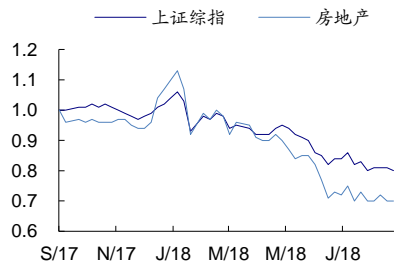


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《房地产行业 9 月投资策略: 行业回归理性, 坚定看多优势地产股》——2018-09-12
 《房地产行业 8 月投资策略: 底部区间, 积极布局》——2018-08-10
 《房地产行业专题: 优势地产股的择时逻辑》——2018-07-30
 《2018 年中报业绩前瞻: 积极面对》——2018-07-19
 《地产 A 股 2018 年 7 月投资策略: 不宜太悲观》——2018-07-13

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678
 E-MAIL: ourm@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120051

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

龙头房企优势明显

● 大中型房企盈利能力优秀, 小型房企分化

大中型房企盈利能力普遍较为优秀, 统计的 15 家大中型房企 (上半年营收大于 100 亿元) 均实现营业收入、归母净利润正增长, 部分优势房企归母净利润增长显著, 如阳光城、中南建设、新城控股、招商蛇口增速分别达 214%、180%、123%、105%; 15 家大中型房企中, 10 家毛利率水平高于板块。部分小型房企实现业绩高速增长, 如中洲控股、光明地产, 但由于分化明显, 样本房企的综合业绩增速低于板块整体水平, 小型房企毛利率水平同样分化明显。

● 短期偿债能力处于低位, 但龙头进一步改善

截至 2018 年上半年, 板块剔除预收款资产负债率为 73%, 较去年同期提升 1.2 个百分点; 板块净负债率为 104%, 较去年同期提升 1.7 个百分点, 仍处于历史高位; 板块短期偿债能力保障倍数自 2016 年 1.59 下降至 1.21, 处于低位。在板块负债率提升的同时, 龙头房企债务结构改善, 绿地控股、万科等房企净负债率均下降明显, 短期偿债能力保障倍数也有所提升。

● 越优秀, 融资越有优势, 融资规模增长越快

2018 年上半年, 板块融资规模 (借款+发债) 达 9137 亿元, 同比增长 19%。其中优势房企融资规模的增长更为显著, 如招商蛇口、万科、华侨城、中南建设、保利增速分别达 132%、126%、55%、46%、36%, 显著强于板块整体水平。

● 二季度去化提速

2018 年上半年板块存货周转天数平均 2312 天, 较一季度末下降 30.4%, 同比增长 17%, 表明从结算口径观察二季度板块存货去化速度比一季度加快了, 但整个上半年不如去年; 二季度的回款存货比 (销售商品、提供劳务获得的现金/期末存货) 为 14%, 较 2018 年一季度末提升 3 个百分点, 与去年同期持平, 表明从预售回款层面观察板块去库存速度于二季度加快。

● 多数优势房企销售增速放缓, 投资分化

2018 年上半年, 15 家大中型房企中, 9 家房企销售增速不如去年同期; 销售 TOP30 房企中, 16 家房企销售增速不如去年同期。从“拿地销售比”来看新城控股、阳光城、荣盛发展、万科等房企拿地投资积极, 而部分房企如荣盛发展、新城控股、阳光城等拿地较去年呈现较保守的态势。

● 行业回归理性, 坚定看多优势地产股

2018 年下半年行业基本面将回归理性, 类似上半年那样的过热情形, 包括新房销售异常高企的去化率、摇号购房时的抢房、土地拍卖不断飙升的溢价率……, 都将逐渐消停, 回到政府所希望的理性、温和状态; 中国房地产行业具备强大的韧性, 我们预计未来一年, 三、四线城市的销量、房价会略有降温, 但远谈不上失速, 行业集中度提升将导致优势地产股的合同销售仍有望保持显著增长, 他们的盈利能力大概率不会显著恶化, 而一、二线城市在现有调控政策压制下, 房价可控, 不会有太大的调控加码的压力。基本面的理性和韧性将利好在基本面过热阶段股价已暴跌并腰斩的优势地产股, 未来一年买优势地产股具备进可攻、退可守的优点: ①进可攻——经济稳增长压力大, 房地产调控有望适度松绑, 买地产股赚估值的钱; ②退可守——买地产股赚业绩增长的钱。推荐保利、新城、中国恒大、万科、华夏幸福、招商蛇口、龙光地产、中南建设、荣盛发展、阳光城、世联行、旭辉控股、中洲控股、宝龙地产、华侨城 A 等。

● 风险提示

若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期, 或公司销售增长失速。

内容目录

大中型房企盈利能力优秀，小型房企分化.....	3
短期偿债能力处于低位，但龙头进一步改善.....	9
越优秀，融资越有优势、融资规模增长越快.....	18
二季度去化提速.....	24
多数优势房企销售增速放缓，投资分化.....	29
行业回归理性，坚定看多优势地产股.....	32
上半年至今，调控偏紧、部分城市持续加码.....	32
行业回归理性.....	33
坚定看多优势地产股.....	36
风险提示.....	36
国信证券投资评级.....	37
分析师承诺.....	37
风险提示.....	37
证券投资咨询业务的说明.....	37

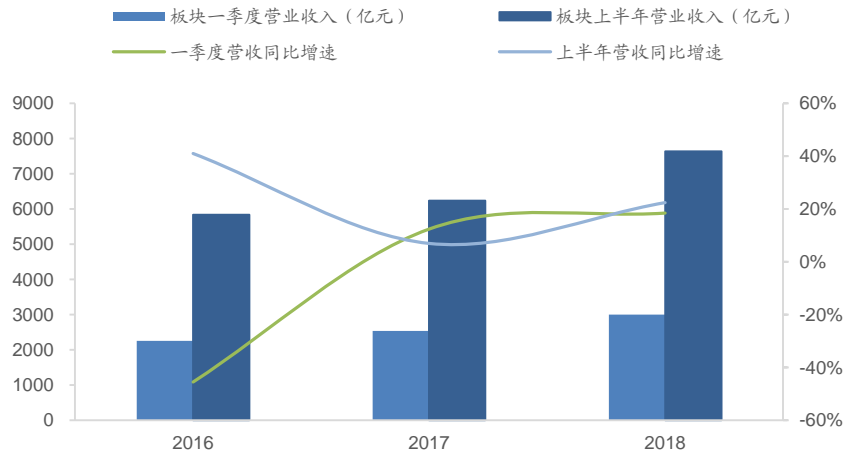
图表目录

图 1: 2016-2018 年板块上半年营收及归母净利润情况.....	3
图 2: 2015-2018 年板块上半年毛利率变化情况.....	3
图 3: 板块负债率仍处于高位.....	9
图 4: 板块整体短期偿债能力保障倍数.....	9
图 5: 绿地控股、万科有息负债及货币资金情况(亿元).....	10
图 6: 绿地控股、万科负债率变化情况.....	10
图 7: 绿地控股、万科短期偿债能力保障倍数.....	11
图 8: A 股营业收入位于 100 - 999 亿元之间的房企货币资金及有息负债(亿元).....	11
图 9: A 股营业收入位于 100 - 999 亿元之间的房企负债率情况.....	12
图 10: A 股营业收入位于 100-999 亿元之间的房企短期偿债能力保障倍数.....	12
图 11: A 股营业收入小于 100 亿元房企有息负债及货币资金(亿元).....	13
图 12: A 股营业收入小于 100 亿元房企负债率变化情况.....	13
图 13: A 股营业收入小于 100 亿元的房企短期偿债能力保障倍数.....	14
图 14: 2016-2018 年板块上半年融资规模情况.....	18
图 15: 2016-2018 年板块一季度及上半年少数股东权益比.....	19
图 16: 2016-2018 年板块一季度及上半年少数股东损益比.....	19
图 17: 绿地控股、万科上半年融资规模变化情况(亿元).....	19
图 18: 2016-2018 年板块一季度及上半年存货周转天数情况.....	24
图 19: 15 城第三季度经纪人市场预期指数.....	34
图 20: 70 大中城市土地成交情况.....	35
图 21: 部分热点城市住宅用地平均溢价率.....	35
表 1: 2018 年 H1 板块营收及净利情况.....	4
表 2: 2018 年 H1 毛利率情况.....	7
表 3: 2018H1 板块负债率情况.....	14
表 4: 2018H1 板块短期偿债能力保障倍数情况.....	16
表 5: 2018H1 板块融资规模情况.....	20
表 6: 2018H1“少数股东权益比”较“少数股东损益比”情况.....	22
表 7: 2018H1 板块存货周转天数情况.....	25
表 8: 2018H1 板块回款存货比情况.....	27
表 9: 部分房企销售增速变化情况.....	30
表 10: 部分房企拿地销售比情况.....	30
表 11: 2018 年上半年板块销售商品、提供劳务获得的现金情况.....	30
表 12: 近期有关棚改货币化的新闻报道.....	33
表 13: 2018 年 1-8 月 TOP30 房企销售统计.....	35

大中型房企盈利能力优秀，小型房企分化

2018 年上半年，A 股上市房地产公司实现营业收入合计 7642 亿元，较 2018 年一季度增长 155%，表明 2018 年二季度房企结算较一季度有所提速，同比增长 22%；归母净利润合计 849 亿元，较 2018 年一季度增长 154%，同比增长 41%。

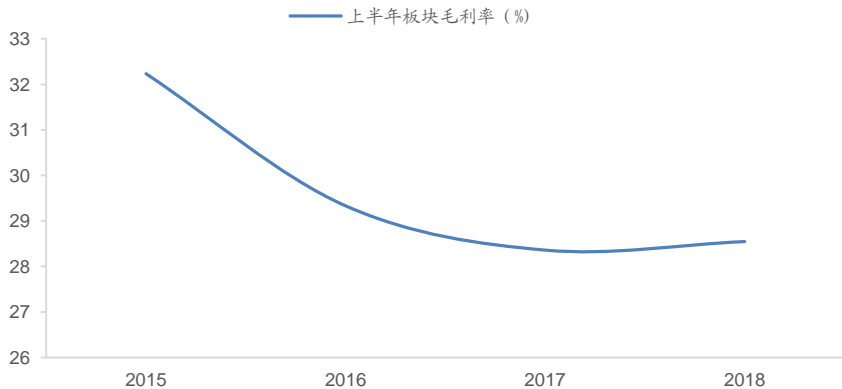
图 1：2016-2018 年板块上半年营收及归母净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年上半年平均毛利率为 28.46%，较 2018 年一季度小幅回落 1.45 个百分点，较 2017 年同期提升 0.2 个百分点，基本持平。

图 2：2015-2018 年板块上半年毛利率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

以下将 A 股上市房企划分为“营业收入大于 1000 亿元”、“营业收入位于 100-999 亿之间”、“营业收入小于 100 亿元”做进一步分析：

① A 股营业收入大于 1000 亿元房企——万科显著优于绿地：

2018 年上半年总营业收入大于 1000 亿元的 A 股上市房企为绿地控股及万科两家房企；

2018 年上半年，绿地控股营业收入达 1578.9 亿元，较 2018 年一季度增长 111%，同比增长 25%；归母净利润为 60.6 亿元，较 2018 年一季度增长 74%，同比增长 30%；

2018年上半年,万科A营业收入为1059.7亿元,较2018年一季度增长244%,同比增长52%;归母净利润为91.2亿元,较2018年一季度大幅增长920%,同比增长25%;

从毛利率来看,绿地控股、万科A上半年毛利率分别为14.5%、34.4%,均基本与一季度基本持平,分别较2017年上半年增长0.6、1.8个百分点;

②A股营业收入位于100-999亿元之间的房企——大多结算提速、毛利率提升:

2018年上半年,A股总营业收入位于100-999亿元之间的房企共13家,总营业收入合计为2687.2亿元,较2018年一季度增长169%,同比增长29%;归母净利润合计为361.7亿元,较2018年一季度增长146%,同比增长52%。统计的13家房企中,12家房企2018年上半年营业收入较一季度增长大于100%,11家房企2018年上半年归母净利润较一季度增长大于100%,表明二季度结算提速明显;统计的13家房企,2018年上半年营业收入及归母净利润较去年同期均有所提升;

与整体板块相比较,13家房企中,8家房企上半年营收较一季度增速超越板块整体水平,8家房企上半年营收同比增长超越板块整体水平;13家公司中,9家房企上半年归母净利润较一季度增速超越板块整体水平,且超越幅度明显,与去年同期相比,9家房企归母净利润增速强于板块整体水平;

从毛利率来看,2018年上半年毛利率中值为35.4%,13家房企中,7家房企2018年上半年毛利率较一季度有所提升,11家房企2018年上半年毛利率较去年同期提升,9家房企毛利率水平高于板块整体水平;

③A股营业收入小于100亿元的房企营收情况——分化,但增长仍是主基调:

2018年上半年,A股总营业收入小于100亿元的94家房企,总营业收入合计为2265.1亿元,较2018年一季度增长145%,同比增长6%;归母净利润合计为349.4亿元,较2018年一季度增长141%,同比增长31%。与板块整体水平相比,A股总营业收入小于100亿元的业绩增速的整体水平不如板块整体水平;

统计的94家房企中,65家房企2018年上半年营业收入较一季度增长大于100%,44家房企2018年上半年归母净利润较一季度增长大于100%。从毛利率来看,2018年上半年毛利率中值为32.7%,94家房企中,43家房企2018年上半年平均毛利率较一季度有所提升,67家房企上半年毛利率水平高于去年同期,72家房企的毛利率水平高于板块整体水平。

表 1: 2018 年 H1 板块营收及净利情况

证券代码	证券简称	2018H 营收较 Q1 增长	2018H 营收同比增长	2018H 归母净利润较 Q1 增长	2018H 归母净利润同比增长
600606.S H	绿地控股	111%	25%	74%	30%
000002.S Z	万科 A	244%	52%	920%	25%
600048.S H	保利地产	196%	9%	243%	15%
600340.S H	华夏幸福	269%	57%	203%	29%
001979.S Z	招商蛇口	129%	8%	23%	105%
002146.S Z	荣盛发展	178%	45%	274%	33%
600376.S H	首开股份	185%	57%	319%	337%
601155.S H	新城控股	204%	39%	604%	123%
000656.S Z	金科股份	192%	49%	290%	46%
000961.S Z	中南建设	35%	21%	144%	180%
000671.S Z	阳光城	254%	102%	359%	214%

600383.S H	金地集团	119%	19%	119%	108%
000069.S Z	华侨城 A	132%	7%	80%	16%
000732.S Z	泰禾集团	112%	42%	314%	22%
600823.S H	世茂股份	355%	20%	479%	3%
000537.S Z	广宇发展	124%	590%	79%	6134%
002244.S Z	滨江集团	186%	92%	69%	-37%
600325.S H	华发股份	494%	35%	131%	137%
600466.S H	蓝光发展	141%	24%	106%	119%
600675.S H	中华企业	580%	86%	1681%	119%
000402.S Z	金融街	93%	-34%	58%	-19%
600663.S H	陆家嘴	410%	18%	168%	59%
600708.S H	光明地产	115%	8%	62%	221%
000042.S Z	中洲控股	290%	82%	170%	375%
600208.S H	新湖中宝	87%	37%	85%	207%
000926.S Z	福星股份	105%	1%	153%	26%
601588.S H	北辰实业	217%	-30%	254%	2%
000981.S Z	银亿股份	116%	34%	58%	105%
000031.S Z	中粮地产	129%	9%	142%	302%
600094.S H	大名城	231%	138%	607%	-17%
000540.S Z	中天金融	9%	-56%	577%	233%
600649.S H	城投控股	79%	193%	78%	-22%
600648.S H	外高桥	77%	22%	43%	90%
600239.S H	云南城投	68%	8%	270%	-35%
600748.S H	上实发展	186%	60%	112%	22%
600177.S H	雅戈尔	113%	-34%	192%	-27%
000090.S Z	天健集团	246%	11%	276%	-41%
600266.S H	北京城建	119%	-14%	217%	37%
000736.S Z	中交地产	582%	791%	1837%	-531%
600665.S H	天地源	142%	74%	160%	114%
600067.S H	冠城大通	160%	-19%	-531%	-75%
000620.S Z	新华联	184%	34%	236%	-30%
600684.S H	珠江实业	271%	18%	59%	4%
600657.S H	信达地产	472%	-52%	-347%	2%
600515.S H	海航基础	119%	-48%	43%	-22%
000043.S Z	中航善达	82%	17%	86%	-190%
600240.S H	华业资本	599%	-7%	502%	16%
600565.S H	迪马股份	107%	10%	59%	65%
000979.S Z	中弘股份	115%	9%	321%	-4625%
600724.S H	宁波富达	195%	60%	288%	185%

