

2018-9-27

行业研究 | 点评报告

评级 **看好** 维持

房地产行业

预售与现售，房企影响几何？

报告要点

- 若由期房转为现房销售，新增供给显著延后，销售短期或将明显萎缩。根据国家统计局数据，在商品房销售中，期房销量远高于现房。2018年前8月，期房和现房销售面积在总销售面积中的占比分别约为81.5%和18.5%，销售金额占比则分别约为85.0%和15.0%。如果仅以现房形式进行销售，商品房新增供给将显著延后，短期内销售规模或将大幅萎缩，从而加大房企的现金回流压力。
- 若由期房转为现房销售，房企周转速度与盈利能力或将弱化。我们考虑一个带有1层地下室、地上18层、现浇框架式结构的居住项目，按照全国定额工期测算，若预售形象进度要求分别为出±0、1/3地上主体、2/3地上主体和竣工现售，则从拿地到开盘的时间周期分别约为129天、299天、468天和638天。如果由期房转为现房销售，该情况下房企开盘周期最多可能延后约17个月，房企的周转率或将受显著影响，并影响其盈利能力。
- 若由期房转为现房销售，房企现金流承压，融资压力或将加大。若由期房转为现房销售，房企定金及预收款、个人按揭贷款两项资金来源将受影响。2018年前8月，在房地产开发资金来源中，定金及预收款占比约33.2%，个人按揭贷款占比约14.6%，两者占比合计约47.8%。根据期房销售额占比85.0%估算，若由期房转为现房销售，房企前8月约40.7%的资金来源将受影响。根据117家上市房企的数据，2018上半年末净负债率约106.4%，若由期房转为现房销售，房企现金流入将延后，短期内货币资金将下降，房企净负债率将上升至约239.8%，资金压力显著加大。
- 若由期房转为现房销售，土地市场或将冷却，地方财政压力可能加大。土地出让金仍然在地方财政收入中占据重要位置，2017年国有土地使用权出让收入与地方本级财政收入的比例约为56.9%。在经营压力提升的背景下，房企在土地端的投资力度或将冷却，地方政府土地出让金中短期或受影响，地方财政压力预计将会提升。
- 行业基本面温和下行，政策风险或将缓和，看好估值修复行情。考虑到期房转为现房销售对行业的影响，我们认为短期内落地可能性偏低。结合目前行业基本面的下行走势，未来政策端进一步收紧的必要性或将减弱，部分城市前期过于严格的调控政策或存预期改善空间，龙头地产或逐渐进入估值修复阶段。

风险提示：

1. 调控政策或有继续紧缩风险；
2. 行业销售或有大幅下滑风险。

分析师 申思聪

☎ (8621) 61118713

✉ shensc1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518010003

联系人 吕聪

☎ (8621) 61118713

✉ lvcong@cjsc.com.cn

分析师 刘清海

☎ (8621) 61118713

✉ liuqh3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518040001

市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

相关研究

- 《政策或存边际缓和，看好地产板块后续修复行情—201809W3周度观点》2018-9-24
- 《公司销售增速微调，投资数据持续高位—201809W3周度观点》2018-9-16
- 《销售投资小幅波动，拿地开工反弹——2018年8月统计局数据点评》2018-9-14

若由期房转为现房销售，新增供给显著延后，销售短期或将明显萎缩。根据国家统计局数据，在商品房销售中，期房销量远高于现房。2018年前8月，期房和现房销售面积在总销售面积中的占比分别约为81.5%和18.5%，销售金额占比则分别约为85.0%和15.0%。如果仅以现房形式进行销售，商品房新增供给将显著延后，短期内销售规模或将大幅萎缩，从而加大房企的现金流压力。

图 1：2018年前8月期房销售面积占比约为81.5%

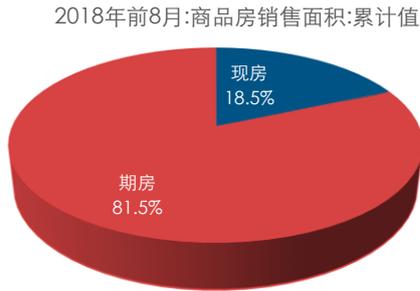
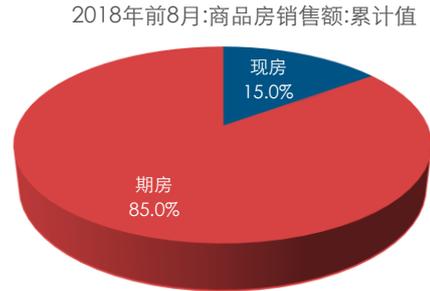


