



## 强于大市

中银证券重点关注股票池

公司名称	代码	评级	收盘价 (人民币)
万科A	000002.SZ	买入	24.43
保利地产	600048.SH	买入	12.36
绿地控股	600606.SH	买入	6.46
华夏幸福	600340.SH	买入	25.50
招商蛇口	001979.SZ	买入	17.95
新城控股	601155.SH	买入	26.35
世茂股份	600823.SH	买入	4.30
荣盛发展	002146.SZ	买入	8.22
华侨城A	000069.SZ	买入	6.22
金融街	000402.SZ	未有评级	6.98
光大嘉宝	600622.SH	未有评级	6.40
华发股份	600325.SH	未有评级	7.29

资料来源：公司数据，万得数据及中银证券  
以2018年9月4日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

### 相关研究报告

《地产行业2018年中期策略—博弈资金环境，龙头强者恒强》20180629

《房地产2017年年报及2018年一季报分析—结算利润率回升，销售增速收窄》20180507

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 房地产

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010002

# 房地产行业2018年半年报

## 综述

### 盈利高增回款充足，投资放缓负债可控

由于房企结算加速，16年高价项目结转推升利润率，18年上半年板块业绩整体表现较为强劲，收入端和现金流端均稳健增长，房企的盈利和回款增速均大幅提升，板块收入和销售回款增速分别同比增长24%和21%。利润率方面，房企毛利率与净利率较去年持续回升，创近年新高。负债率方面，18年上半年房企的负债率普遍继续上扬，但负债结构明显优化。其中，销售高增带来的预收账款负债占比提升，有息负债规模收缩。在行业盈利高增、基本面好转的背景下，我们对板块维持强于大市评级。

### 支撑评级的要点

- 2018年1-6月地产板块主营业务收入同比增长24.40%，较2017年同期增长21.01个百分点；板块净利润同比增长38.93%，较2017年同期上升11.49个百分点。利润率方面板块总体毛利率为34.75%，较17年同期增长2.70个百分点；板块总体净利率为12.63%，较17年同期增长1.32个百分点。截至2018年上半年，板块资产负债率79.89%，较17年同期上升1.37个百分点。现金流方面，2018年1-6月，板块销售商品及劳务的现金流入累计同比上升21.43%，较去年末扩大5.06个百分点。
- 盈利方面，由于房企结算加速，16年高价项目结转推升利润率，18年上半年板块业绩整体表现较为强劲，收入端和现金流端均稳健增长，房企的盈利和回款增速均大幅提升，板块收入和销售回款增速分别同比增长24%和21%。且随着销售价格持续推升，净利润同比增速上升至40%。
- 利润率方面，房企毛利率与净利率较去年持续回升，创近年新高。16-17年高成交热度推升房价不断上涨，传导至毛利率提升。其中，一线房企的费用率普遍低于二三线房企，体现其规模优势，净利率增速更为明显。但随着土地及财务成本上升，利润率预计将难以维持高增长。
- 负债率方面，18年上半年房企的负债率普遍继续上扬，但负债结构明显优化。其中，销售高增带来的预收账款负债占比提升，有息负债规模收缩。一二线房企由于销售回款良好及投资意愿较强，负债水平较高但可控性较强。现金支出同比增速下滑，房企扩张增速放缓。
- 展望未来，伴随16-17年销售高峰期项目逐渐结转，房企营收及净利润增速预计短期内将维持高位，毛利及净利率增长惯性持续，但在成本及收入端双重挤压下，利润率中长期将逐渐下行。随着表外项目转表内及预收账款高增，房企负债水平短期内预计难以显著下行，但去杠杆进程已启动，主流房企中长期财务结构优化可期。在流动性趋紧背景下，销售回款重要性提升，房企扩张意愿减弱，预计行业扩张增速收窄。