600641.S H	万业企业	71%	28%	55%	-44%
600223.S H	鲁商置业	197%	0%	107%	16%
600246.S H	万通地产	474%	137%	3802%	526%
002133.S Z	广宇集团	34%	14%	28%	335%
600622.S H	光大嘉宝	83%	88%	110%	18%
600683.S H	京投发展	108%	-1%	45%	181%
600064.S H	南京高科	128%	35%	279%	37%
600736.S H	苏州高新	109%	22%	133%	26%
600393.S H	粤泰股份	100%	-52%	254%	-38%
600322.S H	天房发展	44%	-16%	87%	-20%
002314.S Z	南山控股	119%	-23%	-74%	-107%
000631.S Z	顺发恒业	127%	-47%	93%	149%
600007.S H	中国国贸	100%	24%	100%	37%
000718.S Z	苏宁环球	88%	-12%	55%	137%
600162.S H	香江控股	239%	-29%	377%	-79%
600173.S H	卧龙地产	36%	90%	52%	106%
000036.S Z	华联控股	210%	-51%	261%	-64%
600743.S H	华远地产	139%	-65%	-14283%	-80%
000517.S Z	荣安地产	1248%	-66%	-525%	-63%
600077.S H	宋都股份	138%	75%	511%	624%
600185.S H	格力地产	38%	-22%	41%	10%
000046.S Z	泛海控股	259%	-48%	-12%	48%
600658.S H	电子城	184%	293%	228%	387%
002208.S Z	合肥城建	350%	4%	5926%	442%
000965.S Z	天保基建	13%	99%	2%	37%
000006.S Z	深振业 A	118%	-44%	45%	67%
002147.S Z	新光圆成	243%	9%	-321%	310%
000797.S Z	中国武夷	81%	10%	106%	47%
002016.S Z	世荣兆业	10%	425%	9%	-4005%
000909.S Z	数源科技	229%	14%	247%	2%
000615.S Z	京汉股份	265%	51%	-107%	-111%
600639.S H	浦东金桥	108%	9%	94%	8%
600225.S H	天津松江	1008%	50%	17%	-142%
000011.S Z	深物业 A	52%	-37%	55%	-77%
600638.S H	新黄浦	82%	-39%	289%	-82%
600716.S H	凤凰股份	121%	66%	-74%	-83%
600533.S H	栖霞建设	320%	-43%	-642%	0%
000918.S Z	嘉凯城	75%	54%	166%	-66%
600848.S H	上海临港	129%	-29%	134%	-18%

002305.S Z	南国置业	109%	-17%	66%	45%
600773.S H	西藏城投	85%	1%	132%	27%
000679.S Z	大连友谊	86%	-52%	-1245%	-846%
600463.S H	空港股份	115%	-52%	-139%	-104%
000838.S Z	财信发展	68%	26%	21%	11%
600895.S H	张江高科	104%	-11%	43%	16%
600568.S H	中珠医疗	75%	20%	-9%	-67%
000558.S Z	莱茵体育	647%	-56%	90%	38%
600791.S H	京能置业	35%	143%	154%	138%
000667.S Z	美好置业	126%	-77%	-266%	-25%
600692.S H	亚通股份	110%	-45%	192%	7%
600604.S H	市北高新	120%	-36%	2227%	-27%
000514.S Z	渝开发	87%	-53%	245%	-65%
600503.S H	华丽家族	49%	-70%	18%	-82%
000506.S Z	中润资源	105%	-26%	-43%	-81%
000608.S Z	阳光股份	132%	-57%	-301%	-175%
600159.S H	大龙地产	1584%	-16%	-7%	14%
000573.S Z	粤宏远 A	104%	-59%	154%	-144%
600215.S H	长春经开	529%	26%	-3514%	500%
000014.S Z	沙河股份	80%	-60%	-2%	-22%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 公司按照营收规模排序)

表 2: 2018 年 H1 毛利率情况

序号	证券代码	证券简称	2018H 毛利率 (%)	较 2018Q1 增长 (百分点)	较 2017H 增长 (百分点)
1.	600606.SH	绿地控股	14.9	0.3	0.6
2.	000002.SZ	万科 A	34.4	0.3	1.8
3.	600048.SH	保利地产	35.4	-4.4	4.6
4.	600340.SH	华夏幸福	45.7	-14.3	-11.9
5.	001979.SZ	招商蛇口	42.7	-6.7	17
6.	002146.SZ	荣盛发展	32.3	-2.3	2.7
7.	600376.SH	首开股份	21.6	1.8	-5.7
8.	601155.SH	新城控股	38.4	1.9	2.1
9.	000656.SZ	金科股份	22.5	2.2	5.5
10.	000961.SZ	中南建设	22.2	2.4	5.6
11.	000671.SZ	阳光城	27.8	2.8	4.1
12.	600383.SH	金地集团	37.8	3.6	6.9
13.	000069.SZ	华侨城 A	56.7	-6.9	8.2
14.	000732.SZ	泰禾集团	33.1	5.9	5.7
15.	600823.SH	世茂股份	40.6	-3.3	0.1
16.	000537.SZ	广宇发展	31.7	-3.3	10.8
17.	002244.SZ	滨江集团	27.7	-2.5	-14.9
18.	600325.SH	华发股份	25.3	-1.8	-6.6
19.	600466.SH	蓝光发展	32.3	0.1	4.7
20.	600675.SH	中华企业	32.9	16.1	10.9
21.	000402.SZ	金融街	45.5	1	13.5
22.	600663.SH	陆家嘴	49.3	-5.5	0.6
23.	600708.SH	光明地产	38.4	-7.6	20.5
24.	000042.SZ	中洲控股	44.7	-7.3	19.5
25.	600208.SH	新潮中宝	28.8	-6.3	15.1

26.	000926.SZ	福星股份	33.9	-7.3	6.3
27.	601588.SH	北辰实业	39.3	0.3	10.4
28.	000981.SZ	银亿股份	30.6	4.7	6.3
29.	000031.SZ	中粮地产	46.1	-2	12.2
30.	600094.SH	大名城	32.7	-5.9	-2.2
31.	000540.SZ	中天金融	35.9	0.6	-3.3
32.	600649.SH	城投控股	27.4	-7.3	-6.7
33.	600648.SH	外高桥	31.4	-6.4	11.2
34.	600239.SH	云南城投	43.5	0	17.9
35.	600748.SH	上实发展	31.2	-5.8	-7.7
36.	600177.SH	雅戈尔	58.7	-1	10.3
37.	000090.SZ	天健集团	19.8	-5.7	-15.3
38.	600266.SH	北京城建	34.9	-2.8	7.9
39.	000736.SZ	中交地产	37.6	-2.1	19.1
40.	600665.SH	天地源	17.8	-0.9	-1.4
41.	600067.SH	冠城大通	26.5	13.4	-9.8
42.	000620.SZ	新华联	30.4	4.8	4
43.	600684.SH	珠江实业	28.8	-28.4	-6.7
44.	600657.SH	信达地产	42.1	7.9	20.8
45.	600515.SH	海航基础	32	-0.4	-12.5
46.	000043.SZ	中航善达	22.7	0.9	2
47.	600240.SH	华业资本	56.2	16.2	0.7
48.	600565.SH	迪马股份	37.4	4.2	17.4
49.	000979.SZ	中弘股份	20.9	-0.1	-1.4
50.	600724.SH	宁波富达	28.9	0.3	-1.8
51.	600641.SH	万业企业	57.7	-7.4	-4.2
52.	600223.SH	鲁商置业	18	-2.2	3.1
53.	600246.SH	万通地产	29.5	-11.4	-16.5
54.	002133.SZ	广宇集团	45.9	-0.2	31.8
55.	600622.SH	光大嘉宝	51.7	-5.1	1.9
56.	600683.SH	京投发展	28.8	-7.2	2
57.	600064.SH	南京高科	49.7	2.4	7.1
58.	600736.SH	苏州高新	31.8	-0.4	11.9
59.	600393.SH	粤泰股份	38.1	-0.5	-9.2
60.	600322.SH	天房发展	27.1	5.1	2.2
61.	002314.SZ	南山控股	42.6	2.8	-6.9
62.	000631.SZ	顺发恒业	49.3	-8.8	31.1
63.	600007.SH	中国国贸	53.1	1	-0.8
64.	000718.SZ	苏宁环球	56.8	-6.5	29.2
65.	600162.SH	香江控股	47.5	-1.9	-1.8
66.	600173.SH	卧龙地产	33.5	4.1	-7
67.	000036.SZ	华联控股	72.1	0.2	2.9
68.	600743.SH	华远地产	26.2	-2.5	4
69.	000517.SZ	荣安地产	36.2	-0.6	12.7
70.	600077.SH	宋都股份	45.1	5.1	26.2
71.	600185.SH	格力地产	45.6	-0.4	10
72.	000046.SZ	泛海控股	53.5	11.3	14.6
73.	600658.SH	电子城	71.4	8.7	23.4
74.	002208.SZ	合肥城建	41.6	3.5	17.9
75.	000965.SZ	天保基建	56.5	-1.1	1.9
76.	000006.SZ	深振业 A	39	16	10.8
77.	002147.SZ	新光圆成	30.7	7.1	-9.4
78.	000797.SZ	中国武夷	22.8	-12.6	-6.8
79.	002016.SZ	世荣兆业	65.6	4	21.5
80.	000909.SZ	数源科技	13.8	4.5	-0.6
81.	000615.SZ	京汉股份	25.9	5.1	6.9
82.	600639.SH	浦东金桥	67.9	-8.1	-1.4
83.	600225.SH	天津松江	32.8	-8.3	15.8
84.	000011.SZ	深物业 A	16.5	2	-45.7
85.	600638.SH	新黄浦	29	3.7	15.3
86.	600716.SH	凤凰股份	11.6	5.1	-5.3
87.	600533.SH	栖霞建设	34.2	3.7	24.1

88.	000918.SZ	嘉凯城	1.1	-7.7	-4
89.	600848.SH	上海临港	58	3.6	5.7
90.	002305.SZ	南国置业	21.2	-5.7	1.6
91.	600773.SH	西藏城投	39.4	2.9	18.6
92.	000679.SZ	大连友谊	17.6	-1.8	-1
93.	600463.SH	空港股份	11.1	-6	-7.9
94.	000838.SZ	财信发展	24.9	1.6	4.5
95.	600895.SH	张江高科	46.9	1.6	-5.3
96.	600568.SH	中珠医疗	51.1	-2.5	5.1
97.	000558.SZ	莱茵体育	28.1	-23.5	21.8
98.	600791.SH	京能置业	16.4	6.1	-22.5
99.	000667.SZ	美好置业	16.7	5.9	-23.7
100.	600692.SH	亚通股份	22.7	1.5	7.8
101.	600604.SH	市北高新	41.2	-4.4	3.9
102.	000514.SZ	渝开发	23.9	0.5	1.8
103.	600503.SH	华丽家族	38.4	4	21.7
104.	000506.SZ	中润资源	11.3	-6.5	0
105.	000608.SZ	阳光股份	82.7	-3	40.1
106.	600159.SH	大龙地产	15	1.8	-6.7
107.	000573.SZ	粤宏远 A	19.1	-1	-3.1
108.	600215.SH	长春经开	21.7	-9	-1.3
109.	000014.SZ	沙河股份	26.7	1.8	11.9

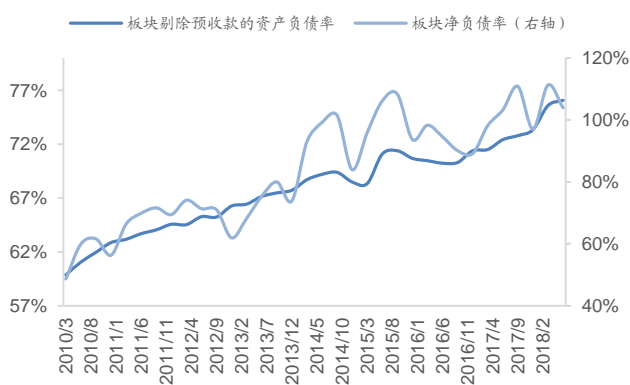
资料来源:Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 公司按照营收规模排序)

短期偿债能力处于低位, 但龙头进一步改善

2018 年上半年, A 股上市房地产公司有息负债合计 31156 亿元, 较 2018 年一季度增长 3%, 同比增长 22%; 货币资金合计 11101 亿元, 较 2018 年一季度增长 18%, 同比增长 20%; 板块整体剔除预收款的资产负债率为 73.0%, 较 2018 年一季度基本持平, 较去年同期提升 1.2 个百分点; 板块整体净负债率为 104%, 较 2018 年一季度下降 6 个百分点, 较去年同期提升 1.7 个百分点, 债务结构较一季度有所优化, 但整体负债水平仍处于历史高位。

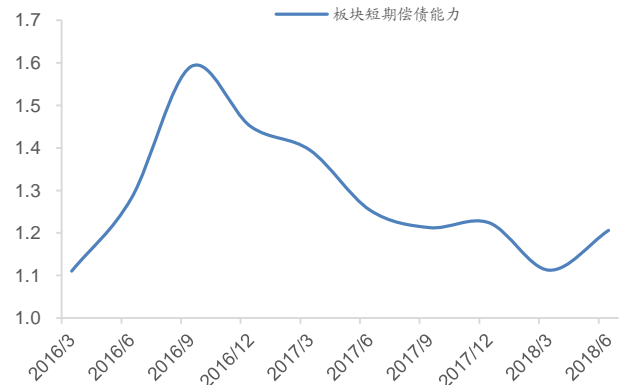
截至 2018 年上半年末, 板块整体短期偿债能力保障倍数为 1.21, 较一季度提升 0.09, 较去年同期下降 0.05, 处于历史较低水平。

图 3: 板块负债率仍处于高位



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 板块整体短期偿债能力保障倍数



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

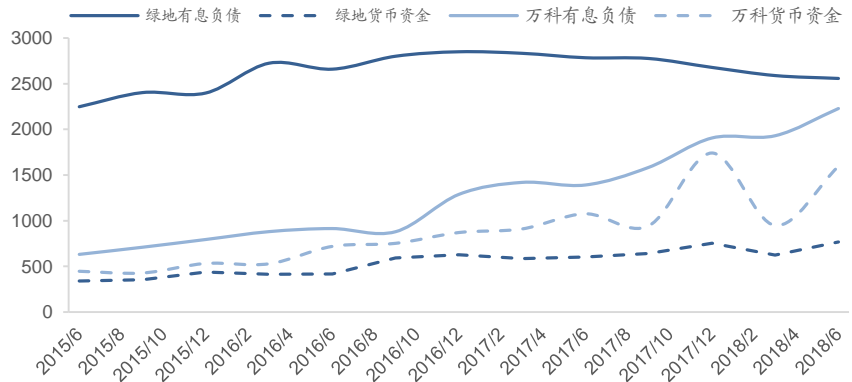
以下将 A 股上市房企划分为“营业收入大于 1000 亿元”、“营业收入位于 100-999 亿元之间”、“营业收入小于 100 亿元”进行分析:

① A 股营业收入大于 1000 亿元房企——万科更优:

截至 2018 年上半年, 总营业收入大于 1000 亿元的 A 股上市房企中, 其中绿地控股及万科上半年末货币资金较一季度末均有所提升, 分别提升 23%、68%,

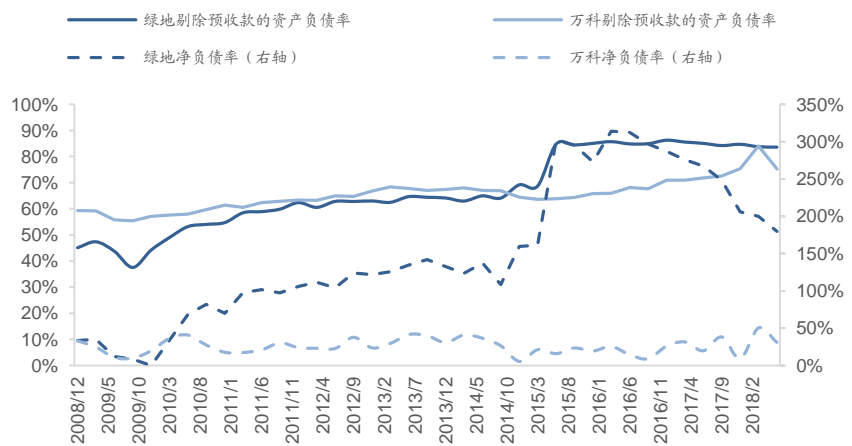
同比增长分别为 27%、48%；绿地控股上半年末有息负债与一季度末基本持平，同比下降 8%；万科上半年末有息负债较一季度末上升 15%，同比上升 60%。

图 5: 绿地控股、万科有息负债及货币资金情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

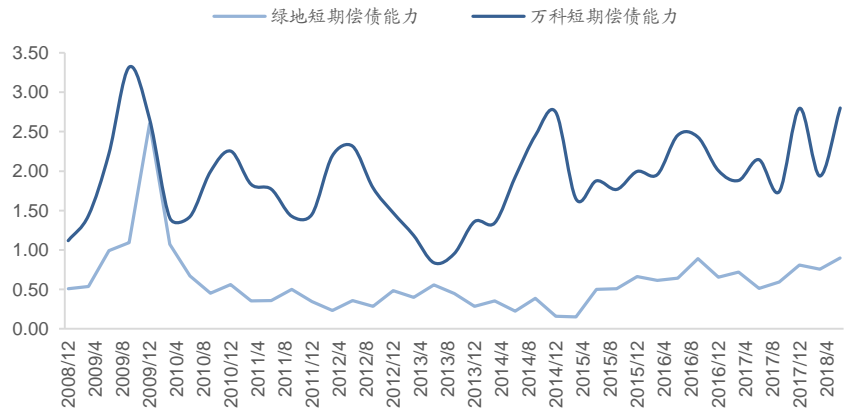
图 6: 绿地控股、万科负债率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2018 年上半年，营业收入大于 1000 亿元的 A 股上市房企中，绿地控股短期偿债能力保障倍数为 0.90，弱于板块整体水平，较一季度提升 0.14，较 2017 年同期提升 0.38；万科短期偿债能力保障倍数为 2.8，较一季度提升 0.86，较去年同期提升 0.65。

