

分析师：费瑶瑶
执业证书：S0380518040001
联系电话：0755-82830333 (107)
邮箱：feiyi@wanhesec.com

研究助理：沈彦东
联系电话：0755-82830333 (195)
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：熊浩
联系电话：0755-82830333 (197)
邮箱：xionghao@wanhesec.com

近一年指数涨跌幅 (%)



请扫码关注微信公众号



土地购置支撑房地产开发投资，行业集中度进一步提升

——2018年房地产中报综述

主要观点：

土地购置费增速较快，拉动房地产开发投资上涨。今年上半年房地产开发投资完成额为55530亿元，同比增加9.7%，上半年房地产开发投资完成额增速同比去年小幅提升，单月增速重回或接近两位数。细分拆开上半年房地产开发投资完成额累计值，建筑工程、土地购置、安装工程、设备工器具购置与其它等费用同比增速分别为-4.6%、74.4%、-8.5%、-2.7%与-2.4%。受益于去年房地产销售向好，资金回笼快，上半年土地购置费增速较快。上半年房地产开发投资增速主要由土地购置费贡献，贡献率超过100%。

行业集中度进一步提升，房企规模化热情不减。行业销售金额排前10、20、50、100的房企近年来销售金额持续快速增长。根据中国指数研究院数据，上半年共有138家房地产企业销售额超过50亿元，合计实现显示销售额49743亿元，平均销售额361亿元，同比增长25.6%；市场占比达到76.4%，同比提升15.2个百分点。

板块及样本企业营收与归母净利润增速依旧保持在较高水平。2018年上半年房地产行业样本和申万一级行业房地产板块公司营业收入分别为5329.54、7715.68亿元，同比分别增长31.88%、22.77%；样本与板块归母净利润分别为513.53、848.53亿元，同比分别增长42.95%、41.41%。

行业杠杆率提升。2018年上半年板块整体资产负债率为80.01%，环比2017年上升0.9356个百分点，近年来板块杠杆率呈现缓慢逐步提升趋势。**板块净负债率提升，**2018年上半年板块整体净负债率为105%，环比2017年上升4个百分点。

投资策略：行业优质上市中大型房企在拿地、融资成本等方面优势明显，经营销售下行风险较小，加之目前估值相对较低，具有一定的配置价值，建议持续关注规模靠前、高周转、业绩确定性大的优质龙头房企，以及紧跟国家政策把握粤港澳大湾区主题的结构化机会。

风险提示：行业销售波动；政策调控导致经营风险（棚改政策转向、房地产税出台等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）；企业运营风险（施工风险、土地储备进展不顺等）。

目录

一、上半年行业整体运行平稳	1
(一) 土地购置拉动房地产开发投资上涨	1
(二) 房地产销售、新开工增速下滑	2
(三) 行业集中度提升, 房企规模化热情不减	3
二、房地产板块及样本中报业绩解析	5
(一) 板块及样本企业营收与归母净利润增速依旧保持在较高水平	5
(二) 存货规模持续提升, 周转率同比小幅下滑, 周转天数同比增多	6
(三) 销售毛利率提升, 融资成本提高	8
(四) 杠杆率提升, 开发合作项目比例提升	9
三、板块行情与估值	12
四、投资策略	14
五、风险提示	14

图表目录

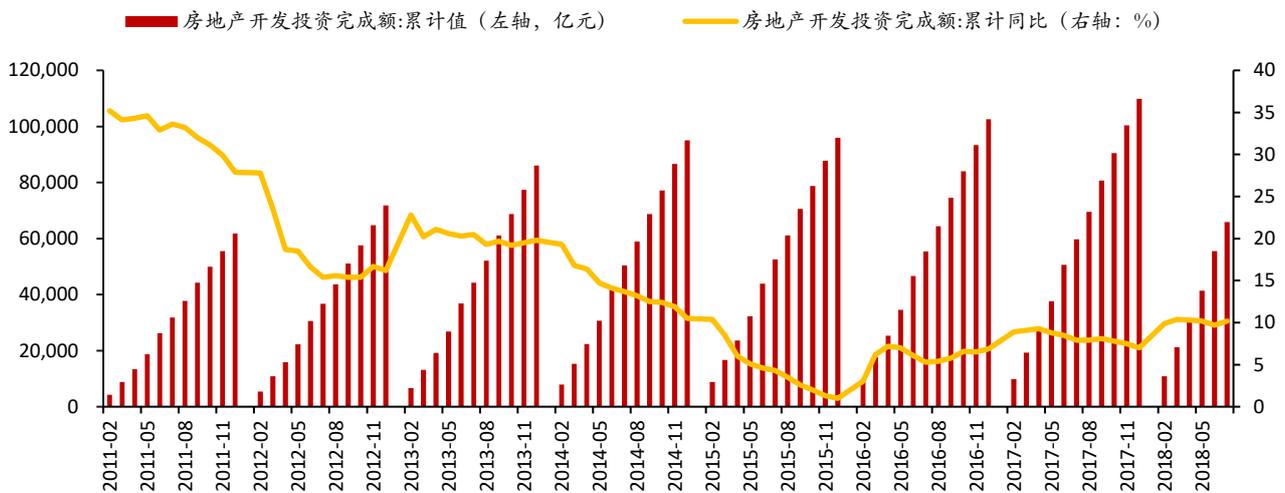
图表 1 房地产开发投资完成额累计值	1
图表 2 房地产开发投资完成额构成累计值 (亿元)	2
图表 3 房地产开发投资完成额构成累计值同比增速 (%)	2
图表 4 土地购置费累计及同比增速	2
图表 5 土地购置面积及同比增速	2
图表 6 施工竣工面积情况	3
图表 7 商品房销售面积累计值与同比增速	3
图表 8 商品房销售额累计额与同比增速	3
图表 9 销售金额排行业前 100 的房企销售金额情况	4
图表 10 销售金额排前 100 的房企市场份额	4
图表 11 行业板块、样本营业收入及增速	5
图表 12 板块、样本归母净利润及增速	6
图表 13 样本公司上半年营业总收入与归母净利润	6
图表 14 板块存货及同比增速情况	7
图表 15 2018H1 样本企业存货及同比增速	7
图表 16 板块存货周转天数及存货周转率	8
图表 17 2018H1 样本企业存货周转天数及存货周转率	8
图表 18 板块销售毛利率 (%)	8
图表 19 2018H1 样本企业销售毛利率 (%)	8
图表 20 财务费用占营业总收入比重	9
图表 21 2018H1 样本企业财务费用/营业收入情况 (%)	9
图表 22 板块资产负债率 (%)	10
图表 23 2018H1 样本企业资产负债率 (%) 及环比情况	10
图表 24 板块净负债率 (%)	10
图表 25 2018H1 样本企业净负债率 (%) 及环比情况	10
图表 26 板块现金流量情况	11
图表 27 2018H1 样本企业现金流量净额情况 (亿元)	11
图表 28 板块少数股东权益占股东权益比例 (%)	12
图表 29 2018H1 样本企业少数股东权益占股东权益比例及同比	12
图表 30 近一年沪深 300 与申万一级房地产指数涨跌幅	12
图表 31 近一年申万一级行业涨跌幅 (%)	13
图表 32 申万一级行业 PE (TTM)	13
图表 33 房地产板块、上证指数与沪深 300 PE 情况	14

