

2018年09月03日

# 业绩靓眼，盈利改善，杠杆略升，现金充沛 增持（维持）

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

## 投资要点

- 业绩增速靓眼，资产规模持续扩张。**2018 上半年 SW 房地产板块营收合计 7636 亿元，同比增长 22%；净利润 1026 亿元，同比增长 44%；归母净利润 849 亿元，同比增长 41%，较 2017 年同期提升 17 个百分点；其中 10 家龙头房企合计实现营收 4532 亿元，同比增长 31%；净利润 551 亿元，同比增长 47%；归母净利润 436 亿元，同比增长 44%，较 2017 年同期提升 26 个百分点；龙头房企业绩增速增长更快。2018 年上半年 SW 房地产板块总资产规模达 92424 亿元，同比增长 30%；10 家 A 股龙头公司总资产规模达 50202 亿元，同比增长 38%；龙头房企资产扩张速度更快，占 SW 房地产板块总资产的 54%，自 2009 年以来占比持续提升。
- 盈利能力持续改善，投资收益显著。**2018 年上半年 SW 房地产板块销售毛利率达 31.0%，较去年同期提升 3 个百分点；叠加板块投资净收益 321 亿元，同比高增 70%，合作开发和并购带来的利润逐渐体现出来。销售净利率提升 1.5 个百分点至 11.1%。龙头房企销售毛利率达 28.6%，较去年同期提升 3 个百分点；投资净收益 117 亿元，同比增长 59%，销售净利率提升 0.9 个百分点至 9.6%。
- 杠杆略有提升，龙头房企在手现金更加充裕。**2018 年上半年 SW 房地产板块整体资产负债率 80.0%，剔除预收账款后的资产负债率为 54.7%；龙头房企资产负债率 83.9%，较板块高出 3.9 个百分点，剔除预收账款后的资产负债率为 52.5%，低于板块均值，主要系龙头房企预收账款增速更快。上半年板块在手现金 10866 亿元，同比增长 22%；龙头房企在手现金 5688 亿元，同比增长 30%，龙头企业现金规模占 SW 房地产板块的 52%，创 2009 年以来历史新高。
- 投资建议：**预计 2018 年房地产行业销售规模将保持稳态，龙头房企竞争优势进一步凸显，强者恒强，龙头房企市占率和规模提升仍将延续。9 月房地产行业持续推荐绿地控股、中南建设、新城控股、万科 A、保利地产、金地集团、招商蛇口、蓝光发展、旭辉控股集团、金地商置、合景泰富、龙光地产。
- 风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险（棚改、调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）；企业运营风险（人员变动、施工、拿地等）；汇率波动风险。

## 行业走势



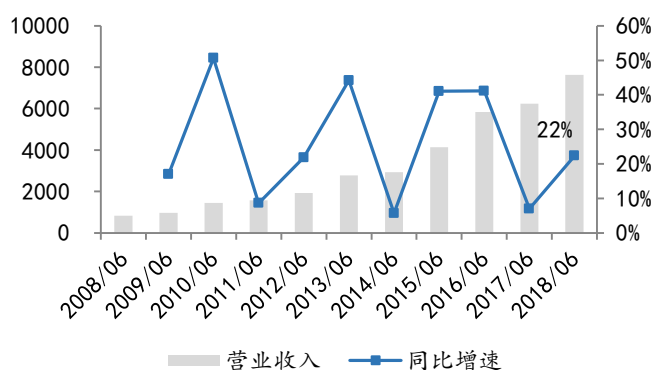
## 相关研究

- 《房地产行业跟踪周报：一手成交同比高增，长春取消棚改货币化安置购房奖励》2018-09-02
- 《房地产行业跟踪周报：一二手成交同比高增，四川商住房贷款首付比例调整》2018-08-26
- 《房地产行业跟踪周报：一二手成交同比高增，统计局数据 70 城房价持续上扬》2018-08-19