图 7: 绿地控股、万科短期偿债能力保障倍数

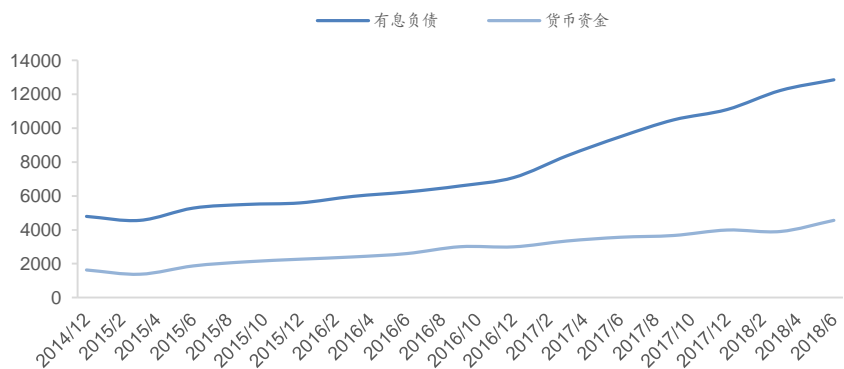


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

②A 股营业收入位于 100-999 亿元之间的房企——分化明显:

截至 2018 年上半年末, 总营业收入位于 100 - 999 亿元之间的 A 股上市房企货币资金合计 4562 亿元, 较 2018 年一季度末增长 17%, 同比增加 28 个百分点, 货币资金增长明显; 有息负债合计 12858 亿元, 较 2018 年一季度末增长 5%, 同比增长 35%。统计的 13 家房企中, 9 家房企上半年末货币资金较一季度末增加; 7 家房企上半年末有息负债较一季度末增加;

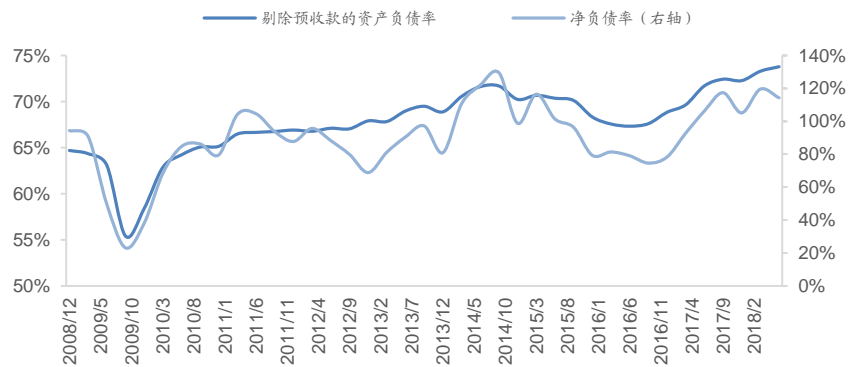
图 8: A 股营业收入位于 100 - 999 亿元之间的房企货币资金及有息负债 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2018 年上半年末, 总营业收入位于 100-999 亿元之间的 A 股上市房企整体剔除预收账款资产负债率为 74%, 与 2018 年一季度末基本持平, 较 2017 年同期提升 2 个百分点; 净负债率为 114%, 较 2018 年一季度末下降 5.28 个百分点, 较 2017 年同期提升 8 个百分点。总统计的 13 家房企中, 有 6 家房企上半年末的剔除预收款的资产负债率及净利率较一季度末均有所下降;

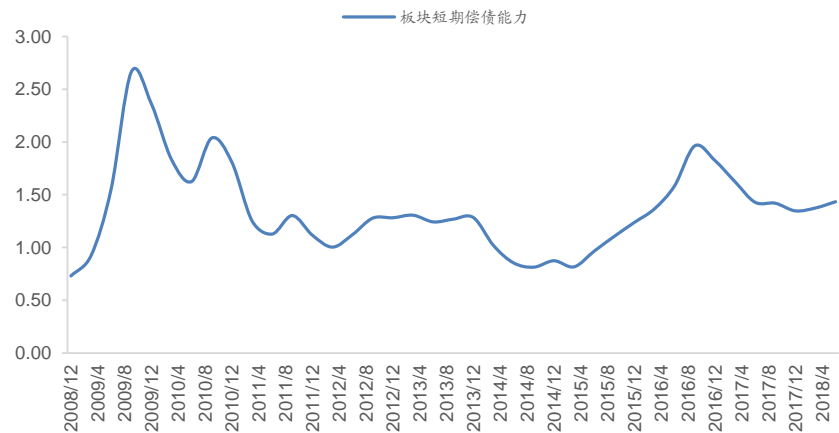
图 9: A 股营业收入位于 100 - 999 亿元之间的房企负债率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

A 股营业收入位于 100-999 亿元之间的房企上半年短期偿债能力保障倍数为 1.43, 强于板块, 较一季度提升 0.06, 较 2017 年同期基本持平。统计的 13 家房企中, 10 家房企短期偿债能力强于板块整体水平;

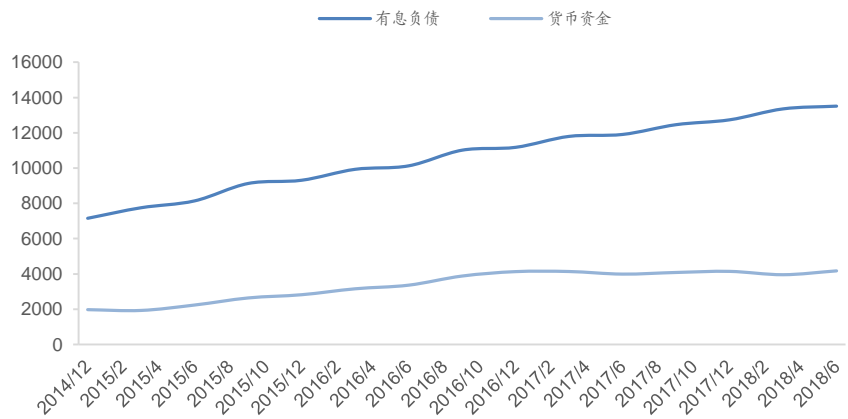
图 10: A 股营业收入位于 100-999 亿元之间的房企短期偿债能力保障倍数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

③A股营业收入小于100亿元房企 —— 负债率及偿债能力均逊于板块整体水平: 截至 2018 年上半年末, 总营业收入小于 100 亿元的 A 股上市房企货币资金合计 4175 亿元, 较 2018 年一季度末增长 5%, 较 2017 年同期增长 5%; 有息负债合计 13511 亿元, 较 2018 年一季度末增长 1%, 较 2017 年同期增长 13%。在统计的 94 家房企中, 58 家房企上半年末货币资金较一季度末增加; 56 家房企上半年末有息负债较一季度末增加;

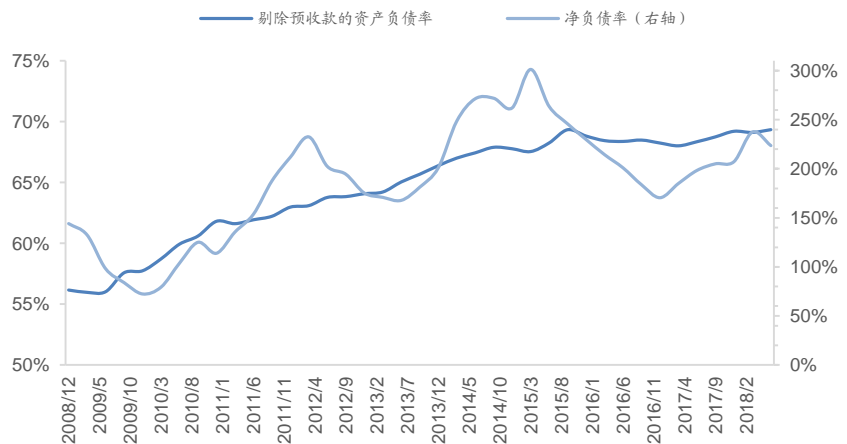
图 11: A 股营业收入小于 100 亿元房企有息负债及货币资金 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2018 年上半年末, 总营业收入小于 100 亿元的 A 股上市房企整体剔除预收账款资产负债率为 69.8%, 与 2018 年一季度末基本持平, 较去年同期提升 1 个百分点; 净负债率为 224%, 较 2018 年一季度末下降 14 个百分点, 较去年同期提升 25 个百分点。统计的 94 家房企中, 有 23 家房企上半年末的剔除预收款的资产负债率及净利率较一季度末均有所下降;

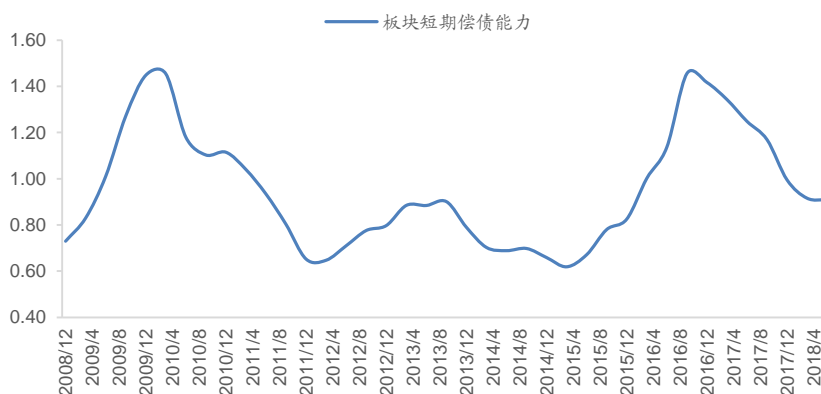
图 12: A 股营业收入小于 100 亿元房企负债率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

A 股营业收入小于 100 亿元之间的房企上半年短期偿债能力保障倍数为 0.91, 偿债能力远弱于板块整体情况, 与一季度基本持平, 较 2017 年同期降低 1.26。统计的 94 家房企中, 55 家房企短期偿债能力保障倍数优于行业整体。

图 13: A 股营业收入小于 100 亿元的房企短期偿债能力保障倍数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 3: 2018H1 板块负债率情况

序号	证券代码	证券简称	2018H 剔除预收账款资产负债率	2018Q1 剔除预收账款资产负债率	增长(百分点)	2018H 净负债率	2018Q1 净负债率	增长(百分点)
1.	600606.SH	绿地控股	83.60%	83.80%	-0.15	180%	200%	-20.09
2.	000002.SZ	万科 A	75.20%	76.10%	-0.85	31%	50%	-19.56
3.	600048.SH	保利地产	67.80%	67.50%	0.29	93%	102%	-8.24
4.	600340.SH	华夏幸福	71.60%	69.90%	1.69	96%	79%	16.96
5.	001979.SZ	招商蛇口	71.80%	65.40%	6.46	73%	66%	6.43
6.	002146.SZ	荣盛发展	75.10%	75.80%	-0.78	130%	138%	-8.5
7.	600376.SH	首开股份	75.90%	76.60%	-0.71	176%	174%	2.8
8.	601155.SH	新城控股	82.80%	80.00%	2.82	100%	99%	1.59
9.	000656.SZ	金科股份	76.90%	79.30%	-2.37	159%	235%	-75.53
10.	000961.SZ	中南建设	80.20%	84.40%	-4.14	193%	247%	-54.11
11.	000671.SZ	阳光城	81.10%	83.00%	-1.92	232%	276%	-43.35
12.	600383.SH	金地集团	67.30%	64.10%	3.22	70%	61%	8.82
13.	000069.SZ	华侨城 A	68.40%	67.10%	1.34	71%	67%	3.34
14.	000732.SZ	泰禾集团	83.90%	87.00%	-3.19	371%	476%	-104.67
15.	600823.SH	世茂股份	52.00%	61.10%	-9.13	13%	26%	-12.47
16.	000537.SZ	广宇发展	72.30%	73.30%	-0.97	105%	135%	-30.04
17.	002244.SZ	滨江集团	66.80%	59.90%	6.88	61%	44%	17.16
18.	600325.SH	华发股份	80.80%	80.70%	0.08	301%	304%	-2.78
19.	600466.SH	蓝光发展	72.50%	68.80%	3.69	115%	109%	6.09
20.	600675.SH	中华企业	70.90%	74.40%	-3.53	23%	-25%	47.48
21.	000402.SZ	金融街	73.40%	72.50%	0.86	188%	176%	11.28
22.	600663.SH	陆家嘴	72.20%	72.20%	0.05	111%	122%	-10.95
23.	600708.SH	光明地产	77.30%	77.20%	0.07	161%	162%	-1.45
24.	000042.SZ	中洲控股	77.60%	78.40%	-0.81	93%	163%	-69.92
25.	600208.SH	新湖中宝	71.50%	70.70%	0.8	172%	159%	12.92
26.	000926.SZ	福星股份	72.40%	71.80%	0.6	148%	140%	7.3
27.	601588.SH	北辰实业	75.90%	75.10%	0.72	135%	160%	-24.33
28.	000981.SZ	银亿股份	56.10%	51.00%	5.15	75%	50%	24.87
29.	000031.SZ	中粮地产	80.10%	80.10%	0.07	183%	182%	1.73
30.	600094.SH	大名城	74.10%	74.20%	-0.08	160%	162%	-2.16
31.	000540.SZ	中天金融	70.60%	80.30%	-9.77	82%	176%	-93.54
32.	600649.SH	城投控股	36.40%	37.50%	-1.17	11%	9%	2.25
33.	600648.SH	外高桥	67.60%	65.30%	2.29	100%	104%	-4.7
34.	600239.SH	云南城投	88.60%	88.30%	0.23	463%	447%	16.09
35.	600748.SH	上实发展	61.40%	62.60%	-1.18	71%	58%	12.95
36.	600177.SH	雅戈尔	59.40%	59.10%	0.29	99%	94%	4.77
37.	000090.SZ	天健集团	72.20%	72.80%	-0.6	146%	105%	40.72
38.	600266.SH	北京城建	72.70%	73.10%	-0.46	122%	132%	-9.92
39.	000736.SZ	中交地产	83.10%	83.90%	-0.84	118%	162%	-44.16