图 2：2018年前8月期房销售额占比约为85.0%



资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

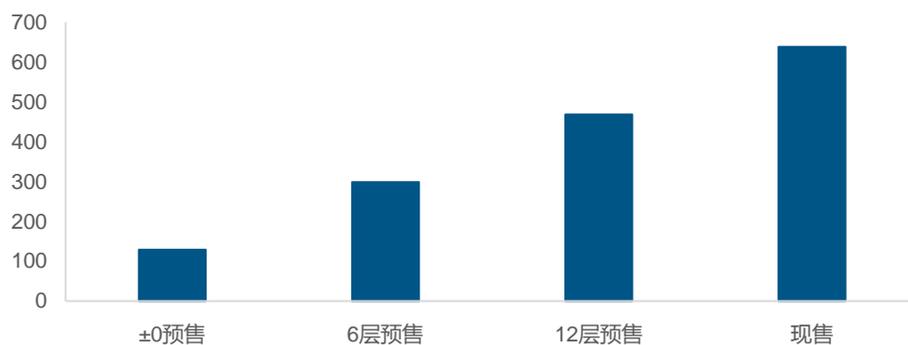
资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

若由期房转为现房销售，房企周转速度与盈利能力或将弱化。我们考虑一个带有1层地下室、地上18层、现浇框架式结构的居住项目，按照全国定额工期测算，若预售形象进度要求分别为出±0、1/3地上主体、2/3地上主体和竣工现房，则从拿地到开盘的时间周期分别约为129天、299天、468天和638天。如果由期房转为现房销售，该情况下房企开盘周期最多可能延后约17个月，房企的周转率或将受显著影响，并影响其盈利能力。

图 3：按照定额工期计算的不同进度要求下假设项目的开盘周期

按照定额工期计算的不同进度要求下的开盘周期（天）

假设项目：1层地下室、地上18层、现浇框架式结构



资料来源：《建筑安装工程工期定额 TY 01-89-2016》，长江证券研究所

若由期房转为现房销售，房企现金流承压，融资压力或将加大。若由期房转为现房销售，房企定金及预收款、个人按揭贷款两项资金来源将受影响。2018年前8月，在房地产开发资金来源中，定金及预收款占比约33.2%，个人按揭贷款占比约14.6%，两者占比合计约47.8%。根据期房销售额占比85.0%估算，若由期房转为现房销售，房企前8月约40.7%的资金来源将受影响。根据117家上市房企的数据，2018上半年末净负债