一、上半年行业整体运行平稳

(一) 土地购置拉动房地产开发投资上涨

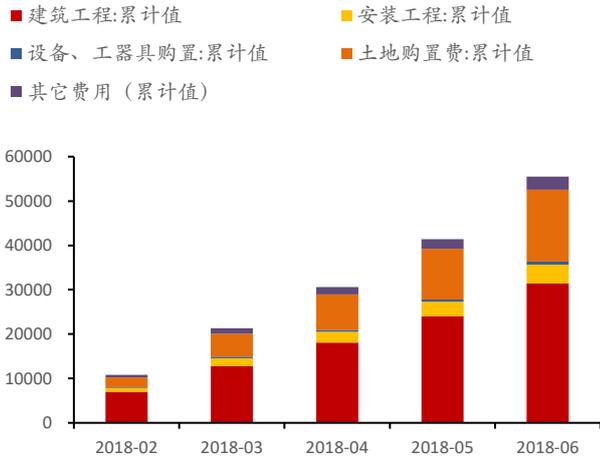
土地购置费增速较快，拉动房地产开发投资上涨。今年上半年房地产开发投资完成额为 55530 亿元，同比增加 9.7%，上半年房地产开发投资完成额增速同比去年小幅提升，单月增速重回或接近两位数。细分拆开上半年房地产开发投资完成累计值，建筑工程、土地购置、安装工程、设备工器具购置与其它等费用分别为 31388、16236、4268、697 与 2942 亿元，同比增速分别为-4.6%、74.4%、-8.5%、-2.7%与-2.4%。受益于去年房地产销售向好，资金回笼快，上半年土地购置费增速较快。上半年房地产开发投资增速主要由土地购置费贡献，贡献率超过 100%。上半年土地购置面积累计值为 11085 万平方米，同比增长 7.2%。

图表 1 房地产开发投资完成额累计值



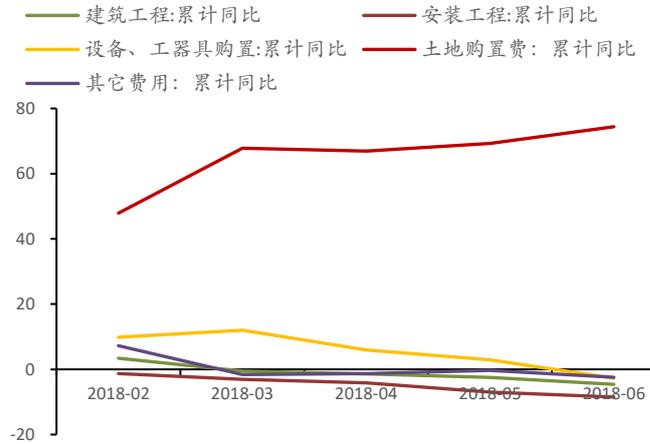
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 2 房地产开发投资完成额构成累计值 (亿元)



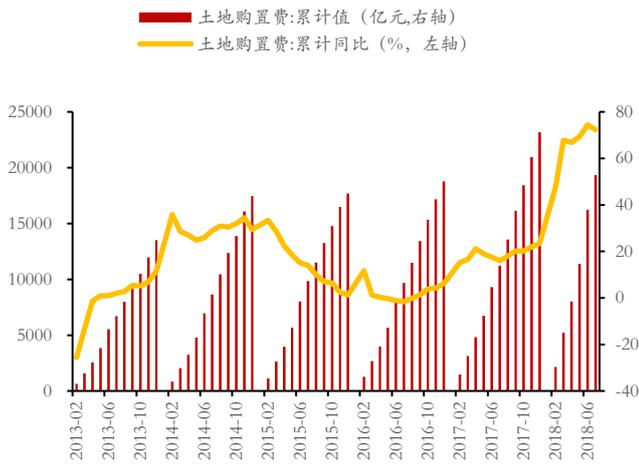
数据来源: wind, 万和证券研究所

图表 3 房地产开发投资完成额构成累计值同比增速 (%)