40.	600665.SH	天地源	82.70%	81.20%	1.57	228%	241%	-12.83
41.	600067.SH	冠城大通	57.60%	54.00%	3.66	53%	40%	12.41
42.	000620.SZ	新华联	79.60%	80.40%	-0.82	215%	228%	-12.59
43.	600684.SH	珠江实业	75.70%	72.20%	3.5	162%	137%	24.41
44.	600657.SH	信达地产	81.60%	83.00%	-1.38	217%	252%	-35.65
45.	600515.SH	海航基础	51.40%	51.70%	-0.24	10%	17%	-7.35
46.	000043.SZ	中航善达	72.90%	72.60%	0.37	96%	95%	0.65
47.	600240.SH	华业资本	57.60%	60.50%	-2.98	87%	96%	-9.56
48.	600565.SH	迪马股份	75.60%	74.40%	1.22	68%	96%	-27.86
49.	000979.SZ	中弘股份	82.50%	81.00%	1.51	358%	327%	30.61
50.	600724.SH	宁波富达	76.40%	77.80%	-1.4	132%	131%	0.64
51.	600641.SH	万业企业	9.20%	14.20%	-5.04	-74%	-82%	8.56
52.	600223.SH	鲁商置业	91.80%	91.50%	0.24	219%	282%	-63.21
53.	600246.SH	万通地产	40.70%	42.20%	-1.47	2%	10%	-7.44
54.	002133.SZ	广宇集团	48.50%	45.30%	3.27	5%	8%	-2.68
55.	600622.SH	光大嘉宝	55.60%	53.60%	2	22%	30%	-7.98
56.	600683.SH	京投发展	84.20%	82.50%	1.73	448%	387%	60.84
57.	600064.SH	南京高科	51.20%	48.20%	2.98	26%	23%	3.46
58.	600736.SH	苏州高新	50.90%	51.90%	-0.99	48%	49%	-0.9
59.	600393.SH	粤泰股份	65.60%	64.90%	0.72	118%	132%	-14.02
60.	600322.SH	天房发展	78.10%	80.10%	-1.94	295%	306%	-10.79
61.	002314.SZ	南山控股	51.50%	50.60%	0.91	32%	39%	-6.93
62.	000631.SZ	顺发恒业	47.80%	45.90%	1.95	-100%	-89%	-11.15
63.	600007.SH	中国国贸	40.70%	40.50%	0.23	40%	41%	-0.97
64.	000718.SZ	苏宁环球	37.30%	37.80%	-0.54	-6%	-3%	-2.98
65.	600162.SH	香江控股	70.40%	67.90%	2.56	46%	-10%	56.34
66.	600173.SH	卧龙地产	43.90%	44.60%	-0.68	-50%	-54%	4.77
67.	000036.SZ	华联控股	45.50%	44.10%	1.49	-17%	-16%	-1.02
68.	600743.SH	华远地产	77.10%	74.60%	2.42	194%	148%	46.22
69.	000517.SZ	荣安地产	65.70%	55.80%	9.95	60%	50%	10.09
70.	600077.SH	宋都股份	65.00%	64.20%	0.72	41%	71%	-29.47
71.	600185.SH	格力地产	74.10%	70.90%	3.25	177%	161%	16.24
72.	000046.SZ	泛海控股	85.30%	85.50%	-0.26	339%	346%	-6.3
73.	600658.SH	电子城	48.40%	40.20%	8.22	-8%	-65%	56.24
74.	002208.SZ	合肥城建	72.50%	73.50%	-0.96	83%	133%	-50.56
75.	000965.SZ	天保基建	37.60%	38.80%	-1.21	-2%	-27%	25.14
76.	000006.SZ	深振业 A	46.80%	40.40%	6.44	16%	16%	0.29
77.	002147.SZ	新光圆成	44.80%	46.20%	-1.45	51%	43%	8.18
78.	000797.SZ	中国武夷	56.40%	56.60%	-0.15	49%	43%	6.02
79.	002016.SZ	世荣兆业	54.30%	46.80%	7.53	-4%	-23%	18.66
80.	000909.SZ	数源科技	61.10%	62.40%	-1.28	43%	32%	11.09
81.	000615.SZ	京汉股份	62.10%	65.10%	-2.99	15%	23%	-8.15
82.	600639.SH	浦东金桥	53.30%	51.70%	1.55	48%	45%	3.06
83.	600225.SH	天津松江	86.90%	86.80%	0.16	421%	440%	-18.76
84.	000011.SZ	深物业 A	35.90%	38.20%	-2.37	-76%	-82%	6.45
85.	600638.SH	新黄浦	53.80%	52.70%	1.12	21%	28%	-7.26
86.	600716.SH	凤凰股份	48.40%	54.20%	-5.84	22%	35%	-13.05
87.	600533.SH	栖霞建设	74.10%	74.50%	-0.4	195%	190%	5.17
88.	000918.SZ	嘉凯城	78.50%	78.10%	0.39	201%	167%	33.85
89.	600848.SH	上海临港	47.20%	41.00%	6.22	24%	18%	6.54
90.	002305.SZ	南国置业	72.50%	72.70%	-0.19	159%	172%	-13.59
91.	600773.SH	西藏城投	69.90%	70.00%	-0.15	128%	119%	8.67
92.	000679.SZ	大连友谊	75.50%	74.30%	1.16	110%	103%	7.53
93.	600463.SH	空港股份	46.10%	44.00%	2.08	36%	29%	6.91
94.	000838.SZ	财信发展	70.10%	71.50%	-1.39	135%	128%	6.87
95.	600895.SH	张江高科	53.80%	53.30%	0.49	62%	63%	-1.27
96.	600568.SH	中珠医疗	13.10%	14.30%	-1.18	-16%	-18%	1.72
97.	000558.SZ	莱茵体育	45.30%	43.90%	1.44	14%	50%	-36.1
98.	600791.SH	京能置业	47.20%	42.30%	4.92	39%	40%	-1.32
99.	000667.SZ	美好置业	51.50%	56.70%	-5.2	1%	31%	-30.14
100.	600692.SH	亚通股份	49.60%	49.80%	-0.23	39%	21%	17.19
101.	600604.SH	市北高新	49.10%	48.60%	0.59	53%	50%	3.78

102.	000514.SZ	渝开发	43.10%	43.60%	-0.5	5%	9%	-4.22
103.	600503.SH	华丽家族	31.80%	34.40%	-2.68	19%	22%	-3.35
104.	000506.SZ	中润资源	54.10%	56.70%	-2.58	36%	39%	-3.51
105.	000608.SZ	阳光股份	45.00%	46.90%	-1.89	44%	41%	3.48
106.	600159.SH	大龙地产	31.30%	30.10%	1.13	-9%	-13%	4.58
107.	000573.SZ	粤宏远 A	44.10%	43.60%	0.52	8%	11%	-3.47
108.	600215.SH	长春经开	10.10%	9.90%	0.19	-18%	-4%	-14.27
109.	000014.SZ	沙河股份	26.60%	26.70%	-0.16	-20%	-13%	-6.34

资料来源:Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理(注:公司按照营收规模排序)

表 4: 2018H1 板块短期偿债能力保障倍数情况

证券代码	证券简称	2018H 短期偿债能力保障倍数	较 2018Q1 增加	较 2017H 增加	
1.	600606.SH	绿地控股	0.9	0.14	0.38
2.	000002.SZ	万科 A	2.8	0.86	0.65
3.	600048.SH	保利地产	2.95	0.25	-0.71
4.	600340.SH	华夏幸福	1.7	-0.29	-1.19
5.	001979.SZ	招商蛇口	1.75	0.4	0.14
6.	002146.SZ	荣盛发展	0.79	-0.13	-0.08
7.	600376.SH	首开股份	1.11	-1.12	0.17
8.	601155.SH	新城控股	1.73	0.1	0.32
9.	000656.SZ	金科股份	1.33	0.41	-0.27
10.	000961.SZ	中南建设	1.31	0.3	0
11.	000671.SZ	阳光城	0.75	-0.01	-0.25
12.	600383.SH	金地集团	2.24	0.43	0.46
13.	000069.SZ	华侨城 A	3.38	0.09	2.77
14.	000732.SZ	泰禾集团	0.39	-0.09	-0.14
15.	600823.SH	世茂股份	2.61	-0.15	-1.63
16.	000537.SZ	广宇发展	1.6	0.52	1.11
17.	002244.SZ	滨江集团	3.41	-0.66	-8.75
18.	600325.SH	华发股份	0.42	-0.06	-0.4
19.	600466.SH	蓝光发展	1.74	0.48	0.08
20.	600675.SH	中华企业	2.41	0.76	-4.78
21.	000402.SZ	金融街	1.22	-0.46	-1.28
22.	600663.SH	陆家嘴	0.56	0.21	0.17
23.	600708.SH	光明地产	0.7	0.07	0.03
24.	000042.SZ	中洲控股	1.19	0.22	-1.47
25.	600208.SH	新湖中宝	1.15	-0.08	-0.54
26.	000926.SZ	福星股份	0.69	-0.02	-1.21
27.	601588.SH	北辰实业	1.81	0.21	0.03
28.	000981.SZ	银亿股份	0.26	-0.28	-1.3
29.	000031.SZ	中粮地产	0.78	0.06	-0.2
30.	600094.SH	大名城	0.25	-0.04	-0.24
31.	000540.SZ	中天金融	2.12	1.39	0.79
32.	600649.SH	城投控股	1.44	-1.13	-1.18
33.	600648.SH	外高桥	0.44	0.09	-0.03
34.	600239.SH	云南城投	0.42	0.08	0.01
35.	600748.SH	上实发展	1.47	-0.3	-1.01
36.	000505.SZ	京粮控股	0.5	-0.13	-
37.	000090.SZ	天健集团	0.45	-0.49	-0.68
38.	600266.SH	北京城建	1.53	-0.39	0.05
39.	000736.SZ	中交地产	1.49	-0.45	-1.39
40.	600665.SH	天地源	1.3	0.37	-0.32
41.	600067.SH	冠城大通	1.75	-0.45	0.51
42.	000620.SZ	新华联	0.98	-0.2	-0.08
43.	600684.SH	珠江实业	7.6	6.17	0.68
44.	600657.SH	信达地产	1.25	-0.29	-0.32
45.	600515.SH	海航基础	1.63	0.32	-0.1
46.	000043.SZ	中航地产	0.91	0	-0.06
47.	600240.SH	华业资本	0.27	-0.29	-1.01
48.	600565.SH	迪马股份	1.26	0	0.44

49.	000979.SZ	中弘股份	0.09	0.02	-0.63
50.	600724.SH	宁波富达	0.98	-0.83	0.16
51.	600641.SH	万业企业	-	-	-
52.	600223.SH	鲁商置业	1.02	0.63	0.27
53.	600246.SH	万通地产	1.81	0.72	-74.67
54.	002133.SZ	广宇集团	20.7	10.58	6.98
55.	600622.SH	光大嘉宝	6.53	1.69	-
56.	600683.SH	京投发展	0.19	-0.05	-0.09
57.	600064.SH	南京高科	0.3	0.15	-0.05
58.	600736.SH	苏州高新	1.47	0.64	0.98
59.	600393.SH	粤泰股份	0.1	0.05	-0.11
60.	600322.SH	天房发展	0.14	-0.13	-0.67
61.	000631.SZ	顺发恒业	177.69	6.6	84.71
62.	600007.SH	中国国贸	1.34	0.28	0.05
63.	000718.SZ	苏宁环球	1.64	0.17	0.15
64.	600162.SH	香江控股	1.96	-1.07	-0.62
65.	000036.SZ	华联控股	-	-	-
66.	600743.SH	华远地产	0.33	-1.1	-1.66
67.	000517.SZ	荣安地产	1.66	-1.07	-3.66
68.	600077.SH	宋都股份	1.41	0.02	0.56
69.	600185.SH	格力地产	0.97	0.31	-0.17
70.	000046.SZ	泛海控股	0.32	-0.06	-0.63
71.	600658.SH	电子城	9746	-1437	7420
72.	002208.SZ	合肥城建	0.81	0.27	-0.79
73.	000965.SZ	天保基建	-	-	-
74.	000006.SZ	深振业 A	1.56	0.18	0.04
75.	000797.SZ	中国武夷	1.31	0.08	-0.36
76.	002016.SZ	世荣兆业	28.54	-	10.12
77.	000909.SZ	数源科技	0.38	-0.92	-0.88
78.	000615.SZ	京汉股份	2.61	0.65	-0.59
79.	600639.SH	浦东金桥	0.6	0.06	-0.12
80.	600225.SH	天津松江	0.18	-0.03	-0.35
81.	000011.SZ	深物业 A	-	-	-
82.	600638.SH	新黄浦	46.87	6.98	32.9
83.	600716.SH	凤凰股份	-	-	-
84.	600533.SH	栖霞建设	0.66	0.18	-1.03
85.	600807.SH	*ST 天业	0.07	-0.02	-0.49
86.	000918.SZ	嘉凯城	0.2	-0.13	0.06
87.	600848.SH	上海临港	2.42	0.79	-0.72
88.	002305.SZ	南国置业	1.1	0.34	-0.37
89.	002077.SZ	大港股份	0.32	-0.03	0.01
90.	600773.SH	西藏城投	3.31	-0.2	1.23
91.	600463.SH	空港股份	0.36	-0.06	-0.2
92.	000838.SZ	财信发展	0.37	-0.43	-0.42
93.	603506.SH	南都物业	-	-	-
94.	600895.SH	张江高科	0.58	0.07	-0.29
95.	600568.SH	中珠医疗	5.74	-0.99	-16.54
96.	000558.SZ	莱茵体育	1.69	1.32	-0.04
97.	600791.SH	京能置业	-	-	-
98.	000667.SZ	美好置业	3.88	2.8	0.76
99.	600604.SH	市北高新	1.75	-0.46	1.15
100.	000514.SZ	渝开发	21.16	2.72	11.52
101.	600503.SH	华丽家族	178.15	-	-
102.	000506.SZ	中润资源	0.12	-0.13	-0.09
103.	000803.SZ	*ST 金宇	0.06	-0.06	0.04
104.	000567.SZ	海德股份	0.63	-2.27	0.07
105.	000608.SZ	阳光股份	1.59	-3.29	-0.06
106.	600159.SH	大龙地产	-	-	-
107.	000573.SZ	粤宏远 A	2.52	0.03	0.37
108.	600215.SH	长春经开	-	-	-
109.	000014.SZ	沙河股份	10.38	1.76	5.17

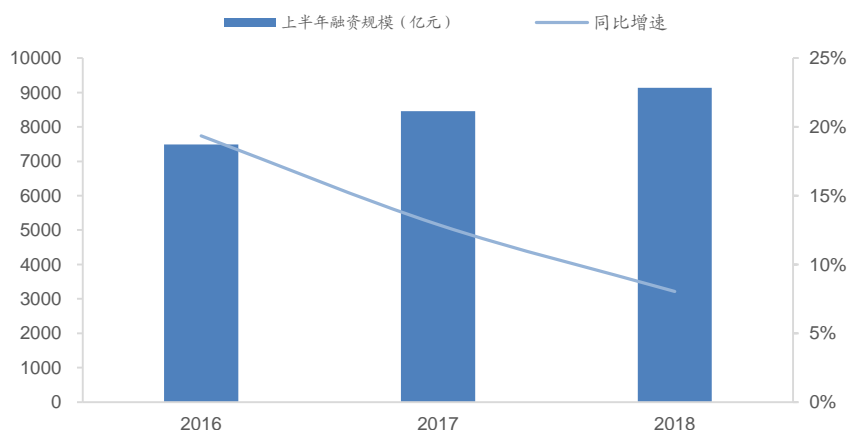
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 公司按照营收规模排序)

越优秀，融资越有优势、融资规模增长越快

统计局数据显示：行业整体融资规模的增长趋缓。2018年1-6月，房地产开发企业到位资金79287亿元，同比增长4.6%。其中，国内贷款12292亿元，下降7.9%；利用外资28亿元，下降73.1%；自筹资金25541亿元，增长9.7%；定金及预收款26123亿元，增长12.5%；个人按揭贷款11524亿元，下降4.0%。

观察A股房地产板块，2018年上半年A股上市房地产公司融资规模（主要为借款+发债）合计9137亿元，同比增长19%，表明上市房企整体融资规模的增速要好于行业整体水平。

图 14：2016-2018 年板块上半年融资规模情况

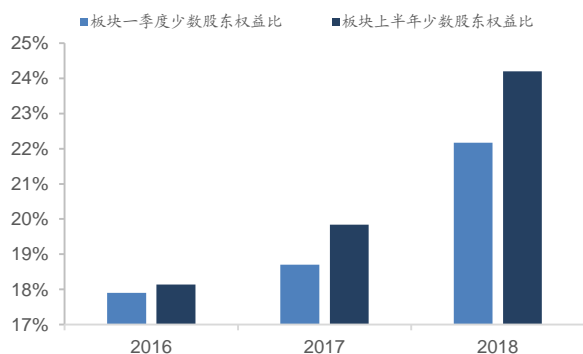


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

另外，我们还两个引入指标——少数股东权益比(少数股东权益/所有者权益)和少数股东损益比(少数股东损益/净利润)来观察房企“明股实债”的情况：若少数股东权益比大于少数股东损益比，则表明有部分少数股东权益可能是公司的表外融资。

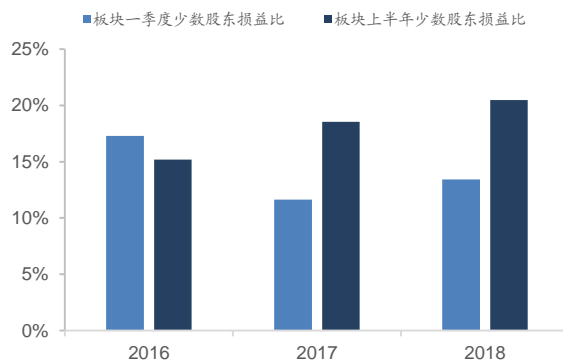
2018年上半年末A股上市房地产公司少数股东权益比为24%，较2018年一季度上升2个百分点，较去年同期增长4个百分点，过去几年少数股东权益比一直呈上升趋势，表明上市房企加大了合作开发的比例；少数股东损益比为20%，较2018年一季度上升7个百分点，较去年同期增长1个百分点；2018年上半年“少数股东权益比”较“少数股东损益比”高出了4个百分点，表明有部分少数股东权益可能是公司的表外融资。

图 15: 2016-2018 年板块一季度及上半年少数股东权益比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2016-2018 年板块一季度及上半年少数股东损益比



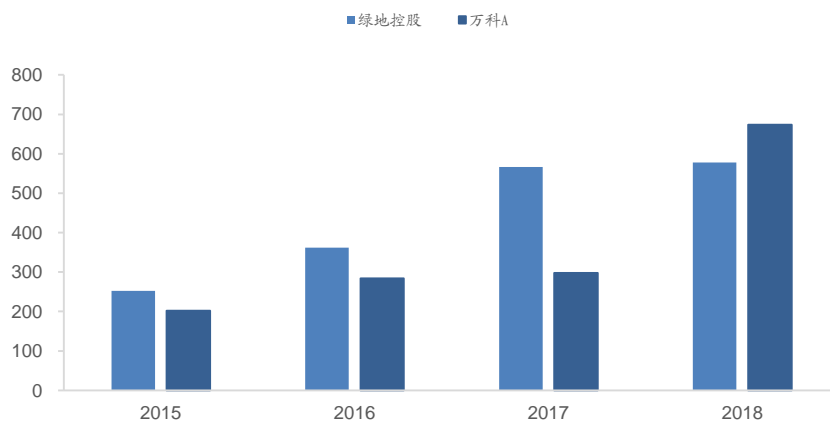
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

以下将 A 股上市房企划分为“营业收入大于 1000 亿元”、“营业收入位于 100-999 亿之间”、“营业收入小于 100 亿元”做进一步分析:

① A 股营业收入大于 1000 亿元房企——万科融资规模大幅飙升:

