

推荐（维持）

上半年结算业绩大幅增长 全年业绩保障度高

风险评级：中风险

房地产行业 18 年中报综述

2018 年 09 月 5 日

投资要点 1

上市公司18年中报已全部公布完毕。我们统计了全国141家上市房地产开发企业（按申万房地产分类）业绩情况：

何敏仪

SAC 执业证书编号：

S0340513040001

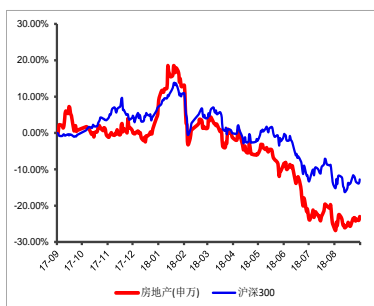
电话：0769-23320072

邮箱：hmy@dgzq.com.cn

细分行业评级

房地产开发	推荐
园区开发	推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **中报结算净利增幅超四成。**18年上半年上市房企实现营业总收入7515.89亿，较17年同期上升24.95%，增幅较17年中期大幅上升19.47个百分点；共实现营业利润1459.65亿，归属母公司股东净利892.18亿，同比分别升43.45%和上升40.62%（17年同期增幅分别为16.88%和21.64%）。行业营业收入、营业利润及归属净利润增速均实现大幅上升，绝对值更是再创同期新高，行业景气度高企。而从当前房企整体销售及可结算资源看，全年行业整体结算业绩将继续具有较高保障度。

- **毛利率及净利率持续提升 盈利能力改善。**上半年上市房企整体销售毛利率及净利率分别为31%和13.41%，相比17年底则分别上升1.5个百分点和1.1个百分点。总的来看，房地产行业近两年由于房价涨幅明显，整体结算收益率出现持续的回升态势，达近两年高位，令人满意。预计全年整体结算毛利率及净利率仍将维持较高水平，盈利能力改善持续。

- **负债率达历史高位 可结算资源充裕。**行业整体负债占归属母公司股东权益达5.28倍，而17年末为4.85倍；其中带息负债占归属母公司股东权益为2.7倍，也较17年底2.1的水平有所提升；净负债则为归属股东权益的1.93倍，也明显高于17年底的1.35倍的水平。整体看，行业近年融资渠道扩大，叠加行业景气度提升，开发商融资增加，杠杆率上升，导致行业整体负债率水平也持续的上升。而销售产品提供劳务收到现金占营业收入为160.84%，较17年末大幅上升31.6个百分点，也较17年中期上升1.4个百分点。由于持续的销售回升，并且开发商结算增幅低于销售增幅，留存可结算资源丰富。全年来看行业整体业绩保障度高。

- **总结与投资建议。**上市房企18年上半年整体结算业绩增幅超四成，业绩大幅增长令人满意。同时行业整体毛利率持续探底回升，盈利能力改善。行业前7月整体销售额增幅也达14.4%，行业维持高景气度。而从当前龙头房企销售情况观察，销售增速大部分高于行业整体增速，行业集中度进一步加速提升趋势不改。

- **7月底政府财政政策及货币政策有所转向，**预计四季度行业整体资金面情况持续改善，但另一方面调控持续从严预期也较高。从过去多轮调控周期来看，行业整体风险仍可控，预计全年销售也将保持在高位徘徊。开发商当前可结算资源较多，18年整体业绩高增长值得期待。而地产板块18年以来整体走势偏弱，跑输大盘，累计跌幅也较大。当前行业整体估值水平跌至历史底部，极具投资价值。建议重点关注基本面理想、估值较低的地产龙头，具备国企改革概念的个股，以及租赁性相关企业，包括万科A、保利地产、招商蛇口、华夏幸福、金地集团、世联行等。

- **风险提示。**政策调控及经济下滑超预期

目 录

1. 中报结算净利增幅超四成	3
2. 毛利率及净利率持续提升 盈利能力改善	4
3. 三费率小幅上升 开发资金增幅扩大	5
4. 行业整体库存较高 新开工增速提升	6
5. 负债率达历史高位 可结算资源充裕	7
6. 总结与投资建议	8

