175.02	122.62	153.62
	滨江集团	114.49	97.16	63.25	31.99	-13.80	-4.43	73.39
	荣盛发展	97.66	135.46	154.34	133.81	136.53	133.87	147.43
	首开股份	161.83	240.04	251.36	205.32	207.81	303.06	326.45
	中值	117.12	126.22	154.34	133.81	132.85	133.87	176.90
TOP51~100	华发股份	130.42	256.41	482.54	413.13	328.17	529.71	564.33
	中粮地产	134.56	172.68	226.03	269.87	179.17	245.36	315.48
	华侨城A	79.71	47.34	55.87	52.64	61.25	66.50	90.35
	北辰实业	86.23	89.77	108.25	134.58	140.90	174.04	146.19
	中交地产	-25.48	-21.71	34.31	81.45	286.19	294.07	210.71
	金融街	81.24	91.69	125.10	184.56	134.53	172.74	213.44
	信达地产	73.40	120.41	194.45	291.09	321.68	218.12	219.59
	光明地产	110.52	82.82	122.02	283.40	166.16	139.60	170.33
	金隅集团	105.16	108.88	109.25	86.39	138.76	160.39	176.90
	北京城建	19.04	69.04	61.31	66.85	58.64	135.03	135.72
	新湖中宝	119.49	149.70	113.27	132.00	139.56	152.21	181.89
	大名城	65.52	127.90	90.54	162.01	192.08	178.32	173.38
	福星股份	103.40	91.07	169.53	119.97	93.45	138.55	166.41
	鲁商置业	15.52	0.44	165.95	250.38	345.27	328.40	253.25
	京投发展	491.75	594.07	791.41	1,206.95	989.24	1,452.73	1,370.73
	中值	86.23	91.69	122.02	162.01	166.16	174.04	181.89

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

注:绿地控股、蓝光发展和光明地产因2015年才完成重组,故此前的数据缺失

与TOP51-100样本上市房企相比, TOP50上市房企不仅能够较为有效地控制负债水平, 同时在资金使用效率上也具有明显优势。从有息负债的资金周转率来看, TOP50房企1年周转中值可以达到1次, 其中的优秀者如绿地控股可达1.74次, 但TOP51-100房企则周转就相对较慢, 1年周转中值仅为0.51次, 在运营效率上远落后于TOP50房企。

图表34: A股TOP100房地产企业2012-2018H1有息负债资金周转率情况(次/年)

	有息负债资金周转率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
TOP50	万科A	1.52	1.68	1.86	1.99	2.16	1.90	1.57
	保利地产	1.07	1.10	0.89	1.17	1.54	1.01	1.01
	绿地控股				0.91	1.01	1.27	1.74
	新城控股	1.52	1.52	2.36	2.00	1.49	1.25	1.23
	华夏幸福	2.30	1.76	1.03	1.52	1.25	0.65	0.60
	招商蛇口	1.09	1.07	0.90	1.15	0.97	0.76	0.59
	阳光城	1.00	1.17	0.78	0.49	0.39	0.50	0.66
	泰禾集团	0.73	0.42	0.34	0.42	0.28	0.24	0.26
	中南建设	0.97	0.77	0.57	0.68	0.90	0.90	1.36
	金地集团	1.11	1.21	0.80	1.00	1.40	1.25	0.76
	金科股份	0.79	0.81	0.61	0.61	0.74	0.81	1.07
	蓝光发展				1.00	0.92	1.17	1.08
	滨江集团	1.06	1.09	1.21	2.62	3.03	2.23	0.84
	荣盛发展	1.41	1.29	0.96	0.64	1.01	1.06	1.05
	首开股份	0.44	0.42	0.41	0.43	0.58	0.44	0.35
中值	1.07	1.10	0.89	1.00	1.01	1.01	1.01	
TOP51~100	华发股份	0.36	0.35	0.20	0.17	0.49	0.32	0.30
	中粮地产	0.61	0.67	0.48	0.63	0.91	0.72	0.60
	华侨城A	0.99	1.48	0.88	0.98	1.10	0.89	0.52
	北辰实业	0.54	0.51	0.41	0.41	0.96	0.62	0.85
	中交地产	3.07	3.36	0.43	0.80	0.76	0.98	1.43
	金融街	0.65	0.57	0.47	0.29	0.60	0.31	0.19
	信达地产	0.47	0.41	0.32	0.34	0.44	0.47	0.48
	光明地产				0.58	1.11	0.98	0.81
	金隅集团	1.18	1.23	0.99	0.75	0.60	0.69	0.65
	北京城建	1.29	0.74	0.42	0.56	0.79	0.44	0.32
	新湖中宝	0.38	0.46	0.39	0.33	0.31	0.31	0.22
	大名城	0.95	0.59	0.95	0.54	0.50	0.73	0.51
	福星股份	1.05	0.81	0.49	0.50	0.67	0.42	0.47
	鲁商置业	1.78	1.63	1.07	0.83	0.72	1.12	1.00
	京投发展	0.12	0.22	0.41	0.32	0.35	0.08	0.14
中值	0.80	0.63	0.45	0.54	0.67	0.62	0.51	

资料来源:国家统计局、华泰证券研究所

注:绿地控股、蓝光发展和光明地产因2015年才完成重组,故此前的数据缺失

3. 投资建议

行业销售持续增长,但增速放缓;去杠杆背景下融资依旧偏紧,房企在施工和土地投资上均趋于谨慎。二季度起去化速度开始提升,但我们判断当前政策仍将偏紧以保持去化成效。行业走势偏弱、政策依旧偏紧的背景下, TOP50 房企继续在销售规模、营收利润、运营能力、负债控制和资金使用上具有相对优势,有望在后续获得更进一步的领先优势。我们建议继续关注 A 股中的优质且低估值的 TOP50 房企标的,建议关注新城控股、中南建设、金地集团、绿地控股等。

风险提示

(1) 随着三四线城市库存降低,以及房价上涨过快,三四线城市实施优惠政策的必要性在降低,一旦棚改贷款支持力度下降,成交压力预期显现;(2) 2017 年以来全国房贷利率水平保持连续提升,购房成本的上涨对需求端的抑制作用持续累积;(3) 居民端去杠杆的严格推进存在误伤首改需求的可能,部分合理购房需求的补充杠杆空间面临压缩。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com