## 1. 业绩增速靓丽，资产规模持续扩张

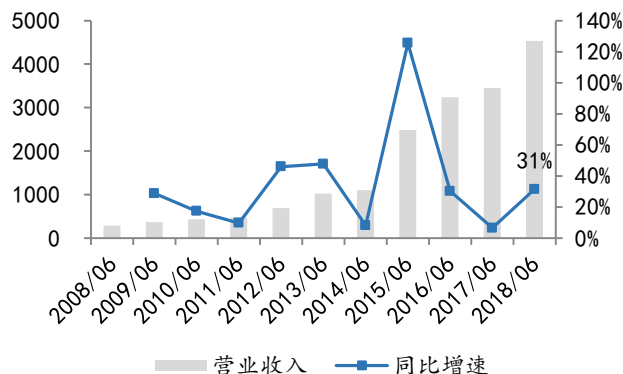
2018 上半年 SW 房地产板块营收合计 7636 亿元，同比增长 22%；净利润 1026 亿元，同比增长 44%；归母净利润 849 亿元，同比增长 41%，较 2017 年同期提升 17 个百分点；其中 10 家龙头房企<sup>1</sup>合计实现营收 4532 亿元，同比增长 31%；净利润 551 亿元，同比增长 47%；归母净利润 436 亿元，同比增长 44%，较 2017 年同期提升 26 个百分点；龙头房企业绩增速增长更快。

图 1：申万房地产板块整体营业收入（亿元）及增速



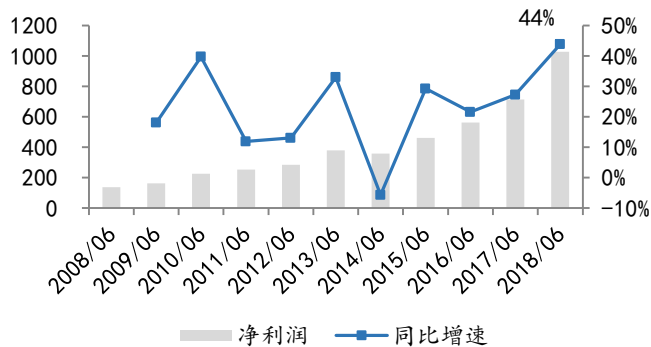
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 2：龙头房企营业收入（亿元）及增速



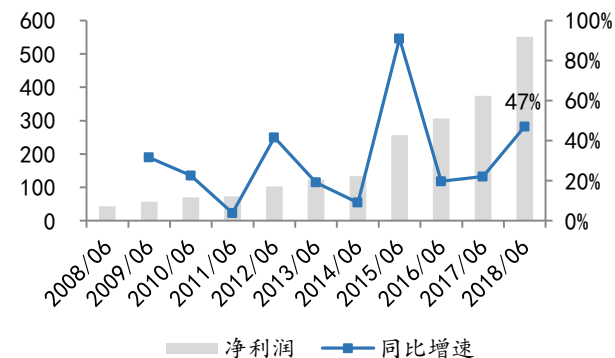
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 3：申万房地产板块整体净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

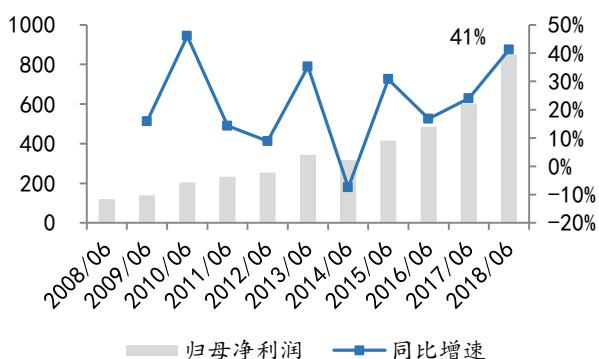
图 4：龙头房企净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

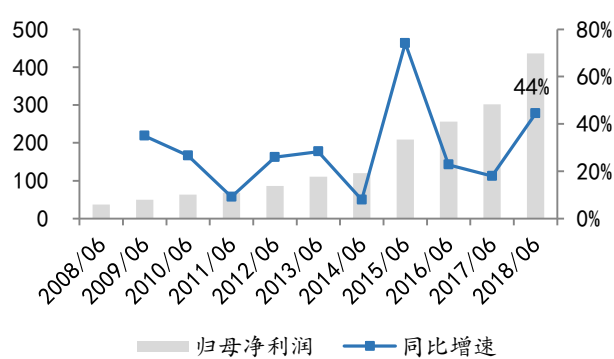
<sup>1</sup>本文龙头房企选取标准：1-8 月 CRIC 销售 TOP100 榜单规模排名前 20 的 A 股房企公司，分别为万科 A、保利地产、绿地控股、新城控股、招商蛇口、华夏幸福、阳光城、中南建设、金地集团、泰禾集团，下文相同。