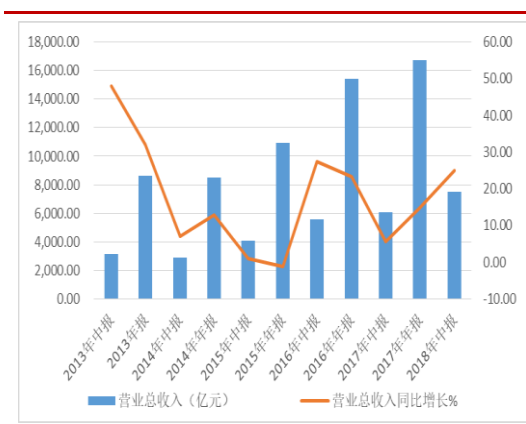
插图目录

图 1: 上市房企营业总收入	3
图 2: 营业利润、归属净利润同比变化	3
图 3: 商品房销售额变化	3
图 4: 销售毛利率、净利率变化	3
图 5: 上市房企资产总计	5
图 6: 总资产净利率、净资产收益率变化	5
图 7: 三费同比变化	6
图 8: 三费率同比变化	6
图 9: 房企开发资金来源合计	6
图 10: 房企开发资金来源变化	6
图 11: 存货水平变化	7
图 12: 存货占总资产比例变化	7
图 13: 房屋施工、新开工面积	8
图 14: 房屋施工、新开工增长	8
图 15: 房地产行业负债水平变化	8
图 16: 房企现金流情况变化	9

1. 中报结算净利增幅超四成

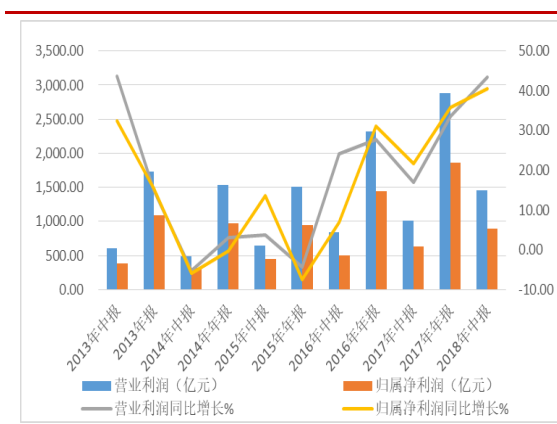
上市公司 2018 年中报已全部公布完毕。我们统计了 141 家上市房地产开发企业（按申万房地产分类），2018 年上半年共实现营业总收入 7515.89 亿，较 17 年同期上升 24.95%，增幅较 17 年中期大幅上升 19.47 个百分点；共实现营业利润 1459.65 亿，归属母公司股东净利 892.18 亿，同比分别升 43.45% 和上升 40.62%（17 年同期增幅分别为 16.88% 和 21.64%）。行业营业收入、营业利润及归属净利润增速均实现大幅上升，绝对值更是再创同期新高，行业景气度高企。而从当前房企整体销售及可结算资源看，全年行业整体结算业绩将继续具有较高保障度。

图1：上市房企营业总收入



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图2：营业利润、归属净利润同比变化



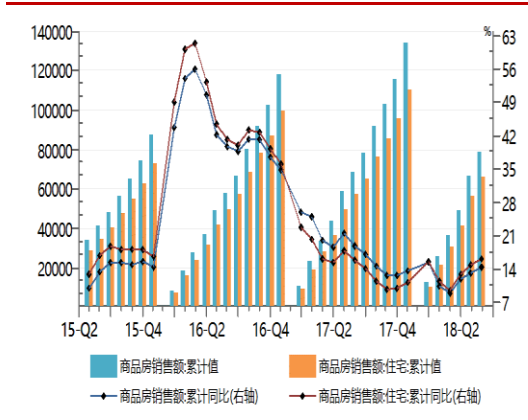
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