率约 106.4%，若由期房转为现房销售，房企现金流入将延后，短期内货币资金将下降，房企净负债率将上升至约 239.8%，资金压力显著加大。

图 4：销售回款是房企重要资金来源，包括定金及预收款、按揭贷款

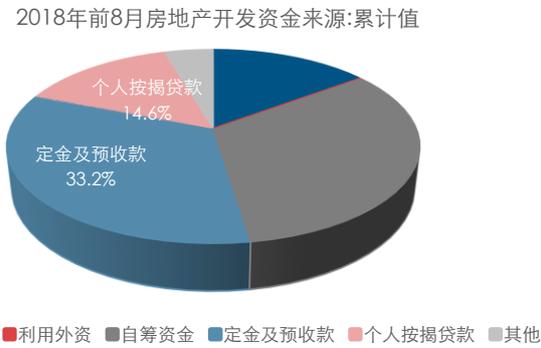
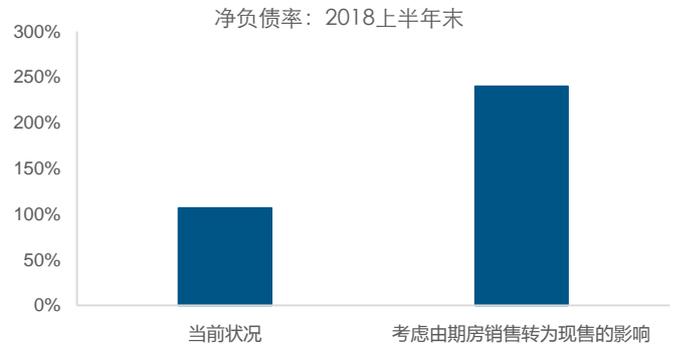
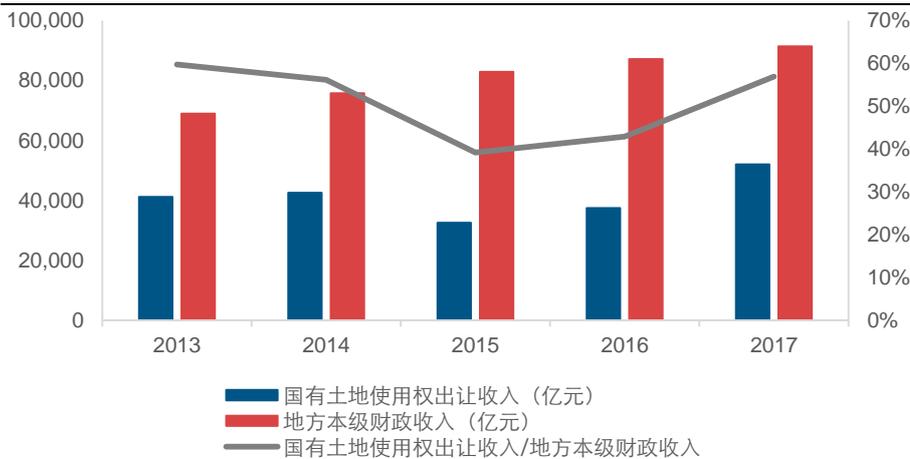


图 5：如果期房销售转为现房销售，房企净负债率将显著提升



若由期房转为现房销售，土地市场或将冷却，地方财政压力可能加大。土地出让金仍然在地方财政收入中占据重要位置，2017 年国有土地使用权出让收入与地方本级财政收入的比例约为 56.9%。在经营压力提升的背景下，房企在土地端的投资力度或将冷却，地方政府土地出让金中短期或受影响，地方财政压力预计将会提升。

图 6：土地出让收入仍然在地方财政收入中占据重要位置



行业基本面温和下行，政策风险或将缓和，看好估值修复行情。考虑到期房转为现房销售对行业的影响，我们认为短期内落地可能性偏低。结合目前行业基本面的下行走势，未来政策端进一步收紧的必要性或将减弱，部分城市前期过于严格的调控政策或存预期改善空间，龙头地产或逐渐进入估值修复阶段。

表 1：重点上市公司盈利预测与估值指标

证券 代码	证券 简称	股价（元） 2018/9/26	EPS（元）			PE			PB		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
601155	新城控股	26.39	2.71	3.82	5.07	9.74	6.91	5.21	2.89	2.10	1.54
001979	招商蛇口	18.74	1.55	1.98	2.44	12.09	9.46	7.68	2.30	1.82	1.53
000002	万科 A	24.67	2.54	3.24	4.01	9.71	7.62	6.16	2.05	1.67	1.38
000656	金科股份	5.28	0.35	0.54	0.63	15.09	9.78	8.38	1.56	1.15	1.03
600466	蓝光发展	5.18	0.57	0.78	1.14	9.04	6.65	4.56	1.11	0.91	0.78
600340	华夏幸福	25.05	2.83	4.07	5.12	8.85	6.15	4.89	2.63	1.54	1.20
000961	中南建设	6.23	0.16	0.59	1.03	38.34	10.49	6.03	1.64	1.43	1.17
600048	保利地产	12.40	1.32	1.71	2.15	9.39	7.23	5.76	1.44	1.17	0.99

资料来源：Wind, 长江证券研究所

注：新城控股、华夏幸福、招商蛇口、保利地产、金科股份盈利预测来自于长江证券研究所，其余公司来自 Wind 一致预测

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。