图 5：申万房地产板块整体归母净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

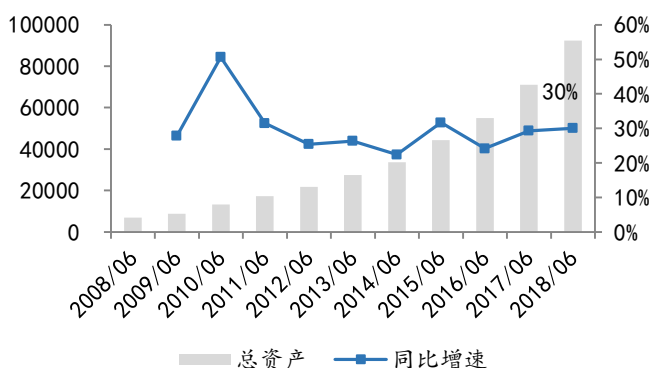
图 6：龙头房企归母净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

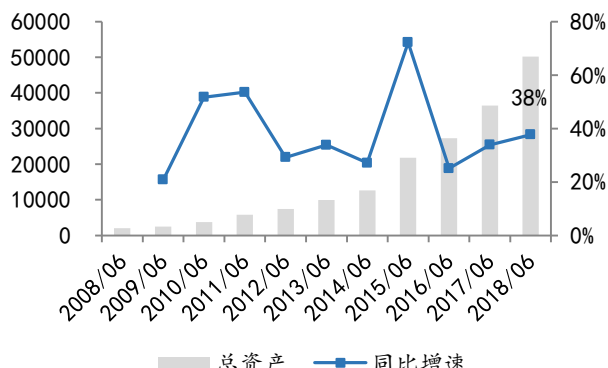
2018 年上半年 SW 房地产板块总资产规模达 92424 亿元，同比增长 30%；10 家 A 股龙头公司总资产规模达 50202 亿元，同比增长 38%；龙头房企资产扩张速度更快，占 SW 房地产板块总资产的 54%，自 2009 年以来占比持续提升。

图 7：SW 房地产板块总资产（亿元）及增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

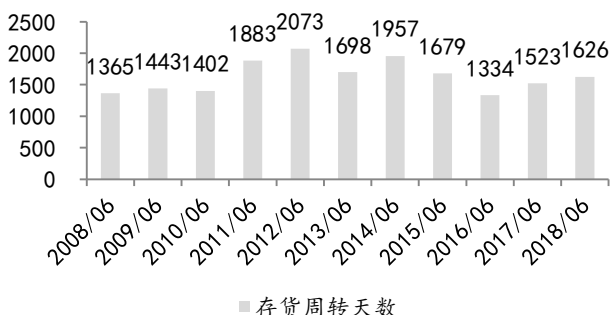
图 8：龙头房企总资产（亿元）及增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

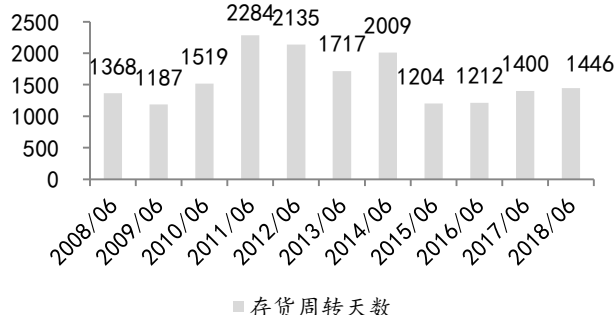
从周转速度看，SW 房地产板块存货周转天数 1626 天，较去年同期提升 103 天；龙头房企存货周转天数 1446 天，较去年同期提升 46 天。