18 年中期平均每家房企实现营业总收入 58 亿，基本每股收益 0.21 元；平均营业总收入较 17 年同期增加 12.2 亿元，基本每股收益较 17 年同期上升约 0.04 元/股。而 18 年中报显示行业整体营业利润及归属净利润增速明显高于营收增速，与近两年状况一直，主要由于当期结算毛利率提升及投资净收益增加（非并表的合作项目增加）导致。行业结算毛利率回升，消除前期投资者对行业毛利率进一步下滑的担忧；同时预期全年结算毛利率能维持改善的状态。

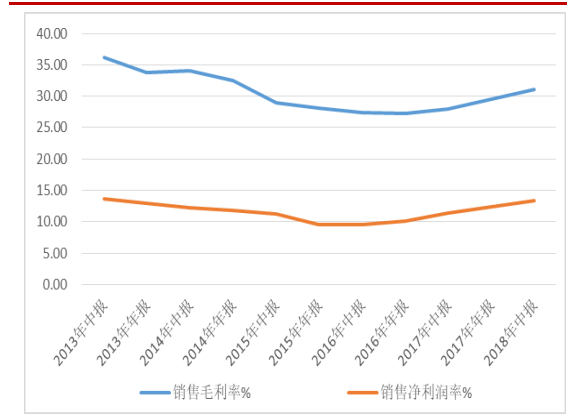
2018 年上半年全国商品房销售面积合计 8.99 亿平方米，其中住宅销售面积 7.8 亿平方米，同比分别上升 4.2% 和上升 4.2%。商品房累计销售量同比增速较 17 年末有较明显的上升。前 6 个月全国商品房销售额合计 7.83 万亿，商品住宅销售额合计 6.6 万亿，同比则分别上升 14.4% 和上升 16.2%，涨幅也较前两个月出现一定幅度的提升。整体看，楼市成交量连续数月出现增幅探底回升迹象，行业景气度回升。当前累计成交额涨幅维持在双位数，全年看整体销售保持平稳增长预期较高。同时行业集中度继续加速提升，强者逾强也将更明显。

图3：商品房销售额变化

图4：销售毛利率、净利率变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所



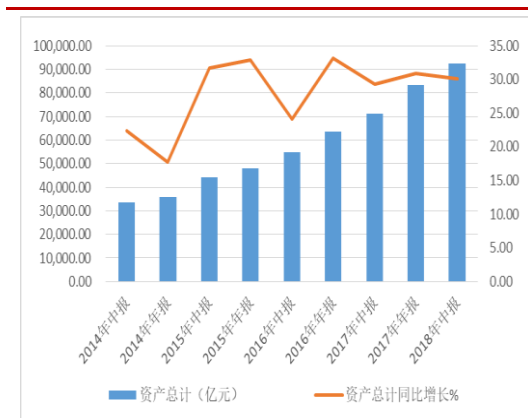
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2. 毛利率及净利率持续提升 盈利能力改善

截止 18 年中报，142 家上市房企资产合计 9.24 万亿，再创历史新高，相对年初增长 10.92%，增速较 17 年底下降约 20 个百分点。平均每家房企资产规模 695.4 亿，较上年同期增长 34%；平均每股净资产 5.26 元，较上年中期也增长 11.2%。行业平均净资产收益率为 6.15%，较去年同期上升 1.1 个百分点，在申万 28 个行业板块中排名第 8 位，与去年同期上升 5 位；总资产净利率为 1.16%，同比也上升 0.11 个百分点，排名第 23 位。