2018 年上半年, 绿地控股融资规模达 578 亿元, 与去年同期基本持平; 万科 A 融资规模达 674 亿元, 较去年同期增长 126%;

图 17: 绿地控股、万科上半年融资规模变化情况(亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年上半年末绿地控股少数股东权益比为 35%, 较 2018 年一季度上升 2.5 个百分点; 少数股东损益比为 27%, 较 2018 年一季度上升 12.1 个百分点; “少数股东权益比”较“少数股东损益比”高出 8%, 表明有部分少数股东权益可能是公司的表外融资;

2018 年上半年末万科 A 少数股东权益比为 34%, 较 2018 年一季度上升 3.6 个百分点; 少数股东损益比为 33%, 较 2018 年一季度下降 17.2 个百分点; “少数股东权益比”较“少数股东损益比”仅高出 2%, 表明万科体现为少数股东权益形式的表外融资较少;

② A 股营业收入位于 100-999 亿元之间的房企——融资规模的增长显著分化:

截至 2018 年上半年末, 总营业收入位于 100-999 亿元之间的 A 股上市房企融资规模合计 4585 亿元, 同比增长 19%, 与板块增速持平。在统计的 13 家房企中, 9 家房企上半年末融资规模较去年同期有所增加。融资规模增长显著分化, 高杠杆(净负债率高)的公司融资规模难以增长;

2018 年上半年末 A 股营业收入位于 100-999 亿元之间的房企少数股东权益比为 33%，较 2018 年一季度上升 3.1 个百分点，表明合作开发比例有所上升；少数股东损益比为 16%，较 2018 年一季度上升 7.1 个百分点；“少数股东权益比”较“少数股东损益比”高出 16%，表明有部分少数股东权益可能是公司的表外融资。在统计的 13 家房企中，仅荣盛发展“少数股东损益比”高于“少数股东权益比”，表明荣盛发展没有体现为少数股东权益形式的表外融资；

③A 股营业收入小于 100 亿元房企——融资及合作开发，均不具备优势：

截至 2018 年上半年末，总营业收入小于 100 亿元的 A 股上市房企融资规模合计 3300 亿元，同比增加 11%；在统计的 94 家房企中，47 家房企上半年末融资规模较去年同期有所增加；

2018 年上半年末 A 股营业收入小于 100 亿元之间的房企少数股东权益比为 13%，较 2018 年一季度上升 0.2 个百分点；少数股东损益比为 10%，较 2018 年一季度上升 0.8 个百分点；“少数股东权益比”较“少数股东损益比”高出 2%，体现为少数股东权益形式的表外融资较少。

表 5：2018H1 板块融资规模情况

	证券代码	证券简称	2018H 融资规模(亿元)	2017H 融资规模(亿元)	融资规模增长
1.	600606.SH	绿地控股	578	566	2%
2.	000002.SZ	万科 A	674	298	126%
3.	600048.SH	保利地产	797.9637	586.7236	36%
4.	600340.SH	华夏幸福	323.9351	351.101	-8%
5.	001979.SZ	招商蛇口	556.1127	239.6057	132%
6.	002146.SZ	荣盛发展	145.463	231.1389	-37%
7.	600376.SH	首开股份	244.2002	267.9427	-9%
8.	601155.SH	新城控股	256.967	185.6328	38%
9.	000656.SZ	金科股份	276.5185	232.8148	19%
10.	000961.SZ	中南建设	167.9145	115.273	46%
11.	000671.SZ	阳光城	324.3656	437.1405	-26%
12.	600383.SH	金地集团	312.3682	109.4797	185%
13.	000069.SZ	华侨城 A	697.4772	448.7567	55%
14.	000732.SZ	泰禾集团	415.3168	605.9262	-31%
15.	600823.SH	世茂股份	66.82	52.2869	28%
16.	000537.SZ	广宇发展	30.7858	5.235	488%
17.	002244.SZ	滨江集团	150.033	25.63	485%
18.	600325.SH	华发股份	261.2081	189.9539	38%
19.	600466.SH	蓝光发展	281.7384	142.9578	97%
20.	600675.SH	中华企业	16.1264	0.25	6351%
21.	000402.SZ	金融街	170.73	106.7	60%
22.	600663.SH	陆家嘴	81.6132	60.8249	34%
23.	600708.SH	光明地产	101.9431	107.2381	-5%
24.	000042.SZ	中洲控股	14.1934	68.3989	-79%
25.	600208.SH	新湖中宝	146.8313	164.3778	-11%
26.	000926.SZ	福星股份	44.2398	28.9432	53%
27.	601588.SH	北辰实业	24.6919	87.6569	-72%
28.	000981.SZ	银亿股份	53.5611	45.4672	18%
29.	000031.SZ	中粮地产	113.9237	47.7673	138%
30.	600094.SH	大名城	45.0374	56.4421	-20%
31.	000540.SZ	中天金融	51.187	57.8562	-12%
32.	600649.SH	城投控股	0.0204	1.8	-99%
33.	600648.SH	外高桥	81.6071	62.0773	31%
34.	600239.SH	云南城投	72.2869	61.5064	18%
35.	600748.SH	上实发展	32.7445	16.45	99%
36.	002285.SZ	世联行	26.0429	17.4695	49%
37.	600177.SH	雅戈尔	98.4369	97.7053	1%
38.	000090.SZ	天健集团	32.9	19.347	70%
39.	600266.SH	北京城建	46.733	102.8941	-55%
40.	000736.SZ	中交地产	48.2399	53.5991	-10%
41.	600665.SH	天地源	27.127	5.3536	407%

42.	600067.SH	冠城大通	30.8154	11.83	160%
43.	000620.SZ	新华联	37.731	67.7182	-44%
44.	600684.SH	珠江实业	36.5	25.7	42%
45.	600657.SH	信达地产	39.0875	38.1375	2%
46.	600515.SH	海航基础	14.2043	61.9491	-77%
47.	000043.SZ	中航善达	8.7	13.2	-34%
48.	600240.SH	华业资本	17.3633	21.513	-19%
49.	600565.SH	迪马股份	41.17	43.367	-5%
50.	000979.SZ	中弘股份	13.7254	50.452	-73%
51.	600724.SH	宁波富达	8.345	12.42	-33%
52.	600641.SH	万业企业	0	0	#DIV/0!
53.	600223.SH	鲁商置业	28.53	16.3988	74%
54.	600246.SH	万通地产	6	0	
55.	002133.SZ	广宇集团	8.05	1.3	519%
56.	600622.SH	光大嘉宝	17.7775	0	-
57.	600683.SH	京投发展	51.9338	26.9037	93%
58.	600064.SH	南京高科	20.51	23.85	-14%
59.	600736.SH	苏州高新	33.2935	44.8794	-26%
60.	600393.SH	粤泰股份	19.6082	19.6999	0%
61.	600322.SH	天房发展	13.114	20.7105	-37%
62.	002314.SZ	南山控股	21.6765	10.691	103%
63.	000631.SZ	顺发恒业	0	0	-
64.	600007.SH	中国国贸	0	6.7984	-100%
65.	000718.SZ	苏宁环球	15.4	18.2718	-16%
66.	600162.SH	香江控股	39.1947	2.788	1306%
67.	600173.SH	卧龙地产	0	0	-
68.	000036.SZ	华联控股	9.5	3.7	157%
69.	600743.SH	华远地产	11.244	30.55	-63%
70.	000029.SZ	深深房 A	0	0.209	-100%
71.	000517.SZ	荣安地产	10.24	7.33	40%
72.	600077.SH	宋都股份	8.198	13.35	-39%
73.	600185.SH	格力地产	41.6258	46.75	-11%
74.	000046.SZ	泛海控股	245.5441	268.8834	-9%
75.	600658.SH	电子城	19.8676	2.394	730%
76.	002208.SZ	合肥城建	9.5	8	19%
77.	000965.SZ	天保基建	6.9	37.5	-82%
78.	000006.SZ	深振业 A	15.641	4.1771	274%
79.	002147.SZ	新光圆成	4.22	21.05	-80%
80.	000797.SZ	中国武夷	7.9433	22.4517	-65%
81.	002016.SZ	世荣兆业	5.4	16.5	-67%
82.	000909.SZ	数源科技	3.85	3.3	17%
83.	000615.SZ	京汉股份	6.4215	2.965	117%
84.	600639.SH	浦东金桥	14.0434	8.3	69%
85.	600225.SH	天津松江	24.8741	9.354	166%
86.	000011.SZ	深物业 A	0	0	-
87.	600638.SH	新黄浦	0	19.2	-100%
88.	600716.SH	凤凰股份	0	0	-
89.	600533.SH	栖霞建设	31.2972	26.3	19%
90.	000918.SZ	嘉凯城	37.8491	47.849	-21%
91.	600848.SH	上海临港	30.5058	0.6572	4542%
92.	002305.SZ	南国置业	39.965	78.511	-49%
93.	600773.SH	西藏城投	14.1887	7.88	80%
94.	000679.SZ	大连友谊	3.2	3.2	0%
95.	600463.SH	空港股份	3.2	1.7	88%
96.	000838.SZ	财信发展	10.976	12.76	-14%
97.	000056.SZ	皇庭国际	1.4872	7.6	-80%
98.	600895.SH	张江高科	7.72	6.02	28%
99.	600568.SH	中珠医疗	1.4652	1.98	-26%
100.	000558.SZ	莱茵体育	4.4234	0.835	430%
101.	600791.SH	京能置业	2.8	2.1	33%
102.	000667.SZ	美好置业	28.6078	3	854%
103.	600692.SH	亚通股份	2.88	0.85	239%

104.	600604.SH	市北高新	28.71	11.6	148%
105.	000514.SZ	渝开发	0	0	-
106.	600503.SH	华丽家族	6.006	8.4	-29%
107.	000506.SZ	中润资源	0.0065	4.4843	-100%
108.	000608.SZ	阳光股份	0	1.2	-100%
109.	600159.SH	大龙地产	1.6	1.4	14%
110.	000573.SZ	粤宏远 A	3.26	6.45	-49%
111.	600215.SH	长春经开	0	0	-
112.	000014.SZ	沙河股份	0	0	-
113.	000668.SZ	荣丰控股	1.703	0	-
114.	000616.SZ	海航投资	0	14.57	-100%
115.	600052.SH	浙江广厦	1.905	4.624	-59%
116.	600095.SH	哈高科	0	0.07	-100%
117.	000897.SZ	津滨发展	7.105	9.05	-21%
118.	600621.SH	华鑫股份	3.17	0.6493	388%
119.	600647.SH	同达创业	0	0	-
120.	000691.SZ	亚太实业	0	0	-
121.	000609.SZ	中迪投资	0	0	-
122.	000809.SZ	铁岭新城	4.26	19.2	-78%
123.	000534.SZ	万泽股份	0.25	0	-
124.	000502.SZ	绿景控股	0	0	-
125.	600890.SH	中房股份	0	0	-

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 公司按照营收规模排序)

表 6: 2018H1 “少数股东权益比” 较 “少数股东损益比” 情况

证券代码	证券简称	2018Q1 少数股东权益/所有者权益	2018H1 少数股东权益/所有者权益	较前期提升 (百分点)	2018Q1 少数股东损益/净利润	2018H1 少数股东损益/净利润	较前期提升 (百分点)	2018H1 公司权益比-损益比	
1.	600606.SH	绿地控股	33%	35%	2.5	15%	27%	12.1	8%
2.	000002.SZ	万科 A	30%	34%	4.2	50%	33%	-17.2	2%
3.	600048.SH	保利地产	33%	35%	1.7	33%	30%	-3.2	5%
4.	600340.SH	华夏幸福	45%	42%	-3.1	0%	0%	0.7	41%
5.	001979.SZ	招商蛇口	26%	30%	3.8	1%	11%	9.9	19%
6.	002146.SZ	荣盛发展	7%	9%	2.1	14%	19%	4.6	-10%
7.	600376.SH	首开股份	37%	40%	3.1	11%	12%	1.1	28%
8.	601155.SH	新城控股	21%	25%	4.2	3%	2%	-0.7	23%
9.	000656.SZ	金科股份	11%	32%	20.5	18%	16%	-2.4	16%
10.	000961.SZ	中南建设	15%	17%	2.3	15%	9%	-6.4	8%
11.	000671.SZ	阳光城	35%	40%	4.7	-14%	0%	14.3	40%
12.	600383.SH	金地集团	29%	29%	0.6	7%	21%	13.9	9%
13.	000069.SZ	华侨城 A	21%	22%	0.4	-9%	12%	21.1	9%
14.	000732.SZ	泰禾集团	36%	41%	4.6	24%	28%	3.9	13%
15.	600823.SH	世茂股份	37%	47%	10.2	43%	42%	-0.8	5%
16.	000537.SZ	广宇发展	0%	0%	0	0%	0%	0	0%
17.	002244.SZ	滨江集团	14%	17%	3	30%	53%	23.4	-37%
18.	600325.SH	华发股份	48%	47%	-1.2	-3%	-1%	2.2	48%
19.	600466.SH	蓝光发展	23%	25%	1.7	-3%	1%	4.8	23%
20.	600675.SH	中华企业	28%	17%	-11.4	26%	22%	-3.3	-5%
21.	000402.SZ	金融街	11%	12%	0.8	6%	15%	8.7	-3%
22.	600663.SH	陆家嘴	30%	31%	0.8	41%	24%	-16.8	7%
23.	600708.SH	光明地产	5%	6%	0.7	8%	11%	3.4	-5%
24.	000042.SZ	中洲控股	7%	7%	0.7	2%	-1%	-3.1	9%
25.	600208.SH	新潮中宝	2%	2%	0.1	0%	0%	0.5	2%
26.	000926.SZ	福星股份	11%	10%	-0.9	13%	7%	-6.8	3%
27.	601588.SH	北辰实业	5%	7%	1.9	-1%	25%	25.7	-18%
28.	000981.SZ	银亿股份	3%	4%	0.8	5%	18%	12.6	-14%
29.	000031.SZ	中粮地产	42%	42%	-0.2	24%	29%	4.6	13%
30.	600094.SH	大名城	7%	8%	0.6	-11%	19%	30	-11%
31.	000540.SZ	中天金融	15%	10%	-4.6	-27%	0%	26.9	10%
32.	600649.SH	城投控股	7%	6%	-1.2	21%	13%	-7.9	-7%

33.	900912.SH	外高B股	4%	4%	-0.5	3%	4%	0.9	-1%
34.	600239.SH	云南城投	40%	40%	0.2	10%	-16%	-25.8	56%
35.	600748.SH	上实发展	14%	15%	1.1	21%	41%	19.9	-26%
36.	002285.SZ	世联行	2%	1%	-1.1	17%	2%	-14.9	-1%
37.	600177.SH	雅戈尔	0%	1%	0.6	0%	0%	0	1%
38.	000090.SZ	天健集团	1%	1%	0	-2%	-1%	1.1	2%
39.	600266.SH	北京城建	9%	10%	1.4	-1%	-2%	-0.5	12%
40.	000736.SZ	中交地产	43%	44%	0.3	-22%	31%	52.8	13%
41.	600665.SH	天地源	1%	1%	-0.1	-1%	-1%	0.1	2%
42.	600067.SH	冠城大通	13%	14%	0.7	-10%	27%	37.9	-14%
43.	000620.SZ	新华联	22%	21%	-0.4	5%	0%	-4.4	21%
44.	600684.SH	珠江实业	26%	26%	0.2	35%	18%	-16.6	8%
45.	600657.SH	信达地产	2%	1%	-0.4	4%	0%	-4.1	1%
46.	600515.SH	海航基础	26%	26%	-0.2	11%	17%	5.9	9%
47.	000043.SZ	中航善达	9%	9%	0.1	10%	9%	-0.4	0%
48.	600240.SH	华业资本	0%	0%	0	0%	0%	0.2	0%
49.	600565.SH	迪马股份	5%	5%	0.3	-8%	-12%	-4.9	17%
50.	000979.SZ	中弘股份	14%	15%	0.7	0%	4%	4.2	11%
51.	600724.SH	宁波富达	29%	29%	-0.6	31%	26%	-5.2	3%
52.	600641.SH	万业企业	0%	0%	0	0%	0%	0	0%
53.	600223.SH	鲁商置业	11%	11%	-0.1	17%	0%	-16.5	11%
54.	600246.SH	万通地产	3%	8%	4	10%	18%	7.6	-10%
55.	002133.SZ	广宇集团	15%	17%	1.6	48%	47%	-1.4	-30%
56.	600622.SH	光大嘉宝	24%	25%	1	38%	31%	-6.9	-6%
57.	600683.SH	京投发展	45%	41%	-3.6	50%	52%	2.3	-11%
58.	600064.SH	南京高科	6%	6%	0.4	15%	9%	-6	-3%
59.	600736.SH	苏州高新	32%	34%	2.6	42%	34%	-7.9	0%
60.	600393.SH	粤泰股份	9%	9%	-0.2	-1%	-2%	-1.5	11%
61.	600322.SH	天房发展	15%	15%	-0.2	5%	4%	-1.3	11%
62.	002314.SZ	南山控股	13%	14%	0.9	1346%	109%	-1237.7	-95%
63.	000631.SZ	顺发恒业	0%	0%	0	0%	0%	0	0%
64.	600007.SH	中国国贸	0%	0%	0	0%	0%	0	0%
65.	000718.SZ	苏宁环球	10%	3%	-6.7	-1%	-8%	-7.9	12%
66.	600162.SH	香江控股	7%	8%	0.8	174%	-142%	-316	150%
67.	600173.SH	卧龙地产	6%	8%	1.2	13%	20%	6.4	-12%
68.	000036.SZ	华联控股	13%	14%	0.8	9%	4%	-5.2	10%
69.	600743.SH	华远地产	5%	6%	0.5	86%	-14%	-100.4	20%
70.	000029.SZ	深深房A	-5%	-4%	0.5	-1%	0%	0.5	-4%
71.	200029.SZ	深深房B	-5%	-4%	0.5	-1%	0%	0.5	-4%
72.	000517.SZ	荣安地产	1%	1%	0	0%	-1%	-1.2	1%
73.	600077.SH	宋都股份	13%	15%	1.5	-9%	-3%	5.9	18%
74.	600185.SH	格力地产	0%	0%	0	0%	0%	0	0%
75.	000046.SZ	泛海控股	25%	27%	1.2	3%	3%	0.7	23%
76.	600658.SH	电子城	4%	5%	0.7	-1%	0%	1	5%
77.	002208.SZ	合肥城建	7%	6%	-0.5	67%	2%	-64.6	4%
78.	000965.SZ	天保基建	0%	0%	0.2	0%	0%	0.3	0%
79.	000006.SZ	深振业A	2%	3%	0.6	0%	7%	7.4	-5%
80.	002147.SZ	新光圆成	3%	3%	-0.3	1%	0%	-1.6	3%
81.	000797.SZ	中国武夷	2%	2%	-0.1	5%	-2%	-6.6	4%
82.	002016.SZ	世荣兆业	0%	0%	-0.6	1%	1%	0.3	-1%
83.	000909.SZ	数源科技	16%	17%	1	-6%	44%	50.7	-27%
84.	000615.SZ	京汉股份	32%	34%	1.3	14%	63%	49	-29%
85.	600639.SH	浦东金桥	3%	3%	0.1	0%	0%	-0.1	3%
86.	600225.SH	天津松江	15%	15%	0.5	10%	6%	-3.6	9%
87.	000011.SZ	深物业A	0%	0%	0	0%	0%	0	0%
88.	600638.SH	新黄浦	3%	3%	0.4	35%	19%	-16	-15%
89.	600716.SH	凤凰股份	3%	2%	-0.9	0%	0%	0	2%
90.	600533.SH	栖霞建设	1%	1%	0	-4%	1%	5.2	0%
91.	000918.SZ	嘉凯城	4%	4%	-0.6	12%	18%	5.4	-14%
92.	600848.SH	上海临港	15%	15%	0.2	1%	-5%	-5.6	20%
93.	002305.SZ	南国置业	10%	12%	2.5	77%	75%	-1.3	-63%
94.	600773.SH	西藏城投	0%	0%	0	0%	-1%	-0.6	1%