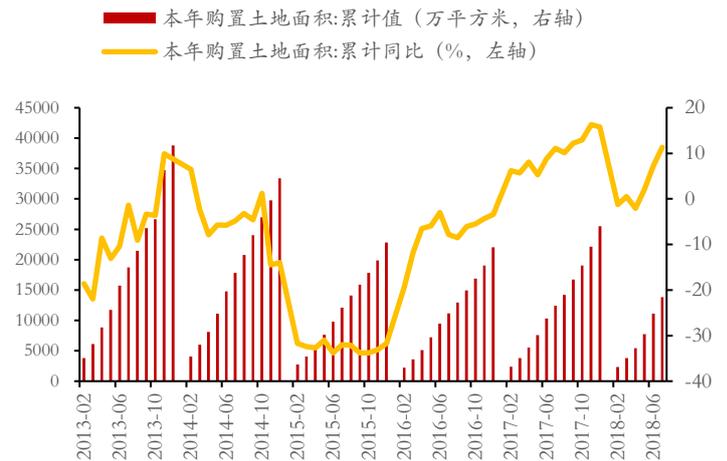
数据来源: wind, 万和证券研究所

图表 4 土地购置费累计及同比增速



数据来源: wind, 万和证券研究所

图表 5 土地购置面积及同比增速

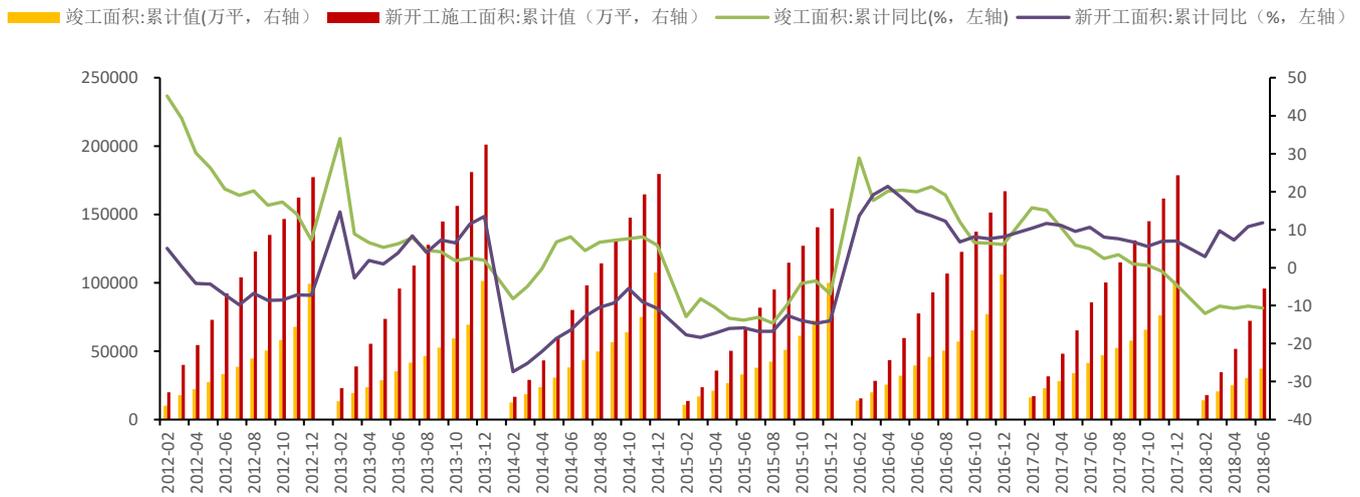


数据来源: wind, 万和证券研究所

(二) 房地产销售、新开工增速下滑

上半年房地产竣工面积累计为 3.7 亿平方米, 同比-10.6%; 新开工施工面积 9.58 亿平方米, 同比+11.8%。

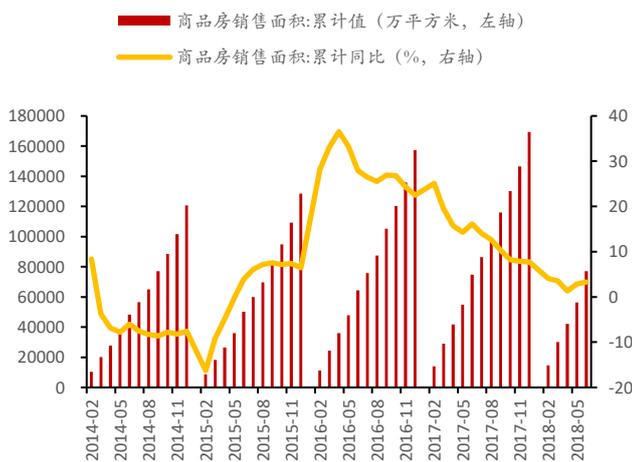
图表 6 施工竣工面积情况



资料来源：Wind，万和证券研究所

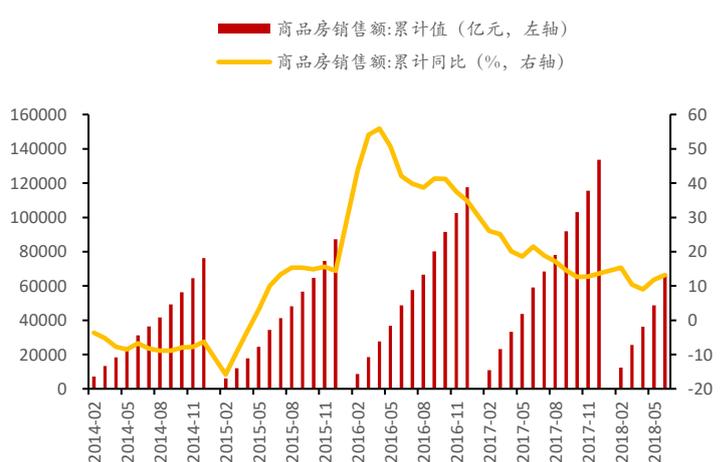
商品房销售面积与金额增速下滑。上半年商品房累计销售面积为 7.71 万亿平方米，同比增长 3.3%；商品房累计销售金额为 6.69 万亿元，同比增长 13.2%。商品房累计销售面积小幅增长，同比增速较去年回落明显；商品房累计销售额保持两位数增速，但增速呈现温和下降态势。

图表 7 商品房销售面积累计值与同比增速



数据来源：wind，万和证券研究所

图表 8 商品房销售额累计额与同比增速



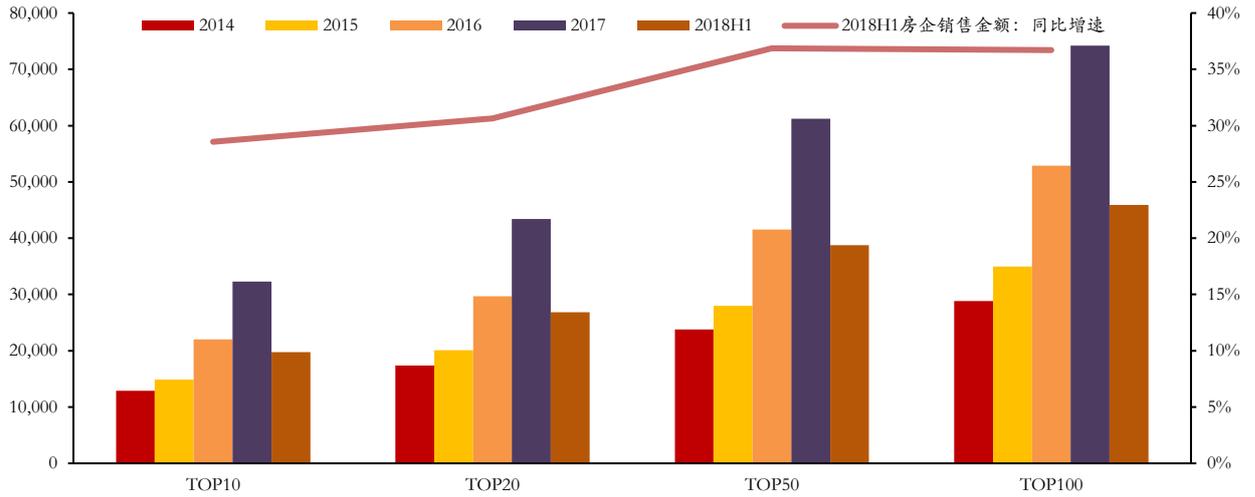
数据来源：wind，万和证券研究所

(三) 行业集中度提升，房企规模化热情不减

行业集中度进一步提升，房企规模化热情不减。行业销售金额排前 10、20、

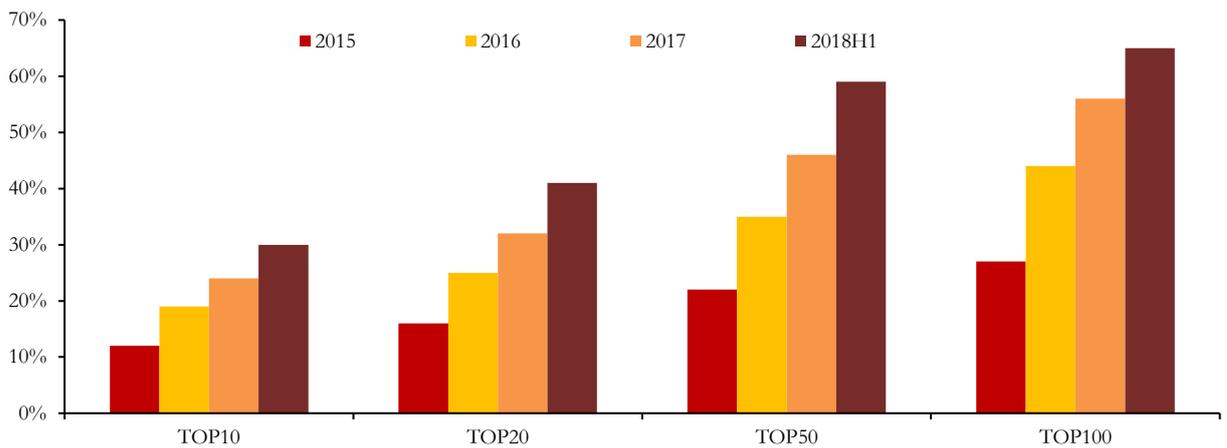
50、100 的房企近年来销售金额持续快速增长，根据中国指数研究院数据显示，上半年共有 138 家房地产企业销售额超过 50 亿元，合计实现销售额 49743 亿元，平均销售额 361 亿元，同比增长 25.6%；市场占比达到 76.4%，同比提升 15.2 个百分点。