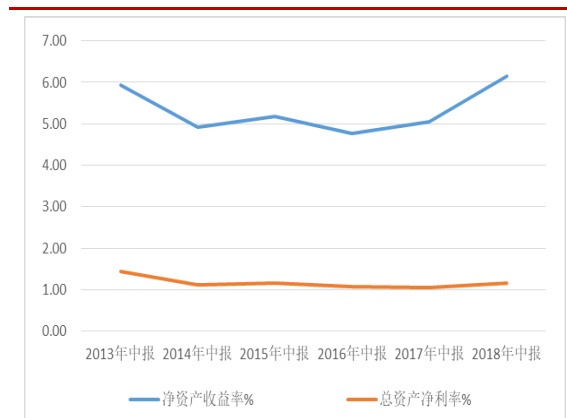
17 年全年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为 29.5% 和 12.3%，结算毛利率较 16 年分别上升 2.3 个百分点和 2.2 个百分点，延续 17 年中报探底回升态势。而今年以来行业整体销售毛利率及销售净利率均进一步提升，上半年上市房企整体销售毛利率及净利率分别为 31% 和 13.41%，相比 17 年底则分别上升 1.5 个百分点和 1.1 个百分点。总的来看，房地产行业近两年由于房价涨幅明显，整体结算收益率出现持续的回升态势，达近两年高位，令人满意。预计全年整体结算毛利率及净利率仍将维持较高水平，盈利能力改善持续。

图5：上市房企资产总计



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图6：总资产净利率、净资产收益率变化

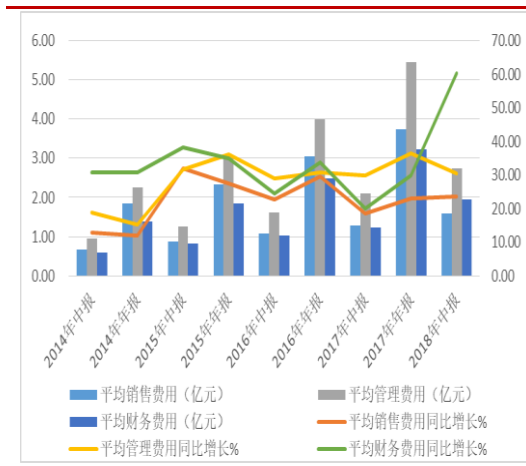


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

3. 三费率小幅上升 开发资金增幅扩大

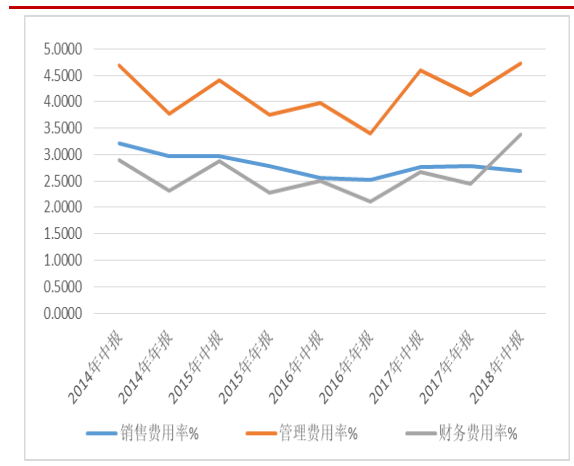
18 年上半年上市房企平均销售费用为 1.58 亿，较 17 年同期上升 23.43%，增幅上升约 5 个百分点；平均管理费用为 2.74 亿，财务费用 1.95 亿，较 17 年中期则分别增加 30%和增加 59.8%，管理费用增幅小幅上升 1.2 个百分点，而财务费用增幅则较 17 年有较明显的扩大（提升 36.4 个百分点）。总的来看，近几年整体三费均进一步上升，趋势延续。18 年上半年销售费用占营业总收入为 2.68%，较 17 年末上升 0.1 个百分点。管理费用占营业总收入 4.73%；财务费用占营业总收入 3.37%，分别较 17 年末上升 0.6 个百分点和 0.9 个百分点。销售费用率小幅回落，但管理费用率及财务费用率均有所上升，达到近年较高的水平。