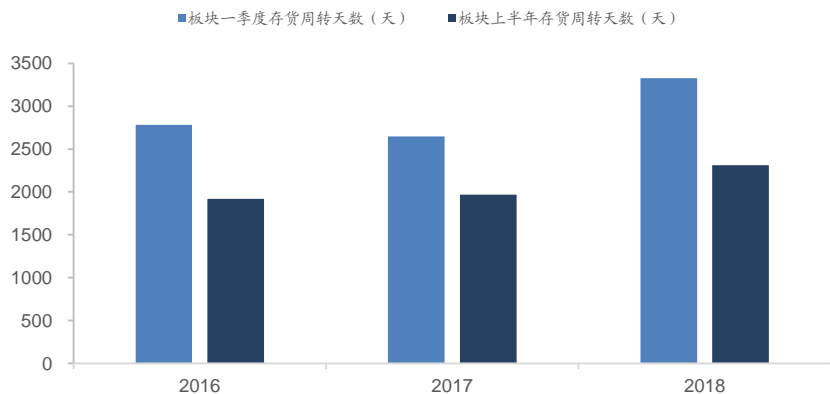
95.	000679.SZ	大连友谊	9%	9%	0.2	-26%	8%	34.3	1%
96.	600463.SH	空港股份	5%	4%	-0.1	-45%	62%	107.8	-58%
97.	000838.SZ	财信发展	5%	7%	1.8	-41%	-21%	19.5	28%
98.	603506.SH	南都物业	0%	1%	0.5	1%	2%	1.2	-1%
99.	000056.SZ	皇庭国际	8%	8%	-0.3	17%	18%	0.3	-10%
100.	600895.SH	张江高科	2%	2%	-0.1	0%	-1%	-0.2	3%
101.	600568.SH	中珠医疗	3%	3%	0.1	0%	4%	4.3	-2%
102.	000558.SZ	莱茵体育	5%	4%	-0.4	46%	13%	-32.7	-8%
103.	600791.SH	京能置业	43%	39%	-4.8	52%	50%	-2.3	-11%
104.	000667.SZ	美好置业	6%	8%	2.7	9%	-25%	-33.7	33%
105.	600692.SH	亚通股份	10%	11%	0.4	31%	28%	-3.8	-17%
106.	600604.SH	市北高新	4%	4%	0.1	-42%	15%	57.7	-11%
107.	000514.SZ	渝开发	13%	13%	0.2	48%	36%	-11.6	-23%
108.	600503.SH	华丽家族	3%	3%	-0.2	-93%	-738%	-645.4	741%
109.	000506.SZ	中润资源	6%	6%	-0.5	5%	27%	22.3	-21%
110.	000803.SZ	*ST 金宇	48%	49%	0.3	41%	-324%	-364.2	372%
111.	000608.SZ	阳光股份	19%	19%	-0.2	-14%	15%	29.7	4%
112.	600159.SH	大龙地产	3%	3%	0	1%	0%	-0.4	2%
113.	000573.SZ	粤宏远 A	1%	1%	-0.1	11%	8%	-3	-7%
114.	600215.SH	长春经开	0%	0%	0	-1%	0%	1	0%
115.	000014.SZ	沙河股份	7%	7%	-0.2	2%	10%	8.1	-2%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 公司按照营收规模排序)

二季度去化提速

从结算口径观察 A 股房地产板块的存货去化能力: 2018 年上半年 A 股上市房地产公司存货周转天数平均 2312 天, 较 2018 年一季度末下降 30.4%, 但同比增长 17%, 表明: 从结算口径看, 今年二季度 A 股房地产板块存货去化速度比一季度加快了, 但整个上半年不如去年快。

图 18: 2016-2018 年板块一季度及上半年存货周转天数情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

由于房地产行业实施的是预售制度, 导致“存货周转天数”这个指标反映得并不是当期预售层面的库存去化能力。为了更真实地反映房企去库存的能力, 我们引入另一个指标——回款存货比 (销售商品、提供劳务获得的现金/期末存货), 该比率越大, 说明从当期预售回款层面的去化速度越快。2018 年板块二季度的回款存货比为 14%, 较 2018 年一季度末 11% 高出 3 个百分点, 与去年同期相同, 表明从预售回款层面, A 股房地产板块二季度的存货去化速度比一季度快。

以下将 A 股上市房企划分为“营业收入大于 1000 亿元”、“营业收入位于 100-999 亿之间”、“营业收入小于 100 亿元”做进一步分析:

①A 股营业收入大于 1000 亿元房企——二季度去化明显加快:

2018 年上半年,绿地控股存货周转天数 686 天,较 2018 年一季度下降 4.65%; 万科 A 存货周转天数 1601 天,较 2018 年一季度下降 41.28%。从当期预售回款层面看,绿地控股 2018 年二季度回款存货比为 27%,较 2018 年一季度末 19%高出 8 个百分点;万科 A 在 2018 年二季度回款存货比为 16%,较 2018 年一季度末 13%高出 3 个百分点。从预售回款层面,两家公司二季度的库存去化速度均比一季度快;

②A 股营业收入位于 100-999 亿元之间的房企——二季度去化加快:

截至 2018 年上半年末,总营业收入位于 100-999 亿元之间的 A 股上市房企存货周转天数平均 2089 天,较 2018 年一季度末下降 28.12%。在统计的 13 家房企中,9 家房企上半年末存货周转天数较一季度末下降;从当期预售回款情况来看,2018 年二季度回款存货比为 14%,较 2018 年一季度末 10%高出 4 个百分点,表明从预售回款层面,二季度去化加快;

③A 股营业收入小于 100 亿元房企——存货去化能力不及大中型房企:

截至 2018 年上半年末,总营业收入小于 100 亿元的 A 股上市房企存货周转天数平均 2339 天,较 2018 年一季度末下降 31.98%;从当期预售回款情况来看,2018 年二季度回款存货比为 11%,弱于板块,较 2018 年一季度末 8%高出 3 个百分点,表明从预售回款层面,二季度去化加快;

表 7: 2018H1 板块存货周转天数情况

	证券代码	证券简称	2018Q1 存货周转天数(天)	2018H1 存货周转天数(天)	增长
1.	600606.SH	绿地控股	720	686	-4.65%
2.	000002.SZ	万科 A	2727	1601	-41.28%
3.	600048.SH	保利地产	3383	2161	-36.13%
4.	600340.SH	华夏幸福	5556	2244	-59.60%
5.	001979.SZ	招商蛇口	3409	2782	-18.39%
6.	002146.SZ	荣盛发展	2446	1741	-28.82%
7.	600376.SH	首开股份	2687	1948	-27.49%
8.	601155.SH	新城控股	2244	1684	-24.98%
9.	000656.SZ	金科股份	2296	1685	-26.59%
10.	000961.SZ	中南建设	1129	1756	55.51%
11.	000671.SZ	阳光城	3673	2195	-40.24%
12.	600383.SH	金地集团	1779	1789	0.60%
13.	000069.SZ	华侨城 A	4412	3255	-26.22%
14.	000732.SZ	泰禾集团	2941	3214	9.29%
15.	600823.SH	世茂股份	1826	701	-61.59%
16.	000537.SZ	广宇发展	1779	1501	-15.60%
17.	002244.SZ	滨江集团	1205	903	-25.04%
18.	600325.SH	华发股份	8333	2799	-66.41%
19.	600466.SH	蓝光发展	2647	2305	-12.93%
20.	600675.SH	中华企业	1228	684	-44.32%
21.	000402.SZ	金融街	3082	3346	8.55%
22.	600663.SH	陆家嘴	3333	1132	-66.04%
23.	600708.SH	光明地产	2273	1871	-17.67%
24.	000042.SZ	中洲控股	3516	1453	-58.68%
25.	600208.SH	新湖中宝	2875	2913	1.29%
26.	000926.SZ	福星股份	1236	1125	-9.00%
27.	601588.SH	北辰实业	4569	3093	-32.30%
28.	000981.SZ	银亿股份	713	721	1.08%
29.	000031.SZ	中粮地产	2922	2473	-15.38%
30.	600094.SH	大名城	3879	2120	-45.35%
31.	000540.SZ	中天金融	1324	1237	-6.53%
32.	600649.SH	城投控股	1202	1183	-1.51%
33.	600648.SH	外高桥	674	705	4.54%
34.	600239.SH	云南城投	3051	3636	19.19%
35.	600748.SH	上实发展	2153	1358	-36.91%

36.	002285.SZ	世联行	2	1	-25.29%
37.	600177.SH	雅戈尔	1473	1402	-4.83%
38.	000090.SZ	天健集团	2098	1111	-47.04%
39.	600266.SH	北京城建	5844	5187	-11.24%
40.	000736.SZ	中交地产	7200	2123	-70.52%
41.	600665.SH	天地源	1228	1037	-15.55%
42.	600067.SH	冠城大通	1073	1004	-6.41%
43.	000620.SZ	新华联	2885	2211	-23.34%
44.	600684.SH	珠江实业	1299	471	-63.75%
45.	600657.SH	信达地产	10976	4369	-60.19%
46.	600515.SH	海航基础	3371	3087	-8.40%
47.	000043.SZ	中航善达	375	418	11.23%
48.	600240.SH	华业资本	1393	500	-64.12%
49.	600565.SH	迪马股份	2535	2691	6.13%
50.	000979.SZ	中弘股份	2507	2311	-7.83%
51.	600724.SH	宁波富达	1293	865	-33.11%
52.	600641.SH	万业企业	365	313	-14.25%
53.	600223.SH	鲁商置业	4891	3197	-34.64%
54.	600246.SH	万通地产	2113	677	-67.93%
55.	002133.SZ	广宇集团	381	632	65.74%
56.	600622.SH	光大嘉宝	1304	1319	1.10%
57.	600683.SH	京投发展	3010	2597	-13.71%
58.	600064.SH	南京高科	1796	1656	-7.82%
59.	600736.SH	苏州高新	1616	1809	11.96%
60.	600393.SH	粤泰股份	2098	2098	0.00%
61.	600322.SH	天房发展	2687	3930	46.29%
62.	002314.SZ	南山控股	1856	1804	-2.81%
63.	000631.SZ	顺发恒业	723	484	-32.99%
64.	600007.SH	中国国贸	6	6	3.06%
65.	000718.SZ	苏宁环球	3659	3279	-10.38%
66.	600162.SH	香江控股	3297	2088	-36.66%
67.	600173.SH	卧龙地产	296	502	69.92%
68.	000036.SZ	华联控股	3273	2093	-36.05%
69.	600743.SH	华远地产	5056	4592	-9.18%
70.	000029.SZ	深深房 A	1213	573	-52.74%
71.	000517.SZ	荣安地产	13433	2486	-81.49%
72.	600077.SH	宋都股份	3226	3209	-0.53%
73.	600185.SH	格力地产	4206	6102	45.08%
74.	000046.SZ	泛海控股	40909	29032	-29.03%
75.	600658.SH	电子城	1822	2612	43.40%
76.	002208.SZ	合肥城建	4072	2267	-44.33%
77.	000965.SZ	天保基建	1016	1961	93.03%
78.	000006.SZ	深振业 A	1682	1940	15.30%
79.	002147.SZ	新光圆成	2679	1495	-44.19%
80.	000797.SZ	中国武夷	1775	1907	7.42%
81.	002016.SZ	世荣兆业	957	1954	104.13%
82.	000909.SZ	数源科技	483	261	-46.00%
83.	000615.SZ	京汉股份	2413	1422	-41.07%
84.	600639.SH	浦东金桥	2804	2086	-25.61%
85.	600225.SH	天津松江	15000	2219	-85.20%
86.	000011.SZ	深物业 A	325	431	32.55%
87.	600638.SH	新黄浦	1051	1398	32.92%
88.	600716.SH	凤凰股份	1208	1108	-8.25%
89.	600533.SH	栖霞建设	8411	4206	-50.00%
90.	600807.SH	*ST 天业	627	476	-24.05%
91.	000918.SZ	嘉凯城	4433	4712	6.28%
92.	600848.SH	上海临港	5000	4826	-3.49%
93.	002305.SZ	南国置业	6923	6316	-8.77%
94.	600773.SH	西藏城投	3082	3536	14.73%
95.	000679.SZ	大连友谊	1452	1525	5.08%
96.	600463.SH	空港股份	462	399	-13.68%
97.	000838.SZ	财信发展	2663	3543	33.07%

98.	603506.SH	南都物业	0	0	18.47%
99.	000056.SZ	皇庭国际	26	25	-3.49%
100.	600895.SH	张江高科	3863	3797	-1.69%
101.	600568.SH	中珠医疗	826	888	7.55%
102.	000558.SZ	莱茵体育	926	149	-83.92%
103.	600791.SH	京能置业	1485	2344	57.81%
104.	000667.SZ	美好置业	5325	5341	0.30%
105.	600692.SH	亚通股份	710	677	-4.70%
106.	600604.SH	市北高新	6716	5678	-15.46%
107.	000514.SZ	渝开发	2894	3114	7.61%
108.	600503.SH	华丽家族	2118	3077	45.30%
109.	000506.SZ	中润资源	572	515	-9.95%
110.	000803.SZ	*ST金宇	278	173	-37.62%
111.	000608.SZ	阳光股份	6618	4663	-29.53%
112.	600159.SH	大龙地产	26471	3261	-87.68%
113.	000573.SZ	粤宏远A	2302	2347	1.96%
114.	600215.SH	长春经开	11538	3214	-72.14%
115.	000014.SZ	沙河股份	1935	2225	14.96%

资料来源:Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理(注:公司按照营收规模排序)