图表 9 销售金额排行行业前 100 的房企销售金额情况



资料来源：中国指数研究院，万和证券研究所

图表 10 销售金额排前 100 的房企市场份额



资料来源：中国指数研究院，万和证券研究所

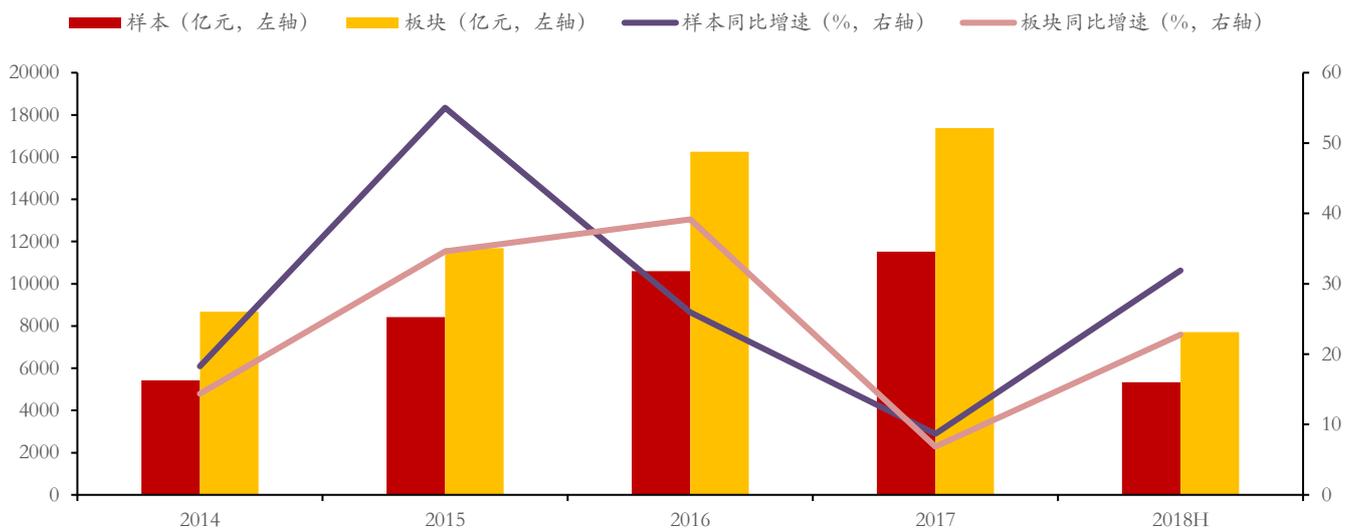
二、房地产板块及样本中报业绩解析

样本选取。我们选取 2018 年中报营业收入排名前 15 的绿地控股、万科 A、保利地产、华夏幸福、招商蛇口、荣盛发展、首开股份、新城控股、金科股份、中南建设、阳光城、金地集团、华侨城 A、泰禾集团、世茂股份为我们重点观测的样本。

(一) 板块及样本企业营收与归母净利润增速依旧保持在较高水平

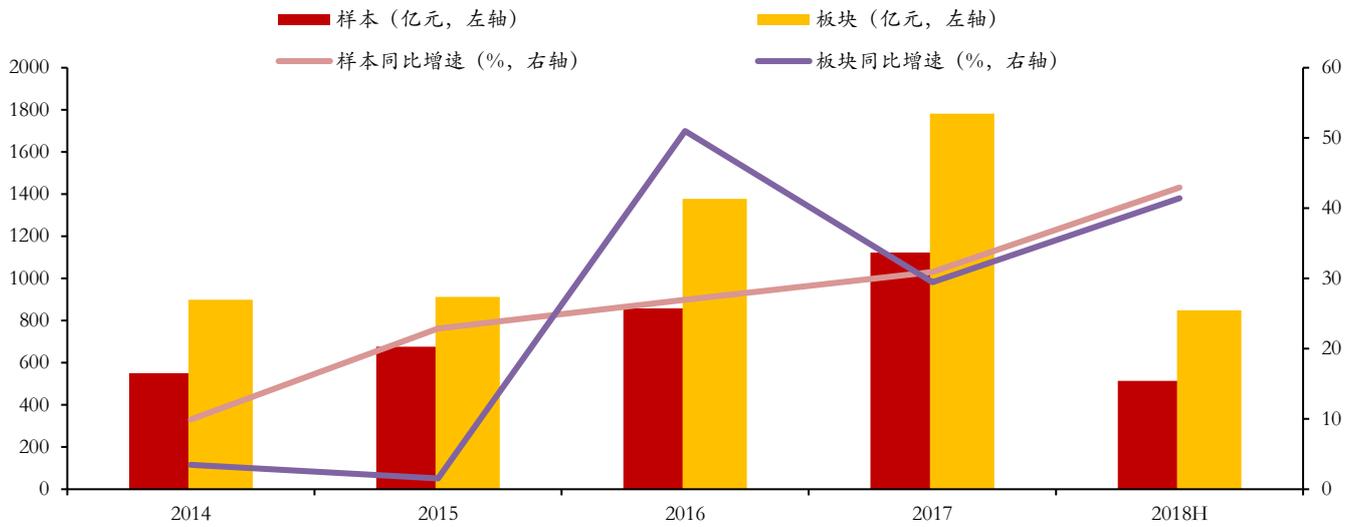
板块及样本企业营收与归母净利润增速依旧保持在较高水平。2018 年上半年房地产行业样本和申万一级行业房地产板块公司营业收入分别为 5329.54、7715.68 亿元，同比分别增长 31.88%、22.77%；样本与板块归母净利润分别为 513.53、848.53 亿元，同比分别增长 42.95%、41.41%。行业样本与板块上半年的营收增速跟过去年份相比，增速水平中等，环比 2017 年有较大改善。行业样本和板块上半年的归母净利润增速得益于前期利润率较高的项目进入结算期而大幅增加，样本与板块盈利能力均处于较高水平。样本的营收增速与归母净利润增速表现均优于板块，样本企业规模效应凸显，经营高周转、高杠杆成为这些房企盈利能力提升的重要因素。

图表 11 行业板块、样本营业收入及增速



资料来源：wind，万和证券研究所

图表 12 板块、样本归母净利润及增速



资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 13 样本公司上半年营业总收入与归母净利润

证券名称	2018H1 营业总收入 (亿元)	2018年H1 营业总收入同比增速(%)	2018H1 归母净利润 (亿元)	2018年H1 归母净利润同比增速(%)
绿地控股	1580.56	25.33	60.56	30.02
万科A	1059.75	51.80	91.24	24.94
保利地产	595.36	9.28	65.05	15.13
华夏幸福	349.74	57.13	69.27	29.05
招商蛇口	209.88	6.60	71.17	97.54
荣盛发展	193.88	44.51	22.47	33.38
首开股份	175.45	57.09	13.80	337.42
新城控股	157.58	39.10	25.38	122.81
金科股份	155.46	49.26	6.67	46.33
中南建设	153.16	20.89	9.27	180.08
阳光城	152.08	102.10	10.31	214.27
金地集团	151.11	18.78	23.95	107.83
华侨城A	147.18	6.74	20.14	16.16
泰禾集团	126.88	42.12	9.83	22.39
世茂股份	121.48	20.35	14.42	3.26