### 评级面临的主要风险

- 销售增速下行；流动性持续紧张。

### 重点推荐

- 在行业盈利高增、基本面好转的背景下，我们对板块维持强于大市评级，主要推荐：1) 龙头房企：万科A、保利地产、新城控股；2) 区域房企：华夏幸福、招商蛇口、荣盛发展；建议关注REITs受益题材：光大嘉宝、金融街、世茂股份等。

## 目录

结转加速营收高增，净利润稳健提升 .....	4
利润率持续回升，龙头盈利优势显著 .....	6
预收账款推升负债率，负债结构优化 .....	7
销售回款改善，房企扩张增速放缓 .....	8

## 图表目录

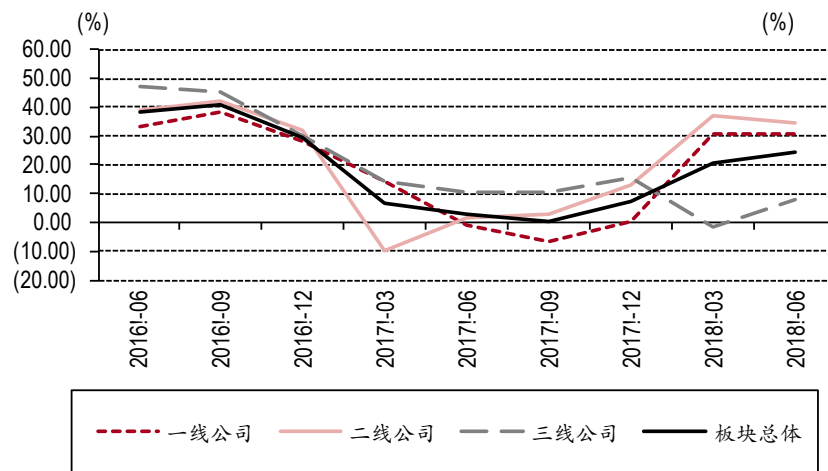
图表 1. 板块营业收入增长率.....	4
图表 2. 板块净利润增长率.....	5
图表 3. 板块毛利率水平.....	6
图表 4. 板块净利率水平.....	6
图表 5. 板块资产负债率水平.....	7
图表 6. 板块净负债率水平.....	7
图表 7. 板块销售商品及劳务的现金流入累计同比.....	8
图表 8. 板块购买商品及劳务的现金流出累计同比.....	8
图表 9. 报告中提及上市公司估值表.....	9

## 结转加速营收高增，净利润稳健提升

2018年1-6月地产板块主营业务收入同比增长24.40%，较2017年同期增长21.01个百分点。其中，一线公司收入同比增长30.59%，比17年同期提升31.61个百分点；二线公司收入同比增长34.30%，比17年同期上升32.88个百分点；三线公司收入同比增长7.69%，比17年同期下降2.64个百分点。

2018年随着16年销售高峰期项目进入结转期，以及主流房企结转加速，板块营收实现高增。并由于行业集中度快速提升，一二线房企收入增速自17年H2筑底回升，逐渐与三线房企拉开差距，优势愈发显著。一线龙头房企中，华夏幸福、万科、绿地控股和金地集团分别录得57%、52%、25%和19%的高增长，其余也均录得正增速。二线房企中，阳光城(+102%)、滨江集团(+92%)、首开股份(+57%)均实现超过50%的高增速，主要由于结转增加。