表 8: 2018H1 板块回款存货比情况

证券代码	证券简称	2018Q1 销售商品、提供劳务收到的现金(亿元)	2018Q1 存货(亿元)	2018Q1 回款存货比	2018Q2 销售商品、提供劳务收到的现金(亿元)	2018H1 存货(亿元)	2018Q2 回款存货比	
1.	600606.SH	绿地控股	989	5,075	19%	1,356	5,106	27%
2.	000002.SZ	万科A	807	6,301	13%	999	6,386	16%
3.	600048.SH	保利地产	514	4,724	11%	773	4,846	16%
4.	600340.SH	华夏幸福	150	2,383	6%	219	2,442	9%
5.	001979.SZ	招商蛇口	151	1,864	8%	248	2,074	12%
6.	002146.SZ	荣盛发展	131	1,292	10%	191	1,345	14%
7.	600376.SH	首开股份	79	1,531	5%	119	1,563	8%
8.	601155.SH	新城控股	162	879	18%	226	1,054	21%
9.	000656.SZ	金科股份	180	1,089	17%	230	1,183	19%
10.	000961.SZ	中南建设	153	1,174	13%	256	1,215	21%
11.	000671.SZ	阳光城	156	1,368	11%	222	1,411	16%
12.	600383.SH	金地集团	114	926	12%	158	1,002	16%
13.	000069.SZ	华侨城A	99	1,207	8%	142	1,250	11%
14.	000732.SZ	泰禾集团	91	1,444	6%	98	1,620	6%
15.	600823.SH	世茂股份	43	306	14%	49	259	19%
16.	000537.SZ	广宇发展	50	575	9%	61	566	11%
17.	002244.SZ	滨江集团	30	382	8%	53	452	12%
18.	600325.SH	华发股份	52	1,119	5%	78	1,170	7%
19.	600466.SH	蓝光发展	87	696	13%	135	757	18%
20.	600675.SH	中华企业	12	125	10%	19	260	7%
21.	000402.SZ	金融街	31	674	5%	41	716	6%
22.	600663.SH	陆家嘴	12	219	5%	31	207	15%
23.	600708.SH	光明地产	45	419	11%	65	429	15%
24.	000042.SZ	中洲控股	22	288	8%	28	248	11%
25.	600208.SH	新湖中宝	35	646	5%	47	696	7%
26.	000926.SZ	福星股份	29	225	13%	24	247	10%
27.	601588.SH	北辰实业	51	544	9%	75	614	12%
28.	000981.SZ	银亿股份	40	137	29%	41	143	29%
29.	000031.SZ	中粮地产	41	390	10%	56	394	14%
30.	600094.SH	大名城	29	385	8%	28	380	7%
31.	000540.SZ	中天金融	60	374	16%	3	8	38%
32.	600649.SH	城投控股	14	198	7%	18	190	9%
33.	600648.SH	外高桥	16	103	16%	17	107	16%
34.	600239.SH	云南城投	20	451	4%	27	453	6%
35.	600748.SH	上实发展	16	199	8%	24	193	12%
36.	002285.SZ	世联行	16	0	4468%	21	0	1%

37.	600177.SH	雅戈尔	29	112	26%	45	121	37%
38.	000090.SZ	天健集团	15	176	9%	15	171	9%
39.	600266.SH	北京城建	31	629	5%	32	650	5%
40.	000736.SZ	中交地产	25	213	12%	43	232	19%
41.	600665.SH	天地源	16	143	11%	22	152	14%
42.	600067.SH	冠城大通	16	127	12%	17	134	13%
43.	000620.SZ	新华联	21	255	8%	43	264	16%
44.	600684.SH	珠江实业	7	49	14%	13	61	21%
45.	600657.SH	信达地产	32	434	7%	49	431	11%
46.	600515.SH	海航基础	28	328	9%	49	334	15%
47.	000043.SZ	中航善达	11	49	22%	13	49	27%
48.	600240.SH	华业资本	5	37	15%	8	31	26%
49.	600565.SH	迪马股份	47	260	18%	56	274	20%
50.	000979.SZ	中弘股份	13	255	5%	18	252	7%
51.	600724.SH	宁波富达	10	84	12%	15	81	19%
52.	600641.SH	万业企业	6	18	32%	4	13	31%
53.	600223.SH	鲁商置业	21	336	6%	31	335	9%
54.	600246.SH	万通地产	3	54	6%	4	65	6%
55.	002133.SZ	广宇集团	8	37	22%	11	45	24%
56.	600622.SH	光大嘉宝	10	95	11%	13	100	13%
57.	600683.SH	京投发展	13	224	6%	10	223	4%
58.	600064.SH	南京高科	8	90	8%	4	90	4%
59.	600736.SH	苏州高新	14	120	11%	21	160	13%
60.	600393.SH	粤泰股份	8	130	6%	10	133	8%
61.	600322.SH	天房发展	10	290	4%	10	282	4%
62.	002314.SZ	南山控股	10	119	9%	17	122	14%
63.	000631.SZ	顺发恒业	6	24	26%	11	20	55%
64.	600007.SH	中国国贸	8	0	3071%	8	0	2%
65.	000718.SZ	苏宁环球	8	115	7%	12	113	11%
66.	600162.SH	香江控股	8	88	9%	10	106	9%
67.	600173.SH	卧龙地产	6	22	25%	8	27	30%
68.	000036.SZ	华联控股	6	46	14%	15	45	33%
69.	600743.SH	华远地产	16	237	7%	17	292	6%
70.	000029.SZ	深深房 A	5	19	27%	6	17	35%
71.	000517.SZ	荣安地产	22	100	23%	28	145	19%
72.	600077.SH	宋都股份	19	111	17%	30	128	23%
73.	600185.SH	格力地产	4	218	2%	8	223	4%
74.	000046.SZ	泛海控股	11	866	1%	15	897	2%
75.	600658.SH	电子城	7	27	26%	3	62	5%
76.	002208.SZ	合肥城建	8	72	11%	13	97	13%
77.	000965.SZ	天保基建	1	44	2%	1	55	2%
78.	000006.SZ	深振业 A	2	70	2%	5	69	7%
79.	002147.SZ	新光圆成	4	69	7%	9	51	18%
80.	000797.SZ	中国武夷	9	76	11%	8	100	8%
81.	002016.SZ	世荣兆业	4	37	10%	6	38	16%
82.	000909.SZ	数源科技	4	15	29%	4	11	36%
83.	000615.SZ	京汉股份	5	60	8%	14	61	23%
84.	600639.SH	浦东金桥	4	33	13%	7	35	20%
85.	900911.SH	金桥 B 股	4	33	13%	7	35	20%
86.	600225.SH	天津松江	3	74	4%	5	65	8%
87.	000011.SZ	深物业 A	2	15	14%	4	14	29%
88.	600638.SH	新黄浦	3	36	8%	10	47	21%
89.	600716.SH	凤凰股份	4	41	9%	3	37	8%
90.	600533.SH	栖霞建设	4	112	3%	8	111	7%
91.	600807.SH	*ST 天业	3	17	16%	3	16	19%
92.	000918.SZ	嘉凯城	1	162	1%	1	164	1%
93.	600848.SH	上海临港	3	74	5%	3	76	4%
94.	002305.SZ	南国置业	7	172	4%	15	179	8%
95.	600773.SH	西藏城投	3	71	5%	3	72	4%
96.	000679.SZ	大连友谊	3	37	8%	3	37	8%
97.	600463.SH	空港股份	2	11	20%	2	10	20%
98.	000838.SZ	财信发展	11	70	16%	10	83	12%

99.	603506.SH	南都物业	3	0	31908%	1	0	0%
100.	000056.SZ	皇庭国际	3	0	1401%	3	0	4%
101.	600895.SH	张江高科	2	51	3%	3	48	6%
102.	600568.SH	中珠医疗	2	10	15%	1	10	10%
103.	000558.SZ	莱茵体育	0	3	17%	7	2	350%
104.	600791.SH	京能置业	2	47	4%	2	46	4%
105.	000667.SZ	美好置业	17	89	19%	29	102	28%
106.	600692.SH	亚通股份	1	11	9%	1	11	9%
107.	600604.SH	市北高新	1	52	3%	2	52	4%
108.	000514.SZ	渝开发	2	35	4%	2	35	6%
109.	600503.SH	华丽家族	2	22	9%	7	22	32%
110.	000506.SZ	中润资源	1	5	23%	1	5	20%
111.	000803.SZ	*ST 金宇	0	1	21%	1	1	100%
112.	000608.SZ	阳光股份	1	7	13%	1	7	14%
113.	600159.SH	大龙地产	1	22	5%	1	23	4%
114.	000573.SZ	粤宏远 A	3	13	21%	1	15	7%
115.	600215.SH	长春经开	1	17	8%	2	17	12%
116.	000014.SZ	沙河股份	2	11	21%	2	11	18%

资料来源:Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理(注:公司按照营收规模排序)

多数优势房企销售增速放缓, 投资分化

我们用“销售商品、提供劳务获得的现金”这个指标来观察板块的销售情况: 2018年上半年板块共获得“销售商品、提供劳务获得的现金”12359亿元, 同比增长24%。

以下将A股上市房企划分为“营业收入大于1000亿元”、“营业收入位于100-999亿元之间”、“营业收入小于100亿元”做进一步分析:

①A股营业收入大于1000亿元房企——销售增速放缓, 拿地积极:

2018年上半年, 绿地控股销售额达1606亿元, 较2017年同期上升21%, 增速较去年同期增速上升1个百分点; 万科A销售额达3047亿元, 较2017年同期上升10%, 增速较去年同期增速下降21个百分点;

从“拿地销售比”来看(新增土地计容建筑面积/销售面积), 万科A 2018年上半年新增土地计容建筑面积2231万平方米, “拿地销售比”为1.1, 较去年同期增加28个百分点, 拿地较去年更加积极; 绿地控股2018年上半年新增土地计容建筑面积2489万平方米, “拿地销售比”为1.85, 较去年同期增长114个百分点, 拿地非常积极;

②A股营业收入位于100至999亿元房企——显著分化, 不乏优秀者:

2018年上半年, 统计的13家公司销售额达8904亿元, 较2017年同期上升40%, 增速较去年同期增速下降15个百分点。13家公司中, 11家公司今年销售为正增长, 5家公司销售增速较去年有提高;

从已披露数据公司的“拿地销售比”来看, 2018年上半年8家公司合计拿地7972万平方米, “拿地销售比”为1.57, 较去年同期下降7个百分点, 拿地积极程度整体稍逊去年。其中, 4家公司今年上半年“拿地销售比”大于去年, 4家公司今年上半年“拿地销售比”小于去年, 公司拿地积极程度出现分化;

③A股营业收入小于100亿元房企——竞争力相对弱一些:

许多营业收入小于100亿元的房企没有公告在2018年上半年的销售额, 我们用“销售商品、提供劳务获得的现金”这个指标来观察这些房企的销售情况。2018年上半年, A股市场营业收入小于100亿元的房企, 销售商品、提供劳务获得的现金总共为3234亿元, 同比增长14%, 弱于板块整体水平。

表 9: 部分房企销售增速变化情况

	房企	2018年1-6月销售 额(亿元)	2017年1-6月销售 额(亿元)	2016年1-6月销售 额(亿元)	2018年1-6月同比 增速	2017年1-6月同比 增速	增长变化(百分点)
1.	绿地控股	1606	1343	1120	21%	20%	1
2.	万科	3047	2728	1878	10%	46%	-36
3.	保利地产	2153	1460	1118	47%	33%	14
4.	华夏幸福	825	711	594	17%	20%	-3
5.	招商蛇口	751	535	311	40%	74%	-34
6.	荣盛发展	401	309	198	30%	56%	-26
7.	首开股份	308	396	320	-22%	24%	-46
8.	新城控股	953	490	287	94%	75%	19
9.	金科股份	597	303	169	97%	80%	17
10.	中南建设	652	450	158	44%	186%	-141
11.	阳光城	663	396	174	68%	127%	-60
12.	金地集团	631	702	418	-10%	60%	-70
13.	华侨城 A	155	89	96	75%	-8%	82
14.	泰禾集团	655	405	162	62%	150%	-88
15.	世茂股份	160	100	75	60%	33%	27
16.	滨江集团	406	224	171	81%	31%	50
17.	蓝光发展	438	237	136	84%	74%	10
18.	首创置业	348	245	156	42%	57%	-15

资料来源:Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理(注:公司按照营收规模排序)

表 10: 部分房企拿地销售比情况

		2018年1-6月销售面 积(万平方米)	2018年1-6月新增土 地计容建筑面积(万平 方米)	"拿地销售比"	2017年1-6月销售面 积(万平方米)	2017年1-6月新增土 地计容建筑面积(万平 方米)	"拿地销售比"
1.	保利地产	1454	1515	1.04	1054	1116	1.06
2.	招商蛇口	358	751	2.1	288	227	0.79
3.	荣盛发展	382	403	1.05	258	538	2.09
4.	新城控股	775	2074	2.68	355	1571	4.43
5.	金科股份	697	1012	1.45	379	422	1.11
6.	中南建设	520	1138	2.19	432	541	1.25
7.	阳光城	457	522	1.14	269	722	2.68
8.	金地集团	434	557	1.28	375	445	1.19

资料来源:Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理(注:公司按照营收规模排序)

表 11: 2018年上半年板块销售商品、提供劳务获得的现金情况

	证券代码	证券简称	2017H1(亿元)	2018H1(亿元)	同比增长
1.	600606.SH	绿地控股	1659	2345	41%
2.	000002.SZ	万科 A	1514	1806	19%
3.	600048.SH	保利地产	978	1287	32%
4.	001979.SZ	招商蛇口	347	399	15%
5.	600340.SH	华夏幸福	429	369	-14%
6.	000069.SZ	华侨城 A	187	241	29%
7.	601155.SH	新城控股	227	388	71%
8.	002146.SZ	荣盛发展	294	322	10%
9.	600383.SH	金地集团	315	272	-14%
10.	600376.SH	首开股份	244	198	-19%
11.	000656.SZ	金科股份	226	410	82%
12.	000671.SZ	阳光城	227	378	67%
13.	000961.SZ	中南建设	264	409	55%
14.	000402.SZ	金融街	104	72	-31%
15.	600466.SH	蓝光发展	175	222	27%
16.	000732.SZ	泰禾集团	124	189	52%
17.	000537.SZ	广宇发展	39	111	181%
18.	600708.SH	光明地产	99	110	12%
19.	600325.SH	华发股份	83	130	58%

20.	600823.SH	世茂股份	91	92	1%
21.	600208.SH	新湖中宝	111	82	-26%
22.	000540.SZ	中天金融	65	63	-2%
23.	601588.SH	北辰实业	101	126	25%
24.	600657.SH	信达地产	76	81	8%
25.	600239.SH	云南城投	36	47	30%
26.	600266.SH	北京城建	61	63	4%
27.	000031.SZ	中粮地产	70	97	39%
28.	002244.SZ	滨江集团	85	83	-2%
29.	000981.SZ	银亿股份	40	81	101%
30.	000926.SZ	福星股份	49	53	7%
31.	600515.SH	海航基础	72	77	7%
32.	600094.SH	大名城	86	57	-34%
33.	600743.SH	华远地产	45	33	-27%
34.	600177.SH	雅戈尔	68	74	9%
35.	600565.SH	迪马股份	60	103	70%
36.	600663.SH	陆家嘴	29	43	48%
37.	600648.SH	外高桥	45	33	-26%
38.	000042.SZ	中洲控股	40	50	23%
39.	000046.SZ	泛海控股	16	26	61%
40.	002285.SZ	世联行	35	37	8%
41.	600675.SH	中华企业	48	31	-35%
42.	600223.SH	鲁商置业	62	52	-16%
43.	000620.SZ	新华联	44	64	48%
44.	600748.SH	上实发展	38	40	6%
45.	600067.SH	冠城大通	31	33	7%
46.	000090.SZ	天健集团	44	30	-33%
47.	000631.SZ	顺发恒业	14	17	27%
48.	002314.SZ	南山控股	23	27	19%
49.	600322.SH	天房发展	51	20	-60%
50.	600736.SH	苏州高新	31	35	14%
51.	600683.SH	京投发展	20	23	13%
52.	000043.SZ	中航善达	28	24	-16%
53.	000736.SZ	中交地产	43	68	59%
54.	000718.SZ	苏宁环球	22	20	-10%
55.	600393.SH	粤泰股份	18	18	-3%
56.	000667.SZ	美好置业	16	46	197%
57.	600162.SH	香江控股	20	18	-10%
58.	000517.SZ	荣安地产	28	50	77%
59.	600684.SH	珠江实业	18	20	11%
60.	000797.SZ	中国武夷	17	17	1%
61.	600724.SH	宁波富达	29	25	-13%
62.	000036.SZ	华联控股	8	21	171%
63.	600665.SH	天地源	25	38	54%
64.	600240.SH	华业资本	19	13	-27%
65.	600064.SH	南京高科	12	12	-2%
66.	002133.SZ	广宇集团	22	19	-16%
67.	600246.SH	万通地产	11	7	-35%
68.	600649.SH	城投控股	16	32	97%
69.	002305.SZ	南国置业	29	22	-25%
70.	600185.SH	格力地产	10	12	25%
71.	002016.SZ	世荣兆业	7	10	55%
72.	600622.SH	光大嘉宝	10	23	126%
73.	000006.SZ	深振业 A	19	7	-65%
74.	000011.SZ	深物业 A	7	6	-13%
75.	000615.SZ	京汉股份	10	19	79%
76.	600007.SH	中国国贸	13	16	23%
77.	002208.SZ	合肥城建	17	21	24%
78.	600077.SH	宋都股份	22	49	124%
79.	000909.SZ	数源科技	8	8	-2%
80.	600621.SH	华鑫股份	5	5	0%
81.	600604.SH	市北高新	4	3	-38%