资料来源: Wind, 万和证券研究所

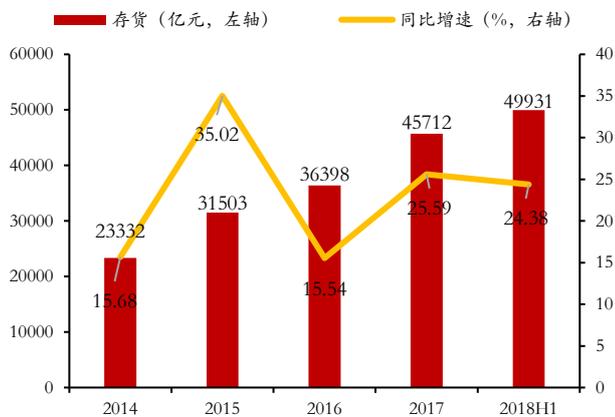
(二) 存货规模持续提升, 周转率同比小幅下滑, 周转天数同比增多

存货规模持续提升。2018 年上半年板块存货为 4.99 万亿元, 同比增长 24.38%, 板块存货规模持续增长, 增速保持较高水平。2018 年样本企业中有 11 家存

货同比增速超过板块水平，华侨城、新城控股与招商蛇口存货增长速度远高于板块水平。这 15 家样本企业存货共计 2.55 万亿，占整个板块存货比例为 65.61%，同比去年的 63.53% 增加 2.08 个百分点，样本企业规模持续扩张带来存货规模的高速增长。

存货周转率同比小幅下滑，周转天数同比增多。2018 年上半年板块存货周转天数平均为 1634 天，同比增长 78 天；存货周转率为 0.11，同比减少 0.1。2018 年上半年行业样本企业中，除了绿地控股与世茂股份，其它公司的存货周转天数均高于板块平均水平，存货周转率均低于或接近于板块平均水平。因为样本企业项目和土地总量较多，提升周转率或减少存货周转天数不易，值得注意的是，招商蛇口与华侨城存货周转天数同比分别提升了 1212、1358 天，招商蛇口、新城控股与华侨城 A 周转率同比分别下降 0.05、0.04、0.04。

图表 14 板块存货及同比增速情况



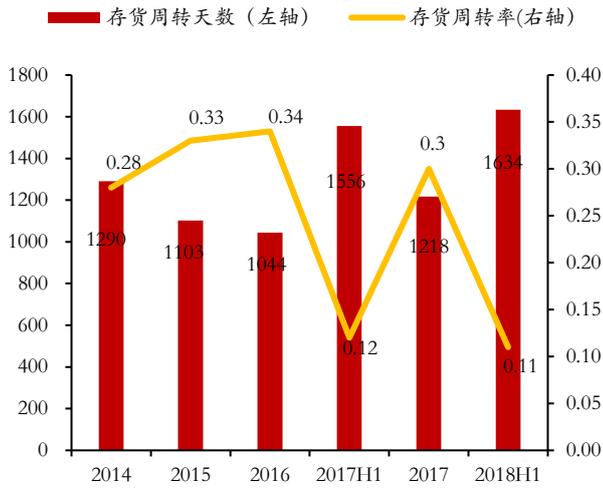
图表 15 2018H1 样本企业存货及同比增速



资料来源：wind，万和证券研究所

资料来源：wind，万和证券研究所

图表 16 板块存货周转天数及存货周转率



资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 17 2018H1 样本企业存货周转天数及存货周转率

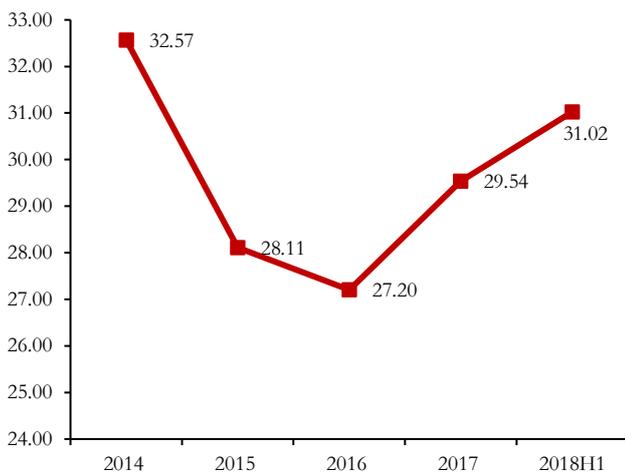


资料来源: wind, 万和证券研究所

(三) 销售毛利率提升, 融资成本提高

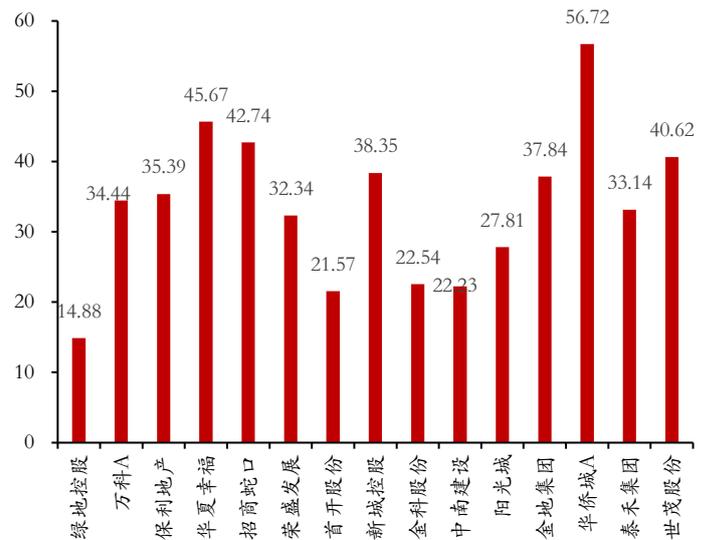
销售毛利率提升。2018 上半年房地产板块销售毛利率为 31.02%，环比 2017 年增加 1.48 个百分点；观测的 15 家样本房企中，有 10 家房企上半年销售毛利率超过板块平均水平，其中华侨城、华夏幸福与招商蛇口等房企销售毛利率较高，远超行业水平，获利能力较强。

图表 18 板块销售毛利率 (%)



资料来源: wind, 万和证券研究所

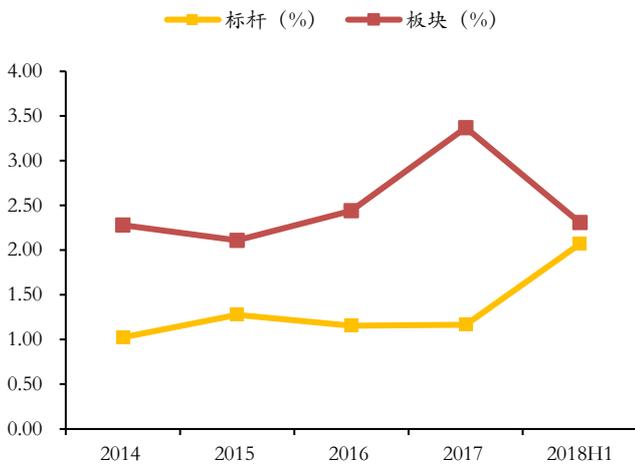
图表 19 2018H1 样本企业销售毛利率 (%)