图 9：申万房地产板块整体存货周转天数



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 10：龙头房企存货周转天数

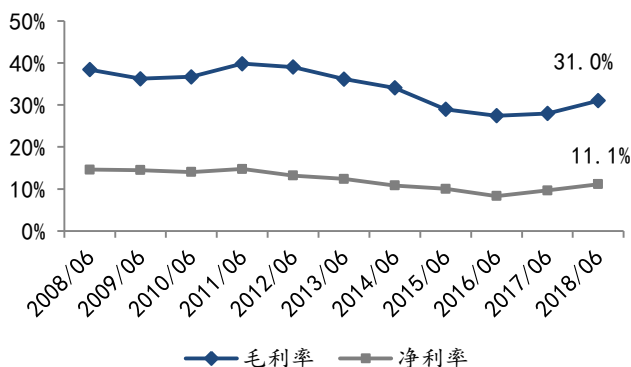


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 2. 盈利能力持续改善，投资收益显著

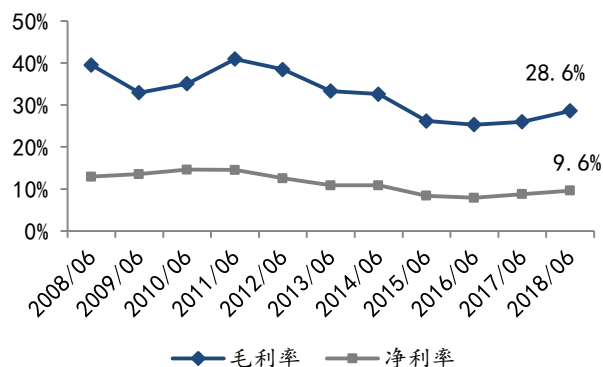
2018年上半年SW房地产板块销售毛利率达31.0%，较去年同期提升3个百分点；叠加板块投资净收益321亿元，同比高增70%，合作开发和并购带来的利润逐渐体现出来。销售净利率提升1.5个百分点至11.1%。龙头房企销售毛利率达28.6%，较去年同期提升3个百分点；投资净收益117亿元，同比增长59%，销售净利率提升0.9个百分点至9.6%。

图 11：申万房地产板块整体销售毛利率及净利率



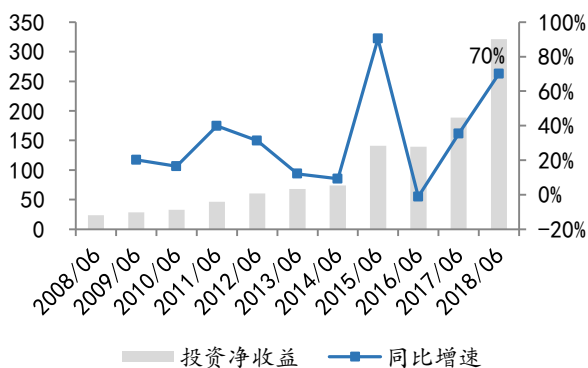
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 12：龙头房企销售毛利率及净利率



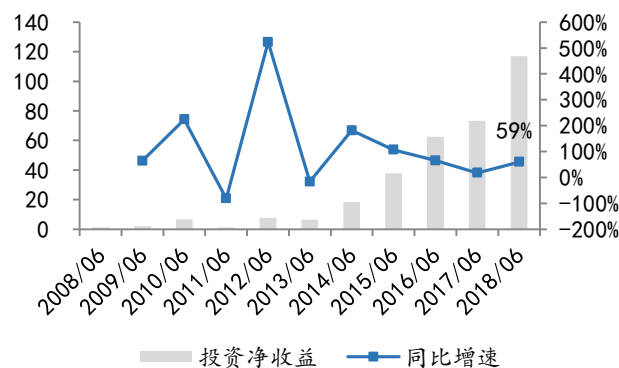
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 13：申万房地产板块整体投资净收益（亿元）及增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