图表 1. 板块营业收入增长率

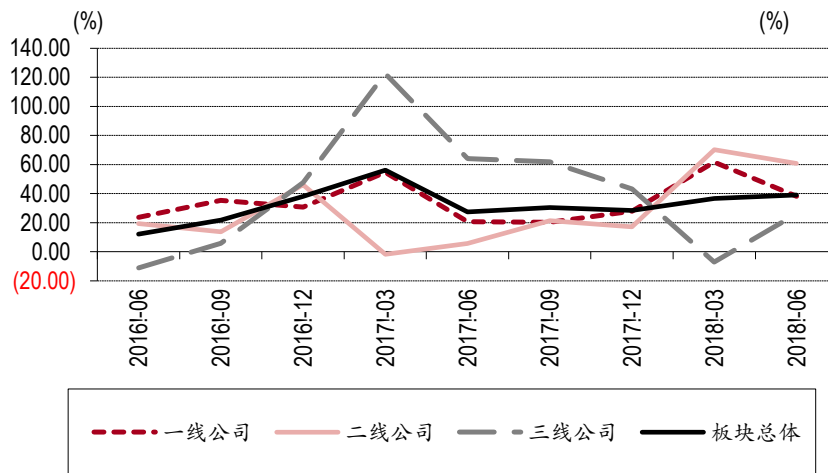


资料来源：万得数据、中银证券

2018年1-6月，板块净利润同比增长38.93%，较2017年同期上升11.49个百分点。其中，一线公司净利同比增长38.13%，比17年同期上升17.51个百分点；二线公司同比增长60.63%，比17年同期大幅上升54.97个百分点；三线公司同比增长26.01%，同比17年同期下滑37.96个百分点。

2018年房地产板块净利润同比大幅上升，其中二线房企周期弹性更强。伴随着2016-17年涨价项目结转，以及合营、联营等项目所结转的投资性收益增加，板块净利润增速大幅上升，但各线房企分化格局明显：一线房企中，金地集团(+108%)、招商蛇口(+105%)、绿地控股(+30%)、华夏幸福(+30%)的净利润均录得高增速；二线房企中，首开股份(+337%)、中粮地产(+302%)、阳光城(+214%)、新潮中宝(+207%)均录得超过200%的高增速，领跑二线房企。

图表 2. 板块净利润增长率



资料来源：万得数据、中银证券

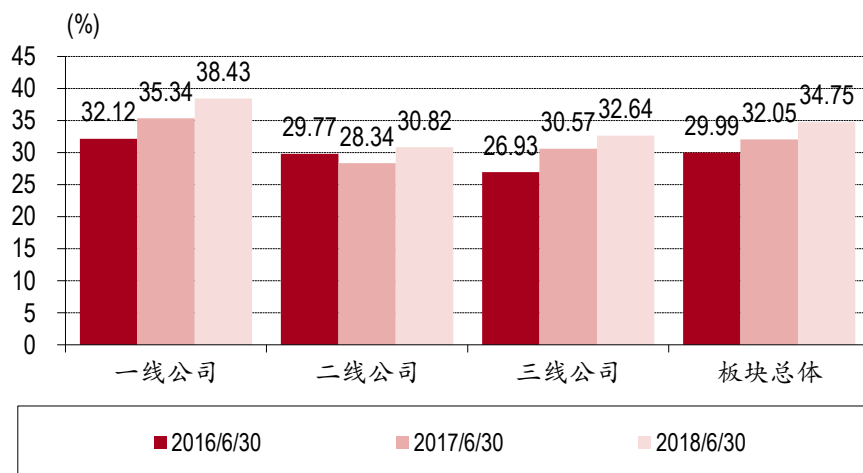
## 利润率持续回升，龙头盈利优势显著

2018年1-6月，板块总体毛利率为34.75%，较17年同期增长2.70个百分点。一线公司为38.43%，较17年同期增长3.09个百分点；二线公司为30.82%，较17年同期上升2.48个百分点；三线公司为32.64%，较17年同期增长2.07个百分点。2018年1-6月，板块总体净利率为12.63%，较17年同期增长1.32个百分点。其中，一线公司为13.57%，较17年同期增长0.66个百分点；二线公司为10.61%，较17年同期增长1.79个百分点；三线公司为13.15%，较17年同期增长1.91个百分点。

由于房企18年结转的主要为15-17年高价项目，房企整体毛利率及净利率同比企稳回升，其中一线房企基于土地获取、融资、销售等资源管控方面的优势，利润率绝对值及相对增幅均最大。在我们重点关注的一二线城市房企中，17年结算毛利率仍保持较高水平的企业大多具有开发模式的稀缺性，包括：华夏幸福（20%）和新城控股（16%）等，或具有较强的区域资源优势，包括：招商蛇口（33%）和金融街（13%）等。