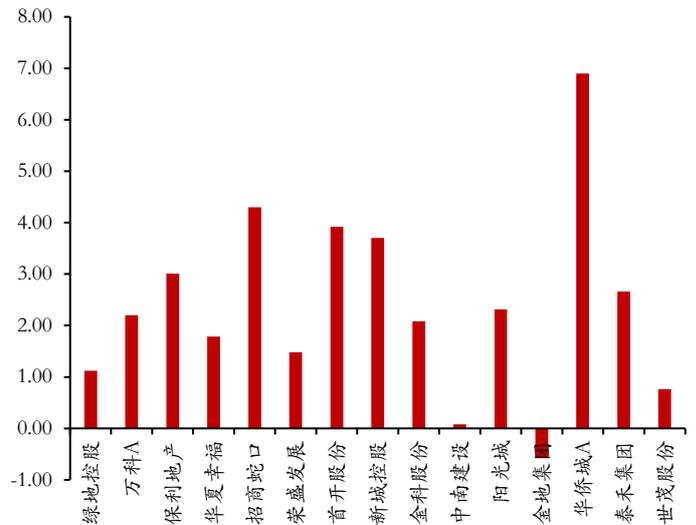
资料来源: wind, 万和证券研究所

利息支出增加，融资成本提升。2018H1 房地产板块财务费用占营业收入比重为 2.31%，环比 2017 年下降 1.06 个百分点；样本企业财务费用占营业收入比重为 2.07%，环比 2017 年上升 0.9 个百分点。上半年在去杠杆、融资政策收紧的大环境下，房地产行业整体呈现融资难、融资成本提高的状态，而样本企业随着自身经营项目规模的扩大，项目周转速度放缓，利息支出增加。

图表 20 财务费用占营业总收入比重



图表 21 2018H1 样本企业财务费用/营业收入情况 (%)



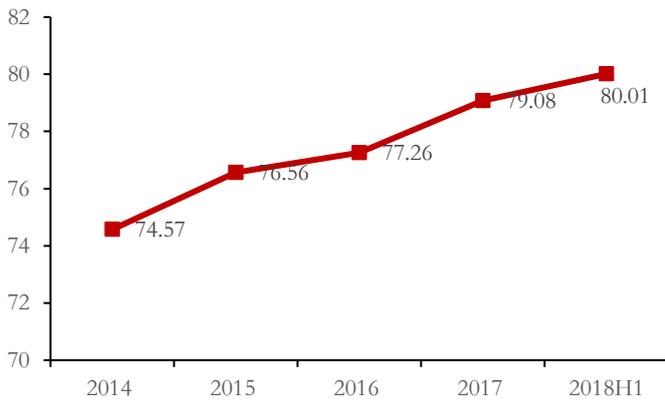
资料来源：wind，万和证券研究所

资料来源：wind，万和证券研究所

(四) 杠杆率提升，开发合作项目比例提升

资产负债率持续提升。2018 年上半年板块整体资产负债率为 80.01%，环比 2017 年上升 0.9356 个百分点，近年来板块杠杆率呈现缓慢逐步提升趋势；样本企业中，有 10 家企业资产负债率超过行业平均水平，中南建设、绿地控股和新城控股资产负债率较高，同时有 10 家企业资产负债率环比 2017 年有所提升，招商蛇口、金地集团和华侨城资产负债率环比提升较大。

图表 22 板块资产负债率 (%)



图表 23 2018H1 样本企业资产负债率 (%) 及环比情况

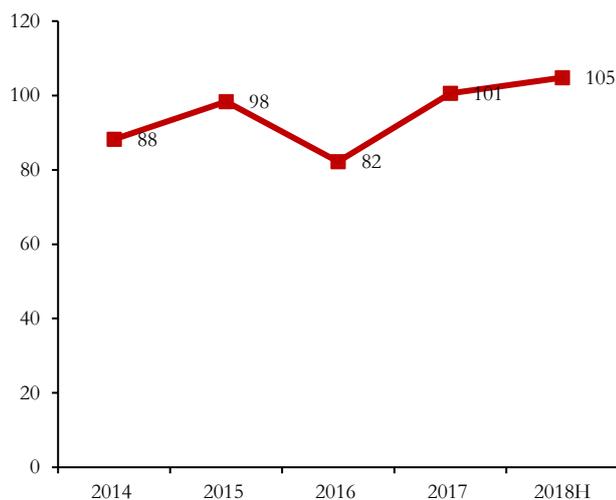


资料来源: wind, 万和证券研究所

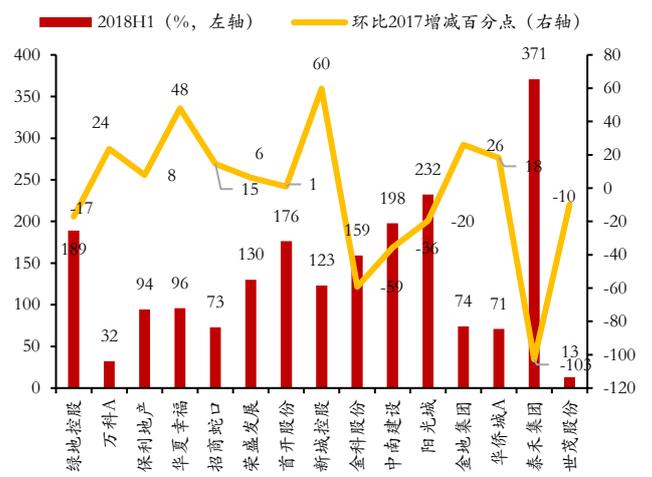
资料来源: wind, 万和证券研究所

板块净负债率提升, 样本公司净负债率变动情况分化。2018 年上半年板块整体净负债率为 105%, 环比 2017 年上升 4 个百分点。样本公司中, 绿地控股、泰禾集团、阳光城和中南建设的净负债率较高, 从净负债率变动情况来看, 不同公司分化比较大。上期净负债率较高的公司为提升稳健经营能力, 降低风险, 选择主动降低净负债率, 比如泰禾集团、阳光城与中南建设, 上期净负债率基数较低、经营稳健的公司上半年为继续扩张规模多拿地而增加杠杆提升了净负债率。

图表 24 板块净负债率 (%)



图表 25 2018H1 样本企业净负债率 (%) 及环比情况



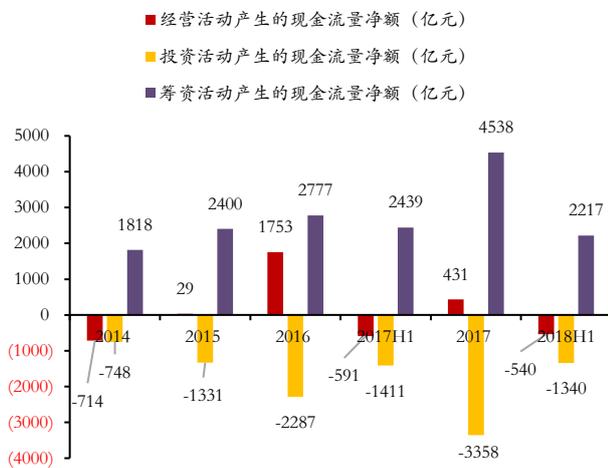
资料来源: wind, 万和证券研究所

资料来源: wind, 万和证券研究所

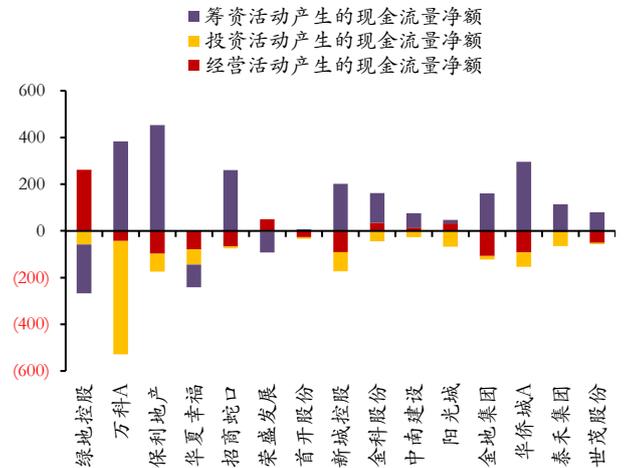
现金流状况同比并未有较大改善。2018 年上半年板块整体经营活动、投资活

动与筹资活动产生的现金流净额分别为-540、-1340 和 2217 亿元，分别同比 2017 年上半年减少净流出 51 亿元、减少净流出 71 亿元、减少净流入 222 亿元。上半年板块现金流状况同比并未太大改善，经营活动产生的净现金流量为负与房企集中在年初较大力度拿地、推盘销售量较小有关；合作拿地与并购项目使房企投资活动产生的净现金流出规模扩大；筹资活动产生的净现金流入虽然同比去年小幅减少，但依旧处于高水平，近两年来行业规模扩大，融资规模相应提升，导致筹资活动产生的净现金流入也对应增多。