图7：三费同比变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图8：三费率同比变化

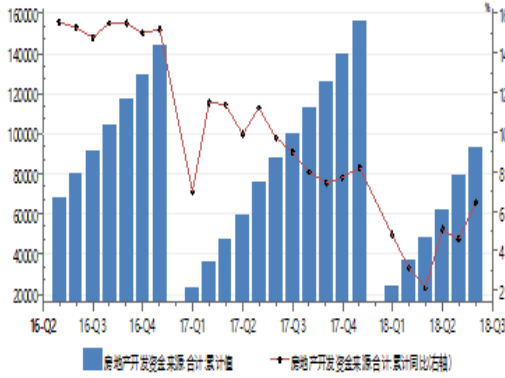


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

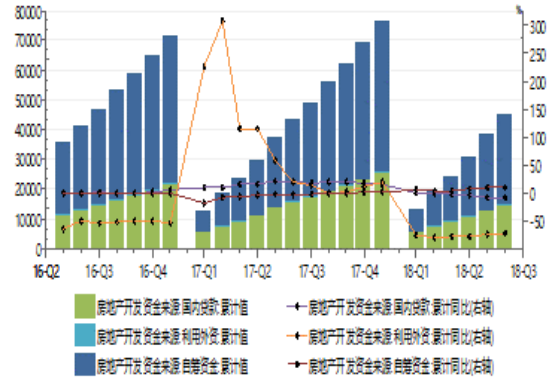
资金来源看，18 年截止 7 月末，全国房地产开发资金来源合计 9.33 万亿，同比上升 6.4%，增幅较 6 月末上升 1.8 个百分点，相比 17 年年末增幅则下降 1.8 个百分点。开发资金来源增幅二季度以来持续探底回升，但相对 17 年整体增速仍处于较低水平。其中今年前 7 个月，国内贷款、利用外资和自筹资金累计分别为 1.4 万亿、33.4 亿和 3.08 万亿，同比则分别下降 6.9%，下降 70.1%和同比上升 10.4%。自筹资金增速扩大，国内贷款及利用外资增速持续负增长。相信当前资金流动性转向背景下，进入四季度，未来几个月行业整体资金面将持续有所改善。

图9：房企开发资金来源合计

图10：房企开发资金来源变化



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

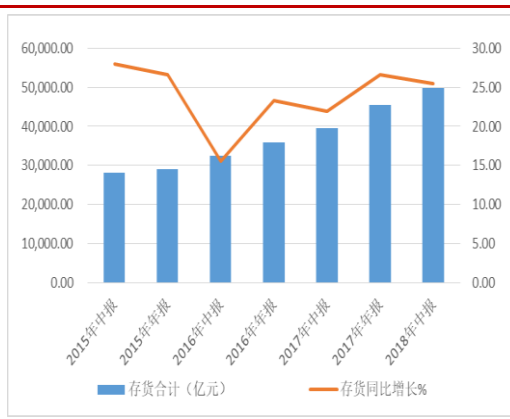


数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

4. 行业整体库存较高 新开工增速提升

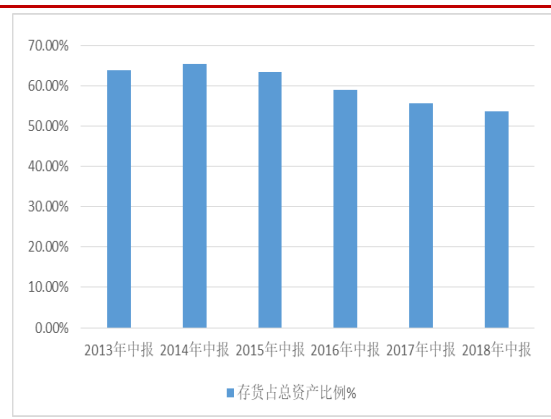
18 年中期行业整体存货周转率为 0.11 次, 与 17 年中报基本持平。而总资产周转率为 0.08 次, 相比 17 年同期出现小幅下降。库存方面, 18 年中期上市房企整体存货 4.96 万亿, 同比增长 25.4%, 增幅较 17 年中期上升 3.5 个百分点。其中存货占总资产比例为 53.7%, 占比较 17 年同期下降 2 个百分点, 为近几年较低水平。这显示开发商上半年补充库存仍相对积极, 库存提升明显。这从土地市场成交保持较高热度也可以看出。但同时总资产上升较库存上升快, 也由于开发商进一步提升杠杆导致。另一方面, 上市房企当前整体存货相对较高, 四季度上市房企加快去化情况下, 销售保持理想增长值得期待。