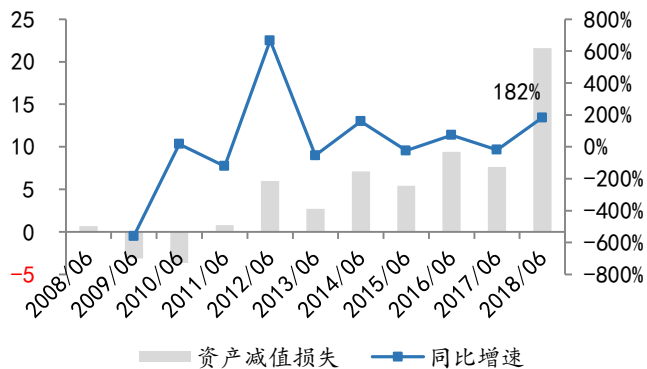
图 14：龙头房企投资净收益（亿元）及增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

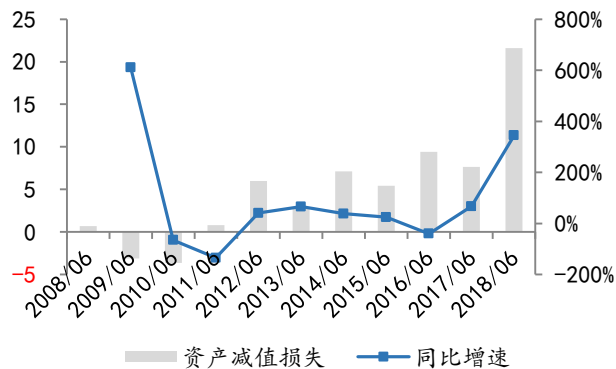
值得注意的是，板块与龙头企业上半年资产减值损失均有较大幅度提升，板块与龙头企业资产减值损失分别为 21.6 亿元、14.3 亿元，同比分别增长 182%、345%，主要系上半年政府限价政策持续升级，房企在部分项目上趋于谨慎，计提减值规模持续提升。

图 15: 申万房地产板块整体资产减值损失 (亿元) 及增速



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 16: 龙头房企资产减值损失 (亿元) 及增速

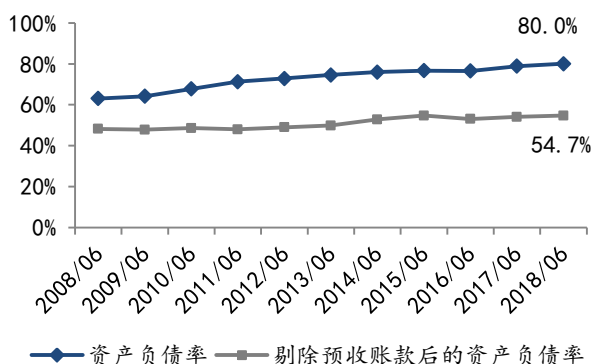


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 3. 杠杆略有提升，龙头房企在手现金更加充裕

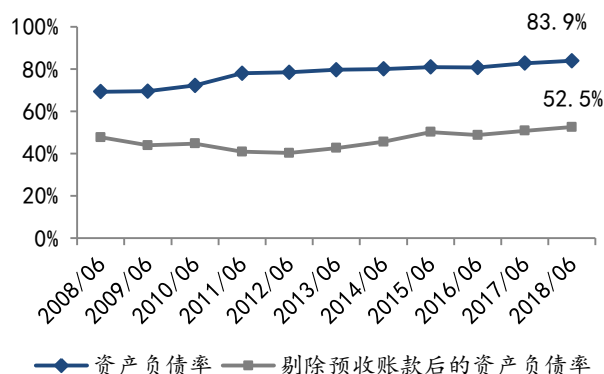
2018年上半年SW房地产板块资产负债率80.0%，剔除预收账款后的资产负债率为54.7%；龙头房企资产负债率83.9%，较板块高出3.9个百分点，剔除预收账款后的资产负债率为52.5%，低于板块均值，主要系龙头房企预收账款<sup>2</sup>增速更快。