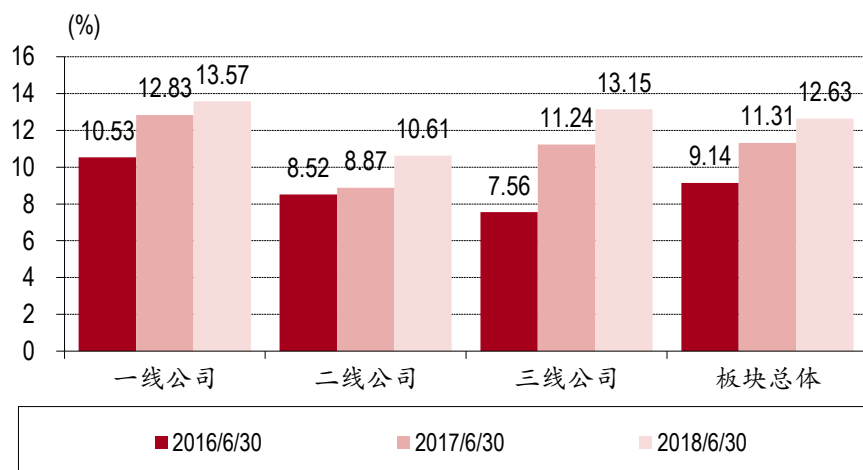
由于近年土地价格较快上涨，融资成本上升，以及限价政策的严格执行，房企的利润空间将受到挤压，预计房企结算毛利率长期呈下行趋势，而具有稀缺资源背景的房企优势将凸显。中短期来看，随着高价逐渐进入结转期，房价的周期性上涨有望逐渐对冲成本端的上行，行业毛利率或在18H2继续提升。

图表3. 板块毛利率水平



资料来源：万得数据、中银证券

图表4. 板块净利率水平



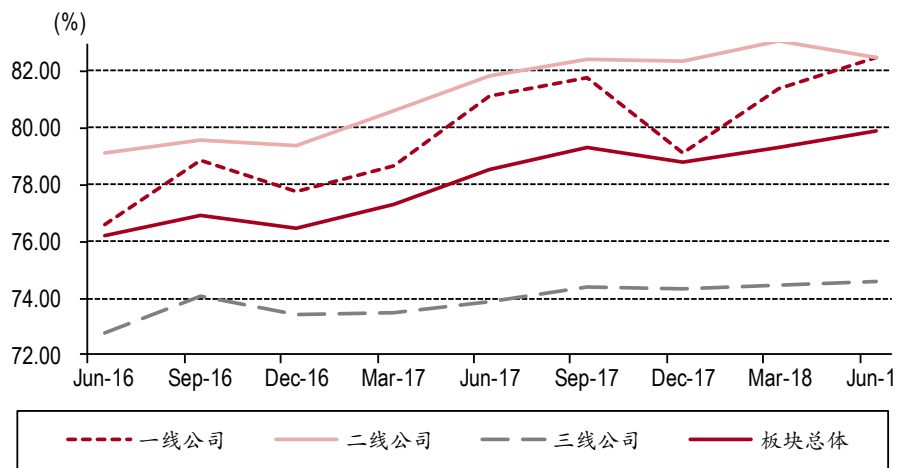
资料来源：万得数据、中银证券

## 预收账款推升负债率，负债结构优化

截至2018年中，板块资产负债率79.89%，较17年同期上升1.37个百分点。其中，一线公司为82.51%，较17年同期上升1.39个百分点；二线公司为82.51%，较17年同期上升0.70个百分点；三线公司为74.56%，较17年同期上升0.70个百分点。