82.	600658.SH	电子城	3	10	216%
83.	600503.SH	华丽家族	1	9	659%
84.	600641.SH	万业企业	5	10	86%
85.	600848.SH	上海临港	15	6	-60%
86.	002147.SZ	新光圆成	12	13	14%
87.	000965.SZ	天保基建	6	2	-74%
88.	000679.SZ	大连友谊	6	6	-3%
89.	600807.SH	*ST天业	11	6	-48%
90.	000838.SZ	财信发展	10	21	116%
91.	600638.SH	新黄浦	5	13	185%
92.	600533.SH	栖霞建设	8	12	52%
93.	600639.SH	浦东金桥	13	11	-15%
94.	600463.SH	空港股份	7	4	-43%
95.	600173.SH	卧龙地产	12	14	23%
96.	600225.SH	天津松江	15	8	-44%
97.	000029.SZ	深深房A	6	11	75%
98.	600716.SH	凤凰股份	6	7	27%
99.	000558.SZ	莱茵体育	11	7	-40%
100.	000918.SZ	嘉凯城	3	2	-45%
101.	600895.SH	张江高科	5	5	-16%
102.	600692.SH	亚通股份	4	2	-45%
103.	000514.SZ	渝开发	7	4	-36%
104.	000979.SZ	中弘股份	19	31	62%
105.	600568.SH	中珠医疗	4	3	-33%
106.	000897.SZ	津滨发展	3	6	94%
107.	600773.SH	西藏城投	11	6	-48%
108.	600052.SH	浙江广厦	6	7	33%
109.	603506.SH	南都物业	4	4	12%
110.	000506.SZ	中润资源	2	2	-14%
111.	600791.SH	京能置业	6	4	-31%
112.	000056.SZ	皇庭国际	2	6	211%
113.	600159.SH	大龙地产	2	2	-3%
114.	000573.SZ	粤宏远A	2	4	160%
115.	000608.SZ	阳光股份	4	2	-52%
116.	000014.SZ	沙河股份	5	4	-23%
117.	600215.SH	长春经开	3	3	-4%
118.	000609.SZ	中迪投资	0	0	-73%
119.	000668.SZ	荣丰控股	1	2	105%
120.	000534.SZ	万泽股份	2	3	36%
121.	600095.SH	哈高科	1	1	-8%
122.	600696.SH	ST岩石	1	1	-10%
123.	000616.SZ	海航投资	0	1	141%
124.	000809.SZ	铁岭新城	0	1	561%
125.	600890.SH	中房股份	0	0	-70%
126.	000691.SZ	亚太实业	0	0	-87%
127.	600732.SH	ST新梅	0	0	-64%
128.	600647.SH	同达创业	0	0	-56%
129.	000502.SZ	绿景控股	0	0	-37%

资料来源:Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理(注:公司按照营收规模排序)

行业回归理性, 坚定看多优势地产股

上半年至今, 调控偏紧、部分城市持续加码

- 1、限购、限售城市数量不断增加, 甚至下沉至阜南、三明、丹东、淄博等三四线城市;
- 2、部分城市限售年限被拉长, 由原先的三年增加至五年, 限售范围由商品住宅扩大至公寓;
- 3、西安、上海、长沙、深圳等城市暂停了企业在限制区域购买商品房的权利;

- 4、部分城市一套房、二套房首付比例均不同程度提高，如第一套房贷款首付比例提高到 50%以上，第二套房贷款首付比例提高到 60%以上，贷款利率上浮 20%以上；
- 5、购房人离婚 2 年内申请住房商业贷款或公积金贷款的首付款比例不低于 70%；
- 6、七部委联合整治 30 城的房地产市场；
- 7、北京、上海、深圳相继设定未来保障房供应比例，其中深圳市未来十七年将新增建设各类住房共 170 万套，其中人才住房、安居型商品房和公共租赁住房总量不少于 100 万套，占房屋供应比例的 60%；
- 8、因地制宜推进棚改货币化安置：库存不足的城市，住房安置；库存量较大的城市，继续货币化安置；8 月 30 日，长春市下发《关于取消棚改项目货币化安置购房奖励政策的通知》称，为加强房地产市场调控，稳定商品房销售价格，鼓励被征收人选择房屋安置；新启动实施的棚改项目取消货币化安置购房奖励政策，鼓励新建一定数量的回迁安置住房；
- 9、深圳楼市新政落地，除限售、暂停企业购房外，还包括购房人离婚 2 年内申请住房商业贷款或公积金贷款首付比例不低于 70%执行；各类新供应用地上建设的商务公寓一律只租不售且不得改变用途；
- 10、7 月 31 日政治局会议首次明确提出“坚决遏制房价上涨”。

表 12: 近期有关棚改货币化的新闻报道

新闻导向	日期	新闻来源	标题	观点
棚改货币化将会“踩刹车”	2018 年 7 月 12 日	人民网	住建部：扎实推进棚改工作，各地要因地制宜地推进棚改货币化安置	库存不足的城市，住房安置
	2018 年 7 月 7 日	钱江晚报	棚改货币化安置比例将受到一定限制	“去库存”任务早已完成，从库存量过高变成供应量不足。今年以来，杭州的货币化安置比例已明显下降，过去对于货币化安置的一些补贴和奖励措施也面临调整，重新鼓励实物安置。
	2018 年 7 月 6 日	经济观察报	多个鬼城如今一房难求 棚改货币化安置使命完成	常州、沈阳、鄂尔多斯等城市实行 100%货币化安置，去库存效果明显，去库存已不是主要矛盾。
	2018 年 6 月 30 日	华夏时报	三四线楼市涨势会因此而缓？货币化棚改变道	中国社科院财经战略研究院副研究员邹琳华接受《华夏时报》记者采访时表示，尽管由于供给增加的滞后性，2018 年三四线城市的降温不会特别显著，甚至还可能惯性上涨，但涨势肯定要下降，2019 年可能出现局部降价。
	2018 年 06 月 28 日	财经网	尹中立：棚改货币化目的完成 房地产去库存政策应退出	尹中立（中国社会科学院金融所房地产研究中心主任）认为，对于房价涨幅居前的三四线城市，应该停止土地拆迁的货币化补偿政策，减少或停止棚户区改造的货币化安置。对于住房市场平稳的城市，可以采取逐步退出房地产去库存政策的方式。
	2018 年 6 月 27 日	第一财经	棚改货币化安置应适时退潮	棚改高比例货币化安置作为特定期限为了特定目的而施行，如今房地产去库存目的已经完成，而且随着房价的大幅上涨，其负面影响正日益显现，此时棚改货币化安置无疑需要降温。
	2018 年 06 月 26 日	中财网	涨价去库存走到十字路口：棚改，危险的信号	棚改货币化是一个趋严的趋向，但不会暂停
棚改货币化将继续“踩油门”	2018 年 7 月 12 日	人民网	住建部：扎实推进棚改工作，各地要因地制宜地推进棚改货币化安置	库存量较大的城市，继续货币化安置
	2018 年 7 月 6 日	法务金融	国务院开展 2018 大督查！强力推进对内改革政策落实！	国务院发布《关于开展 2018 年国务院大督查的通知》强调在“保障和改善民生”方面，“启动新的三年棚改攻坚计划，落实 2018 年开工 580 万套任务情况”。
	2018 年 7 月 5 日	搜狐财经	棚改货币化收紧地方还可发债，房价不会下跌	谢国忠，前摩根士丹利董事总经理，表示棚改政策的本质是为了拯救三四线城市的房价，针对三四线的去库存就是短期的救市，是为了充足三四线城市的财政。
	2018 年 7 月 5 日	中国经济导报	为什么坚持棚改货币化	棚改货币化对住房市场影响有限，投资性住房需求才是驱动房价迅速上涨的重要因素。相对于“一刀切”的实物安置，货币化安置给了家庭选择是否购房的自由，在提升资金使用效率、增加家庭储蓄、减轻家庭负债、增加家庭创业和工商业资产、提高家庭投资性收入提升家庭消费水平等方面具有重要意义。特别是，在当前多套房比例居高居下的情况下，应该继续坚持棚改货币化安置。

资料来源：钱江晚报、经济观察报、华夏时报、财经网、第一财经、中财网、法务金融、搜狐财经、中国经济导报、国信证券经济研究所整理

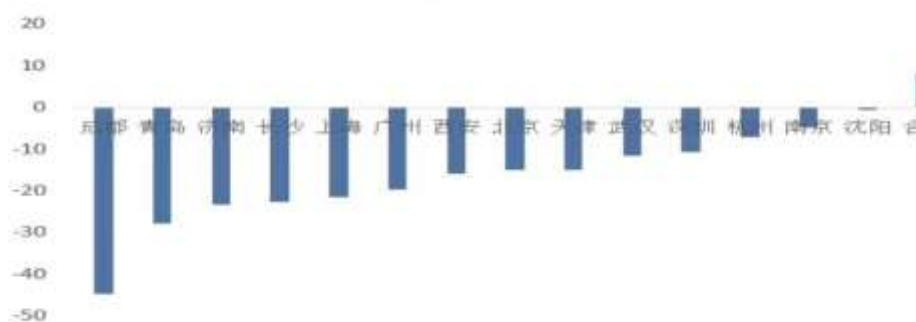
行业回归理性

在房地产调控持续深化、精细化的背景下，各地楼市降温，逐步回归理性，已率先在微观数据及案例、媒体及舆论层面有所反映：

1、2018 年上半年呈现出的房价爆发式上涨趋势正逐步得到缓和：从新建商品住宅累计销售额/累计销售面积得出的房价口径来看，2018 年上半年，尤其是 1-4 月期间房价涨势明显，2017 年末至 2018 年 4 月间，四个月内全国商品住宅房价涨幅达 9.7%，而随后 4 月至 7 月间，房价涨幅回落至 1.8%；从区域数据来看，东北区域、中部区域、西部区域、东北区域商品住宅房价增速也出现不同程度下滑，逐步趋于稳定状态；

2、现任链家研究院院长杨现领博士 7 月中旬表示“经纪人预期已被验证是非常明确的领先指标，从三季度 3 万职业经纪人的调查样本来看，市场后续压力将显著加大”，二手房市场将进入下行周期；

图 19: 15 城第三季度经纪人市场预期指数



资料来源：贝壳研究院、国信证券经济研究所整理

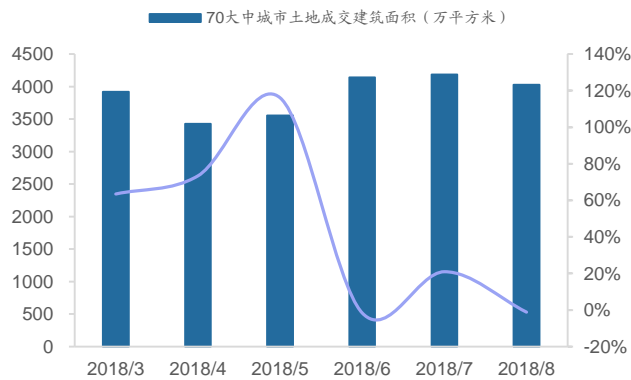
3、微信公众号“真叫卢俊”7月9日文章《上海楼市的艰难，远超出我的想象》被刷屏；

4、7月18日，天健公馆在大中华喜来登摇号开盘，现场推出 165 套房，备案均价 9.4 万/平方米，最后售出了 131 套，去化率约 80%，之前获得摇号资格的 435 位购房者，有 7 成购房者选择了放弃，最后还剩余 34 套没有销售完；

5、据每日经济新闻报道：7月23日上海杨浦区一块地理位置和交通配套优势明显、起拍价 45 亿元的地块流拍；

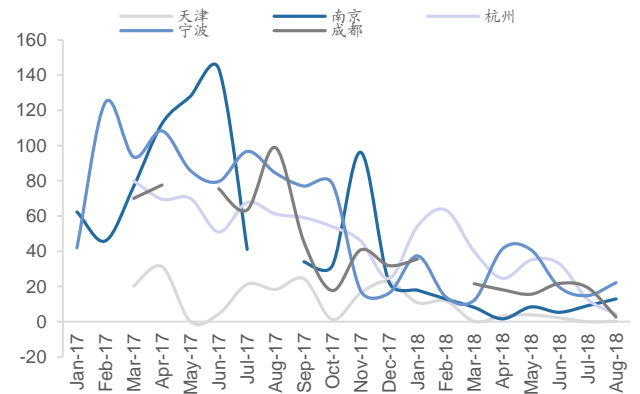
6、土地市场逐渐降温:据万家房产网 7 月 25 日报道：7 月全国 23 场土拍 共 41 宗土地流拍，北京、上海、合肥等热门城市热门地块无人问津，土地市场逐渐降温；下半年以来，土地成交建筑面积同比增速下滑明显，由 5 月份 116% 下滑至-1%；热点城市住宅用地溢价率持续下降；中指院数据显示，7 月份全国 300 城住宅用地成交均价下降幅度接近两成，溢价率较去年同期下降 22 个百分点；

图 20: 70 大中城市土地成交情况



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 21: 部分热点城市住宅用地平均溢价率



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

7、自媒体爆料: 部分城市出现“断供”, 以广州为例, 部分机构打包了百来套广州辖区内的断供二手房源, 所有房源的出货价均是评估价的 85 折, 而报价则是市场价的 8 折。断供房源, 大多来源于广州一些高杠杆买房的炒房客, 在调控趋严、银行严查资金下他们无奈选择了断供弃房;

8、媒体爆料: 一些地方的新房、二手房均出现“降价”。据报道, 广州、深圳等地楼盘相继推出特价促销活动, 降价幅度基本在 5000 元/平, 有些楼盘总价甚至优惠在 100 万以上; 一线及重点二线城市二手房价格都出现不同程度下跌, 据地产情报站统计, 重点 13 城中, 7 月份北京、南京、济南 3 城均价环比基本持平, 其余 10 城均价环比下跌。其中, 西安环比下跌 4.5%, 跌幅最大。武汉, 青岛, 长沙, 天津及成都均价环比分别下跌 2.9%, 2.9%, 2.7%, 2.6%, 2.3%。甚至上海均价跌幅这两个月也在持续扩大, 7 月均价水平降至 2017 年以来的最低。

前 8 个月, 大部分优势地产股 (包括内房股) 的销售增速显著不如去年同期, 但股价也出现了较大幅度的下跌, 股价表现可能已经反映了股票投资者担忧优势地产股未来有可能会经历一段“销售面+政策面”双杀的时间窗口。

表 13: 2018 年 1-8 月 TOP30 房企销售统计

序号	房企	2018 年 1-8 月销售额 (亿元)	2018 年 1-8 月同比增速	2017 年 1-8 月同比增速	增长变化 (百分点)
1	碧桂园	5051	33%	112%	-79
2	万科	3881	11%	47%	-36
3	中国恒大	3851	20%	37%	-17
5	融创中国	2679	63%	111%	-48
4	保利地产	2668	43%	36%	8
6	绿地控股	1863	13%	14%	0
7	中海地产	1740	23%	27%	-4
8	新城控股	1373	115%	66%	49
9	龙湖集团	1316	14%	105%	-91
10	华润置地	1210	38%	23%	15
12	招商蛇口	1030	48%	68%	-20
11	华夏幸福	1025	16%	16%	-1
13	世茂房地产	1003	72%	31%	41
16	阳光城	930	87%	121%	-35
18	中南建设	922	61%	149%	-89
14	绿城中国	917	16%	30%	-15
15	旭辉集团	917	51%	68%	-17
20	金地集团	881	-2%	49%	-51
17	中国金茂	863	157%	14%	143
19	泰禾集团	865	93%	119%	-26
22	正荣集团	846	78%	73%	5
21	富力地产	845	49%	32%	17

23	金科集团	792	111%	86%	25
24	中梁地产	769	69%	149%	-80
25	融信地产	749	209%	5%	204
28	蓝光发展	614	70%	70%	1
26	雅居乐	603	20%	43%	-23
27	龙光集团	491	82%	42%	39
30	滨江集团	581	95%	48%	47
29	远洋集团	573	41%	40%	1

资料来源：克而瑞、公司公告、国信证券经济研究所整理

坚定看多优势地产股

2018年下半年行业基本面将回归理性，类似上半年那样的过热情形，包括新房销售异常高企的去化率、摇号购房时的抢房、土地拍卖不断飙升的溢价率……，都将逐渐消停，回到政府所希望的理性、温和状态；中国房地产行业具备强大的韧性，我们预计未来一年，三、四线城市的销量、房价会略有降温，但远谈不上失速，行业集中度提升将导致优势地产股的合同销售仍有望保持显著增长，他们的盈利能力大概率不会显著恶化，而一、二线城市在现有调控政策压制下，房价可控，不会有太大的调控加码的压力。

我们是全市场唯一在1月份高点开始提示调整风险并在2-6月份持续偏谨慎的卖方，《区瑞明地产A股小周期理论框架》在2018年上半年再次得到了很好的验证。根据该框架，于今年7月底再次翻多，认为行业回归理性，基本面的理性和韧性将利好在基本面过热阶段股价已暴跌并腰斩的优势地产股，未来一年买优势地产股具备进可攻、退可守的优点：①进可攻——经济稳增长压力大，房地产调控有望适度松绑，买地产股赚估值的钱；②退可守——买地产股赚业绩增长的钱。推荐保利、新城、中国恒大、万科、华夏幸福、招商蛇口、龙光地产、中南建设、荣盛发展、阳光城、世联行、旭辉控股、中洲控股、宝龙地产、华侨城A等。

风险提示

若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期，或公司销售增长失速。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032