图表 26 板块现金流量情况



图表 27 2018H1 样本企业现金流量净额情况 (亿元)

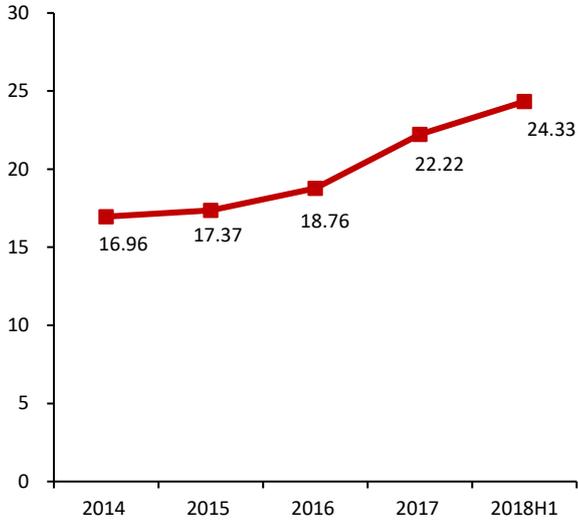


资料来源：wind，万和证券研究所

资料来源：wind，万和证券研究所

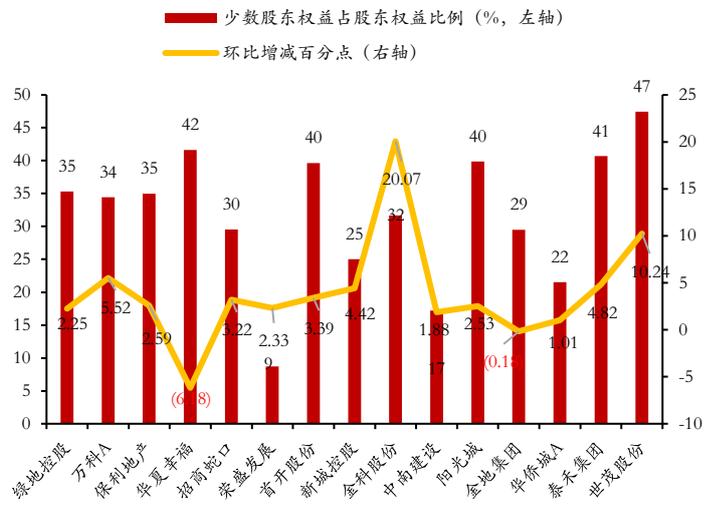
合作、并购项目占比提升。2018 年上半年板块少数股东权益占股东权益比例为 24.33%，环比增加 2.11 个百分点，近年来房企合作、并购开发项目占比提升，少数股东权益提升较快，少数股东权益占股东权益比例持续增长。样本企业中有超过 11 家企业少数股东权益占股东权益比例超过板块平均水平并且多数企业远超板块平均水平；13 家企业少数股东权益占股东权益比例环比增加，金科股份、世茂股份、万科 A 等环比增加百分点较大。

图表 28 板块少数股东权益占股东权益比例 (%)



资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 29 2018H1 样本企业少数股东权益占股东权益比例及同比

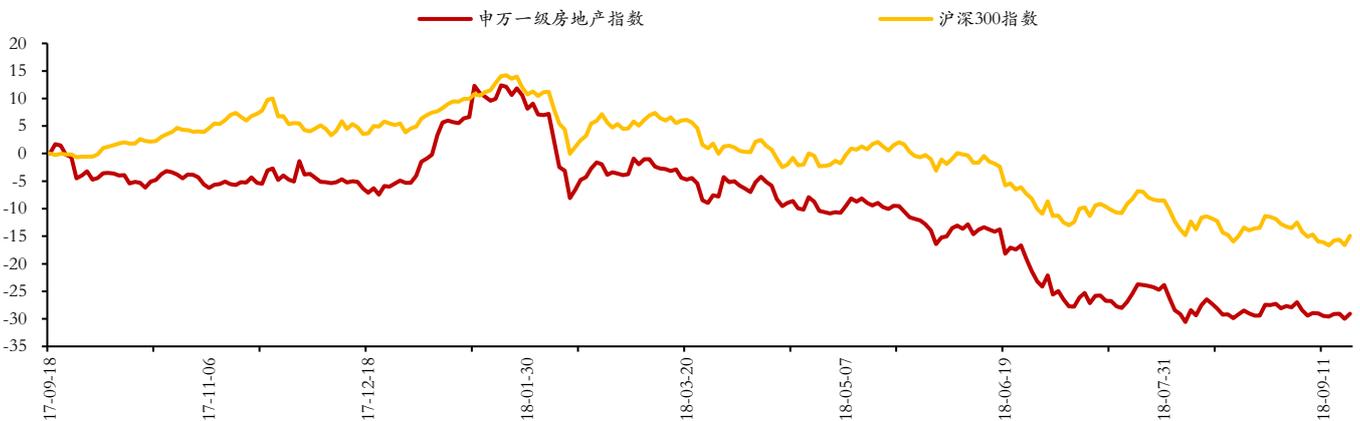


资料来源: 公司公告, 万和证券研究所

三、板块行情与估值

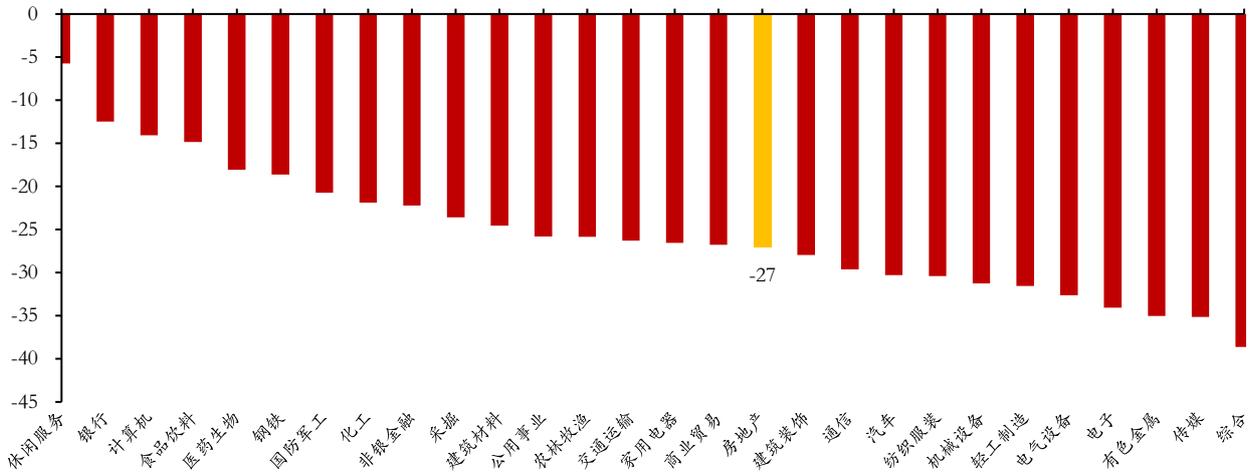
截止到 2018 年 9 月 17 日, 沪深 300 指数与申万一级房地产指数近一年累积涨跌幅分别为-16.61%与-27.08%; 申万一级房地产指数近一年的前复权现金分红涨跌幅在 28 个申万一级行业中排名 17 位。整体来看, 近一年来房地产指数行情表现相对较差。