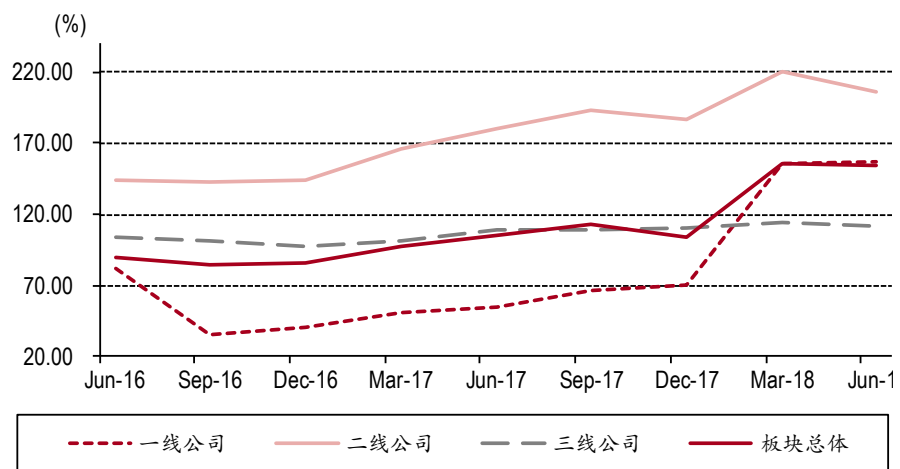
18年板块整体资产负债率小幅上升，显示行业在销售较好的情形下，房企补库存意愿较高，由17年延续至今。值得注意的是，一二线房企的预收账款大幅增长，推升房企负债水平，而在流动性趋紧背景下有息负债总规模下降，负债结构较去年显著优化。在我们重点关注的一二线上市房企中，中南建设(90%)、绿地控股(89%)、新城控股(88.3%)、阳光城(85.7%)、泰禾集团(85.7%)、中粮地产(85.6%)、万科(84.7%)等资产负债率和净负债率水平均较高，显示快速扩张意愿。我们认为在流动性紧张的大背景下，高负债率或面临一定财务风险，但随着周转加快、现金回款质量提升，以及龙头房企较强的融资及现金流管控能力，上述负债率均属快速扩张期可控水平。

图表5. 板块资产负债率水平



资料来源：万得数据、中银证券

图表6. 板块净负债率水平



资料来源：万得数据、中银证券

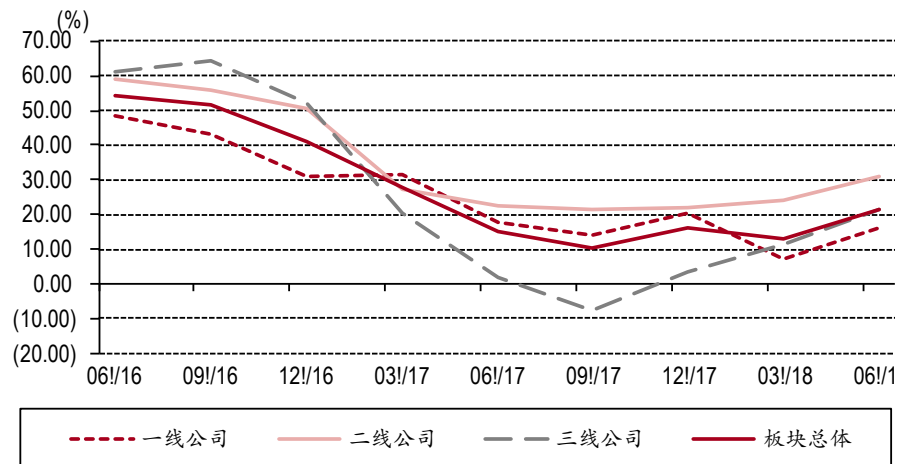
## 销售回款改善，房企扩张增速放缓

2018年1-6月，板块销售商品及劳务的现金流入累计同比上升21.43%，较去年末扩大5.06个百分点。其中，一线公司同比上升15.98%，较17年末收窄4.12个百分点；二线公司同比上升31.10%，较17年同期扩大9.06个百分点；三线公司同比上升21.35%，较17年同期扩大18个百分点。销售相较于2017年明显回暖，二三线房企弹性较大。