图11: 存货水平变化



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

图12: 存货占总资产比例变化

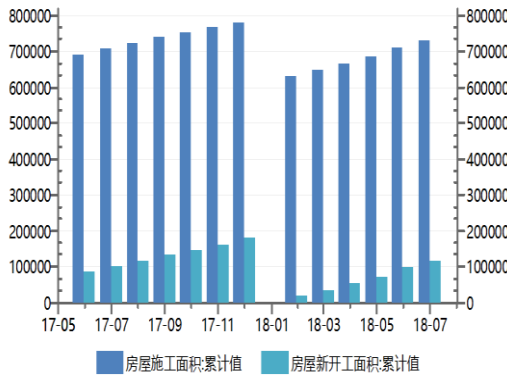


数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

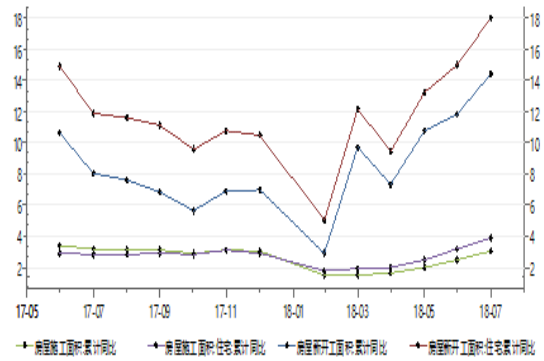
开工情况看, 前 7 个月全国房屋施工面积累计 72.85 亿平米, 其中住宅施工面积累计 50.2 亿平米, 累计同比分别上升 3%和上升 3.9%, 累计施工面积同比增幅进一步上升, 达到近一年来高位。而 1—7 月累计新开工面积 11.47 亿平方米, 其中住宅累计新开工面积为 8.46 亿平方米, 较去年同期则分别上升 14.4%和上升 18%, 新开工量累计同比涨幅也进一步扩大, 达到 16 年下半年以来的高位。

图13: 房屋施工、新开工面积

图14: 房屋施工、新开工增长



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

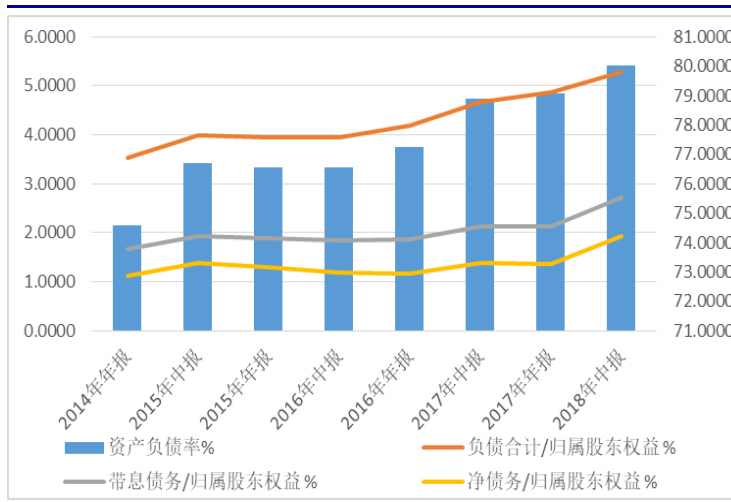


数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

5. 负债率达历史高位 可结算资源充裕

18 年上半年上市房企整体资产负债率为 80%，较 17 年末提升约 1 个百分点，处于历史较高负债率水平。其中流动比、速动比分别为 1.51 和 0.54，流动比及速动比均较 17 年末小幅提升。行业整体负债占归属母公司股东权益达 5.28 倍，而 17 年末为 4.85 倍；其中带息负债占归属母公司股东权益为 2.7 倍，也较 17 年底 2.1 的水平有所提升；净负债则为归属股东权益的 1.93 倍，也明显高于 17 年底的 1.35 倍的水平。整体看，行业近年融资渠道扩大，叠加行业景气度提升，开发商融资增加，杠杆率上升，导致行业整体负债率水平也持续的上升。