图表 30 近一年沪深 300 与申万一级房地产指数涨跌幅



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 31 近一年申万一级行业涨跌幅 (%)

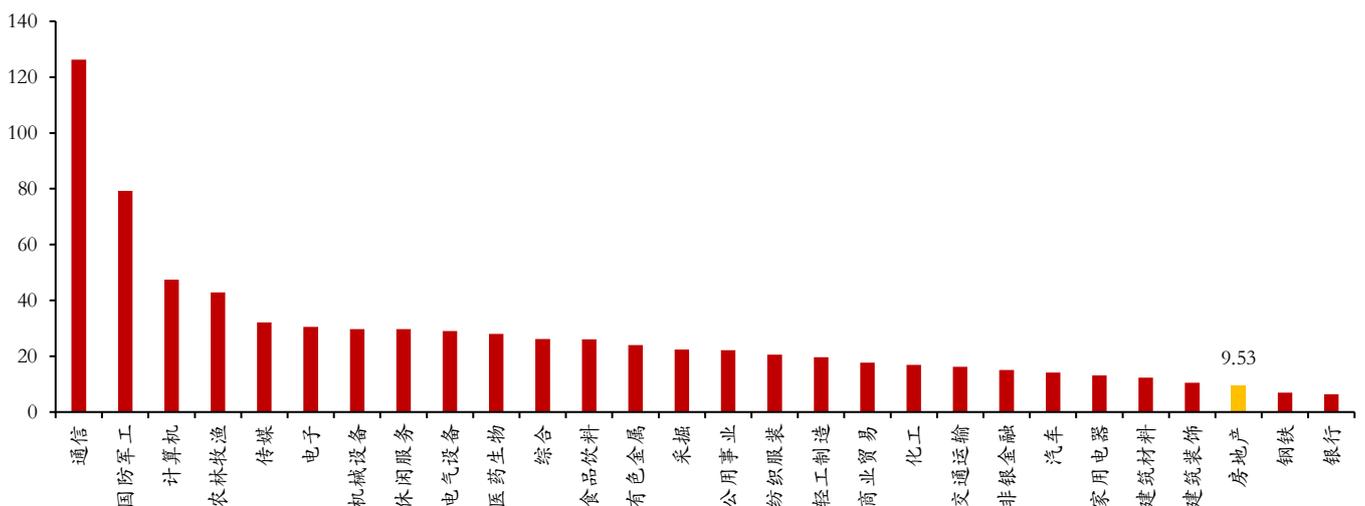


资料来源: Choice, 万和证券研究所

2018年9月17日房地产申万一级行业PE (TTM) 为 9.53 倍, 在行业排名中靠后, 仅高于钢铁与银行的估值倍数。

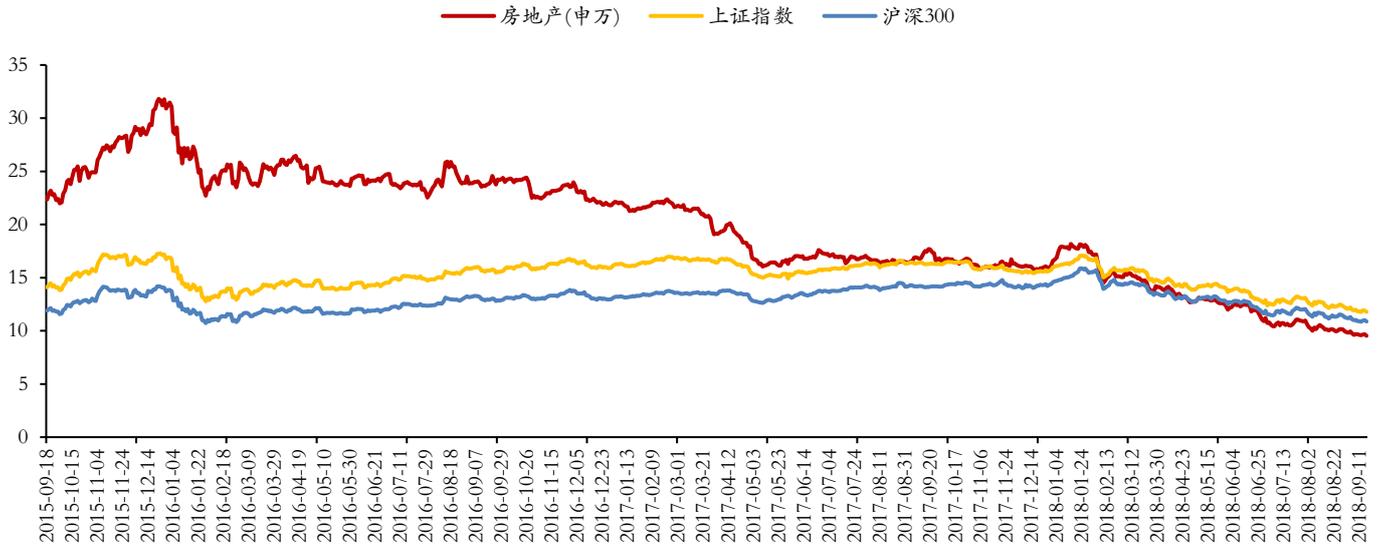
从历史估值情况来看, 申万一级房地产板块PE (TTM) 倍数一路下行, 房地产板块PE (TTM) 倍数相对上证指数、沪深300的溢价倍数已从2015年的9月18日的1.58、1.88倍下降至2018年9月17日的0.81、0.88倍。

图表 32 申万一级行业 PE (TTM)



资料来源: Choice, 万和证券研究所

图表 33 房地产板块、上证指数与沪深 300 PE 情况



资料来源：Choice，万和证券研究所

四、投资策略

根据以上的中报综述分析，房地产开发投资增速依旧较高，板块营收、利润增速处于历史较好水平，在房地产调控政策趋严的情况下，行业集中度与杠杆率均在提升，大型规模的优质房企业绩表现比较优秀。

虽然市场担心调控的进一步加码、下半年销售下行、库存周期延长，但是行业优质上市中大型房企在拿地、融资成本等方面优势明显，经营销售下行风险较小，加之目前估值相对较低，具有一定的配置价值，**建议持续关注规模靠前、高周转、业绩确定性大的优质龙头房企，以及紧跟国家政策把握粤港澳大湾区主题的结构性的机会。**

五、风险提示

行业销售波动；政策调控导致经营风险（棚改政策转向、房地产税出台等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）；企业运营风险（施工风险、土地储备进展不顺等）。

本公司具有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。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>