图 17：申万房地产板块整体资产负债率及剔除预收后资产负债率



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

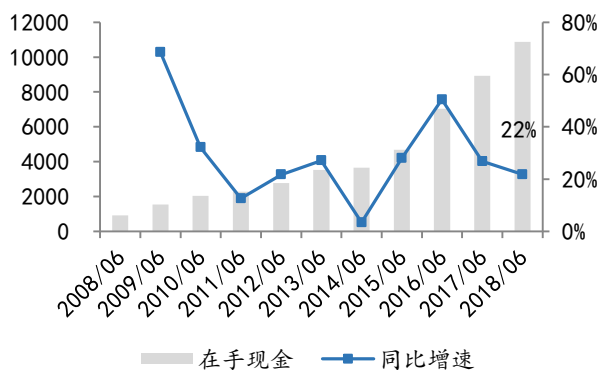
图 18：龙头房企资产负债率及剔除预收后资产负债率



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

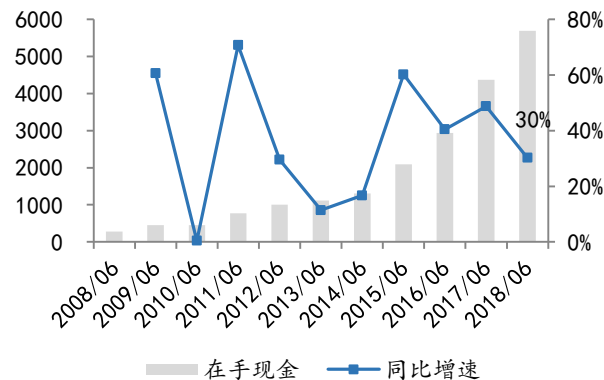
上半年板块在手现金 10866 亿元，同比增长 22%；龙头房企在手现金 5688 亿元，同比增长 30%，龙头企业现金规模占 SW 房地产板块的 52%，创 2009 年以来历史新高。板块和龙头企业经营性活动现金流量分别为 -540 亿元、180 亿元，占营收比例分别为 -7.1%，-4.0%，龙头房企现金流更为稳健。

图 19：申万房地产板块整体在手现金（亿元）及增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

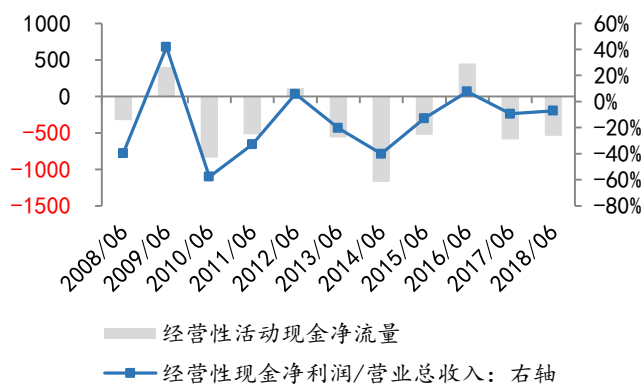
图 20：龙头房企在手现金（亿元）及增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

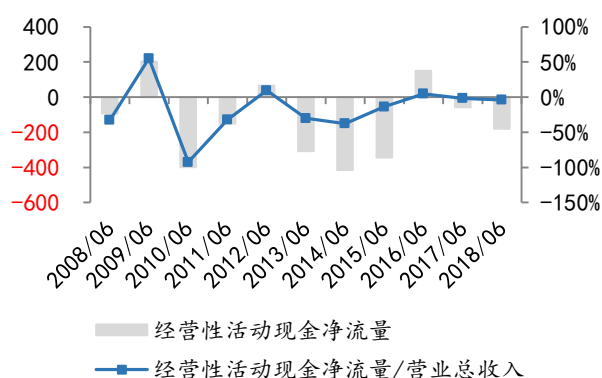
<sup>2</sup>由于会计政策变更，导致 2018H1 万科 A 的部分预收账款计入或有负债，此处重新将或有负债加回预收账款中。

图 21: 申万房地产板块整体经营性活动现金净流量(亿元)及占营收比例



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 22: 龙头房企经营性活动现金净流量(亿元)及占营收比例



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 4. 投资建议

预计 2018 年房地产行业销售规模将保持稳态，龙头房企竞争优势进一步凸显，强者恒强，龙头房企市占率和规模提升仍将延续。9 月房地产行业持续推荐绿地控股、中南建设、新城控股、万科 A、保利地产、金地集团、招商蛇口、蓝光发展、旭辉控股集团、金地商置、合景泰富、龙光地产。

## 5. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 5) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