2018年1-6月，板块购买商品及劳务的现金流入累计同比上升17.87%，较去年末收窄18.62个百分点，其中一线和二线公司分别收窄24.27和37.76个百分点，而三线公司扩大15.5个百分点。

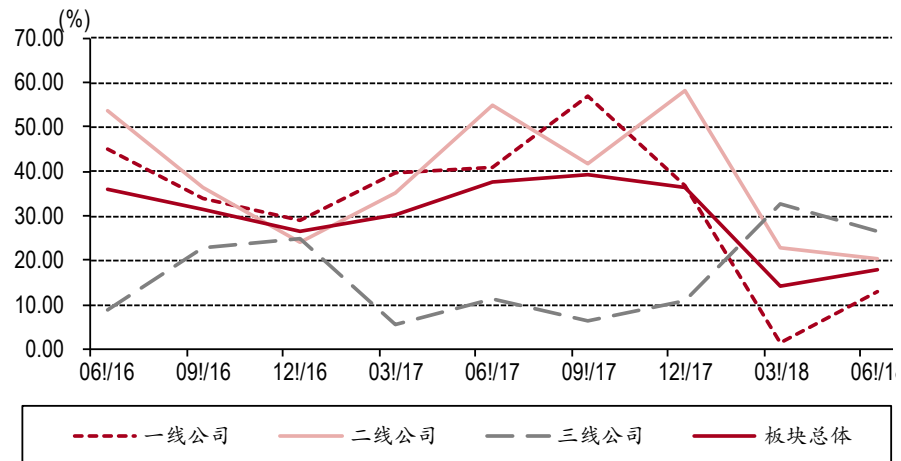
随着销售高增态势的延续，房企销售商品及劳务的现金流入同比上升，销售回款改善。从购买商品和服务的支出现金流增速来看，一二线房企扩张放缓，投资增速较去年大幅下降；主要由于流动性环境趋紧，以及在接近两年的补库存后，主流房企土储位于历史高位，补库存意愿降低。而三线房企则由于低基数，投资增速扩大。在我们关注的一线房企中，绿地控股(41.4%)、保利地产(31.6%)、华侨城(28.8%)销售回款增速较快；二线房企中，金科股份(81.6%)、新城控股(70.9%)、阳光城(66.9%)、泛海控股(61.2%)等增速较高。

图表7. 板块销售商品及劳务的现金流入累计同比



资料来源：万得数据、中银证券

图表8. 板块购买商品及劳务的现金流出累计同比



资料来源：万得数据、中银证券

**附录图表 9. 报告中提及上市公司估值表**

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	资产 (元/股)
万科 A	000002.SZ	买入	24.43	2,682.31	2.54	3.07	9.03	7.58	12.3
保利地产	600048.SH	买入	12.36	1,465.70	1.32	1.67	8.89	7.31	8.80
绿地控股	600606.SH	买入	6.46	786.06	0.74	0.85	7.53	7.01	5.27
华夏幸福	600340.SH	买入	25.50	753.51	2.97	4.39	7.29	6.38	10.10
招商蛇口	001979.SZ	买入	17.95	1,418.78	1.54	1.96	8.94	9.01	8.80
新城控股	601155.SH	买入	26.35	594.82	2.80	4.06	8.01	6.70	9.38
世茂股份	600823.SH	买入	4.30	161.30	0.59	0.78	7.10	6.56	5.86
荣盛发展	002146.SZ	买入	8.22	357.42	1.25	1.76	5.65	4.63	6.47
华侨城 A	000069.SZ	买入	6.22	510.29	1.05	1.30	5.72	4.96	6.56
金融街	000402.SZ	未有评级	6.98	208.63	1.01	1.20	7.42	5.95	10.08
光大嘉宝	600622.SH	未有评级	6.40	73.83	0.77	1.03	12.45	10.94	6.29
华发股份	600325.SH	未有评级	7.29	154.40	0.77	0.98	6.44	7.38	5.78

资料来源: 万得数据及中银证券

注: 股价截止日 2018 年 9 月 4 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371