图 15: 房地产行业负债水平变化

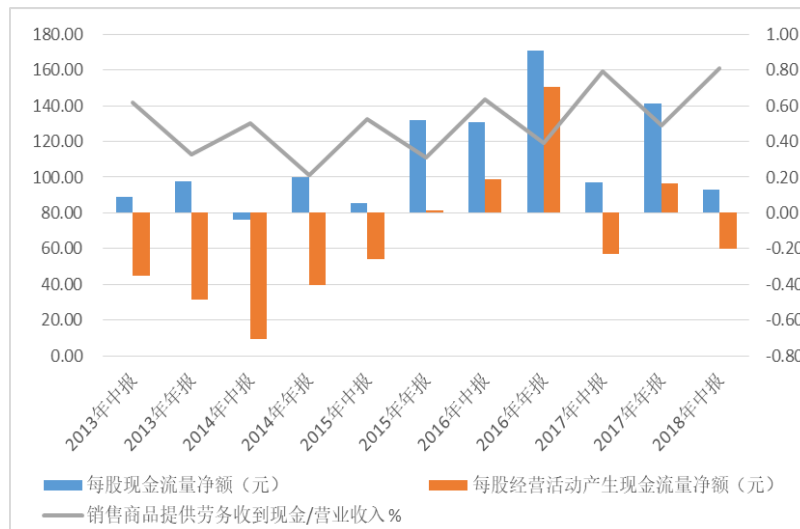


资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

18 年中期上市房企每股现金流量净额为 0.12 元，较 17 年同期每股下降 0.04 元，每股现金流量净额持续下降；每股经营活动产生现金流量净额为-0.2 元，与 17 年中期每股-0.23 元相比小幅上升。而销售产品提供劳务收到现金占营业收入为 160.84%，较 17 年末大幅上升 31.6 个百分点，也较 17 年中期上升 1.4 个百分点。总的来看，18 年以来房地产销售持续上升，行业景气度高企。开发商增加融资，提升负债率，积极拿地及增加开发均相对明显。表现在财务上则是负债率水平提升及现金流向下。但另一方面，由于持续的销售回升，并且开发商结算增幅低于销售增幅，留存可结算资源丰富。全年来看行业整

体业绩保障度高。

图 16：房企现金流情况变化



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

6. 总结与投资建议

上市房企 18 年上半年整体结算业绩增幅超四成，业绩大幅增长令人满意。同时行业整体毛利率持续探底回升，盈利能力改善。行业前 7 月整体销售额增幅也达 14.4%，行业维持高景气度。而从当前龙头房企销售情况观察，销售增速大部分高于行业整体增速，行业集中度进一步加速提升趋势不改。

7 月底政府财政政策及货币政策有所转向，预计四季度行业整体资金面情况持续改善，但另一方面调控持续从严预期也较高。从过去多轮调控周期来看，行业整体风险仍可控，预计全年销售也将保持在高位徘徊。开发商当前可结算资源较多，18 年整体业绩高增长值得期待。而地产板块 18 年以来整体走势偏弱，跑输大盘，累计跌幅也较大。当前行业整体估值水平跌至历史底部，极具投资价值。建议重点关注基本面理想、估值较低的地产龙头，具备国企改革概念的个股，以及租赁性相关企业，包括万科 A（000002）、保利地产（600048）、招商蛇口（001979）、华夏幸福（600340）、金地集团（600383）、世联行（002285）等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn